ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ 2005-2006

Διατριβή με θέμα:

Η νομισματική πολιτική των χωρών της Λατινικής Αμερικής από το 1995 ως σήμερα

Μεταπτυχιακός Φοιτητής: Ντουνιαδάκης Θεόδωρος
1ος Επιβλέπων Καθηγητής: Σταθάκης Γεώργιος
2ος Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Αθανάσιος

Ρέθυμνο
Δεκέμβριος 2006

Περιεχόμενα

Εισαγωγή σελ.4

Μέρος Α

Κεφάλαιο 1

Γενικά χαρακτηριστικά των Διεθνών Χρηματοοικονομικών Κρίσεων σελ.8

Τα δυο είδη των Διεθνών Χρηματοοικονομικών Κρίσεων σελ.12

Κρίσεις που προέρχονται από μακροοικονομικές ανισορροπίες σελ.12

Κρίσεις προκαλούμενες από αστάθεια των κεφαλαιακών ροών σελ.14

Φυγή τραπεζών σελ.16

Πολιτικές για το σταμάτημα της φυγής τραπεζών σε δολαροποιημέμες οικονομίες σελ.19

Προστασία των καταθετών σελ.19

Διοικητικά μέτρα σελ.20

Στοιχεία που είναι ευπαθή σε κρίσεις σελ.20

Διάδοση σελ.22

Μηχανισμοί μετάδοσης της κρίσης διεθνώς σελ.22

Κρίσεις συνδεόμενες με τα θεμελιώδη μεγέθη σελ.23

Κρίσεις συνδεόμενες με την επενδυτική συμπεριφορά. σελ.23

Κεφάλαιο 2

Εθνικές στρατηγικές αποφυγής Χρηματοοικονομικών Κρίσεων σελ.24

Κανόνες χρηματοοικονομικού τομέα και ηθικός κίνδυνος σελ.25

Διεθνή μέτρα αποτροπής των Διεθνών Χρηματοοικονομικών Κρίσεων σελ.26

Εθνικές πολιτικές διαχείρισης Χρηματοοικονομικών Κρίσεων σελ.27

Επιχειρήματα υπέρ των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών σελ.28

Επιχειρήματα υπέρ των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών σελ.29

Μέρος Β

Κεφάλαιο 3

Η κρίση στο Μεξικό και την Ν.Α. Ασία σελ.31

Η Μεξικανική κρίση του Peso το 1994-1995 σελ.32

Η Ασιατική Κρίση του 1997-1998 σελ.34

Περιφερειακά αίτια σελ.36

Εγχώρια αίτια σελ.37

Ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και πλεονάσματα στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών σελ.37
Πολιτικές συναλλαγματικών ισοτιμιών σελ.38
Προβλήματα του χρηματοοικονομικού τομέα σελ.38
Κρίση και διάδοση σελ.39
Κρίση στη διαχείριση σελ.39
Κεφάλαιο 4
Ιδιωτικοποιήσεις
Αργεντινή σελ.41
Χιλή σελ.42
Ο ρόλος των κυβερνητών
Αργεντινή σελ.43
Βραζιλία σελ.44
Χιλή σελ.44
Το δικαστικό σύστημα σελ.45
Χιλή
Νομισματική πολιτική σελ.46
Στόχευση πληθωρισμού και προσδοκίες για τον πληθωρισμό σελ.51
Συναλλαγματική ισοτιμία. σελ.52
Βραζιλία
Φορολογικό σύστημα σελ.53
Νομισματική πολιτική σελ.54
Οι επιδράσεις της υποτίμησης σελ.59
Σταθεροποίηση χωρίς anchor σελ.60
Οι επιπτώσεις στην ανάπτυξη σελ.62
Αργεντινή
Δολαριοποίηση (dollarization) σελ.63
Νομισματική πολιτική σελ.65
Παράγοντες στην κρίση του 2002 σελ.71
Παράγοντες που μετρίασαν την κρίση σελ.71
Παράγοντες που επιδείνωσαν την κρίση σελ.72
Επίλογος σελ.74
Βιβλιογραφία σελ.77

Εισαγωγή

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη της νομισματικής πολιτικής των χωρών Βραζιλίας, Χιλής και Αργεντινής από το 1995 και μετά. Αυτό το οποίο θα κάνουμε είναι μια συγκριτική ανάλυση αυτών των χωρών για να δούμε πως αντέδρασαν στα 'σοκ' που αντιμετώπισαν και τι μέτρα πήραν. Δεν μας αφορούν ούτε θα αναλύσουμε μέτρα αντιμετώπισης αυτών των κρίσεων. Γι'αυτό το θέμα έχουν γραφτεί αρκετά και γράφονται ακόμα αφού η κατάσταση στην Λατινική Αμερική είναι ακόμα υπό διαμόρφωση μετά την κρίση της Αργεντινής το 2002.

Θα ήταν αρκετά εύκολα να αναλύσουμε την οικονομία μόνο μιας χώρας από αυτές που προανέφερα από τις αρχές του 20^{ου} αιώνα μέχρι σήμερα αλλά τα συμπεράσματα που θα περνάμε δεν θα μπορούσαμε να τα συγκρίνουμε και να τα μελετήσουμε σε αντιπαραβολή με άλλες χώρες της γύρω περιοχής. Αντιθέτως, με την παρούσα εργασία μπορούμε να κατανοήσουμε καλύτερα το τι έγινε σ'αυτήν την περιοχή αφού μελετάμε τρεις χώρες οι οποίες είναι αντιπροσωπευτικές στην περιοχή και έτσι μπορούμε να μελετήσουμε το θέμα σφαιρικά.

Πιο συγκεκριμένα αναλύουμε τρεις χώρες οι οποίες ξεκίνησαν με διαφορετική φιλοσοφία την άσκηση της νομισματικής τους πολιτικής. Η Βραζιλία και η Αργεντινή μπορεί να ξεκίνησαν από την ίδια βάση και να ασκούσαν παρόμοια νομισματική πολιτική αλλά αργότερα η κάθε χώρα ακολούθησε διαφορετικό δρόμο. Η Χιλή αποτελεί εξαίρεση αφού από την αρχή έθεσε άλλες προτεραιότητες και διαφορετικούς στόχους. Οι υπόλοιπες χώρες της Λατινικής Αμερικής ασκούσαν παρεμφερείς νομισματικές πολιτικές οι οποίες βρίσκονται ανάμεσα σε αυτές τις τρεις χώρες.

Και οι τρεις χώρες που μελετάμε εφάρμοζαν πολιτική ανοικτής οικονομίας. Είχαν μειώσει τους δασμούς και τους όποιους περιορισμούς στις κινήσεις των εμπορευμάτων. Επιπλέον άφηναν τα κεφάλαια να κινούνται ελευθέρα χωρίς περιορισμούς. Όσον αφορά τις ιδιωτικοποιήσεις και οι τρεις χώρες τις εφάρμοσαν σε μεγάλο βαθμό. Η Χιλή ήταν η πρώτη που ξεκίνησε στη δεκαετία του 80 και στη συνεχεία την δεκαετία του 90 ακολούθησαν και οι δύο άλλες χώρες σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό. Οι επιχειρήσεις που ιδιωτικοποιήθηκαν ήταν οι τηλεπικοινωνίες, ηλεκτρισμός, ύδρευση και στην περίπτωση της Αργεντινής και οι σιδηρόδρομοι και τα λιμάνια.

Σημαντικός παράγοντας σε αυτές τις χώρες ήταν και το πολιτικό σύστημα που είχαν το οποίο δημιουργούσε δυσκολίες και στρεβλώσεις στην άσκηση ορθής

νομισματικής και οικονομικής πολιτικής. Επιπλέον, σημαντικό ρόλο έπαιξε και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Δ.Ν.Τ.) στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, κυρίως της Αργεντινής. Τα μεγάλα κρατικά ελλείμματα συχνά οδηγούσαν τις χώρες στο να ζητήσουν βοήθεια από το Δ.Ν.Τ. το οποίο έθετε κάποιες προϋποθέσεις για την χορήγηση δανείων και την άσκηση καθορισμένης οικονομικής πολιτικής.

Επίσης, σημαντικός παράγοντας ο οποίος καθόριζε την άσκηση της νομισματικής πολιτικής ήταν και ο πληθωρισμός που υπήρχε σε αυτές της χώρες. Στην Βραζιλία και την Αργεντινή είχαμε φαινόμενα υπερπληθωρισμού τα οποία δημιουργούσαν κοινωνικές εντάσεις και ανισότητες μεταξύ των κατοίκων της χώρας. Αυτοί που πληττόταν περισσότερο ήταν οι φτωχοί κάτοικοι, που αποτελούσαν την πλειοψηφία σε αυτές τις χώρες, με αποτέλεσμα να ασκούνται πολιτικές πιέσεις για την λήψη πιο φιλολαϊκών μέτρων. Το πολιτικό κόστος ήταν πολύ μεγάλο.

Οι χώρες της Λατινικής Αμερικής εφάρμοσαν στη δεκαετία του 90' τη δολαριοποίηση στις οικονομίες τους[1]. Με αυτό τον τρόπο προσπαθούσαν να βοηθήσουν στην στήριξη των εγχώριων νομισμάτων τους τα οποία δέχονταν κερδοσκοπικές επιθέσεις. Οι περισσότερες χώρες εφάρμοζαν σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, κάτι το οποίο έδινε την δυνατότητα στους κερδοσκόπους να κάνουν επιθέσεις στα νομίσματα τους και έτσι να κερδίζουν χρήματα αφού οι Κεντρικές Τράπεζες έπρεπε να στηρίζουν το νόμισμα με κάθε κόστος.

Η ανάλυση μας για την Βραζιλία ξεκινάει από το 1994 με την υιοθέτηση του Real και παρακολουθούμε την πολιτική που ακολούθησε διαχρονικά μέχρι σήμερα. Βλέπουμε πως επηρεάστηκε από την κρίση του Μεξικού το 1994 και της Ανατολικής Ασίας το 1997 και τι μέτρα πήρε. Στη συνεχεία βλέπουμε την αλλαγή στη νομισματική της πολιτική το 1999 μετά την κρίση στη Ρωσία και το 'σοκ' στην οικονομία της και τα μέτρα που πήρε μετά την κατάρρευση της οικονομίας της Αργεντινής το 2002.

Η Αργεντινή αρχίζει να εφαρμόζει μια νέα οικονομική και νομισματική πολιτική μετά το 1991 και την υιοθέτηση του Convertibility Plan. Στη συνέχεια βλέπουμε τις ενέργειες που έκανε μετά την κρίση στο Μεξικό και την Ανατολική Ασία. Σημαντικό γεγονός για την οικονομία της Αργεντινής αποτέλεσε και η κρίση στην Βραζιλία το 1999 με την αλλαγή στη νομισματική της πολιτική. Τελικά

[1] Δολαριοποίηση ή dollarization. Εφαρμόστηκε κυρίως και σε μεγάλο βαθμό στα χρηματοοικονομικά συστήματα της Λατινικής Αμερικής τη δεκαετία του 90'. Ανάλυση αυτής της έννοιας γίνετε στην παρούσα εργασία στη σελίδα 63

φτάνουμε στην κρίση της Αργεντινής το 2002 και την κατάρρευση της οικονομίας της και τελικά την αλλαγή στην νομισματική της πολιτική

Στη Χιλή είχαμε την αποκατάσταση του δημοκρατικού πολιτεύματος μετά από την χούντα που κράτησε δεκαεφτά χρόνια. Η Χιλή παρόλο που είναι μια μικρή σε έκταση χώρα με σχετικά μικρή οικονομία σε σχέση με την Βραζιλία και την Αργεντινή αποτελεί ξεχωριστή περίπτωση. Είχε σχετικά πολύ μικρότερο πληθωρισμό από τις άλλες δυο χώρες και ξεκίνησε την άσκηση της νομισματικής της πολιτικής στις αρχές τις δεκαετίας του 90' από διαφορετική βάση. Παρακολουθούμε τις ενέργειες και τα μέτρα που πήρε μετά την κρίση στο Μεξικό και την Ανατολική Ασία. Στη συνεχεία αναλύουμε τις αλλαγές της νομισματικής της πολιτικής μετά την κρίση στην Βραζιλία το 1999 και φτάνουμε ως το 2002 με την κρίση στην Αργεντινή και την αντίδραση της.

Η παρούσα εργασία χωρίζεται σε δύο μέρη και το καθένα από αυτά αποτελείται από δύο κεφάλαια. Στο πρώτο μέρος παρουσιάζουμε τα χαρακτηριστικά των διεθνών χρηματοοικονομικών κρίσεων, πως αυτές δημιουργούνται, από τι προέρχονται, και τρόπους αντιμετώπισης τους. Στο δεύτερο μέρος που είναι και το κύριο μέρος αυτής της εργασίας παρουσιάζουμε την κρίση του Μεξικού και της Ανατολικής Ασίας και στη συνεχεία περνάμε στη μελέτη των χωρών Βραζιλίας, Χιλής και Αργεντινής.

Στο πρώτο κεφαλαίο αναλύουμε τα χαρακτηριστικά των διεθνών χρηματοοικονομικών κρίσεων. Στη συνεχεία μελετάμε τα δύο είδη των κρίσεων καθώς και το φαινόμενο της φυγής των τραπεζών ή bank run όπως είναι γνωστό. Στο τελευταίο κομμάτι του κεφαλαίου μελετάμε τους μηχανισμούς με τους οποίους μεταδίδεται η κρίση διεθνώς.

Στο δεύτερο κεφάλαιο ξεκινάμε με τις εθνικές στρατηγικές αποφυγής των χρηματοοικονομικών κρίσεων και βλέπουμε και το φαινόμενο του ηθικού κίνδυνου ή moral hazard. Στη συνεχεία αναλύουμε τα διεθνή μέτρα αποτροπής των διεθνών χρηματοοικονομικών κρίσεων και βλέπουμε εθνικές πολιτικές διαχείρισης αυτών των κρίσεων. Στο τέλος του κεφαλαίου παραθέτουμε κάποια επιχειρήματα που έχουν γραφτεί υπέρ στων σταθερών και των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζουμε την κρίση στο Μεξικό το 1994 και αναφέρουμε τους παράγοντες που οδήγησαν σε αυτή την κρίση και μετά βλέπουμε την κρίση στην Ανατολική Ασία το 1997 και παρουσιάζουμε τα εγχώρια και διεθνή αιτία που οδήγησαν σε αυτή την κρίση. Αναλύουμε αυτές τις δύο κρίσεις γιατί η

πρώτη έγινε στην Λατινική Αμερική οπότε επηρεάστηκαν οι γύρω χώρες και η δεύτερη παρόλο που έγινε στην Ασία οι συνέπειες της επηρέασαν την παγκόσμια οικονομία.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφαλαίο περνάμε στην μελέτη των περιπτώσεων των χωρών Βραζιλίας, Χιλής και Αργεντινής. Αναλύουμε αρχικά το πολιτικό σύστημα αυτών των χωρών που έπαιξε σημαντικό παράγοντα στον καθορισμό της νομισματικής πολιτικής σε αυτές τις χώρες και επίσης αναφέρουμε το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων που έγινε. Στη συνεχεία εξετάζουμε πρώτα τη Χιλή μετά περνάμε στη βρασιά και κλείνουμε με την ανάλυση της νομισματικής πολιτικής της Αργεντινής.

Μέρος Α

Κεφάλαιο 1

Γενικά χαρακτηριστικά των Διεθνών Χρηματοοικονομικών Κρίσεων

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις έχουν πολλά χαρακτηριστικά αλλά κυρίως προέρχονται από μία κρίση στη συναλλαγματική ισοτιμία, σε τραπεζικές κρίσεις ή σε συνδυασμό αυτών των δυο[2]. Ασφαλώς, αυτοί οι δύο παράγοντες δεν είναι οι μόνοι που οδηγούν σε μία χρηματοοικονομική κρίση αλλά στις πρόσφατες χρηματοοικονομικές κρίσεις που έγιναν έπαιξαν σημαντικό ρόλο και ήταν οι κύριοι παράγοντες για την εξάπλωση των κρίσεων σε όλο τον κόσμο.

Ένα υγιές τραπεζικό σύστημα συμβάλει στην οικονομική ανάπτυξη συγκεντρώνοντας τους αποταμιευτικούς πόρους της οικονομίας και διοχετεύοντας τους στις δραστηριότητες με τις υψηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον, το τραπεζικό σύστημα προσφέρει συναλλακτικές υπηρεσίες καθώς και αξιόπιστα συστήματα πληρωμών, που εξασφαλίζουν σταθερότητα στον χρηματοοικονομικό τομέα της οικονομίας. Τέλος, οι τράπεζες παρέχουν υπηρεσίες παρακολούθησης της εκτέλεσης των χρηματοδοτούμενων επενδυτικών προγραμμάτων. Άρα, ένα προβληματικό τραπεζικό σύστημα αποτελεί εμπόδιο στην οικονομική ανάπτυξη. Αυτό το πρόβλημα γίνεται ακόμα μεγαλύτερο στις αναπτυσσόμενες χώρες οπού οι κεφαλαιαγορές δεν είναι ανεπτυγμένες και όταν έχουμε μεγάλες εισροές κεφαλαίων να μην μπορούν να τα διαχειριστούν. Επίσης, και η άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις είναι πολύ δύσκολη αφού δεν έχουν την προηγούμενη εμπειρία στο να διαχειριστούν τόσο μεγάλα κεφάλαια με αποτέλεσμα σε αρκετές περιπτώσεις να σπαταλούν το χρήμα και να μην το διαχειρίζονται καλά. Αυτός ήταν και ένας σημαντικός παράγοντας που προκάλεσε τις κρίσεις στη δεκαετία του 90’ που θα εξετάσουμε παρακάτω.

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

[2] Βλέπετε επίσης το άρθρο Graciela L. Kaminsky, Karmen M. Reinhart, Carlos A. Vegh, ‘‘The Unholy Trinity of Financial Contagion’’, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4, (autumn 2003), pp. 51-74.

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

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

Είναι αρκετά δύσκολο να ορίσουμε ποιες τράπεζες είναι αφερέγγυες. Ενώ η ευρωστία της τράπεζας ορίζεται εύκολα, είναι πολύ δύσκολο να την μετρήσουμε. Μια τράπεζα θεωρείται αφερέγγυα όταν η παρούσα αξία των μελλοντικών της καθαρών εσόδων είναι αρνητική και υπερβαίνει τα ίδια κεφάλαια. Όμως τα διευθυντικά στελέχη των προβληματικών τραπεζών έχουν κίνητρα να εμφανίζουν μη πραγματοποιημένα έσοδα και να παρουσιάζουν τμήμα των επισφαλών απαιτήσεων ως κανονικώς εξυπηρετούμενα δάνεια ώστε να μην χάσουν τους πελάτες τους οι οποίοι μπορεί να φύγουν από την τράπεζα αν καταλάβουν ότι κάτι δεν πάει καλά. Η χαμηλή ποιότητα της πληροφόρησης όμως σχετικά με την πραγματική οικονομική κατάσταση των τραπεζών εξηγεί γιατί μερικές φορές εκδηλώνεται αιφνιδίως η κατάρρευση μιας τράπεζας. Ακόμα και οι προσπάθειες εξωτερικών εκλεκτών, χρηματοοικονομικών αναλυτών και εποπτικών αρχών μπορεί να μην οδηγήσουν σε έγκαιρη ανακάλυψη των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η τράπεζα.

Ένας βασικός λόγος για τον οποίο η κατάρρευση μιας τράπεζας μπορεί να αποτελέσει την αρχή μιας διαδικασίας διαδοχικών καταρρεύσεων και άλλων τραπεζών, είναι ότι οι τράπεζες και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί συνδέονται μεταξύ τους μέσω της διατραπεζικής αγοράς. Στην διατραπεζική αγορά οι τράπεζες δανείζουν η

μια την άλλη ώστε να εξομαλύνουν τις διακυμάνσεις στην ρευστότητα τους. Άρα, η αδυναμία μιας τράπεζας να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της μπορεί να προκαλέσει προβλήματα και σε άλλες τράπεζες και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω της διατραπεζικής αγοράς.

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

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

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

Έχουν αναπτυχθεί δυο θεωρητικές προσεγγίσεις ανάμεσα σε αρκετές άλλες διαδεδομένες για την κατανόηση του τρόπου δημιουργίας των χρηματοοικονομικών κρίσεων.

Σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση η οποία ονομάζεται '*νομισματική προσέγγιση'*, οι χρηματοοικονομικές κρίσεις δεν σχετίζονται με την ιστορική συμπεριφορά των μακροοικονομικών μεγεθών, αλλά προέρχονται από τραπεζικούς πανικούς οι οποίοι με την σειρά τους επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα μέσω μείωσης της πιστωτικής ικανότητας των τραπεζών ή άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών. Η άλλη προσέγγιση η οποία ονομάζεται '*προσέγγιση της πραγματικής οικονομίας'*, θεωρεί ότι οι χρηματοοικονομικές κρίσεις είναι αποτέλεσμα της μεγάλης και αναπάντεχης πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας μετά το πέρας μιας περιόδου με μεγάλη εφορία στην οικονομία της χωράς.

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

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

τις νέες επενδύσεις τα παίρνουν από τις τράπεζες οι οποίες δανείζουν με μεγάλη ευκολία μέσα στην γενικότερη ευφορία που υπάρχει.

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

Τα δυο είδη των Διεθνών Χρηματοοικονομικών Κρίσεων

Κάθε είδος χρηματοοικονομικής κρίσης είναι διαφορετικό από κάθε άλλη χρηματοοικονομική κρίση όμως κυρίως οι πρόσφατες κρίσεις οφείλονται σε δύο βασικές αιτίες οι οποίες έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην δημιουργία τους και στη διάδοση τους [3]. Η πρώτη αιτία είναι σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες και η δεύτερη είναι οι κερδοσκοπικές επιθέσεις που γίνονται στα νομίσματα.

Κρίσεις που προέρχονται από μακροοικονομικές ανισορροπίες

Τις τελευταίες δεκαετίες πολλές χρηματοοικονομικές κρίσεις οφείλονται σε μακροοικονομικές ανισορροπίες. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι και οι χώρες του τρίτου κόσμου το 1989. Ο πιο κοινός τύπος μακροοικονομικής ανισορροπίας είναι η επεκτατική φορολογική και δημοσιονομική πολιτική που δημιουργεί μεγάλα ελλείμματα στον κρατικό

[3] Βλέπετε σελ.34-37 από βιβλίο Charles Collyns, G. Russell Kincaid, (2003), *Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America*, International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 217.

προϋπολογισμό που συχνά χρηματοδοτούνται από αύξηση στην προσφορά χρήματος. Όταν οι επεκτατικές φορολογικές και δημοσιονομικές πολιτικές ακολουθούνται από μια νομισματική πολιτική που εφαρμόζει ένα καθεστώς διολίσθησης του νομίσματος με κάποιο ισχυρό, τα διάφορα συστατικά της οικονομικής πολιτικής συχνά αντιδρούν με τρόπο που οδηγεί σε κρίση και στη συνέχεια σε ύφεση. Θα εξετάσουμε πρώτα το έλλειμμα στον προϋπολογισμό. Μετά το Β΄ παγκόσμιο πόλεμο, με την κυριαρχία του κεϋνσιανισμού, οι κυβερνήσεις σε ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες, επένδυσαν πολλά κεφάλαια από τους προϋπολογισμούς τους ώστε να προκαλέσουν μεγαλύτερη ζήτηση στην αγορά. Επένδυαν τα κεφάλαια τους σε αεροπορικές εταιρίες, υποδομές, επιχειρήσεις δημόσιας ωφέλειας και σε άλλους κοινωνικούς τομείς μιας σύγχρονης οικονομίας. Όμως παρόλο που οι κυβερνήσεις ασκούσαν επεκτατική φορολογική και δημοσιονομική πολιτική συχνά οι φόροι δεν αρκούσαν για την κάλυψη των δημόσιων δαπανών (οι μηχανισμοί είσπραξης των φόρων στις τότε αναπτυσσόμενες οικονομίες δεν ήταν καλοί) με αποτέλεσμα κάποια στιγμή να μην έχουν χρήματα στα κρατικά ταμεία. Το κράτος με την έκδοση ομολόγων προσπάθησε να βρει χρήματα αλλά εξαιτίας του ότι αυτού του είδους οι επενδύσεις δεν ήταν διαδεδομένες στο κοινό δεν αγόραζαν. Αυτό οδήγησε τις εκάστοτε κυβερνήσεις να εξαναγκάσουν την Κεντρική Τράπεζα της χώρας τους να αγοράσει αυτή τα ομόλογα και μ'αυτό τον τρόπο αυξανόταν η προσφορά χρήματος.

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

Το πρόβλημα με την υποτίμηση είναι ότι η κυβέρνηση δεν μπορεί να ασκήσει ορθή οικονομική πολιτική. Επίσης μπορεί να υποτιμήσει το νόμισμα σε λάθος στιγμή με

αποτέλεσμα η ύφεση που θα έρθει να είναι ακόμα μεγαλύτερη. Από την άλλη οι ασκούντες την οικονομική πολιτική μπορεί να υποτιμήσουν το νόμισμα λιγότερο από ότι πρέπει με αποτέλεσμα η υποτίμηση που θα κάνουν να μην είναι επιτυχής και να μην πετύχουν τα αποτελέσματα που θέλουν. Επίσης η συχνή υποτίμηση του νομίσματος πλήττει κάποιες ομάδες ανθρώπων μέσα στη χώρα όπως είναι οι έμποροι οι οποίοι εισάγουν και εξάγουν προϊόντα. Οπότε το εργαλείο της υποτίμησης πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή.

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

Κρίσεις προκαλούμενες από αστάθεια των κεφαλαιακών ροών

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

Η κύρια αιτία γι'αυτού του είδους τις κρίσεις είναι ότι το χρηματοοικονομικό κεφάλαιο είναι πολύ ασταθές και τα τεχνολογικά πλεονεκτήματα ενισχύουν αυτή την αστάθεια. Η δημιουργία νέων αναπτυσσόμενων αγορών οδηγεί κεφάλαια από τον υπόλοιπο κόσμο σ'αυτές τις περιοχές. Όταν τα κεφάλαια δε βγαίνουν έξω από τη χώρα, αυτά συσσωρεύονται στο εσωτερικό με αποτέλεσμα να επιδρούν στο επιτόκιο, στις προσδοκίες για την συναλλαγματική ισοτιμία και στην οικονομική δραστηριότητα. Αυτό έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Ένα από τα πιο σημαντικά προβλήματα είναι ότι στις χρηματοοικονομικές αγορές οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων παρακολουθούν τι κάνουν οι άλλοι διαχειριστές για να πληροφορηθούν για την κατάσταση και την κατεύθυνση της αγοράς. Αυτό δημιουργεί μια συμπεριφορά η οποία σε κρίσιμες στιγμές

δημιουργεί προβλήματα, τα οποία μπορεί να επιφέρουν κρίση όταν ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών χάσει την εμπιστοσύνη του στην αγορά της χώρας. Αυτό συμβαίνει όταν τα διεθνή αποθέματα εξαφανίζονται, η συναλλαγματική ισοτιμία πέφτει και ο χρηματοοικονομικός τομέας φαίνεται αδύναμος. Ένας αδύναμος χρηματοοικονομικός τομέας μπορεί να δημιουργήσει πρόβλημα. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι και ο τραπεζικός τομέας που δανείζεται διεθνών και δανείζει εγχώρια. Αν τα διεθνή ομόλογα που δανείζεται η τράπεζα είναι βραχυπρόθεσμα και στη συνέχεια η τράπεζα δανείζει μακροπρόθεσμα, το πρόβλημα θα δημιουργηθεί όταν θα πρέπει να πληρωθούν αυτά τα διεθνή ομόλογα από την τράπεζα. Αν οι διεθνείς δανειστές είναι πρόθυμοι να προχωρήσουν παρόλο το χρέος και συνάψουν νέα δάνεια τότε δεν υπάρχει πρόβλημα. Αν όμως οι δανειστές πιστεύουν ότι υπάρχει πρόβλημα με μία τράπεζα αρνούνται να συνεχίσουν να δανείζουν με τέτοιο χρέος, δημιουργώντας σοβαρό πρόβλημα αν τα τραπεζικά περιουσιακά στοιχεία είναι δεσμευμένα σε δάνεια σε ακίνητη περιουσία. Όταν πολλές τράπεζες έχουν το ίδιο πρόβλημα προσπαθούν να ξεφορτωθούν την ακίνητη περιουσία τους παρόλο την μείωση των τιμών ακόμα περισσότερο και έτσι υπονομεύεται η φερεγγυότητα ενός τραπεζικού συστήματος από τη στιγμή που κάθε τράπεζα με επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία κρατά ξαφνικά ένα χαρτοφυλάκιο μειωμένης αξίας.

Αυτού του είδους το σενάριο μπορεί να δημιουργήσει πολλά προβλήματα γιατί επιδρά προς δύο κατευθύνσεις. Μπορεί να επιλυθεί μόνο του χωρίς να επιφέρει κάποια κρίση εάν οι διεθνείς δανειστές είναι πρόθυμοι να επεκτείνουν την πίστωση ενώ οι τράπεζες πουλούν τα μακροχρόνια περιουσιακά τους στοιχεία. Από την άλλη αν οι διεθνείς επενδυτές περιμένουν μία κρίση και ως αποτέλεσμα είναι απρόθυμοι να δώσουν στις εγχώριες τράπεζες τον χρόνο που χρειάζονται για να μετατρέψουν τα μη ρευστά περιουσιακά τους στοιχεία σε ρευστά, τότε η κρίση γίνεται πραγματικότητα. Αυτό το οποίο γίνεται σε μία κρίση έχει ως αποτέλεσμα οι δανειστές να αρνούνται να ανανεώσουν τα δάνεια με τέτοιο τραπεζικό χρέος και οι τράπεζες που έχουν πρόβλημα ρευστότητας γίνονται αναξιόπιστες. Αρκετά μέρη αυτού του σεναρίου είναι συνταρακτικά για τους οικονομολόγους και τους ασκούντες την οικονομική πολιτική. Πρώτον πολλά πιθανά αποτελέσματα τα οποία εξαρτώνται από την αντίδραση των διεθνών δανειστών δηλαδή αν θα δανείσουν ή όχι στις τράπεζες που έχουν πρόβλημα ρευστότητας. Δεύτερον, ένα από τα πιο πιθανά αποτελέσματα είναι μία κρίση η οποία όμως είναι αυτοπραγματοποιήσημη. Τρίτον, η κρίση επηρεάζει τις τράπεζες ο οποίες έχουν ανισορροπία μεταξύ των ληξιπρόθεσμων χρεών τους και των περιουσιακών τους στοιχείων. Δηλαδή οι τράπεζες έχουν πρόβλημα ρευστότητας αλλά δεν είναι αναξιόπιστες.

Φυγή τραπεζών

Αυτό το φαινόμενο παρουσιάστηκε σε μεγάλο βαθμό στην Λατινική Αμερική. Φυγή από τις τράπεζες έχουμε όταν οι καταθέτες φοβούνται ότι τα χρήματα που έχουν στις τράπεζες θα χάσουν την πραγματική τους αξία ή θα τα χάσουν τελείως[4]. Όταν έχουμε τοπική φυγή τραπεζών επηρεάζεται μόνο μια τράπεζα ή ένας μικρός αριθμός τραπεζών ενώ οι άλλες δεν έχουν πρόβλημα. Συστηματική φυγή τραπεζών έχουμε όταν το σύνολο των τραπεζών αντιμετωπίζουν μεγάλες αποσύρσεις καταθέσεων. Ο διαχωρισμός μεταξύ αυτών των δυο είναι πολύ δύσκολος και η αντιμετώπιση τους απαιτεί διαφορετικά μέτρα. Όταν η φυγή είναι τοπική μπορούμε να προστατέψουμε τους καταθέτες με ασφαλιστήρια συμβόλαια κατάθεσης**.** Άμεση βοήθεια σε ρευστό στις τράπεζες που έχουν πρόβλημα κάτω από αυστηρές προϋποθέσεις βέβαια. Επιπλέον οι αρχές θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικές για το ενδεχόμενο μετάδοσης του προβλήματος και σε άλλες τράπεζες.

Όταν έχουμε συστηματική φυγή τραπεζών η αντιμετώπιση θα πρέπει να είναι εντελώς διαφορετική αφού όλες οι τράπεζες έχουν πρόβλημα. Οι στόχοι που θα πρέπει να επιτευχθούν είναι η επαναφορά της εμπιστοσύνης των καταθετών, η προστασία του συστήματος πληρωμών, αποκατάσταση φερεγγυότητας στο τραπεζικό σύστημα και αποτροπή επιδείνωσης της μακροοικονομική αστάθειας ως αποτέλεσμα της φυγής των τραπεζών**.** Η στρατηγική που πρέπει να ακολουθηθεί όταν έχουμε συστηματική φυγή τραπεζών έχει τα εξής σταδία[5].

1. Άμεση βοήθεια σε ρευστό θα πρέπει να δοθεί σε όλες τις τράπεζες που τι χρειάζονται μέσα από την άσκηση ορθής πολιτικής δανεισμού. Αυτή η βοήθεια μπορεί να πάρει διάφορες μορφές όπως μείωση του ποσού των χρημάτων που πρέπει να έχουν οι τράπεζες στα ταμεία τους (αποθεματικό) κ.λ.π.
2. Να δοθούν εγγυήσεις ώστε οι καταθέτες να μην χάσουν την εμπιστοσύνη τους στο τραπεζικό σύστημα. Λόγω του ότι είναι δύσκολο να δει κάποιος ποιες

---

[4] Βλέπετε σελ 54-60 από βιβλίο Charles Collyns, G. Russell Kincaid, (2003), *Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America*, International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 217.

[5] Βλέπετε επίσης σελ.54-56 από βιβλίο Charles Collyns, G. Russell Kincaid, (2003), *Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America*, International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 217.

τράπεζες έχουν πρόβλημα όταν υπάρχει μια κρίση, οι επενδύτες μπορεί να χάσουν την εμπιστοσύνη τους και να φύγουν από της αγορά. Οι εγγυήσεις που καλύπτουν τους καταθέτες όμως μας έχουν δείξει ότι μειώνουν αυτούς τους φόβους και τις ανησυχίες.

3. Στην περίπτωση που η παροχή ρευστότητας δεν έχει αποτέλεσμα στην αποτροπή της φυγής τότε πρέπει να ληφθούν άλλα μέτρα. Για παράδειγμα το κλείσιμο των τραπεζών θα είναι αποτελεσματικό άμεσα. Επίσης μπορεί να επιβληθούν περιορισμοί στις αναλήψεις χρημάτων από τους καταθέτες ή ακόμα και πάγωμα των αναλήψεων. Βέβαια ένα τέτοιο μέτρο θα πρέπει να είναι η τελευταία λύση γιατί οι καταθέτες θα χάσουν πλήρως την εμπιστοσύνη τους προς το τραπεζικό σύστημα και θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτική η κυβέρνηση που θα το εφαρμόσει.
4. Θα πρέπει να αναλυθούν αμέσως τα αίτια της κρίσης και να παρθούν άμεσα μέτρα για την αντιμετώπιση της κρίσης και να εφαρμοστούν αυτά τα μέτρα. Επίσης θα πρέπει να ενημερωθεί άμεσα το κοινό και παράλληλα να γίνει η μακροοικονομική πολιτική πιο αυστηρή έτσι ώστε να συνεχίσουν να έχουν εμπιστοσύνη οι καταθέτες στις τράπεζες.
5. Η επανάκτηση της εμπιστοσύνη θα εξαρτηθεί από τις ανακοινώσεις των αρχών και την εφαρμογή μιας στρατηγικής για την αναδόμηση των τραπεζών. Τα στοιχεία που πρέπει να έχει αυτή η στρατηγική είναι: (1) μια πολιτική για να διευθύνει αδύναμες αλλά βιώσιμες τράπεζες, (2) στις αφερέγγυες τράπεζες θα πρέπει άμεσα να επεμβαίνουμε και να δίνουμε λύση, (3) αν η φερεγγυότητα είναι δύσκολο να καθοριστεί βραχυχρόνια, η επέμβαση μπορεί να παρακινηθεί από καθορισμένες ωθήσεις με πρόσβαση σε ενίσχυση με ρευστό σαν ένα μερίδιο του κεφαλαίου της τράπεζας.

Ένας υψηλός βαθμός dollarization (δολαριοποίησης) περιορίζει τις οικονομικές πολιτικές που υπάρχουν για την αντιμετώπιση του φυγή τραπεζών**.** Η φύση των περιορισμών διαφέρουν ανάλογα με το βαθμό dollarization, δηλαδή είναι διαφορετικά αν χρησιμοποιούν το ξένο νόμισμα σαν το εγχώριο ή αν οι επενδυτές χρησιμοποιούν το ξένο νόμισμα στις συναλλαγές τους γιατί το προτιμούν από ότι το εγχώριο. Επίσης η δολαριοποίηση δυσκολεύει και την αντιμετωπίσει της φυγής των καταθετών**.** Η δολαριοποίηση μπορεί να έχει επίδραση στο πιστωτικό κίνδυνο αν τα μέρη που δανείζονται σε αμερικανικά δολάρια δεν μπορούν να παράγουν εισοδήματα

σε αμερικανικά δολάρια. Επιπλέον όταν έχουμε δολαριοποίηση είναι δύσκολο οι αρχές να καταλάβουν ποιες τράπεζες έχουν πρόβλημα.

Το ποιο σημαντικό πρόβλημα με τη δολαριοποίηση είναι ότι θέτει περιορισμούς στα διαθέσιμα εργαλεία οικονομικής πολιτικής. Η δολαριοποίηση θέτει όρια σε πιθανή βοήθεια σε ρευστό αφού δεν μπορούν να δοθούν μεγάλα ποσά από ξένο νόμισμα από τον τελευταίο δανειστή. Αυτό θα προϋποθέτει ότι πρέπει να υπάρχουν μεγάλα συναλλαγματικά διαθέσιμα κάτι που καμία τράπεζα δεν έχει και επίσης και η ίδια η κυβέρνηση δεν θα ήθελε η κεντρική τράπεζα της χώρας τους να δώσει όλο το συνάλλαγμα που θα έχει. Επίσης όταν έχουμε δολαριοποίηση και το τραπεζικό σύστημα είναι μεγάλο, είναι αρκετά δύσκολο να δοθούν εγγυήσεις από την κυβέρνηση προς τους καταθέτες ώστε να έχουν εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα σε περίπτωση μιας κρίσης.

Σε δολαροποιημέμες οικονομίες είναι αρκετά δύσκολο με την μακροοικονομική πολιτική να καταφέρεις να αντιμετωπίσεις μια τραπεζική κρίση, αφού με την αλλαγή των επιτοκίων δεν θα καταφέρεις να επηρεάσεις την ζήτηση για χρήμα[6]. Επίσης και η συναλλαγματική πολιτική έχει περιορισμούς. Στις μερικώς δολαροποιημέμες οικονομίες η συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ του εγχωρίου νομίσματος και του δολαρίου μπορεί να κινείται ελεύθερα, αλλά αυτές οι αλλαγές θα δημιουργήσουν πολλά προβλήματα στον ισολογισμό για τους οφειλέτες με στοιχεία του παθητικού σε αμερικανικά δολάρια και εισοδήματα σε εγχώριο νόμισμα. Επιπλέον και οι τράπεζες θα αντιμετωπίσουν πρόβλημα αν το χαρτοφυλάκιο τους είναι κυρίως εκφρασμένο σε εγχώριο νόμισμα. Τέλος η δολαριοποίηση περιπλέκει και την φορολογική ενίσχυση για την διαδικασία αναδιάρθρωσης των τραπεζών από τι στιγμή που τα ομόλογα που χρειάζονται για το δημόσιο πρόγραμμα επανακεφαλαίωσης μπορεί να είναι δεσμευμένο σε ξένο νόμισμα και η ενίσχυση να πρέπει να γίνει με εγχώριο νόμισμα.

[6] Βλέπετε σελ.57 από βιβλίο Charles Collyns, G. Russell Kincaid, (2003), *Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America*, International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 217.

Πολιτικές για το σταμάτημα της φυγής τραπεζών σε δολαροποιημέμες οικονομίες

Η ενίσχυση σε ρευστό είναι ένα πολύ σημαντικό στοιχείο για τον έλεγχο της συστηματικής φυγής. Σε δολαροποιημέμες οικονομίες η ενίσχυση με αμερικάνικα δολάρια θα περιορίζεται από τα αποθέματα που θα έχουν οι τράπεζες και θα μπορεί να εφαρμοστεί έως ότου τελειώσουν. Αν όμως γίνει αυτό θα έχουμε περιορισμούς στην άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής και θα μειωθεί και η αξιοπιστία προς τις τράπεζες. Αφού η βοήθεια σε αμερικανικά δολάρια που μπορεί να προσφερθεί είναι περιορισμένη θα πρέπει να βρούμε εναλλακτικούς τρόπους. Μια λύση είναι η βοήθεια να δίνεται σε εγχώριο νόμισμα. Η κεντρική τράπεζα της χώρας να εκδώσει νέο χρήμα για την χρηματοδότηση αλλά όμως θα πρέπει αυτό να γίνει προσεκτικά αφού η υπερβολική έκδοση νέου χρήματος θα οδηγήσει σε απώλεια των διεθνών αποθεμάτων υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας καθώς και σε άσκηση πληθωριστικών πιέσεων.

Προστασία των καταθετών

Οι εγγυήσεις που καλύπτουν τους καταθέτες μπορούν να βοηθήσουν στην περίπτωση των συστηματική φυγή τραπεζών**.** Όταν έχουμε δολαροποιημέμες οικονομίες τα μέτρα που μπορούν να παρθούν είναι:

- Εγγυήσεις για τις καταθέσεις σε ξένο νόμισμα μπορεί να είναι αποτελεσματικές όσο οι τράπεζες έχουν απόθεμα σε αμερικανικά δολάρια στα ταμεία τους. Όμως επειδή στις αναπτυσσόμενες οικονομίες οι τράπεζες έχουν μικρό μέγεθος κάτι τέτοιο δεν μπορεί να γίνει για μεγάλο χρονικό διάστημα.
- Εεγγυήσεις που να καλύπτουν τους καταθέτες σε εγχώριο νόμισμα είναι αμφίβολο κατά πόσο θα κρατήσουν την εμπιστοσύνη των καταθετών αφού θα ζητάνε αμερικανικά δολάρια από ότι εγχώριο νόμισμα. Αν αυτές οι εγγυήσεις είναι σε εγχώριο νόμισμα τότε οι καταθέτες μπορεί να θεωρήσουν ότι οι τράπεζες δεν έχουν ικανοποιητικά αποθέματα σε δολάρια στα ταμεία τους και έτσι να ενταθεί η ανησυχία τους και να προσφύγουν στην διεθνή αγορά συναλλάγματος.
- Μια επιλογή για την προστασία των καταθετών είναι να μεταφερθούν οι καταθέσεις από τις προβληματικές τράπεζες σε άλλες οι οποίες είναι μεγάλες

και έχουν καλό όνομα και διαθέτουν στα ταμεία τους αρκετά μεγάλα αποθέματα ώστε να καλυφθούν οι ανάγκες.

Διοικητικά μέτρα

Δεδομένου τους περιορισμούς που θέτει η δολαριοποίηση για ενίσχυση σε ρευστό και προστασία των καταθέτων τα διοικητικά μέτρα φαίνεται να χρειάζονται. Η ασφάλιση των καταθέσεων, κλείσιμο τραπεζών, ή άλλοι περιορισμοί μπορούν να εφαρμοστούν σε dollarized οικονομίες. Οι εκτιμήσεις στο σχεδιασμό τον διοικητικών μέτρων περιέχουν τα εξής.

- Η ασφάλιση των καταθέσεων (Αργεντινή 2002) μπορεί να είναι η λιγότερο οδυνηρή επιλογή για τους καταθέτες σε σχέση με το πάγωμα των συναλλαγών από τη στιγμή που υπάρχει μια δευτερεύουσα αγορά που μπορεί να δώσει ρευστό σε τέτοιες περιπτώσεις.
- Η ασφάλιση θα πρέπει να γίνει με συγκεκριμένα σταδία ώστε να μετριάσουμε τις επιδράσεις της στο σύστημα πληρωμών και την οικονομική δραστηριότητα.
- Επέκταση των ώριμων καταθέσεων είναι μια εναλλακτική λύση από την ασφάλιση. Αυτό το πράγμα εφαρμόστηκε στην Αργεντινή το 2002. Θα μπορούσε για παράδειγμα να δοθεί η δυνατότητα στους καταθέτες να υπογράφουν επιταγές σε παγωμένους λογαριασμούς έτσι ώστε να γίνονται συναλλαγές.
- Οι περιορισμοί στις αποσύρσεις καταθέσεων χωρίς συγκεκριμένους χρονικούς περιορισμούς θα πρέπει να αποφεύγονται. Αυτό το μέτρο θα πρέπει να εφαρμόζεται τόσο χρονικό διάστημα όσο χρειάζεται η κυβέρνηση για να πάρει τα απαραίτητα μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης.

Στοιχεία που είναι ευπαθή σε κρίσεις

Οι χώρες οι οποίες έχουν μπει σε μια κρίση παρουσιάζουν ευπάθεια σε πολλά στοιχεία. Το πρώτο στοιχείο που είναι ευπαθή σε χρηματοοικονομικές κρίσεις που συμβαίνουν στις αναπτυσσόμενες οικονομίες τα τελευταία χρόνια είναι οι εύθραυστοι κρατικοί ισολογισμοί, στα χρηματοοικονομικά ινστιτούτα και στις επιχειρήσεις. Σε ορισμένες περιπτώσεις υπήρχε ανεπαρκής απόθεμα σε ρευστό σε σχέση με το βραχυχρόνιο χρέος ή τις εγχώριες αποταμιεύσεις (Μεξικό, Κορέα). Σε

άλλες περιπτώσεις η δομή του δημοσίου και ιδιωτικού χρέους είχε τέτοια μορφή όπου μπορούσαν να επηρεάζουν τις μεταβολές των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών (Βραζιλία, Τουρκία). Ένας σημαντικός παράγοντας σε πολλές κρίσεις ήταν ο επισφαλής δανεισμός εγχώριου νομίσματος σε επιχειρήσεις, τράπεζες και κυβερνήσεις(Βραζιλία, Τουρκία, Ρωσία). Αυτός βέβαια ο δανεισμός δεν φαινόταν επισφαλής στην αρχή αλλά με το που ξεκινούσε μια κρίση τότε παρουσιαζόταν και αυτό το πρόβλημα.

Έχουν δημιουργηθεί κάποια μοντέλα τα οποία εξετάζουν την ευπάθεια των στοιχείων σε μια κρίση. Αυτά τα μοντέλα είναι τα EWS (early warning system) και τα crises cost models. Τα EWS μοντέλα εστιάζουν στον υπολογισμό της πιθανότητας να συμβεί μια νομισματική κρίση και τα crises cost models μετράνε την πιθανότητα μιας κρίσης στην χρηματοδότηση. Τα crises cost models υπολογίζουν τον αντίκτυπο μιας κρίσης στην ανάπτυξη και στις εξαγωγές εάν συμβεί.[7]

Ένα δεύτερο στοιχειό σε αυτές τις κρίσεις ήταν η μη ικανότητα άσκησης ορθής οικονομικής πολιτικής και η μη έγκυρη αντίδραση των κυβερνήσεων όταν εμφανιζόταν η κρίση στη χωρά τους. Σε ορισμένες περιπτώσεις η νομισματική πολιτική δεν αντέδρασε γρήγορα με αποτέλεσμα να εμφανιστούν σοκ στην αγορά που με την μη άσκηση ορθής πολιτικής συναλλαγματικών ισοτιμιών να δημιουργήσει μεγαλύτερα προβλήματα. Ο ρόλος των οικονομικών περιορισμών στις πολιτικές που μπορούν να ασκηθούν είναι σημαντικοί. Σε πολλές κρίσεις η πρόωρη αντίδραση των πολιτικών χαρακτηρίζεται από 'fear of floating' συναζόμενο με dollarization (εκφρασμένα σε δολάρια) στοιχεία του παθητικού. Οι αρχές ακολουθούν μη σωστά συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών με αποτέλεσμα όταν μεγαλώσουν τα προβλήματα από την κρίση να μην μπορούν να αντιμετωπιστούν με την αλλαγή του συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στην περίπτωση την Αν, Ασίας οι χώρες προσπάθησαν να στηρίξουν τα νομίσματα τους μέσο των συναλλαγματικών ισοτιμιών, δηλαδή υψηλά επιτόκια, που όμως αποδείχτηκε στο τέλος ότι δεν ήταν σωστό. Αυτά τα υψηλά επιτόκια είχαν αντίκτυπο και στον ιδιωτικό τομέα αφού η αγορά περίμενε ότι η κυβέρνηση θα αυξήσει και άλλο τα επιτόκια ώστε να προστατέψει το νόμισμα και έτσι οι αγορές ήταν σε στάση αναμονής.

---

[7] Βλέπετε σελ 13 από βιβλίο Charles Collyns, G. Russell Kincaid, (2003), *Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America*, International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 217.

Ένα ακόμα στοιχείο είναι κατά ποσό μπορεί το πολιτικό σύστημα να μεταφέρει τα σωστά μηνύματα στους επενδυτές ότι θα προβεί στις σωστές ενέργειες ώστε να λυθεί η κρίση. Σε παλιότερες κρίσεις οι πολιτικοί παράγοντες έπαιξαν ρολό στο μέγεθος και στο χρόνο της κρίσης κυρίως λόγω της αδυναμίας των κυβερνήσεων να δράσουν φοβούμενοι το πολιτικό κόστος καθώς και την κριτική της αντιπολίτευσης. Αυτά τα προβλήματα μεγαλώνουν σε προεκλογικές περιόδους λόγω του φόβου των κυβερνήσεων μην πάρουν αντιλαϊκά μετρά. Αυτό συνέβη και στις χώρες τις Λατινικής Αμερικής. Η μονή εξαίρεση ήταν η Χιλή και η Ουρουγουάη οπού η πολιτική συναίνεση βοήθησε στο να βγουν γρήγορα από την κρίση

Διάδοση

Η διάδοση της κρίσης είναι επίσης ένας σημαντικός παράγοντας και υπάρχουν πολλοί λόγοι για να συμβεί. Πρώτον όταν δεν υπάρχει πλήρη πληροφόρηση οι επενδυτές που βλέπουν να υπάρχει πρόβλημα σε μια χώρα μπορεί να θεωρήσουν ότι και η άλλη χώρα που είναι αναπτυσσόμενη αντιμετωπίζει τα ίδια προβλήματα και έτσι μειώνουν τις επενδύσεις τους. Αυτό μπορεί να αντιμετωπιστεί με πληροφόρηση του κοινού από τις κυβερνήσεις. Ένας δεύτερος παράγοντας είναι οι εμπορικοί σύνδεσμοι που υπάρχουν και όταν έχει κρίση μια χώρα τότε επηρεάζεται και η άλλη. Αυτή έγινε και στην Αν Ασία. Ένας τρίτος παράγοντας είναι οι χρηματοοικονομικοί δεσμοί μέσω δανεισμού των τραπεζών και συνεργασίας με άλλες τράπεζες. Έτσι όταν έχει πρόβλημα μια τράπεζα δεν επηρεάζεται μόνο η χώρα στην οποία είναι αυτή η τράπεζα αλλά και η άλλη χώρα στην οποία υπάρχει η άλλη τράπεζα που έχει συναλλαγές. Ένας τέταρτος παράγοντας είναι η υπόθεση του 'wake-up call' η οποία λέει ότι οι παράγοντες της αγοράς θα μειώσουν την έκθεση τους σε αγορές οι οποίες έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά και στοιχειά με την χωρά στην οποία εμφανίζεται μια κρίση. Ένας ακόμα παράγοντας είναι η απόκλιση από την ορθή πολιτική όπως είναι οι ανταγωνιστικές υποτιμήσεις και η απόκλιση από την φορολογική πολιτική. Αυτό συνέβη και στην Αν. Ασία.

Μηχανισμοί μετάδοσης της κρίσης διεθνώς

Υπάρχουν δυο κατηγορίες τρόπων μετάδοσης της κρίσης. Η πρώτη κατηγορία θεωρεί ότι η μετάδοση των κρίσεων εξηγείται από παράγοντες που συνδέονται με την υγεία των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών των οικονομιών που επλήγησαν. Η δεύτερη κατηγόρια δίνει έμφαση στη μετάδοση της κρίσης που δεν οφείλεται σε

ομοιότητες των θεμελιωδών μεγεθών, αλλά σε φαινόμενα που συνδέονται με ορθολογική ή μη ορθολογική συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού.

Κρίσεις συνδεόμενες με τα θεμελιώδη μεγέθη

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

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

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

Κρίσεις συνδεόμενες με την επενδυτική συμπεριφορά.

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

Β) *Πρόβλημα ρευστότητας και αναπροσαρμογή χαρτοφυλακίων* : Μετά το ξέσπασμα μιας κρίσης σε αναδυόμενες οικονομίες οι περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές έχουν απώλειες. Όταν η κρίση μεταφέρεται και σε άλλες χώρες αυτές οι

απώλειες μεγαλώνουν. Στην προσπάθεια τους να μειώσουν τις ζημίες τους αρχίζουν να πωλούν τίτλους σε κεφαλαιακές αγορές που δεν έχουν πρόβλημα. Οπότε μια μαζική κίνηση απόσυρσης από συγκεκριμένες χώρες μπορεί να δημιουργήσει πανικό στις αγορές τους λόγω των εκροών κεφαλαίων.

Γ) *Κόστος πληροφόρησης*: Η πλήρης πληροφόρηση των επενδυτών είναι σχεδόν αδύνατη. Όταν ένας επενδυτής δεν έχει πρόσβαση σε ορθή πληροφόρηση είναι πολύ επιφυλακτικός και όταν ξεσπάσει κρίση σε μια χώρα βλέπει με δυσπιστία και τις άλλες χώρες που έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά με την χώρα που ξέσπασε η κρίση. Άρα μπορεί να οδηγηθεί στο να αποσύρει τα κεφάλαια του από αυτές τις χώρες και ως αποτέλεσμα η κρίση μεταδίδεται και σε άλλες χώρες.

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

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

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

Κεφάλαιο 2

Εθνικές στρατηγικές αποφυγής Χρηματοοικονομικών Κρίσεων

Δε μπορούν να αποφευχθούν όλες οι κρίσεις που εμφανίζονται, παρόλα αυτά υπάρχουν κάποια πράγματα που μπορούν να κάνουν οι χώρες ώστε να ελαχιστοποιήσουν

τις επιπτώσεις μια χρηματοοικονομικής κρίσης όταν αυτή έρθει. Πρέπει να ασκείται ορθή χρηματοοικονομική και νομισματική πολιτική. Οι κυβερνήσεις πρέπει να συμμετέχουν ενεργά στην επίβλεψη και τους κανονισμούς του χρηματοοικονομικού συστήματος και να δίνουν συχνά πληροφορίες για σημαντικές οικονομικές μεταβλητές όπως είναι τα αποθέματα της κεντρικής τράπεζας της χώρας τους σε διεθνή αποθέματα. Αυτοί οι τρόποι αποφυγής των χρηματοοικονομικών κρίσεων μπορεί να είναι αποτελεσματικοί σε μία χώρα αλλά επίσης να είναι αποτελεσματικοί σε άλλες χώρες. Αυτό εξαρτάται από τη διεθνή συγκυρία και τις συνθήκες που επικρατούν σε κάθε χώρα.

Κανόνες χρηματοοικονομικού τομέα και ηθικός κίνδυνος

Όταν ο χρηματοοικονομικός τομέας μιας χώρας γίνεται δυσλειτουργικός τα προβλήματα μεταφέρονται και σε άλλους τομείς της οικονομίας. Επηρεάζονται οι επενδύσεις, μειώνεται η κατανάλωση και η οικονομία εισέρχεται σε ύφεση. Γι'αυτό το λόγο πρέπει ο χρηματοοικονομικός τομέας να μείνει λειτουργικός ακόμα και αν πρέπει οι κυβερνήσεις πρέπει να ξοδέψουν χρήματα ώστε να κρατήσουν τον τομέα σε καλό επίπεδο.

Αυτό δημιουργεί ένα δίλημμα στους διαχειριστές της οικονομικής πολιτικής από τη στιγμή που η γνώση η οποία εγγυάται ότι εάν αποτύχεις, συνήθως οδηγεί τους ανθρώπους και τους τραπεζίτες να πάρουν μεγαλύτερα ρίσκα από ότι είναι συνετό. Αυτό είναι εάν το κόστος της αποτυχίας μετατεθεί το κίνητρο για τις αποφάσεις των διαχειριστών μέσα στα χρηματοοικονομικά ινστιτούτα να πάρουν προφυλάξεις και να συμπεριφέρονται υπεύθυνα αφαιρείται. Αυτό είναι το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (moral hazard). Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου εμφανίζεται σε πολλές περιπτώσεις και μπορεί να καθοριστεί σαν κίνητρο να κάνουμε το λάθος πράγμα.

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου εμφανίζεται και όταν η κυβέρνηση χρησιμοποιεί το πιστωτικό σύστημα για να συνάψει δάνεια για συγκεκριμένες οικονομικές δραστηριότητες ή για να ικανοποιήσουν οικονομικά συμφέροντα. Πολλές φορές η κυβέρνηση θεωρεί ότι ένα σχέδιο είναι καλό για τη χώρα και δίνει πλεονεκτήματα στις επιχειρήσεις μέσω του πιστωτικού συστήματος. Οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούν τις δημόσιες τράπεζες για την έκδοση τέτοιων δανείων τα οποία συχνά δεν ανταποκρίνονται στα κριτήρια της αγοράς για το δανεισμό, καθώς και δεν υπάρχει ασφάλεια για τις τράπεζες ότι θα πάρουν τα χρήματα αυτά πίσω. Αυτό γίνεται από τις δημόσιες τράπεζες αφού είναι αυτές που τις ελέγχει κυρίως το κράτος. Κάτι τέτοιο συνέβη και στην κρίση της Ν.Α.Ασίας. Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου δεν είναι δυνατό να εξαλειφθεί αλλά τουλάχιστον μπορούν να ελαχιστοποιηθούν οι επιπτώσεις του μέσω διαφόρων ενεργειών.

Διεθνή μέτρα αποτροπής των Διεθνών Χρηματοοικονομικών Κρίσεων

Οι διευθυντές των τραπεζών των εκβιομηχανισμένων χωρών συναντήθηκαν στη Βασιλεία της Ελβετίας και κάτω από την επίβλεψη της Διεθνούς Τράπεζας συμφώνησαν σε ένα σύνολο στάνταρ, συμπεριλαμβανομένων ελέγχων και κανονισμών για διεθνείς ενέργειες των τραπεζών. Αυτές οι συνομιλίες κατέληξαν τελικά σε συμφωνία οι οποίες ονομάστηκαν Συμφωνίες Κεφαλαίων της Βασιλείας (Basel Capital Accord) το 1989 και υιοθετήθηκαν σε περισσότερο από 100 χώρες. Το 2001 υπογράφτηκαν νέες Συμφωνίες Κεφαλαίων της Βασιλείας που ενίσχυσαν τις παλαιότερες. Οι νέες Συνθήκες Κεφαλαίων της Βασιλείας είναι ένα σύνολο από προτεινόμενες πρακτικές που θεωρούνται οι καλύτερες και δίνουν έμφαση σε τρεις περιοχές:α)κεφαλαιακές απαιτήσεις, β)εποπτική αναθεώρηση, γ)κοινοποίηση πληροφοριών.

- Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις βοηθάνε να μειωθούν οι επιπτώσεις του ηθικού κινδύνου στον τραπεζικό τομέα. Υποχρεώνει τους διευθυντές των τραπεζών να επενδύουν ένα ποσοστό από το δικό τους κεφάλαιο στην τράπεζα έτσι ώστε οι απώλειες των τραπεζών να είναι προσωπικές απώλειες των μετόχων και άλλων ιδιοκτητών των τραπεζών, καθώς και απώλειες των καταθετών της τράπεζας.
- Εποπτική αναθεώρηση των τραπεζών και των κανονισμών για να μην αντιδρούν οι τράπεζες στην εποπτεία που τους ασκείται αλλά να βοηθάνε σε αυτούς τους ελέγχους και να παρέχουν στάνταρ για τις καθημερινές ενέργειες των επιχειρήσεων.
- Η κοινοποίηση πληροφοριών σχεδιάστηκε ώστε να ενθαρρύνει την πειθαρχεία της αγοράς υποχρεώνοντας τις τράπεζες να αποκαλύπτουν όλες τις σχετικές πληροφορίες τις οποίες χρειάζονται οι δανειστές, οι επενδυτές και οι καταθέτες για να καταλάβουν το σύνολο των ενεργειών της συγκεκριμένης τράπεζας.

Και τα τρία αυτά στοιχεία είναι σημαντικά για να μειωθεί το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου και να εξασφαλιστεί ότι αν χτυπήσει μια κρίση το χρηματοοικονομικό σύστημα θα επιστρέψει σύντομα σε καλή κατάσταση. Από τη στιγμή όμως που είναι ένα σύνολο προτεινομένων πρακτικών χωρίς υποχρεωτικές δεσμεύσεις, οι χώρες μπορεί να μην τις ακολουθήσουν.

Εθνικές πολιτικές διαχείρισης Χρηματοοικονομικών Κρίσεων

Είναι εύκολο να βρεις μία θεραπεία για την χρηματοοικονομική κρίση η οποία προέρχεται από ασυμβίβαστες μακροοικονομικές πολιτικές. Αν μία κρίση οφείλεται στην κατάρρευση του νομίσματος το οποίο οφείλεται σε μεγάλα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού χρηματοδοτούμενο από την αύξηση του χρήματος σε ένα καθεστώς διολίσθησης συνδεδεμένου νομίσματος, τότε ο τρόπος αντιμετώπισης της κρίσης είναι απλός. Μπορούμε να μειώσουμε το έλλειμμα να αυξήσουμε τα επιτόκια ώστε να βοηθηθεί η υπεράσπιση του νομίσματος και να αφήσουμε το νόμισμα να κυμαίνεται ελεύθερα.

Το πρόβλημα όμως είναι ότι η οικονομική αυστηρότητα που επιβάλλεται στη διάρκεια μιας κρίσης στη μείωση των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού και στην αύξηση των επιτοκίων δεν μπορούν πολιτικά να γίνουν. Το σύστημα φορολογίας σε πολλές χώρες δεν είναι καλό, δηλαδή παρόλο που αυξάνονται οι φόροι, τα έσοδα του κράτους μπορεί να μην αυξάνονται. Η υιοθέτηση ενός συστήματος κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να υποσκάψει την αξιοπιστία τους ως προς την κυβερνητική δέσμευση για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού, από την στιγμή που τα ενδιαφέροντα του χρηματοοικονομικού τομέα φοβούνται ότι μπορούν να μετακινηθούν πιο πέρα από τους περιορισμούς που υπάρχουν για τη δημιουργία χρήματος και αυτό να οδηγήσει σε υψηλότερο πληθωρισμό. Η κυβέρνηση μπορεί να μην έχει την δυνατότητα να μειώσει τις κρατικές δαπάνες εύκολα από τη στιγμή που οι υπάλληλοι της κυβέρνησης μπορεί να έχουν συμβόλαια ώστε να μην μπορούν να γίνουν περικοπές καθώς και άλλα στοιχεία του προϋπολογισμού μπορεί να υποστηρίξουν ισχυρά εγχώρια ενδιαφέροντα.

Η περίπτωση μιας κρίσης που έρχεται από ξαφνική κίνηση κεφαλαίων στα πλαίσια σχετικά σταθερών και αξιόπιστων μακροοικονομικών πολιτικών, είναι ακόμα πιο δύσκολο να επιλυθούν. Δεδομένου ότι αυτός ο τύπος της κρίσης μπορεί να έχει πολλαπλά αποτελέσματα που εξαρτώνται από την κατεύθυνση που παίρνουν οι προσδοκίες, υπάρχει μια σοβαρή διαφωνία για το λόγο δημιουργίας του προβλήματος της κατάρρευσης ενός νομίσματος μέσω των επιτοκίων και άλλες ενέργειες που μπορούν να βοηθήσουν να πεισθούν οι επενδυτές ότι το νόμισμα είναι ισχυρό. Από την άλλη μεριά, υψηλά επιτόκια και άλλες ενέργειες που βοηθούν στην άμυνα του νομίσματος είναι πιθανό να αυξήσει τις πτωχεύσεις και άλλες δυνάμεις που αναπτύσσονται σε μία κρίση. Γι'αυτό το λόγο να υπερασπίζεσαι ένα νόμισμα μπορεί να κάνει μία μικρή υποτίμηση να μετατραπεί σε πλήρη υποτίμηση.

Και στις δύο κρίσεις που δημιουργούνται είτε από μακροοικονομικές ανισορροπίες είτε από ξαφνική κίνηση κεφαλαίων, υπάρχει περίπτωση να αποφύγουμε την ύφεση. Στον

πρώτο τύπο κρίσης και η φορολογική και η νομισματική πολιτική είναι συνήθως αναποτελεσματικές ώστε η κρίση είναι αποτέλεσμα πολιτικών που είναι υπερβολικά επεκτατικές και μη αποδεκτές να τις ξεκινήσεις μαζί. Ως αποτέλεσμα, αυτές οι φορολογικές και νομισματικές πολιτικές ως εργαλεία για να αποφύγουμε υποχωρητικές πτυχές της κρίσης δεν είναι καλές. Ο μόνος δρόμος για να βγει η χώρα από τη κρίση είναι συνήθως μέσω κάποιου είδους ύφεσης.

Στην δεύτερη περίπτωση οι φορολογικές και νομισματικές ανισορροπίες μπορεί να μην είναι το αρχικό πρόβλημα, έτσι ώστε η χρησιμοποίηση της φορολογικής και νομισματικής πολιτικής δεν είναι εξ'ολοκλήρου αποκλεισμένες. Πάντως το δίλημμα που αντιμετωπίζουν οι κυβερνήσεις σε αυτή τη θέση είναι ότι οι επεκτατικές πολιτικές συμπεριλαμβανομένου της μείωσης των επιτοκίων τα οποία μπορούν να δημιουργήσουν μια επιπλέον υποτίμηση στο εγχώριο νόμισμα. Αν οι εγχώριες εταιρίες και επιχειρήσεις έχουν χρέη τα οποία είναι εκφρασμένα σε δολάρια ή σε άλλο ξένο νόμισμα, μια υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος αυξάνει το μέγεθος των χρεών τους και διαχύνει τις πρόσθετες πτωχεύσεις μέσα στην οικονομία.

Ως αποτέλεσμα αυτό περιλαμβάνει ότι οι φορολογικές και νομισματικές πολιτικές είναι περιορισμένες αν υπάρχει ένα διεθνές στοιχείο στην κρίση. Επίσης δημιουργεί ένα άκαμπτο σύνολο επιλογών για χειρισμό της κρίσης. Ακόμα και αν υπερασπίζεσαι το νόμισμα με υψηλά επιτόκια και διαχύνεις τις επιδράσεις μιας κρίσης, ή υπερασπίζεσαι την εγχώρια οικονομία των επιδράσεων μιας κρίσης, θα ενταχθούν τα προβλήματα της κατάρρευσης ενός νομίσματος. Πολλές από τις πολιτικές που πρότεινε το IMF κατά την διάρκεια της Ασιατικής κρίσης το 1997 και το 1998 εστιάστηκαν σε αυτό το σημείο.

Επιχειρήματα υπέρ των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών

Οι υποστηριχτές των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών λένε ότι οι κυμαινόμενες ισοτιμίες απέτυχαν και ότι είχαν ως αποτέλεσμα υπερβάλλουσα νομισματική κυκλοφορία και αστάθεια τιμών, αποσταθεροποιητικές διεθνείς κεφαλαιακές ροές και πληθωριστικές οικονομικές πολιτικές. Η υπερβολική αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών αυξάνει την αβεβαιότητα και τον κίνδυνο τόσο στο διεθνές εμπόριο όσο και στις ξένες επενδύσεις και έτσι παρεμποδίζει τη διεθνή οικονομική ολοκλήρωση. Κάποιοι επίσης ισχυρίζονται ότι η αστάθεια των αξιών των νομισμάτων έχει μειώσει την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού τιμών και της αρχής του συγκριτικού πλεονεκτήματος ως εργαλείων για τη λήψη αποφάσεων στο διεθνές εμπόριο και τις ξένες επενδύσεις. Κάποιοι κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι μεταβλητές ισοτιμίες

επιβαρύνουν με υψηλό κόστος την οικονομική ανάπτυξη και την αποτελεσματική κατανομή των οικονομικών πόρων. Επίσης υποστηρίζουν ότι οι μεταβλητές συναλλαγματικές ισοτιμίες συνέτειναν στην ανάπτυξη του εμπορικού προστατευτισμού.

Οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες από την άλλη, σύμφωνα με αυτούς που τους υποστηρίζουν, επιβάλλουν διεθνή πειθαρχεία αποθαρρύνοντας την άσκηση πληθωριστικών νομισματικών πολιτικών, μειώνουν την αβεβαιότητα που παρακωλύει το εμπόριο και τις επενδύσεις και μ'αυτόν τον τρόπο διευκολύνουν τον ανταγωνισμό στη βάση του συγκριτικού πλεονεκτήματος και των αποδοτικών κεφαλαιακών ροών. Οι υποστηρικτές των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών γνωρίζουν βέβαια ότι είναι δύσκολο να εφαρμοστεί ένα σύστημα κλειδωμένων ισοτιμιών όπως έγινε στο Μπρέτον Γουντς. Οι τεράστιες και κερδοσκοπικές διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων έχουν κάνει πολύ δύσκολη τη διατήρηση ενός συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Γι'αυτό το λόγο έχουν προταθεί κάποια σχήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών που ονομάστηκαν ¨κλειδωμένες αλλά προσαρμόσιμες συναλλαγματικές ισοτιμίες¨, ¨αργό κλείδωμα¨, ¨ελεγχόμενες κυμαινόμενες ισοτιμίες¨, ¨προσαρμόσιμο κλείδωμα¨ και ¨ζώνες-στόχοι συναλλαγματικών ισοτιμιών¨

Επιχειρήματα υπέρ των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών

Κατά τη γνώμη ορισμένων, ένα σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών παρέχει τον λιγότερο δαπανηρό τρόπο για να επιτευχθεί η προσαρμογή οικονομιών που εκτίθενται σε εξωτερικούς κλυδωνισμούς όπως ήταν η άνοδος των τιμών του πετρελαίου το 1973. Οι υποστηρικτές αυτής της θέσης λένε ότι όταν μια κυβέρνηση αντιμετωπίζει κάποια ανισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών, είναι καλύτερο να υποτιμήσει το εθνικό νόμισμα παρά να λάβει μέτρα αντιπληθωριστικού χαρακτήρα ή να καταφύγει στη επιβολή ελέγχων στη κίνηση των κεφαλαίων. Οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες, σύμφωνα με τους υποστηρικτές τους είναι επιθυμητές γιατί η αξία του νομίσματος δρα ως εξισορροπητικός μηχανισμός για την υπόλοιπη οικονομία και οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισορροπίες προστατεύουν την οικονομία απορροφώντας τους κραδασμούς της παγκόσμιας οικονομίας. Πολλοί υποστηρίζουν εξάλλου ότι το κόστος των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών παρουσιάζεται υπερβολικά μεγαλύτερο και υπογραμμίζουν ότι το πρόβλημα της νομισματικής αβεβαιότητας μπορεί να περιοριστεί εφόσον οι ιδιωτικές εταιρίες ακολουθήσουν στην αγορά ξένο συναλλάγματος την πρακτική της «κάλυψης κινδύνου»

Παρόλο που το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών θα μπορούσε να αντεπεξέλθει σε αρκετές δυσκολίες είναι σχεδόν αδύνατο να εφαρμοστεί πλέον λόγω των αλλαγών στην παγκόσμια οικονομία. Μια από τις αλλαγές είναι η θεσμοποιημένη δομή που διακρίνει τις αγορές εργασίας σε κράτη πρόνοιας, μία εξέλιξη που περιορίζει σοβαρά την ρευστότητα με την οποία μπορούν να προσαρμοστούν στους οικονομικούς κλυδωνισμούς οι τιμές και οι μισθοί, αυξάνοντας έτσι την σημασία που έχει η προσαρμογή των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις μεταβολές των σχετικών τιμών. Μία δεύτερη αλλαγή είναι το όλο και πιο πολύ πολιτικοποιημένο περιβάλλον μέσα στο οποίο αναγκαστικά διαμορφώνεται η εσωτερική νομισματική πολιτική. Η παρατηρούμενη σε όλες σχεδόν τις Δημοκρατικές χώρες πολιτικοποίηση της μακροοικονομικής πολιτικής έχει διαβρώσει την αξιοπιστία των πολιτικών που ασκούν οι κυβερνήσεις και προπάντων την δέσμευση τους να ακολουθούν μια πληθωριστική νομισματική πολιτική. Η πλέον σημαντική αλλαγή όμως συνίσταται στην εξαιρετικά αυξημένη κινητικότητα των κεφαλαίων, κινητικότητα που ενθαρρύνεται από την αποκανονικοποίηση των κεφαλαιαγορών, ως τεχνολογικές εξελίξεις και τα νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Σύμφωνα με τον Eichengreen στο Διεθνές Νομισματικό Σύστημα υπάρχουν πλέον μόνο 2 επιλογές. Η μία είναι ένα καθεστώς βασιζόμενο σε κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες κατά το οποίο η κάθε χώρα θα παρεμβαίνει για να κατευθύνει την αξία του νομίσματος της, ωστόσο, οι νέες συνθήκες δεν θα επέτρεπαν στις χώρες να θέσουν ως στόχο και να διατηρήσουν κάποιες συγκεκριμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η άλλη επιλογή είναι η συγκρότηση ομάδων –χωρών που η κάθε μία τους θα προχωρήσει στην δημιουργία ενός ενιαίου νομίσματος (π.χ Ευρωπαϊκή Ένωση). Όπως διαπιστώνει ο Eichengreen η ισχύς στις διεθνείς νομισματικές υποθέσεις έχει γείρει κατά των μεμονωμένων κρατών και των διοικητικών των κεντρικών τραπεζών τους, καθώς και υπέρ των εμπόρων συναλλάγματος και των διεθνών χρηματοοικονομικών κερδοσκόπων, ώστε τα μεμονωμένα κράτη αδυνατούν να αντισταθούν στις δυνάμεις της αγοράς και επιπλέον η διεθνής συνεργασία δεν πρόκειται να αποβεί αποδοτική σε μεγάλος βάθος χρόνου. Συνεπώς, η περιφερειακή νομισματική μονάδα ίσως αποδειχθεί ουσιαστική για την αντιστάθμιση των δυνάμεων της παγκόσμιας αγοράς.

Μέρος Β

Κεφάλαιο 3

Η κρίση στο Μεξικό και την Ν.Α. Ασία

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

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

Δεύτερον, η αδυναμία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα στις κρίσεις της Ρωσίας της Ανατολικής Ασίας και της Λατινικής Αμερικής. Οι εποπτικές αρχές δεν έχουν την δυνατότητα να ελέγξουν αποτελεσματικά τις τράπεζες αφού δεν έχουν το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο. *Τρίτον*, στις χώρες της Ν.Α. Ασίας σημαντικό ήταν το πρόβλημα της διαρθρωτικής αδυναμίας του συστήματος εταιρικής διοίκησης. Πολλές επιχειρήσεις ήταν οικογενειακής ιδιοκτησίας και προτιμούσαν τον τραπεζικό δανεισμό από την άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα πολλοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί να έχουν έναν πολύ υψηλό δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια.

Τέταρτον η υπερτίμηση των εθνικών νομισμάτων συνέβαλε στη σφοδρότητα των κρίσεων αφού σημαντικές μακροοικονομικές ανισορροπίες συνδυάζονταν με

καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών οι δανειζόμενοι αγνοούν τον συναλλαγματικό κίνδυνο με συνέπεια το χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας να είναι πολύ ευάλωτο. *Πέμπτον*, η πολιτική αστάθεια ήταν το ποιο συχνό χαρακτηριστικό των κρίσεων της Ν.Α. Ασίας και της Ρωσίας. *Έκτον,* οι κρίσεις επιταχύνθηκαν από τη διεθνή οικονομική συγκυρία όπως ήταν η ανατίμηση του δολαρίου έναντι του γεν το 1995 που συνέβαλε στην εξασθένηση των οικονομιών της Ν.Α. Ασίας .

Η Μεξικανική κρίση του Peso το 1994-1995

Στις 20 Δεκεμβρίου του1994 το Μεξικό υποτίμησε την ισοτιμία του Pesos με το δολάριο κατά 15%. Αυτό οδήγησε σε ξαφνική φυγή βραχυχρόνιων κεφαλαίων και ανάγκασε τις Μεξικάνικες αρχές να εφαρμόσουν κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες[8]. Μετά από μία εβδομάδα το Pesos έπεσε 50%. Στα μέσα Ιανουαρίου του 1995 η νομισματική κρίση εξαπλώθηκε στην Αργεντινή, ενώ στο τέλος Ιανουαρίου το IMF έδωσε βοήθεια ύψους 50 δις. Δολαρίων. Η κατάρρευση και η επόμενη κρίση που ξεκίνησε στο τέλος του 1994 είχε στοιχεία τόσο μιας κρίσης που προήλθε από μακροοικονομική ανισορροπία όσο και από κινήσεις κεφαλαίων και από αδυναμία του χρηματοοικονομικού τομέα. Από τη μια μεριά υπήρχαν καθορισμένα σημάδια μακροοικονομικής ανισορροπίας συμπεριλαμβανομένου μιας υπερτιμημένης πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και ένα μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Από την άλλη μεριά η Μεξικάνικη κυβέρνηση εφάρμοσε μια αυστηρή φορολογική πολιτική χωρίς να υπολογίζει τις πληρωμές ξένου ενδιαφέροντος στο χρέος τους και ο κρατικός προϋπολογισμός ήταν πλεονασματικός και όχι ελλειμματικός. Ο πληθωρισμός στο Μεξικό άρχισε να μειώνεται το 1990 και έφτασε 7% το 1994 από το 22,4% που ήταν το 1991. Εκείνη την περίοδο μεγάλες ροές κεφαλαίων μπήκαν στο Μεξικό από το 1990 ως το 1993. Οι κινήσεις αυτών των κεφαλαιακών ροών παράλληλα με τις ροές κεφαλαίων από εγχώρια Μεξικάνικα κεφάλαια τα οποία οδήγησαν τελικά τη χώρα σε κρίση και στη συνέχεια σε ύφεση που ξεκίνησε τον Δεκέμβριο του 1994.

Στις 1 Ιανουαρίου το 1994 δημιουργήθηκε η NAFTA μεταξύ του Καναδά, των ΗΠΑ και του Μεξικού. Το 1994 το εμπόριο μεταξύ των ΗΠΑ και του Μεξικού επεκτάθηκε περίπου κατά 23,7% και κεφάλαια συνέχισαν να εισρέουν στο Μεξικό, πολλά

[8] Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την κρίση δείτε το βιβλίο Daniel Lederman, William F. Maloney, Luis Serven, (2005), *Lessons from Nafta for Latin America and the Caribbea*', Stanford University Press

από αυτά από την Ιαπωνία και την Ευρωπαϊκή Ένωση. Μεταξύ του 1990 και 1993 το Μεξικό είχε κεφαλαιακές ροές ύψους 91 εκατομμύρια δολαρίων, περισσότερο από κάθε άλλη αναπτυσσόμενη χώρα. Η κύρια εισροή ήταν προς την πλευρά των ιδιωτικών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (61 δισεκατομμύρια Δολάρια), επενδύσεις(16,6 δισεκατομμύρια Δολάρια) και δάνεια τραπεζών(13,4 δισεκατομμύρια Δολάρια).
Η θητεία του Μεξικανού προέδρου Salinas ενθάρρυνε μεγάλες εισροές από ξένα κεφάλαια με αποτέλεσμα να διατηρηθούν τα ποσοστά επένδυσης μακριά από το επίπεδο όπου οι εγχώριες Μεξικάνικες αποταμιεύσεις μπορούσαν να υποστηρίξουν. Οι Μεξικάνικες αποταμιεύσεις, περίπου το 14% του GDP το 1994 δεν μπορούσαν να υποστηρίξουν τις επενδύσεις περισσότερο από 20% του GDP εκτός και αν υπήρχε εισροή από ξένες αποταμιεύσεις από τον υπόλοιπο κόσμο. Το Μεξικό είχε μεγάλα ελλείμματα στο ισοζύγιο των τρεχουσών συναλλαγών, σχεδόν 5% του GDP το 1991 και 6,5% το 1992 και 1993. Η τεράστια εισροή ξένων αγαθών και υπηρεσιών επέτρεπαν περισσότερες επενδύσεις με την παροχή κύριων αγαθών και που το Μεξικό δεν μπορούσε να φτιάξει μόνο του μ'αυτό τον τρόπο ικανοποιούνταν η εγχώρια κατανάλωση μέσω εισαγόμενων αγαθών και έτσι άφηναν τις εγχώριες επιχειρήσεις να παράγουν διάφορα άλλα αγαθά. Αυτή ήταν η στρατηγική της κυβέρνησης του Salinas. Η NAFTA πρόσφερε σιγουριά και θεσμική σταθερότητα και εγγυούταν πρόσβαση στην πλούσια Αμερικανική αγορά για κάθε αγαθό που φτιαχνόταν στο Μεξικό.

Την περίοδο του 1994 η παγκόσμια αγορά κεφαλαίου ξεκίνησε να μετατοπίζεται προς μία πιο συντηρητική, μη επικίνδυνη θέση .Το Φεβρουάριο του 1994 η κίνηση των επιτοκίων στις ΗΠΑ και η κίνηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε όλο τον κόσμο, οδήγησε σε μεγάλες απώλειες για πολλές τράπεζες και επενδυτές. Οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων ξεκίνησαν να επαναξιολογούν τις επενδύσεις τους και έψαχναν τρόπους να μειώσουν την έκδοση τους στον κίνδυνο. Τον Ιανουάριο η εξέγερση των αγροτών στη πολιτεία του Chiapas αύξησε την πολιτική αστάθεια και η μετέπειτα δολοφονία του υποψήφιου προέδρου Luis Donaldo Colesio τον Μάρτιο χειροτέρεψε τα πράγματα.

Ανάμεσα στην αυξανόμενη αντίληψη ότι το Μεξικάνικο πεσσό ήταν υπερτιμημένο, ο νέος πρόεδρος του Μεξικού, Ernesto Zedillo ανακοίνωσε στις αρχές Δεκεμβρίου το 1994 την υποτίμηση του Pesos κατά 15% . Το Pesos ανταλλάσσονταν μέχρι τότε στο 3,5 με το δολάριο και με μια μείωση 15% της τιμής του θα το οδηγούσε περίπου στα 4 δολάρια. Τα νέα για την υποτίμηση του Pesos οδήγησαν σε βιασύνη για φυγή καθώς όλοι προσπαθούσαν να πουλήσουν τα χαρτοφυλάκια τους που ήταν εκφρασμένα σε Pesos. Κανείς δεν ήθελε να κρατά περιουσιακά στοιχεία τα οποία θα

έχαναν το 15% της αξίας τους τις επόμενες μέρες και οι τεράστιες εισροές από τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια κατά τα προηγούμενα χρόνια σήμαινε ότι υπήρχε ένας μεγάλος όγκος περιουσιακών στοιχείων εκφρασμένα σε Pesos στα χέρια μη Μεξικανών. Την ίδια στιγμή που η προσφορά των Pesos αύξανε, η ζήτησε έπεφτε και η αξία του Pesos έπεσε δραματικά. Στις αρχές Μαρτίου 1995 το Pesos ήταν σχεδόν 8 δολάρια. Στη συνέχεια μπήκε σε λειτουργία το πλάνο σταθεροποίησης και έτσι το Pesos μείωσε τις απώλειες της αξίας του και τέλος Απριλίου η ανταλλαγή είχε πέσει στα 6 δολάρια.

Το πρόβλημα του Μεξικού ήταν να διατηρήσουν υψηλούς ρυθμούς επενδύσεων όταν οι ρυθμοί αποταμιεύσεων ήταν χαμηλοί. Η στρατηγική της στήριξης με μεγάλες ξένες εισροές από παγκόσμιες αποταμιεύσεις μέσω ενός μεγάλου χρηματοοικονομικού πλεονάσματος, αποδεικνύεται ότι είναι ασταθής. Τα περισσότερα από τα ξένα κεφάλαια επενδυόταν σε βραχυχρόνια χαρτοφυλάκια από ότι σε μακροχρόνιες επενδύσεις. Στη θητεία του προέδρου Zedillo εξετάστηκε το βραχυχρόνιο πρόβλημα με την επιδίωξη χρηματοοικονομικής βοήθειας από το IMF και τις Η.Π.Α. ώστε να υποστηρίξουν την αξία του Pesos. Το μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο πρόβλημα διευθετήθηκε με ένα πακέτο από αυστηρά μέτρα τα οποία μείωσαν την κατανάλωση. Οι τιμές του ηλεκτρικού και του πετρελαίου αυξήθηκαν και η πίστωση ήταν περιορισμένη μέσω σταδιακών αυξήσεων των επιτοκίων και νέα όρια στο δανεισμό από τις τράπεζες. Αυτά τα μέτρα μείωσαν την κατανάλωση και αύξησαν τις αποταμιεύσεις, δίνοντας ένα καλύτερο κίνητρο στα εγχώρια κεφάλαια για επενδυτικούς σκοπούς και μειώνοντας ταυτόχρονα την εξάρτηση από ξένα κεφάλαια, βραχυχρόνια όμως η μείωση της κατανάλωσης και των και των κυβερνητικών δαπανών προκάλεσαν ύφεση. Η γενική πτώση στο GDP του Μεξικού ήταν 6,2% το 1995 και περισσότεροι από 500.000 άνθρωποι έχασαν την δουλειά τους στους πρώτους μήνες της κρίσης.

Η Ασιατική Κρίση του 1997-1998

Το καλοκαίρι του 1997 οι οικονομίες των χωρών της Ανατολικής Ασίας υπέστησαν ένα σοβαρό πλήγμα[9]. Αυτές οι χώρες είχαν χαρακτηριστεί μερικά χρόνια πριν από την παγκόσμια τράπεζα ως αξιοσημείωτα επιτυχημένες όσον αφορά στη δημιουργία και διατήρηση μακροοικονομικής σταθερότητας, υπέστησαν όμως την χειρότερη οικονομική κατάρρευση που υπέστη κάποια χώρα μετά την δεκαετία του 1930. Η κρίση αυτή ξεκίνησε

[9] Βλέπετε επίσης το άρθρο Tomita T. (2000), ‘‘The Mechanisms of ‘21st-Century-Type’International Financial Crises΄΄, *NRI Papers*

από την Ταϊλάνδη στις αρχές Ιουλίου και επεκτάθηκε γρήγορα στις χώρες της Νοτιοανατολικής και Ανατολικής Ασίας. Οι εγχώριες οικονομικές πολιτικές συνέβαλλαν εξίσου με τις παγκόσμιες οικονομικές δυνάμεις στο να δημιουργηθεί η χρηματοπιστωτική κρίση σε αυτές τις χώρες. Θύματα αυτών των κακών οικονομικών πολιτικών έπεσαν κυρίως οι μικρές χώρες. Οι μεγάλες χώρες από τη μεριά τους με τις μεγάλες αγορές και πόρους μπορούσαν να αντισταθούν στις οικονομικές δυνάμεις για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Το καλοκαίρι του 1998 η οικονομική κρίση των χωρών της Ανατολικής Ασίας κατέκλυσε την παγκόσμια οικονομία. Αυτή η κρίση ξεκίνησε από την Ρωσική κυβέρνηση με την υποτίμηση του ρουβλίου έναντι του γερμανικού μάρκου κατά 40%. Όμως οι Η.Π.Α. και συγκεκριμένα η κυβέρνηση Κλίντον είχε για πολιτικούς λόγους επενδύσει στην διάσωση της Ρωσίας και είχε πιέσει Διεθνές Νομισματικό Ταμείο να χορηγήσει δάνεια στην Ρωσία. Όμως αυτά τα χρήματα κατέληξαν σε προσωπικούς λογαριασμούς κάποιων Ρώσων αξιωματούχων. Παρακολουθώντας αυτό το γεγονός οι κυβερνήσεις και οι επενδυτές πανικοβλήθηκαν αφού μια μεγάλη δύναμη όπως η Ρωσία αποποιούνταν τις υποχρεώσεις της πίστευαν ότι και άλλες χώρες θα ακολουθούσαν αυτήν την οδό. Έτσι οι επενδυτές άρχισαν να αποσύρουν τα χρήματα τους από τις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες και να ψάχνουν ασφαλές μέρος για να επενδύσουν. Παράλληλα με αυτήν την κατάσταση, τα φθίνοντα κέρδη των επιχειρήσεων και ο πανικός των επενδυτών οδήγησε σε πτώση του Αμερικανικού και άλλων παγκόσμιων χρηματιστηρίων. Με την οικονομική κρίση να πλήττει την Ασία και την οικονομική κάμψη να πλήττει τις περισσότερες οικονομίες του κόσμου, οι τιμές των εμπορευμάτων έπεσαν με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί οικονομική δυσπραγία στους εξαγωγικούς τομείς πολλών χωρών.

Το φθινόπωρο του ίδιου έτους οι Αμερικανοί αξιωματούχου πίστευαν ότι η χρηματοοικονομική κρίση θα εξαπλωνόταν και είχαν ρίξει την προσοχή τους στην Βραζιλία. Η Βραζιλία είχε πολλά από τα χαρακτηριστικά των αναπτυσσόμενων χωρών, δηλαδή τεράστια ελλείμματα στον προϋπολογισμό. Η κατάρρευση της οικονομίας της Βραζιλίας θα είχε μεγάλες επιπτώσεις στην Αμερικανική οικονομία αφού ήταν μια από τους κύριους εισαγωγείς αμερικανικών προϊόντων. Μπροστά σε αυτόν τον κίνδυνο ο πρόεδρος Κλίντον σε μια ομιλία του στο Συμβούλιο Διεθνών Σχέσεων της Νέας Υόρκης στα μέσα Σεπτεμβρίου, πρότεινε οι μεγάλες οικονομικές δυνάμεις να δώσουν ώθηση στις οικονομίες τους, ώστε αυτό να συμπαρασύρει και τις άλλες χώρες. Επίσης πρότεινε να συνεδριάσουν οι μεγάλες οικονομικές δυνάμεις κατά τη διάρκεια της επόμενης διάσκεψης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Παγκόσμιας Τράπεζας τον Οκτώβριο και να

αναπτύξουν μια μακροπρόθεσμη λύση γιο το πρόβλημα της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής αστάθειας.

Αυτές οι προτάσεις όμως δεν έγιναν δεκτές αμέσως. Οι κεντρικές τράπεζες δεν προέβησαν σε μείωση των επιτοκίων τους ώστε να δοθεί ώθηση στην παγκόσμια ανάπτυξη. Όμως στις 15 Οκτωβρίου η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα προέβη σε μείωση των επιτοκίων της και ακολούθησαν άλλες δύο ως τα τέλη Νοεμβρίου. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών και κατόρθωσαν να τονώσουν την αμερικανική οικονομία.

Στις συνεδριάσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Παγκόσμιας τράπεζας ο πρόεδρος Κλίντον εξέθεσε τις απόψεις του, για μια «Νέα διεθνή χρηματοοικονομική αρχικτετονική » ώστε να περιοριστεί η κρίση που εξαπλώνονταν τότε και να αποφευχθούν οι μελλοντικές. Οι προτάσεις αυτές εξετάστηκαν στην συνεδρίαση των μεγάλων οικονομικών δυνάμεων στις 30 Οκτωβρίου όπου ελήφθησαν σημαντικές αποφάσεις. Η πιο σημαντική απόφαση που έλαβαν ήταν η δημιουργία ενός ταμείου έκτακτης ανάγκης, από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, ύψους 90 δισεκατομμυρίων δολαρίων το οποίο θα παρείχε έκτακτη οικονομική βοήθεια σε ορισμένες χώρες. Το ταμείο αυτό θα ενίσχυε μόνο εκείνες τις χώρες που εφάρμοζαν ήδη οικονομικές μεταρρυθμίσεις και εκείνες των οποίων τα οικονομικά μεγέθη ήταν υγιή. Πριν εκδηλωθεί μία κρίση το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα μπορούσε να παρέμβει και να στηρίξει αυτό το κράτος παρέχοντας του επαρκή ρευστότητα και αποτρέποντας έτσι τον χρηματοπιστωτικό πανικό. Αυτή η πρόταση φωτογράφιζε την Βραζιλία η οποία χρειαζόταν ξένα κεφάλαια ώστε να μην χρεοκοπήσει. Τελικά η Βραζιλία πήρε πάνω από 40 δισεκατομμύρια δολάρια ως βοήθεια που όμως δεν κατάφερε να τα διαχειριστεί σωστά και έτσι υπέστη σοβαρή οικονομική κρίση που οδήγησε στην υποτίμηση του 1999.

Τα ακριβή αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης της Ανατολικής Ασίας αποτελούν ζήτημα διαφωνιών μέχρι και σήμερα. Γενικά πάντως μπορούμε να χωρίσουμε τις αιτίες αυτής της κρίσης σε δύο κατηγορίες. Τα περιφερειακά αίτια και τα εγχώρια αίτια.

Περιφερειακά αίτια

Η πρώτη εξέλιξη η οποία στάθηκε σημαντική για την εκδήλωση της κρίσης ήταν ότι από το 1996 οι αναδυόμενες οικονομίες της Νοτιανατολικής Ασίας άρχισαν να έχουν σημαντική πτώση στις εξαγωγές εμπορευμάτων, εξέλιξη που δημιούργησε σοβαρές αμφιβολίες μεταξύ των επενδυτών σχετικά με το αν θα συνεχιζόταν η οικονομική επιτυχία της περιφέρειας. Οι Ηνωμένες Πολιτείες είχαν μεθοδεύσει μια σημαντική ανατίμηση του

δολαρίου το 1995, οπότε τα νομίσματα της περιφέρειας που ήταν συνδεδεμένα με τα δολάριο ανατιμήθηκαν επίσης, μειώνοντας έτσι τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της περιφέρειας. Επίσης ο εντεινόμενος ανταγωνισμός των Κινέζων με την Νοτιοανατολική Ασία για την προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων και για την κατάκτηση αγορών όπου θα εξήγαγαν, ήρθε να συμβάλει στις ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με τις οικονομικές προοπτικές της περιφέρειας. Επιπλέον, υπήρχε μία αντίληψη ότι το συγκριτικό πλεονέκτημα έφευγε από την Νοτιοανατολική Ασία και περνούσε στην Κίνα, λόγω των σχετικά χαμηλότερων μισθών που είχαν στην Κίνα. Μια άλλη εξέλιξη που συνέβαλλε στην κρίση και πολύ σημαντική για αυτούς που κερδοσκοπούν ήταν η υπερπαραγωγική ικανότητα και φθίνουσα ζήτηση σε μερικούς τομείς, σε συνδυασμό με τον εντεινόμενο ανταγωνισμό για αγορές εξαγωγών στα τσιπ, τον χάλυβα και τα αυτοκίνητα, έσπειραν ανησυχίες για τις μακροπρόθεσμες προοπτικές της βασιζόμενης στις εξαγωγές στρατηγικής που ακολουθούσαν οι οικονομίες της περιφέρειας

Η κρίση στην Ν.Ασία ξεκίνησε στην Ταϊλάνδη τον Ιούλιο το 1997. Από εκεί επεκτάθηκε σε άλλες χώρες όπως την Μαλαισία, Φιλλιπίνες, την Ινδονησία και την Νότια Κορέα. Τα εξωτερικά συμπτώματα της κρίσης ήταν σχεδόν ίδια σε όλες τις χώρες: κερδοσκοπικές επιθέσεις σο νόμισμα, απότομη φυγή κεφαλαίων και πτωχεύσεις στον χρηματοοικονομικό και βιομηχανικό τομέα.

Εγχώρια αίτια

Ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και πλεονάσματα στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Οι χώρες που επηρεάστηκαν πιο πολύ είχαν όλες μεγάλα ελλείμματα στο εμπορικό ισοζύγιο τους. Μεγάλα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σημαίνουν μεγάλα πλεονάσματα στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών και οι χώρες όπως Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλλιπίνες και Ταϊλάνδη όλες είχαν μεγάλες κεφαλαιακές εισροές. Οι ξένοι επενδυτές ήταν περισσότερο πρόθυμοι να στείλουν τα κεφάλαια τους στην Ανατολική Ασία καθώς η περιοχή κατά μέσο όρο είχε περίπου 5% ανάπτυξη κάθε χρόνο στο πραγματικό GDP τα τελευταία 30 χρόνια και δεν υπήρχε λόγος να πιστεύουν ότι θα αλλάξει κάτι. Επιπλέον η μικρή ανάπτυξη που υπήρχε στην Ευρώπη και στην Ιαπωνία την δεκαετία του 1990 οδήγησε πολλούς παγκόσμιους επενδυτές να ψάξουν παγκόσμια για υψηλότερες αποδόσεις και οι σταθερές και δυναμικές οικονομίες της Νοτιανατολικής

Ασίας ήταν πολύ ελκυστικές: χαμηλός πληθωρισμός, μικρά κρατικά ελλείμματα, υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης και αυτό τις έκανε επιθυμητές περιοχές για επενδύσεις αλλά και για να δανειστούν κεφάλαια.

Πολιτικές συναλλαγματικών ισοτιμιών

Οι πολιτικές των συναλλαγματικών ισοτιμιών παγκόσμια συνήθως συνέδεαν το νόμισμα τους με το δολάριο, έτσι όταν το δολάριο αύξησε την αξία του στα μέσα της δεκαετίας του ’90, προκάλεσε πολλές συναλλαγματικές ισοτιμίες να αυξηθούν μαζί με αυτό. Οι συνδεδεμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες έγινα σκληρότερες ώστε να στηριχτούν, κυρίως επειδή έγινε πιο δύσκολο για τις χώρες που είχαν συνδέσει το νόμισμα τους με το δολάριο να εξάγουν προϊόντα και υπηρεσίες. Αυτό το πρόβλημα επιδεινώθηκε από την υποτίμηση του νομίσματος της Κίνας το 1994 και την σημαντική υποτίμηση του ιαπωνικού Γεν την περίοδο που το δολάριο αύξανε την αξία του. Οι κινήσεις αυτών των δύο νομισμάτων έκαναν τις εξαγωγές της Ταϊλάνδης και άλλων χωρών λιγότερο ανταγωνιστικές.

Προβλήματα του χρηματοοικονομικού τομέα

Η μείωση των εισοδημάτων από τις εξαγωγές δημιούργησε και άλλες αδυναμίες, συμπεριλαμβανομένων αυτών στα ρυθμιστικά συστήματα, στις εταιρικές δομές και στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Πολλές χώρες στην Αν. Ασία στηρίχθηκαν στις εταιρικές δομές που χτίζονταν γύρω από οικογενειακούς δεσμούς και προσωπικά δίκτυα. Αυτό μπορεί να έχει πλεονεκτήματα για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις αλλά καθώς αναπτύσσονται οι επιχειρήσεις, η έλλειψη διαφάνειας και κοινοποίησης των στοιχείων των επιχειρήσεων δημιουργεί δυσκολίες στους ξένους δανειστές να αξιολογήσουν τα μικροοικονομικά ρίσκα του δανεισμού. Από την άλλη η έλλειψη στοιχείων και πληροφοριών δημιουργεί προβλήματα στους ρυθμιστικούς ελέγχους οι οποίοι χρειάζονται για την σταθερότητα της οικονομίας.

Άλλη μια σημαντική αδυναμία του χρηματοοικονομικού τομέα προέρχεται από την πολιτικοποίηση των χρηματοοικονομικών συστημάτων πολλών χωρών. Οι τράπεζες σε πολλά κράτη ήταν υποχρεωμένες να κάνουν δάνεια σε επιχειρήσεις με πολιτικές διασυνδέσεις καθώς και βιομηχανίες που ευνοούνταν από τις εκάστοτε κυβερνήσεις. Αυτά τα δάνεια ήταν συχνά με επιτόκια χαμηλότερα από αυτά της αγοράς και σε πολλές περιπτώσεις αυτά τα χαμηλά επιτόκια ήταν ένα συστατικό των πολιτικών υποστήριξης των βιομηχανιών που εφαρμόζονταν από τις εθνικές κυβερνήσεις.

Όσο η ανάπτυξη μέσα στη χώρα παρέμενε μεγάλη η αδυναμία στην οικονομία που προέρχονταν από αδυναμίες και προβλήματα του χρηματοοικονομικού τομέα δεν ήταν ορατή. Σε μία αναπτυσσόμενη οικονομία, υπάρχουν πάντα νέες ευκαιρίες για κέρδη και τράπεζες με κακά δάνεια ανακάμπτουν τελικά χρεώνοντας τους πελάτες τους παραπάνω. Μια τέτοια περίπτωση ήτα και η Ταϊλάνδη, όπου το IMF την προειδοποίησε για την σταθερότητα της οικονομίας της με τις ενέργειες που έκανε και την συμβούλεψε να μειώσει τα εμπορικά ελλείμματα της.

Κρίση και διάδοση

Το γεγονός είναι ότι πολλές φορές οι αιτίες που ωθούν μία κρίση είναι μη σημαντικές. Για παράδειγμα μερικοί αναλυτές κατηγορούν την πτώση στις αποδοχές στις εξαγωγές της Ταϊλάνδης που προήλθε από τη μείωση στις τιμές για τα τσιπ των υπολογιστών. Σε κάθε περίπτωση τα μεγάλα εμπορικά ελλείμματα και η απογοήτευση από τα έσοδα των εξαγωγών, υπονόμευσαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην ικανότητα της Ταϊλάνδης να κρατήσει σταθερή την συναλλαγματική της ισοτιμία με το δολάριο. Οι άνθρωποι άρχισαν να πιστεύουν ότι θα γίνει υποτίμηση στο ταϊλανδέζικο νόμισμα με αποτέλεσμα να μη θέλουν να κρατούν περιουσιακά στοιχεία τα οποία ήταν εκφρασμένα σε ταϊλανδέζικο νόμισμα όταν η υποτίμηση γινόταν. Επιπλέον πολλά από τα δάνεια στον ταϊλανδέζικο χρηματοοικονομικό τομέα ήταν βραχυχρόνια δάνεια που αποκτήθηκαν σε διεθνείς αγορές κεφαλαίων και ήθελαν αποπληρωμή σε δολάρια. Αυτό αύξησε το κόστος της υποτίμησης από τη στιγμή που τα ταϊλανδέζικα χρηματοοικονομικά ινστιτούτα (τράπεζες) κέρδιζαν έσοδα σε Baht αλλά κατείχαν ένα σταθερό ποσό από δολάρια. Κάθε αλλαγή στην εμπιστοσύνη των επενδυτών μπορεί να υπονομεύσει όλη την οικονομία.

Πως η ταϊλανδέζικη κρίση διαχύθηκε παγκόσμια είναι ένα από τα λιγότερα σημαντικά στοιχεία της κρίσης. Μία από τις υποθέσεις που έγιναν είναι ότι η Ταϊλάνδη εξυπηρέτησε ένα «κάλεσμα για ξύπνημα|» για τους επενδυτές να εξετάσουν πιο προσεκτικά τις μετοχές τους σε άλλες χώρες. Άλλη υπόθεση είναι ότι η ταϊλανδέζικη υποτίμηση έκανε τις εξαγωγές από αρκετές γειτονικές χώρες λιγότερο ανταγωνιστικές και έτσι τις υποχρέωσε να κάνουν ανταγωνιστικές υποτιμήσεις στα νομίσματα τους.

Κρίση στη διαχείριση

Τρία ζητήματα στην κρίση της διαχείρισης παρέμειναν άλυτα. Πρώτον, έκανε το IMF λάθος συμβουλεύοντας τις δανειζόμενες χώρες να υπερασπιστούν τα νομίσματα τους με πολιτικές των επιτοκίων; Δεύτερον, υπήρχαν ηθικά στοιχεία ηθικού κινδύνου; Τρίτον,

είναι οι κεφαλαιακοί έλεγχοι βοηθητικοί ως ένα προσωρινό μέτρο για να προέλθει μια κρίση;

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

Ένα δεύτερο ζήτημα σχετίζεται με τον ηθικό κίνδυνο στο να εγγυηθεί για μία τράπεζα ή εταιρία. Αν οι τράπεζες ξέρουν ότι μπορεί να εγγυηθούν αν πάρουν κακές αποφάσεις ως προς τον δανεισμό, μετά έχουν λιγότερους λόγους να ασκήσουν συνετή και προσεκτική πολιτική και περισσότερους λόγους να πάρουν μεγαλύτερα ρίσκα τα οποία όμως θα τους αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις και κέρδη. Μερικές κριτικές ισχυρίζονται ότι τα δάνεια του IMF προς το Μεξικό έθεσαν ένα προηγούμενο ότι οι δανειστές που έπαιρναν μεγάλα ρίσκα θα μπορούσαν να καλυφθούν από τον κίνδυνο μέσω των δανείων του IMF και αυτό είχε ως αποτέλεσμα η κρίση στην Ανατολική Ασία να γίνει περισσότερο πιθανή. Το αντεπιχείρημα σε αυτές τις κριτικές είναι ότι οι «εγγυήσεις» δεν είναι πραγματικά εγγυήσεις με την σημαία της λέξης γιατί δεν προστατεύουν τους επενδυτές από απώλειες. Οι περισσότεροι επενδυτές στην Ανατολική Ασία είδαν αρκετά μεγάλες μειώσεις στην αξία των χαρτοφυλακίων τους και έτσι είχαν αρκετούς λόγους να είναι πιο προσεκτικοί όταν δανείζονταν.

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

Κεφάλαιο 4

Ιδιωτικοποιήσεις

Αργεντινή

Το άνοιγμα των τηλεπικοινωνιών στον ιδιωτικό τομέα στις αρχές του 1990 ήταν η πρώτη επαφή της Αργεντινής με τις ιδιωτικοποιήσεις[10]. Μέχρι τότε τις τηλεπικοινωνίες της παρείχε η ENTEL, μια δημόσια επιχείρηση που είχε μονοπωλιακή δύναμη με πολλά χρηματοοικονομικά προβλήματα που επηρέαζαν την λειτουργία της επιχείρησης. Μετά την ιδιωτικοποίηση της ENTEL οι τηλεπικοινωνίες ήταν στα χέρια δύο εταιριών, της Telefonica και της Telecom. Οι επιχειρήσεις προχώρησαν σε επενδύσεις και στην παροχή νέων υπηρεσιών στο κοινό. Το 1998 η κυβέρνηση έδωσε και άλλες άδειες ώστε να λειτουργήσει ο ανταγωνισμός στις τηλεπικοινωνίες. Το 1996 οι αρχές προχώρησαν σε δολαριοποίηση της οικονομίας και οι επιχειρήσεις είδαν τα κέρδη να μειώνονται. Επιπλέον οι επενδύσεις που έκαναν δεν είχαν τα αποτελέσματα που περίμεναν και έτσι ζήτησαν επαναπροσδιορισμό της φορολογίας από την κυβέρνηση, κάτι που δεν έγινε όμως. Αυτά τα προβλήματα εμφανίστηκαν και λόγο του ότι αυτές οι δύο εταιρίες κράτησαν την φορολογική δομή της ENTEL. Μετά την κρίση του 2002 οι επιχειρήσεις κράτησαν το ίδιο τιμολογιακό σύστημα που υπήρχε πριν την κρίση και την υποτίμηση του peso. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η τιμολόγηση να είναι τρεις φορές πιο

[10] Βλέπε σελ207 από βιβλίο David Rockefeller, (2006), *The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

υψηλή από ότι ήταν πριν με το δολάριο αφού η τιμολόγηση γινόταν σε δολάρια. Τότε η κυβέρνηση θέσπισε ένα νόμο με τον οποίο μείωσε αυτή την τιμολόγηση σε μεγάλο βαθμό και αυτό οδήγησε σε μεγάλη ύφεση και κρίση τον τομέα των τηλεπικοινωνιών.

Ο τομέας των δημόσιων υπηρεσιών ήταν πολύ ευπαθής στην Αργεντινή. Το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων κράτησε είκοσι χρόνια χωρίς την δημιουργία επιχειρήσεων οι οποίες να ήταν ανεξάρτητες από το πολιτικό σύστημα. Η κυβέρνηση δεν ήθελε να χάσει την εξουσία της πάνω στις επιχειρήσεις που είχε ιδιωτικοποιήσει και αυτό είχε ως αποτέλεσμα να δημιουργούνται στρεβλώσεις στην λειτουργία της επιχείρησης από την συνεχή παρέμβαση του κράτους. Αυτό έγινε και στην περίπτωση του τομέα των τηλεπικοινωνιών ο οποίος εξαρτιόταν άμεσα από τις αρχές ακόμα και μετά την ιδιωτικοποίηση του. Βέβαια δεν είχαμε αυτά τα αποτελέσματα σε όλες τις επιχειρήσεις που ιδιωτικοποιήθηκαν. Στον τομέα του ηλεκτρισμού και του αεριού οι ιδιωτικοποιήσεις είχαν μεγαλύτερη επιτυχία αφού η κρατική παρέμβαση ήταν μικρότερη.

Χιλή

Η Χιλή εισήγαγε διάφορες μορφές ιδιωτικοποιήσεων έτσι ώστε να αυξήσει των ανταγωνισμό στον δημόσιο τομέα. Οι πολιτικές που ακολούθησε ήταν σταθεροποιητικές και είχαν πλεονεκτήματα από την οικονομική σταθερότητα της χώρας. Στα μέσα της δεκαετίας του 70’ς οι τηλεπικοινωνίες ήταν στα χέρια δυο κρατικών επιχειρήσεων, της CTC που παρείχε εγχώριες τηλεφωνικές επικοινωνίες και της ENTEL που παρείχε εγχώριες και διεθνείς υπηρεσίες. Το 1980 και οι δυο αυτές επιχειρήσεις πέρασαν στα χέρια ιδιωτών. Οι κανονισμοί λειτουργίας των επιχειρήσεων καθώς και η πολιτική τιμολόγησης των υπηρεσιών παρέμειναν στα χέρια του εκάστοτε υπουργού μεταφορών και τηλεπικοινωνιών.

Η ιδιωτικοποίηση των επιχειρήσεων του ηλεκτρισμού συνέβη περίπου το 1980. Μέχρι τότε το μερίδιο της αγοράς το είχαν τρεις κρατικές επιχειρήσεις ηλεκτρισμού οι οποίες χωρίστηκαν σε άλλες μικρότερες και έτσι έγινε η ιδιωτικοποίηση τους. Το μόνο πρόβλημα ήταν ότι ο νόμος άφηνε ελεύθερες τις επιχειρήσεις να αγοράσουν άλλους κλάδους και αυτό είχε ως αποτέλεσμα να δημιουργηθούν μονοπωλιακά φαινόμενα. Στην ενεργειακή κρίση του 1988-89 η κυβέρνηση έπαιξε αρνητικό ρόλο αφού δεν κατανόησε έγκαιρα το πρόβλημα που υπήρχε με αποτέλεσμα να πάρει την τελευταία στιγμή μέτρα. Αυτό είχε ως

αποτέλεσμα να αυξηθεί η ανησυχία του κοινού. Η κρίση αυτή προήλθε από πτώση του ποσοστού νερού που υπήρχε στα υδροηλεκτρικά φράγματα με αποτέλεσμα να μειωθεί η ενέργεια που παραγόταν από αυτά. Η πολιτική τιμολόγησης ήταν τέτοια που άφηνε λίγο χώρο για επέμβαση του διαχειριστή και η φορολογία σε αυτές τις επιχειρήσεις αναπροσαρμόζονταν κάθε πέντε χρόνια.

Οι αλλαγές που έγιναν στη φορολογία του ηλεκτρισμού το 1992 και 1996 και των τηλεπικοινωνιών το 1994 έδειξαν το μεγάλο πρόβλημα που είχε αυτό το σύστημα. Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούσαν τα χρηματικά τους αποθέματα για να επηρεάσουν τους πολιτικούς ώστε να μην περάσουν αποφάσεις οι οποίες θα είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση της φορολογίας. Στον τομέα της ύδρευσης το σύστημα της φορολογίας ήταν παρόμοιο. Το 2000 η αναθεώρηση της φορολογικής πολιτικής προς τις ιδιωτικές επιχειρήσεις ύδρευσης είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθούν οι φόροι κατά 20%.

Ο ρόλος των κυβερνητών

Αργεντινή

Στην Αργεντινή οι κυβερνήτες παίζουν καθοριστικό ρόλο στην διαμόρφωση της εθνικής και οικονομικής πολιτικής[11]. Βλέποντας τον ρόλο των κυβερνητών μπορούμε να καταλάβουμε για ποιο λόγο η Αργεντινή δεν μπορεί να ακολουθήσει μια συνεχής πολιτική βραχυχρόνια, αφού ο κάθε κυβερνήτης θα προσπαθεί να προωθήσει τις δικές του απόψεις ώστε να επωφεληθεί η περιφέρεια του. Στην Αργεντινή ακολουθείτε ένα ομοσπονδιακό σύστημα όπως και στις Η.Π.Α. και τον ποιο σημαντικό ρόλο των παίζουν οι κυβερνήτες και σε δεύτερο λόγο η εθνική κυβέρνηση. Ο ρόλος των κυβερνητών είναι παρά πολύ σημαντικός και μάλιστα τις τελευταίες δυο δεκαετίες οι αρμοδιότητες τους έχουν διευρυνθεί με αποτέλεσμα να αυξηθεί και η δύναμη τους. Όμως η είσπραξη των φορών είναι αρμοδιότητα της κεντρικής κυβέρνησης με αποτέλεσμα οι κυβερνήτες να εξαρτώνται από την κεντρική κυβέρνηση για χρηματοδότηση. Πολλοί πετυχημένοι κυβερνήτες στην περιφέρεια τους, μετέπειτα γίνονται και πρόεδροι της Αργεντινής. Πολλοί το βλέπουν ως ένα ενδιάμεσο σταθμό στην καριέρα τους όπου κάνουν συμμαχίες και

[11] βλέπετε σελ. 76-80 από βιβλίο David Rockefeller, (2006), *The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

διαπλέκονται ώστε όταν έρθει η ώρα να μπορούν να διεκδικήσουν την προεδρία της χώρας. Οπότε συχνά οι πολιτικές που ακολουθούν έχουν στόχο προσωπικά συμφέροντα πρωτίστως αφού προσβλέπουν στην κατάληψη της προεδρίας.

Βραζιλία

Στην Βραζιλία καθιερώθηκε το δημοκρατικό πολίτευμα στα μέσα της δεκαετίας του 80'ς και το οποίο έδινε πολλές αρμοδιότητες στους κυβερνήτες που όμως σταδιακά έχουν μειωθεί εξαιτίας των κρίσεων την δεκαετία του 90'ς. Οι κυβερνήτες εκτός του ότι είχαν πολλές αρμοδιότητες ήταν και αυτοί οι οποίοι εισέπρατταν τη φορολογία και στη συνέχεια ξόδευαν αυτά τα χρήματα στην περιφέρεια τους. Δηλαδή δεν υπήρχε ένα εθνικό ενιαίο σύστημα εισπράξεων με αποτέλεσμα να υπάρχουν συχνά αντιπαραθέσεις μεταξύ των διαφόρων κυβερνητών. Ήταν τόσο σημαντική η δύναμη των κυβερνητών όπου τα μέλη του κογκρέσου συχνά εξαρτιόταν από την στήριξη αυτών των ατόμων για την εκλογή τους. Ο πρόεδρος εκλέγονταν από αυτά τα άτομα. Η επιρροή των κυβερνητών άρχισε να μειώνεται με την απευθείας εκλογή του προέδρου από το κοινό καθώς και μετέπειτα από την πληθωριστική κρίση που συνέβη και το πλάνο σταθεροποίησης. Αυτό έδινε την δυνατότητα στον πρόεδρο να ακολουθήσει την πολιτική που ήθελε και έτσι είχαμε μια εθνική οικονομική πολιτική και παραγκωνισμό των κυβερνητών[12].

Χιλή

Στη Χιλή καθιερώθηκε το δημοκρατικό πολίτευμα στις αρχές της δεκαετίας του 90 μετά από δεκαεφτά χρόνια δικτατορίας[13]. Η περίπτωση της Χιλής είναι τελείως διαφορετική από τις άλλες χώρες αφού κάποιοι πολιτικοί θεσμοί όπως είναι ο πρόεδρος της χώρας είναι πολύ ισχυρός και με πολλές αρμοδιότητες. Ο πρόεδρος είναι τόσο ισχυρός που σχεδόν ασκεί μονοπωλιακό έλεγχο πάνω στα ζητήματα που συζητούνται και έχει την δυνατότητα να ασκήσει βέτο όταν θέλει. Εκτός από τον πρόεδρο πολύ ισχυρά είναι τα μέλη του κογκρέσου όπου έχουν δικαίωμα άσκησης βέτο, το δικαστικό σύστημα καθώς και οι ένοπλες δυνάμεις οι οποίες είναι

---

[12] Βλέπετε σελ. 168-175 από βιβλίο David Rockefeller, (2006), *The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

[13] Βλέπετε σελ. 158-159 από βιβλίο David Rockefeller, (2006), *The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

αυτόνομες. Τα μέλη του κογκρέσου είναι υψηλού μορφώσεως άτομα με πολύχρονη εμπειρία και γνώστες των προβλημάτων και το κογκρέσο είναι το ποιο ισχυρό στην Λατινική Αμερική σε σχέση με τα άλλα. Παρόλο που έχουν πολλά άτομα το δικαίωμα ασκήσεως βέτο στα ζητήματα που συζητούνται, αυτό μπορεί να θεωρηθεί θετικό αφού οι όποιες αποφάσεις παίρνονται είναι έπειτα από συζήτηση και υπάρχει και ευρεία συναίνεση.

Το δικαστικό σύστημα

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας ο οποίος παίζει σημαντικό ρόλο στην άσκηση οικονομικής πολιτικής είναι και το δικαστικό σύστημα[14]. Παλαιότερα το δικαστικό σύστημα είχε ποιο ουδέτερο ρόλο στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής ενώ τις τελευταίες δύο δεκαετίες με την άνοδο της δημοκρατίας απέκτησε πιο ενεργό ρόλο. Το δικαστικό σύστημα μπορεί να παίξει διάφορους ρόλους στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής και μπορούν να χωριστούν σε τέσσερις κατηγόριες: άσκηση βέτο, πολιτικός παράγοντας, αμερόληπτος διαιτητής και κοινωνικός αντιπρόσωπος[15]. Στην Βραζιλία[16] και την Χιλή το δικαστικό σύστημα παίζει το ρόλο του αμερόληπτου διαιτητή, ασκεί βέτο καθώς είναι και πολιτικός παράγοντας. Στην Αργεντινή το δικαστικό σύστημα δεν είναι τόσο ελεύθερο όπως στις δύο άλλες χώρες και ασκεί λιγότερο επιρροή[17].

Ένα ανεξάρτητο δικαστικό σύστημα μπορεί να επηρεάσει της άσκηση οικονομικής πολιτικής με πολλούς τρόπους. Πρώτον, ως αμερόληπτος διαιτητής μπορεί να βοηθήσει στην εξασφάλιση της αποτελεσματικότητας από την εφαρμογή της πολιτικής. Δεύτερον, το δικαστικό σύστημα εφαρμόζει τις συμφωνίες και έτσι μπορεί να βοηθήσει στη διευκόλυνση των πολιτικών αλλαγών. Τρίτον, στην εκτέλεση του κοινωνικού ρόλου ως αντιπρόσωποι τα δικαστήρια μπορούν να κάνουν τις πολιτικές περισσότερο αποδεκτές από το κοινό. Τέταρτον, το δικαστικό σύστημα

---

[14] Βλέπετε σελ.81 από βιβλίο David Rockefeller, (2006), *The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

[15] Ανάλυση των τεσσάρων κατηγοριών σελ.82 από βιβλίο David Rockefeller, (2006),*The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

[16] Βλέπετε επίσης σελ.173-174 από βιβλίο David Rockefeller, (2006),*The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

[17] Βλέπετε πίνακα 4.2 σελ 84 από βιβλίο David Rockefeller, (2006),*The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

μπορεί να συμβάλει στην προσαρμοστικότητα . Πέμπτον, όταν το δικαστικό σύστημα ενεργεί με την άσκηση βέτο οι πολιτικές είναι πιο σταθερές από τι στιγμή που οι πολιτικές αλλαγές είναι σύμφωνες με τις προτιμήσεις άλλων παραγόντων.

Χιλή

Νομισματική πολιτική

Η Χιλή εφάρμοζε ένα σύστημα στόχευσης πληθωρισμού από τις αρχές τις δεκαετίας του 90'ς. Μέχρι σήμερα περισσότερες από είκοσι χώρες ανά τον κόσμο ακολουθούν αυτό το σύστημα, οκτώ ανεπτυγμένες και δώδεκα αναπτυσσόμενες[18]. Οι μόνες δύο χώρες που εγκατέλειψαν αυτό το σύστημα ήταν η Ισπανία και η Φινλανδία το 1999 μετά την είσοδο τους στο ευρώ. Τα κύρια στοιχεία της στόχευσης πληθωρισμού είναι: 1) Ένας συγκεκριμένος ποσοτικός στόχος για την αύξηση ενός δείκτη τιμών της κατανάλωσης, 2) κυριαρχία του στόχου πληθωρισμού πέρα από άλλους ονομαστικούς στόχους ή απουσία άλλων στόχων, 3) απουσία κυριαρχίας φορολογικής πολιτικής σε θέματα της νομισματικής πολιτικής, 4) ανεξαρτησία οργάνων της νομισματικής εξουσίας για να στοχεύσει στο στόχο του πληθωρισμού και 5) υψηλοί βαθμοί νομισματικής διαφάνειας και υπευθυνότητας στο χειρισμό της νομισματικής πολιτικής για την επίτευξη του στόχου. Το σύστημα της στόχευσης πληθωρισμού δίνει περισσότερη ελευθερία και ευελιξία στην κεντρική τράπεζα στην επίτευξη του πληθωρισμού που έχει θέσει.

Όπως αναφέραμε η Χιλή ακολούθησε το σύστημα της στόχευσης πληθωρισμού στις αρχές της δεκαετίας του 90'ς. Η Χιλή ήταν μια χώρα με σταθερή φορολογική θέση, ισχυρούς εξωτερικούς λογαριασμούς και το μόνο πρόβλημα που είχε ήταν ο υψηλός πληθωρισμός που τότε ήταν 27%. Τότε η κυβέρνηση έδωσε πλήρη αυτονομία στην κεντρική τράπεζα και είχε ως στόχο την σταθερότητα του νομίσματος και την λειτουργία των εσωτερικών και εξωτερικών πληρωμών. Η νομισματική αρχή αποφάσισε να μειώσει των πληθωρισμό με την συνέχιση ενός ενεργού καθεστώτος νομισματικής πολιτικής συνδυαζόμενο με ένα σύστημα μερικής κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στον καθορισμό μιας αποτελεσματικής στρατηγικής για να επιτύχει το χαμηλό πληθωρισμό με κοινωνικά αποδεκτές δαπάνες, η κεντρική τράπεζα προσδιόρισε δύο δομικές αδυναμίες: έλλειψη πλήρης

[18] Βλέπετε πίνακα 1 σελ.127 από άρθρο Klaus Schmidt-Hebbel, Matias Tapia, ''Inflation Targeting in Chile'', *North American Journal of Economics and Finance* 13 (2002) 125-146

πολιτικής αξιοπιστίας και στη χρήση του προς τα πίσω κοιτάγματος του μηχανισμού στα αγαθά, την εργασία και τα χρηματοοικονομικά που συνέβαλαν στη σημαντική αδράνεια του πληθωρισμού.

Ο πρώτος στόχος που έθεσε η κεντρική τράπεζα ήταν ένα επίπεδο πληθωρισμού μεταξύ 15-20% που το ανακοίνωσε τον Σεπτέμβριο του 1990. Για την κεντρική τράπεζα η επιλογή του inflation anchor εξυπηρετούσε τρεις σκοπούς: έκανε σαφή την αντιπληθωριστική της θέση στο κοινό, ένα διαφανή και επαληθεύσιμο στόχο κατά τον οποίο η αποτελεσματικότητα της τράπεζας μπορούσε να μετρηθεί και ένας τρόπος να μετατοπιστούν οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό κατά τρόπο προνοητικό. Για να ενισχύσει την αξιοπιστία, η κεντρική τράπεζα ενίσχυσε το σχέδιο του στόχου και μεταξύ 1990 και 2000, οι στόχοι τέθηκαν σε ετήσια βάση ως στόχοι σημείου. Ο γρήγορος αποπληθωρισμός θα μπορούσε να υπονοήσει υψηλές δαπάνες παραγωγής ακόμη και από ένα προνοητικό στόχο πληθωρισμού. Στην προσπάθεια να ελαχιστοποιήσει αυτό τον κίνδυνο η κεντρική τράπεζα ακολούθησε μια βαθμιαία προσέγγιση στη σταθεροποίηση θέτοντας κάθε χρόνο μια νέα τιμή στόχου. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας από το 1991 ως το 2001, ο ετήσιος στόχος πληθωρισμού χαμήλωνε κατά ένα μέσο 1,5% ετησίως. Η στρατηγική αυτή ήταν επιτυχής αφού δεν είχαμε μείωση της παραγωγής, είχαμε ανάπτυξη της οικονομίας και επίτευξη των στόχων. Η ετήσια απόκλιση του πληθωρισμού από τον στόχο ήταν 0,42%κατα την περίοδο 1991-2001 ενώ η πραγματική μεγέθυνση του Α.Ε.Π. ήταν 6,4% την δεκαετία του 90’ς.

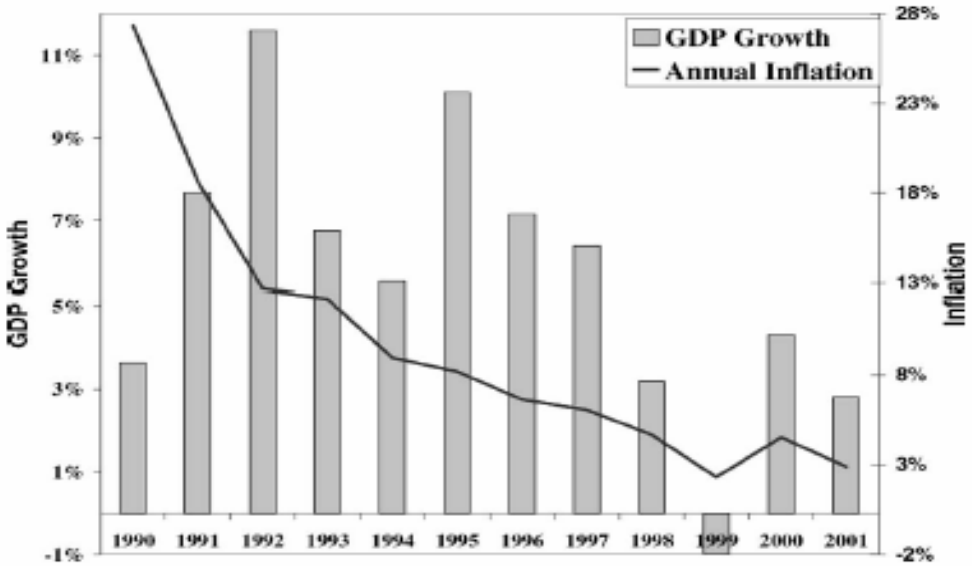
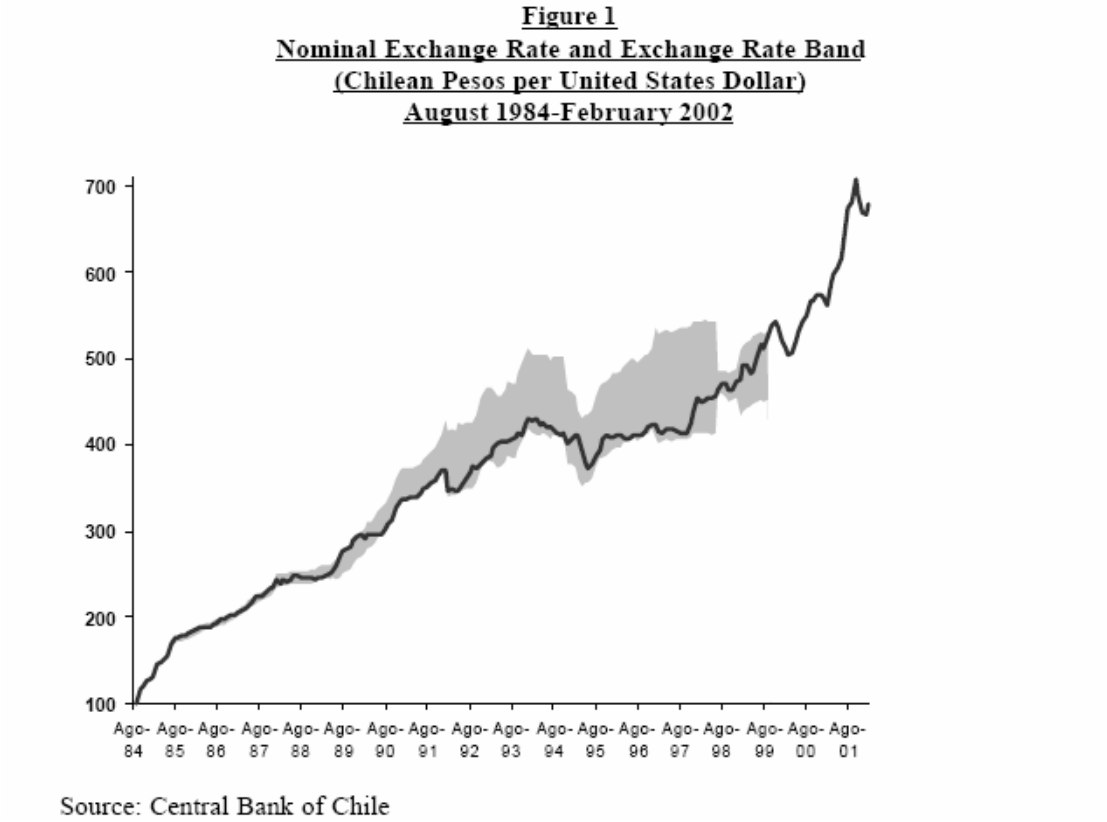
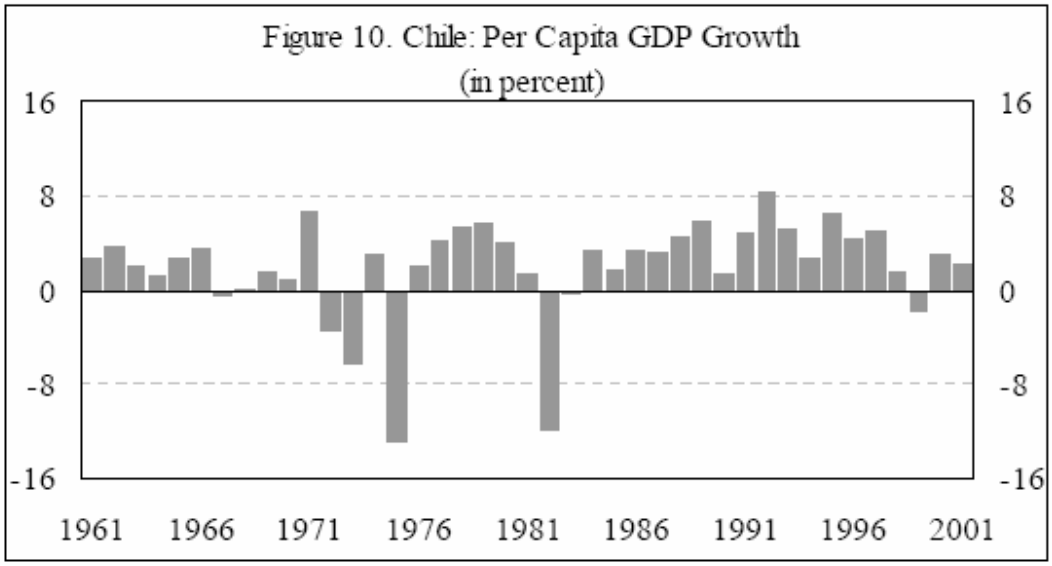


Fig. 2. Annual inflation and GDP growth in Chile, 1991–2001. Source: Central Bank of Chile.

Η Ασιατική κρίση είχε σημαντική επίπτωση στην οικονομία της Χιλής. Το εμπόριο μειώθηκε κατά 14% μεταξύ 1997-1998 ενώ οι εξαγωγές προς την Ασία που αποτελούσε το ένα τρίτο των συνολικών εξαγωγών της Χιλής μειώθηκε 23% την ίδια περίοδο. Στις αρχές του 1998 η κύρια ανησυχία της Κεντρικής Τράπεζας της Χιλής ήταν ότι η υποτίμηση του peso θα είχε συνέπεια την αύξηση του πληθωρισμού. Η ζώνη της συναλλαγματικής ισοτιμίας ήταν 25%[19] και η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ήταν στο χαμηλότερο σημείο. Τον Ιούνιο του 1998 η συναλλαγματική ισοτιμία ήταν 3,5% κάτω από το κέντρο της ζώνης παρόλο την υποτίμηση κατά 10,8% τον Οκτώβριο του 1997. Τότε η Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε να αλλάξει το εύρος σε 5,5%. Αυτό ήταν μια επικίνδυνη απόφαση αφού έδινε την δυνατότητα στους κερδοσκόπους να κάνουν επιθέσεις στο νόμισμα ώσπου να μην μπορεί να το στηρίξει σε τόσο στενά πλαίσια η Κεντρική Τράπεζα και να καταρρεύσει. Όμως από την άλλη με αυτή την απόφαση της η Κεντρική Τράπεζα ενίσχυε την αξιοπιστία της και έδειξε ότι θα προστατέψει το pesos από μια βίαιη υποτίμηση η οποία μπορεί να έβαζε σε κίνδυνο την αντιπληθωριστική της πολιτική.

[19] 12, 5% προς τα πάνω και 12, 5% προς τα κάτω από άρθρο Felipe G. Morande, Matias Tapia, April 2002, ‘‘Exchange Rate Policy in Chile: from the Band to Floating and Beyond’’, *Central Bank of Chile* Working Paper No.152.





Το μικρότερο εύρος διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας θα έκανε πολύ δύσκολο να διατηρηθεί σε κάποιο παγκόσμιο σοκ. Αυτό εμφανίστηκε το 1998 με την ρωσική κρίση και αυτό είχε άμεση επίπτωση στους επενδυτές που άρχισαν να βλέπουν με δυσπιστία της αναπτυσσόμενες αγορές. Μέσα σε αυτές ήταν και η Χιλή. Αυτή τη φορά η Κεντρική Τράπεζα δεν χρησιμοποίησε τα αποθέματα της σε δολάρια για να στηρίξει την συναλλαγματική ισοτιμία αλλά απλώς άφησε τα επιτόκια να

μεταβληθούν[20]. Αργότερα εγκαταλείφθηκε η ζώνη και ένας πιθανός λόγος ήταν ότι το 1999 ο πληθωρισμός στην Χιλή είχε μειωθεί στο 3%. Τότε η Κεντρική Τράπεζα θεώρησε ότι αυτό το ποσοστό ήταν ικανοποιητικό μακροχρόνια και δεν θα χρειαζόταν να το μειώσει περαιτέρω. Γι'αυτό το λόγο ακολούθησε το σύστημα των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών αφού πλέον προσπαθούσε να διατηρήσει τον πληθωρισμό χαμηλά και όχι να τον μειώσει με την πάροδο του χρόνου.

Επιπλέον το 1998 και μετά, η οικονομία της Χιλής άρχισε να αντιμετωπίζει νέες προκλήσεις οι οποίες απαιτούσαν αλλαγή της οικονομικής πολιτικής που ασκούταν μέχρι τότε. Η παλιά οικονομική πολιτική επικεντρωνόταν στην μείωση και τον έλεγχο του πληθωρισμού μέσα σε ένα περιβάλλον υψηλών εισροών κεφαλαίου και των θετικών αλλά πτωτικών φορολογικών πλεονασμάτων. Όμως πλέον ο πληθωρισμός είχε φτάσει σε επίπεδα 3% και νέα οικονομική πολιτική προχώρησε σε επαναπροσδιορισμό των στόχων και τον εργαλείων ώστε να αντεπεξέλθει στις διεθνείς συνθήκες όπως το διεθνές εμπόριο. Επίσης η αλλαγή του συστήματος της συναλλαγματικής ισοτιμίας θα είχε ως συνέπεια να ασκούνται πιέσεις σε κάποιες κοινωνικές ομάδες και ότι με το υπάρχον σύστημα προστατευόταν η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας σε διεθνές επίπεδο. Μετά όμως την υποτίμηση του peso το 1998 και 1999 από τις εξωτερικές αναταραχές, η κεντρική τράπεζα έθεσε στόχο να κρατήσει των πληθωρισμό γύρω στο 3% μειώνοντας τις ανησυχίες της κυβέρνησης και έτσι έγινε η αλλαγή του συστήματος.

Επιπλέον κατά την διάρκεια του 1998 και 1999 με τις πιέσεις που ασκούνταν στο peso ήταν ευκαιρία να εφαρμοστεί το σύστημα κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας αφού θα είχαμε κάλυψη του κινδύνου συναλλαγματικής ισοτιμίας. Μετά την κρίση στην Ασία ο κόσμος έβλεπε με δυσπιστία τα μεικτά συστήματα και η εγκατάλειψη του συστήματος ακολουθούσε την παγκόσμια τάση.

Οι πιθανοί λόγοι για τους οποίους οι χώρες της Λατινικής Αμερικής φοβόντουσαν να ακολουθήσουν ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών και προτίμησαν τις σταθερές ήταν τρεις. Πρώτον τα πραγματικά και οικονομικά αποτελέσματα από την "υπερβολική" αστάθεια, δεύτερων τις συνέπειες

[20] Στις 16 Οκτωβρίου το εύρος διακύμανσης πήγε στο 7% και η Κεντρική τράπεζα της Χιλής ανακοίνωσε ότι μέχρι το τέλος του έτους θα πήγαινε στο 10%. Επιπλέον το επιτόκιο έγινε το κύριο εργαλείο νομισματικής πολιτικής και αυξήθηκε από 8,5% σε 14%. σελ 6 από άρθρο Felipe G. Morande, Matias Tapia, April 2002, ''Exchange Rate Policy in Chile: from the Band to Floating and Beyond'', *Central Bank of Chile* Working Paper No.152.

στους προϋπολογισμούς από μετακινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας και τρίτο ότι μια υποτίμηση μέσο του εγχώριο νομίσματος θα επηρέαζε τον πληθωρισμό της χώρας.

Τον Σεπτέμβριο του 1999 η κεντρική τράπεζα της Χιλής εγκατέλειψε τη ζώνη και υιοθέτησε ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το 1999 όταν ο πληθωρισμός σύγκλινε σε χαμηλά στάσιμα επίπεδα και από κοινού με την υιοθέτηση των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, η κεντρική τράπεζα εισήγαγε νέα χαρακτηριστικά γνωρίσματα στο νομισματικό σύστημα**.** Ο χαμηλός πληθωρισμός και η ανάγκη για ένα μεγαλύτερο βαθμό αντικυκλικής πολιτικής οδήγησε στην υιοθέτηση μέτρων που ενίσχυσαν την πολιτική ευελιξίας και διαφάνειας. Η διαφάνεια στην πολιτική αυξήθηκε αρκετά το 2000 με δημοσίευση εκθέσεων για τον πληθωρισμό, ένα ημερολόγιο για της συνεδριάσεις για την νομισματική πολιτική και την δημοσίευση των πρακτικών από τις πολιτικές συνεδριάσεις[21]. Οι αναφορές περιείχαν προβλέψεις για την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό και με αυτό τον τρόπο οι πολιτικές αποφάσεις που παίρνονταν ήταν σύμφωνες με τις προβλέψεις.

Στόχευση πληθωρισμού και προσδοκίες για τον πληθωρισμό

Ένα από τα πλεονεκτήματα της στόχευσης πληθωρισμού έναντι άλλων νομισματικών συστημάτων είναι η επικοινωνιακή δύναμη που έχει. Η στόχευση πληθωρισμού έχει άμεση επίδραση στις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και με αυτό τον τρόπο ενισχύεται η αξιοπιστία όσον αφορά το χειρισμό της νομισματικής πολιτικής. Μια απλή προσέγγιση σε αυτό το ζήτημα είναι να ελέγξουμε την μηνιαία έκθεση για τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό που γίνεται από την κεντρική τράπεζα από τον Ιανουάριο του 2000. Η έρευνα δείχνει ότι οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό σε οποιοδήποτε χρονικό διάστημα πέφτουν από 2-4% από τον ετήσιο στόχο πληθωρισμού. Η υποτίμηση κατά 25% της ονομαστικής τιμής συναλλάγματος που έγινε μεταξύ της αρχής του 2000 και του 2002 και η σταθερότητα των προσδοκιών του πληθωρισμού δείχνουν ότι η αξιοπιστία των στόχων της κεντρικής τράπεζας βασίζεται σε σταθερά θεμέλια. Η στόχευση πληθωρισμού και οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό είναι συσχετιζόμενες στην Χιλή την τελευταία δεκαετία. Εκτός από τις

[21] Η δημοσίευση γινόταν μετά την πάροδο τριών μηνών από άρθρο Klaus Schmidt-Hebbel, Matias Tapia, ‘‘Inflation Targeting in Chile’’, *North American Journal of Economics and Finance* 13 (2002) 125-146

εποχιακές αποκλίσεις και την Ασιατική κρίση του 1997-1998 και οι δυο μεταβλητές έχουν μια τάση μείωσης μεταξύ 1991 και 2000[22].

Εάν ο στόχος είναι αξιόπιστος, πρέπει να έχει επιπτώσεις στον πραγματικό πληθωρισμό και μέσω των προσδοκιών πληθωρισμού και στο χειρισμό της νομισματικής πολιτικής. Αν όμως ο πληθωρισμός έχει μια βαθμιαία τάση προς μείωση τότε ο καθορισμός του στόχου του πληθωρισμού από την Κεντρική Τράπεζα λαμβάνει υπόψη τον προηγούμενο πληθωρισμό.

Συναλλαγματική ισοτιμία.

Μετά την διεθνή οικονομική αναταραχή του 1997-1998 και τις πιέσεις που ασκήθηκαν στο peso της Χιλής, η Κεντρική Τράπεζα διεύθυνε τις μεγάλες επεμβάσεις μέσα στη σειρά που καθορίστηκε από την υπάρχουσα ζώνη συναλλαγματικής ισοτιμίας και άλλαξε τους κανόνες λειτουργίας της ζώνης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επιπλέον, μια περιοριστική πολιτική υιοθετήθηκε το 1998. Αυτές οι πολιτικές ενέργειες που στόχευσαν στον περιορισμό της υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας παρακινήθηκαν πλήρως από την αντίληψη της αρχής ότι μια μεγάλη υποτίμηση θα είχε ως αποτέλεσμα να ασκηθούν ανοδικές πιέσεις στον εγχώριο πληθωρισμό με αποτέλεσμα να μην επιτευχθεί ο προαναγγελθείς στόχος για τον πληθωρισμό. Στη συνέχεια, η νομισματική πολιτική έγινε λιγότερο περιοριστική και η ζώνη συναλλαγματικής ισοτιμίας αντικαταστάθηκε από ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών τον Σεπτέμβριο του 1999. Περαιτέρω υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας έγινε μέχρι το 2001 που σε μεγάλο μέρος οφειλόταν στις δυσμενείς εξελίξεις των εξωτερικών όρων της Χιλής. Το peso κυμαινόταν ελευθέρα με εξαίρεση τις προσωρινές επεμβάσεις κατά τη διάρκεια του δεύτερου μισού 2001.

Η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία υποτιμήθηκε κατά 62% μεταξύ του πρώτου τριμήνου του 1997 και του πρώτου τριμήνου του 2002 ενώ την ίδια χρονική περίοδο ο πληθωρισμός ανήλθε μόνο 20%. Αυτό ήταν κάτι πολύ σημαντικό αφού εδώ φαίνεται ότι η Χιλή κατάφερε να αντεπεξέλθει στα προβλήματα που είχε χωρίς να προσφύγει στο Δ.Ν.Τ. παρόλο που η κρίση ήταν σημαντική. Σημαντικό ρόλο έπαιξαν και οι αρχές με την σωστή λήψη μέτρων.

[22] βλέπετε figure 3 σελ.132 από άρθρο Klaus Schmidt-Hebbel, Matias Tapia, ‘‘Inflation Targeting in Chile’’, *North American Journal of Economics and Finance* 13 (2002) 125-146

Βραζιλία

Φορολογικό σύστημα

Η περίπτωση της Βραζιλίας είναι μια πολύπλοκη περίπτωση. Το φορολογικό της σύστημα δεν είναι τόσο αποτελεσματικό[23]. Παρόλα αυτά τα τελευταία είκοσι χρόνια τα έσοδα από την φορολογία έχουν αυξηθεί και αυτή τη στιγμή η Βραζιλία έχει την υψηλότερη φορολογική επιβάρυνση στην Λατινική Αμερική. Η Βραζιλία είναι ένα ομοσπονδιακό κράτος και η είσπραξη των φορών γίνεται από τις πολιτείες και στη συνέχεια πάνε στην εθνική κυβέρνηση. Τα έμμεσα φορολογικά έσοδα προέρχονται κυρίως από το VAT και το ένα τρίτο από αυτά τα έσοδα προέρχονται από το ICMS το οποίο καθορίζουν οι κυβερνήτες το ύψος του και πάει στις πολιτείες. Η κεντρική κυβέρνηση προσπάθησε να το αλλάξει αυτό και δημιούργησε κάποιους φόρους τους οποίους δεν θα τους μοιράζονταν με τις πολιτείες. Η πρώτη πηγή εισοδήματος ήταν το CPMF που εισήχθη στο τέλος του 1993 και η δεύτερη το COFFINS. Η κεντρική κυβέρνηση κατάφερε να μειώσει την εξουσία που είχαν οι κυβερνήτες πάνω στα φορολογικά έσοδα ασκώντας έλεγχο στο σύστημα εισπράξεων καθώς και με διάφορους νόμους που ο ποιο σημαντικός ήταν ο FRL(fiscal responsibility law) το 2000. Αυτός έκανε ποιο διαφανές το σύστημα των δαπανών των πολιτειών και έδινε την δυνατότητα στην κεντρική κυβέρνηση να επιβάλει κυρώσεις όταν μια πολιτεία δεν εισέπραττε ικανοποιητικά τους φόρους και έκανε παρατυπίες. Το πρόβλημα ήταν ότι το φορολογικό σύστημα ήταν πολύ περίπλοκο και οι εισπρακτικοί μηχανισμοί δεν ήταν και τόσο αποτελεσματικοί. Το 1997 η κυβέρνηση προσπάθησε να ξεκινήσει διάλογο για την απόσυρση κάποιων φορών και αντικατάσταση τους με τρεις νέους φόρους. Μετά την κρίση στη Ρωσία η συζήτηση επεκτάθηκε και με άλλους φορείς αλλά λόγο του ότι δεν ήταν σίγουρο ότι οι νέοι φόροι θα ήταν ποιο αποδοτικοί, δεν προχώρησε το ζήτημα τότε. Το 2003 ο νέος πρόεδρος Lula ξαναέφερε στη συζήτηση την αλλαγή των φόρων και μετά από διαβουλεύσεις επιτεύχθηκαν οι αλλαγές.

Όσο αφορά την πολιτική των δαπανών, οι μειώσεις σε δαπάνες για την παιδεία και την υγειά είναι ένα παράγοντας που δημιουργεί εντάσεις. Όμως πρόοδος έχει γίνει στην αύξηση των δαπανών για το κοινωνικό σύνολο με αποτέλεσμα πολλοί

[23] Βλέπετε σελ.193-196 από βιβλίο David Rockefeller, (2006),*The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

κοινωνικοί δείκτες να έχουν καλυτέρευση. Οι τοπικές κυβερνήσεις προσφέρουν στο κοινό ένα μεγάλο αριθμό αγαθών και υπηρεσιών.[24] Η Βραζιλία έχει μια ευρεία σειρά από κοινωνικά προγράμματα για ασφάλεια και βοήθεια. Όμως μόνο ένα μικρό κομμάτι από τις κοινωνικές δαπάνες πηγαίνει σε κοινωνική βοήθεια. Το κύριο μέρος των προγραμμάτων πηγαίνει για βοήθεια στους ανέργους, αλλά δεν φτάνει στους φτωχούς του άτυπου τομέα. Μερικές τοπικές κυβερνήσεις έχουν τα δικά τους προγράμματα κοινωνικής βοηθείας. Το Νοέμβριο του 1998, 22 κοινωνικά προγράμματα προσδιορίσθηκαν σε συνεργασία με την IDB(Inter-America Development Bank) και την Παγκόσμια Τράπεζα, από τις περικοπές την περίοδο που ακολουθούσε της φορολογικής μεταρρύθμισης. Ποιο πρόσφατα τα προγράμματα κοινωνικής βοηθείας προορίζονται για περιοχές που βρίσκονται κάτω από τον εθνικό μέσο όρο.

Νομισματική πολιτική

Το Real Plan στην Βραζιλία ξεκίνησε τον Ιούλιο του 1994. Ένα από τα κύρια στοιχεία του ήταν η εισαγωγή ενός νέου νομίσματος του «Real» το οποίο βασιζόταν σε ένα υπάρχον νόμισμα και την σύνδεση του με το δολάριο. Αυτό το νέο νόμισμα χρησιμοποιούνταν στην αρχή από τους οικονόμους παράγοντες και στο τέλος του Ιουνίου του 1994 η κυβέρνηση της Βραζιλίας θεώρησε ότι το κοινό ήταν έτοιμο να χρησιμοποίηση το νέο νόμισμα στις συναλλαγές του. Παρόλο που το παλιό νόμισμα είχε συνδεθεί με το δολάριο (ανταλλαγή ένα προς ένα), το νέο νόμισμα (Real) μπορούσε να διακυμαίνεται ελευθέρα σε σχέση με το δολάριο. Η πολική ανοίγματος της οικονομίας που ξεκίνησε το 1990 συνεχίστηκε και από αυτή την κυβέρνηση. Για να αντιμετωπισθούν τα φαινόμενα κερδοσκοπίας η κυβέρνηση ακολούθησε μια πολιτική υψηλών επιτοκίων με αποτέλεσμα οι κεφαλαιακές εισροές να πιέσουν την αξία του Real προς τα πάνω και να φτάσει τα 84 centavos το δολάριο ως το τέλος του 1994. Οι περισσότεροι διαχειριστές της οικονομικής πολιτικής έβλεπαν το υπερτιμημένο νόμισμα ως ένα εργαλείο το οποίο θα τους βοηθήσει στο να διατηρήσουν τις τιμές σταθερές.

[24] Βλέπετε σελ 73 από βιβλίο Charles Collyns, G. Russell Kincaid, (2003), *Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America*, International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 217.

Ο συνδυασμός της υπερτιμημένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με το συνεχές άνοιγμα της οικονομίας[25], άρχισαν να έχουν επίδραση στο Σχηματισμό των εγχώριων τιμών. Όμως το σημαντικό είναι ότι το Real Plan κατάφερε να ελέγξει τις τιμές. Είχαμε μείωση του πληθωρισμού όπως φαίνεται και από το παρακάτω σχήμα..

Table 1. *Yearly inflation rates: 1990–2000*

	Consumer price index (IPCA)	General price index
1990	1,621	1,477
1991	473	480
1992	1,119	1,158
1993	2,477	2,708
1994	916	1,094
1995	22	15
1996	10	9
1997	5	7
1998	1.7	1.7
1999	8.9	20.0
2000	6.0	9.8
2001	7.7	10.4

Source: *Conjuntura Economica* (various issues).

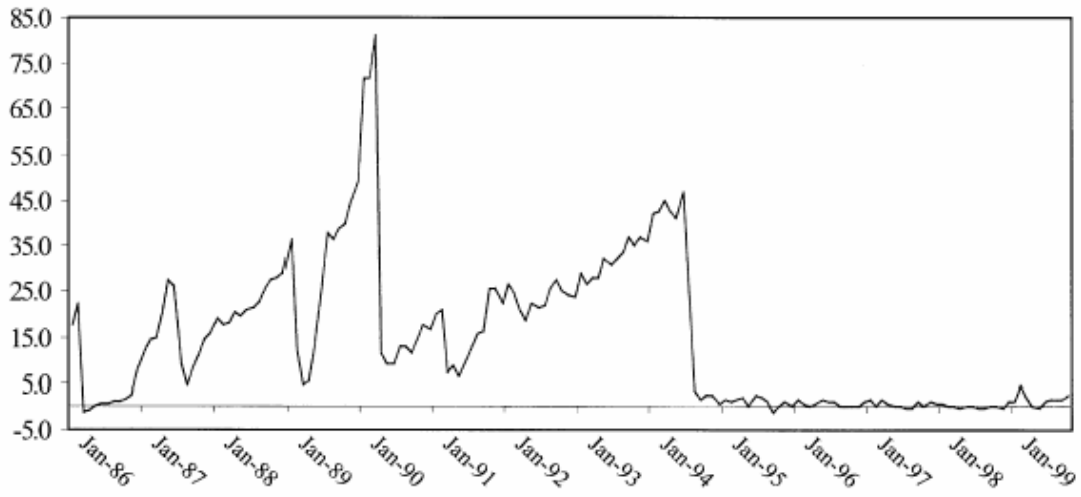


Fig. 1. Brazil: monthly inflation rate, 1986–99 (%). Source: FGV.

Επιπλέον το Real Plan είχε σημαντική συμβολή στην ανάπτυξη της οικονομικής δραστηριότητας από το 1995-1998.

[25] Ο μέσος όρος των δασμών στην Βραζιλία είχε μειωθεί από το 32,2% το 1990 σε 14,2% το 1994. από άρθρο Edmund Amann, ‘‘Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil’s Devaluation’’, *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

Όμως παρόλα τα πλεονεκτήματα που είχε το Real Plan είχε και μεγάλα κόστη. Μερικά από αυτά τα αρνητικά στοιχεία ήταν το ισοζύγιο πληρωμών της χώρας το οποίο επιδεινώθηκε κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας. Το εμπορικό ισοζύγιο το οποίο ήταν θετικό το 1981 έγινε αρνητικό από το 1995 και επιπλέον το έλλειμμα του τρέχοντος προϋπολογισμού χειροτέρεψε[26]. Αυτό όμως δεν ήταν πρόβλημα όσο διάστημα οι ξένες άμεσες επενδύσεις ήταν μεγάλες. Επίσης το υπερτιμημένο Real σταμάτησε τις εξαγωγές ενώ παράλληλα ενθάρρυνε την αύξηση των εισαγωγών. Αυτό το σύστημα ενθάρρυνε τις εισροές ξένων κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου.

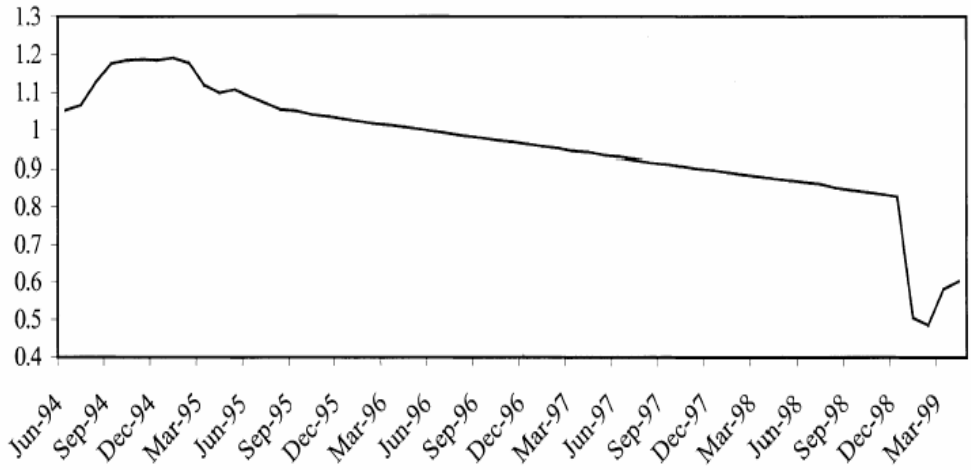
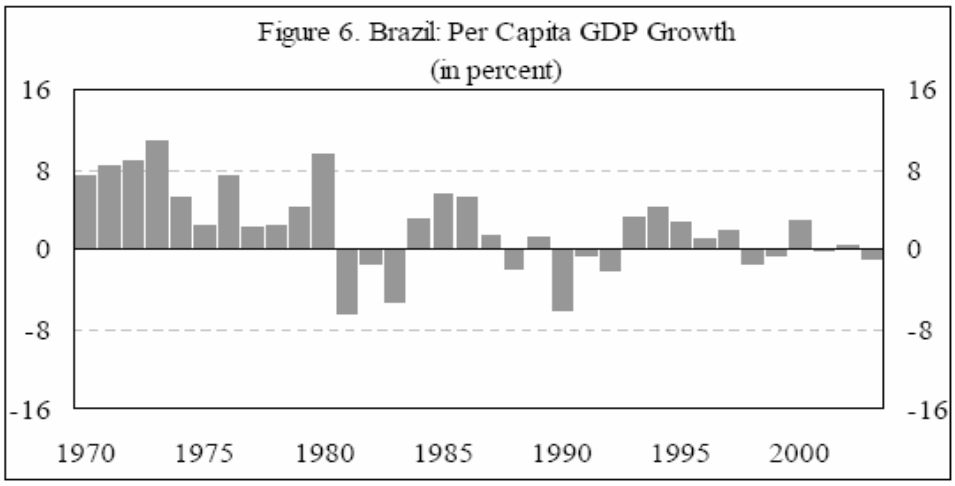
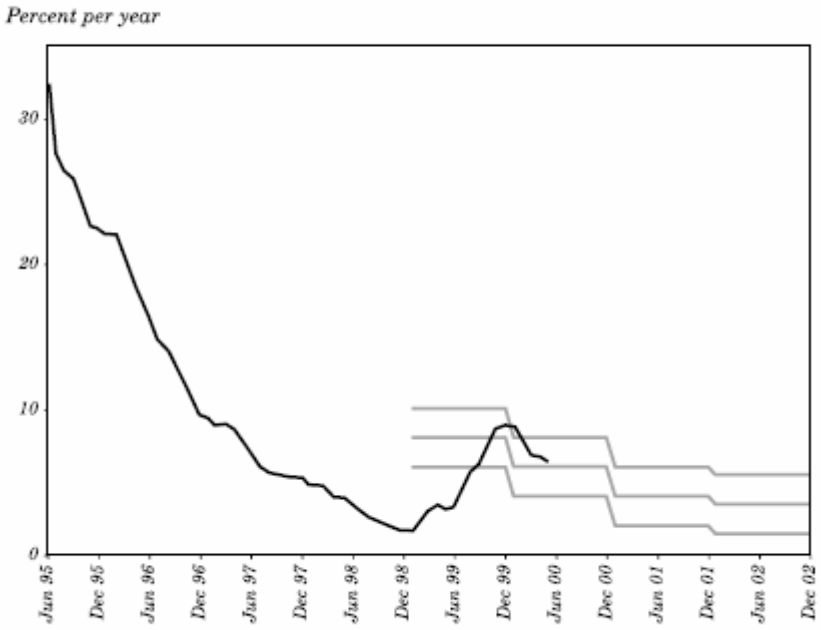


Fig. 11. Brazil: nominal exchange rate ($/R$). Source: Central Bank of Brazil.



[26] πίνακες 3,4,5 σελ 1036 από άρθρο Edmund Amann, ‘‘Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil’s Devaluation’’, *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

Figure 7. Brazil: Consumer Price Inflation and Inflation Targets, 1995 - 2002



Source: International Monetary Fund and Banco Central do Brasil.

Η επίδραση της Ασιατικής και της Ρωσικής κρίσης στην Βραζιλία είχε ως αποτέλεσμα ο δείκτης κινδύνου της αγοράς ομόλογων να αυξηθεί πάρα πολύ το δεύτερο μισό του 1998[27]. Αυτή η αύξηση είχε ως αποτέλεσμα την μείωση των επενδύσεων σε χαρτοφυλάκια. Αυτή η πτώση δεν δημιούργησε ανησυχίες μόνο για την κατεύθυνση της Βραζιλιάνικης οικονομίας αλλά επίσης την ανάγκη των διεθνών χρηματοοικονομικών ινστιτούτων να αντισταθμίσουν τις απώλειες τους στην Ασία και τη Ρωσία. Με τις εκροές των επενδύσεων η Βραζιλία αντιμετώπισε μείωση των αποθεμάτων από το 1996 το οποίο εντάθηκε με την ανησυχία που υπήρχε ότι το Real ήταν υπερβολικά υπερτιμημένο και επρόκειτο να γίνει μια μεγάλη υποτίμηση της αξίας του. Όμως χάρη στις ιδιωτικοποιήσεις οι άμεσες επενδύσεις αυξήθηκαν λίγο το οποίο όμως δεν κατάφερε να καλύψει την αύξηση του ελλείμματος κατά 10 δισεκατομμύρια US$ που έγινε την περίοδο από το 1996 ως το 1998.

Ανησυχώντας για τη έξοδο των κεφαλαίων χαρτοφυλακίου οι νομισματικές αρχές έκαναν ποιο αυστηρή τη νομισματική πολιτική στην προσπάθεια τους να καθησυχάσουν τους επενδυτές. Την περίοδο του 1997-98 ο ετήσιος μέσος όρος του πραγματικού επιτοκίου αυξήθηκε σχεδόν κατά δέκα ποσοστιαίες μονάδες. Με αυτή

[27] Figure 1 σελ 1037 από άρθρο Edmund Amann, ‘‘Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil’s Devaluation’’, *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

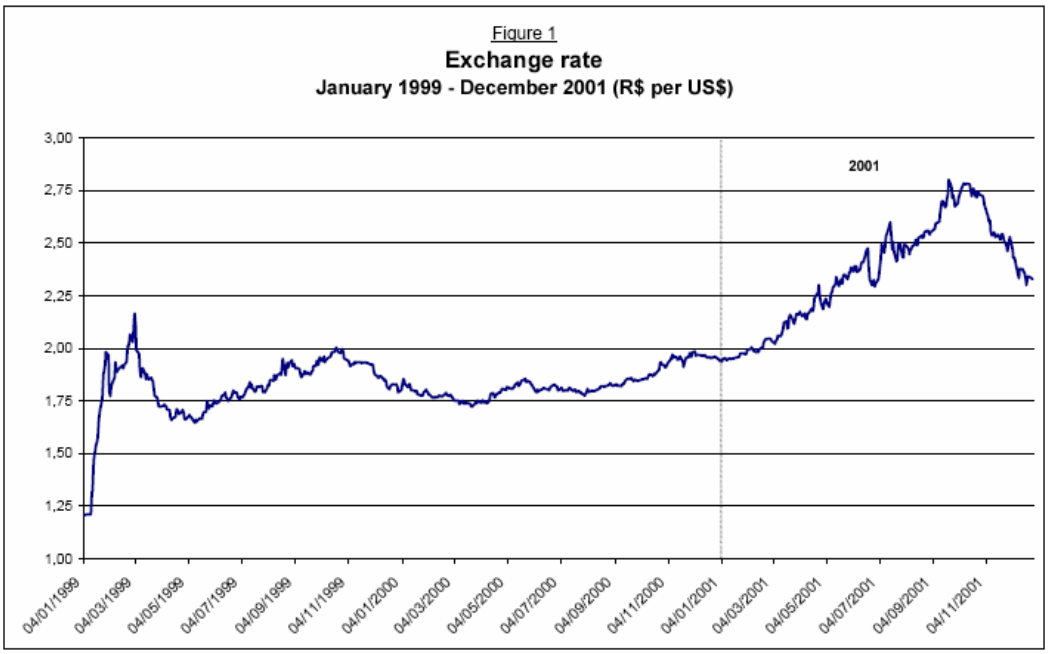
την αύξηση οι αρχές προσπάθησαν να μειώσουν τις εκροές των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και έτσι ελαττώθηκε η πίεση που ασκούνταν στο Real. Ακολουθώντας όμως αυτή την πολιτική άρχισαν να δημιουργούνται δυσκολίες για την κυβέρνηση όσον αφορά τη φορολογική της κατάσταση. Για να καταλάβουμε την μακροοικονομική πολιτική της Βραζιλίας στα τέλη της δεκαετίας του 90'ς θα εστιάσουμε σε ένα κεντρικό στοιχείο, την φορολογική ικανότητα στήριξης του καθεστώτος της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το δημόσιο χρέος αυξήθηκε από 34,4% του Α.Ε.Π. το 1997 σε 41,7% το 1998 και έφτασε το 49,4% του Α.Ε.Π. το 1999. Με την μικρή πρόοδο που έγινε στον τομέα της φορολογικής μεταρρύθμισης, η φτωχή απόδοση το 1997 και 1998 πρόσφερε ελάχιστη βοήθεια στη θεραπεία των αυξανόμενων υποχρεώσεων του δημόσιου τομέα. Αντιθέτως, η απόφαση να διατηρηθεί η συναλλαγματική ισοτιμία anchor σε ισχύ, έδωσε κίνητρο για αυξήσεις του επιτοκίου, επέκταση των δημοσίων ελλειμμάτων και κερδοσκοπική πίεση προς το Real. Ένας σημαντικός παράγοντας στην επέκταση της υποχρέωσης του δημόσιου τομέα στηρίζεται στο γεγονός ότι στο τέλος της δεκαετίας του 90'ς ένα αυξανόμενο ποσοστό του χρέους ήταν εκφρασμένο σε σχέση με την συναλλαγματική ισοτιμία ή συνδεόμενο. Την περίοδο 1996-1999 το ποσοστό αυτού του χρέους στο συνολικό δημόσιο χρέος αυξήθηκε από 9,4% σε 24,2%. Γι'αυτό, υποτιμήσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία θα είχε άμεσο αποτέλεσμα στις δανειακές απαιτήσεις του δημόσιου τομέα (PSBR) και στο ποσοστό του δημόσιου χρέους στο Α.Ε.Π.

Τον Νοέμβριο του 1998, με την συνεχιζόμενη πίεση και την πτώση του Real, οι αρχές υπόγραψαν μια συμφωνία με το Δ.Ν.Τ. που στόχευε στην επιτάχυνση της προόδου της φορολογικής μεταρρύθμισης. Εκτός από μια σειρά από αυστηρούς φορολογικούς στόχους, η συμφωνία παρείχε τις αρχές πρόσβαση σε κεφάλαια ύψους 41,5 δισεκατομμύρια US$. Παρόλες τις προσπάθειες όμως το φορτίο του δημόσιου χρέους αύξανε συνεχώς και οι δυσμενείς συνθήκες πίεζαν προς τα κάτω το Real. Καθώς οι επενδυτές συνέχιζαν να αποσύρουν ομόλογα από τη Βραζιλία τα αποθέματα ξεκίνησαν να μειώνονται[28]. Παρόλο που αυτά τα γεγονότα θα έπρεπε να είχαν επιταχύνει την πρόοδο της φορολογικής μεταρρύθμισης, είχε γίνει μικρή πρόοδο. Αν είχε γίνει ποιο γρήγορη πρόοδο σε σχέση με τη φορολογική

[28] από 75 bn US$ τον Αύγουστο του 1998 σε 35 bn US$ τον Ιανουάριο του 1999. από άρθρο Edmund Amann, ''Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil's Devaluation'', *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

μεταρρύθμιση η πορεία των γεγονότων μπορεί να ήταν διαφορετική. Αν είχαν δημιουργήσει μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα τότε οι δημόσιες υποχρεώσεις θα ήταν λιγότερες και επιπλέον θα είχε μειωθεί η πίεση στο Real.

Τελικά στα μέσα του Ιανουαρίου του 1999 με τις φορολογικές πιέσεις να έχουν ενταθεί και την απότομη πώληση του νομίσματος να έχει ενταθεί, ήταν πλέον ξεκάθαρο ότι οι αρχές δεν θα μπορούσαν πλέον να στηρίξουν το Real. Με υψηλά επιτόκια να μειώνουν την οικονομική δραστηριότητα και οι καθαρές επενδύσεις χαρτοφυλακίου να είναι αρνητικές, η κεντρική τράπεζα αποφάσισε στις 15 Ιανουαρίου να εγκαταλείψει τη ζώνη νομίσματος και έτσι να εγκαταλείψει το εργαλείο του exchange rate anchor. Επιπλέον η αξία του Real μειώθηκε σε σχέση με το δολάριο υποτιμώντας το κατά 64% μεταξύ μέσα Ιανουαρίου και αρχές Μαρτίου.



Οι επιδράσεις της υποτίμησης

Οι προσπάθειες που έγιναν από τις αρχές για να διατηρήσουν την προγενέστερη συναλλαγματική ισοτιμία και μετά της 15 Ιανουαρίου 1999 προερχόταν από ανησυχίες ότι η υποτίμηση που επρόκειτο να γίνει θα είχε ως αποτέλεσμα την εμφάνιση φαινομένων υπερπληθωρισμού που είχαμε και στο παρελθόν. Επίσης, η κυβέρνηση θα πρέπει να περιορίσει την κλίμακα της υποτίμησης και των πληθωριστικών πιέσεων μέσω περαιτέρω αυστηρής νομισματικής πολιτικής κάτι το οποίο θα προκαλούσε περισσότερη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Επιπλέον αυτή η αυστηρότερη νομισματική πολιτική φαινόταν ως επιβλαβής στις

προσπάθειες της κυβέρνησης να φέρει μειώσεις στην κλίμακα των δημόσιων υποχρεώσεων και στις απαιτήσεις δανεισμού του δημόσιου τομέα. Αυτό φυσικά θα έκανε ποιο δύσκολο για τις αρχές να επιτύχουν τους στόχους που είχαν θέσει στη συμφωνία τους με το Δ.Ν.Τ. και έτσι θα υπονομευόταν η εμπιστοσύνη των επενδυτών.

Όμως αυτές οι προβλέψεις που έγιναν δεν εμφανίστηκαν προς έκπληξη όλων. Πρώτα από όλα δεν είχαμε έκρηξη του πληθωρισμού[29] και γενικά μειώθηκε εμφανώς από εκεί και μετά[30]. Δεύτερον, παρόλο την αρχική αυστηρότερη νομισματική πολιτική, στα μέσα του 1999 τα επιτόκια είχαν ακολουθήσει προς τα κάτω πορεία που συνεχίστηκε για δυο επιπλέον χρόνια. Επίσης η οικονομική δραστηριότητα άρχισε να ανεβαίνει. Το Α.Ε.Π. το 1998 μεγεθύνθηκε κατά 0,12%, το 1999 η αύξηση ήταν θετική και 0,54% και το 2000 είχαμε μεγέθυνση του Α.Ε.Π. κατά 4,39%. Επίσης, οι εξωτερικοί λογαριασμοί επωφελήθηκαν από την βελτίωση των εισροών για επενδύσεις που ακολούθησε την υποτίμηση[31].

Σταθεροποίηση χωρίς anchor[32]

Για να εξηγήσουμε γιατί η προσδοκώμενη πληθωριστική έκρηξη που περιμέναμε να γίνει μετά την υποτίμηση δεν έγινε ποτέ θα πρέπει να εξετάσουμε τις συνθήκες κάτω από τις οποίες έγινε αυτή η υποτίμηση και τι πολιτικές ακολουθήθηκαν μετά. Πρώτον η χώρα ήταν σε ύφεση με το ρυθμό μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. να είναι αρνητικός το 1998 και η ικανότητα της οικονομίας να παραμένει αχρησιμοποίητη. Συγκεκριμένα την περίοδο 1997-1998 ο τομέας των κατασκευών μειώθηκε ενώ η αγορά εργασίας παρέμενε βραδύτατη και η ανεργία κυμαινόταν μεταξύ 7% και 8%. Η δεύτερη ομάδα παραγόντων αποτελεί τα θετικά στοιχεία και την καλή απόδοση της βραζιλιάνικης οικονομίας μετά την υποτίμηση και σχετίζεται με γρήγορη αντίδραση στη νομισματική και φορολογική πολιτική από τις αρχές. Τις

---

[29] από 0,7% τον Ιανουάριο του 1999 σε 1,1% το Μάρτιο του 1999 από άρθρο Edmund Amann, ‘‘Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil’s Devaluation’’, *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

[30]πίνακας 2 σελ.1035 από άρθρο Edmund Amann, ‘‘Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil’s Devaluation’’, *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

[31] πίνακας 7 σελ.1038 από άρθρο Edmund Amann, ‘‘Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil’s Devaluation’’, *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

[32] Η μετάφραση είναι ‘άγκυρα’. Σε αυτό το σύστημα οι αρχές αγοράζουν και πωλούν συνάλλαγμα ώστε να διατηρηθεί η συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή στα επίπεδα που έχουν ανακοινωθεί από τις αρχές.

εβδομάδες που ακολούθησαν την υποτίμηση, η κεντρική τράπεζα έκανε ποιο αυστηρή την φορολογική της πολιτική και τα επιτόκια αυξήθηκαν κατά 43% ως το Μάρτιο του 1999. Αυτή η αυστηρή νομισματική πολιτική συνδέθηκε με την αντίληψη ότι το Real ήταν κάτω από την άξια που είχε στην ισορροπία και σύντομα απεδείχθη επαρκής για να προκαλέσει μια αποκατάσταση στην τιμή του βραζιλιάνικου νομίσματος. Ως το τέλος του 1999 και με την καλυτέρευση της βραζιλιάνικης οικονομίας η πραγματική υποτίμηση του Real ήταν 22%. Επίσης είχαμε την υιοθέτηση κάποιων νομών όπως αυτός για την φορολογική εύθηνη, ο οποίος ενώ υπήρχε από παλιότερα, δεν εφαρμοζόταν και μείωνε την δυνατότητα των διάφορων κυβερνητών να προβούν σε ανεξέλεγκτες δαπάνες.

Οι αρχές είχαν επιτυχείς προσπάθειες για να καθιερώσουν αυτή τη μεταρρύθμιση που προερχόταν εν μέρη από εξωτερική πίεση. Σύμφωνα με τους όρους της συνθήκης του Νοεμβρίου του 1998 με το Δ.Ν.Τ., η κυβέρνηση έπρεπε να αύξηση τα πρωτογενή πλεονάσματα, κάτι το οποίο κατάφερε σταδιακά ως το 2002[33]. Οι αρχές δημιουργώντας αυτά τα πλεονάσματα πέρα του ότι κατάφεραν να φρενάρουν τον πληθωρισμό που δημιουργούνταν από την επιπλέον ζήτηση, έδειξαν στους επενδύτες ότι τα βραζιλιάνικα χρηματοοικονομικά ήταν σε βιώσιμη θέση και έτσι έδωσαν επιπλέον στήριξη στο Real.

Στα μέσα του 1999 η Βραζιλία υιοθέτησε ένα σύστημα στόχευσης πληθωρισμού για την μακροοικονομική της πολιτική. Έθεσαν πλέον οι αρχές ποιο ρεαλιστικούς στόχους για τα επίπεδα πληθωρισμού (8%,6% το 2000 και 4% το 2001[34]). Η υιοθέτηση αυτής της πολιτικής από τις αρχές είχε θετικό αντίκτυπο στους επενδυτές αφού πλέον οι αρχές δήλωναν ότι κύριο μέλημα τους θα είναι ο πληθωρισμός και όχι η στήριξη του Real και η αντιμετώπιση των κερδοσκοπικών επιθέσεων που δεχόταν. Η αποτελεσματικότητα αυτής της δέσμευσης οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην γρήγορη και επιτυχή φορολογική μεταρρύθμιση. Βέβαια η ανησυχία των επενδυτών δεν είχε εξαλειφθεί τελείως και τα προβλήματα που παρουσιάστηκαν στο νόμισμα της Βραζιλίας το 2001 και 2002 οφείλονταν τόσο στην κατάσταση που επικρατούσε τότε στην γειτονική Αργεντινή, όσο και στην ανησυχία των επενδυτών για της εκλογές που θα γινόταν τον Οκτώβριο του 2002.

---

[33] Αυξήθηκαν από 0,02% του Α.Ε.Π. το 1998 σε 3,24% το 1999, σε 3,53% το 2000, σε 3,70% το 2001 και 3,88% το Σεπτέμβριο του 2002.

[34] Σελ.1041 από Edmund Amann, ‘‘Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil’s Devaluation’’, *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

Τα περισσότερα κυβερνητικά χρέη στη Βραζιλία ήταν συνδεδεμένα είτε με την συναλλαγματική ισοτιμία είτε με το πρωταρχικό επιτόκιο. Μέχρι την στιγμή της υποτίμησης, το 1999, η αναλογία του χρέους είχε μείνει σταθερή ενώ μετά τις κερδοσκοπικές επιθέσεις που δέχτηκε το Real και την αύξηση των επιτοκίων, το δημόσιο χρέος ως αναλογία του Α.Ε.Π. αυξήθηκε από 49,4% το 1999 σε 63,9% το Σεπτέμβριο του 2002. Αυτή η εξέλιξη μας δείχνει τη στενή σχέση μεταξύ συναλλαγματικής ισοτιμίας και φορολογικής απόδοσης.

Οι οικονομίες της Ανατολικής Ασίας ένα χρόνο πριν την υποτίμηση του 1999 στην Βραζιλία δεν κατάφεραν να αποφύγουν την κρίση όπως έκανε η Βραζιλία. Αυτό οφείλεται σε δύο παράγοντες. Πρώτον, το χρηματοοικονομικό έλλειμμα ήταν πολύ μικρότερο στη Βραζιλία από ότι στην Ασία[35]. Δεύτερον, οι ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις που ακολουθήθηκαν στην Βραζιλία μετά το Real Plan. Αυτές οι μεταρρυθμίσεις αύξησαν την συγκέντρωση των τραπεζών. Το 1994 οι δέκα μεγαλύτερες τράπεζες της Βραζιλίας είχαν το 63% τον περιουσιακών στοιχείων του χρηματοοικονομικού συστήματος και το 1998 αυτό το ποσοστό πήγε στο 68%. Το 1999 ένας μεγάλος αριθμός από αυτές τις μεγάλες τράπεζες ιδιωτικοποιήθηκε. Επιπλέον η αυξανόμενη είσοδος των ξένων τραπεζών βοήθησε στην ενίσχυση του χρηματοοικονομικού τομέα. Ίσως αυτός ήταν και ένας λόγος για τον οποίο η υποτίμηση δεν οδήγησε σε κρίση. Οι επενδυτές είχαν προβλέψει την υποτίμηση πολύ πιο πριν και η κυβέρνηση πρόλαβε να πάρει τα μέτρα της κατά το 1997-1998 ώστε όταν εμφανίστηκε η υποτίμηση οι συνέπειες να ήταν πιο μικρές.

Οι επιπτώσεις στην ανάπτυξη

Σ'αυτό το κομμάτι θα εξετάσουμε τα θετικά και αρνητικά στοιχεία της υποτίμησης στην ανάπτυξη. Στην αρνητική πλευρά θα περιμέναμε τα υψηλά επιτόκια να έχουν επιπτώσεις στις επενδύσεις αφού το αρχικό αβέβαιο περιβάλλον της υποτίμησης θα εμπόδιζε τις επενδύσεις. Η περίοδος μετά την υποτίμηση ήταν για το Α.Ε.Π. περίοδος συστολής από ότι ανόδου. Στην θετική πλευρά η υποτίμηση αύξησε τις εξαγωγές και τις εισαγωγές οδηγώντας σε αύξηση της συνολικής ζήτησης. Οι ρυθμοί ανάπτυξης οι οποίοι ήταν αρνητικοί το 1998 έγιναν θετικοί το 1999 και

[35] Η αναλογία της ιδιωτικής πίστωσης ως ποσοστού του Α.Ε.Π. στην Βραζιλία ήταν 31% ενώ στις περισσότερες Ασιατικές χώρες ήταν πάνω από 100%. Σελ 1042 από άρθρο Edmund Amann, ''Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil's Devaluation'', *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

έφτασαν το 4% το 2000. Αυτή η επιτάχυνση στην ανάπτυξη οφείλεται στην αύξηση της παραγωγής των υπηρεσιών και του αγροτικού τομέα. Η παραγωγή του βιομηχανικού τομέα μειώνονταν το 1999 όμως το 2000 είχαμε μια σημαντική αύξηση η οποία καθιέρωσε την βιομηχανία ως οδηγό στην ανάπτυξη. Αυτή η μεταστροφή της οικονομικής δραστηριότητας του 1999 και 2000 οφείλεται σε αρκετούς παράγοντες. Πρώτον, με την ενίσχυση του Real μετά τον Μάρτιο του 1999 οι αρχές αισθάνθηκαν ικανές να ακολουθήσουν ένα πρόγραμμα νομισματικής χαλάρωσης. Τα επιτόκια μειώθηκαν σημαντικά[36] έτσι η δραστηριότητα αυξήθηκε σε ένα αριθμό βιομηχανικών τομέων ενώ οι άμεσες ξένες επενδύσεις αυξήθηκαν σημαντικά κυρίως ως αποτέλεσμα των ιδιωτικοποιήσεων.

Η μείωση στην ανάπτυξη της Βραζιλίας το 2001 και 2002 δεν έχει να κάνει με ανεπάρκεια στο πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων της χώρας αλλά περισσότερο με την παγκόσμια οικονομική πτώση και την ανησυχία των επενδυτών για τα γεγονότα στην Αργεντινή. Με αυτά τα ζητήματα να κυριαρχούν οι κεφαλαιακές εισροές μειώθηκαν ασκώντας προς τα κάτω πίεση στο Real. Αυτό οδήγησε τις αρχές να ακολουθήσουν αυστηρή νομισματική πολιτική το 2001, συνέβαλε σε μείωση της μεγέθυνσης του Α.Ε.Π.. Όμως οι επενδυτές θεώρησαν ότι το Real ήταν κάτω από την τιμή ισορροπίας του, πιέζοντας το νόμισμα να μειωθεί το τελευταίο τέταρτο του 2001. Οι αρχές μείωσαν την στήριξη του επιτοκίου το οποίο θα έπρεπε να έχει θετικά αποτελέσματα στον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομικής δραστηριότητας. Αυτό όμως έγινε αντιληπτό ως πολική αβεβαιότητας και είχε αποτέλεσμα να ασκηθούν πιέσεις στην συναλλαγματική ισοτιμία και έτσι οι αρχές αύξησαν τα επιτόκια για να αντιμετωπίσουν κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον του Real.

Αργεντινή

Δολαριοποίηση (dollarization)

Τα χρηματοοικονομικά συστήματα πολλών χωρών της Λατινικής Αμερικής ακολούθησαν την δολαριοποίηση την προηγούμενη δεκαετία. Σε πολλές χώρες ξεκίνησε ως αποτέλεσμα περιόδων όπου υπήρχε αβεβαιότητα στην οικονομία τους με

[36] Μεταξύ Μάρτη και Αύγουστο το επιτόκιο μειώθηκε περισσότερο από 20% φτάνοντας στο 19,5% από άρθρο Edmund Amann, ‘‘Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil’s Devaluation’’, *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.

υψηλό πληθωρισμό και μειωμένη εκτίμηση για το εγχώριο νόμισμα. Μέχρι το τέλος του 2001 η δολαριοποίηση εφαρμοζόταν στην Αργεντινή, την Βολιβία, την Κόστα Ρίκα, την Νικαράγουα, το Περού και την Ουρουγουάη. Σε αυτές τις χώρες οι καταθέσεις και τα δάνεια σε ξένο νόμισμα ήταν το 40%[37]. Σε μερικές από αυτές τις χώρες οι κάτοικοι είχαν χρήματα τόσο σε εγχώριο νόμισμα όσο και σε δολάρια και συχνά πλήρωναν για αγαθά και υπηρεσίες και με τα δύο νομίσματα. Αυτό είναι γνωστό ως real dollarization.

Το Εκουαδόρ και το Ελ Σαλβαδόρ αποφάσισαν να υιοθετήσουν πλήρη δολαριοποίηση το 2000 και το 2001 αντίστοιχα και όλες οι πληρωμές των αγαθών και των υπηρεσιών να εκφράζονται σε δολάρια Αμερικής. Αντιθέτως, κάποιες χώρες[38] δεν εφάρμοσαν σε μεγάλο βαθμό αυτό το σύστημα και στηρίχτηκαν στα εγχώρια νομίσματα τους. Οι λόγοι για τους οποίους το κατάφεραν αυτό είναι:Πρώτον, η μακροοικονομική πολιτική στην Χιλή, Κολομβία και Μεξικό ήταν αποτελεσματική και βοηθούσε στη μείωση της δολαριοποίησης. Δεύτερο, τα επιτόκια για τις αποταμιεύσεις σε εγχώριο νόμισμα από το 1980 και μετά ήταν θετικά στην Βραζιλία, Χιλή και Κολομβία. Τρίτο, τα χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούσαν στη Βραζιλία, τη Χιλή, το Μεξικό και την Κολομβία και τέταρτον και οι τέσσερις χώρες είχαν αυστηρούς περιορισμούς στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές σε ξένα νομίσματα παρά τις όποιες ανησυχίες ότι αυτό μπορούσε να αυξήσει την ευπάθεια του χρηματοοικονομικού συστήματος[39].

Στις χώρες που εφάρμοζαν σε μεγάλο βαθμό δολαριοποίηση συνέχιζαν να αυξάνονται οι καταθέσεις και τα δάνεια σε ξένο νόμισμα την δεκαετία του 90'ς παρόλο που ο πληθωρισμός είχε μειωθεί αρκετά. Οι λόγοι που γίνονταν αυτό ήταν ότι πολλές κυβερνήσεις πίστευαν ότι με αυτό τον τρόπο θα αναπτυσσόταν η οικονομία και θα επιτάχυναν την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Επιπλέον, οι πολιτικές που εφαρμοζόταν μέχρι τότε δεν ήταν σε μεγάλες χρονικές περιόδους και

---

[37] Βλέπετε σελ.79 και table 6.2 σελ.80 από Anoop Singh, Agnes Belaisch, Charles Collyns, Paula de Masi, Reva Krieger, Guy Meredith, and Robert Rennhack, (2005), ''Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s'', *International Monetary Fund*, Washington DC, Occasional Paper 238.

[38] Οι χώρες αυτές ήταν το Μεξικό, η Κολομβία, η Βενεζουέλα και σε αρκετό βαθμό και η Βραζιλία.

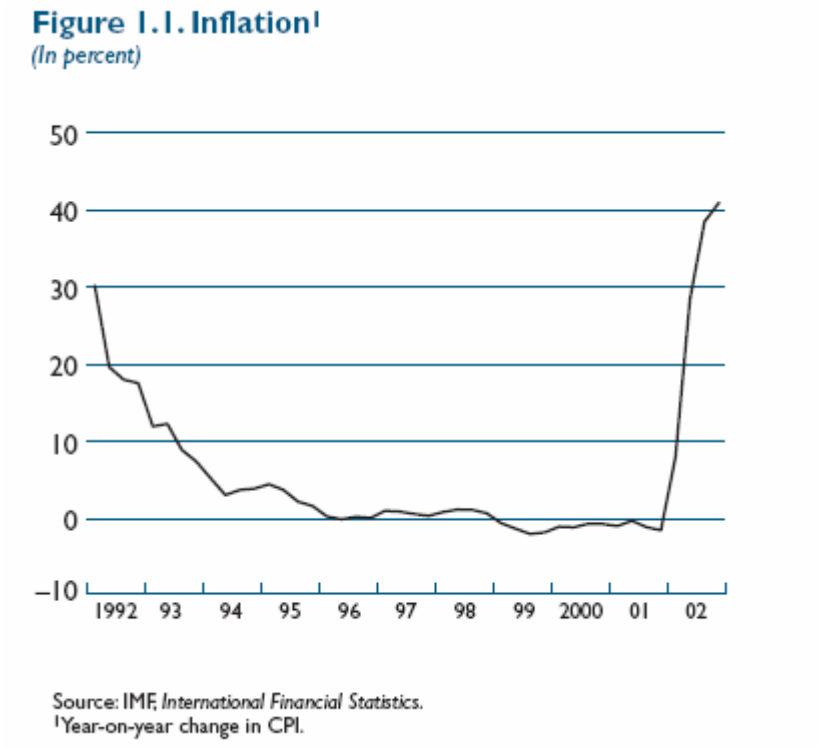
[39] Βλέπετε επίσης figure 6.3 και table 6.3 σελ.82-83 από Anoop Singh, Agnes Belaisch, Charles Collyns, Paula de Masi, Reva Krieger, Guy Meredith, and Robert Rennhack, (2005), ''Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s'', *International Monetary Fund*, Washington DC, Occasional Paper 238.

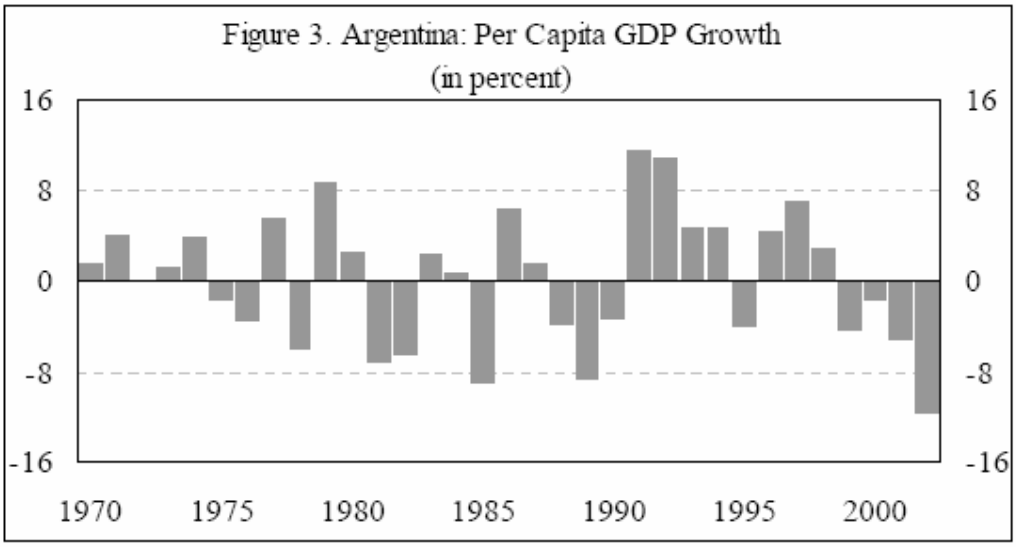
έτσι δεν υπήρχε εμπιστοσύνη του κοινού προς το εγχώριο νόμισμα. Τα ελλείμματα στις πολύ δολαριοποιημένες οικονομίες παρέμεναν αρκετά μεγάλα. Επίσης η δομή του τραπεζικού συστήματος επηρέαζε σε μεγάλο βαθμό αφού δάνειζαν σε μεγάλες επιχειρήσεις με ξένο νόμισμα ώστε να αντεπεξέρχονται στον ανταγωνισμό με τις ξένες τράπεζες που δάνειζαν σε ξένο νόμισμα. Τέλος η πιθανότητα υστερήσεων έπαιζε σημαντικό ρόλο.

Από τη στιγμή που μια χώρα εφαρμόσει δολαριοποίηση είναι πολύ δύσκολο να τη σταματήσει μετά. Οι κίνδυνοι για τα χρηματοοικονομικά συστήματα που δημιουργούνται στις δολαριοποιημένες οικονομίες προέρχονται από την μείωση στη ρευστότητα κεφαλαίων που δημιουργείται από την φυγή των καταθέσεων και την υποτιμημένη κοστολόγηση του πιστωτικού κινδύνου που αποσταθεροποιεί τις οικονομίες. Ένας ακόμα κίνδυνος είναι ότι περιορίζεται η άσκηση ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής. Η Κεντρική Τράπεζα της χώρας δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει τα αποθέματα της για να στήριξη την νομισματική της πολιτική.

Νομισματική πολιτική

Τον Ιούλιο του 1989 η οικονομία της Αργεντινής ήταν σε άσχημη κατάσταση. Το κατά κεφαλήν Α.Ε.Π ήταν 10% χαμηλότερο από ότι το 1980 και οι κοινωνικοί δείκτες είχαν επιδεινωθεί δραματικά. Το φορολογικό έλλειμμα ήταν 7,6% του Α.Ε.Π. και το ακαθάριστο ποσοστό επενδύσεων ήταν 14% του Α.Ε.Π. Επίσης είχαμε υπερπληθωρισμό ο οποίος είχε φτάσει στα επίπεδα του 3079,5% και είχε δημιουργήσει κοινωνικές εξεγέρσεις. Τελικά το 1991 η Αργεντινή υιοθέτησε το Convertibility Plan (Σχέδιο μετατρεψιμότητας). Το Convertibility Plan ήταν ένα σύστημα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας με το οποίο η Κεντρική Τράπεζα της χώρας θα αντάλλασσε πλέον το ένα peso με ένα δολάριο των Ηνωμένων Πολιτειών. Οπότε η Κεντρική Τράπεζα της Αργεντινής έπρεπε να είχε ανά πάσα στιγμή στα ταμεία της αρκετές ποσότητες δολαρίων και χρυσού ώστε να αντιστοιχούν στα pesos που υπήρχαν.

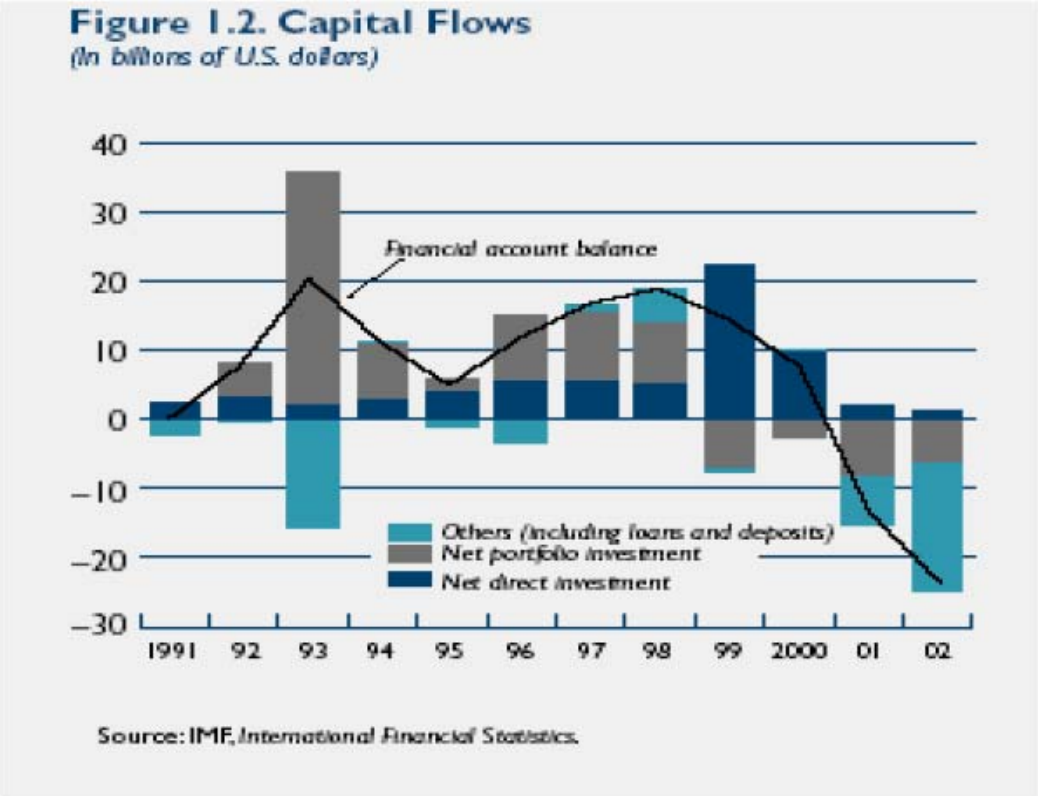




Με την υιοθέτηση του Convertibility Plan η κυβέρνηση πλέον δεν μπορούσε να εκδίδει νέο χρήμα για να καλύψει τα ελλείμματα της και επίσης επιτεύχθηκε και η ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας. Τα τρία βασικά στοιχεία που βοήθησαν στην επιτυχία του Convertibility Plan ήταν ότι καθιερώθηκε με νόμο, καταργούσε τον έλεγχο των κυβερνήσεων στην διαμόρφωση των τιμών και επέτρεπε στα συμβόλαια να είναι εκφρασμένα σε ξένα νομίσματα καθώς και επέτρεπε στα ξένα νομίσματα να χρησιμοποιούνται ως εναλλακτικός τρόπος πληρωμής. Ως το τέλος του 1991 ο πληθωρισμός είχε μειωθεί κάτω από 20% και ο ρυθμός μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. ήταν

9%. Τα επόμενα χρόνια που ακολούθησαν υπήρξε περαιτέρω μείωση του πληθωρικού, έφτασε στο 4,2% το 1994, ενώ το Α.Ε.Π. αυξανόταν κατά 7.5% το 1994.

Ο πραγματικός στόχος του προγράμματος ήταν να επιμείνει στην μικροοικονομική μεταρρύθμιση, δηλαδή μια σειρά από δομικές αλλαγές που σκοπό είχαν να μειώσουν τις στρεβλώσεις στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Επιπλέον την ίδια χρονική περίοδο η κυβέρνηση βοήθησε τις εξαγωγικές και εισαγωγικές εταιρίες με διάφορους τρόπους. Το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων στην ενέργεια, τις τηλεπικοινωνίες, στα λιμάνια και στις μεταφορές μείωσε τις σχετικές τιμές των βασικών εισαγωγών και αύξησε την πρόσφορα ποσοτικά καθώς μείωσε και τους δασμούς. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι εξαγωγές να αυξηθούν κατά 75% μεταξύ του 1992 και 1995.



Τα πρώτα προβλήματα του Convertibility Plan άρχισαν να εμφανίζονται τον Δεκέμβριο του 1994 όταν η κρίση του Μεξικού άρχισε να επηρεάζει την οικονομία της Αργεντινής. Είχαμε μαζική φυγή κεφαλαίων από τους διεθνείς επενδυτές λόγο του φόβου τους ότι μετά το Μεξικό θα ακολουθούσε το peso της Αργεντινής. Στις αρχές του 1995 το Α.Ε.Π. της χώρας μειώθηκε κατά 2,8%. Τότε η κυβέρνηση της Αργεντινής αποφάσισε να πάρει μέτρα. Ο πρόεδρος της δήλωσε ότι πρωταρχικός

στόχος τους ήταν η στήριξη του Convertibility Plan με οποιοδήποτε κόστος. Επιπλέον αύξησαν τους φόρους καθώς και τον φόρο προστιθέμενης αξίας. Τελικά το 1996 η οικονομία της Αργεντινής ανάκαμψε αφού όπως αποδείχτηκε η κρίση του Μεξικού δεν είχε μεγάλες συνέπειες στην οικονομία της και οι επενδυτές ξαναβρήκαν την εμπιστοσύνη τους.

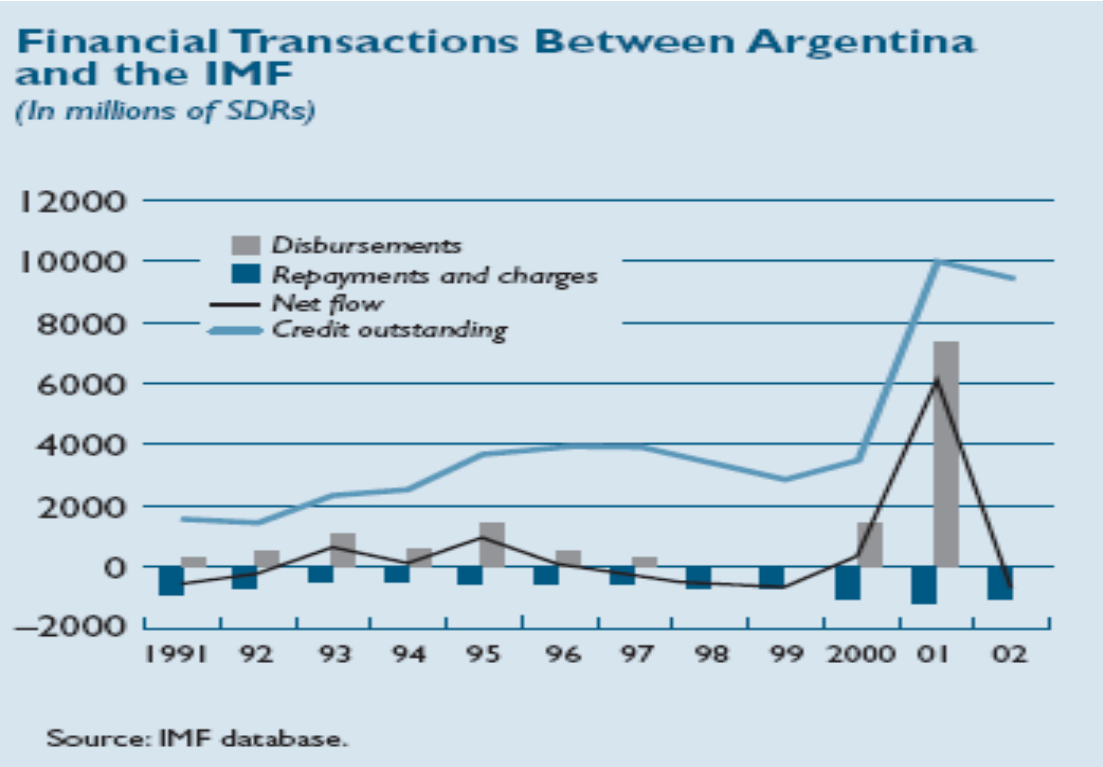
Στη συνέχεια μειώθηκαν οι δασμοί κάτι το οποίο βοήθησε το εμπόριο της Αργεντινής και οι εξαγωγές της αυξήθηκαν παρά πολύ. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα όταν συνέβη η κρίση στην Ανατολική Ασία η οικονομία της Αργεντινής να είναι σε καλό σημείο και να μην επηρεαστεί. Είχαμε κινήσεις κεφαλαίων που όμως δεν ήταν σε τέτοιο σημείο που να προκαλούν ανησυχία στις αρχές. Οι επενδυτές φαίνονταν να έχουν λίγη εμπιστοσύνη στην οικονομία της Αργεντινής και αυτό μπορεί να οφείλεται και στο γεγονός ότι τον Οκτώβριο του 1998 η κατάσταση της Αργεντινής έλαβε την προσοχή του υπόλοιπου κόσμου όταν ο πρόεδρος Menem παρουσιάστηκε μαζί με τον διευθυντή του Δ.Ν.Τ. στο βήμα[40]. Τότε ο εκπρόσωπος του Δ.Ν.Τ. χαρακτήρισε την περίπτωση της Αργεντινής τα τελευταία χρόνια ως υποδειγματική.

Το καλοκαίρι του 1998 είχαμε την κρίση στη Ρωσία η οποία μπορεί να μην επηρέασε σε μεγάλο βαθμό την Αργεντινή αλλά αντιθέτως είχε σημαντικές συνέπειες στην οικονομία της Βραζιλίας. Η Βραζιλία αποτελούσε τον σημαντικότερο εισαγωγέα προϊόντων της Αργεντινής στην Λατινική Αμερική. Η Βραζιλία τότε υποτίμησε το Real και αυτό είχε ως συνέπεια να μειωθούν οι εξαγωγές της Αργεντινής προς αυτή τη χώρα αφού το peso ήταν υπερτιμημένο. Επιπλέον στις αρχές του 1999 είχαμε την ανατίμηση του αμερικανικού δολαρίου σε σχέση με το ευρώ. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να ανατιμηθεί και το αργεντίνικο peso από τη στιγμή που η σχέση μεταξύ δολαρίου-peso έπρεπε να παραμένει ένα προς ένα. Αυτό δημιούργησε νέα προβλήματα αφού η Ευρώπη αποτελούσε σημαντικό εισαγωγέα προϊόντων από την Αργεντινή. Με την ανατίμηση που έγινε μειώθηκαν οι εξαγωγές της Αργεντινής προς την Ευρώπη αφού πλέον οι εισαγωγές γινόντουσαν από τρίτες πιο φτηνές χώρες.

Το Α.Ε.Π. μειώθηκε κατά 3% το δεύτερο μισό του 1998 και παρόλο την αύξηση των κυβερνητικών δαπανών που έγινε το 1999 λόγο των εκλογών που

[40] Σελ 12 από άρθρο Independent Evaluation Office, 2004, ‘‘Evaluation Report: The IMF and Argentina 1991-2001’’, *IMF*.

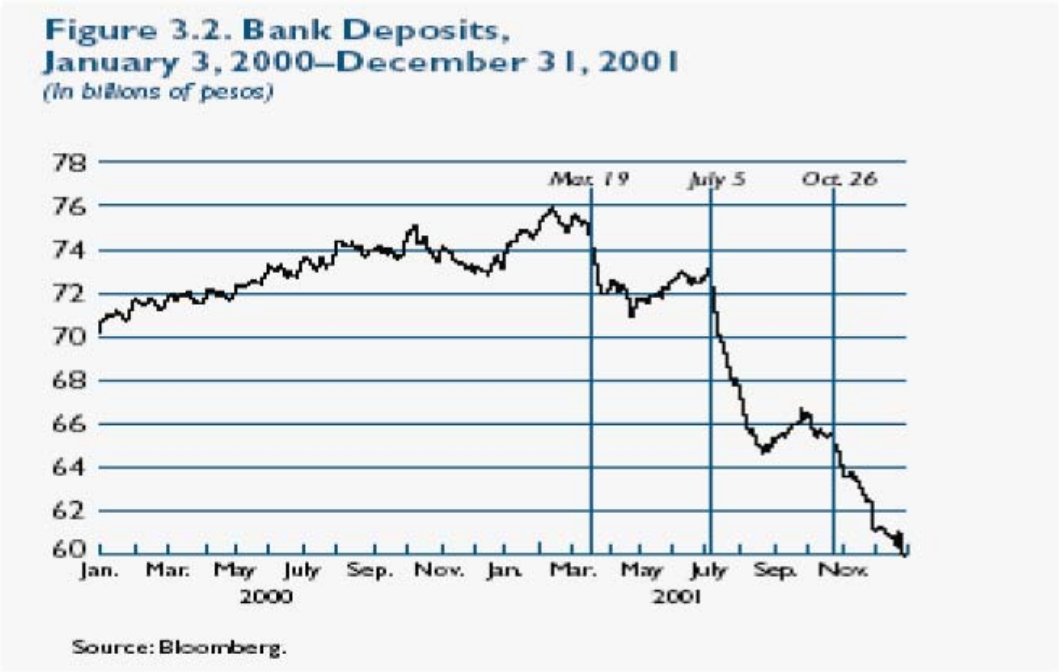
ερχόταν, η μείωση στο Α.Ε.Π. ήταν 3,5%. Το ποσοστό του χρέους προς το Α.Ε.Π. από 37,7% που ήταν το 1997 πήγε στο 47,65 στο τέλος του 1999. Μετά την κρίση στη Βραζιλία και την υποτίμηση του νομίσματος της οι επενδυτές άρχισαν να ανησυχούν και για την Αργεντινή. Όμως τελικά η Αργεντινή κατάφερε να αντεπεξέλθει στα προβλήματα που παρουσιάστηκαν. Όμως το Δ.Ν.Τ. άρχισε να ανησυχεί για την κατάσταση στην Αργεντινή και κατά το πόσο θα καταφέρει να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της έναντι τρίτων. Το 2000 η Αργεντινή έχασε την πρόσβαση της σε νέες πήγες χρηματοδότησης. Τότε οι αρχές προσέφυγαν στο Δ.Ν.Τ. για χρηματοοικονομική βοήθεια και αυτό δέχτηκε με την υιοθέτηση ενός τριετούς προγράμματος που στηριζόταν σε μείωση κρατικών δαπανών και αύξηση της φορολογίας. Από τον Ιανουάριο ως το Δεκέμβριο του 2001 το Δ.Ν.Τ. έλαβε τρεις αποφάσεις για επιπλέον στήριξη της Αργεντινής, φτάνοντας τις συνολικές υποχρεώσεις της στα 22 εκατομμύρια δολάρια. Το Δεκέμβριο όμως σταμάτησε αυτή η ενίσχυση και τελικά το 2002 είχαμε την κατάρρευση της Αργεντίνικης οικονομίας.



Η τελευταία προσπάθεια της κυβέρνησης της Αργεντινής για να στηρίξει το peso και να μην οδηγηθεί η οικονομία της Αργεντινής σε κατάρρευση ήταν το zero deficit plan τον Ιούλιο του 2001. Αυτή ήταν η απέλπιδα προσπάθεια των αρχών για

να επανέλθει η εμπιστοσύνη του κοινού και των επενδυτών. Οι αρχές θα προχωρούσαν σε δραστική μείωση των δαπανών σε αύξηση της φορολογίας και ακόμα σε μειώσεις μισθών. Όμως ήταν πλέον αργά. Το Α.Ε.Π. συρρικνώθηκε το 2001 κατά 4,5%. Οι όποιες προσπάθειες με υπογραφή νέων συμφωνιών με το Δ.Ν.Τ. στο τέλος του 2001 δεν είχαν κανένα αποτέλεσμα. Οι κοινωνικές αναταραχές από την αυστηρή οικονομική πολιτική ήταν καθημερινές.

Οι κάτοικοι άρχισαν να ανησυχούν για την οικονομική κατάσταση της χώρας και προσέφυγαν μαζικά στις τράπεζες για να πάρουν τα χρήματα τους. Την τελευταία βδομάδα του Νοέμβρη εκταμιεύτηκαν 1 εκατομμύριο δολάρια και τότε η κυβέρνηση αποφάσισε να κλείσει τις τράπεζες και να περιορίσει τις εκταμιεύσεις σε 250 δολάρια την εβδομάδα υποστηρίζοντας ότι αυτό ήταν προσωρινό μέτρο. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να χάσουν την εμπιστοσύνη τους τόσο οι επενδυτές όσο και οι κάτοικοι τις χώρας και να ξεσπάσουν νέες διαδηλώσεις. Η κοινωνική αναταραχή επηρέασε και την πολιτική όπου άλλαξαν τρεις πρόεδροι σε διάστημα δέκα ημερών. Τελικά στις 6 Ιανουαρίου του 2002 ο πρόεδρος Eduardo Duhalde δήλωσε επίσημα το τέλος του Convertibility Plan και προχώρησε σε επαναδιαπραγμάτευση με τους πιστωτές για το χρέος της Αργεντινής. Πλέον η Αργεντινή περνούσε σε ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ως το τέλος του 2002 το αργεντίνικο pesos ανταλλασσόταν με το δολάριο σε σχέση, 3,4 pesos με ένα δολάριο. Η οικονομία συρρικνώθηκε κατά 11% ως το τέλος του 2002 φτάνοντας συνολικά στο 20% από το 1998 και η ανεργία ανήλθε στο 20%.



Παράγοντες στην κρίση του 2002

Η περίπτωση της Αργεντινής είναι πιο περίπλοκη από ότι επικράτησε στην έναρξη προηγούμενων χρηματοοικονομικών κρίσεων. Θα εξετάσουμε τους παράγοντες που μετρίασαν την πτώση της εγχώριας ζήτησης και των εξαγωγών στην Αργεντινή και τους παράγοντες που την επιδείνωσαν την περίοδο του 2002[41].

Παράγοντες που μετρίασαν την κρίση

Ένας παράγοντας ήταν ότι η κρίση έγινε σε αργά στάδια, δηλαδή το χρονικό διάστημα ήταν πολύ μεγάλο και αυτό έδωσε την δυνατότητα στον ιδιωτικό τομέα να θωρακίσει την έκθεση του σε νομισματικούς κινδύνους. Βέβαια κατά το πόσο τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις στην Αργεντινή επωφελήθηκαν από αυτό δεν είναι ξεκάθαρο λόγο του υψηλού κόστους της θωράκισης. Επίσης πολλοί ξένοι επενδυτές ρευστοποίησαν τις εμπορικές τους θέσεις στην Αργεντινή το 2001. Μια άλλη άποψη κατά την οποία η κατάρρευση του νομίσματος στην Αργεντινή έγινε σιγά σιγά ήταν

[41] βλέπετε σελ30-33 από βιβλίο Charles Collyns, G. Russell Kincaid, (2003), *Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America*, International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 217.

ότι έγινε τρία χρόνια μετά από συστολή στην οικονομική δραστηριότητα με μείωση του GDP κατά 8,5%.

Ένας άλλος πιθανός παράγοντας ήταν η κατοχή αμερικανικών δολαρίων τα οποία οι Αργεντινοί κάτοικοι κρατούσαν έξω από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα κυρίως σε μετρητά και offshore καταθέσεις. Το θετικό αποτέλεσμα από μια υποτίμηση του peso θα είχε ως αποτέλεσμα αυτοί που είχαν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε δολάρια να βοηθήσουν στη μείωση της πτώσης στην εγχώρια ζήτηση.

Παράγοντες που επιδείνωσαν την κρίση

Την ίδια στιγμή ένας αριθμός από χαρακτηριστικά γνωρίσματα της θέσης της Αργεντινής φαίνεται να ώθησαν σε μια επιπλέον μείωση από ότι συνέβη σε άλλες τέτοιες περιπτώσεις. Η μονόπλευρη αθέτηση πληρωμής του χρέους περιμέναμε να έχει και επιθυμητές και ανεπιθύμητες συνέπειες. Στην θετική πλευρά αυτή η απόφαση μείωνε τις κεφαλαιακές εκροές και έτσι μειώνονταν οι απαιτούμενες προσαρμογές στο εμπορικό ισοζύγιο. Στην αρνητική πλευρά αυτή η απόφαση επιδείνωνε την απώλεια της πρόσβασης της ξένης χρηματοδότησης το οποίο είναι ένα χαρακτηριστικό των χρηματοοικονομικών κρίσεων. Ένας αρνητικός παράγοντας που ξεχώριζε την Αργεντινή από όλες τις άλλες χώρες που είχαν κρίσεις ήταν η εκτεταμένη περίοδος του κλεισίματος των τραπεζών και το πάγωμα των καταθέσεων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την παράλυση της οικονομίας και το πάγωμα των οικονομικών δραστηριοτήτων για πολλές βδομάδες. Το εκτεταμένο κλείσιμο των τραπεζών και το πάγωμα των καταθέσεων περιμέναμε να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην εμπιστοσύνη του κοινού προς τις τράπεζες και τις κυβερνητικές δεσμεύσεις. Βέβαια υπήρχε ήδη μια μείωση στις τραπεζικές καταθέσεις κατά 22% το 2001.

Επίσης η προσπάθεια να ακολουθηθούν μακροοικονομικές πολιτικές που θα στήριζαν την οικονομία δεν θα είχαν επίδραση στην Αργεντινή όπως έγινε σε άλλες χώρες που είχαν κρίσεις. Η απώλεια πρόσβασης για την χρηματοδότηση του χρέους φαίνεται να περιόριζε κάθε φορολογική μεταρρύθμιση. Το πεδίο για νομισματική πολιτική ήταν περιορισμένο. Τα εταιρικά αποτελέσματα των ισολογισμών περιμέναμε να είναι χαμηλότερα στην περίπτωση της Αργεντινής εξαιτίας της μετατροπής των τραπεζικών δανείων που είχαν παρθεί με δολάρια, σε pesos που υπονόησε μια μείωση της υποχρέωσης σε πραγματικούς όρους και επειδή οι εταιρίες

στην Αργεντινή τείνουν να είναι λιγότερο δυναμικές από ότι σε άλλες χώρες που είχαν κρίση.

Τέλος υπήρχε η εντύπωση ότι μια άνοδο στις εξαγωγές θα βοηθούσε να μετριαστεί η πτώση της εγχώριας ζήτησης στην Αργεντινή. Αυτό μπορεί να γινόταν λόγο του ότι ο αργεντίνικος εξαγωγικός τομέας είναι πολύ μικρός και εξαρτιόταν από πρωτογενή αγαθά τα οποία είχαν ανελαστική ζήτηση και οι εισαγωγές είχαν ήδη μειωθεί κατά ένα τρίτο την περίοδο του 2001.

Επίλογος

Το τέλος του 20ου αιώνα είχαμε ένα μεγάλο αριθμό χρηματοοικονομικών κρίσεων. Η διαφορά αυτών των κρίσεων που έγιναν τότε με αυτές στις αρχές του αιώνα είναι ότι οι τελευταίες παρόλο που έγιναν σε μια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή οι συνέπειες τους επηρέασαν την παγκόσμια οικονομία. Οι νεοφιλελεύθερες πολιτικές που ακολουθήθηκαν κατά την διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών οδήγησαν σε κρίσεις που επηρέασαν την παγκόσμια οικονομία. Βέβαια δεν φέρει ευθύνες μόνο η νεοφιλελεύθερη πολιτική για ότι συνέβη αφού άλλες χώρες που εφάρμοζαν τα ίδια πράγματα δεν παρουσίασαν τέτοια φαινόμενα. Η μη ορθή άσκηση οικονομικής πολιτικής είναι επίσης ένας σημαντικός παράγοντας.

Η ανάλυση μας στην παρούσα εργασία επικεντρώθηκε κυρίως γύρω από την νομισματική πολιτική της Βραζιλίας, της Χιλής και της Αργεντινής. Η περίοδος της μελέτης ήταν από την αρχή της δεκαετίας του 90' όπου και οι τρεις χώρες ξεκίνησαν να ασκούν μια νέα νομισματική πολιτική. Παρόλο που και οι τρεις χώρες ακολούθησαν νεοφιλελεύθερες πολιτικές, κάποιες περισσότερο κάποιες λιγότερο, είχαμε διαφορετικές συνέπειες σε κάθε οικονομία. Η Χιλή δεν παρουσίασε σημαντικά προβλήματα, ενώ η Βραζιλία όταν άρχισαν να εμφανίζονται τα πρώτα αρνητικά στοιχεία πήρε άμεσα και δραστικά μέτρα και κατάφερε να ξεπεράσει την κρίση. Από την άλλη η Αργεντινή αποτελεί ξεχωριστή περίπτωση γιατί παρόλο που ακολούθησε νεοφιλελεύθερες πολιτικές και τις συμβουλές μαζί με την στήριξη του Δ.Ν.Τ. δεν κατάφερε να αποφύγει την κρίση και την κατάρρευση της οικονομίας της το 2002.

Η Χιλή αποτελεί την εξαίρεση σε σχέση με τις δύο άλλες χώρες που μελετάμε. Ξεκίνησε την άσκηση της νομισματικής της πολιτικής στις αρχές του 90' σε διαφορετική βάση από την Βραζιλία και την Αργεντινή. Είχε σχετικά πολύ μικρότερο πληθωρισμό και αυτό της έδωσε την δυνατότητα να ακολουθήσει ένα σύστημα στοχεύσεις πληθωρισμού το οποίο όπως αναφέραμε στην εργασία έχει θετικό αντίκτυπο στους επενδυτές αφού θέτει ως κύριο στόχο τον πληθωρισμό και όχι την στήριξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Με αυτόν τον τρόπο μειώνονται οι κίνδυνοι από κερδοσκοπικές επιθέσεις στο νόμισμα της χώρας. Ένα σημαντικό στοιχείο επίσης ήταν και η ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας από τα πρώτα στάδια της άσκησης της νέας νομισματικής πολιτικής.

Η Χιλή ήταν και αυτή μια από τις χώρες που επηρεάστηκε τόσο από την κρίση στο Μεξικό και της Ασίας αλλά με την ορθή άσκηση πολιτικής επιτοκίων όσο

και συναλλαγματικής πολιτικής κατάφερνε να μειώνει τις πιέσεις που ασκούνταν στο νόμισμα της. Το 1999 και μετά την κρίση στη Βραζιλία η Χιλή πέρασε σε ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών το οποίο τη βοήθησε να αντεπεξέλθει στα προβλήματα που παρουσιάστηκαν. Από εκεί και μετά ακολουθεί μια πορεία ανάπτυξης η οποία μειώθηκε προσωρινά από την κρίση στην Αργεντινή αλλά από το 2003 και μετά έχει επανέλθει σε θετικό επίπεδο.

Η Βραζιλία είναι μια από τις μεγαλύτερες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής μαζί με την Αργεντινή. Το πιο σημαντικό πρόβλημα που είχε ήταν ο υπερπληθωρισμός και αυτόν προσπάθησε να αντιμετωπίσει στις αρχές της δεκαετίας του 90' με την άσκηση νέας νομισματικής πολιτικής. Το πρώτο βήμα ήταν το Real Plan το 1994. Τα αποτελέσματα στον πληθωρισμό ήταν άμεσα αφού μειώθηκε σε μονοψήφιο αριθμό. Τα πρώτα σύννεφα παρουσιάστηκαν στην κρίση του Μεξικού που όμως αντιμετωπίστηκαν με την ορθή οικονομική πολιτική.

Στην συνέχεια ήρθε η κρίση στην Ασία το 1997 και τη Ρωσία το 1998. Οι πιέσεις που άρχισαν να ασκούνται τότε ήταν μεγάλες με αποτέλεσμα να μην καταφέρει η Βραζιλία να στηρίξει την συναλλαγματική της ισοτιμία και τελικά να υποτιμήσει το νόμισμα της και να εγκατέλειψε το εργαλείο του exchange rate anchor. Επιπλέον προσέφυγε στο Δ.Ν.Τ. για βοήθεια την οποία και πήρε. Ως το τέλος του 1999 η οικονομία είχε ανακάμψει και αυτό οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στην άμεση και σωστή άσκηση νομισματικής και φορολογικής πολιτικής. Τα όποια προβλήματα παρουσιάστηκαν το 2002 ξεπεράστηκαν γρήγορα.

Η Αργεντινή, όπως και η Βραζιλία, είχαν υπερπληθωρισμό και επίσης στις αρχές της δεκαετίας του 90' η οικονομία της Αργεντινής βρισκόταν σε χειρότερη θέση από ότι στις αρχές της δεκαετίας του 80'. Τότε οι αρχές αποφάσισαν να ακολουθήσουν μια νέα νομισματική πολική που ξεκίνησε με την υιοθέτηση του Convertibility Plan, ένα σύστημα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ του peso και του αμερικανικού δολαρίου. Τα αποτελέσματα πάνω στον πληθωρισμό ήταν άμεσα αφού σε δύο χρόνια έπεσε σε μονοψήφιο νούμερο. Η κρίση στο Μεξικό ήταν περισσότερο σαν τεστ για το Convertibility Plan για το πώς θα αντιδράσει παρά μια κρίση που επηρέασε σημαντικά την Αργεντινή. Η κρίση στην Ανατολική Ασία και την Ρωσία επηρέασαν την οικονομία της Αργεντινής που όμως με την σημαντική βοήθεια του Δ.Ν.Τ. κατάφερε να ξεπεράσει τα προβλήματα που παρουσιάστηκαν.

Όμως το 1999 είχαμε την υποτίμηση του βραζιλιάνικου Real και έτσι οι εξαγωγές προς την Βραζιλία μειώθηκαν. Η Βραζιλία αποτελούσε τον μεγαλύτερο

εισαγωγέα προϊόντων στην Λατινική Αμερική. Επίσης είχαμε την ανατίμηση του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ και άρα και του peso με το ευρώ. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να μειωθούν οι εξαγωγές προς την Ευρώπη η οποία κατείχε την τρίτη θέση στις εξαγωγές τις Αργεντινής.

Αυτές ήταν δύο σημαντικές συνέπειες που ενώ δεν είχαν άμεσα ορατές συνέπειες δημιούργησαν προβλήματα που παρουσιάστηκαν αργότερα. Το εμπορικό ισοζύγιο έγινε αρνητικό, δεν είχαμε μεγέθυνση της οικονομίας και το χρέος της χώρας αυξήθηκε. Όμως με την συμβολή και πάλι του Δ.Ν.Τ. οι ανησυχίες μειώθηκαν. Όμως τα προβλήματα είχαν ξεκινήσει και η οικονομία της Αργεντινής μπήκε σε ύφεση που μετά από τρία χρόνια οδήγησε στην κρίση και την κατάρρευση του 2002. Οι τελευταίες προσπάθειες τόσο από την κυβέρνηση όσο και από το Δ.Ν.Τ. το 2001 δεν είχαν κανένα αποτέλεσμα.

Σημαντικό στοιχείο στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής παίζει και το πολιτικό σύστημα το οποίο στην περίπτωση της Βραζιλίας και της Αργεντινής έπαιξε ένα σημαντικό αρνητικό ρόλο. Οι εκάστοτε κυβερνήτες προχωρούσαν σε μεγάλες και άσκοπες δαπάνες που στόχο είχαν την επανεκλογή τους στα αξιώματα που κατείχαν.

Βιβλιογραφία

- Felipe G. Morande, Matias Tapia, April 2002, ‘‘Exchange Rate Policy in Chile: from the Band to Floating and Beyond’’, *Central Bank of Chile* Working Paper No.152.
- Andre Minella, November 2001, ‘‘Monetary Policy and Inflation in Brazil (1975-2000): a VAR Estimation’’, *Central Bank of Brazil* Working Paper No.33.
- Luiz Fernando Figueiredo, Pedro Fachada, and Sergio Goldenstein, March 2002, ‘‘Monetary Policy in Brazil: Remarks on the Inflation Targeting Regime, Public Debt Management and Open Market Operations’’, *Central Bank of Brazil* Working Paper No.37.
- Joel Bogdanski, Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn, and Alexandre Antonio Tombini, August 2001, ‘‘Inflation Targeting in Brazil: Shocks, Backward-Looking Prices, and IMF Conditionality’’, *Central Bank of Brazil* Working Paper No.24.
- Central Bank of Chile, May 2000, ‘‘Monetary Policy of the Central Bank of Chile: Objectives and Transmission,’’ *Central Bank of Chile*.
- Independent Evaluation Office, 2004, ‘‘Evaluation Report: The IMF and Argentina 1991-2001’’, *IMF*.
- Evan Tanner, and Alberto M. Ramos, January 2002, ‘‘Fiscal Sustainability and Monetary versus Fiscal Dominance: Evidence from Brazil, 1991-2000’’, *IMF Working Paper* WP/02/5.
- Maria Isabel Serra, Maria Fernanda Pazmino, Genevieve Lindow, Bennett Sutton, Gustavo Ramirez, May 2006 ‘‘Regional Convergence in Latin America’’, *IMF Working Paper* WP/06/125.
- Pierre-Richard Agenor, November 2001, ‘‘Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting’’, *Central Bank of Brazil* Working Paper No.124.
- Nuria Homedes, Antonio Ugalbe, 2005, ‘‘Why Neoliberal Health Reforms Failed in Latin America’’, Health Policy 71 (2005) 83-96, www. Sciencedirect.com.

- Edmund Amann, ‘‘Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil’s Devaluation’’, *World Development* Vol. 31, No.6, pp.1033-1046, 2003.
- Klaus Schmidt-Hebbel, Matias Tapia, ‘‘Inflation Targeting in Chile’’, *North American Journal of Economics and Finance* 13 (2002) 125-146.
- Domingo F. Cavallo, Joaquin A. Cottani, ‘‘Argentina’s Convertibility Plan and the IMF’’, *The American Economic Review*, Vol.87, No.2, May 1997, pp.17-22.
- Cecilia Zanetta, ‘‘The Failings of Argentina’s Reform Program: A View from the Municipal and Housing Sectors’’, cities, Vol.19, No.3, pp. 173-182, 2002.
- Kenneth P. Jameson, ‘‘Latin America and the Dollar Bloc in the Twenty-First Century: To Dollarize or Not’’, *Latin American Politics and Society*, Vol. 43, No. 4, (Winter 2001), pp. 1-35.
- Andrew Berg, Eduardo Borensztein, Paolo Mauro, ‘‘An evaluation of monetary regime options for Latin America’’, *North American Journal of Economics and Finance* 13 (2002) 213-235.
- Guillermo A. Calvo, Frederic S. Mishkin, ‘‘The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries’’, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.17, No. 4, (Autumn 2003), pp. 99-118.
- Graciela L. Kaminsky, Karmen M. Reinhart, Carlos A. Vegh, ‘‘The Unholy Trinity of Financial Contagion’’, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4, (autumn 2003), pp. 51-74.
- Steven Radelet, Jeffrey D. Sachs, Richard N. Cooper, Barry P. Bosworth, ‘‘The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects’’, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, No. 1, (1998), pp. 1-90.
- Alfredo Saad-Filho, Maria de Lourdes R. Moll, ‘‘Inflation and Stabilization in Brazil: a political economy analysis’’, *Review of Radical Political Economics* 34, (2002), 109-135.
- Guillermo A. Calvo, ‘‘Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America’’, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, No. 2, Part 2: Global Monetary Integration, (may 2001), pp.312-334.
- David Rockefeller, (2006),*The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America*, 2006 Report, Inter-American Development Bank

- Daniel Lederman, William F. Maloney, Luis Serven, (2005), *Lessons from Nafta for Latin America and the Caribbean,* Stanford University Press.
- Jose Luis Maclinea, Guillerno Rozenwurcel, (December 2005), *Macroeconomic Coordination in Latin America: does it have a future*, series informes y estudios especiales 15.
- Charles Collyns, G. Russell Kincaid, (2003), *Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America*, International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 217.
- Anoop Singh, Agnes Belaisch, Charles Collyns, Paula de Masi, Reva Krieger, Guy Meredith, and Robert Rennhack, (2005), *Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s*, International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 238.
- Graciela L. Kaminsky, (1999), ''On Crises, Contagion, and Confusion'', *Journal of International Economics*.
- Gerber, J. (2005), *International Economics,* 3rd ed. Pearson Addisson Wesley, Ch.12