

ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική εργασία

ΜΠΟΡΕΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΝΑ ΕΞΗΓΗΣΕΙ ΤΙΣ
ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ;

Αγάπη Γιαννακού

Επιβλέπων καθηγητής: Γεώργιος Μιχαλόπουλος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος
στην Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Νοέμβριος 2017

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες επηρεάζουν καθοριστικά την οικονομία των χωρών, αφού δια μέσου αυτών μεταβάλλονται μια σειρά από μακροοικονομικοί δείκτες, όπως ο όγκος εξαγωγών και εισαγωγών, το εμπορικό ισοζύγιο και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αλλά και ο ρυθμός των εισροών ξένου κεφαλαίου και των εκροών των εγχωρίων κεφαλαίων προς τρίτες χώρες. Ιστορικά, έχει καταγραφεί σειρά κρίσεων αναφορικά με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι οποίες κρίσεις είχαν σημαντικές αρνητικές συνέπειες στην ανάπτυξη των χωρών και την πολιτικοκοινωνική τους σταθερότητα.

Στην παρούσα εργασία αρχικά γίνεται ανασκόπηση του θεωρητικού πλαισίου, με αναφορά τόσο στα καθεστώτα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, όσο και των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεταβλητών που επιδρούν στην μεταβολή τους. Ακολούθως, εξετάζονται τα θεωρητικά μοντέλα πρώτης, δεύτερης και τρίτης γενιάς των συναλλαγματικών κρίσεων.

Σημαντικό μέρος της εργασίας αποτελεί η επισκόπηση των συναλλαγματικών κρίσεων, όπως αυτές εμφανίστηκαν αρχικά με την κατάρρευση της συμφωνίας BrettonWoods, και οι ακόλουθες κρίσεις σε Αργεντινή, ΗΠΑ, χώρες της Ν.Α. Ασίας και του Μεξικό.

Από την εργασία εξάγεται το συμπέρασμα ότι οι συναλλαγματικές κρίσεις μπορούν, κατά ένα κάποιο βαθμό, να προβλεφθούν δια μέσου των οικονομικών θεωριών, ως εκ τούτου οι χώρες μπορούν να θωρακιστούν έναντι των εν λόγω κρίσεων, με βελτίωση των μακροοικονομικών τους παραμέτρων και ειδικά με μέτρα περιορισμού των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του χρέους τους. Επίσης, από την εργασία διαπιστώνεται ότι το θεσμικό περιβάλλον και το επίπεδο της διαφθοράς αποτελούν παράγοντες που συντελούν στις κρίσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Λέξεις-κλειδιά: Συναλλαγματικές κρίσεις, μοντέλα συναλλαγματικών κρίσεων, καθορισμός ισοτιμιών, καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών.

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1. Δείκτες προειδοποίησης εμφάνισης συναλλαγματικής κρίσης.....	19
Πίνακας 2. Υποδείγματα ερμηνείας συναλλαγματικών κρίσεων.....	32
Πίνακας 3. Κρίσεις σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.....	52
Πίνακας 4. Κρίσεις κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών.....	68

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

- ΑΕΠ Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
- ΔΝΤ Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
- ΕΕ Ευρωπαϊκή Ένωση
- ΕΚΤ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
- ΕΝΣ Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα
- ΙΑΔ Ισοτιμία Αγοραστικών Δυνάμεων
- ΙΤΣ Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών
- ΚΣΙ Κυμαινόμενη Συναλλαγματική Ισορροπία
- ΜΣΙ Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών
- ΣΙ Συναλλαγματική Ισοτιμία
- ΣΚ Συναλλαγματικές κρίσεις
- ΣΣΙ Σταθερή Συναλλαγματική Ισορροπία

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	2
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	4
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΧΗΜΑΤΩΝ.....	8
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.....	12
1.1 Αγορά συναλλάγματος και συναλλαγματικές κρίσεις.....	12
1.1.1 Προσδιορισμός της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε διαφορετικά θεσμικά πλαίσια.....	12
1.2. Καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών.....	15
1.2.1. Σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες.....	15
1.2.2. Κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες.....	16
1.2.3. Μείωση συναλλαγματικού κινδύνου και επιλογή συναλλαγματικού καθεστώτος	17
1.3. Συναλλαγματικές ισοτιμίες και θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές...20	
1.3.1. Σχέση της ζήτησης περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα και ΣΙ.....	20
1.3.2. Σχέση ισοζυγίου πληρωμών και ΣΙ.....	20
1.3.3. Οι ΣΙ σε περίοδο πολέμου.....	21
1.3.4. Παρέμβαση του κράτους στην αγορά συναλλάγματος.....	22
1.3.5. Αποφάσεις Κεντρικών Τραπεζών και αγορά συναλλάγματος.....	22
1.3.6. Χρυσός κανόνας.....	23
1.3.7. Προσδοκίες –ψυχολογία επενδυτών και η σχέση τους με τις Συναλλαγματικές Ισοτιμίες.....	23
1.4. Συναλλαγματικές κρίσεις.....	25

1.4.1. Αίτια συναλλαγματικών κρίσεων.....	25
1.4.2. Ιστορία συναλλαγματικών κρίσεων.....	27
1.4.3. Συνέπειες συναλλαγματικών κρίσεων.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΚΡΙΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ.....	28
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ.....	28
2.1 Θεωρητικά μοντέλα συναλλαγματικών κρίσεων.....	28
2.1.1. Μοντέλα πρώτης γενιάς.....	28
2.1.2. Μοντέλα δεύτερης γενιάς.....	29
2.1.3. Μοντέλα τρίτης γενιάς.....	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ	
ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ.....	35
3.1 Κρίση Bretton Woods.....	35
3.1.1 Ιστορική επισκόπηση συστήματος Bretton Woods.....	35
3.1.2 Τέλος του συστήματος του Bretton Woods.....	36
3.1.3 Συμπεράσματα από την κρίση του Bretton Woods.....	37
3.2 Κρίση EMS.....	39
3.3. Κρίση στην Αργεντινή.....	42
3.3.1 Επισκόπηση της κρίσης στην Αργεντινή.....	42
3.3.2 Συμπεράσματα από την κρίση της Αργεντινής.....	47
3.4 Συμπεράσματα από τις συναλλαγματικές κρίσεις νομισμάτων σταθερής	
ισοτιμίας.....	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ	
ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ.....	52
4.1 Κρίση δολαρίου ΗΠΑ 1987.....	52
4.1.1 Επισκόπηση της κρίσης δολαρίου ΗΠΑ 1987.....	52
4.1.2 Συμπεράσματα από την κρίση δολαρίου ΗΠΑ 1987.....	56
4.2 Ασιατική κρίση.....	57
4.2.1 Επισκόπηση Ασιατικής κρίσης.....	57
4.2.1 Συμπεράσματα από την Ασιατική κρίση.....	61
4.3 Κρίση στο Μεξικό.....	62
4.3.1 Επισκόπηση της κρίσης στο Μεξικό.....	62
4.3.2 Συμπεράσματα από την κρίση στο Μεξικό.....	64
4.4 Συμπεράσματα από τις συναλλαγματικές κρίσεις σε νομίσματα με κυμαινόμενη	
ισοτιμία.....	66
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	68
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	73

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1. Αποθεματικά και η συναλλαγματική ισοτιμία πέσο Αργεντινής.....	42
Σχήμα 2. Παραγωγικό κενό, ανεργία και δείκτης τιμών καταναλωτή, Αργεντινή, 1995-2001.....	43
Σχήμα 3. Εξέλιξη δείκτη τιμών καταναλωτή και ρυθμός αύξησης ΑΕΠ, Αργεντινή 1992-1998.....	45
Σχήμα 4. Δημόσιο χρέος Αργεντινής, 1991-2001, σε πέσο και επί τοις εκατό του ΑΕΠ.....	47
Σχήμα 5. Έλλειμμα γενικής κυβέρνησης Αργεντινής, 1991- 2001.....	48
Σχήμα 6. Μεταβλητότητα χρηματιστηρίου ΗΠΑ.....	53
Σχήμα 7. Εξέλιξη της ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου και της διαφοράς των τριμηνιαίων επιτοκίων.....	55
Σχήμα 8. Μεταβολή ισοτιμίας νομισμάτων από 2/9 έως 3/11 2008.....	56
Σχήμα 9. Συναλλαγματικές ισοτιμίες ασιατικών χωρών και τιμές μετοχών, 1995-1998	60
Σχήμα 10. Συναλλαγματική ισοτιμία πέσο προς δολάριο ΗΠΑ.....	63

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της εργασίας είναι η παρουσίαση των συναλλαγματικών κρίσεων και της κρατικής παρέμβασης, σύμφωνα με την οικονομική θεωρία. Επίσης η ανάλυση κάποιων σημαντικών συναλλαγματικών κρίσεων που συνέβησαν παγκοσμίως.

Μετά τη λήξη του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου, το διεθνές εμπόριο διευρυνόταν συνεχώς, όπως επίσης και το διεθνές εμπόριο χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως νομίσματα, μετοχές, ομόλογα, δημιουργώντας οφέλη στους κατόχους του πλούτου, αλλά και κινδύνους χρηματοπιστωτικής αστάθειας (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2015).

Την δεκαετία του 1970, οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις ήταν ραγδαίες και αφορούσαν συγκεκριμένες πτυχές της παγκόσμιας οικονομίας, όπως την μετάλλαξη του διεθνούς νομισματικού συστήματος από καθεστώς σταθερών τιμών συναλλάγματος, σε καθεστώς κυμαινόμενων τιμών, την διεθνοποίηση των αποταμιεύσεων, των επενδύσεων, την απορρύθμιση των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών. Ο ρόλος της αγοράς συναλλάγματος άλλαξε σημαντικά.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, πολλά νομίσματα μπήκαν στο στόχαστρο κερδοσκοπικών επιθέσεων, που οδήγησαν σε συναλλαγματικές κρίσεις. Τα τελευταία χρόνια ένα πλήθος ερευνητών έχουν ασχοληθεί με την πρόβλεψη των συναλλαγματικών κρίσεων και η ανάλυση των συναλλαγματικών κρίσεων μπήκε στο στόχαστρο της οικονομικής έρευνας. Πολλοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί με την πρόβλεψη των κρίσεων και με τις χώρες που είναι πιο πιθανό να υποφέρουν από αυτές. Συγγραφείς υποστηρίζουν ότι υπάρχουν δείκτες που προβλέπουν αξιόπιστα την πιθανότητα κρίσης. Οι πρώτες μελέτες των κρίσεων επικεντρώνονταν σε μεμονωμένες χώρες. Όσο μεγαλύτερο είναι το δείγμα και αφορά περισσότερες χώρες και μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, τόσο περισσότερο αξιόπιστα είναι τα συμπεράσματα, καθώς η έρευνα μπορεί να βρει τα κοινά στοιχεία που υπάρχουν στις ΣΚ μεταξύ διαφορετικών χωρών και ιστορικών περιόδων (Aziz, Caramazza & Salgado, 2000).

Κατά την διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου, παρατηρήθηκαν πολλές νομισματικές κρίσεις. Υπάρχουν τρία μοντέλα νομισματικών κρίσεων: πρώτη, δεύτερης και τρίτης γενιάς. Κάθε θεωρητική προσέγγιση εξηγεί τις αιτίες των ΣΚ. Τα θεωρητικά μοντέλα κρίσεων θεωρούν ότι οι συναλλαγματικές κρίσεις μπορούν να είναι προβλέψιμες (Berg & Pattillo, 1998). Η θεωρητική ανάλυση των ΣΚ έχει επικεντρωθεί στην πρόβλεψη του δείγματος, δηλ. στην διαμόρφωση και εκτίμηση ενός μοντέλου, χρησιμοποιώντας δεδομένα σχετικά με το σύνολο των κρίσεων. Στη συνέχεια κρίνεται η αληθοφάνεια των εκτιμώμενων παραμέτρων και το μέγεθος των σφαλμάτων πρόβλεψης.

Πρόσφατες κρίσεις που συνέβησαν σε πολλές χώρες, δημιούργησαν ερωτηματικά σε πολλούς ανθρώπους για τα αίτια που προκαλούν τις νομισματικές κρίσεις και αν μπορούν να προβλεφθούν ή όχι. Η εμφάνιση των ΣΚ δημιούργησε αμφιβολίες για την ικανότητα των οικονομολόγων και των διεθνών οργανισμών, όσον αφορά την πρόβλεψή και να την αντιμετωπίσή τους. Σίγουρα οι μελέτες των οικονομολόγων, οι αναλύσεις τους σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες των ΣΚ, η μελέτη δεδομένων σε ετήσια βάση κατά την διάρκεια μιας χρονικής περιόδου, η μελέτη μεγαλύτερου δείγματος από πολλές χώρες και όχι από μία μεμονωμένη χώρα, οδηγούν σε ασφαλέστερα και πιο αξιόπιστα συμπεράσματα (Jeanne, 2000).

Ξεκινώντας την εργασία γίνεται αρχικά αναφορά στις οικονομικές θεωρίες και στην χρησιμότητά τους στην ανάλυση των οικονομικών προβλημάτων, στα αίτια των κρίσεων, στις επιπτώσεις, στις προβλέψεις. Σε αντίθεση με τις φυσικές επιστήμες η οικονομική επιστήμη δεν διαθέτει συνθήκες πειραματικού εργαστηρίου για τον έλεγχο, την επιβεβαίωση ή την απόρριψη των θεωριών της. Ο πειραματικός έλεγχος των οικονομικών θεωριών είναι η σχέση τους με την πραγματικότητα (Βαβούρας, 2013). Η θεωρία των διεθνών νομισματικών σχέσεων είναι ένα σύνολο υποδειγμάτων που σκοπό έχουν να βοηθήσουν στην κατανόηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των συναλλαγματικών κρίσεων, των κινήσεων κεφαλαίων και τους μηχανισμούς αντιμετώπισης των κρίσεων.

Στη συνέχεια αναλύονται οι έννοιες της αγοράς συναλλάγματος, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των συναλλαγματικών κρίσεων, ισοζυγίου πληρωμών, τα αίτια και οι συνέπειες συναλλαγματικών κρίσεων, κατηγορίες κρίσεων, ιστορική αναδρομή των νομισματικών κρίσεων .

Το περιεχόμενο της εργασίας χωρίζεται σε τέσσερα κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται στην αγορά συναλλάγματος και στις συναλλαγματικές κρίσεις, τα αίτια και τις επιπτώσεις. Το δεύτερο κεφάλαιο ασχολείται με τις προβλέψεις των κρίσεων με βάση τις οικονομικές θεωρίες. Επίσης τα μοντέλα πρώτης, δεύτερης, τρίτης γενιάς. Το τρίτο κεφάλαιο αναφέρεται στις κρίσεις σταθερής ισοτιμίας, δηλαδή την κρίση της συμφωνίας Bretton Woods και την κρίση της Αργεντινής. Το τέταρτο κεφάλαιο αναφέρεται στις κρίσεις της κυμαινόμενης ισοτιμίας, δηλαδή στην κρίση του δολαρίου ΗΠΑ, την κρίση στην Ασία και την κρίση του Μεξικού. Τέλος, παρατίθενται τα κύρια συμπεράσματα της μελέτης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

1.1. Αγορά συναλλάγματος και συναλλαγματικές κρίσεις

1.1.1. Προσδιορισμός της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε διαφορετικά θεσμικά πλαίσια.

Προκειμένου να προσδιορίσουμε την έννοια της συναλλαγματικής ισοτιμίας, θα πρέπει να αναλύσουμε την έννοια της αγοράς συναλλάγματος. Η αγορά συναλλάγματος είναι η μεγαλύτερη χρηματοοικονομική αγορά του κόσμου (Kumar, 2014), η οποία αποτελείται από την λιανική αγορά και την διατραπεζική αγορά. Στη λιανική λαμβάνουν μέρος ιδιώτες και επιχειρήσεις που έχουν μικρές ανάγκες σε συνάλλαγμα. Οι ιδιώτες χρειάζονται συνάλλαγμα για να ταξιδέψουν σε ξένες χώρες, να σπουδάσουν ή να επενδύσουν σε ξένες χώρες. Η διατραπεζική αγορά συναλλάγματος είναι μια παγκόσμια αγορά όπου λαμβάνουν μέρος κυρίως οι εμπορικές τράπεζες που προβαίνουν σε αγοροπωλησίες νομισμάτων για λογαριασμό τους ή για λογαριασμό των πελατών τους. Επίσης οι εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων λαμβάνουν μέρος στην αγορά συναλλάγματος για να επενδύσουν σε ξένα αξιόγραφα. Οι πολυεθνικές εταιρείες συμμετέχουν στην αγορά συναλλάγματος, γιατί ασχολούνται με διεθνείς εμπορικές δραστηριότητες. Οι κεντρικές τράπεζες συμμετέχουν στην αγορά συναλλάγματος για να επηρεάσουν την οικονομική κατάσταση της χώρας τους και να καθορίσουν τις συναλλαγματικές εξελίξεις. (Αντζουλάτος, 2011).

Στην αγορά συναλλάγματος καθορίζονται οι τιμές αγοράς και πώλησης νομισμάτων. Η τιμή συναλλαγής ονομάζεται τιμή συναλλάγματος και διαμορφώνεται από την προσφορά και την ζήτηση των νομισμάτων. Σε μια συναλλαγή το νόμισμα στο οποίο γίνεται η αγορά ονομάζεται νόμισμα βάσης, ενώ το νόμισμα στο οποίο γίνεται η πώληση, νόμισμα αποτίμησης ή αλλιώς αντίπαλο νόμισμα (Thomas, 2014).

Υπάρχουν δύο τρόποι έκφρασης της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ δύο νομισμάτων: η άμεση αναφορά ισοτιμίας και η έμμεση αναφορά ισοτιμίας (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2015). Στην άμεση αναφορά ισοτιμίας, η τιμή του εγχώριου νομίσματος, το οποίο είναι το νόμισμα βάσης, και ισούται πάντα με τη μονάδα,

αντιστοιχεί σε μια ποσότητα του ξένου νομίσματος, δηλαδή του νομίσματος αποτίμησης. Για παράδειγμα, στην ισοτιμία ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ (EUR/USD), ως νόμισμα βάσης τίθεται το ευρώ (EUR) και ως νόμισμα αποτίμησης το δολ. ΗΠΑ (USD). Έτσι, εάν η συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD είναι στα 1,25 σημαίνει ότι απαιτούνται 1,25 δολάρια για την αγορά ενός ευρώ.

Στην έμμεση αναφορά ισοτιμίας, η τιμή του ξένου νομίσματος αντιστοιχεί σε μια ποσότητα του εγχώριου νομίσματος. Σε αυτή την περίπτωση το ξένο νόμισμα γίνεται το νόμισμα βάσης και ισούται με τη μονάδα, ενώ το εγχώριο νόμισμα γίνεται το νόμισμα αναφοράς. Για παράδειγμα, στην συναλλαγματική ισοτιμία USD/EUR στα 0,75 σημαίνει ότι απαιτούνται 0,75 ευρώ για να αγοραστεί ένα δολ. ΗΠΑ.

Η αγορά συναλλάγματος λειτουργεί όλο το εικοσιτετράωρο και το γεγονός αυτό δίνει την δυνατότητα στους διαπραγματευτές νομισμάτων να ελαχιστοποιούν τις ζημιές που μπορεί να προκύψουν από συγκεκριμένες συναλλαγματικές θέσεις (Λάος, 1999). Για παράδειγμα, εάν η τιμή του γεν στο Τόκιο μειώνεται και η αγορά στο Τόκιο είναι κλειστή, μια εμπορική τράπεζα θα μπορούσε να πουλήσει στην αγορά της Ζυρίχης, που είναι ανοιχτή, ελαχιστοποιώντας την ζημία της. Οι περισσότερες συναλλαγές νομισμάτων πραγματοποιούνται έναντι του δολαρίου των Ηνωμένων Πολιτειών (USD) (Coyle, 2000), καθώς το δολάριο είναι το νόμισμα-όχημα (vehicle currency) που στη διεθνή αγορά συναλλάγματος διευκολύνει την κυκλοφορία των νομισμάτων (Allen, 2009).

Η αγορά συναλλάγματος περιλαμβάνει την τρέχουσα και την προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος. Η τρέχουσα εξυπηρετεί κυρίως το εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών. Είναι ένα συμβόλαιο για άμεση παράδοση του συναλλάγματος, εντός το πολύ δύο ημερών. Η προθεσμιακή αφορά την σύναψη συμβολαίου για αγορά συναλλάγματος σε προκαθορισμένη ημερομηνία και τιμή. Έτσι αποφεύγεται ο κίνδυνος της μετέπειτα μεταβολής της τιμής του συναλλάγματος γι' αυτούς που συμμετέχουν στην αγορά συναλλάγματος, όπως εμπόρους, επενδυτές, επιχειρηματίες, δανειστές, κ.ο.κ. (Coyle, 2000).

Μια από τις δραστηριότητες που διεξάγονται στην τρέχουσα αγορά είναι το αρμπιτράζ νομισμάτων, που είναι διαδικασία κατά την οποία ένα νόμισμα αγοράζεται φτηνά και πωλείται ακριβά. Η δραστηριότητα αυτή αποτελεί ένα είδος κερδοσκοπίας. Αν το ευρώ πωλούνταν προς \$1,1 στην Νέα Υόρκη και προς \$1,2 στο Λονδίνο, θα μπορούσαν να δημιουργηθούν κέρδη από το αρμπιτράζ. Οι ευκαιρίες για αρμπιτράζ είναι λίγες και σύντομης χρονικής διάρκειας (Weithers, 2006).

Από την άλλη πλευρά, επειδή η αγορά συναλλάγματος είναι συνεχώς ανοιχτή, δημιουργεί προβλήματα στην παγκόσμια οικονομία κυρίως σε περιόδους κρίσης, γιατί προκαλείται πανικός στις εθνικές αγορές και ταλαντεύσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Οι μεταβολές των ΣΙ χαρακτηρίζονται ως υποτιμήσεις και ανατιμήσεις. Μεταβολές στην ΣΙ προκαλούν μεταβολές στις τιμές των ξένων προϊόντων εκφρασμένες σε εγχώριο νόμισμα.. Στην υποτίμηση , η ισοτιμία μειώνεται και οι εξαγωγές είναι φθηνότερες ως εισαγωγές για τους ξένους και οι ξένες εξαγωγές γίνονται πιο ακριβές ως εισαγωγές για τους κατοίκους τις χώρας μας. Στην ανατίμηση η ισοτιμία αυξάνεται και οι εγχώριες εξαγωγές γίνονται πιο ακριβές ως εισαγωγές για τους ξένους και οι ξένες εξαγωγές γίνονται φθηνότερες ως εισαγωγές για τους κατοίκους της χώρας (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2015).

Η προσφορά και η ζήτηση χρήματος, καθορίζουν την ισορροπία στην αγορά χρήματος. Αν μεταβληθεί ένα από τα δύο, τότε θα μεταβληθεί η ισορροπία. Στην πράξη οι νομισματικές ισορροπίες κυμαίνονται. Αυτοί που μετέχουν στην αγορά συναλλάγματος προκειμένου να προβούν σε καταθέσεις σε διάφορα νομίσματα, συγκρίνουν τα προσδοκώμενα ποσοστά απόδοσης στις χώρες που σκέφτονται να επενδύσουν. Για να συγκρίνουν τις αποδόσεις το πρώτο που πρέπει να γνωρίζουν είναι το επιτόκιο του νομίσματος, και κατά δεύτερο τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος απαιτεί την ισοτιμία των επιτοκίων . Η ισοτιμία των επιτοκίων δηλώνει ότι η διαφορά επιτοκίων μεταξύ δύο νομισμάτων, θα πρέπει να αντισταθμίζεται από μια αλλαγή στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Όταν το επιτόκιο είναι χαμηλό υποτιμάται το νόμισμα της χώρας. Για παράδειγμα , μια άνοδος του επιτοκίου του δολαρίου, όταν όλοι οι άλλοι παράγοντες είναι αμετάβλητοι, προκαλεί την ανατίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ. Στην αντίθεση περίπτωση μια άνοδος του επιτοκίου του ευρώ, προκαλεί την υποτίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ (Williamson, 2014).

Αν μια επιχείρηση με έδρα την Ευρώπη σχεδιάζει να επεκτείνει τις παραγωγικές της δραστηριότητες στις ΗΠΑ, είναι σημαντικό να γνωρίζει τις μελλοντικές διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/ δολάριο. Τα θέμα είναι αν οι επενδυτές και κυβερνήσεις διαθέτουν εργαλεία πρόβλεψης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ένα εργαλείο που μπορεί να προβλέψει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, είναι η ισοδυναμία αγοραστικών δυνάμεων (ΙΑΔ).

Σύμφωνα με την θεωρία της ΙΑΔ, στην απόλυτη μορφή της, η ΣΙ μεταξύ των νομισμάτων δύο χωρών, ισούται με το λόγο του επιπέδου των τιμών τους, σε ένα αντιπροσωπευτικό καλάθι αγαθών (Βλαχάκη και Καλυβίτης, 2011).

1.2. Καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών

Οι οικονομολόγοι μελετώντας τις μεταβολές στις ΣΙ διακρίνουν δύο ομάδες χωρών. Αυτές που ακολουθούν πολιτική σταθερών ισοτιμιών και αυτές που ακολουθούν πολιτική κυμαινόμενων ισοτιμιών. Οι κατηγορίες στις οποίες οι οικονομολόγοι ομαδοποιούν τις διάφορες τάσεις στη συμπεριφορά των ΣΙ, είναι γνωστές ως καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών (Samuelson & Nordhaus, 2000). Η διεθνής οικονομία λειτουργούσε υπό καθεστώς σταθερών ΣΙ δολαρίου από το τέλος του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου μέχρι το 1973, με τις κεντρικές τράπεζες να παρεμβαίνουν στην αγορά ξένου συναλλάγματος για να διατηρήσουν τις ΣΙ των νομισμάτων τους.

1.2.1. Σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες

Η μελέτη των ΣΣΙ μπορεί να φαίνεται ξεπερασμένη στην εποχή μας, που παρατηρούνται απότομες διακυμάνσεις στις ΣΙ των νομισμάτων των σημαντικότερων ανεπτυγμένων χωρών. Όμως οι λόγοι για τους οποίους θα πρέπει να γίνει κατανοητός ο τρόπος λειτουργίας του συστήματος ΣΣΙ είναι οι παρακάτω (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2015):

1. Ελεγχόμενη διακύμανση

Οι κεντρικές τράπεζες παρεμβαίνουν στις αγορές νομισμάτων και επηρεάζουν τις ΣΙ. Έτσι, ενώ οι ΣΙ των βιομηχανικών χωρών έναντι του δολαρίου δεν καθορίζονται τώρα από τις κυβερνήσεις, συγχρόνως δεν κυμαίνονται και ελεύθερα. Αυτό το σύστημα διακύμανσης των ΣΙ έναντι του δολαρίου αναφέρεται ως ελεγχόμενη διακύμανση.

2. Περιφερειακές νομισματικές ρυθμίσεις :

Κάποιες χώρες ανήκουν σε ενώσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, των οποίων τα μέλη συμφωνούν να καθορίσουν τις διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων τους.

3. Αναπτυσσόμενες χώρες και χώρες σε μετάβαση:

Αυτές οι χώρες προσπαθούν να κρατήσουν σταθερή την τιμή των νομισμάτων τους σε σχέση με το δολάριο ή άλλο νόμισμα που επιλέγεται.

4. Μαθήματα του παρελθόντος για το μέλλον

Οι ΣΣΙ ήταν κανόνας μέχρι το 1973. Σήμερα πολλοί οικονομολόγοι και πολιτικοί δεν θεωρούν ικανοποιητικό το σύστημα των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών και προτείνουν νέες διεθνείς συμφωνίες για να επανέλθουν σε κάποια μορφή συστήματα σταθερών ΣΙ. Στο καθεστώς ΣΣΙ η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος κάθε φορά που αναγκάζεται να αγοράσει ή να πουλήσει εγχώριο νόμισμα για να στηρίξει την σταθερή συναλλαγματική ισορροπία (Vaish, 2005). Η κεντρική τράπεζα πολλές φορές τυπώνει εγχώριο νόμισμα και το πουλά με αντάλλαγμα ξένο νόμισμα, το οποίο προστίθεται στα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας.

Συναλλαγματικά αποθέματα είναι οι ποσότητες ξένου νομίσματος που διατηρεί η εγχώρια κεντρική τράπεζα. Όταν τα αποθέματα εξαντλούνται, οι κυβερνήσεις προσπαθούν να δανειστούν από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), που είναι ένας διεθνής οργανισμός με πρωταρχικό λόγο ύπαρξής του τον δανεισμό των χωρών που αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιες δυσκολίες (Goshetal, 2008).

1.2.2. Κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες

Στο καθεστώς των κυμαινόμενων ΣΙ, η ισοτιμία φτάνει στο επίπεδο ισορροπίας της, χωρίς την παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας με την χρήση συναλλαγματικών αποθεμάτων. Ανατιμήσεις και υποτιμήσεις μπορούν να συμβούν από λεπτό σε λεπτό.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 που ξεκίνησε το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών, παρατηρήθηκαν μεγάλες διακυμάνσεις στις ΣΙ. Μετά το 1973 και μέχρι το 1980 οι ΣΙ λειτούργησαν ικανοποιητικά. Οι βιομηχανικές χώρες ήταν δύσκολο να διατηρήσουν σταθερές συναλλαγματικές ισορροπίες με το στασιμοληθωρισμό που επέφεραν οι πετρελαϊκές κρίσεις. Η σταθερότητα των ΣΙ εγκαταλείφθηκε την δεκαετία 1990-2000. Επιδίωξη των κυβερνήσεων ήταν να περιορίσουν τον εγχώριο πληθωρισμό και να δημιουργήσουν τις προϋποθέσεις για

οικονομική ανάπτυξη (Bigman & Taya, 2003). Το συμπέρασμα από τις εμπειρίες των ΚΣΙ είναι ότι κανένα σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν λειτουργεί ικανοποιητικά όταν δεν υπάρχει διεθνής οικονομική συνεργασία.

1.2.3. Μείωση συναλλαγματικού κινδύνου και επιλογή συναλλαγματικού καθεστώτος

Επειδή ο κίνδυνος συναλλαγματικών κρίσεων κάνει δύσκολη την επιλογή του καθεστώτος της συναλλαγματικής ισοτιμίας, πολλοί μελετητές επικεντρώθηκαν σε μεθόδους μείωσης αυτού του κινδύνου. Οι πιο χαρακτηριστικές είναι:

Περισσότερη διαφάνεια :

Ένα από τα προβλήματα που οδήγησαν στην κρίση στην Ασία ήταν το γεγονός ότι οι ξένες τράπεζες και άλλοι επενδυτές δάνειζαν σε επιχειρήσεις της περιοχής, χωρίς να έχουν ξεκάθαρη εικόνα των σχετικών κινδύνων και στη συνέχεια απέσυραν τα κεφάλαιά τους όταν οι κίνδυνοι ήταν μεγαλύτεροι από αυτούς που είχαν φανταστεί. Υπήρξαν πολλές προτάσεις για μεγαλύτερη διαφάνεια και καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την χρηματοοικονομική θέση των επιχειρήσεων. Η διαφάνεια σκοπό έχει να περιορίσει την τάση για υπερβολική εισροή κεφαλαίων σε μια χώρα όταν τα πράγματα πάνε καλά και της εσπευσμένης απόσυρσης κεφαλαίων όταν οι συνθήκες δεν είναι ευνοϊκές όπως τις περίμεναν.

Ισχυρότερα τραπεζικά συστήματα:

Ένας από τους παράγοντες που επέτεινε την ασιατική κρίση , ήταν ο πανικός των καταθετών και επενδυτών . Αν οι τράπεζες είναι ισχυρότερες τότε ο πανικός είναι ηπιότερος. Έτσι υπήρξαν προτάσεις για την ενίσχυση των τραπεζών τόσο με τον περιορισμό των κινδύνων που αναλαμβάνουν, όσο και με την αύξηση της επάρκειάς τους σε κεφάλαια.

Διεύρυνση πιστωτικών διευκολύνσεων:

Κάποιοι μεταρρυθμιστές προτείνουν την καθιέρωση ειδικών πιστωτικών διευκολύνσεων , ώστε σε περιόδους συναλλαγματικών κρίσεων να ενισχύουν τα

συναλλαγματικά τους διαθέσιμα. Όταν μια χώρα έχει στη διάθεσή της αρκετές πιστώσεις για να αντιμετωπίσει μια μεγάλη φυγή κεφαλαίων, τότε οι κερδοσκόποι δεν μπορούν να προκαλέσουν υποτίμηση στο νόμισμα της χώρας. Τέτοιες πιστωτικές διευκολύνσεις μπορεί να δοθούν στις χώρες από ιδιωτικές τράπεζες ή από δημόσιους οργανισμούς όπως το ΔΝΤ.

Αύξηση των εισροών μετοχικού κεφαλαίου σε σχέση με τα κεφάλαια που δημιουργούν χρέος:

Αν ένα μεγάλο μέρος των εισροών ξένων κεφαλαίων αφορούσε μετοχικό κεφάλαιο και ένα μικρότερο προερχόταν από χρέος, η αδυναμία εξόφλησης του χρέους θα ήταν μικρότερη. Παρόλο που τα μέτρα αυτά προφύλαξης είναι αμφισβητούμενα, γίνονται προσπάθειες για την λήψη μερικών από αυτά.

Σε γενικές γραμμές, έχουν καταγραφεί μια σειρά από ενδείξεις οι οποίες λειτουργούν ως δείκτες προειδοποίησης (early warning indicators) για την εμφάνιση μιας κρίσης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Συγκεκριμένα, όπως παρατίθεται στον ακόλουθο πίνακα, από διεθνείς μελέτες αναφορικά με τις κύριες ενδείξεις εμφάνισης συναλλαγματικών κρίσεων, ως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές που επιδρούν στην έναρξη μιας κρίσης ΣΙ είναι το ύψος των αποθεμάτων σε ξένο νόμισμα, το ύψος της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, η επέκταση των πιστώσεων, η μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ, το δημοσιονομικό έλλειμμα και οι πιστώσεις προς τον δημόσιο τομέα.

Πίνακας 1. Δείκτες προειδοποίησης εμφάνισης συναλλαγματικής κρίσης

Τομέας	Μεταβλητή	Αριθμός μελετών	Στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα
1. Νομισματική πολιτική	Αποθεματικά ξένων νομισμάτων	12	11
	M2/ Αποθεματικά ξένων νομισμάτων	3	3
	Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία	14	12
	Πληθωρισμός	5	5
	Ποσότητα χρήματος	3	2
	Πολλαπλασιαστής χρήματος	1	1
	Επέκταση πιστώσεων	7	5
	Πιστώσεις ΚΤ προς εμπορικές τράπεζες	1	1
	Πραγματικό επιτόκιο	1	1
2. Δημοσιονομική πολιτική	Δημοσιονομικό έλλειμμα	5	3
	Κυβερνητική δαπάνη	1	1
	Πιστώσεις προς τον δημόσιο τομέα	3	3
3. Πραγματική οικονομία	Μεταβολή πραγματικού ΑΕΠ	9	5
	Απασχόληση / ανεργία	3	2
4. Εξωτερικός τομέας Εμπορικό ισοζύγιο		3	2
	Εξαγωγές	3	2
	Οροι διεθνούς εμπορίου	3	2
5. Διεθνείς μεταβλητές	Ξένα επιτόκια	4	2
	Διαφορά ξένων προς εγχώρια επιτόκια	2	1
	Αύξηση πραγματικού ΑΕΠ τρίτων χωρών	2	1
6. Θεσμοί και διάρθρωση	Τραπεζική κρίση	1	1
	Απελευθέρωση χρημ/κου συστήματος	2	1
	Εξωστρέφεια	1	1
	Κρίση σε άλλη περιοχή	1	1

Πηγή: Dabrowski, 2002, σ. 21

Ως εκ τούτου, οι κυβερνήσεις μπορούν να λαμβάνουν μέτρα αποτροπής της εμφάνισης συναλλαγματικών κρίσεων, δίδοντας ιδιαίτερη προσοχή στις παραπάνω μεταβλητές.

1.3. Συναλλαγματικές ισοτιμίες και θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές

1.3.1. Σχέση της ζήτησης περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα και ΣΙ

Οι μεταβολές στις αγορές συναλλάγματος προκαλούν μεταβολές στις αγορές περιουσιακών στοιχείων. Τα αποθέματα εγχωρίων και ξένων περιουσιακών στοιχείων, χρήμα, εγχώριες και ξένες ομολογίες προσδιορίζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες (Isard, 2007).

Βασική αρχή της διαμόρφωσης της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου είναι ότι η τρέχουσα αξία του εξαρτάται από την προσδοκώμενη αγοραστική του δύναμη στο μέλλον (Mankiw, 2012). Για την αξιολόγηση ενός περιουσιακού στοιχείου, οι επενδυτές εξετάζουν αν το ποσοστό απόδοσης στην επένδυση ενός περιουσιακού στοιχείου, θα αυξηθεί με την πάροδο του χρόνου. Επίσης συγκρίνουν τις αναμενόμενες μεταβολές στην αξία των νομισμάτων στα οποία πρόκειται να επενδύσουν (Frieden, 2015).

1.3.2. Σχέση ισοζυγίου πληρωμών και ΣΙ

Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες επηρεάζονται από θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές, εκ των οποίων μια από τις σημαντικότερες είναι το Ισοζύγιο πληρωμών (Krugman, 1979, Calvo, 1987, Kaminsky & Reinhart, 1999). Αυτό καταγράφει τις συναλλαγές που κάνουν οι κάτοικοι μιας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμο στη διάρκεια μιας περιόδου.

Το ισοζύγιο πληρωμών αποτελείται από το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καταγράφει τη διεθνή κίνηση αγαθών, υπηρεσιών και μεταβιβαστικών πληρωμών.

Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών καταγράφει τις ροές κεφαλαίων από ξένες επενδύσεις, επενδύσεις χαρτοφυλακίου, από τις μεταβολές των συναλλαγματικών αποθεμάτων.

Με βάση το ισοζύγιο πληρωμών η συναλλαγματική ισοτιμία π.χ ευρώ έναντι δολαρίου που διαμορφώνεται στην αγορά συναλλάγματος, προσδιορίζεται από την ζήτηση και προσφορά ευρώ έναντι δολαρίου.

Η ζήτηση σε ευρώ προέρχεται από Αμερικάνους που αγοράζουν αγαθά και υπηρεσίες από την ζώνη του ευρώ, ενώ η προσφορά ευρώ προέρχεται από τους Ευρωπαίους που αγοράζουν αγαθά και υπηρεσίες από τις ΗΠΑ. Μια ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου κάνει ακριβότερα τα αγαθά της ζώνης του ευρώ και φθηνότερα τα αγαθά στις ΗΠΑ. Οι Αμερικάνοι μειώνουν τη ζήτηση για ευρωπαϊκά προϊόντα και επομένως μειώνεται η ζήτηση σε ευρώ. Οι ευρωπαίοι αυξάνουν τη ζήτηση για αμερικάνικα αγαθά και επομένως αυξάνεται η προσφορά σε ευρώ.

Άρα όταν αυξάνεται η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, μειώνεται η ζήτηση σε ευρώ και αυξάνεται η προσφορά σε ευρώ. Αυτό συμβαίνει και στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα του ισοζυγίου πληρωμών, η κατάσταση ισορροπίας στην αγορά συναλλάγματος είναι μια ισορροπία ροών, αφού η συναλλαγματική ισοτιμία προσαρμόζεται για να εξισορροπήσει την ζήτηση και προσφορά νομισμάτων (Καρφάκης, 2008).

1.3.3. Οι ΣΙ σε περίοδο πολέμου

Σε περίοδο πολέμου παρατηρούνται μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και καθοριστικό ρόλο παίζουν οι προσδοκίες των επενδυτών. Ο πόλεμος αυξάνει τον κίνδυνο υποτίμησης ενός νομίσματος. Οι κυβερνήσεις μπορεί να χρειαστεί να τυπώσουν χρήμα για να χρηματοδοτήσουν την αγορά. Αυτό προκαλεί πληθωρισμό. Ο νικητής μπορεί να επιβάλει ένα νέο νόμισμα και το υπάρχον νόμισμα δεν θα γίνεται δεκτό στις συναλλαγές. Οι επενδυτές στις ξένες αγορές συνεχώς προσαρμόζουν τις προβλέψεις τους πάνω στις πιθανές βάσεις ενός πολέμου (Feenstra & Allan, 2014).

1.3.4. Παρέμβαση του κράτους στην αγορά συναλλάγματος

Η κρατική παρέμβαση στην αγορά συναλλάγματος αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο οικονομικής πολιτικής που επηρεάζει την συναλλαγματική ισοτιμία και τις ροές κεφαλαίων. Το κράτος παρεμβαίνει μέσω των Κεντρικών Τραπεζών οι οποίες είναι οργανισμοί που ευθύνονται για το τραπεζικό σύστημα, τα επιτόκια και το νόμισμα ενός κράτους (Mishkin, 2007).

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 παρατηρήθηκε ότι οι ΣΙ παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα. Οι ΚΤ για να εξομαλύνουν τη συναλλαγματική αστάθεια που είναι επιζήμια για τις εμπορικές και χρηματοοικονομικές συναλλαγές παρεμβαίνουν για να οδηγήσουν τις ΣΙ σε μια επιθυμητή κατεύθυνση .

Υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ παρεμβάσεων της ΚΤ στην αγορά συναλλάγματος και της εγχώριας προσφοράς χρήματος. Για να κρατήσει σταθερή την συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματός της η ΚΤ παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος για να αποτρέψει την εμφάνιση υπερβάλλουσας ζήτησης ή προσφοράς εγχώριων τίτλων (Dun & Bradstreet, 2007).

Ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν σε μια οικονομία η ΚΤ επιλέγει ή να πάρει μέτρα επέκτασης της ρευστότητας ή να πάρει μέτρα για να περιορίσει την προσφορά χρήματος.

Σε περιόδους κρίσης οι ΚΤ επιλέγουν συνήθως την επέκταση της νομισματικής πολιτικής τους είτε με την αγορά ομολόγων ή με την πώση των επιτοκίων. Η επέκταση της νομισματικής πολιτικής έχει ως συνέπεια την αύξηση των διαθέσιμων κεφαλαίων και την αύξηση του ΑΕΠ . Αποτέλεσμα της ποσοτικής χαλάρωσης είναι η αύξηση του ΑΕΠ και η μείωση της ανεργίας. Όταν η οικονομία ανακάμπτει η ΚΤ μπορεί να πάρει μέτρα περιορισμού της ποσοτικής χαλάρωσης (Begg, Fisher & Dornbush, 2006).

1.3.5. Αποφάσεις Κεντρικών Τραπεζών και αγορά συναλλάγματος

Ελέγχοντας την προσφορά χρήματος και τα επιτόκια, επηρεάζουν τις ισορροπίες στην αγορά συναλλάγματος. Όταν μειώνει την ποσοτική χαλάρωση τότε η αξία του νομίσματος αυξάνεται. Το νόμισμα αυξάνεται καθώς η προσφορά χρήματος και ο δανεισμός περιορίζονται. Αντίθετα αν αυξηθούν τα μέτρα ποσοτικής

χαλάρωσης θα πρέπει να περιμένουμε υποτίμηση του νομίσματος (Mishkin, 2007). Η ΚΤ παρεμβαίνει στην αγορά για να μειώσει τα επιτόκια δανεισμού και για να αυξήσει την προσφορά χρήματος .

Οι ΚΤ των χωρών της Ευρωζώνης δεν μπορούν μονομερώς να αυξήσουν την προσφορά του χρήματος , αλλά θα πρέπει να αποφανθούν στην ΕΚΤ για να ασκήσει νομισματική πολιτική.

1.3.6. Χρυσός κανόνας

Ο χρυσός κανόνας (gold standard) ξεκίνησε από την χρησιμοποίηση των χρυσών λυρών ως μέσο ανταλλαγής και ως μονάδα μέτρησης και διαφύλαξης αξιών.

Από το 1870 έως το 1914 η παγκόσμια οικονομία βρισκόταν στο σύστημα του χρυσού κανόνα. Υπήρχε μια σταθερή σχέση ανάμεσα στο νόμισμα κάθε χώρας και τον χρυσό, που ονομαζόταν χρυσή ισοτιμία. Η συναλλαγματική ισοτιμία δύο νομισμάτων κυμαινόταν γύρω από την χρυσή ισοτιμία. Από το απόθεμα χρυσού που κατείχε κάθε χώρα, προσδιοριζόταν η προσφορά χρήματος. Στο σύστημα του χρυσού κανόνα, η ευθύνη της ΚΤ ήταν να διατηρήσει την επίσημη ισοτιμία μεταξύ νομίσματος και χρυσού (Drummond, 1987).

Ο χρυσός κανόνας έχει πολλά μειονεκτήματα που δεν βοηθούν στην οργάνωση του σημερινού διεθνούς νομισματικού συστήματος. Ενώ οι περισσότερες ΚΤ διατηρούν μέρος των διαθεσίμων τους σε χρυσό, η τιμή του χρυσού δεν επηρεάζει πλέον τις νομισματικές πολιτικές των χωρών.

1.3.7. Προσδοκίες –ψυχολογία επενδυτών και η σχέση τους με τις Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Η έννοια της προσδοκίας στην καθημερινή ζωή χρησιμοποιείται για να περιγράψει την προσωπική αντίληψη για ένα μελλοντικό γεγονός. Αυτή είναι υποκειμενική προσδοκία και είναι η συναίσθηση που έχει το άτομο για τις συνέπειες των ενεργειών του. Υπάρχει διάκριση από την ορθολογική προσδοκία, όπου το άτομο χρησιμοποιεί τις γνώσεις του, την πείρα του, την πληροφόρηση, δημοσιευμένες προβλέψεις από διάφορους οργανισμούς, κ.ο.κ. Στην περίπτωση των επενδυτών στην αγορά συναλλάγματος, η πληροφόρηση πρέπει να περιλαμβάνει στοιχεία οικονομικών

μεγεθών, π.χ. επίπεδο τιμών, προσφορά χρήματος, επιτόκια , συναλλαγματικές ισοτιμίες, πληθωρισμός, κ.ο.κ (Bishop & Dixon, 1982).

Οι προσδοκίες ασκούν μεγάλη επίδραση στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με την θεωρία του Keynes οι προσδοκίες είναι εξαιρετικά ασταθείς και γι' αυτό η καμπύλη ζήτησης των επενδύσεων παρουσιάζει μεταβλητότητα (Keynes, 2010). Έτσι δημιουργούνται κυκλικές διακυμάνσεις στην αγορά συναλλάγματος. Οι προσδοκίες των επενδυτών είναι ένας σημαντικός παράγοντας που μεταβάλλει τις ισοτιμίες ,γιατί βάση αυτών επηρεάζεται η ζήτηση και η προσφορά στην αγορά ξένου συναλλάγματος (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2015).

Οι ΣΙ καθορίζουν τις τιμές σε διαφορετικές χώρες ,τόσο στα εισαγόμενα αγαθά και υπηρεσίες που αγοράζονται , όσο και στα εξαγόμενα αγαθά και υπηρεσίες . Με αυτό τον τρόπο επηρεάζουν μεμονωμένους επενδυτές , τουρίστες , επιχειρήσεις, τις συναλλαγές μετοχών και ομολόγων που κάνουν οι επενδυτές και άνθρωποι που διαχειρίζονται κεφάλαια, προκειμένου να έχουν την μεγαλύτερη δυνατή απόδοση του χαρτοφυλακίου τους. Οι επενδυτές παρακολουθούν τις εξελίξεις στις τιμές των εγχωρίων νομισμάτων και αναλόγως αν προσδοκούν άνοδο ή πτώση, παίρνουν απόφαση για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης ,μειώνοντας τα ανοίγματά τους σε ριψοκίνδυνες συναλλαγές.

Η επιρροή που ασκούν οι προσδοκίες των επενδυτών ή του αγοραστικού κοινού στις επενδυτικές κινήσεις, έχει ως αποτέλεσμα την μεταβολή της ΣΙ. Η προσδοκία κάθε επενδυτή ως προς την συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου του, αντί να είναι βέβαιη, καθορίζεται από τις πιθανότητες που ο ίδιος θεωρεί ότι διέπουν τις μελλοντικές εξελίξεις στην αγορά συναλλάγματος.

Η ψυχολογία των επενδυτών στην αγορά συναλλάγματος παίζει καθοριστικό ρόλο στην επίτευξη κερδών μέσω των συναλλαγών. Οι άπληστοι επενδυτές προσπαθούν να κερδίσουν πολλά χρήματα σε μικρό χρονικό διάστημα και πολλές φορές δεν είναι εφικτό. Επίσης ο φόβος και η ανασφάλεια επηρεάζουν τις επενδυτικές κινήσεις και ο φόβος μεταδίδεται και σε άλλους (Thomas, 2014).

Στην αγορά συναλλάγματος υπάρχει αστάθεια και συμβαίνουν αξιοσημείωτες διακυμάνσεις στις τιμές. Ακόμη και έμπειροι οικονομολόγοι δεν μπορούν να προβλέψουν την μελλοντική πορεία της αγοράς. Ωστόσο πολλοί επενδυτές μελετούν τα οικονομικά μεγέθη των χωρών για να βγάλουν συμπεράσματα για την μελλοντική πορεία των διαφόρων νομισμάτων και την εξέλιξη των ΣΙ, υπό το

σκεπτικό ότι τα μακροοικονομικά μεγέθη αποτελούν τον προσδιοριστικό παράγοντα των ισοτιμιών (Corsetti & Mackowiak, 2006).

1.4. Συναλλαγματικές κρίσεις

Μια συναλλαγματική κρίση είναι μια κερδοσκοπική επίθεση στην αξία ενός νομίσματος. Υποτιμάται η συναλλαγματική ισοτιμία κατά την διάρκεια μιας σύντομης χρονικής περιόδου. Σε ένα καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, μια συναλλαγματική κρίση αναφέρεται σε μια κατάσταση όπου η οικονομία είναι υπό πίεση (Eichengreen & Hausmann, 1999).

Μια κερδοσκοπική επίθεση συχνά οδηγεί σε υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας (Fisher & Garber, 1984). Η κερδοσκοπική επίθεση είναι μια κατάσταση όπου παρατηρούνται μαζικές πωλήσεις ενός νομίσματος.

Οι συναλλαγματικές κρίσεις μπορεί να συμβούν στις ανεπτυγμένες οικονομίες, αλλά και στις αναδυόμενες. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, πολλά νομίσματα μπήκαν στο στόχαστρο των κερδοσκοπικών επιθέσεων, που οδήγησαν σε ΣΚ (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2015).

Από τότε οι ΣΚ μπήκαν στο στόχαστρο της οικονομικής έρευνας. Κατά την διάρκεια της κρίσης οι τράπεζες σε πολλές χώρες ήταν απρόθυμες να δανείσουν η μία την άλλη και ήταν δύσκολο για αυτές να χρηματοδοτηθούν από τις αγορές. Οι κρίσεις έχουν δείξει ότι είναι σημαντικό για τις τράπεζες να διαχειρίζονται την ρευστότητά τους, για να περιορίσουν την εξάρτηση της χρηματοδότησής τους από τις αγορές.

1.4.1. Αίτια συναλλαγματικών κρίσεων

Η συναλλαγματική κρίση πυροδοτείται συνήθως όταν αυτοί που συμμετέχουν στις χρηματαγορές εγκαταλείπουν για διάφορους λόγους μαζικά το νόμισμα. Σε αυτήν την περίπτωση αυξάνονται οι εκροές κεφαλαίων και μειώνονται οι εισροές. Μια συναλλαγματική κρίση οδηγεί συνήθως σε μια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση.

Οι οικονομολόγοι μελετώντας τις κρίσεις από το 1990 και μετά, αναγνώρισαν ότι οι συναλλαγματικές κρίσεις έχουν άμεση σχέση με άλλους τύπους

χρηματοοικονομικών κρίσεων. Όπως με την τραπεζική κρίση, όταν μια τράπεζα χρεοκοπεί ή με την δημοσιονομική κρίση, όταν μια χώρα χρεοκοπεί. Αυτές οι τρεις κρίσεις μπορεί να συμβούν ταυτόχρονα.

Η πιθανότητα μιας συναλλαγματικής κρίσης αυξάνεται σημαντικά όταν η χώρα αντιμετωπίζει μια τραπεζική ή δημοσιονομική κρίση. Άλλες αιτίες ΣΚ μπορεί να είναι τα άσχημα μακροοικονομικά μεγέθη μιας χώρας, όπως η υπερχρέωση ή το ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Επίσης η έλλειψη ρευστότητας και τραπεζικοί πανικοί καθώς και ο πανικός των καταθετών (Diamond & Dybvig, 2000).

Αν οι καταθέτες φοβούνται ότι οι τράπεζες θα αντιμετωπίσουν πρόβλημα ρευστότητας, τότε νοιώθουν ανασφαλείς και αποσύρουν τις καταθέσεις τους σε εγχώριο νόμισμα και προτιμούν καταθέσεις σε ξένο νόμισμα. Καθώς ζητούν ξένο νόμισμα, απορροφούν τα αποθεματικά ξένου συναλλάγματος και οδηγούν στην υποτίμηση του νομίσματος. Έτσι επιδεινώνεται η οικονομική κατάσταση της χώρας και απαξιώνεται το εγχώριο νόμισμα. Οι κερδοσκόποι ασκούν πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος πουλώντας εγχώριο νόμισμα έναντι συναλλάγματος.

Θεμελιώδεις μικροοικονομικές αιτίες είναι η υπερβολική μόχλευση και η νοοτροπία αγέλης. Οι επενδυτές επενδύουν στην αγορά συναλλάγματος γνωρίζοντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Επειδή οι διακυμάνσεις είναι πολύ μικρές, οι επενδυτές χρησιμοποιούν τη μόχλευση για μεγαλύτερα κέρδη.

Οι περισσότερες κρίσεις οφείλονται στην υπερβολική μόχλευση των επιχειρήσεων, η οποία μεγεθύνει τις αρνητικές συνέπειες της απότομης υποτίμησης. Επίσης ενθαρρύνει την απερισκεψία των δανειοληπτών και βάζει σε κίνδυνο το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Mishkin, 2007).

Ο υπερβολικός δανεισμός από επιχειρήσεις ιδιωτικού και δημόσιου τομέα που στόχευαν να παρέχουν ανάπτυξη οδήγησαν αντίθετα σε υπερβολική μόχλευση δημιουργώντας παντού φούσκες. Πολλοί καταναλωτές στις ανεπτυγμένες χώρες δανείστηκαν υπέρογκα ποσά στα πλαίσια της μόχλευσης τα οποία χρησιμοποίησαν για δικούς τους σκοπούς παρά για επενδύσεις.

Επίσης πολλοί επενδυτές αντιδρούν στις συνθήκες με την νοοτροπία αγέλης. Αγοράζουν όλοι μαζί όταν οι τιμές στο χρηματιστήριο ανεβαίνουν και πουλάνε όταν οι τιμές πέφτουν. Στις αρχές της δεκαετίας η μεγάλη ρευστότητα και τα χαλαρά κριτήρια χρηματοδότησης των τραπεζών, οδήγησαν σε εκρηκτική αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης νοικοκυριών και χρηματοπιστωτικών οργανισμών και εταιρειών.

1.4.2. Ιστορία συναλλαγματικών κρίσεων

Οι πρώτες κρίσεις που παρουσιάστηκαν κατά την μεταπολεμική περίοδο, ήταν κρίσεις του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τα ελλείμματα οδήγησαν σε υποτιμήσεις νομισμάτων. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η κρίση της στερλίνας το 1967, του γαλλικού φράγκου το 1969, του δολαρίου το 1970.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, οι κρίσεις ήταν κρίσεις χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Οι μετακινήσεις κερδοσκοπικών κεφαλαίων επηρεάστηκαν από τις παγκόσμιες συνθήκες και οδήγησαν σε υποτιμήσεις, όπως η κρίση στο Μεξικό, Ταϊλάνδη, Νότια Κορέα, Ρωσία, Βραζιλία.

1.4.3. Συνέπειες συναλλαγματικών κρίσεων

Τα τελευταία χρόνια ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες είχαν την εμπειρία συναλλαγματικών κρίσεων. Συχνά την περίοδο ΣΚ υπάρχει μεγάλη και απότομη υποτίμηση του νομίσματος με επιβλαβή αποτελέσματα στην οικονομία της χώρας, αλλά και στις γειτονικές χώρες και εμπορικούς εταίρους. Το οικονομικό κόστος είναι τεράστιο, αλλά και το πολιτικό κόστος μπορεί να είναι δραματικό. Οι ρυθμοί ανάπτυξης στα χρόνια της κρίσης διαφέρουν από τα από τα χρόνια εκτός κρίσης. Σε μια κρίση διαφορετικά λειτουργούν οι ανεπτυγμένες από τις αναδυόμενες οικονομίες. Οι ανεπτυγμένες επανέρχονται σε φυσιολογικά επίπεδα ανάπτυξης σε δυο –τρία χρόνια. Στις αναδυόμενες οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμένουν στάσιμοι και δεν επανέρχονται. Τα οικονομικά προβλήματα είναι τεράστια, όσον αφορά την ανεργία, την φτώχεια, την χρεοκοπία των επιχειρήσεων.

Τα δημόσια οικονομικά των χωρών επιδεινώνονται και οι κυβερνήσεις των χωρών αναγκάζονται να ζητήσουν βοήθεια από Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο , με όρους δυσβάσταχτους για τους πολίτες , όπως συνέβει και με την Ελλάδα. Οι επιπτώσεις των κρίσεων είναι και πολιτικές. Παρουσιάζονται αναταραχές και συχνά μετά από μια κρίση ακολουθεί αλλαγή της κυβέρνησης ή αλλαγή προσώπων στην Κεντρική Τράπεζα και σε Υπουργεία Οικονομικών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΚΡΙΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ

2.1. Θεωρητικά μοντέλα συναλλαγματικών κρίσεων

Μια αναδρομή στο παρελθόν δείχνει ότι από την κατάρρευση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods στη δεκαετία του 1970 μέχρι σήμερα , έχουν συμβεί πολλές συναλλαγματικές κρίσεις , όπως στην Λατινική Αμερική, Ασία, Ευρώπη , με σοβαρές επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία. Για την ανάλυση και ερμηνεία των συναλλαγματικών κρίσεων, αναπτύχθηκαν τρεις κατηγορίες υποδειγμάτων που ονομάστηκαν μοντέλα.

Υπάρχουν τρία διαφορετικά μοντέλα, τα οποία δεν ανταγωνίζονται μεταξύ τους αλλά επεξηγούν διαφορετικές καταστάσεις.

2.1.1. Μοντέλα πρώτης γενιάς

Το μοντέλο αυτό υποστηρίζει ότι οι κρίσεις οφείλονται στη σύγκρουση ανάμεσα στη σταθερή συναλλαγματική διευθέτηση και στην επεκτατική δημοσιονομική πολιτική (ελλείμματα προϋπολογισμού, αυξημένες δημόσιες επενδύσεις). Τα μοντέλα πρώτης γενιάς αναπτύχθηκαν μετά την κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών στο Μεξικό το 1973-82, στην Αργεντινή το 1978-1981 και τη Χιλή 1983. Το πρώτο μοντέλο κρίσης προτάθηκε από τον νομπελίστα οικονομικών τον Paul Krugman (1979) με βάση της εργασίες της Salant και Henderson. Ο Krugman υποστήριξε ότι οι κρίσεις συμβαίνουν όταν έχουμε μια συνεχή επιδείνωση των οικονομικών μεγεθών σε αντίθεση με μια προσπάθεια καθορισμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Επίσης σύμφωνα με αυτόν μια χώρα θα αντιμετωπίσει κερδοσκοπική επίθεση όταν η μακροοικονομική πολιτική που ακολουθεί έρχεται σε αντίθεση με την διατήρηση ενός συστήματος συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αν η κυβέρνηση μιας χώρας χρηματοδοτεί τα δημοσιονομικά της ελλείμματα με εγχώριες πιστώσεις, τότε τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας θα μειωθούν λόγω των εκροών κεφαλαίων

και η συναλλαγματική ισορροπία θα καταρρεύσει .Η οικονομία γίνεται θύμα κερδοσκοπικών επιθέσεων. Την χρονική στιγμή της κερδοσκοπικής επίθεσης οι κερδοσκόποι πουλάνε μαζικά το εγχώριο νόμισμα έναντι δολαρίων και εξανεμίζουν τα συναλλαγματικά αποθέματα.

Το μοντέλο πρώτης γενιάς επικεντρώνεται στην αγορά χρήματος, για να εξηγήσει πως εκδηλώνεται μια συναλλαγματική κρίση σε μια ανοικτή οικονομία, που έχει προσδέσει το νόμισμά της με το δολάριο. Η αύξηση της ποσότητας χρήματος οδήγησε σε υψηλό πληθωρισμό, όμως η σύνδεση του νομίσματος με το δολάριο δεν επέτρεπε την υποτίμησή τους, με συνέπεια να προκύψουν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών .Οι κεντρικές τράπεζες για να κρατήσουν την ισοτιμία των νομισμάτων τους αναγκάστηκαν να πουλήσουν συναλλαγματικά αποθέματα όταν αυτά μειώθηκαν επικίνδυνα οι κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να αφήσουν ελεύθερη τη διακύμανση των νομισμάτων τους που υποτιμήθηκαν πολύ γρήγορα.

Ένα χαρακτηριστικό γνώρισμα των μοντέλων πρώτης γενιάς είναι ότι η χώρα λειτουργεί συνεχώς με πρωτογενές έλλειμμα. Αυτό αναγκάζει την κυβέρνηση να χρησιμοποιήσει τα συναλλαγματικά αποθέματα ή να δανειστεί. Αυτό όμως δεν μπορεί να γίνεται επ' αόριστον. Πρέπει να γίνουν φορολογικές μεταρρυθμίσεις για την ανεύρεση χρημάτων ή κυβέρνηση να εκτυπώσει χρήμα για την αύξηση των εσόδων , που αυτό όμως είναι ασυμβίβαστο με την διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Τα μοντέλα πρώτης γενιάς προβλέπουν την κατάρρευση του καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, ως συνέπεια των συνεχιζόμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του αυξανόμενου χρέους. Αυτή η πρόβλεψη έρχεται σε αντίθεση με την ασιατική νομισματική κρίση του 1997. Αυτή η ασυνέπεια οδήγησε πολλούς παρατηρητές να απορρίψουν τις δημοσιονομικές εξηγήσεις αυτής της κρίσης.

2.1.2. Μοντέλα δεύτερης γενιάς

Παρά το γεγονός ότι τα μοντέλα δεύτερης γενιάς έχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά διαφέρουν σε κρίσιμες πτυχές. Τα μοντέλα αυτά θεωρούν ότι οι κρίσεις οφείλονται στα μακροοικονομικά κόστη που συνεπάγονται οι σταθερές τιμές συναλλάγματος , όταν η οικονομία έχει υψηλό ποσοστό ανεργίας (Obstfeld, 1994). Τα μοντέλα αυτά αναπτύχθηκαν μετά τις κερδοσκοπικές επιθέσεις τόσο στην Ευρώπη όσο και στο Μεξικό στις αρχές της δεκαετίας του 1990.Υποθέτουν ότι ακόμη και αν

τα οικονομικά μεγέθη είναι συνεπή με την διατήρηση ενός συστήματος σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, μπορεί να εκδηλωθεί μια κερδοσκοπική επίθεση, αν οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάγματος εκτιμούν ότι η κυβέρνηση θα ασκήσει επεκτατική νομισματική πολιτική μετά την εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας.

Τα μοντέλα αυτά προσπάθησαν να ερμηνεύσουν την κρίση του ευρωπαϊκού Νομισματικού συστήματος 1992-1993, όπου αποδείχθηκε ότι η υποστήριξη ενός συναλλαγματικού στόχου με την χρήση υψηλών επιτοκίων είναι ασύμφορη από οικονομικής πλευράς. Αυτό συνέβη στην Γερμανία με την ένωση της ανατολικής με την δυτική Γερμανία, η κεντρική τράπεζα είχε αυξήσει τα επιτόκια για να περιορίσει τον πληθωρισμό. Επειδή τα ευρωπαϊκά νομίσματα ήταν συνδεδεμένα με την ευρωπαϊκή μονάδα ecu με ένα σύστημα περιορισμένων συναλλαγματικών διακυμάνσεων, τα υπόλοιπα κράτη ήταν υποχρεωμένα να υποτιμήσουν τα νομίσματά τους έναντι του μάρκου ή να αυξήσουν τα δικά τους επιτόκια για να σταθεροποιήσουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες τους. Αυτό είχε ως συνέπεια την μείωση του ρυθμού ανάπτυξης και την αύξηση της ανεργίας. Η κατάσταση αυτή δημιούργησε διάφορες προσδοκίες στους επενδυτές. Απέσυραν από την αγορά τα νομίσματα που κινδύνευαν να υποτιμηθούν. Οι κυβερνήσεις των χωρών υποχρεώθηκαν για να καταπολεμήσουν την μείωση της ανάπτυξης και την ανεργία, να εφαρμόσουν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική η οποία σύμφωνα με τα μοντέλα πρώτης γενιάς αυξάνει τις πιθανότητες υποτίμησης και τα δημόσια χρέη. Μερικά μοντέλα δείχνουν ότι ένα απροσδόκητο σοκ ή αιφνίδιες αλλαγές στο μακροοικονομικό περιβάλλον, μπορεί να προκαλέσουν τις αρχές να εγκαταλείψουν το σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών (Obstfeld 1994).

Αντίθετα άλλα μοντέλα δείχνουν ότι κρίσεις μπορεί να συμβούν, ως συνέπεια της κερδοσκοπίας έναντι του νομίσματος. Αν οι κερδοσκόποι πιστεύουν ότι η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία θα διατηρηθεί επειδή την στηρίζει η κεντρική τράπεζα, τότε η κερδοσκοπική επίθεση δεν θα εκδηλωθεί και το νόμισμα θα επιβιώσει. Αν όμως θεωρούν ότι η κυβέρνηση δεν μπορεί να στηρίξει σταθερή την συναλλαγματική ισοτιμία, επειδή έχει μεγάλο κόστος η εφαρμογή μακροοικονομικών μέσων, τότε θα εμφανισθεί κερδοσκοπική επίθεση και το νόμισμα θα καταρρεύσει (Burnside, Eichenbaum & Rebelo, 2008).

Τέτοιου είδους συναλλαγματικές κρίσεις μπορεί να συμβούν και από την συμπεριφορά αγέλης των κερδοσκόπων, οι οποίοι λαμβάνουν αποφάσεις με βάση

περιορισμένες πληροφορίες και φήμες και λειτουργούν ως αυτοεκπληρούμενη προφητεία (Obstfeld, 1996).

2.1.3. Μοντέλα τρίτης γενιάς

Τα μοντέλα τρίτης γενιάς αναπτύχθηκαν μετά την ασιατική κρίση την περίοδο 1997-1998 επειδή η κρίση αυτή δεν μπορούσε να ερμηνευτεί από τα προηγούμενα μοντέλα. Η κρίση ξεκίνησε με την υποτίμηση του νομίσματος στην Ταϊλάνδη το 1997 και επεκτάθηκε στις άλλες γειτονικές χώρες όπως στην Ινδονησία , Μαλαισία , Νότια Κορέα , Φιλιππίνες αλλά και στην Ρωσία και Βραζιλία.

Σε αυτά τα μοντέλα κεντρικό ρόλο παίζει το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στις χώρες αυτές οι επιχειρήσεις της χώρας δανείζονταν συνάλλαγμα με χαμηλό τόκο και αποκόμιζαν κέρδη σε εγχώριο νόμισμα. Αυτό το γεγονός έκανε τις επιχειρήσεις ευπαθείς στις επικείμενες μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών και εξαρτώμενες από τις μεταβολές της συμπεριφοράς των επενδυτών (Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998).

Μια μαζική εκροή κεφαλαίων από μία χώρα θα οδηγούσε σε υποτίμηση του νομίσματος της και θα προκαλούσε προβλήματα στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων που δανείστηκαν συνάλλαγμα. Η φυγή κεφαλαίων δημιούργησε τεράστια ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Στην περίπτωση της Ασίας η βασική αιτία της κρίσης ήταν οι υπερβολικές προσμονές για την ανάπτυξη των χωρών. Τα επενδυτικά κεφάλαια που εισήλθαν στην περιοχή ήταν μεγάλα, με συνέπεια όταν δεν εκπληρώθηκαν οι υπερβολικές προσδοκίες για ανάπτυξη, να δημιουργηθεί πανικός και φυγή κεφαλαίων.

Τα μοντέλα τρίτης γενιάς αναφέρονται στις δίδυμες κρίσεις (Kaminsy & Reihart, 1999). Είναι συνδυασμός συναλλαγματικών και χρηματοπιστωτικών κρίσεων, όπου σημαντικό ρόλο παίζουν τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, οι κρατικές εγγυήσεις για τις τράπεζες και οι χρηματοπιστωτικές δομές που δεν είναι δυνατές. Όταν δεν υπάρχουν κανόνες επίβλεψης, διαφθορά, λανθασμένη νομισματική πολιτική, τότε δημιουργείται χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία σε συνδυασμό με την έλλειψη εμπιστοσύνης των επενδυτών μπορεί να οδηγήσει στη φυγή κεφαλαίων προς το εξωτερικό. Μια τραπεζική κρίση είναι ο προάγγελος μιας συναλλαγματικής κρίσης.

Πίνακας 2 :Υποδείγματα ερμηνείας συναλλαγματικών κρίσεων

	Χαρακτηριστικά των κρίσεων	Αίτια των κρίσεων
Υποδείγματα 1^{ης} γενιάς	<ol style="list-style-type: none"> 1) Αναπτύχθηκαν μετά την κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών στο Μεξικό(1973-1982), στην Αργεντινή (1978-1981)και τη Χιλή(1983) 2) Προτάθηκαν από τον νομπελίστα Paul Krugman(1979) 3) Επικεντρώνονται στην αγορά χρήματος για να εξηγήσουν πως εκδηλώνεται μια συναλλαγματική κρίση σε μια ανοικτή οικονομία που έχει προσδέσει το νόμισμα της με το δολάριο 4) Η χώρα λειτουργεί συνεχώς με πρωτογενές έλλειμμα με αποτέλεσμα να αναγκάζει την κυβέρνηση να χρησιμοποιήσει τα συναλλαγματικά αποθέματα ή να δανειστεί 5) Προβλέπουν την κατάρρευση του καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ως συνέπεια των συνεχιζόμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του αυξανόμενου χρέους 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Η σύγκρουση ανάμεσα στη σταθερή συναλλαγματική διευθέτηση και στην επεκτατική δημοσιονομική πολιτική (ελλείμματα προϋπολογισμού, αυξημένες δημόσιες επενδύσεις) 2) Σύμφωνα με τον Paul Krugman οι κρίσεις συμβαίνουν όταν έχουμε μια συνεχή 3) Σύμφωνα με τον Paul Krugman μια χώρα θα αντιμετωπίσει κερδοσκοπική επίθεση όταν η μακροοικονομική πολιτική που ακολουθεί έρχεται σε αντίθεση με την διατήρηση ενός συστήματος συναλλαγματικής ισοτιμίας 4) Η χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων μιας χώρας με εγχώριες πιστώσεις έχουν ως συνέπεια την μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της χώρας και την εμφάνιση μιας κερδοσκοπικής επίθεσης 5) Η αύξηση της ποσότητας χρήματος οδήγησε σε υψηλό πληθωρισμό έχει ως συνέπεια να προκύψουν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

<p>Πίνακας 2 συνέχεια</p> <p>Υποδείγματα</p> <p>2^{ης} γενιάς</p>	<p><u>Χαρακτηριστικά των κρίσεων</u></p> <p>1) Αναπτύχθηκαν μετά τις κερδοσκοπικές επιθέσεις τόσο στην Ευρώπη όσο και στο Μεξικό στις αρχές της δεκαετίας του 1990.</p> <p>2) Υποθέτουν ότι ακόμη και αν τα οικονομικά μεγέθη είναι συνεπή με την διατήρηση ενός συστήματος σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, μπορεί να εκδηλωθεί μια κερδοσκοπική επίθεση ,αν οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάγματος εκτιμούν ότι η κυβέρνηση θα ασκήσει επεκτατική νομισματική πολιτική μετά την εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας.</p> <p>3) Τα μοντέλα αυτά προσπάθησαν να ερμηνεύσουν την κρίση του ευρωπαϊκού Νομισματικού συστήματος 1992-1993, όπου αποδείχθηκε ότι η υποστήριξη ενός συναλλαγματικού στόχου με την χρήση υψηλών επιτοκίων είναι ασύμφορη από οικονομικής πλευράς.</p>	<p><u>Αίτια των κρίσεων</u></p> <p>1) Οι κρίσεις οφείλονται στα μακροοικονομικά κόστη που συνεπάγονται οι σταθερές τιμές συναλλάγματος, όταν η οικονομία έχει υψηλό ποσοστό ανεργίας</p> <p>2) Οι κρίσεις συμβαίνουν επειδή τα ευρωπαϊκά νομίσματα ήταν συνδεδεμένα με την ευρωπαϊκή μονάδα ecu με ένα σύστημα περιορισμένων συναλλαγματικών διακυμάνσεων</p> <p>3) Οι κρίσεις μπορούν να συμβούν ως συνέπεια της κερδοσκοπίας έναντι του νομίσματος όταν η κυβέρνηση δεν μπορεί να υποστηρίξει την σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία λόγω του μεγάλου κόστους της εφαρμογής μακροοικονομικών μέσων</p> <p>4) Οι κρίσεις μπορούν να συμβούν και από την συμπεριφορά αγέλης των κερδοσκόπων, οι οποίοι λαμβάνουν αποφάσεις με βάση περιορισμένες πληροφορίες και φήμες και λειτουργούν ως αυτοεκπληρούμενη προφητεία</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>Πίνακας 2 συνέχεια</p> <p>Υποδείγματα</p> <p>3^{ης} γενιάς</p>	<p><u>Χαρακτηριστικά των κρίσεων</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Αναπτύχθηκαν μετά την ασιατική κρίση την περίοδο 1997-1998 2) Η κρίση ξεκίνησε με την υποτίμηση του νομίσματος στην Ταϊλάνδη το 1997 3) Κεντρικό ρόλο σε αυτά τα μοντέλα παίζει το χρηματοπιστωτικό σύστημα 4) Αναφέρονται στις δίδυμες κρίσεις 5) Τα μοντέλα 3^{ης} γενιάς είναι συνδιασμός συναλλαγματικών και χρηματοπιστωτικών κρίσεων 	<p><u>Αίτια των κρίσεων</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Η μαζική εκροή κεφαλαίων από μια χώρα 2) Η βασική αιτία της κρίσης στην περίπτωση της Ασίας ήταν οι υπερβολικές προσμονές για την ανάπτυξη των χωρών 3) Όταν δεν υπάρχουν κανόνες επίβλεψης 4) Όταν υπάρχει διαφθορά , λανθασμένη νομισματική πολιτική 5) Μια τραπεζική κρίση είναι προάγγελος μιας συναλλαγματικής κρίσης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ

3.1. Κρίση Bretton Woods

3.1.1. Ιστορική επισκόπηση συστήματος Bretton Woods

Μετά την περίοδο του μεσοπολέμου, έγιναν διαβουλεύσεις για την μεταρρύθμιση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος (ΔΝΣ). Η αντιπροσωπεία των ΗΠΑ υποστήριξε την αναγκαιότητα της συναλλαγματικής σταθερότητας, ενώ η βρετανική υποστήριξε την ευελιξία στην άσκηση οικονομικής πολιτικής. Στις 22 Ιουλίου του 1944 στη διάσκεψη του Bretton Woods 44 χώρες αποφάσισαν για ένα βιώσιμο νομισματικό σύστημα (Mason & Asher, 1973).

Αποφασίσθηκε η ίδρυση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) με σκοπό την διεθνή νομισματική συνεργασία, την ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου και την συναλλαγματική σταθερότητα. Κάθε χώρα καθόριζε μια συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματός της με το δολάριο με ένα εύρος διακύμανσης $\pm 1\%$, ενώ το δολάριο συνδέθηκε με τον χρυσό στην τιμή 35 δολάρια ανά ουγκιά.

Το ΔΝΤ διευκόλυνε τις χώρες που είχαν προβλήματα οικονομικά και ανισορροπίες στα ισοζύγια πληρωμών τους. Κάθε χώρα έδινε ένα μερίδιο ανάλογα με το μέγεθος των διεθνών συναλλαγών της και την οικονομική κατάστασή της. Όταν μια χώρα παρουσίαζε έλλειμμα εμπορικό, μπορούσε να δανειστεί αμέσως το 25% του μεριδίου της και, αναφορικά με το υπολειπόμενο ποσό, υπό τον έλεγχο του ταμείου για να διαπιστωθεί ότι έπαιρνε τα κατάλληλα μέτρα για την αντιμετώπιση των προβλημάτων της.

Επίσης μια χώρα θα μπορούσε να αναπροσαρμόσει την κεντρική συναλλαγματική ισοτιμία της σε συνεννόηση με το Ταμείο. Από το 1959-1967 το σύστημα είχε τα χαρακτηριστικά ενός μηχανισμού σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το 1969 έγινε η πρώτη τροποποίηση των άρθρων της συμφωνίας και

δημιουργήθηκε ένα νέο αποθεματικό περιουσιακό στοιχείο που ονομαζόταν Ειδικό Τραβηχτικό Δικαίωμα (ΕΤΔ) (Dornael, 1978).

Η πρώτη νομισματική κρίση του συστήματος ξέσπασε το 1969, όταν οι φήμες για ανατίμηση του μάρκου έναντι του δολαρίου, οδήγησαν σε μαζικές εισροές κεφαλαίων στη Γερμανία και αποδέσμευσαν το μάρκο από το καθεστώς των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Άλλη σοβαρή κρίση εμφανίστηκε το 1971 όταν το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ οδήγησε στην αφαίμαξη των αποθεμάτων χρυσού (Bordo, 1993).

Επίσης το έλλειμμα του Ηνωμένου Βασιλείου προκάλεσε προσδοκίες για υποτίμηση της στερλίνας. Οι ευρωπαϊκές χώρες προσπάθησαν να μετατρέψουν τα αποθέματα δολαρίων σε χρυσό. Αυτό οδήγησε τον πρόεδρο Νίξον το 1971 να σταματήσει την μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό για να προστατέψει τα αποθέματα του χρυσού των ΗΠΑ και με αυτόν τον τρόπο έβαλε τέλος στη λειτουργία του συστήματος (Cohen, 2002).

Η ιστορία της κατάρρευσης του συστήματος του Bretton Woods δεν είναι παρά η ίδια ιστορία της ανεπιτυχούς προσπάθειας των χωρών να συμβιβαστούν στους κανόνες του συστήματος. Για πολλούς οικονομολόγους τα μέτρα μακροοικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ, ήταν το λάθος που οδήγησε στην κατάρρευση του συστήματος σταθερών ισοτιμιών. Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ την περίοδο 1970, οδήγησε στην ανάγκη υποτίμησης του δολαρίου. Οι φήμες για υποτίμηση του δολαρίου προκάλεσαν εκροές κεφαλαίων από τους τίτλους δολαρίου και αύξηση της προσφοράς χρήματος σε άλλες χώρες.

Οι διεθνείς κρίσεις οδήγησαν σταδιακά τόσο στην εγκατάλειψη του δολαρίου με τον χρυσό, όσο και των σταθερών ισοτιμιών των νομισμάτων των βιομηχανικών χωρών έναντι του δολαρίου. Οι αδυναμίες του συστήματος του Bretton Woods έκαναν πολλούς οικονομολόγους να προτείνουν την καθιέρωση του συστήματος των κυμαινόμενων ισοτιμιών πριν από το 1973 (Eichengreen, 2007).

3.1.2. Τέλος του συστήματος του Bretton Woods

Το σύστημα διαλύεται μεταξύ 1968 και 1973. Τον Αύγουστο του 1971, ο Πρόεδρος των ΗΠΑ Ρίτσαρντ Νίξον ανακοίνωσε την «προσωρινή» αναστολή της μετατρεψιμότητας του δολαρίου σε χρυσό. Η κρίση αυτή σηματοδότησε την

κατάρρευση του συστήματος. Η προσπάθεια να αναβιώσει τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες απέτυχε. Από την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods, τα μέλη του ΔΝΤ είναι ελεύθεροι να επιλέξουν οποιαδήποτε μορφή της διάταξης ανταλλαγής επιθυμούν (εκτός πρόσδεση του νομίσματός τους με το χρυσό) (Kennep, 1993).

Πολλοί φοβήθηκαν ότι η κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods θα φέρει την περίοδο της ταχείας ανάπτυξης στο τέλος της. Στην πραγματικότητα, η μετάβαση κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν σχετικά ομαλή, και ήταν σίγουρα επίκαιρη.

3.1.3. Συμπεράσματα από την κρίση του Bretton Woods

Το κεντρικό συμπέρασμα που εξάγεται από την κρίση και κατάρρευση της συμφωνίας του Bretton Woods είναι ότι, όταν η ισοτιμία μεταξύ των νομισμάτων έχει καθοριστεί βάσει ενός μόνο νομίσματος, το οποίο αποτελεί το νόμισμα της ίδιας της χώρας και ταυτόχρονα αποτελεί και το μοναδικό αποθεματικό νόμισμα, τότε δεν μπορεί να διασφαλιστεί ότι η χώρα με το κεντρικό αποθεματικό νόμισμα θα ακολουθήσει πολιτικές που θα διατηρούν πάντοτε αμετάβλητη την καθορισμένη αντιστοιχία ως προς τον χρυσό.

Συγκεκριμένα, οι ΗΠΑ, μετά το 1965, κυρίως λόγω του πολέμου του Βιετνάμ προέβησαν σε μεγάλη αύξηση των δαπανών, η οποία χρηματοδοτήθηκε από δημόσιο δανεισμό. Η κυβέρνηση εξέδιδε ομόλογα, τα οποία αγόραζε η κεντρική τράπεζα (FED), άρα υπήρχε τα φαινόμενο της νομισματοποίησης του χρέους (Sikken & Hann, 1998). Με αυτή τη διαδικασία η τράπεζα αύξανε την προσφερόμενη ποσότητα χρήματος. Η αύξηση της προσφοράς χρήματος είχε δύο αποτελέσματα:

Το πρώτο αποτέλεσμα, ως προς την ίδια τη χώρα, είναι η αύξηση του πληθωρισμού, βάσει της εξίσωσης της ποσοτικής θεωρίας του χρήματος (Friedman, 2009, McEachern, 2014):

$$M \times V = P \times Y,$$

Όπου

M = προσφερόμενη ποσότητα χρήματος

V = ταχύτητα κυκλοφορίας χρήματος

P = επίπεδο τιμών

Y = ύψος παραγόμενου προϊόντος.

Βάσει της εξίσωσης, η αύξηση της προσφοράς χρήματος M , δεδομένου του ότι η ταχύτητα κυκλοφορίας χρήματος και το ύψος του παραγόμενου προϊόντος είναι σταθερά, δημιουργεί αντίστοιχη αύξηση του επιπέδου τιμών. Υπό κανονικές συνθήκες, η αύξηση του πληθωρισμού οδηγεί σε αύξηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, ως εκ τούτου είτε η χώρα θα πρέπει να προβεί σε υποτίμηση του νομίσματός της, είτε οι άλλες χώρες σε ανατίμηση του δικού τους νομίσματος (Καρφάκης, 2007). Δεδομένου του ότι το Δολάριο ΗΠΑ ήταν το κεντρικό αποθεματικό νόμισμα, οι ΗΠΑ δεν προέβησαν σε υποτίμηση του νομίσματος τους, ενώ οι λοιπές χώρες δεν επιθυμούσαν να προβούν σε ανατίμηση των νομισμάτων τους. Δια μέσου της νομισματοποίησης του χρέους, οι ΗΠΑ είχαν την ευχέρεια να χρηματοδοτούν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δια μέσου της αύξησης του δανεισμού (Gordon, 1981).

Το πρόβλημα είναι ότι οι λοιπές χώρες δεν είχαν τρόπο να επιβάλλουν στις ΗΠΑ την λήψη μέτρων ώστε να περιοριστεί η ποσότητα του χρήματος, είτε δια μέσου νομισματικής, είτε δημοσιονομικής πολιτικής, άρα σταμάτησαν να έχουν εμπιστοσύνη ότι οι ΗΠΑ θα μπορούσαν να συνεχίσουν να διατηρούν την ισοτιμία δολαρίου προς χρυσό, άρα φοβήθηκαν ότι αναγκαστικά οι ΗΠΑ θα προχωρούσαν σε υποτίμηση του νομίσματός τους. Ως εκ τούτου, πολλές χώρες προχώρησαν σε πώληση των αποθεμάτων των δολαρίων ΗΠΑ που κατείχαν προκειμένου να αγοράσουν χρυσό.

Προκειμένου να συγκρατηθεί η ισοτιμία στο καθορισμένο επίπεδο, οι ΗΠΑ μεταξύ Δεκεμβρίου 1967 και Μαρτίου 1968 προχώρησαν σε πώληση χρυσού αξίας 3 δις δολ. ΗΠΑ (Κουμεντάκης & Κουκουριτάκης, 2015). Αφ' ενός η μείωση των αποθεμάτων χρυσού και αφ' ετέρου η συνεχιζόμενη μείωση της εμπιστοσύνης των λοιπών χωρών προς το δολ. ΗΠΑ είχαν ως αποτέλεσμα την εγκατάλειψη του συστήματος του Bretton Woods.

Ένα από τα σημαντικά συμπεράσματα από την κατάρρευση του Bretton Woods είναι ότι οι ισοτιμίες των νομισμάτων θα πρέπει να αντανακλούν τόσο τα πραγματικά μεγέθη των οικονομιών, όσο και τις προσδοκίες που υπάρχουν για την μεταβολή της οικονομικής πολιτικής. Οι ΗΠΑ έχοντας μια μεγαλύτερη οικονομική ισχύ από τις άλλες χώρες και έχοντας καθορίσει το δολάριο ως νόμισμα εκκαθάρισης σημαντικών συναλλαγών και ως αποθεματικό νόμισμα, απέκτησαν μια νομισματική ισχύ που επέτρεπε στη χώρα να διαμορφώσει από μόνη της την νομισματική και

δημοσιονομική της πολιτική, χωρίς να υπάρχει καμία δυνατότητα επέμβασης των άλλων χωρών στις αποφάσεις της (Andrews, 2006, Cohen, 2006). Υπό κανονικές συνθήκες, η κυβέρνηση των ΗΠΑ θα έπρεπε να λάβει μέτρα περιορισμού του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και του δημοσιονομικού ελλείμματος, ώστε να διατηρηθεί η ισοτιμία δολ. ΗΠΑ/ χρυσού. Λόγω, όμως, του ότι οι κυβερνήσεις στις ΗΠΑ είχαν αποφασίσει να ασκήσουν επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική για να χρηματοδοτήσουν τον πόλεμο του Βιετνάμ –ο οποίος, κατά τους Doguucci & McKay (2011) αποτέλεσε την κύρια αιτία της κατάρρευσης του Bretton Woods- και οι άλλες χώρες δεν είχαν την δύναμη να ασκήσουν πιέσεις για αλλαγή της πολιτικής, τελικά το σύστημα κατέρρευσε. Άρα, από τα παραπάνω στοιχεία συμπεραίνεται ότι η διατήρηση μιας ισοτιμίας σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο απαιτεί να υπάρχει ισχυρή πολιτική βούληση ώστε να λαμβάνονται αποφάσεις που δεν θα θέτουν σε κίνδυνο τη μεταβολή της εν λόγω ισοτιμίας. Το εν λόγω συμπέρασμα θα φανεί εξαιρετικά χρήσιμο όταν θα εξεταστεί στα επόμενα κεφάλαια η περίπτωση της κρίσης στην Αργεντινή και τις άλλες χώρες.

3.2. Κρίση Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ)

Στο σύστημα του Bretton Woods κάθε χώρα μέλος είχε σταθερή ισοτιμία έναντι δολαρίου και ως εκ τούτου και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες των άλλων νομισμάτων ήταν σταθερές. Μετά την κατάρρευση του συστήματος το 1973, οι ευρωπαϊκές χώρες προσπάθησαν να περιορίσουν τις ενδοευρωπαϊκές διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η Ευρωπαϊκή Οικονομική κοινότητα (ΕΟΚ) έγινε στη συνέχεια Ευρωπαϊκή ένωση και αποτελούνταν από πολλές χώρες. Οι χώρες τις ΕΕ επιζητούσαν συντονισμό των νομισματικών πολιτικών τους και σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών στα τέλη της δεκαετίας του 60.

Τα κίνητρα που οδήγησαν στην υιοθέτηση του ευρώ:

1. Η διερεύνηση του ρόλου της Ευρώπης στο παγκόσμιο νομισματικό σύστημα.
2. Η μετατροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε μια πραγματικά ενοποιημένη αγορά.

Το πρώτο σημαντικό βήμα που έγινε στο δρόμο της ευρωπαϊκής νομισματικής ενοποίησης ήταν το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) 1979-1998.

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) ήταν μία συμφωνία μεταξύ των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, που στόχο είχε τη διατήρηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ Κοινοτικών νομισμάτων εντός καθορισμένων ορίων και την χρηματοδοτική στήριξη των παρεμβάσεων στις αγορές συναλλάγματος. Ιδρύθηκε με απόφαση της συνόδου του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Βρέμης (1978).

Αίτια που οδήγησαν στην δημιουργία του Ευρωπαϊκής Νομισματικής Συνεργασίας:

- 1) Η διερεύνηση του ρόλου της Ευρώπης στο παγκόσμιο Νομισματικό Σύστημα
- 2) Η μετατροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε μια Ενοποιημένη Αγορά

Στόχοι του ΕΝΣ είναι:

- 1) Να δημιουργήσει μια ενωμένη Ευρώπη και να εξαλείψει όλα τα εμπόδια στην αγορά κεφαλαίων σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες.
- 2) Να βελτιώσει την Κοινή Γεωργική Πολιτική

Το ΕΝΣ έχει δύο συνιστώσες:

α) Η δημιουργία μιας τεχνητής λογιστικής μονάδας που ονομάζεται Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (ECU)

β) Ένα σταθερό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών, γνωστό ως Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ). Ο ΜΣΙ ήταν ένα διαχειριζόμενο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών float όπου τα νομίσματα των χωρών που συμμετέχουν σε αυτό μπορούσαν να κυμαίνονται μέσα σε καθορισμένες ζώνες. Το ΕΝΣ ήταν ένας τρόπος για να χειριστούν οι χώρες της ΕΕ τις νομισματικές τους ανησυχίες.

Τα οκτώ μέλη του μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού συστήματος (Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Βέλγιο, Δανία, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο και Ολλανδία) αποφάσισαν την λειτουργία, το Μάρτιο του 1979, ενός επίσημου δικτύου σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Από το Μάρτιο

του 1979 έως το Σεπτέμβριο του 1992 υπήρχαν συνολικά 11 νομισματικοί επαναπροσδιορισμοί του ΕΝΣ. Για μια περίοδο πεντέμισι ετών μετά τον Ιανουάριο του 1987, το ΕΝΣ δεν αντιμετώπισε σοβαρές νομισματικές κρίσεις. Μέσω μιας πολιτικής συνεργασίας και ευθυγράμμισης των ισοτιμιών, οι σταθερές ισοτιμίες του ΕΝΣ, όχι μόνον επέζησαν αλλά και αναπτύχθηκαν, με την ένταξη της Ισπανίας το 1989, της Βρετανίας το 1990 και της Πορτογαλίας το 1992. Το Σεπτέμβριο του 1992, η Βρετανία και η Ιταλία αποχώρησαν από τον μηχανισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών του ΕΝΣ. Ακολούθησαν υποτιμήσεις της ισπανικής πεσέτας, του πορτογαλικού εσκούδο και της ιρλανδικής λίρας.

Η αδυναμία του ΕΝΣ να κρατήσει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ κρατών-μελών εντός στενών καθορισμένων ορίων, είχε ως συνέπεια την υποτίμηση των νομισμάτων κάποιων χωρών. Σε γενικές γραμμές η Ιταλία και η Γαλλία, οι οποίες ήταν χώρες με υψηλό πληθωρισμό (μέχρι το 1987) έπρεπε να υποτιμούν το νόμισμα τους σε τακτά χρονικά διαστήματα σε σχέση με το ECU, προκειμένου να διατηρηθεί η ανταγωνιστικότητα τους σε σχέση με χώρες με χαμηλό πληθωρισμό όπως η Γερμανία. Αυτό δημιούργησε μεγάλη ανεργία σ' αυτές τις χώρες.

Το ΕΝΣ αδυνατούσε να κρατήσει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες των κρατών μελών σταθερές, χωρίς την ταυτόχρονη δημοσιονομική, φορολογική, πολιτική ενοποίηση. Όπως επισημαίνεται από τους Fratianne και von Hagen (1992), ο πληθωρισμός στην Ιταλία και τη Γαλλία κατά την περίοδο 1979-1987 περιορίστηκε από την παρουσία της Γερμανίας στο ΕΝΣ και αυτό μείωσε την ανάγκη για υψηλότερες πραγματικές ανατιμήσεις του γερμανικού μάρκου. Κατά τα τέλη του 1992 τα εθνικά μακροοικονομικά προβλήματα έγιναν εντονότερα και έτσι οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες του συστήματος εγκαταλείφθηκαν. Τα υψηλά γερμανικά επιτόκια έκαναν το γερμανικό μάρκο ισχυρό απέναντι στα άλλα νομίσματα.

Η επανένωση της Ανατολικής και Δυτικής Γερμανίας το 1990 προκάλεσε μια οικονομική διαταραχή που το ΕΝΣ δεν μπορούσε να την αντιμετωπίσει γιατί δεν είχε τις απαραίτητες προδιαγραφές. Η Γερμανία είχε την δυνατότητα να καθορίζει τη νομισματική πολιτική του ΕΝΣ και αυτό είχε κόστος για τις άλλες χώρες. Η γερμανική κεντρική τράπεζα (Bundesbank) αρνήθηκε να μειώσει το προεξοφλητικό επιτόκιο και οι κερδοσκόποι πουλούσαν μαζικά τα νομίσματα των άλλων χωρών. Κατά την διάρκεια της κρίσης η παρέμβαση των κεντρικών

τραπεζών δεν μπόρεσε να αντιμετωπίσει τις κερδοσκοπικές επιθέσεις στις αγορές συναλλάγματος. Τα δραματικά οικονομικά γεγονότα του 1992 και 1993 έπεισαν πολλούς Ευρωπαίους ότι το ΕΝΣ ήταν προβληματικό.

3.3. Κρίση στην Αργεντινή

3.3.1 Επισκόπηση της κρίσης στην Αργεντινή

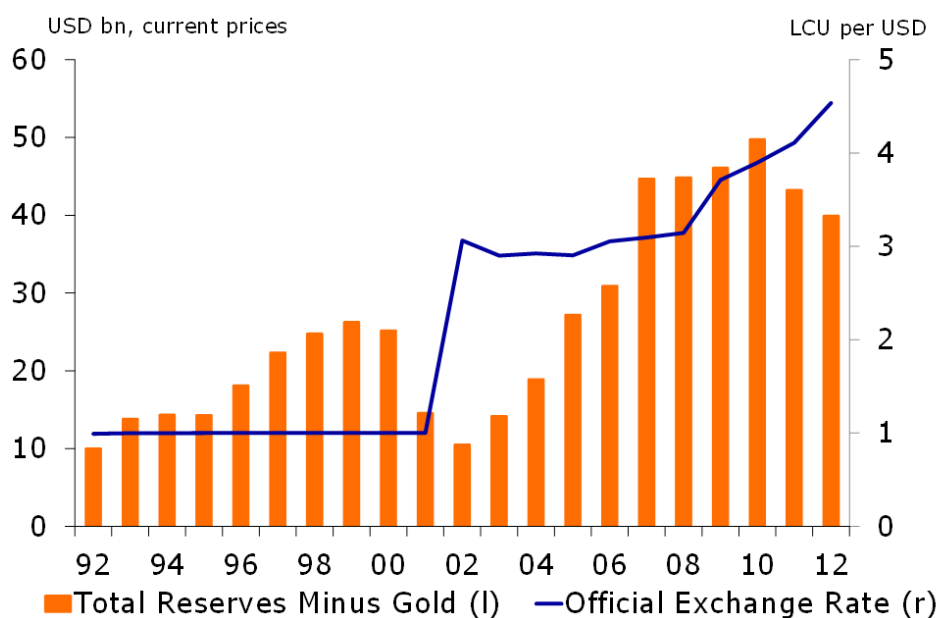
Μια από τις πιο δραματικές κρίσεις των τελευταίων χρόνων, συνέβη στην Αργεντινή το Δεκέμβριο του 2001 μέχρι τον Ιανουάριο του 2002. Κατά το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του 1990, η Αργεντινή ξεπέρασε τις περισσότερες άλλες χώρες της Λατινικής Αμερικής όσον αφορά την ανάπτυξη. Επί μια δεκαετία το peso της Αργεντινής είχε σταθερή ισοτιμία με το δολάριο σε σχέση 1/1. Από τον Ιανουάριο του 2002 άλλαξε το σύστημα σταθερών ισοτιμιών και έγινε σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών (Mussa, 2002). Το peso υποτιμήθηκε σε 0,25 έναντι του δολαρίου. Η κυβέρνηση κήρυξε χρεοκοπία, δηλ παύση πληρωμών του χρέους. Ο πληθωρισμός αυξήθηκε, το ίδιο και η ανεργία. Το 50% των νοικοκυριών έπεσαν κάτω από το όριο της φτώχειας.

Λόγω του πληθωρισμού οι τιμές των προϊόντων της Αργεντινής άρχισαν να αυξάνουν στις διεθνείς αγορές και αυτό οδήγησε σε μείωση των εξαγωγών και αύξηση των εισαγωγών. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα ένα αρνητικό εμπορικό ισοζύγιο που έπρεπε να ισοσκελισθεί μέσω δανεισμού.

Η ισοτιμία 1/1 έκανε φτηνές τις εισαγωγές και έπληξε τις εξαγωγές. Έτσι σιγά-σιγά αυξήθηκε το χρέος σε δολάρια και καταστράφηκε η εγχώρια παραγωγή. Το ΔΝΤ έδινε δάνεια τα οποία εξαφανίζονταν λόγω φοροδιαφυγής (Mussa, 2002). Το 2001 οι εκροές κεφαλαίων προς το εξωτερικό κορυφώθηκαν. Οι πολίτες άρχισαν να φοβούνται ότι οι τράπεζες θα χρεοκοπήσουν και άρχισαν να αποσύρουν τις καταθέσεις από τις τράπεζες .

Η Κυβέρνηση για να αποφύγει μια μαζική φυγή κεφαλαίων επέβαλε περιορισμό στις συναλλαγές –γνωστό ως «κοραλίτο»- που προκάλεσε κοινωνική αναταραχή. Η νέα κυβέρνηση προχώρησε στην κατάλυση της σταθερής ισοτιμίας peso –δολαρίου και η χώρα βρέθηκε εκτός των διεθνών αγορών (DelaTorre, Yeyati & Schmukler, 2002).

Η κρίση στην Αργεντινή είναι από τις πιο ακραίες. Το πραγματικό προϊόν μειώθηκε κατά 15% και για να επανέλθει στο προηγούμενο επίπεδο χρειάστηκαν πολλά χρόνια, γιατί η φτώχεια και η ανεργία ήταν σε υψηλά επίπεδα (IMF, 2003). Στο τέλος του 1994 η Αργεντινή βρισκόταν στο σημείο να μην έχει δυνατότητα δανεισμού από το ΔΝΤ λόγω του ότι δεν μπόρεσε να μειώσει τα δημοσιονομικά ελλείμματά της και να προχωρήσει σε άλλες μεταρρυθμίσεις. Η κατάσταση της χώρας ήταν πολύ δύσκολη λόγω του μεγάλου ελλείμματος μετά την κρίση στο Μεξικό. Το ΔΝΤ έδωσε νέο δάνειο και έτσι μπήκε ένα τέλος στην πιθανότητα απότομης στάσης πληρωμών. Όπως καταγράφεται στο ακόλουθο σχήμα, τα αποθεματικά της κεντρικής τράπεζας την περίοδο 2001-2003 ουσιαστικά είχαν εξανημιστεί, ενώ η συναλλαγματική ισοτιμία είχε εκτοξευθεί.



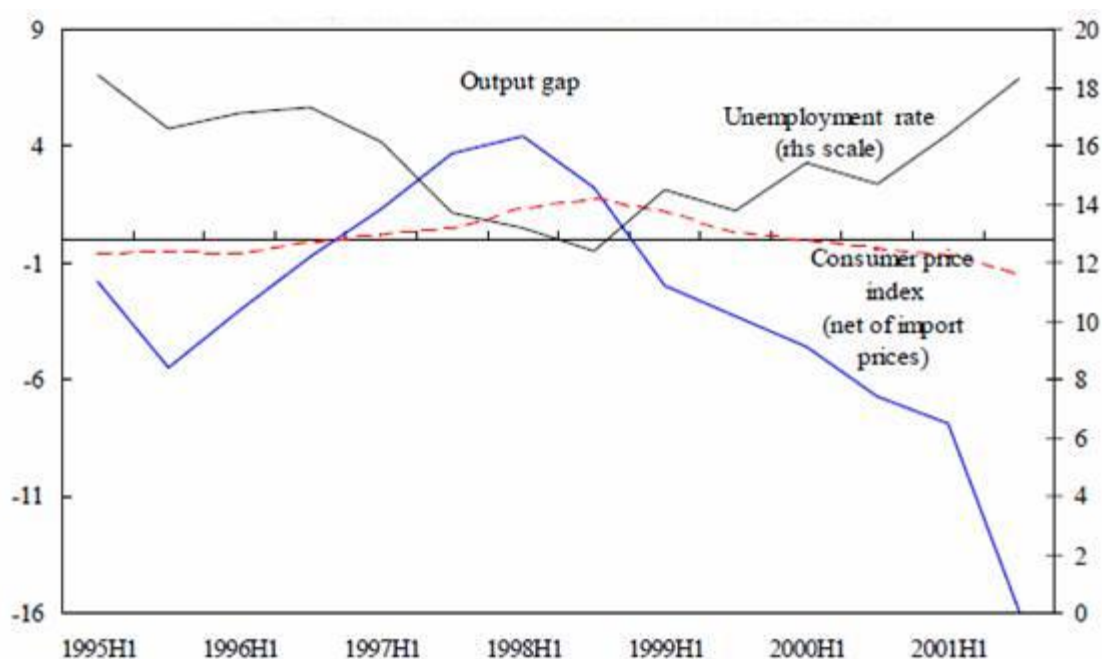
Σχήμα 1. Αποθεματικά και η συναλλαγματική ισοτιμία πέσο Αργεντινής

Πηγή: Rabobank, 2013

Στις 1 του Γενάρη του 2002 το Κογκρέσο της Αργεντινής επιλέγει Eduardo Duhalde ως το νέο πρόεδρο. Στις 6 Ιανουαρίου, 2001 η εφαρμογή του νόμου της Δημόσιας έκτακτης ανάγκης και τη μεταρρύθμιση του καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας σηματοδοτεί το τέλος του σχεδίου μετατρεψιμότητας.

Πρώτα το πέσο υποτιμάται από 1 πέσο ανά δολάριο στο 1,4 πέσο ανά δολάριο. Αργότερα, η συναλλαγματική ισοτιμία θα γίνει πλήρως κυμαινόμενη, η οποία επιτρέπει το πέσο να υποτιμάται ακόμη περισσότερο.

Ο οικονομικός και κοινωνικός αντίκτυπος της κρίσης είναι τεράστιος. Όπως καταγράφεται στο επόμενο σχήμα, το παραγωγικό κενό (output gap) μετά το 2000 διερευνήθηκε δραματικά φτάνοντας ακόμη και το 16%, γεγονός που αναπαριστά την μεγάλη ύφεση που επικράτησε στην χώρα. Επίσης, η ανεργία εκτοξεύθηκε στο 18%, ενώ οι τιμές παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητες.



Σχήμα 2. Παραγωγικό κενό, ανεργία και δείκτης τιμών καταναλωτή, Αργεντινή, 1995-2001

Πηγή:IMF, 2003, σ. 76

Ως αποτέλεσμα της επιδείνωσης της οικονομικής κατάστασης, το ποσοστό των Αργεντινών που ζουν κάτω από το (εθνικό) όριο της φτώχειας αυξάνεται απότομα από το ήδη υψηλό 25,9% το 1998 έως 57,5% το 2002. Εν μέρει χάρη στην ισχυρή υποτίμηση του πέσο, η οικονομία της Αργεντινής αρχίζει να ανακάμψει στη διάρκεια του 2002.

Όταν το ΔΝΤ σταματά την παροχή νέων δανείων το Δεκέμβριο του 2001, η Αργεντινή χάνει πλήρως την πρόσβασή της σε εξωτερική χρηματοδότηση. Για να

ανακτήσει την πρόσβαση στις διεθνείς χρηματαγορές θα χαθεί στην πορεία προς την κρίση, η κυβέρνηση πρέπει να αναδιαρθρώσει το χρέος για την οποία υπήρχε αδυναμία πληρωμής.

Οι ιστορικές περιόδους της κρίσης της Αργεντινής περιγράφονται στα εξής διαστήματα:

A) 1989 – 1997: Μάχη κατά του πληθωρισμού

Όταν ο πληθωρισμός έφτασε σε έναν ακραίο ετήσιο ρυθμό 3.080% το 1989, η πολιτική υποστήριξη για να αντιμετωπιστεί μια για πάντα με υψηλό πληθωρισμό αυξήθηκε. Ο Κάρλος Μένεμ έγινε ο νέος πρόεδρος της Αργεντινής κατά το ίδιο έτος και εισήγαγε μια σειρά οικονομικών μεταρρυθμίσεων.

Κατ' αρχάς, τα σχέδια για την οικονομική σταθεροποίηση και την απελευθέρωση θεσπίστηκαν σύμφωνα Μεταξύ άλλων, οι μεταρρυθμίσεις περιλάμβαναν την ιδιωτικοποίηση των κρατικών επιχειρήσεων, την απορρύθμιση της οικονομίας, την άρση των εμπορικών φραγμών και την κατάσταση μεταρρυθμίσεων. Με την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, η Αργεντινή κέρδισε μεγάλη έπαινο, ειδικά από το ΔΝΤ. Επίσης, στη Wall Street, η Αργεντινή είχε γίνει ένα από τα πιο αγαπημένες αναδυόμενες αγορές. Η χώρα ήταν σε θέση να δανειστεί σχετικά φθηνά σε δολάρια ΗΠΑ και έγινε ο μεγαλύτερος εκδότης των ομολόγων αναδυόμενων αγορών στα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας. Αυτό έκανε τη χώρα να εξαρτάται ολοένα και περισσότερο από το ξένο κεφάλαιο.

Δεύτερον, τέθηκε σε εφαρμογή ένα επιτυχημένο σχέδιο για την αντιμετώπιση του υπερπληθωρισμού. Το σχέδιο μετατρεψιμότητας το 1991, που καθόρισε το πέσο Αργεντινής το ένα-προς-ένα με το δολάριο ΗΠΑ, έθεσε τα θεμέλια για τη σταθεροποίηση (προσωρινής) των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σύμφωνα με το νομισματικό συμβούλιο η Αργεντινή θα μπορούσε τώρα να μετατρέψει ελεύθερα τα πέσος σε δολάρια. Από τότε, οι τραπεζικές καταθέσεις και τα δάνεια σε δολάρια έγιναν ευρέως διαδεδομένες. Τέλος, η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική έπρεπε να τονώσει την οικονομία και να βοηθήσει στην αποκατάσταση της οικονομικής ανάπτυξης. Μετά την εφαρμογή αυτών των μεταρρυθμίσεων, η οικονομία της Αργεντινής εισήλθε σε μια περίοδο οικονομικής ανάπτυξης μεταξύ 1991 και 1997. Μόνο στην αύξηση της παραγωγής το 1995 ήταν αρνητική λόγω της λεγόμενης κρίσης τεκίλα στο Μεξικό. Η γρήγορη επιστροφή της υψηλής οικονομικής ανάπτυξης το 1996, οδήγησε την οικονομία της Αργεντινής να είναι αρκετά ισχυρή για να

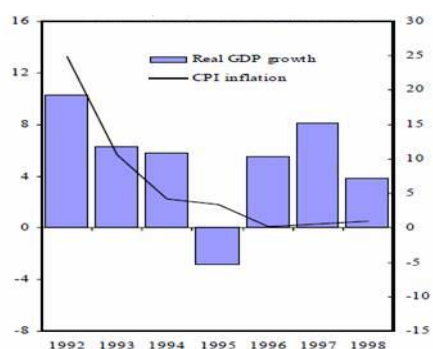
αντιμετωπίσει εξωτερικές κρίσεις. Αυτό ενίσχυσε περαιτέρω την εμπιστοσύνη των εφαρμοζόμενων πολιτικών, συμπεριλαμβανομένου του σχεδίου μετατρεψιμότητας.

B) 1998 – 2001: Απώλεια ανταγωνιστικότητας

Το ξέσπασμα των κρίσεων νομίσματος στην Ασία, τη Ρωσία και τη Βραζιλία αυξάνει το κόστος δανεισμού για τις αναδυόμενες αγορές, όπως την Αργεντινή. Επιπλέον, μια σημαντική αλλαγή στη συναλλαγματική πολιτική της Βραζιλίας είχε μεγάλη επίδραση στην οικονομία της Αργεντινής, η Βραζιλία ήταν ένας από τους κύριους εμπορικούς εταίρους της χώρας. Το 1998, η Βραζιλία έληξε τη δική της πρόσδεση με το δολάριο ΗΠΑ, η οποία οδήγησε σε μια ισχυρή υποτίμηση του πραγματικού. Αυτό βοήθησε την οικονομία της Βραζιλίας να ανακάμψει, αλλά είχε μεγάλο αντίκτυπο στην οικονομία της Αργεντινής, καθώς μείωσε την ανταγωνιστικότητα πολλών παραγωγών της Αργεντινής.

Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1980, η οικονομία της Αργεντινής χαρακτηρίστηκε από τον υπερπληθωρισμό, διεθνές χρέος και υφέσεις. Στις αρχές του 1990, η κυβέρνηση της Αργεντινής εισήγαγε μια σειρά από οικονομικές και νομισματικές μεταρρυθμίσεις, συμπεριλαμβανομένης τον καθορισμό του πέσο Αργεντινής με το δολάριο ΗΠΑ σε ποσοστό 1 προς 1. Στο πλαίσιο αυτού του καθεστώτος του νομισματικού συμβουλίου, η Αργεντινή ήταν μόνο σε θέση να επεκτείνει το τμήμα πέσο της προσφοράς σε σχέση με τις καθαρές εισροές της σε δολάρια ΗΠΑ. Ο αντίκτυπος της πολιτικής για τον πληθωρισμό ήταν σχεδόν άμεσος.

Όπως καταγράφεται στο ακόλουθο σχήμα, ενώ το 1992 ο πληθωρισμός ήταν 14%, το 1993 μειώθηκε στο 6% και το 1994 έφτασε στο 2%, ενώ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ μειώθηκε μεν, όμως από το 1996 ξεκίνησε ξανά να ανακάμπτει.



Σχήμα 3. Εξέλιξη δείκτη τιμών καταναλωτή και ρυθμός αύξησης ΑΕΠ, Αργεντινή 1992-1998

Πηγή: IMF, 2003, σ. 7.

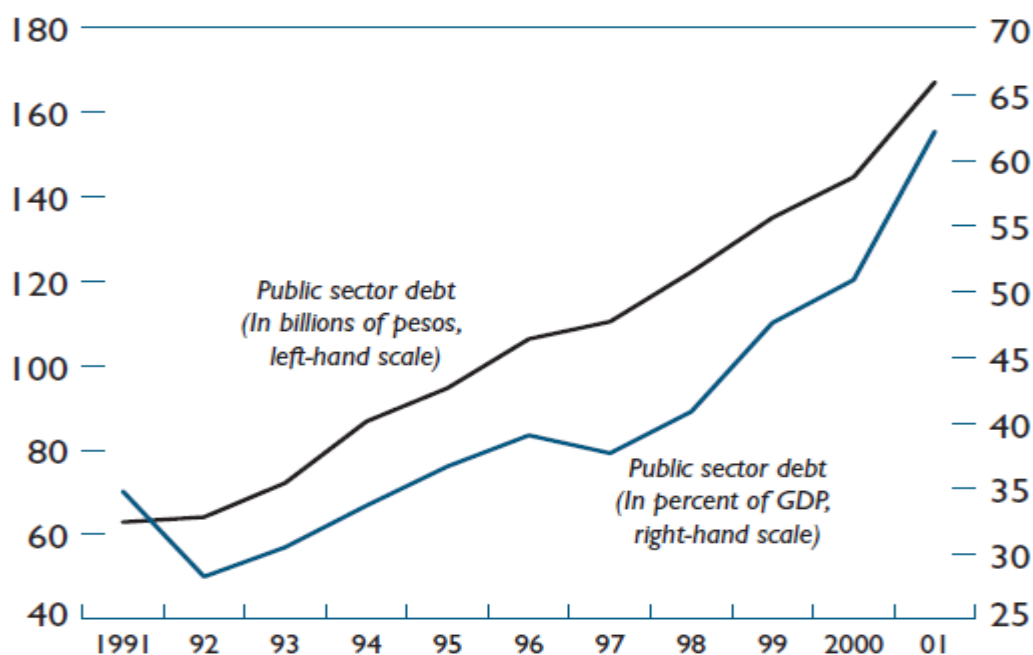
3.3.2 Συμπεράσματα από την κρίση της Αργεντινής

Τα συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν από την κρίση της Αργεντινής είναι πολυδιάστατα. Το πρώτο σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι η υιοθέτηση μιας σταθερής ισοτιμίας και η πρόσδεση του εγχωρίου νομίσματος μιας περιφερειακής χώρας με το νόμισμα μιας ισχυρής χώρας –και μάλιστα, της ισχυρότερης οικονομίας στον κόσμο- απαιτεί από την χώρα να λάβει μέτρα ώστε κάθε φορά να μπορεί να υποστηρίξει την εν λόγω πρόσδεση. Στην περίπτωση της Αργεντινής, ενώ απαιτούνταν μια σειρά από δομικές αλλαγές στο θεσμικό περιβάλλον της χώρας, αυτές οι αλλαγές δεν πραγματοποιήθηκαν (Corrales, 2002, Spiller & Tommasi, 2003). Οι κυβερνήσεις στην Αργεντινή και συνολικά οι θεσμοί της χώρας είχαν μια βραχυπρόθεσμη οπτική, με στόχο την εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους, χωρίς μακροπρόθεσμη στρατηγική (Powell, 2002). Σύμφωνα με τους Jones et al. (2001) και τους Bambaci, Spiller & Tommasi (2001), οι πολιτικοί στην Αργεντινή λάμβαναν αποφάσεις με γνώμονα το πολιτικό τους συμφέρον και την επανεκλογή τους, ενώ τα θεσμικά όργανα λειτουργούσαν με ερασιτεχνισμό, λαμβάνοντας αποφάσεις καθ' υπόδειξη του πολιτικού συστήματος. Όπως αναφέρουν οι Spiller & Urbiztondo (1994), όταν η πολιτική ηγεσία μιας χώρας έχει ως κύριο γνώμονα αποφάσεων το πολιτικό της συμφέρον και την επανεκλογή της, τότε μειώνεται η ποιότητα του γραφειοκρατικού μηχανισμού του κράτους (διευθυντές υπουργείων και οργανισμών, κτλ.), διότι οι κυβερνήσεις διορίζουν άτομα του κομματικού τους μηχανισμού σε θέσεις ευθύνης και λήψης αποφάσεων, με αποτέλεσμα ο κρατικός μηχανισμός να μην λειτουργεί υπεύθυνα και με μακροπρόθεσμο ορίζοντα για το συμφέρον της χώρας.

Ενώ η χώρα είχε αποφασίσει τη σύνδεσή της με το δολάριο ΗΠΑ, ωστόσο δεν είχε αναμορφώσει το οικονομικό της σύστημα, δεν είχε απελευθερώσει την αγορά εργασίας, δεν είχε προβεί σε παραγωγικό μετασχηματισμό και δεν είχε ως στόχο τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων που θα μπορούσαν να τη στηρίξουν σε μια διαταραχή της οικονομίας. Αντιθέτως, οι κυβερνήσεις είχαν ένα πρόγραμμα μεγάλων παροχών και δεν είχαν προβεί σε έλεγχο της τεράστιας φοροδιαφυγής (IMF, 2004).

Όπως καταγράφεται στο ακόλουθο σχήμα (σχήμα 4), το δημόσιο χρέος της χώρας αύξανε κάθε χρόνο και ειδικά μετά το 1997 εκτοξεύθηκε. Με ένα τέτοιο ύψος χρέους, οι διεθνείς επενδυτές αμφισβήτησαν, πλέον, τη δυνατότητα της Αργεντινής

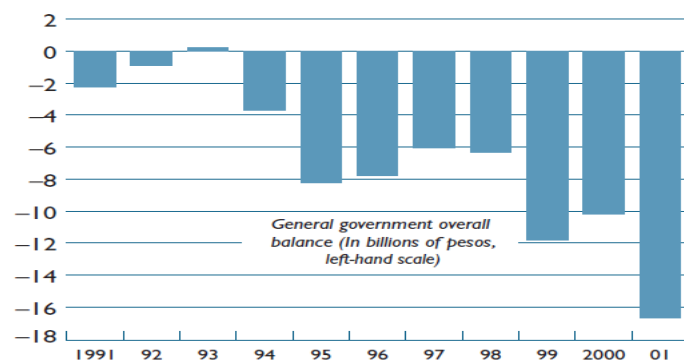
να αποπληρώσει το χρέος, με αποτέλεσμα να αυξηθούν πολύ τα επιτόκια δανεισμού της χώρας.



Σχήμα 4. Δημόσιο χρέος Αργεντινής, 1991-2001, σε πέσο και επί τοις εκατό του ΑΕΠ

Πηγή: IMF, 2004, σ. 28

Ταυτόχρονα, η χώρα, λόγω των προαναφερόμενων πολιτικών, μετά το 1993 άρχισε να καταγράφει συνεχώς έλλειμμα γενικής κυβέρνησης, όπως καταγράφεται στο σχήμα 5. Η συνεχής αύξηση των ελλειμμάτων είχε ως αποτέλεσμα την ακόμη μεγαλύτερη δυσχέρεια εξεύρεσης κεφαλαίων, αφού το νέο έλλειμμα της κάθε χρονιάς αυξάνει το δημόσιο χρέος.



Σχήμα 5. Έλλειμμα γενικής κυβέρνησης Αργεντινής, 1991- 2001

Πηγή: IMF, 2004, σ. 28

Ένα μεγάλο πλήγμα για τη χώρα ήταν ότι συνέβη η κρίση στο Βραζιλιάνικο ρεάλ, η οποία μείωσε σε σημαντικό βαθμό τις εξαγωγές της Αργεντινής προς τη Βραζιλία, η οποία ήταν ισχυρός εμπορικός της εταίρος. Ταυτόχρονα, καταγράφηκε αύξηση της ισοτιμίας του δολαρίου ΗΠΑ έναντι των άλλων νομισμάτων, άρα ανατιμήθηκε και το νόμισμα της Αργεντινής, αφού ήταν συνδεδεμένο με το δολάριο. Έτσι, η κρίση της Αργεντινής, σύμφωνα με τον Powell (2002) είναι ένας συνδυασμός κακών οικονομικών μεγεθών, κακών αποφάσεων και κακής συγκυρίας. Άρα, η κρίση στην Αργεντινή θα μπορούσε να είχε αποφευχθεί εάν είχαν ληφθεί διαφορετικές αποφάσεις που θα μείωναν το τόσο μεγάλο χρέος και δεν θα επέτρεπαν την καταγραφή ελλειμμάτων.

3.4 Συμπεράσματα από τις συναλλαγματικές κρίσεις νομισμάτων σταθερής ισοτιμίας

Η ανάλυση των συναλλαγματικών κρίσεων στα νομίσματα με σταθερή ισοτιμία κατέδειξε μια σειρά από κοινά στοιχεία. Πρώτον, ο καθορισμός του ύψους της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας διαμορφώνεται βάσει των μακροοικονομικών μεγεθών των οικονομιών. Ως εκ τούτου, όταν προκύπτει μια μεταβολή στα εν λόγω μεγέθη, ενώ σε μια κυμαινόμενη ισοτιμία θα υπήρχε μεταβολή στο ύψος της ισοτιμίας, στην περίπτωση των σταθερών ισοτιμιών θα πρέπει να υπάρχει λήψη μέτρων ώστε τα μακροοικονομικά μεγέθη να επανέλθουν στο πρότερο επίπεδο. Για παράδειγμα, εάν η κυβέρνηση μιας χώρας αποφασίζει να εφαρμόσει επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, αυτό θα επιφέρει αύξηση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, εάν η εν λόγω επεκτατική πολιτική χρηματοδοτείται από εξωτερικό δανεισμό, ή από μείωση των αποταμιεύσεων σε περίπτωση που η χρηματοδότηση προέρχεται από εγχώριο δανεισμό. Σε κάθε περίπτωση, εν λόγω απόφαση θα επιφέρει αύξηση στις εγχώριες τιμές, που, με τη σειρά της, θα δημιουργήσει απώλεια της ανταγωνιστικότητας της χώρας. Με αυτό το δεδομένο, η πραγματική ισοτιμία θα μεταβληθεί και δεν θα είναι αντίστοιχη της καθορισμένης ονομαστικής ισοτιμίας. Προκειμένου να υποστηρίξει την ισοτιμία, η χώρα θα αναγκαστεί να πωλήσει ένα μέρος των συναλλαγματικών της διαθεσίμων, τα οποία, όμως είναι περιορισμένα. Έτσι, οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάγματος, διαβλέποντας ότι η χώρα δεν θα μπορεί να υποστηρίξει την ισοτιμία, προβαίνουν σε

πωλήσεις του νομίσματός της, με αποτέλεσμα την δημιουργία συναλλαγματικής κρίσης.

Μια δεύτερη περίπτωση των κρίσεων συναλλαγματικής ισοτιμίας σε νομίσματα με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία είναι η μεταβολή των οικονομικών μεγεθών στις λοιπές χώρες. Όπως αναφέρθηκε στην περίπτωση της Αργεντινής, η χώρα θα μπορούσε να έχει μια εισροή κεφαλαίου από τις εξαγωγές της προς τη Βραζιλία που ήταν ο μεγαλύτερος εμπορικός της εταίρος. Ωστόσο, η κρίση στη Βραζιλία μείωσε τις εν λόγω εξαγωγές της Αργεντινής, στερώντας της τη δυνατότητα να μπορεί να βελτιώσει το εμπορικό της ισοζύγιο και κατ' επέκταση το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της. Επίσης, η ενίσχυση του δολαρίου ΗΠΑ επέφερε αυτόματα μια ενίσχυση του πέσο Αργεντινής, άρα η χώρα απώλεσε ένα μέρος της διεθνούς ανταγωνιστικότητά της.

Μια ακόμη παράμετρος των συναλλαγματικών κρίσεων στην σταθερή ισοτιμία μιας χώρας είναι το εάν υπάρχει η δυνατότητα ελέγχου των λοιπών κυβερνήσεων για τις μακροοικονομικές αποφάσεις της χώρας. Όπως αναλύθηκε στην περίπτωση του Bretton Woods, οι Ευρωπαϊκές χώρες δεν είχαν ουσιαστική δυνατότητα παρέμβασης στις αποφάσεις των ΗΠΑ για επέκταση του δανεισμού τους, ώστε να χρηματοδοτηθεί ο πόλεμος του Βιετνάμ, με αποτέλεσμα να σταματήσουν να έχουν εμπιστοσύνη στη δυνατότητα των ΗΠΑ να υποστηρίξουν την ισοτιμία του δολαρίου με τον χρυσό.

Άρα, οι συναλλαγματικές κρίσεις στα νομίσματα με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία διακρίνονται από το ότι οι χώρες δεν μπορούν να υποστηρίξουν το επίπεδο της καθορισμένης ισοτιμίας, είτε λόγω αποφάσεων των κυβερνήσεων ως προς τα μακροοικονομικά μεγέθη, είτε λόγω των διεθνών οικονομικών συνθηκών. Δύο είναι οι κύριες παράμετροι που μπορούν να επισημανθούν ως κοινές σε αυτού του είδους τις συναλλαγματικές κρίσεις. Η πρώτη παράμετρος αφορά στην ίδια τη χώρα και κυρίως στις κυβερνητικές αποφάσεις. Εάν οι όποιες κυβερνητικές αποφάσεις δεν λαμβάνονται με γνώμονα τη σταθερή ισοτιμία και με προϋπόθεση την τήρησή της, τότε καταγράφεται ανισορροπία μεταξύ ονομαστικής και πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η δεύτερη παράμετρος αφορά στο διεθνές περιβάλλον και τη χρηματαγορά. Εάν οι συμμετέχοντες στη χρηματαγορά θεωρούν ότι οι κυβερνήσεις δεν θα λάβουν μέτρα ώστε να επαναφέρουν την οικονομία σε επίπεδο ισορροπίας με την καθορισμένη ισοτιμία, τότε προβαίνουν σε πωλήσεις του νομίσματος, προεξοφλώντας την εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας.

Ακολούθως, παρατίθεται συνοπτικός πίνακας με την περιγραφή των κρίσεων σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Πίνακας 3. Κρίσεις σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών

Περιστατικό κρίσης	Περιγραφή κρίσης	Αιτίες κρίσης	Συνέπειες κρίσης
Κρίση Bretton Woods, 1971	Το δολάριο ΗΠΑ έγινε το κεντρικό αποθεματικό νόμισμα παγκοσμίως, είχε καθορισμένη τιμή μετατρεψιμότητας με χρυσό και κάθε χώρα καθόριζε την συναλλαγματική της ισοτιμία με το δολ. ΗΠΑ. Το 1971 διεκόπη η μετατρεψιμότητα σε χρυσό και η συμφωνία του Bretton Woods κατέρρευσε.	Οι ΗΠΑ άρχισαν να σωρεύουν δημοσιονομικό έλλειμμα, κυρίως λόγω του πολέμου του Βιετνάμ, με αποτέλεσμα να υπάρχουν φόβοι για το κατά πόσο μπορούσαν να υποστηρίξουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και την μετατρεψιμότητα του νομίσματος με χρυσό. Οι ΗΠΑ προέβησαν σε νομισματοποίηση του χρέους, με αποτέλεσμα την ισχυροποίηση των φόβων για υποτίμηση του δολαρίου.	Εγκαταλείφθηκε η μετατρεψιμότητα σε χρυσό, με αποτέλεσμα ο καθορισμός της νομισματικής πολιτικής των ΚΤ να γίνεται ανεξάρτητα από το απόθεμα των χωρών σε χρυσό. Το δολ. ΗΠΑ παρέμεινε ως κεντρικό αποθεματικό νόμισμα. Το χρέος και το έλλειμμα των ΗΠΑ αυξήθηκε.
Κρίση Αργεντινής, 2001-2002	Η Αργεντινή εγκατέλειψε την σταθερή ισοτιμία με το δολ. ΗΠΑ	Η κυβέρνηση, προκειμένου να συγκρατήσει τον πληθωρισμό, θέσπισε μετατρεψιμότητα του πέσο με το δολ. ΗΠΑ με ένα-προς-ένα. Μεγάλη αύξηση του κόστους δανεισμού, λόγω εξωγενών συνθηκών. Μεγάλη αύξηση του χρέους, εκτεταμένη φοροδιαφυγή και διόγκωση ελλειμμάτων οδήγησαν σε εκτόξευση των επιτοκίων δανεισμού, με αποτέλεσμα την εγκατάλειψη της ισοτιμίας.	Μεγάλη απώλεια του ΑΕΠ, εκτόξευση της ανεργίας, δραματική μείωση των καταθέσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ

4.1. Κρίση δολαρίου ΗΠΑ 1987

4.1.1. Επισκόπηση της κρίσης δολαρίου ΗΠΑ 1987

Μετά το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου πολέμου, οι ευρωπαϊκές οικονομίες γνώρισαν μια οικονομική άνοδο που διήρκεσε μέχρι τις αρχές του 1970. Το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που υιοθετήθηκε με την δημιουργία του ΔΝΤ και η αποδοχή της Γενικής Συμφωνίας Δασμών και Εμπορίου της *GATT* από πολλά κράτη δημιούργησαν θετικές προσδοκίες στους επενδυτές. Αυτό το κλίμα οδήγησε σε αύξηση των επενδύσεων και της απασχόλησης. Οι ανεπτυγμένες χώρες χρησιμοποιούσαν επεκτατικές νομισματικές πολιτικές για να προσφέρουν απασχόληση, αλλά αυτό αύξησε τον παγκόσμιο πληθωρισμό. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 δημιουργήθηκε συναλλαγματική αστάθεια, λόγω του ότι το σύστημα των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών αντιμετώπισε οικονομικές κρίσεις.

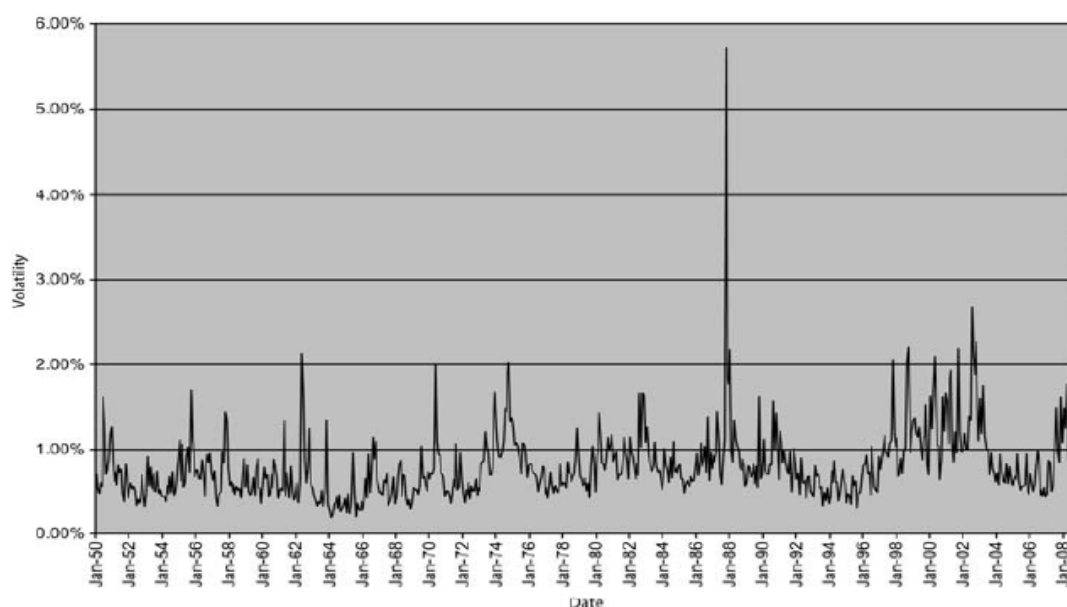
Λόγω των δύο πετρελαϊκών κρίσεων 1973 και 1979 η αξία του δολαρίου αυξήθηκε σημαντικά έναντι των άλλων νομισμάτων, επειδή οι πετρελαϊκές συναλλαγές γίνονταν σε δολάριο. Είναι μάλλον απίθανο να μπορούσαν οι βιομηχανικές χώρες να διατηρήσουν σταθερές τις συναλλαγματικές ισοτιμίες με τον πληθωρισμό που προκάλεσαν οι πετρελαϊκές κρίσεις. Από το 1981 έως το 1985 το εμπορικό ισοζύγιο των ΗΠΑ ήταν ελλειμματικό, ενώ το δολάριο συνέχιζε την ανοδική του πορεία έναντι των άλλων νομισμάτων λόγω της κερδοσκοπίας. Τα αποτελέσματα της αμερικάνικης δημοσιονομικής επέκτασης μετά το 1981 δείχνουν τις σταθεροποιητικές ιδιότητες των κυμαινόμενων ισοτιμιών. Οι βιομηχανικές οικονομίες δεν θα ξεπερνούσαν εύκολα τις δύο πετρελαϊκές κρίσεις, αν ήταν υποχρεωμένες να διαφυλάξουν τις σταθερές ισοτιμίες των νομισμάτων τους. Η απουσία ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων θα οδηγούσε σε κερδοσκοπικές επιθέσεις.

Με τις κυμαινόμενες ισοτιμίες πολλές χώρες μπόρεσαν να περιορίσουν τους ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων που είχε επιβληθεί παλαιότερα. Τον Σεπτέμβριο του 1985 συναντήθηκαν οι Υπουργοί Οικονομικών των πέντε πλουσιότερων χωρών ΗΠΑ, Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία , Ηνωμένο Βασίλειο και αποφάσισαν να μειώσουν την τιμή του αμερικάνικου νομίσματος , ακολουθώντας παρεμβατική πολιτική στις αγορές συναλλάγματος.

Το Φεβρουάριο του 1987 επτά πλουσιότερες βιομηχανικές χώρες, συναντήθηκαν στο Παρίσι και αποφάσισαν να σταματήσουν την περαιτέρω διολίσθηση του δολαρίου σταθεροποιώντας το δολάριο μέσα σε μια ζώνη $\pm 5\%$. Το δολάριο παράμεινε σταθερό μέχρι τον Οκτώβριο του 1987, όταν ξέσπασε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η γνωστή ως «Μαύρη Δευτέρα».

Μια αλυσιδωτή αντίδραση της αγωνίας της αγοράς προκάλεσε κατακόρυφη πτώση στα παγκόσμια χρηματιστήρια μέσα σε λίγες ώρες . Στις Ηνωμένες Πολιτείες ο δείκτης του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (Dow Jones Industrial Average) υποχώρησε 22,6 % , που παραμένει η μεγαλύτερη ημερήσια πτώση στην ιστορία των χρηματιστηρίων.

Όπως καταγράφεται στο ακόλουθο σχήμα, η τόσο μεγάλη πτώση συνοδεύθηκε από τεράστια αύξηση της μεταβλητότητας, άνω του 5%, κάτι που δεν είχε ιστορικό προηγούμενο.



Σχήμα 6. Μεταβλητότητα χρηματιστηρίου ΗΠΑ

Πηγή: McKeon & Netter, 2009, σ. 132

Τα γεγονότα της Μαύρης Δευτέρας είναι χρήσιμα στο να υπογραμμίσουν την έννοια της παγκοσμιοποίησης, η οποία ήταν καινούρια εκείνη την εποχή, αποδεικνύοντας ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές σε όλο τον κόσμο είχαν γίνει αλληλένδετες και τεχνολογικά διασυνδεδεμένες. Πολλές χώρες εφάρμοσαν επεκτατικές νομισματικές πολιτικές για να μην επηρεαστεί η παγκόσμια οικονομία από την επερχόμενη οικονομική ύφεση. Η αύξηση όμως του πληθωρισμού στη δεκαετία του 1990 τις ανάγκασε να ακολουθήσουν περιοριστικές νομισματικές πολιτικές. Η σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών εγκαταλείφθηκε ως στόχος πολιτικής της δεκαετίας 1990 και 2000. Οι κυβερνήσεις επεδίωξαν να δημιουργήσουν συνθήκες κατάλληλες για οικονομική ανάπτυξη.

Μετά το 2000 διευρύνθηκαν δραματικά οι διεθνείς εξωτερικές ανισοροπίες. Στο ακόλουθο σχήμα γίνεται αποτύπωση της εξέλιξης της ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου και της διαφοράς των τριμηνιαίων επιτοκίων. Έως το προηγούμενο έτος, οι δύο μεταβλητές φαίνεται ότι συσχετίζονται έντονα. Αυτό δεν πρέπει να αποτελεί μια πλήρη έκπληξη. Σε έναν παγκοσμιοποιημένο κόσμο, οι διαφορές των επιτοκίων επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις αγορές συναλλάγματος και μπορούμε να υποθέσουμε ότι οι προθεσμιακές ισοτιμίες του ευρώ και του δολαρίου καταγράφουν τα μέσα επίπεδα του αντίστοιχου μέρους των δύο καμπύλων αποδόσεων. Από το 2005, οι αλλαγές στις αναμενόμενες νομισματικές πολιτικές φαίνεται ότι αποτέλεσαν την κινητήρια δύναμη των πρόσφατων συναλλαγματικών διακυμάνσεων - τουλάχιστον μέχρι το προηγούμενο έτος.

Στη συνέχεια, η συσχέτιση μεταστρέφεται. Αλλά αυτό δεν είναι εντελώς εκπληκτικό. Σε τελική ανάλυση, υποτίθεται ότι τα επιτόκια επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Οι έμποροι νομισμάτων δανείζονται σε νόμισμα χαμηλού επιτοκίου και δανείζουν με ένα υψηλότερο επιτόκιο. Με αυτόν τον τρόπο, ωθούν την αξία του πρώτου προς τα κάτω έναντι του τελευταίου. Αυτό όμως απαιτεί ότι ο δανεισμός είναι σχετικά εύκολος και ότι οι συναλλαγματικοί κίνδυνοι (ή η αποστροφή κινδύνου) είναι χαμηλοί. Τι συμβαίνει εάν καταστραφούν αυτές οι καταστάσεις; Η επίδραση των διαφορών επιστροφής θα ξαφνικά μειωθεί.

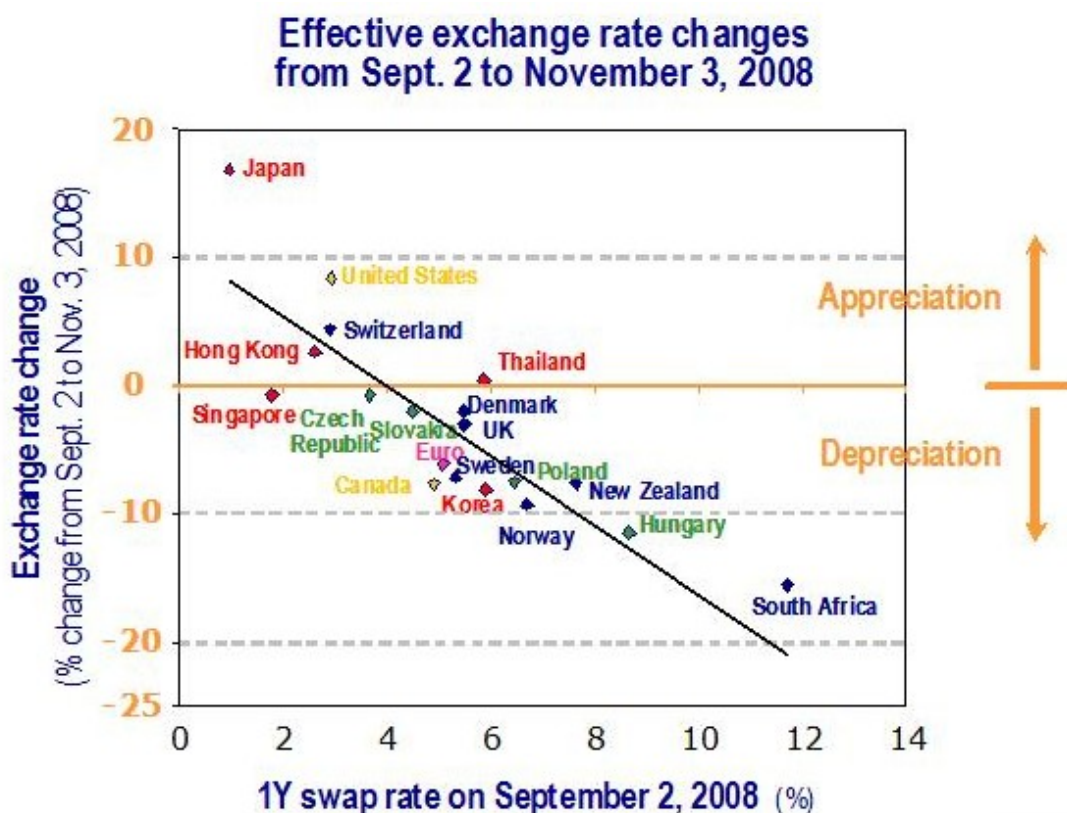


Σχήμα 7. Εξέλιξη της ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου και της διαφοράς των τριμηνιαίων επιτοκίων

Πηγή: Brender, Gagna & Pisani, 2009

Μήπως η διακοπή της συμπεριφοράς ανάληψης κινδύνων που έλαβε η χώρα κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης επηρέασε τις αγορές συναλλάγματος; Αν η επιρροή των διαφορών στις αναμενόμενες αποδόσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι συνάρτηση μειωμένης αποστροφής έναντι του κινδύνου, μια βίαιη αύξηση της αποστροφής έναντι του κινδύνου θα επιδεινώσει το υψηλότερο επιτόκιο των επιτοκίων έναντι των χαμηλότερων επιτοκίων. Το σχήμα 8 δείχνει τι συνέβη το περασμένο φθινόπωρο για περίπου σε είκοσι νομίσματα. Δίνει το επίπεδο του επιτοκίου ενός έτους στις αρχές Σεπτεμβρίου 2008 και την μεταβολή της ονομαστικής πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας τους κατά τους επόμενους δύο μήνες. Η σχέση είναι σαφής όσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο πριν από το σοκ, τόσο μεγαλύτερη είναι η ακόλουθη πτώση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η σημαντική ανατίμηση των χαμηλών αποδόσεων νομισμάτων του δολαρίου και του γιεν, ιδίως

μετά την πτώχευση της Lehman Brothers, φαίνεται να ήταν η άμεση συνέπεια της απότομης αύξησης της αποστροφής έναντι του κινδύνου. Η μετακίνηση του ευρώ εμπίπτει επίσης σε αυτή την παγκόσμια εικόνα



Σχήμα 8. Μεταβολή ισοτιμίας νομισμάτων από 2/9 έως 3/11 2008

Πηγή: Brender, Gagna & Pisani, 2009

4.1.2. Συμπεράσματα από την κρίση δολαρίου ΗΠΑ 1987

Η κρίση του δολαρίου ΗΠΑ το 1987 έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά από την κρίση της Αργεντινής που προαναφέρθηκε, κυρίως λόγω του ότι οι ΗΠΑ ήταν η μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο, ενώ η Αργεντινή είναι μια χώρα της περιφέρειας. Ωστόσο, και στις δύο περιπτώσεις μπορούν να διαπιστωθούν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά. Αυτό που σημειώθηκε και στις δύο χώρες ήταν μια εκροή κεφαλαίου, η οποία είχε ως αποτέλεσμα τη μεταβολή των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Ωστόσο, στην περίπτωση της Αργεντινής η εκροή κεφαλαίου επέφερε σημαντική κρίση στο συνολικό τραπεζικό σύστημα της χώρας (De la Torre, Yeyati &

Schmukler, 2002), ενώ στην περίπτωση των ΗΠΑ η κεντρική τράπεζα ήταν σε θέση να διασφαλίσει ότι το τραπεζικό σύστημα ήταν ευσταθές, αφού η ίδια θα λειτουργούσε ως τράπεζα έσχατης καταφυγής. Η λειτουργία της κεντρικής τράπεζας ως τελικού χρηματοδότη των τραπεζών, σε περίπτωση που αυτές έχουν κεφαλαιακή δυσχέρεια, ή υπάρχει μεγάλη ανάληψη καταθέσεων, λειτουργεί ως μηχανισμός καθησυχασμού των καταθετών και αποτρέπει την επέκταση και μετάδοση της κρίσης (Temzelides, 1997). Ως εκ τούτου, η ευστάθεια του τραπεζικού συστήματος επιτρέπει σε μια χώρα να επιτύχει οικονομική ανάπτυξη (Beck, Levine & Loyaza, 2000), ακόμη και εάν εμφανιστεί μια απροσδόκητη κρίση. Άρα, η παρέμβαση της FED επέτρεψε στις ΗΠΑ να αποκτήσουν ξανά ανάπτυξη, ενώ αντιθέτως στην Αργεντινή οι τράπεζες κατέρρευσαν, με αποτέλεσμα τη συνολική κατάρρευση της οικονομίας.

Ένα ακόμη συμπέρασμα από την κρίση του δολαρίου ΗΠΑ είναι ότι οι εισροές κεφαλαίων μπορούν να επιτρέψουν σε μια οικονομία να ξεπεράσει την κρίση. Ενώ στην περίπτωση της Αργεντινής –όπως και στην περίπτωση των ασιατικών χωρών που θα εξεταστούν σε επόμενο κεφάλαιο– τα κεφάλαια που εξήλθαν από τη χώρα δεν επανήλθαν σε αυτή και υπήρξε απότομη διακοπή της εισροής νέων κεφαλαίων (Cottarelli & Giannini, 2002), αντιθέτως στην περίπτωση των ΗΠΑ, οι επενδυτές μετά από σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα επέστρεψαν, αφού το 1988 το δολάριο ΗΠΑ σταμάτησε να υποτιμάται και το καλοκαίρι του 1989 το χρηματιστήριο είχε ανακτήσει πλήρως τα προ της κρίσης επίπεδα (Mundell, 1992). Ως εκ τούτου συμπεραίνεται ότι ακόμη και σε περίπτωση εμφάνισης μιας κρίσης, εάν η οικονομία έχει παραγωγικές δυνάμεις τότε η ισοτιμία της θα ενδυναμωθεί.

4.2. Ασιατική κρίση

4.2.1. Επισκόπηση Ασιατικής κρίσης

Οι χώρες της Ανατολικής Ασίας έχουν μεγάλη σημασία στην παγκόσμια οικονομία. Θεωρούνται ως παράδεισος των ξένων επενδυτών, προσφέροντας πολλές ευκαιρίες για απασχόληση. Από το 1980 και μετά η μεγαλύτερη ήπειρος η Ασία, αναπτύχθηκε γρηγορότερα από τις άλλες. Οι χώρες όπως η Σιγκαπούρη, η Ταϊβάν η Νότια Κορέα και το Χονγκ-Κονγκ εξέπληξαν με την ταχύτατη οικονομική τους ανάπτυξη, γι αυτό και οι χώρες αυτές ονομάστηκαν **Ασιατικές Τίγρεις**. Για τρεις δεκαετίες πριν την χρηματοπιστωτική κρίση στην Ασία, την Ινδονησία, την Κορέα

την Μαλαισία και την Ταϊλάνδη, υπήρξε ένα εντυπωσιακό ρεκόρ των επιδόσεων ταχείας οικονομικής ανάπτυξης, χαμηλού πληθωρισμού, μακροοικονομικής σταθερότητας και ισχυρής δημοσιονομικής σχέσης, υψηλά ποσοστά αποταμίευσης. Η ανάπτυξη των οικονομιών της ανατολικής Ασίας απέδειξε ότι είναι δυνατή η ταχεία ανάπτυξη μιας χώρας. Χαρακτηριστικό της επιτυχίας ήταν το υψηλό ποσοστό αποταμίευσης και η εκπαίδευση, στην οποία είχαν δώσει μεγάλη έμφαση.

Από το 1987 η κεντρική τράπεζα της Ταϊλάνδης είχε καθορίσει την συναλλαγματική ισοτιμία σε 25 μπατ ανά δολάριο. Η σταθερή ισοτιμία και τα υψηλά επιτόκια προσέλκυσαν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια με αποτέλεσμα το 1996 ο εξωτερικός δανεισμός που αντικατόπτριζε το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών να είναι το 8% του ΑΕΠ.

Η νομισματική κρίση της Ανατολικής Ασίας ξεκίνησε στην Ταϊλάνδη στο τέλος Ιουνίου 1997 και σταθεροποιήθηκε κατά το τελευταίο τρίμηνο 1998. Στη διάρκεια του 1996 είχαν κτιστεί υπερβολικά πολλοί ουρανοξύστες για γραφεία. Πρώτα η κτηματαγορά και μετά το χρηματιστήριο άρχισαν να πέφτουν. Κάποιοι οικονομολόγοι υποστήριξαν ότι τα αναμενόμενα μελλοντικά ελλείμματα ήταν ένας βασικός παράγοντας που οδήγησε στην ασιατική νομισματική κρίση (APECSC, 2000).

Στις αρχές του 1997 οι κερδοσκόποι περιμένοντας μια πιθανή υποτίμηση του μπατ οδήγησαν σε απώλεια των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Ο τραπεζικός τομέας βρέθηκε στα πρόθυρα της χρεοκοπίας λόγω επισφαλών δανείων σε άτομα εντός τραπεζικού τομέα. Οι οικονομίες της Ασίας αντιμετώπισαν σοβαρή χρηματοπιστωτική κρίση. Οι αδυναμίες των οικονομιών ήταν αρκετές για να οδηγήσουν στην κρίση.

Η κρίση του Ταϊλανδέζικου μπατ μπορεί να αναλυθεί στο πλαίσιο υποδείγματος τρίτης γενιάς. Αιτία της κρίσης ήταν η ανισορροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Οι ισολογισμοί των εμπορικών τραπεζών και επιχειρήσεων εμφάνιζαν μια κατάσταση ανισορροπίας, αφού οι εμπορικές τράπεζες δανείζονταν βραχυπρόθεσμα σε συνάλλαγμα και δάνειζαν μακροπρόθεσμα σε εγχώριο νόμισμα., ενώ οι επιχειρήσεις δανείζονταν σε συνάλλαγμα και αποκόμιζαν κέρδη σε εγχώριο νόμισμα. Το γεγονός αυτό δυσκόλεψε την χρηματοδότηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών.

Επίσης αιτία της κρίσης ήταν η εξάρτηση από επενδύσεις ξένου κεφαλαίου, η ανεπάρκεια συναλλαγματικών αποθεμάτων, αλλά και η μεγάλη διασύνδεση μεταξύ

του πολιτικού συστήματος και του χρηματοπιστωτικού τομέα. Όπως τονίζουν οι Corsetti, Pesenti & Roubini (1999), οι κυβερνήσεις, θέλοντας να ισχυροποιήσουν τη θέση τους, αφ' ενός άφησαν χωρίς κανένα έλεγχο την εισροή διεθνών κεφαλαίων και αφ' ετέρου εγγυήθηκαν τα χορηγούμενα δάνεια, με αποτέλεσμα να δίδονται πιστώσεις αφειδώς, γεγονός που οδήγησε σε δημιουργία φαινομένων φούσκας στις αξίες, χωρίς ωστόσο να υπάρχει αύξηση του ακαθάριστου σχηματισμού κεφαλαίου.

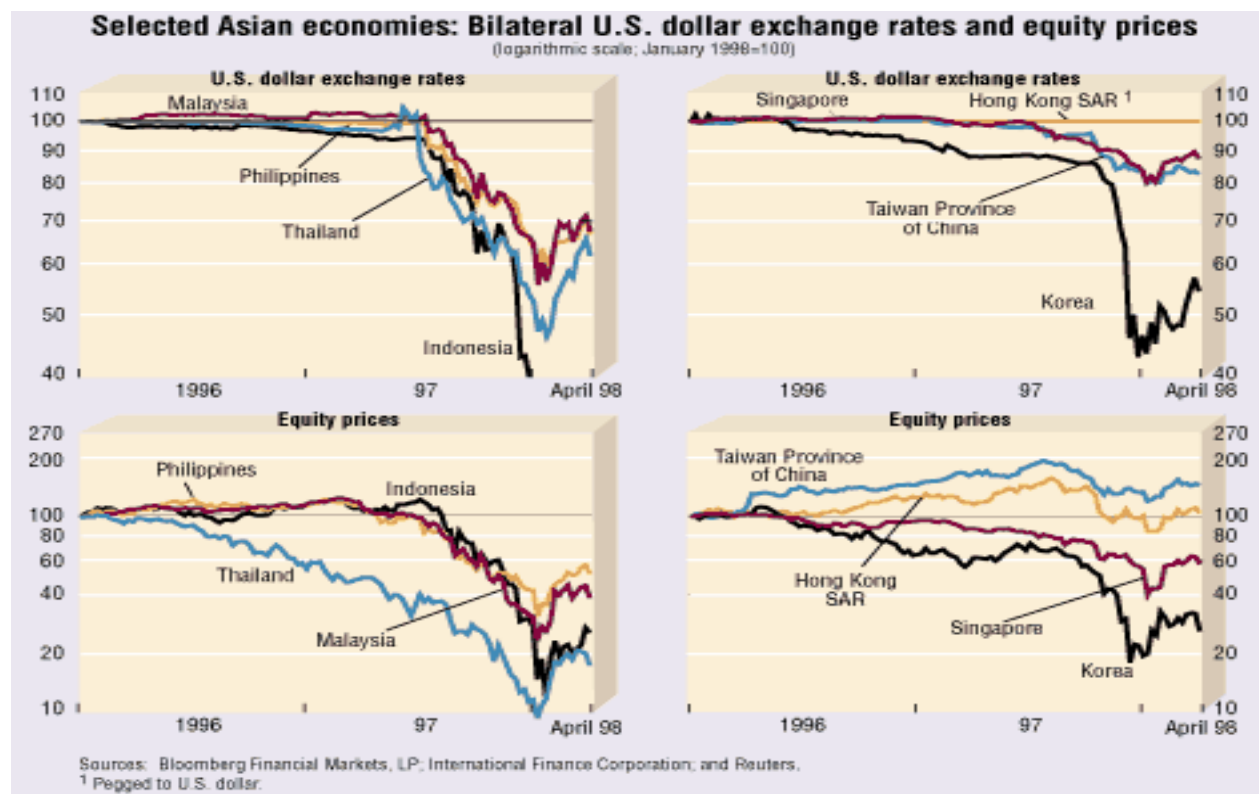
Η ταυτόχρονη ύφεση στις οικονομίες της Ανατολικής Ασίας επιδείνωσε τα προβλήματα και οδήγησε σε απότομη μείωση του πραγματικού ΑΕΠ. Η επιβράδυνση της ανάπτυξης, το μεγάλο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, τα προβλήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, δημιούργησαν προσδοκίες για υποτίμηση του νομίσματος, και το μπατ μπήκε στο στόχαστρο των κερδοσκόπων. Όλες οι προσπάθειες για να κρατηθεί σταθερή η συναλλαγματική ισοτιμία έναντι του δολαρίου είχαν αποτύχει. Πολλά νομίσματα κυρίως της Νοτιοανατολικής Ασίας έχασαν πάνω από το 60% της αξία τους έναντι του δολαρίου (APECSC, 2000). Το Χονγκ-Κονγκ μετά την κρίση υπέστη αρκετές δοκιμασίες. Την κατάσταση της οικονομικής ανάπτυξης διαδέχθηκε η κρίση, με εκτοπισμό των επενδύσεων και μείωση της κατανάλωσης. Οι επιθέσεις αυτές οδήγησαν στη μεγάλη άνοδο των επιτοκίων και στη βαθιά ύφεση.

Η νομισματική κρίση προκάλεσε έκπληξη σε πολλούς παρατηρητές, επειδή οι χώρες είχαν θετική οικονομική ανάπτυξη και ταχύτατα οδηγήθηκαν στο οικονομικό χάος. Τα τρέχουσα μοντέλα είναι ανεπαρκή για να εξηγήσουν την κρίση στην Ασία. Μετά την Ασιατική κρίση οι διεθνείς επενδυτές έκλεισαν τις συναλλαγματικές θέσεις που διατηρούσαν στις αναδυόμενες αγορές. Η κρίση αυτή προκάλεσε μια ευρύτερη κρίση διεθνώς και σε χώρες μακρινές όπως η Ρωσία και η Βραζιλία. Η κρίση των αναδυόμενων αγορών, που άρχισε με την υποτίμηση του νομίσματος της Ταϊλάνδης, προκάλεσε πολλές επικρίσεις. Κάποιο δυτικοί κατηγορήσαν την πολιτική των Ασιατών όπου οι πολιτικοί είχαν στενές σχέσεις και επαφές με τους επιχειρηματίες.

Κάποιοι ηγέτες της Ασίας απέδωσαν την κρίση στις μηχανορραφίες των δυτικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και σχεδόν όλοι επέκριναν το ΔΝΤ. Η κρίση στην Ασία έπεισε σχεδόν όλους ότι υπάρχει ανάγκη επανεξέτασης των διεθνών νομισματικών σχέσεων. Ένας λόγος είναι ότι τα προβλήματα των ασιατικών χωρών φαίνεται ότι προέκυψαν από τις διασυνδέσεις τους με τις διεθνείς αγορές. Ο δεύτερος λόγος επανεξέτασης του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν η μεταδοτικότητα των κρίσεων μέσω των διεθνών χρηματαγορών.

Για να περιοριστεί η οικονομική ζημία που προκλήθηκε από την κρίση, οι πληγείσες χώρες θέσπισαν διορθωτικά μέτρα. Στο τελευταίο μέρος του 1997 και στις αρχές του 1998, το ΔΝΤ παρείχε 36 δισεκατομμύρια δολάρια για τη στήριξη μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων στις τρεις χώρες που επλήγησαν χειρότερα - Ινδονησία, Κορέα και Ταϊλάνδη. Το ΔΝΤ έδωσε αυτή την οικονομική στήριξη ως μέρος των διεθνών πακέτων υποστήριξης συνολικού ύψους σχεδόν 100 δισ. Δολαρίων (APECSC, 2000). Σε αυτές τις τρεις χώρες, δυστυχώς, ο αρχικός δισταγμός των αρχών σχετικά με την εισαγωγή μεταρρυθμίσεων και τη λήψη άλλων μέτρων για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης οδήγησε σε επιδείνωση της κρίσης προκαλώντας μείωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και χρηματιστηριακών αγορών που ήταν μεγαλύτερη από μια λογική εκτίμηση οικονομικών θεμελιωδών στοιχείων.

Αυτή η υπέρβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές επιδείνωσε τον πανικό και πρόσθεσε στις δυσκολίες τόσο στον εταιρικό όσο και στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Συγκεκριμένα, η τιμή του ξένου χρέους σε εθνικό νόμισμα αυξήθηκε απότομα. Ενώ οι αβεβαιότητες εξακολουθούν να υφίστανται στην Ινδονησία, ενισχύθηκαν οι δεσμεύσεις για την πραγματοποίηση μεταρρυθμίσεων προσαρμογής.



Σχήμα 9. Συναλλαγματικές ισοτιμίες ασιατικών χωρών και τιμές μετοχών, 1995-1998

Πηγή: IMF, 1998

4.2.1 Συμπεράσματα από την Ασιατική κρίση

Ένα από τα κυριότερα συμπεράσματα της Ασιατικής κρίσης είναι ότι η ισοτιμία δεν θα πρέπει να εκλαμβάνεται ως μια παράμετρος που καθορίζεται από τις αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών και την υιοθέτηση της αντίστοιχης νομισματικής πολιτικής, αλλά προσδιορίζεται τόσο από τις συνολικές αποφάσεις που αφορούν στην οικονομία μιας χώρας, όσο και από το διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Βασικός άξονας του προσδιορισμού τα συναλλαγματικής ισοτιμίας, όπως διαφάνηκε στην Ασιατική κρίση, αποτελούν οι ροές κεφαλαίων από και προς τις χώρες.

Όταν οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ότι μια χώρα που σωρεύει έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είτε θα πρέπει να προβεί σε δραστικά μέτρα περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής και σε πάγωμα των μισθών, ώστε να μειωθεί το έλλειμμα, είτε θα πρέπει να εγκαταλείψει την ισοτιμία (Krugman, 1979). Εάν οι κερδοσκόποι και επενδυτές αναμένουν ότι η κυβέρνηση δεν λαμβάνει περιοριστικά μέτρα αλλά αντιθέτως θα λάβει μέτρα επεκτατικής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, τότε πωλούν το νόμισμα της χώρας, αναμένοντας χαμηλότερα επιτόκια, με αποτέλεσμα τη μείωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η κυβέρνηση αναγκάζεται να πωλήσει ξένο νόμισμα χρησιμοποιώντας τα συναλλαγματικά της αποθέματα, ωστόσο αυτά δεν είναι άπειρα, με αποτέλεσμα τελικά να επέρχεται η υποτίμηση του νομίσματος (Obstfeld, 1994).

Ωστόσο, υπάρχουν και πρόσθετοι λόγοι, πέραν του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, που μπορούν να ωθήσουν σε μεταβολή των εισροών και εκροών κεφαλαίου από και προς μια χώρα. Οι διεθνείς επενδυτές τοποθετούν τα κεφάλαια σε μια χώρα αναμένοντας ανατίμηση του νομίσματος. Η εν λόγω ανατίμηση μπορεί να προέλθει είτε από την παραγωγική ενδυνάμωση της χώρας, με αύξηση του πλεονάσματος στο εμπορικό της ισοζύγιο, είτε λόγω ακριβώς της ίδιας της εισροής κεφαλαίων. Εάν η χώρα δεν καταφέρει να μετατρέψει τις αυξημένες εισροές κεφαλαίου σε παραγωγική δραστηριότητα, τότε η χώρα θα έχει αυξήσει το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, με αποτέλεσμα να οδηγηθεί σε υποτίμηση του νομίσματος. Άρα, οι διεθνείς επενδυτές αποχωρούν από τη χώρα και πλέον υπάρχει κρίση και στο τραπεζικό σύστημα. Αντίστοιχα, όπως σημειώνει ο Miller (1996), εάν προκύψει κρίση στην συναλλαγματική ισοτιμία τότε οι εγχώριοι καταθέτες θα προβούν σε μετατροπή των κεφαλαίων τους σε ξένο νόμισμα για να προστατευτούν από την υποτίμηση, άρα η υποτίμηση θα επέλθει ως αυτοεκπληρούμενη προφητεία.

Σύμφωνα με την ανάλυση των Corsetti, Pesenti & Roubini (1998), η ασιατική κρίση είναι αποτέλεσμα της αδυναμίας των χωρών να μετατρέψουν τις εισροές ξένου κεφαλαίου σε παραγωγική δυναμικότητα. Οι κυβερνήσεις των ασιατικών χωρών επέτρεψαν την ανεξέλεγκτη εισροή ξένων κεφαλαίων, που είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών των εγχωρίων περιουσιακών στοιχείων και αξιών (ακίνητα και μετοχές), χωρίς να λάβουν κανένα μέτρο περιορισμού των πληθωριστικών πιέσεων και επέτρεψαν να δημιουργηθεί κερδοσκοπία στις εγχώριες τιμές, χωρίς να αυξάνεται η πραγματική παραγωγική βάση της οικονομίας. Επίσης, οι συγγραφείς σημειώνουν ότι στην Ασιατική κρίση συντέλεσε η διαφθορά του πολιτικού συστήματος και η κακή ποιότητα διακυβέρνησης, που δεν έλαβε μέτρα ώστε να ελεγχθεί το τραπεζικό σύστημα και η λειτουργία των αγορών.

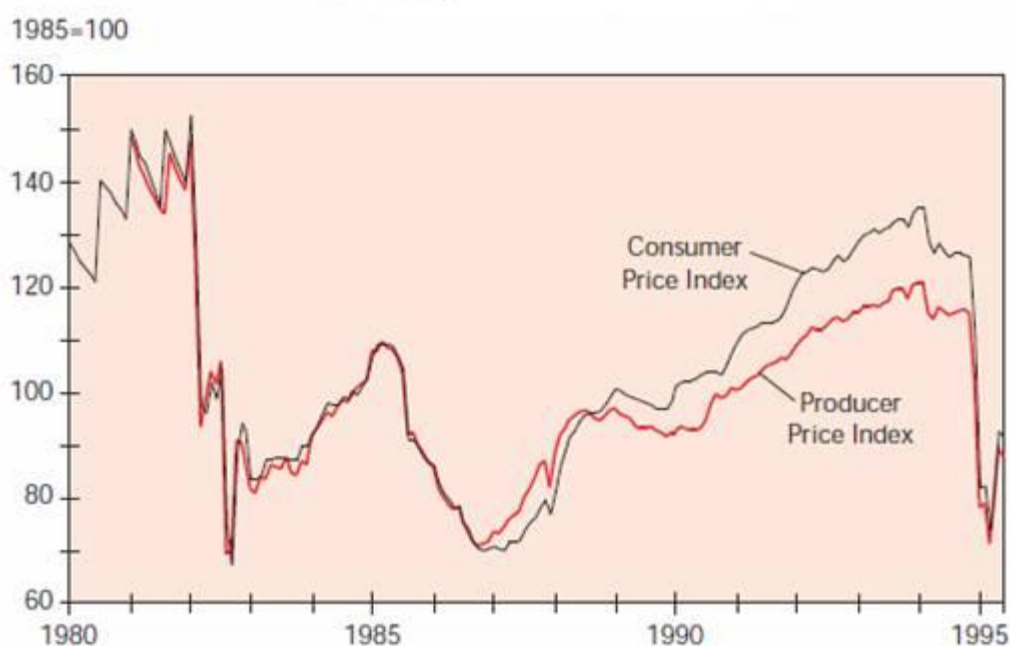
4.3 Κρίση στο Μεξικό

4.3.1 Επισκόπηση της κρίσης στο Μεξικό

Τα τελευταία χρόνια πολλές χώρες, κυρίως με αδύναμες οικονομικές δομές, δεν μπόρεσαν να ανταποκριθούν στη διεθνοποίηση των οικονομικών παραγόντων και βίωσαν μεγάλη πτώση στο επίπεδο ζωής των πολιτών τους. Μια από αυτές τις χώρες ήταν και το Μεξικό. Από τον Νοέμβριο του 1991, το Μεξικό είχε υιοθετήσει ένα καθεστώς διευθέτησης της ισοτιμίας με ζώνη διακύμανσης. Η κεντρική συναλλαγματική ισοτιμία δολάριο ανά πέσο είχε ορισθεί στο επίπεδο 3,24 πέσο ανά δολάριο, με περιθώρια διακύμανσης $\pm 6\%$. Το 1994 ήταν μια χώρα υπόδειγμα, που η πολιτική της έλκυε τις ξένες επενδύσεις. Είχε υπογράψει συμφωνία με τις ΗΠΑ και τον Καναδά για την ελεύθερη ζώνη εμπορίου (NAFTA) η οποία μείωνε τους εμπορικούς δασμούς με τις χώρες αυτές. Το αποτέλεσμα της συμφωνίας ήταν να προκύψει μεγάλη ροή επενδύσεων.

Η εξέγερση στην αγροτική περιοχή Τσιάπα καθώς και η δολοφονία του υποψηφίου προέδρου Colosio το Μάρτιο του 1994, άλλαξαν το καλό οικονομικό κλίμα και αύξησαν τον επενδυτικό κίνδυνο, με συνέπεια να υποτιμηθεί το πέσο κατά 10%. Το Μεξικό γνώρισε το 1994 την ονομαζόμενη «κρίση τεκίλα». Η κεντρική τράπεζα αύξησε την πιστωτική επέκταση για να περιορίσει την αύξηση των επιτοκίων. Η αύξηση των εισαγωγών προκάλεσε επιδείνωση στο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών και μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Το έλλειμμα τρεχουσών

συναλλαγών έφτασε στο 7% του ΑΕΠ. Οι φήμες που κυκλοφόρησαν για νέα υποτίμηση του νομίσματος, προκάλεσαν νέα μείωση των αποθεμάτων. Η μαζική εκροή κεφαλαίων ανάγκασε την κυβέρνηση να αποδεσμεύσει το πέσο, το οποίο ακολούθησε ελεύθερη διακύμανση.



Σχήμα 10. Συναλλαγματική ισοτιμία πέσο προς δολάριο ΗΠΑ

Πηγή: Whitt, 1996, σ.8

Το μεξικάνικο νόμισμα έχασε την αξία του και το δημόσιο χρέος σε πέσο εκτινάχθηκε με αποτέλεσμα η χώρα να βυθιστεί στην ύφεση. Η κρίση ήταν μεγαλύτερη στον χρηματοοικονομικό τομέα. Πολλές τράπεζες πτώχευσαν και χιλιάδες μεξικανοί χρεοκόπησαν. Την κατάσταση βοήθησε η συμφωνία ελεύθερου εμπορίου (NAFTA) που τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 1994. Ο τότε πρόεδρος των ΗΠΑ ο Μπιλ Κλίντον θεώρησε ότι το Μεξικό έπρεπε να βοηθηθεί λόγω της σημασίας που είχε στις αμερικάνικες επενδύσεις και την απασχόληση. Έδωσαν δάνειο 40δισ. Δολαρίων και χάρις σε αυτό η οικονομία άρχισε να ανακάμπτει. Τα τραύματα της κρίσης όμως παρέμειναν και είναι νωπά. Οι μισθοί μειώθηκαν κατά 20%. Σήμερα η οικονομία έχει σταθεί στα πόδια της, αλλά με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η κρίση του πέσο μπορεί να αναλυθεί στο πλαίσιο του υποδείγματος πρώτης γενιάς.

Από το 1954 το 1976 το Μεξικό είχε διατηρήσει μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία peso12,50 /\$. Ακόμη και μετά την κατάρρευση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods το 1971-1973 το Μεξικό ήταν σε θέση να κρατήσει αυτό το σταθερό επιτόκιο. Κατά την δεκαετία του 1970 η μεξικάνικη οικονομία σημείωσε ταχεία ανάπτυξη η οποία οδήγησε σε υψηλά ποσοστά πληθωρισμού και αυξανόμενο εξωτερικό χρέος.

Το παραπάνω διάγραμμα δείχνει δύο μέτρα της πραγματικής ανταλλαγής. Ένα, υπολογιζόμενο με βάση τις τιμές καταναλωτή και το άλλο με βάση τις τιμές παραγωγού. Και τα δύο μέτρα είναι σημαντικά ,αν και αυτά τα στοιχεία από μόνα τους δεν επαρκούν για να διαπιστωθεί εάν το νόμισμα υπερεκτιμήθηκε. Το πρόβλημα είναι ότι το κατάλληλο ή επίπεδο ισορροπίας της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι άγνωστο. Ένας τρόπος για να εκτιμήσουμε την συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας είναι να χρησιμοποιήσουμε έναν μακροπρόθεσμο μέσο όρο των παρατηρούμενων πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών και να υποθέσουμε ότι ο μέσος όρος αντικατοπτρίζει τους μακροπρόθεσμους παράγοντες που καθορίζουν την ισορροπία. Σχετικά με τον μέσο όρο που υπολογίστηκε για την περίοδο 1981-93, το ποσοστό της πραγματικής ανταλλαγής στις αρχές του 1994 ήταν περίπου 20 τοις εκατό υπερτιμημένο χρησιμοποιώντας τις τιμές παραγωγού και περίπου 30% όσον αφορά τις τιμές καταναλωτή.

4.3.2. Συμπεράσματα από την κρίση στο Μεξικό

Από την κρίση στο Μεξικό μπορούν να εξαχθούν μια σειρά από συμπεράσματα. Κατά ορισμένους συγγραφείς, η κρίση οφείλεται στην έλλειψη ενός συγκροτημένου θεσμικού πλαισίου στη χώρα και στην έλλειψη κανόνων, διαφάνειας και ελέγχου. Για παράδειγμα, ο Haber (2005) αναφέρει ότι οι κυβερνήσεις στο Μεξικό, ενώ είχαν δεχθεί πιέσεις για να προβούν σε απελευθέρωση των αγορών, τελικά αποφάσισαν την ιδιωτικοποίηση των τραπεζών, ωστόσο η ιδιωτικοποίηση έγινε με όρους αδιαφάνειας, διαφθοράς και αθέμιτων συναλλαγών, με αποτέλεσμα οι ιδιωτικοποιημένες τράπεζες να λειτουργούν ανεξέλεγκτα και χωρίς να υπάρχει εμπειρία, δίδοντας αφειδώς δάνεια, τα οποία δεν μπορούσαν να εισπραχθούν.

Επίσης, ο υπερ-ενθουσιασμός των αγορών για το Μεξικό, σχετικά με τις προοπτικές που άνοιγε η συμμετοχή της χώρας στην NAFTA, ήταν πολλές φορές κατευθυνόμενος από την διαπλοκή μεταξύ των κερδοσκόπων και της κυβέρνησης, η οποία ήθελε να έχει αυξημένες εισροές κεφαλαίου χωρίς ωστόσο να προχωρά σε καμία ουσιαστική θεσμική παρέμβαση, αλλά σε μια ανεξέλεγκτη απελευθέρωση των αγορών (Musacchio, 2012).

Κατά άλλους συγγραφείς (Sachs, Tornell & Velasco, 1995, Flood & Marion, 1989), η κρίση του Μεξικό μπορεί να χαρακτηριστεί ως μια αυτοεκπληρούμενη προφητεία, αφού, λόγω της αύξησης της πολιτικής αβεβαιότητας οι διεθνείς επενδυτές αποχώρησαν από τη χώρα και αυξήθηκε ο κίνδυνος της χώρας, με αποτέλεσμα την αύξηση του ασφάλιστρου κινδύνου (risk premium). Προκειμένου η κεντρική τράπεζα να διατηρήσει την ισοτιμία της με το δολάριο, προχώρησε σε πώληση δολαρίων για να αγοράσει πέσο και να υποστηρίξει την ισοτιμία. Ωστόσο, σταδιακά η κεντρική τράπεζα έμεινε χωρίς συναλλαγματικά αποθέματα, κάτι στο οποίο συνέβαλε και η έκδοση βραχυπρόθεσμων κρατικών τίτλων χρέους σε ρήτρα δολαρίου ΗΠΑ που έδιναν πολύ υψηλές αποδόσεις, άρα και οι εγχώριοι καταθέτες τοποθέτησαν τις αποταμιεύσεις τους σε αυτούς τους τίτλους, άρα σε δολάρια ΗΠΑ. Η κυβέρνηση του Μεξικό αύξησε τα επιτόκια, σε μια προσπάθεια να συγκρατήσει τις εκροές κεφαλαίου και να προσελκύσει ξένους επενδυτές, ωστόσο πλέον η εμπιστοσύνη είχε χαθεί, αφού όλοι ανέμεναν υποτίμηση του νομίσματος, κάτι που τελικά συνέβει. Επ' αυτού, ο Musacchio (2012) αναφέρει ότι οι ιδιωτικοποιήσεις των τραπεζών επέφεραν ευφορία στους επενδυτές, η οποία ευφορία στηριζόταν στις προσδοκίες που είχαν. Ωστόσο, καθώς οι ίδιοι επενδυτές δεν παρατήρησαν την εκπλήρωση των προσδοκιών τους, αμέσως απέσυραν τα κεφάλαιά τους από τη χώρα, οδηγώντας την ισοτιμία σε κατάρρευση.

Το κεντρικό συμπέρασμα από την κρίση του Μεξικό είναι ότι οι εισροές κεφαλαίου δεν θα πρέπει να θεωρούνται, αφ' εαυτές, ως θετική παράμετρος, εάν δεν υπάρχει μετατροπή τους σε παραγωγική δυναμικότητα. Επίσης, εξάγεται το συμπέρασμα ότι διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν θα πρέπει να αποτελεί τον κύριο στόχο μιας κυβέρνησης, αλλά η ισοτιμία θα πρέπει να εκλαμβάνεται ως μια συνισταμένη της κυβερνητικής πολιτικής.

4.4. Συμπεράσματα από τις συναλλαγματικές κρίσεις σε νομίσματα με κυμαινόμενη ισοτιμία.

Η ανάλυση των συναλλαγματικών κρίσεων στα νομίσματα με κυμαινόμενη ισοτιμία κατέδειξε ορισμένα κοινά στοιχεία και χαρακτηριστικά. Το πρώτο σημείο αφορά στην εξέλιξη της κατάστασης των οικονομιών, η οποία διαμορφώνεται με αν τρόπο δυναμικότερο και εντονότερο από ότι στο καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Βασικό ρόλο στην διαμόρφωση των οικονομιών έχουν οι διεθνείς εισροές και εκροές κεφαλαίου. Μια εισροή ξένου κεφαλαίου προς μια οικονομία ταυτόχρονα αυξάνει το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και ταυτόχρονα αυξάνει την ποσότητα χρήματος εντός της οικονομίας. Δεδομένης της εξίσωσης της ποσοτικής θεωρίας του χρήματος, η αύξηση της ποσότητας του χρήματος οδηγεί σε αύξηση των τιμών. Ως εκ τούτου, καταγράφεται μια αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αφού πωλείται το ξένο νόμισμα και αγοράζεται το εγχώριο νόμισμα, το οποίο εισρέει στη χώρα. Η εν λόγω εισροή χρήματος τοποθετείται ως επί το πλείστον σε τίτλους όπως ομόλογα και μετοχές και στην αγορά των ακινήτων. Η αύξηση της τιμής των μετοχών ωθεί σε περαιτέρω εισροή χρήματος από τους ξένους επενδυτές, ενώ επίσης τοποθετούνται κεφάλαια στην αγορά ακινήτων, με αποτέλεσμα την εκτόξευση των τιμών και τη δημιουργία συνθηκών «φούσκας».

Καθώς η χώρα αρχίζει να σωρεύει ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, υπάρχουν δύο αντιδράσεις από τους διεθνείς επενδυτές. Η πρώτη αντίδραση είναι η απόσυρση των κεφαλαίων από τη χώρα, υπό το φόβο ότι η κυβέρνηση θα λάβει μέτρα περικοπής των δαπανών και αύξησης των επιτοκίων, προκειμένου να περιορίσει τις εισαγωγές και να συγκρατήσει την άνοδο των τιμών. Η εν λόγω απόσυρση κεφαλαίων περιορίζει την διαθέσιμη ρευστότητα στην αγορά, ενώ ταυτόχρονα, λόγω της αύξησης των επιτοκίων περιορίζονται οι επενδύσεις. Η δεύτερη αντίδραση, η οποία είναι συνέπεια της πρώτης αντίδρασης, είναι η ανάληψη των καταθέσεων από τους εγχώριους καταθέτες, οι οποίοι φοβούνται ότι τα κεφάλαια των τραπεζών δεν επαρκούν για να καλύψουν τις ανάγκες τους, άρα πιθανό να κλείσουν.

Μια ακόμη συνθήκη δημιουργίας κρίσης σε καθεστώς κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι η οικονομική κατάσταση των λοιπών χωρών και η νομισματική τους πολιτική. Σε περίπτωση που οι λοιπές οικονομίες αντιμετωπίζουν

πρόβλημα, τότε υπάρχουν δύο ενδεχόμενα: είτε τα κεφάλαια στις χώρες αυτές περιορίζονται, άρα σταματά η εισροή κεφαλαίων προς τη χώρα, είτε οι αποδόσεις στις εν λόγω χώρες μειώνονται, άρα τα κεφάλαια εισρέουν προς τη χώρα, με αποτέλεσμα την εκτόξευση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Και στις δύο περιπτώσεις, η χώρα έρχεται αντιμέτωπη με κρίση στην ισοτιμία της, αφού μειώνεται η ανταγωνιστικότητά της, είτε λόγω έλλειψης κεφαλαίων (πρώτη περίπτωση), είτε λόγω αύξησης των τιμών και εκτόξευσης του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (δεύτερη περίπτωση).

Ακολούθως, παρατίθεται συνοπτικός πίνακας με την περιγραφή των κρίσεων σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Πίνακας 4. Κρίσεις κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών

Περιστατικό κρίσης	Περιγραφή κρίσης	Αιτίες κρίσης	Συνέπειες κρίσης
Κρίση Δολαρίου ΗΠΑ, 1987	Μεγάλες εκροές κεφαλαίου, λόγω του χρηματιστηριακού κραχ.	Υπερβολική άνοδος τιμών των μετοχών οδήγησε σε δημιουργία φαινομένων «φούσκας», με αποτέλεσμα την κατάρρευση του δείκτη. Ως αποτέλεσμα, υπήρχε έξοδος κεφαλαίων από τη χώρα.	Η FED εγγυήθηκε την ασφάλεια των καταθέσεων και προχώρησε σε χρηματοδότηση των τραπεζών. Ως εκ τούτου, το σύστημα ανέκτησε την ευστάθειά του σε σύντομο χρονικό διάστημα.
Ασιατική κρίση, 1997	Προηγήθηκε μεγάλη εισροή κεφαλαίων στις Ασιατικές χώρες, με αποτέλεσμα τη διόγκωση των τιμών και την δημιουργία μεγάλων ελλειμμάτων και χρέους. Υπό τον φόβο της πτώσης των τιμών, οι διεθνείς επενδυτές απέσυραν τα κεφάλαια και η ισοτιμία κατέρρευσε.	Μεγάλη διασύνδεση μεταξύ κυβερνήσεων και χρηματοπιστωτικού τομέα, με αθρόα παροχή δανείων σε μη παραγωγικούς τομείς. Το ελλιπές θεσμικό περιβάλλον, η μεγάλη εξάρτηση από τα ξένα κεφάλαια και τα ελάχιστα συναλλαγματικά αποθέματα οδήγησαν σε αδυναμία συγκράτησης της ισοτιμίας.	Σημαντική μείωση του ΑΕΠ των χωρών, μετάδοση της κρίσης από τη μία χώρα στην άλλη, αύξηση ανεργίας και σημαντικές υποτιμήσεις στα νομίσματα, με επακόλουθο την απώλεια κεφαλαίου.
Κρίση Μεξικό, 1994-1995	Μεγάλη εισροή ξένων κεφαλαίων, με αποτέλεσμα την άνοδο της ισοτιμίας. Η διόγκωση των ελλειμμάτων και η έξοδος των κεφαλαίων οδήγησαν σε μεγάλη υποτίμηση του νομίσματος.	Η εισροή κεφαλαίων δεν μετατράπηκε σε επενδύσεις. Η εκτόξευση των ελλειμμάτων οδήγησαν σε φόβους υποτίμησης, με αποτέλεσμα την μαζική απόσυρση κεφαλαίων και την κατάρρευση της ισοτιμίας.	Πτώχευση τραπεζών, αδυναμία πληρωμών εξωτερικού χρέους, εκτόξευση της ανεργίας, απώλεια καταθέσεων και σημαντική μείωση του ΑΕΠ.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την ανάλυση του θέματος διαπιστώνεται ότι η σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη μακροοικονομία χαρακτηρίζεται από ενοποιημένες αγορές προϊόντων, υπηρεσιών, κεφαλαίων. Υπάρχουν οικονομικές διασυνδέσεις ανάμεσα σε διαφορετικές χώρες, όσον αφορά το εμπόριο, τα νομίσματά τους, τις ροές κεφαλαίων τους κ.ο.κ. Για το λόγο αυτό παρουσιάστηκαν διάφορα οικονομικά φαινόμενα, όπως διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, συναλλαγματικές κρίσεις, προβλήματα οικονομικής πολιτικής. Οι συναλλαγματικές πρακτικές των διαφόρων χωρών ποικίλουν. Κάποιες είναι σε καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και άλλες σε καθεστώτα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η σταθερότητα του συναλλάγματος έχει απασχολήσει τις κυβερνήσεις των χωρών, αλλά και πολλούς μελετητές. Είναι ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει όλο το φάσμα της οικονομίας. Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που επηρεάζουν την ισοτιμία συναλλάγματος. Καθένας επηρεάζει διαφορετικά την ισοτιμία, ανάλογα με τη χώρα, το νόμισμα και τις συνθήκες που επικρατούν την δεδομένη χρονική περίοδο. Διαφορετικά αντιδρά ένα ισχυρό νόμισμα και διαφορετικά ένα ασθενές. Σε κάθε κρίση σημαντικό ρόλο έχει η πολιτική που εφαρμόζει η κάθε κυβέρνηση, αλλά και η συμπεριφορά των αγορών. Από αυτή την σύντομη ανάλυση φαίνεται ότι το μέλλον του χρηματοπιστωτικού οικοδομήματος είναι αβέβαιο. Οι αναπτυγμένες οικονομίες μπορεί να εξυπηρετούνται με το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών και με την διεθνή κινητικότητα κεφαλαίων, οι αναπτυσσόμενες χώρες δεν φαίνεται να διαθέτουν μια εναλλακτική ικανοποιητική λύση και προσπαθούν μεμονωμένα να ακολουθήσουν διάφορες προσεγγίσεις.

Η επιλογή του καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι ένα βασικό πρόβλημα πολιτικής. Αν η επιλογή του συναλλαγματικού καθεστώτος είναι λανθασμένη, τότε το κόστος για την οικονομία θα είναι μεγάλο, όσον αφορά το διεθνές εμπόριο, την ανάπτυξη, τις κερδοσκοπικές επιθέσεις, τις επενδύσεις, την ανεργία.

Η επιλογή του συναλλαγματικού καθεστώτος πρέπει να γίνει βάση κάποιων κριτηρίων.

1. αποτελεσματικότητα
2. αξιοπιστία νομισματικής πολιτικής
3. ελευθερία άσκησης νομισματικής πολιτικής

4. θωράκιση οικονομίας.

Το συναλλαγματικό καθεστώς θα πρέπει να είναι αποτελεσματικό, δηλ. τα κόστη συναλλαγών που προέρχονται από μετατροπές νομισμάτων να είναι μειωμένα. Οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες συνεπάγονται κόστη συναλλαγών που σχετίζονται με τις μετατροπές κεφαλαίων. Το ότι μεταβάλλονται οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, προκαλεί αβεβαιότητα και ρίσκο στις συναλλαγές. Οι σταθερές ισοτιμίες από την άλλη εξαλείφουν τα προηγούμενα κόστη και μειώνουν την αβεβαιότητα και το ρίσκο με συνέπεια να θεωρούνται πιο αποτελεσματικές από τις κυμαινόμενες. Το συναλλαγματικό καθεστώς θα πρέπει να θωρακίζει την οικονομία από εσωτερικές και εξωτερικές διαταράξεις. Όταν η οικονομία υφίσταται πραγματικές διαταράξεις που προέρχονται από την ημεδαπή, όπως μείωση του εγχώριου προϊόντος ή διαταράξεις που προέρχονται από την αλλοδαπή, όπως η μείωση τιμών, τότε οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι αποτελεσματικές και θωρακίζουν την οικονομία.

Τα δύο κύρια ερευνητικά ερωτήματα της παρούσας εργασίας είναι τα εξής:

1. Υπάρχουν κοινά χαρακτηριστικά, δηλαδή κοινοί παράγοντες στην εμφάνιση των συναλλαγματικών κρίσεων και εάν ναι, ποια είναι αυτά;

2. Μπορεί να υπάρξει πρόβλεψη για την εμφάνιση μελλοντικών συναλλαγματικών κρίσεων;

Αναφορικά με το πρώτο ερευνητικό ερώτημα, η ανάλυση κατέδειξε ότι οι συναλλαγματικές κρίσεις έχουν ορισμένα βασικά κοινά χαρακτηριστικά, τα οποία προσδιορίζονται ως επί το πλείστον από το εάν ένα νόμισμα έχει σταθερή ή κυμαινόμενη ισοτιμία.

Σε περίπτωση σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, τα κοινά χαρακτηριστικά των κρίσεων είναι τα εξής:

1. Εξέλιξη βασικών μακροοικονομικών μεγεθών. Εάν τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη όπως η μεταβολή του ΑΕΠ, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το δημοσιονομικό έλλειμμα αποκλίνουν από τα επίπεδα ισορροπίας προς την σταθερή ισοτιμία, τότε υπάρχει απόκλιση μεταξύ της ονομαστικής και της πραγματικής ισοτιμίας.

2. Κυβερνητικές αποφάσεις. Ακριβώς επειδή η απόκλιση μεταξύ ονομαστικής και πραγματικής ισοτιμίας δεν μπορεί να καλυφθεί από την αναπροσαρμογή της ισοτιμίας, απαιτείται προσαρμογή των εν λόγω δημοσιονομικών μεγεθών, με λήψη μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής από τις κυβερνήσεις. Σε περίπτωση που η

πραγματική ισοτιμία είναι υψηλότερη από την ονομαστική, όπως συμβαίνει στις συναλλαγματικές κρίσεις, τότε απαιτείται να υπάρξει μια εσωτερική υποτίμηση, δηλαδή μείωση των μισθών και περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, ώστε να μειωθεί το επίπεδο των τιμών, να ανακτηθεί ανταγωνιστικότητα, να μειωθούν οι εισαγωγές και να περιοριστεί το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, με ταυτόχρονη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Σε περίπτωση που οι κυβερνήσεις δεν λάβουν μέτρα περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, τότε η σταθερή ισοτιμία θα εγκαταλειφθεί.

3. Διεθνείς αγορές. Σε περίπτωση απόκλισης της πραγματικής ισοτιμίας από την ονομαστική σταθερή ισοτιμία, οι διεθνείς επενδυτές πωλούν το νόμισμα της χώρας, προσδοκώντας ότι η χώρα θα εγκαταλείψει την σταθερή ισοτιμία. Προκειμένου να στηρίξει την ισοτιμία, η χώρα θα προσφύγει σε πωλήσεις των συναλλαγματικών της αποθεμάτων. Ωστόσο, όσο αυτό συνεχίζεται, οι αγορές αντιλαμβάνονται ότι τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα περιορίζονται, άρα αυτή η πολιτική είναι περιορισμένης χρονικής διάρκειας και ισχύος. Ως εκ τούτου, οι πωλήσεις του νομίσματος συνεχίζονται, έως ότου η χώρα εγκαταλείψει την ισοτιμία και υποτιμήσει το νόμισμα της.

Σε περίπτωση κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας, τα κοινά χαρακτηριστικά των κρίσεων είναι τα εξής:

1. Ροές διεθνών κεφαλαίων. Όταν τα διεθνή κεφάλαια εισρέουν στη χώρα όχι για να τοποθετηθούν σε παραγωγική δραστηριότητα (άμεσες ξένες επενδύσεις), αλλά σε αγορά τίτλων και σε υφιστάμενες αξίες, τότε στη χώρα αυξάνεται ο πληθωρισμός και το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Έτσι, η χώρα χάνει την ανταγωνιστικότητά της. Η απώλεια της ανταγωνιστικότητας δημιουργεί διπλό προβληματισμό στους διεθνείς επενδυτές: αφ' ενός φοβούνται ότι η χώρα δεν θα μπορεί να αντιμετωπίσει το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και αφ' ετέρου φοβούνται ότι η αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων θα σταματήσει. Ως εκ τούτου, οι διεθνείς επενδυτές αποσύρουν τα κεφάλαιά τους και η ισοτιμία καταρρέει.

2. Κατάσταση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Εφ' όσον τα τραπεζικά ιδρύματα μένουν με λιγότερα κεφάλαια, λόγω της απόσυρσης των ξένων κεφαλαίων, οι εγχώριοι αποταμιευτές φοβούνται για την ασφάλεια των καταθέσεών τους, με αποτέλεσμα να προσφεύγουν σε μαζικές αναλήψεις. Ως εκ τούτου, οι κυβερνήσεις, είτε θα πρέπει να δανειστούν οι ίδιες κεφάλαια για να επανακεφαλαιοποιήσουν τις τράπεζες, είτε οι τράπεζες θα καταρρεύσουν. Ακόμη και στην περίπτωση που οι

κυβερνήσεις προχωρήσουν σε ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, το δημοσιονομικό έλλειμμα της κυβέρνησης θα αυξηθεί σημαντικά, με αποτέλεσμα να υπάρχει αμφιβολία για το κατά πόσο θα έχει τη δυνατότητα να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της, άρα θα υπάρχει έξοδος κεφαλαίων και κατάρρευση της ισοτιμίας.

3. Κυβερνητικές αποφάσεις. Όπως και στην περίπτωση των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, έτσι και στην περίπτωση της κυμαινόμενης ισοτιμίας, ο σημαντικότερος παράγοντας είναι οι αποφάσεις των κυβερνήσεων αναφορικά με τη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Σε περίπτωση που η χώρα αντιμετωπίζει αύξηση του πληθωρισμού και αύξηση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τότε η κυβέρνηση θα πρέπει να ακολουθήσει σημαντική περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, ακριβώς για να αυξήσει σε μεσομακροπρόθεσμο διάστημα την ανταγωνιστικότητά της. Σε άλλη περίπτωση, η ισοτιμία θα μειωθεί σημαντικά.

Αναφορικά με το δεύτερο ερευνητικό ερώτημα, η ανάλυση κατέδειξε ότι οι μελλοντικές συναλλαγματικές κρίσεις μπορούν να προβλεφθούν, τουλάχιστον σε ένα σημαντικό βαθμό. Όπως αναλύθηκε στην περίπτωση της κρίσης του Μεξικού, υπάρχουν απρόβλεπτοι παράγοντες, που αναφέρονται κυρίως στις διεθνείς εξελίξεις και είναι δύσκολο να προβλεφθούν. Για παράδειγμα, η απροσδόκητη εμφάνιση οικονομικής κρίσης σε μια χώρα μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στην συναλλαγματική ισοτιμία μιας άλλης χώρας. Ωστόσο, σε γενικές γραμμές, η διαπίστωση των κοινών παραμέτρων που έχουν οι συναλλαγματικές κρίσεις βοηθά στην πρόβλεψη τους, αφού, όταν μια χώρα παρουσιάζει ορισμένα από αυτά τα χαρακτηριστικά, τότε υπάρχει μεγάλη στατιστική πιθανότητα να εμφανίσει συναλλαγματική κρίση. Η κυριότερη παράμετρος της πρόβλεψης αφορά στις πολιτικές αποφάσεις που λαμβάνει η χώρα για τη δημοσιονομική και νομισματική της πολιτική. Είτε υπό καθεστώς σταθερής, είτε κυμαινόμενης ισοτιμίας, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να λαμβάνουν μέτρα ώστε να περιορίζουν το ενδεχόμενο εμφάνισης συναλλαγματικής κρίσης. Η διόγκωση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και του δημοσιονομικού ελλείμματος αποτελούν σημαντικές αιτίες της κατάρρευσης της ισοτιμίας. Άρα, εάν οι κυβερνήσεις λαμβάνουν αποφάσεις που περιορίζουν τα εν λόγω ελλείμματα, τότε η ισοτιμία να μην μειώνεται προσωρινά, ωστόσο οι αγορές έχουν εμπιστοσύνη στη χώρα και η ισοτιμία δεν καταρρέει. Αντιθέτως εάν οι κυβερνήσεις ακολουθούν πολιτικές που διευρύνουν τα ελλείμματα, με επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική, τότε υπάρχει έλλειψη εμπιστοσύνης και η ισοτιμία καταρρέει. Άρα, ένα από τα κριτήρια πρόβλεψης μιας

συναλλαγματικής κρίσης είναι η βούληση της κυβέρνησης και η δυνατότητα που έχει να επιβάλλει δύσκολα μέτρα, που μειώνουν μεν το τρέχον επίπεδο διαβίωσης, όμως είναι αποτελεσματικές σε μεσομακροπρόθεσμο επίπεδο. Ένα δεύτερο σημαντικό στοιχείο της πρόβλεψης του εάν θα υπάρξει συναλλαγματική κρίση είναι η κατεύθυνση των διεθνών κεφαλαίων προς μια χώρα. Εάν τα κεφάλαια που εισρέουν δεν κατευθύνονται σε παραγωγικές επενδύσεις, αλλά στοχεύουν στο βραχυπρόθεσμο κέρδος, τότε αυξάνεται σημαντικά η στατιστική πιθανότητα η χώρα να αντιμετωπίσει σημαντική συναλλαγματική κρίση. Αντιθέτως, εάν τα διεθνή κεφάλαια στρέφονται σε παραγωγική επένδυση (άμεσες ξένες επενδύσεις), τότε υπάρχουν οι προϋποθέσεις ενίσχυσης του ΑΕΠ και ενίσχυσης της ισοτιμίας.

Συμπερασματικά, οι συναλλαγματικές κρίσεις μπορεί να αποδειχθούν εξαιρετικά επιζήμιες για την οικονομία των χωρών και το επίπεδο διαβίωσης των πολιτών. Οι κυβερνήσεις θα πρέπει να λαμβάνουν μέτρα ούτως ώστε να έχουν σε τάξη τα δημοσιονομικά και μακροοικονομικά τους μεγέθη και θα πρέπει να ασκούν ισχυρή εποπτεία και έλεγχο στην κατάσταση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ώστε να εξαλειφθεί το ενδεχόμενο εμφάνισης τραπεζικού πανικού. Βασικός είναι και ο ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, ώστε να ενισχύει τις χώρες που έρχονται αντιμέτωπες με απρόβλεπτες αρνητικές καταστάσεις, υπό την προϋπόθεση ότι και οι ίδιες θα λαμβάνουν μέτρα που θα επιτρέπουν στις χώρες να έχουν σταθερότητα και μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση βιβλιογραφία

- Αντζουλάτος, Α.Α. (2011). *Κυβερνήσεις, χρηματαγορές και μακροοικονομία*. Αθήνα: Διπλογραφία.
- Βαβούρας Ι. (2013). *Οικονομική πολιτική*. Αθήνα: Παπαζήση.
- Begg, D., Fisher, S. and Dornbush, R. (2006). *Εισαγωγή στην Οικονομική*. Αθήνα: Κριτική.
- Βλαχάκη, Ε. και Καλυβίτης, Σ. (2011). *Διεθνής νομισματική και μακροοικονομική ανοικτής οικονομίας*. Αθήνα: Gutenberg.
- Dominick Salvatore, (2017). *Διεθνής οικονομική*. 12^η έκδ. Αθήνα: Τσιόλα.
- Feenstra, C.R. and Allan, T.M. (2014). *Διεθνής οικονομική*. Αθήνα: Επίκεντρο.
- Καρφάκης Κ. (2008). *Διεθνείς Νομισματικές σχέσεις*. Αθήνα: Gutenberg.
- Keynes, J.M. (2010). *Η γενική θεωρία της απασχόλησης, του τόκου και του χρήματος*. Αθήνα: Δημοσιογραφικός Οργανισμός Λαμπράκη.
- Κορλίρας, Π. (1996). *Νομισματική θεωρία και πολιτική*. Αθήνα: Ε. Μπένος.
- Κουτεντάκης, Φ. και Κουκουριτάκης, Μ. (2015). *Διεθνής μακροοικονομική* Αθήνα: Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών.
- Krugman, P.R., Obstfeld, M. and Melitz, M.J. (2015). *Διεθνής οικονομική. Θεωρία και πολιτική*. 4^η έκδ. Αθήνα: Κριτική.
- Krugman, P.R., Obstfeld, M. (1994). *Διεθνής οικονομική. Θεωρία και πολιτική*. 3^η έκδ. Αθήνα: Κριτική.
- Λάος, Ν.Κ. (1999). *Η αγορά ξένου συναλλάγματος Forex*. Αθήνα: Αντ. Ν. Σάκκουλας.
- Samuelson, P. and Nordhaus, W. (2000). *Οικονομική*. 16^η Διεθνής Έκδοση, Αθήνα: Παπαζήση.

Ξενόγλωσση βιβλιογραφία

- Allen, L. (2009). *The encyclopedia of money*. 2nd ed. Santa Barbara: Greenwood.
- Andrews, D.M. (2006). Monetary power and monetary statecraft. In D.M. Andrews (ed.), *International monetary power*, Ithaca: Cornell University Press, 7-30.

- APECSC (Asia-Pacific Economic Cooperation Study Centre)(2000). *Asian Financial Crisis : Causes and Development*. APECSC - Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy.
- Aziz, J., Caramazza, F. and Salgado, R. (2000). Currency crises: In search of common elements. *IMF Working Paper WP/00/67*.
- Bambaci, J., Spiller P. and Tommasi, M. (2001). *Bureaucracy and Public Policy in Argentina*. Mimeo, CEDI.
- Beck, T., Levine, R. and Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58 (2000) 261-300.
- Berg, A. and Pattillo, C. (1998). Are currency crises predictable? A test. *IMF Working Paper 98/154*.
- Bigman, D. and Taya, T. (2003). *Floating Exchange Rates and the State of World Trade and Payments*. 2nd ed. Washington, DC: Beard Books.
- Bishop, P.M. and Dixon, D. (1992). *Foreign exchange handbook: managing risk and opportunity in global currency markets*. New York: McGraw Hill.
- Bordo, M. (1993). The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview, in M. Bordo and B. Eichengreen (eds), *A Retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago: University of Chicago Press, 3-108.
- Brender, A., Gagna, E. and Pisani, F. (2009). *Can we understand the recent moves of the euro-dollar exchange rate?* Vox – CEPR Policy Portal.
- Calvo, G. (1987). Balance of payments crises in a cash-in-advance economy. *Journal of Money Credit and Banking* 19, 19–32.
- Chang, R. and Velasco, A. (1999). Liquidity crises in emerging markets: theory and policy. In B.S. Bernanke and J.L. Rotemberg (eds.), *NBER Macroeconomics, Vol. 14*, 11-78.
- Cohen, B. J. (2002). Bretton Woods System, in R. J. B. Jones (ed) *Routledge Encyclopaedia of International Political Economy*, London: Routledge.
- Cohen, B.J. (2006). The macro-foundations of monetary power. In D.M. Andrews (ed.), *International monetary power*. Ithaca: Cornell University Press, 7-30.
- Corrales, J. (2002). The Politics of Argentina's Meltdown. *World Policy Journal*, 19(3), 29–42.
- Corsetti, G. and Mackowiak, B. (2006). Fiscal imbalances and the dynamics of currency crises. *European Economic Review* 50, 1317–38.

- Corsetti, G., Pesenti, P. and Roubini, N. (1998). Paper tigers? A model for the Asian crisis. *NBER Working Paper No. 6783*.
- Corsetti, G., Pesenti, P. and Roubini, N. (1999). What caused the Asian currency and financial crisis? Japan and the World Economy, 11(3), 305-373.
- Cottarelli, C. and Giannini, C. (2002). Bedfellows, Hostages, or Perfect Strangers? Global Capital Markets and the Catalytic Effect of IMF Crisis Lending. *IMF Working Paper No. 02/193*.
- Coyle, B. (2000). *Foreign exchange markets*. Oxon: Routledge.
- Dabrowski, M. (ed.) (2002). Currency crises in emerging-market economies: causes, consequences and policy lessons. *Center for Social and Economic Research, Case Report No. 51*.
- de la Torre, A., Yeyati, E.L. and Schmukler, S.L. (2002). *Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking*. Washington: World Bank.
- Diamond, D.W. and Dybvig, P.H. (2000). Bank runs, deposit insurance and liquidity. *Federal Reserve of Minneapolis Quarterly Review*, 24(1), 14-23.
- Dornael, A.V. (1978). *Bretton Woods: Birth of a Monetary System*. New York: The Macmillan Press.
- Dorrucci, E. and McKay, J. (2011). The international monetary system after the financial crisis. ECB Occasional paper No. 123.
- Drummond, I.M. (1987). *The Gold Standard and the International Monetary System 1900–1939*. London: Macmillan Education.
- Dun and Bradstreet (2007). *Foreign exchange markets*. New Delhi: Tata-McGraw-Hill.
- Eichengreen, B. (2007). *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B. and Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility. *NBER Working Paper No. 7418*.
- Flood, R., and Garber, P. (1984). Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics* 17, 1–13.
- Flood, R.P. and Marion, N.P. (1989). Self-Fulfilling Risk Predictions: An Application to Speculative Attacks. *IMF Working Paper No. WP/98/124*.
- Fratianni, M. and Juergen von Hagen (1992). German dominance in the EMS: The empirical evidence. *Open economies Review*, vol 3, issue 1, 127-128.

- Frieden, J. (2015). *Currency politics. The political economy of exchange rate policy*. Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M. (2009). *The optimum quantity of money*. 4th ed. New Brunswick: Transaction Publishers.
- Ghosh, A.P., Zaldueño, J., Thomas, A.H., Kim, J.I., Ramakrishnan, U and Bikas Joshi, B. (2008). *IMF Support and Crisis Prevention*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Gordon, R.J. (1981). International monetarism, wage push and monetary accommodation. In A.S. Courakis (ed.), *Inflation, depression, and economic policy in the west*. Totowa: Barnes and Noble, 1-64.
- Haber, S. (2005). Mexico's experiments with bank privatization and liberalization, 1991-2003. *Journal of Banking and Finance* 29, 2325–2353.
- Hsu, S. (2017). *Financial Crises, 1929 to the Present*. 2nd ed. Cheltenham: Edward Elgar.
- IMF (1998). The Asian Crisis: Causes and Cures. *Finance and Development*, 35(2).
- IMF (2003). *Lessons from the Crisis in Argentina* Prepared by the Policy Development and Review Department In consultation with the other Departments. Washington, DC: IMF.
- IMF (2004). *The IMF and Argentina, 1991–2001. Evaluation Report*. Washington: IMF.
- Isard, P. (2007). *Exchange rate economics*. 2nd ed. Cambridge: Cambridge University Press.
- Jeanne, O. (2000). Currency crises: a perspective on recent theoretical developments. *Special Papers in International Economics*, 20.
- Jones, M., S. Saiegh, P. Spiller and M. Tommasi (2001). *Keeping a Seat in Congress: Provincial Party Bosses and the Survival of Argentine Legislators*. Paper presented at the APSA Meeting, San Francisco.
- Kaminsky, G. and Reinhart, C. (1999). The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review* 89, 473–500.
- Kenen, P. B., (1993). Bretton Woods System. In P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell (eds), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Vol. 1*, London: Macmillan.

- Krueger, A. (2002). Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina. *Paper presented at the conference "The Argentina Crisis,"* Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Krugman, P. (1979). A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 311–325.
- Kumar, R. (2014). *Strategies of banks and other financial institutions: theories and cases*. San Diego: Elsevier.
- Mankiw, G.N. (2012). *Principles of economics*. 6th ed., Mason, OH: South-Western Cengage Learning.
- Mason, E.S. and Asher, R. E. (1973). *The World Bank Since Bretton Woods*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- McEachern, W. (2014). *Macroeconomics: a contemporary introduction*. 10th ed. Mason: South-Western Cengage Learning.
- McKeon, R. and Netter, J. (2009). What caused the 1987 stock market crash and lessons for the 2008 crash. *Review of Accounting and Finance*, 8(2), 123-137.
- Miller, V. (1996). Speculative currency attacks with endogenously induced commercial bank crises. *Journal of International Money and Finance*, 15(3), 383-403.
- Mishkin, F. (2007). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 7th ed. Boston, MA: Addison Wesley.
- Mundell, R.A. (1992). The global adjustment system. In M. Baldassarri, J. McCallum and R. Mundell (eds.), *Global Disequilibrium in the World Economy*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 351-464.
- Musacchio, A. (2012). Mexico's Financial Crisis of 1994-1995. *Harvard Business School Working Paper, No. 12–101*.
- Mussa, M. (2002). Argentina and the Fund: from triumph to tragedy. *Policy analyses in international economics*, 67.
- Obstfeld, M. (1994). The logic of currency crises. *Cahiers Economiques et Monétaires* 43, 189–213.
- Obstfeld, M. (1996). Models of currency crises with self-fulfilling features. *European Economic Review* 40, 1037–47.
- Powell, A. (2002). *The Avoidable Argentine Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice*. Brookings Trade Forum.

- Rabobank (2013). The Argentine Crisis 2001/2002. Rabobank. Διαθέσιμο στο <https://economics.rabobank.com/publications/2013/august/the-argentine-crisis-20012002-/> [Ημερομηνία ανάκτησης 4/7/2017].
- Sachs, J., Tornell, A. and Velasco, A. (1995). The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned? *National Bureau of Economic Research Working Paper 5142*.
- Sikken, B.J. and Hann, J. (1998). Budget deficits, monetization, and central bank independence in developing countries. *Oxford Economic Papers*, 50(3), 493-511.
- Spiller, P. and Urbiztondo, S. (1994). Political Appointees vs. Career Civil Servants: A Multiple-Principals Theory of Political Institutions. *European Journal of Political Economy*, 10(3), 465-479.
- Spiller, P.T., and Tommasi, M. (2003). The Institutional Foundations of Public Policy: A Transactions Approach with Application to Argentina. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 19(2).
- Temzelides, T. (1997). Are bank runs contagious?. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, November/December, 1-14.
- Thomas, T.M. (2014). *Inside the foreign exchange universe: (an essential guide to forex)*. Bloomington: Author House.
- Vaish, M.C. (2005). *Monetary theory*. 16thed. New Dehli: Vikas Publishing
- Weithers, T. (2006). *Foreign exchange: a practical guide to the FX markets*. Hoboken: John Wiley and Sons.
- Whitt, J.A. (1996). The Mexican Peso crisis. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, January/February, 1-20.
- Williamson, S.D. (2014). *Macroeconomics*. 5th ed. Upper Saddle River, NJ: Pearson.