

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**Πούρη Μαρία και Ειρήνη Μπαμπιονιτάκη**

**Διεθνείς Ροές Κεφαλαίου**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

*Εισηγητής: Δρ.Θ.Β.Σταματόπουλος , Επίκ.Καθηγητής*

Ηράκλειο

Απρίλιος 2007

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....</b>	<b>7</b>
<b>1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....</b>	<b>9</b>
<b>1.1 Ο ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ .....</b>	<b>10</b>
1.1.1 Η Σύνθεση του Λογαριασμού Κεφαλαίων .....	11
1.1.2 Η Επίδραση των Ροών Κεφαλαίου στο Μακροοικονομικό Περιβάλλον .....	14
1.1.3 Αξιολόγηση της Σύνθεσης του Λογαριασμού Κεφαλαίων .....	15
<b>1.2 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΟΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΟΝ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ .....</b>	<b>18</b>
1.2.1 Η Ακάλυπτη Ισοδυναμία Επιτοκίων .....	18
1.2.2 Η Καλυμμένη Ισοδυναμία Επιτοκίων .....	21
1.2.3 Η Διεθνής Διαφοροποίηση των Χαρτοφυλακίων και το Άριστο Χαρτοφυλάκιο .....	23
1.2.4 Οι Αποδόσεις από τις Διεθνείς Επενδύσεις .....	29
<b>1.3 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΟΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΩΡΕΣ .....</b>	<b>31</b>
1.3.1 Η Ανάλυση των Καθαρών Εισροών Κεφαλαίου .....	31
1.3.2 Οι Καθαρές Εισροές Κεφαλαίου και το Έλλειμμα στο Λογαριασμό Τρεχουσών Συναλλαγών .....	34
<b>2.ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ.....</b>	<b>35</b>
<b>2.1 ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....</b>	<b>36</b>
2.1.1 Η Τάση για Ολοκλήρωση στις Κεφαλαιαγορές .....	37
<b>2.2 ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ.....</b>	<b>38</b>
2.2.1 Η Διεθνής Αγορά Ομολόγων .....	38
2.2.2 Η Διεθνής Χρηματιστηριακή Αγορά .....	40
<b>2.3 ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ .....</b>	<b>43</b>
2.3.1 Η Αγορά Ευρωνομισμάτων .....	43

2.3.2	Τα Πλεονεκτήματα της Αγοράς Ευρωνομισμάτων .....	44
<b>2.4</b>	<b>ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ.....</b>	<b>45</b>
2.4.1	Θεωρίες Διεθνούς Τραπεζικής.....	45
2.4.2	Σύντομη Ιστορία της Διεθνούς Τραπεζικής.....	46
<b>2.5</b>	<b>ΤΡΟΠΟΙ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ.....</b>	<b>48</b>
2.5.1	Ανταποκρίτρια Τράπεζα .....	48
2.5.2	Δημιουργία Υποκαταστημάτων.....	48
2.5.3	Δημιουργία Θυγατρικής.....	49
<b>3</b>	<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΡΛΟΣΚΟΠΙΑ</b>	
	<b>ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.....</b>	<b>50</b>
<b>3.1</b>	<b>Η ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ</b>	
	<b>ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ .....</b>	<b>51</b>
3.1.1	Οι Παράγοντες που Διαμορφώνουν την Πραγματική Συναλλαγματική	
	Ισοτιμία.....	52
<b>3.2</b>	<b>ΚΕΡΛΟΣΚΟΠΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.....</b>	<b>56</b>
3.2.1	Αίτια Δημιουργίας Συναλλαγματικών Κρίσεων.....	56
3.2.2	Οι προσδοκίες Υποτίμησης και οι Διαθέσιμες Επιλογές των Νομισματικών	
	Αρχών.....	52
<b>3.3</b>	<b>ΓΝΩΣΤΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ.....</b>	<b>61</b>
3.3.1	Η Μεξικανική Κρίση της Δεκαετίας του '80.....	61
3.3.2	Η Μεξικανική Κρίση στις Αρχές της Δεκαετίας του '90.....	62
<b>3.4</b>	<b>ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.....</b>	<b>64</b>
3.4.1	Για Πιο Λόγο Συμβαίνουν οι Χρηματοοικονομικές Κρίσεις; .....	64
3.4.2	Η Μεταδοτικότητα των Κρίσεων .....	69
<b>4</b>	<b>ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ.....</b>	<b>72</b>
<b>4.1</b>	<b>ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΛΟΥΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ</b>	
	<b>ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ .....</b>	<b>73</b>

4.1.1	Η Ιστορία των Ροών Κεφαλαίων .....	73
4.1.2	Εμπόδια στη Ροή Κεφαλαίων .....	75
<b>4.2</b>	<b>ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΙΣ</b>	
	<b>ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ</b>	
	<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....</b>	<b>77</b>
4.2.1	Πλεονεκτήματα από τις Εισροές Κεφαλαίου .....	77
4.2.2	Βραχυπρόθεσμες Ροές Κεφαλαίου και Συναλλαγματικές Κρίσεις .....	80
	<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>	<b>82</b>
	<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: Η ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΕ ΜΙΑ ΑΝΟΙΚΤΗ</b>	
	<b>ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ .....</b>	<b>83</b>
	<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>86</b>

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: ΤΑ ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΜΕΡΗ ΤΟΥ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	11
Πίνακας 2: ΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ (1980-2001).....	26
Πίνακας 3: ΕΙΣΡΟΕΣ ΚΑΙ ΕΚΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	33
Πίνακας 4: ΤΑ ΞΕΝΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ .....	39
Πίνακας 5: Η ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΟ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΕΓΧΩΡΙΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ .....	60
Πίνακας 6: ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ ΚΑΙ ΡΟΕΣ ΧΡΕΟΥΣ ΣΕ ΟΛΕΣ ΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ (σε εκατ. Δολάρια).....	75
Πίνακας 7: Η ΑΣΙΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 1997 .....	65

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα εργασία ασχολείται με τις διεθνείς ροές κεφαλαίου και στόχος της είναι να εξετάσει τις ροές κεφαλαίων τον αντίκτυπο τους στην οικονομική ευημερία των αναπτυσσομένων χωρών.

Πρώτα από όλα, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι οι διεθνείς ροές κεφαλαίου πραγματοποιούνται σε περιβάλλον ανοικτών χρηματοπιστωτικών αγορών (κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών), η δε ύπαρξη των ανοικτών αγορών επηρεάζει και την ίδια αλλά και την από κοινού συμπεριφορά των κατοίκων μιας χώρας.

Αυτή η εργασία αποτελείται από 4 κεφάλαια, από τα οποία τα 2 πρώτα κεφάλαια έγραψε η Πούρη Μαρία και τα επόμενα δύο η Ειρήνη Μπαμπιονιτάκη. Στα τρία πρώτα κεφάλαια ερευνούμε θεωρητικά θέματα αναφορικά με τις ροές κεφαλαίου ενώ το τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζει κάποια εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τις ροές κεφαλαίου προς τις αναπτυσσόμενες χώρες.

Εντούτοις, εννοείται ότι η ευθύνη για τα λάθη στο σύνολο του κειμένου βαρύνει και τις δύο μας.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τι εννοούμε με τον όρο «**διεθνές κεφάλαιο**»; Αναφερόμενοι στον παραπάνω όρο ή στον όρο «**διεθνείς ροές κεφαλαίου**» εννοούμε την καθαρή εισροή κεφαλαίου, η οποία αποτυπώνεται στον λογαριασμό κεφαλαίων του ισοζυγίου πληρωμών κάθε χώρας. Στο Κεφάλαιο 1 λοιπόν της εργασίας μας θα αναφερθούμε στον λογαριασμό κεφαλαίων μιας οικονομίας, και θα αναλύσουμε τις επιπτώσεις που έχουν οι ροές κεφαλαίου στην επενδυτική συμπεριφορά του εγχωρίου επενδυτή και της χώρας.

Που βρίσκεται όμως το «**διεθνές κεφάλαιο**»; Από το πρώτο κεφάλαιο της εργασίας θα καταστεί σαφές ότι η ροή διεθνούς κεφαλαίου αφορά διαφορετικά είδη χρηματοοικονομικής (ή πραγματικής) συναλλαγής όπως: (α) τραπεζικός δανεισμός-βραχυπρόθεσμος και μακροπρόθεσμος, (β) αγοραπωλησίες ομολόγων του δημοσίου ή εταιριών, (γ) αγοραπωλησίες μετοχών, και (δ) πραγματοποίηση Άμεσων Ξένων Επενδύσεων. Επομένως, για κάθε μορφή εισροής κεφαλαίου θα υπάρχει και μια αγορά σε διεθνές επίπεδο. Έτσι στο Κεφάλαιο 2, θα παρουσιάσουμε την διεθνή αγορά κεφαλαίου, η οποία χωρίζεται: (α) στην διεθνή κεφαλαιαγορά, και (β) στην διεθνή χρηματαγορά. Επίσης, στο ίδιο κεφάλαιο, θα εξετάσουμε και μερικές βασικές αρχές της διεθνούς τραπεζικής, στο πλαίσιο της οποίας διενεργείται ο τραπεζικός δανεισμός σε διεθνές επίπεδο.

Έχει σημασία να γνωρίζουμε για πιο λόγο το διεθνές κεφάλαιο εισρέει προς μια χώρα, και τι συμβαίνει στην περίπτωση κατά την οποία η εν λόγω εισροή δεν είναι «επαρκής». Καταρχάς, η βασικότερη αιτία για την καθαρή εισροή κεφαλαίων από την αλλοδαπή αποτελεί το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Άρα θα πρέπει να γνωρίζουμε τι δημιουργεί ένα έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Στο Κεφάλαιο 3 λοιπόν θα περιγράψουμε τον τρόπο με τον οποίο οι εισροές κεφαλαίου από την αλλοδαπή, και οι βραχυπρόθεσμες ροές, σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα μιας οικονομίας, η οποία επηρεάζει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, και πώς η μη επαρκής εισροή αυτών σε μια χώρα που παρουσιάζει εξωτερική ανισορροπία οδηγεί σε κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον του εγχωρίου νομίσματος.

Ως γνωστό, το εμπορικό ισοζύγιο (ο βασικός προσδιοριστικός παράγοντας

διαμόρφωσης του λογαριασμού τρεχουσών συναλλαγών) σε πραγματικούς όρους εξαρτάται από την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία (την διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας), και ως συνέπεια οι μεταβολές στην ανταγωνιστικότητα της οικονομίας επηρεάζουν το έλλειμμα στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών, η χρηματοδότηση του οποίου απαιτεί εισροή νέων κεφαλαίων αλλοδαπής.. Επίσης, όταν λόγω της χαμηλής ανταγωνιστικότητας το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καλύπτεται εν μέρει μόνο από την καθαρή εισροή κεφαλαίου από την αλλοδαπή, τότε η απώλεια των συναλλαγματικών διαθέσιμων της κεντρικής τράπεζας είναι δυνατόν να κλονίσει την πίστη των επενδυτών στην βιωσιμότητα του καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, χωρίς την ανάγκη κάποιας υποτίμησης του εγχωρίου νομίσματος, με αποτέλεσμα να αρχίσουν να πωλούν το εγχώριο νόμισμα. Η βαθειά και παρατεταμένη κρίση εμπιστοσύνης των επενδυτών είναι δυνατόν να οδηγήσει σε χρηματοοικονομική κρίση. Παραδείγματα, τα κυριότερα αίτια και κατά πόσον αυτές είναι μεταδοτικές δίνονται στο τέλος του κεφαλαίου 3.

Τί ακριβώς συμβαίνει στην πραγματικότητα σχετικά με τις ροές κεφαλαίου; Στο Κεφάλαιο 4, το τελευταίο κεφάλαιο, παραθέτουμε ορισμένα στοιχεία αναφορικά με τις ροές κεφαλαίου προς τις αναπτυσσόμενες χώρες και εξηγούμε ποια πλεονεκτήματα έχουν για την οικονομική ανάπτυξη των αναπτυσσόμενων χωρών.



## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Για τους μεν κατοίκους σε προσωπικό επίπεδο, οι ανοικτές αγορές παρέχουν τη δυνατότητα διαφοροποίησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων τους διεθνώς, δεδομένου ότι πλέον οι επενδυτές μπορούν να επιλέγουν μεταξύ ημεδαπών και αλλοδαπών περιουσιακών στοιχείων και να κερδοσκοπούν σε βάρος κάποιου νομίσματος. Για τη δε χώρα στο σύνολο της, οι ανοικτές αγορές καθιστούν εφικτή τη χρηματοδότηση της ιδιωτικής ή δημόσιας επένδυσής όταν το επίπεδο εθνικής αποταμίευσης δεν επαρκεί για να καλύψει τις επενδυτικές ανάγκες της. Με άλλα λόγια, η χώρα μπορεί να δανειστεί από την αλλοδαπή πουλώντας ημεδαπά περιουσιακά στοιχεία σε αλλοδαπούς επενδυτές.

## 1.1 Ο ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

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

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

### 1.1.1 Η Σύνθεση του Λογαριασμού Κεφαλαίων

Οι μορφές που μπορούν να πάρουν οι εισροές και εκροές κεφαλαίου παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα (Todaro 1997, σελ. 501):

Πίνακας 1: ΤΑ ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΜΕΡΗ ΤΟΥ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

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

<sup>1</sup> Με «+» καταγράφονται οι κεφαλαιακές εισροές, ενώ με «-» οι κεφαλαιακές εκροές

4.3 Τοκοχρεολύσια	Πληρωμές τόκων συναφθέντων δανείων κατά το παρελθόν (-)
-------------------	---

### *Άμεσες Ξένες Επενδύσεις*

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

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

### *Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου*

Οι **ιδιωτικές επενδύσεις χαρτοφυλακίου** αφορούν συναλλαγές στα οικονομικά περιουσιακά στοιχεία, όπως η αγοραπωλησία μετοχών, ομολόγων, καταθέσεων, και αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι εν λόγω επενδύσεις έχουν καταγράψει σημαντική αύξηση τα τελευταία χρόνια, εν μέρη λόγω της γενικής χαλάρωσης των ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίου και των κανονισμών σε πολλές χώρες, και εν μέρη λόγω της επιθυμίας των επενδυτών να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο τους σε διεθνές επίπεδο. Θα πρέπει πίσης να τονίσουμε ότι οι επενδύσεις αυτού του είδους επηρεάζονται πάρα πολύ από δυο βασικούς παράγοντες: (1) τις διαφορές των επιτοκίων μεταξύ των διαφόρων χωρών, και (2) από το βαθμό κεφαλαιακής ολοκλήρωσης κάθε οικονομίας<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Βλέπε 2.1 και 2.2 της Ενότητας 2 για μια εκτενή ανάλυση του θέματος

### ***Χορηγήσεις προς τον Ιδιωτικό Τομέα***

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

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

Το πρόβλημα, εντούτοις, έγκειται στο ότι οι εσωτερικές τραπεζικές κρίσεις είναι κοινές στις αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Τις περισσότερες φορές είναι το άμεσο αποτέλεσμα των κακών δανειζόμενων πρακτικών, συχνά λόγω των πολιτικών επιρροών στο δανεισμό τραπεζών ή την απαίτηση ότι οι τράπεζες (διαθέτουν την πίστωση για να στηρίξουν τις κράτος επιχειρήσεις. Το πρόβλημα επιδεινώνεται όταν δανείζεται η πηγή των τραπεζών από το εξωτερικό( στα σκληρά νομίσματα.)

Μια κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος έχει διάφορες άμεσες συνέπειες. Η αβεβαιότητα και η αστάθεια σχετικά με το σύστημα πληρωμών θα προέλθουν γρήγορα με την εισροή του ξένου κεφαλαίου που είναι απαραίτητη για την χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του τρέχοντος απολογισμού. Κατά συνέπεια, το εύθραυστο του τραπεζικού τομέα μπορεί εύκολα να είναι η κύρια αιτία ενός μη αποδεκτού ελλείμματος τρέχοντος απολογισμού και μιας κρίσης χρέους, όπως προτείνεται από την εμπειρία της Κορέας, Ινδονησίας και Ταϊλάνδης το 1997-98.

### ***Κεφαλαιακές Ροές Σχετιζόμενες με τον Δημόσιο Τομέα***

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

### 1.1.2 Η Επίδραση των Ροών Κεφαλαίου στο Μακροοικονομικό Περιβάλλον

Σε αυτό το σημείο θα εξετάσουμε τις πιο σημαντικές επιπτώσεις των μακροοικονομικών κεφαλαιακών εισροών .

#### *Αύξηση των Συναλλαγματικών Αποθεμάτων*

Όταν α συναλλαγματικά αποθέματα αυξάνονται τότε οι καθαρές κεφαλαιακές εισροές είναι μεγαλύτερες από το έλλειμμα στον λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών (όπως συνέβη στην Ασία κατά τις αρχές της δεκαετίας του '90). Ενώ στο βραχυπρόθεσμο διάστημα τέτοιες εισροές ενισχύουν την ικανότητα διατήρησης ενός εξωτερικού ελλείμματος, δεδομένου ότι αυτές χρηματοδοτούν το έλλειμμα και οδηγούν σε μια αύξηση στα συναλλαγματικά αποθέματα της κεντρικής τράπεζας, ωστόσο διαχρονικά μπορούν να συμβάλουν στη μη-διατηρησιμότητα του ελλείμματος για δύο λόγους.

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

#### *Αύξηση της Νομισματικής Κυκλοφορίας*

Σε μια ανοικτή οικονομία ισχύει η παρακάτω σχέση<sup>3</sup>:

$FA_t^{CB} + DC_t^{CB} + DC_t^B = (N_t - N_t^{CB}) + DD_t$	<b>1.1</b>
--	------------

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

<sup>3</sup> Βλέπε Παράρτημα 1 για την αναλυτική εξαγωγή της αλλά και επεξήγηση των όρων της.

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

Για τον λόγο αυτό πρέπει να υπάρξει μια αντισταθμιστική πτώση στην εγχώρια πιστωτική επέκταση που επεκτείνεται είτε από την κεντρική τράπεζα είτε τον τραπεζικό τομέα,  $DC_t^{CB} = D_t^{CB} + L_t^{CB \square B}$ . Εάν συμβεί κάτι τέτοιο, η κεντρική τράπεζα θα προβεί σε πωλήσεις ομολόγων προς τον ιδιωτικό τομέα ( $D_t^{CB} \downarrow$ ). Αυτή είναι η πολιτική **αντιστάθμισης** (sterilization). Ωστόσο, η αυξανόμενη προσφορά ομολόγων μειώνει τις τιμές τους και συνακόλουθα αυξάνει τις αποδόσεις τους, οι οποίες με τη σειρά τους προσελκύουν νέες κεφαλαιακές εισροές.

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

### 1.1.3 Αξιολόγηση της Σύνθεσης του Λογαριασμού Κεφαλαίων

Η σύνθεση του λογαριασμού κεφαλαίων που είναι απαραίτητη για τη χρηματοδότηση ενός δεδομένου ελλείμματος στον λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την βιωσιμότητα του τελευταίου. Επομένως, μπορούμε να ταξινομήσουμε τις κεφαλαιακές εισροές σε τρεις κατηγορίες:

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

Οι βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές εισροές είναι πιο επικίνδυνες από τις μακροπρόθεσμες εισροές. Επίσης, μεταξύ των εισροών που αφορούν τη δημιουργία χρέους, οι εισροές από τους επίσημους πιστωτές, είναι σταθερότερες και λιγότερο αντιστρέψιμες στο βραχυπρόθεσμο διάστημα σε σύγκριση με εκείνες που προέρχονται από τους ιδιωτικούς πιστωτές. Και στις δύο περιπτώσεις τα είδη του χρέους είναι λιγότερο σταθερά από τις εισροές του μετοχικού κεφαλαίου.

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

### ***Άμεσες Ξένες Επενδύσεις***

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

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

Η άμεση ξένη επένδυση έχει και άλλα μειονεκτήματα. Είναι δυσκολότερο να πραγματοποιηθεί, αφού απαιτείται μια πιο στενή μακροπρόθεσμη σχέση μεταξύ του επενδυτή και της επιχείρησης, στην οποία προτίθεται να τοποθετηθεί ο τελευταίος.

### ***Χορηγήσεις Από Χρηματοπιστωτικούς Οργανισμούς***

Ο δανεισμός από μια τράπεζα είναι σχετικά επικίνδυνος. Εάν, παραδείγματος χάρι, για οποιοδήποτε λόγο, το εισόδημα του οφειλέτη μειωθεί, τότε δεν έχει επιλογή να



εξυπηρετήσει το χρέος όπως και πριν. εφόσον η ικανότητά του να πράξει κατ' αυτόν τον τρόπο έχει μειωθεί. Σύμφωνα με μελέτες που έχουν διεξαχθεί, το τραπεζικό χρέος αναμένεται να μειώσει το ΑΕΠ από 0,2% μέχρι 0,4%για κάθε ποσοστιαία αύξηση του λόγου του προς το ΑΕΠ.

## 1.2 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΟΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΟΝ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

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

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

### 1.2.1 Η Ακάλυπτη Ισοδυναμία Επιτοκίων

Η καλυμμένη ισοτιμία των επιτοκίων αναφέρεται στη συνθήκη ισορροπίας που θα πρέπει να ισχύει όταν δυο χώρες δεν επιβάλουν κάποιους περιορισμούς στις κινήσεις του κεφαλαίου και περιγράφεται με την ακόλουθη μαθηματική σχέση:

$i^d = i^f + \pi^{fx}$	<b>1.2</b>
------------------------	------------

Όπου

$\pi^{fx}$  = το ποσοστό προσδοκώμενης ανατίμησης του ξένου νομίσματος, δηλαδή

$$\pi^{fx} = [E(S_1) - S_0] / S_0$$

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

$i^d$  = το εγχώριο επιτόκιο

$i^f$  = το ξένο επιτόκιο για ομοιογενή ξένα περιουσιακά στοιχεία

Για να καταλάβουμε πώς λειτουργεί η παραπάνω σχέση, ας δούμε την ακολουθία

γεγονότων που πραγματοποιούνται μετά από μια αύξηση του εγχώριου (ονομαστικού) επιτοκίου, έτσι ώστε  $i^d > i^f + \pi^{fx}$  :

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

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

### ***Η Εξαγωγή της Καλυμμένης Ισοδυναμίας των Επιτοκίων***

Ας δούμε, όμως, πως μπορούμε να εξάγουμε την σχέση (1.2) χρησιμοποιώντας το ακόλουθο παράδειγμα. Ένας Ευρωπαίος επενδυτής έχει δυο επιλογές αναφορικά με την επενδυτική στρατηγική του. Πρώτον, μπορεί να επενδύσει στην Ευρωπαϊκή χρηματαγορά, οπότε μετά από ένα έτος η αξία της επένδυσης του θα είναι:

$$A_1^{\text{EU}} = P_0^{\text{EU}} (1 + i_{01}^{\text{EU}})$$

Όπου

$A_1^{\text{EU}}$  = η αξία της επένδυσης στην Ευρωπαϊκή χρηματαγορά σε ευρώ

$i_{01}^{\text{EU}}$  = το τρέχον προσφερόμενο επιτόκιο στο συγκεκριμένο προϊόν της Ευρωπαϊκής χρηματαγοράς

$P_0^{\text{EU}}$  = το ποσό που έχει επενδυθεί στο συγκεκριμένο προϊόν της Ευρωπαϊκής χρηματαγοράς

Δεύτερον, ο επενδυτής μπορεί να τοποθετηθεί στην Αμερικανική χρηματαγορά, ακολουθώντας τα παρακάτω βήματα.

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

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

Όπου  $S_0$  η τιμή ενός δολαρίου την περίοδο  $t=0$  σε ευρώ. Σε αυτή την συναλλαγματική ισοτιμία, ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει το αμερικάνικο καλάθι αγαθών στο επίπεδο τιμών

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

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

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

- **Μετατροπή του Ξένου Νομίσματος σε Εγχώριο:** αυτό που έχει σημασία για τον επενδυτή είναι οι ταμειακές εισροές του σε ευρώ και όχι σε δολάρια. Συνεπώς, οι εισροές της επένδυσης στη Αμερικάνικη προθεσμιακή κατάθεση σε ευρώ  $A^{\text{EU}^*}$  είναι:

$$\begin{aligned} A_1^{\text{EU}^*} &= E(S_1) \cdot A_1^{\text{US}} = \\ &= E(S_1) \frac{P_0^{\text{EU}}}{S_0} (1 + i_{0,1}^{\text{US}}) \end{aligned}$$

Σε κατάσταση ισορροπίας, θα πρέπει οι εισροές να είναι ίσες, δηλαδή θα πρέπει να ισχύει:

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

Δηλαδή

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

Ή

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

### Η ΣΥΝΘΗΚΗ ΑΚΑΛΥΠΤΗΣ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Συμβολίζοντας με  $\pi^{fx}$  την αναμενόμενη ανατίμηση του δολαρίου έχουμε

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

Ή

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

Όπου

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

### 1.2.2 Η Καλυμμένη Ισοδυναμία Επιτοκίων

Όπως, και η προηγούμενη μορφή ισοδυναμίας επιτοκίων, έτσι και η **καλυμμένη** ισοδυναμία **επιτοκίων** περιγράφει μια κατάσταση ισορροπίας, στην οποία δεν υπάρχουν κίνητρα για μεταφορά κεφαλαίων από χώρα σε χώρα. Η μαθηματική μορφή της παραπάνω ισοδυναμίας είναι η ακόλουθη (Burda και Wyplosz 1997, σελ.490)

$(1 + i^d t) = \frac{F_t}{S_0} (1 + i^f t)$	<b>1.6</b>
---	------------

Όπου

$i^d$  = το εγχώριο επιτόκιο σε ετήσια βάση

$i^f$  = το αλλοδαπό επιτόκιο σε ετήσια βάση

$F_t$  = η προθεσμιακή ισοτιμία  $t$  ετών

$S_0$  = η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία (τιμή του αλλοδαπού νομίσματος σε εγχώριες νομισματικές μονάδες)

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

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

Εάν ο επενδυτής αποφασίσει να επενδύσει σε ένα αντίστοιχο προϊόν Αμερικάνικου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, τότε θα πρέπει να ακολουθήσει τα παρακάτω βήματα:

- Καταρχάς θα πρέπει να μετατρέψει το ευρώ σε δολάρια

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

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

- Στη συνέχεια ο επενδυτής επενδύει το ποσό των  $\$ P_0^f$  σε ένα Αμερικάνικο προϊόν της χρηματαγοράς αποδόσεως  $i_{0,t}^f$  (σε ετήσια βάση) ανατοκιζόμενο  $m$  φορές τον χρόνο για  $t$  έτη. Από αυτή την τοποθέτηση ο Ευρωπαίος επενδυτής θα εισπράξει:

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

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

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

- Η συνθήκη ισορροπίας ισχύει όταν οι συνολικές αποδόσεις είναι ίσες, δηλαδή πρέπει να ισχύει

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

Η

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

Δηλαδή

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

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

### 1.2.3 Η Διεθνής Διαφοροποίηση των Χαρτοφυλακίων και το Άριστο Χαρτοφυλάκιο

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

χαρτοφυλακίου.

Γενικά, η διακύμανση<sup>4</sup> ενός χαρτοφυλακίου ( $\sigma_p^2$ ) αποτελούμενου από  $N$  αξιόγραφα υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

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

για  $i \neq j$

Όπου

$x_i$  = το ποσοστό των επενδυμένων κεφαλαίων στο αξιόγραφο  $i$

$\sigma_i^2$  = η διακύμανση των αποδόσεων του αξιόγραφου  $i$

$\sigma_{ij}$  = η συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων του αξιόγραφου  $i$  και  $j$

Προκειμένου να μελετήσουμε την επίδραση κινδύνου του χαρτοφυλακίου, υποθέτουμε ότι οι σταθμίσεις του χαρτοφυλακίου είναι ίσες (ίδιας βαρύτητας επενδύσεις), επομένως η παραπάνω σχέση γράφεται και ως εξής:

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

ή

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

Σε ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από  $N$  αξιόγραφα υπάρχουν  $N$  διακυμάνσεις των αποδόσεων, μία για κάθε αξιόγραφο, και  $N(N-1)$  συνδιακυμάνσεις. Συνεπώς,

---

<sup>4</sup> Ως γνωστόν ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου υπολογίζεται από την τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης του.



μπορούμε να γράψουμε την παραπάνω εξίσωση σε συνάρτηση με τη μέση διακύμανση και συνδιακύμανση του χαρτοφυλακίου, ως εξής:

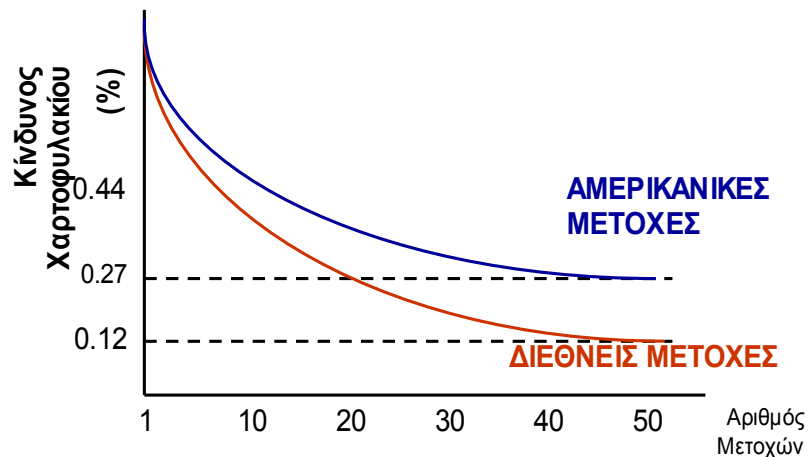
$\sigma_p^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \bar{\sigma}_i^2 + \frac{N-1}{N} \bar{\sigma}_{ik}$	<b>1.11</b>
--	-------------

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

$\lim_{N \rightarrow \infty} \sigma_p^2 = \bar{\sigma}_{ij}$	<b>1.12</b>
--	-------------

Έτσι όσο μικρότερη είναι η συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων των αξιογράφων τόσο μικρότερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου μαζί με τον κίνδυνο ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

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



Σχήμα 1.1: ΤΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Πηγή: Perry (2006e)

Ένας εναλλακτικός τρόπος για να δείξουμε τις επιδράσεις της διαφοροποίησης είναι να υποθέσουμε ότι ένα χαρτοφυλάκιο A αποτελείται από τα εξής δυο χαρτοφυλάκια:

(1) το χαρτοφυλάκιο 1 που ακολουθεί κάποιο εγχώριο χρηματιστηριακό δείκτη, και (2) το χαρτοφυλάκιο 2 που ακολουθεί κάποιο ξένο χρηματιστηριακό δείκτη. Στην προκειμένη περίπτωση, η διακύμανση του χαρτοφυλακίου A είναι:

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

Και με βάση τον ορισμό για τον συντελεστή συσχέτισης έχουμε:

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

Όπου

$\rho_{12}$  = η συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων της εγχώριας και αλλοδαπής κεφαλαιαγοράς

Από τη σχέση 1.14 προκύπτει το συμπέρασμα ότι τα **κέρδη από τη διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίων** εξαρτώνται από το βαθμό συσχέτισης ( $-1 \leq \rho \leq +1$ ) των αποδόσεων μεταξύ της ημεδαπής και αλλοδαπής κεφαλαιαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων των κεφαλαιαγορών σε δύο χώρες, τόσο μικρότερα τα κέρδη από τη διεθνή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

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

Πίνακας 2: ΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ (1980-2001)

ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ					
ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ	ΚΑΝΑΔΑΣ	ΓΑΛΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΙΑΠΩΝΙΑ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ
ΚΑΝΑΔΑΣ					
ΓΑΛΛΙΑ	0,46				
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,42	0,69			
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,33	0,41	0,33		

ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,57	0,57	0,50	0,42	
ΗΠΑ	0,74	0,50	0,45	0,31	0,58

Πηγή: Perry (2006e)

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι η διεθνής διαφοροποίηση σε επίπεδο ανεπτυγμένων αγορών δεν βοηθά ιδιαίτερα στη μείωση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου καθώς οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των περισσότερων αγορών (με εξαίρεση την Ιαπωνία) είναι αρκετά υψηλοί (περίπου άνω του 0,45). Παρόλα αυτά η διεθνής διαφοροποίηση και στις περιπτώσεις υψηλής συσχέτισης των κεφαλαιαγορών μπορεί να βελτιώσει την αποδοτικότητα ενός χαρτοφυλακίου. Ας δούμε πώς γίνεται με την αναφορά μας στην κατάρτιση του άριστου διεθνούς χαρτοφυλακίου.

#### *Το Άριστο Διεθνές Χαρτοφυλάκιο*

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

$SHP_i = \frac{ER_i}{\sigma_i}$	<b>1.15</b>
---------------------------------	-------------

Όπου

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

$\sigma$  = η τυπική απόκλιση (κίνδυνος) του χαρτοφυλακίου

Κατά την περίοδο 1980-2001 η μέση μηνιαία απόδοση της Αμερικανικής κεφαλαιαγοράς ήταν της τάξεως του 1,26% με τυπική απόκλιση 4,43%. Έτσι με μια μηνιαία απόδοση ύψους 0,5512% του αξιογράφου άνευ κινδύνου ο λόγος SHP για την Αμερικανική κεφαλαιαγορά είναι 160 [= (1,26 - 0,5512) / 4,43]

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

$\text{SHP}_p = \frac{\text{ER}_p}{\sigma_p}$	<b>1.16</b>
---	-------------

Όπου

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

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

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

Συνεπώς, συγκρίνοντας τον λόγο SHP του άριστου χαρτοφυλακίου, ο οποίος είναι  $180(-1,32/4,29)$ , με τον αντίστοιχο λόγο για την Αμερικάνικη κεφαλαιαγορά (160) διαπιστώνουμε τη βελτίωση στην αποδοτικότητα του χαρτοφυλακίου, την οποία προσφέρει η διεθνής διαφοροποίηση. Επίσης, παρατηρούμε ότι εάν ο Αμερικάνος επενδυτής αποφασίσει να διατηρήσει στο νέο διεθνές χαρτοφυλάκιο τον κίνδυνο στα επίπεδα της Αμερικάνικης κεφαλαιαγοράς (δηλαδή στο 4,43%) τότε η διεθνής διαφοροποίηση προσθέτει στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή 0,089% υπερβάλλουσα απόδοση, δηλαδή.

$$\begin{aligned} \Delta \text{ER}_p &= \Delta \text{SHP}_p \cdot \sigma_p = \\ &= (0.180 - 0.160)(4.43\%) = 0.089\% \end{aligned}$$

ή 1,07% σε ετήσια βάση<sup>5</sup>

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

### 1.2.4 Οι Αποδόσεις από τις Διεθνείς Επενδύσεις

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

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

Όπου

$P_t^f$  Η τιμή τη ξένης μετοχής την περίοδο  $t$

$\pi_t^{\text{fx}}$  = το ποσοστό ανατίμησης του ξένου νομίσματος

$\text{DPS}_t^f$  = το μέρισμα ανά μετοχή της ξένης μετοχής

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

$r_t^d = r_t^f + \pi_t^{\text{fx}}$	<b>1.18</b>
-------------------------------------	-------------

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

Εφόσον  $r_t^f$  και  $\pi_t^{\text{fx}}$  αποτελούν τυχαίες μεταβλητές έπεται ότι και η  $r_t^d$  είναι τυχαία μεταβλητή. Εφαρμόζοντας δε τους κανόνες υπολογισμού της διακύμανσης μιας τυχαίας μεταβλητής βλέπουμε ότι ο κίνδυνος που έχει μια επένδυση σε αλλοδαπά περιουσιακά στοιχεία εξαρτάται από τρεις παράγοντες: (α) τον κίνδυνο του αλλοδαπού περιουσιακού στοιχείου, (β) την μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοδυναμίας και (γ) τη συνδιακύμανση της συναλλαγματικής ισοδυναμίας και της απόδοσης του αλλοδαπού περιουσιακού στοιχείου:

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

**1.19**

### 1.3 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΟΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΩΡΕΣ

Σε μια ανοιχτή οικονομία με πλήρη κινητικότητα κεφαλαίου μπορούμε να εντοπίσουμε τρεις πηγές αποταμίευσης: (1) την ιδιωτική αποταμίευση, (2) τη δημόσια αποταμίευση, και (3) την αποταμίευση από την αλλοδαπή:

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

όπου

$S^P$  = αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα

$R$  = τα έσοδα από τους φόρους εισοδήματος φυσικών προσώπων

$TR$  = οι κρατικές μεταβιβαστικές πληρωμές

$KA_t$  = οι καθαρές εισροές κεφαλαίων από την αλλοδαπή

$I_t$  = οι ιδιωτικές επενδύσεις

$G$  = η δημόσια κατανάλωση

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

#### 1.3.1 Η Ανάλυση των Καθαρών Εισροών Κεφαλαίου

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

$KA_t = \underbrace{(\Delta FL_t^P + \Delta FL_t^G)}_{\text{εισροες κεφαλαίων}} - \underbrace{(\Delta FA_t^P + \Delta FA_t^G)}_{\text{εκροες κεφαλαίων}}$	<b>1.21</b>
---	-------------

όπου

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

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

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

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

Η παραπάνω σχέση μας πληροφορεί - δηλώνει ότι οι καθαρές εισροές κεφαλαίων αφορούν τη διαφορά μεταξύ υποχρεώσεων της χώρας προς τους αλλοδαπούς (λόγω της πώλησης ημεδαπών περιουσιακών στοιχείων προς τους κατοίκους της αλλοδαπής) και των ωφελειών που απορρέουν από τη διακράτηση αλλοδαπών περιουσιακών στοιχείων. Μιλώντας για τα αλλοδαπά και ημεδαπά περιουσιακά στοιχεία αναφερόμαστε ουσιαστικά στα εξής:

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

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

$FA_t = FA_t^P + FA_t^G$	<b>1.22</b>
--------------------------	-------------

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



$FL_t = FL_t^P + FL_t^G$	<b>1.23</b>
--------------------------	-------------

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

$\Delta FA_t^P = FA_t^P - FA_{t-1}^P$	<b>1.24</b>
---------------------------------------	-------------

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

$\Delta FL_t^P = FL_t^P - FL_{t-1}^P$	<b>1.25</b>
---------------------------------------	-------------

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

$\Delta FA_t^G = FA_t^G - FA_{t-1}^G$	<b>1.26</b>
---------------------------------------	-------------

$\Delta FL_t^G = FL_t^G - FL_{t-1}^G$	<b>1.27</b>
---------------------------------------	-------------

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

**Πίνακας 3: ΕΙΣΡΟΕΣ ΚΑΙ ΕΚΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

	ΑΠΟΔΕΚΤΗΣ	
	ΙΔΙΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ	ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ
<b>ΕΙΣΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	$\Delta FL_t^P = FL_t^P - FL_{t-1}^P$	$\Delta FL_t^G = FL_t^G - FL_{t-1}^G$
<b>ΕΚΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	$\Delta FA_t^P = FA_t^P - FA_{t-1}^P$	$\Delta FA_t^G = FA_t^G - FA_{t-1}^G$

### 1.3.2 Οι Καθαρές Εισροές Κεφαλαίου και το Έλλειμμα στο Λογαριασμό Τρεχουσών Συναλλαγών

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

$BP = CA + KA = 0$	<b>1.28</b>
--------------------	-------------

Λαμβάνοντας υπόψη την (1.20) μπορούμε να γράψουμε:

$CA_t \equiv S_t^P + [(R_t - TR_t) - G_t] - I_t$	<b>1.29</b>
--	-------------

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

- A) Μια πτώση στην ιδιωτική αποταμίευση ( $S_t^P \downarrow$ )
- B) Μια διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος ( $S_t^G \downarrow$ ).
- Γ) Μια αύξηση στις επενδύσεις ( $I_t \uparrow$ ).

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

## **2. ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ**

Σε αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την διεθνή αγορά κεφαλαίου και τη διεθνή τραπεζική πρακτική. Συγκεκριμένα, θα δούμε σε ποιες -αγορές συνίστανται τις διακρίσεις των διεθνών αγορών κεφαλαίου (Ενότητα 2). Θα εξετάσουμε τις βασικές αρχές που διέπουν τις αποφάσεις από μέρους της τράπεζας για την ανάληψη μιας διεθνούς τραπεζικής πρωτοβουλίας (Ενότητα 3), και θα αναφερθούμε στα διαθέσιμα μέσα για την επιτυχή διεκπεραίωση της παραπάνω πρωτοβουλίας (Ενότητα 4). Αρχικά, όμως θα κάνουμε μια μικρή εισαγωγή στη δομή και τη λειτουργία των δομικών στοιχείων ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος (Ενότητα 1).

## 2.1 ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

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

1. Παρέχει ένα αποτελεσματικό σύστημα που φέρνει σε επαφή τους προμηθευτές και τους καταναλωτές των κεφαλαίων, μια διαδικασία η οποία είναι γνωστή ως **οικονομική διαμεσολάβηση**.
2. Διαχειρίζεται τον μηχανισμό πληρωμών (των παραγωγικών συντελεστών) της χώρας παρέχοντας τις απαραίτητες πιστοδοτήσεις.
3. Διευκολύνει την αγορά και την πώληση τίτλων, βοηθώντας με αυτόν τον τρόπο τις εταιρίες να αυξήσουν το χρέος τους ή το μετοχικό τους κεφάλαιο προκειμένου να διενεργήσουν παραγωγικές επενδύσεις.
4. Παρέχει το πλαίσιο για τον προσδιορισμό της δίκαιης αξίας μιας εταιρίας

Τα **χρηματοπιστωτικά ιδρύματα** εκτελούν δυο βασικές λειτουργίες. Καταρχάς, δημιουργούν καταθέσεις (δηλαδή χρήμα) και διαχειρίζονται το μηχανισμό πληρωμών της οικονομίας. Δεύτερον, ως οικονομικοί μεσάζοντες τοποθετούνται μεταξύ των προμηθευτών και των καταναλωτών κεφαλαίων δεχόμενα τα αποταμιεύματα των προμηθευτών (κεφάλαια δηλαδή από καταθέτες) και στη συνέχεια χορηγώντας το μεγαλύτερο μέρος τους σε όσους τα έχουν ανάγκη είτε για την αύξηση της κατανάλωσης τους ή της ανάληψης κάποιας επενδυτικής δραστηριότητας.

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

και οι κοινές-προνομιούχες μετοχές

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

### **2.1.1 Η Τάση για Ολοκλήρωση στις Κεφαλαιαγορές**

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

Καταρχάς, η παγκοσμιοποίηση έχει ως αποτέλεσμα στη βαθμιαία άρση των ελέγχων που υπήρχαν στον τραπεζικό και στον χρηματοπιστωτικό κλάδο, γεγονός που δημιούργησε περισσότερο ανταγωνισμό και έθεσε τις βάσεις για την προσφορά καινοτόμων προϊόντων όπως τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια, η πολλαπλή εισαγωγή μια μετοχής σε διαφορετικά χρηματιστήρια, και τα παράγωγα προϊόντα. Συνέπεια των προηγούμενων, είναι τώρα πιο εύκολο για έναν επενδυτή να αγοράσει και να πωλήσει μετοχές με αποδέκτες σε όλο τον κόσμο.

Κατόπιν, μια σημαντική εξέλιξη για την ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών ήταν η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, του ευρώ, το 2002 για το μεγαλύτερο μέρος της Ευρώπης. Έτσι η ύπαρξη ευρωπαϊκών ομολόγων και μετοχών, σε ένα κοινό νόμισμα, διευκολύνει τη ροή του κεφαλαίου από και προς την Ευρώπη, με συνέπεια τη δημιουργία των κατάλληλων συνθηκών – δηλαδή το μέγεθος, το βάθος, και τη ρευστότητα- για την ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Παράλληλα, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις μπορούν πλέον να εκδίδουν ομολογιακά δάνεια και να αυξάνουν το κεφάλαιο τους πιο αποτελεσματικά στην Ευρώπη με περισσότερους ευνοϊκούς όρους. Ίσως αυτή η δυνατότητα να εξηγεί και την ολοένα αυξανόμενη κινητικότητα που παρατηρείται στο χώρο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων, η οποία πλέον ξεπερνά την αντίστοιχη της Αμερικής

## 2.2 ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

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

### 2.2.1 Η Διεθνής Αγορά Ομολόγων

Στη διεθνή αγορά ομολόγων λαμβάνουν χώρα αγοραπωλησίες ξένων ομολόγων και ευρωομολόγων . Αρχικά, ας δούμε μερικά βασικά στοιχεία για τη διεθνή αγορά ομολόγων (Perry 2006a).

- Το 2001, η συνολική αξία της διεθνούς αγοράς ομολόγων ήταν περίπου **\$37 τρισεκατομμύρια** έναντι \$24 τρισεκατομμυρίων αξίας των μετοχών .
- Από το παραπάνω ποσό, η αξία των εγχώριων ομολόγων αντιπροσώπευε περίπου το 82%, ενώ η αξία των **διεθνών ομολόγων** περίπου το **18%**.
- Η αξία δηλαδή των **διεθνών ομολόγων**, το 2001, ήταν περίπου **\$7 τρισεκατομμύρια**, από τα οποία το 20% αφορούσε τα ξένα ομόλογα και το 80% τα ευρωομόλογα.

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

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

πληρωμή θα ήταν  $\$29,12 = [50 (5,7\% + 125\%) (\$1000)]$  .

### ***Ξένα Ομόλογα***

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

Πίνακας 4: ΤΑ ΞΕΝΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

ΑΓΟΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟ 1990	ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟ 1997
ΗΠΑ	20,0	47,2
ΕΛΒΕΤΙΑ	46,9	21,8
ΙΑΠΩΝΙΑ	15,9	18,0

Πηγή: Shapiro 1999, σελ.519

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι στις ΗΠΑ και την Ελβετία, η αγορά των ξένων ομολόγων αποτελεί ένα σημαντικό κομμάτι της εγχώριας αγοράς ομολόγων, γεγονός που αποτελεί αναμφίβολα σημείο της οικονομικής ευρωστίας των ανωτέρω χωρών. Η έκδοση των ξένων ομολόγων έπεται από τους κανονισμούς των εποπτικών αρχών της χώρας στην οποία λαμβάνει χώρα η έκδοση τους.

### ***Ευρωομόλογα***

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

Τα ευρωομόλογα αποτελούν ελκυστικά χρηματοδοτικά εργαλεία διότι παρέχουν στους εκδότες τους την δυνατότητα να επιλέξουν, αφ' ενός μεν το κατάλληλο για

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

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

### **2.2.2 Η Διεθνής Χρηματιστηριακή Αγορά**

Το 2000, η **συνολική κεφαλαιοποίηση** (ο αριθμός των μετοχών των εταιριών που διαπραγματεύονται σε ένα χρηματιστήριο επί την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία κάθε μετοχής) των χρηματιστηριακών αγορών σε παγκόσμιο επίπεδο ήταν περισσότερο από **\$32τρισ**, από τις οποίες το 92% του ποσού αυτού προερχόταν από 30 αναπτυγμένες χώρες (Perry 2006b). Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90, μια τάση για τοποθετήσεις στις αναδυόμενες αγορές άρχισε να φαίνεται με αποτέλεσμα σήμερα να θεωρείται ότι το 50% ενός ιδανικού χαρτοφυλακίου θα πρέπει να έχει τοποθετηθεί στις αναδυόμενες αγορές τις Ασίας, της Λατινικής Αμερικής και Ανατολικής Ευρώπης (Ρωσία) (Perry 2006b).

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

#### ***Χρηματιστηριακή Ρευστότητα***

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

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

Γενικά, όσο υψηλότερη η τιμή του παραπάνω δείκτη, τόσο μεγαλύτερη κρίνεται η ρευστότητα της δευτερογενούς αγοράς. Για παράδειγμα, το 2000, η αξία των συναλλαγών των Αμερικανικών χρηματιστηριακών συναλλαγών έφτασε τα \$3.000τρισ, ενώ η συνολική κεφαλαιοποίηση ήταν της τάξεως των \$15τρισ με αποτέλεσμα ο



δείκτης του κύκλου εργασιών να ανέλθει στο 200 καθιστώντας την Αμερική, μαζί με τη Σουηδία, και την Ισπανία, μια από τις πιο ρευστές αγορές παγκοσμίως. Οι περισσότερες από τις αναπτυγμένες αγορές έχουν δείκτη κύκλου εργασιών 50 ή υψηλότερο (50-200), ενώ οι αναδυόμενες αγορές (όπως η Κολομβία, οι Φιλιππίνες, η Νιγηρία, κ.λπ.) διαθέτουν πολύ χαμηλούς δείκτες κύκλου εργασιών.

### ***Η Συγκέντρωση της Αγοράς***

Ο δείκτης συγκέντρωσης της αγοράς ενός χρηματιστηρίου μετρά το ποσοστό της συνολικής κεφαλαιοποίησης που κατέχουν οι δέκα μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρίες. Παραδείγματος χάρη, εάν η συγκέντρωση αγοράς είναι 50%, αυτό σημαίνει ότι οι δέκα μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρίες αντιπροσωπεύουν το 50% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του χρηματιστηρίου. Όσο πιο συγκεντρωμένη είναι μια χρηματιστηριακή αγορά τόσο λιγότερο επιθυμητός είναι ο χώρος που καταλαμβάνουν οι ξένοι επενδυτές.

### ***Η Ολοκλήρωση των Χρηματιστηριακών Αγορών***

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι που εξηγούν την τάση για τοποθέτηση ενός επενδυτή (θεσμικού ή μη) στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, και κατ' επέκταση ερμηνεύουν την ολοκλήρωση των χρηματιστηριακών αγορών. Καταρχάς, οι επενδυτές επιδιώκουν τη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων σε παγκόσμιο πλέον επίπεδο. Δεύτερον, το κεφάλαιο πλέον χαρακτηρίζεται από ολοένα και αυξανόμενη κινητικότητα, καθώς τα εμπόδια στις διεθνείς ροές κεφαλαίου έχουν μειωθεί σημαντικά. Τρίτον, η ραγδαία πρόοδος που έχει σημειωθεί στη τεχνολογία μετάδοσης των πληροφοριών διευκολύνει τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων καθώς και τις ροές κεφαλαίου.

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

Πού οφείλεται όμως η πρακτική των πολλαπλών εισαγωγών των μετοχών, την οποία ακολουθούν οι πολυεθνικές; Καταρχάς, εισαγωγή σε χρηματιστηριακές αγορές του

εξωτερικού βελτιώνει την αναγνώριση του εταιρικού ονόματος στις αγορές καθιστώντας με αυτό τον τρόπο ευκολότερη στο μέλλον κάποια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή σύναψη ομολογιακού δανείου.

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

## 2.3 ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ

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

### 2.3.1 Η Αγορά Ευρωνομισμάτων

Το **ευρωνόμισμα** είναι μια απλή ή προθεσμιακή κατάθεση, διάρκειας 1-12 μηνών, η οποία προσφέρεται από μια διεθνή τράπεζα σε ένα νόμισμα διαφορετικό από το εγχώριο (Perry 2006c). Παράδειγμα τέτοιων καταθέσεων μπορεί να είναι μια προθεσμιακή κατάθεση σε δολάρια προσφερόμενη από μια Ελληνική τράπεζα, οπότε στην προκειμένη περίπτωση μιλάμε για **ευρωδολάρια**.

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

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

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι αγορά ευρώδολαρίων, λόγω του ελάχιστου ποσού κατάθεσης που ανέρχεται στα \$1εκατ δεν είναι προσιτή στο ευρύ επενδυτικό κοινό, το οποίο ωστόσο μπορεί να συμμετάσχει σε αυτή την αγορά μέσω κάποιου αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε αυτή την αγορά λοιπόν δραστηριοποιούνται κυρίως τα τραπεζικά ιδρύματα. Παραδείγματος χάρη, εάν ένα Ελληνικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έχει διαθέσιμα προς δανεισμό κεφαλαία ύψους \$1εκατ. μη μπορώντας ωστόσο να εξεύρει πελάτες στη λιανική τραπεζική με ανάλογες ανάγκες. Ένα άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα στη Γερμανία έχει έναν πελάτη που χρειάζεται \$1εκατ το οποίο δεν το διαθέτει αλλά το ποσό αυτό μπορεί να το δανειστεί για ένα έτος, σε μια

συναλλαγή ευρωνομισμάτων.

### **2.3.2 Τα Πλεονεκτήματα της Αγοράς Ευρωνομισμάτων**

Δύο είναι τα βασικά πλεονεκτήματα της αγοράς ευρωδολαρίων (Perry 2006c). Αρχικά, οι καταθέσεις σε **ευρωδολάρια** δεν υπόκεινται στις ρυθμίσεις των υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών. Για παράδειγμα, εάν ένας ευρωπαίος πολίτης έκανε μια κατάθεση €1εκατ. σε μια Ευρωπαϊκή τράπεζα, εντός της Ευρωζώνης, τότε η τράπεζα θα έπρεπε να διατηρήσει ως ρευστά διαθέσιμα το ποσό των €100.000 σε περίπτωση που το ποσοστό υποχρεωτικών διαθεσίμων είχε καθοριστεί στο 10%. Ωστόσο, εάν η ίδια κατάθεση γινόταν σε υποκατάστημα της ίδιας τράπεζας σε δολάρια, τότε η τράπεζα δεν θα ήταν υποχρεωμένη να διατηρεί το παραπάνω ποσό σε λογαριασμό της ΕΚΤ.

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

## 2.4 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ

Υπάρχουν δυο διαφορετικοί ορισμοί που μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε προκειμένου να περιγράψουμε την πρακτική της **διεθνούς τραπεζικής** (Reviews on Basics of a Commercial Bank 2006). **Κατά** πρώτον, μια τράπεζα μπορεί να θεωρηθεί διεθνής όταν αναπτύξει διεθνείς τραπεζικές δραστηριότητες, δημιουργώντας υποκαταστήματα στην αλλοδαπή ή ενώ δραστηριοποιείται στην αλλοδαπή με οποιονδήποτε άλλο τρόπο<sup>6</sup>. Κατά δεύτερον, η διεθνής τραπεζική πρακτική μπορεί να συσχετιστεί είτε με σύναψη ενός δανείου είτε με τη προσφορά ενός τραπεζικού προϊόντος (συνήθως καταθετικού προϊόντος) σε νόμισμα διαφορετικό της χώρας που εδρεύει το συμβαλλόμενο τραπεζικό ίδρυμα.

### 2.4.1 Θεωρίες Διεθνούς Τραπεζικής

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

#### *Τα Συγκριτικά Πλεονεκτήματα της Διεθνούς Τραπεζικής Δραστηριότητας*

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

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

---

<sup>6</sup> Βλέπε Ενότητα 4 του παρόντος κεφαλαίου

άμεση σχέση με τους αλλοδαπούς πελάτες της.

### ***Εσωτερικοποίηση των Διεθνών Τραπεζικών Συναλλαγών***

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

#### **2.4.2 Σύντομη Ιστορία της Διεθνούς Τραπεζικής**

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

#### ***Η Αρχική Επέκταση στη Δεκαετία του '60***

Στη δεκαετία του '60 είχαμε το άνοιγμα της αγοράς ευρωνομισμάτων και την επέκταση των υποκαταστημάτων των τραπεζών σε ξένες χώρες. Πρωταγωνιστικό ρόλο σε αυτή τη διαδικασία διαδραμάτισαν οι Αμερικανικές τράπεζες. Εκείνη την εποχή, οι τράπεζες που είχαν αναπτύξει διεθνή δραστηριότητα ασχολούνταν κυρίως με τη χρηματοδότηση των εισαγωγών και εξαγωγών.

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

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

Εκείνη την περίοδο, οι διεθνείς τράπεζες εστίασαν το ενδιαφέρον τους στις νέες

δραστηριότητες, όπως η ενασχόληση τους με την αγορά ευρωνομισμάτων, η οργάνωση και η συμμετοχή σε syndicated loans, και η έκδοση ευρωομολόγων.

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

Η κρίση χρέους έπληξε τις αναπτυσσόμενες χώρες λόγω της δεύτερης μεγάλης ανόδου που κατέγραψε η τιμή του πετρελαίου και το κόστος του χρήματος. Πολλές διεθνείς τράπεζες αναγκάστηκαν να μειώσουν το ύψος των δανειοδοτήσεων των αναπτυσσόμενων χωρών.

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

Με την καθιέρωση μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς στις οικονομικές υπηρεσίες, τα ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αναγκάστηκαν να διαμορφώσουν μεταξύ τους συμμαχίες προκειμένου να αντισταθούν στον αυξανόμενο ανταγωνισμό του χώρου της διεθνούς τραπεζικής, καθώς οι μη-ευρωπαϊκές τράπεζες προσπάθησαν να προστατεύσουν τις υπάρχουσες θέσεις τους στην Ευρωπαϊκή αγορά ανοίγοντας νέα υποκαταστήματα.

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

## **2.5 ΤΡΟΠΟΙ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ**

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

Οι τράπεζες λοιπόν μπορούν να προσφέρουν τις υπηρεσίες στους παραπάνω πελάτες, κυρίως, μέσω τριών επιλογών: (1) με τη δημιουργία μιας ανταποκρίτριας τράπεζας, (2) με τη δημιουργία ενός υποκαταστήματος, και (3) με τη δημιουργία μιας θυγατρικής (Kurgman and Obstfeld, 1995, σελ.387).

### **2.5.1 Ανταποκρίτρια Τράπεζα**

Αρκετές τράπεζες προκειμένου να εξυπηρετήσουν τους ημεδαπούς πελάτες που δραστηριοποιούνται στην αλλοδαπή, ή τους όποιους αλλοδαπούς πελάτες, αναπτύσσουν ένα δίκτυο αποτελούμενο από **ανταποκρίτριες τράπεζες**, οι οποίες συμβάλουν στην καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών της τράπεζας.

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

### **2.5.2 Δημιουργία Υποκαταστημάτων**

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



### **2.5.3 Δημιουργία Θυγατρικής**

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

### 3. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Όπως ειπώθηκε στο πρώτο κεφάλαιο, οι ροές κεφαλαίου-βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες- απεικονίζονται στον *λογαριασμό κεφαλαίων* του ισοζυγίου πληρωμών. Οι ροές αυτές σχετίζονται άμεσα με το *λογαριασμό κεφαλαίων* του ισοζυγίου πληρωμών, λόγω της διαφοράς μεταξύ παραγωγικής και καταναλωτικής δραστηριότητας της οικονομίας, έλλειμμα ή το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο με τη σειρά του εξαρτάται από την *πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία* του νομίσματος (δηλαδή από την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας).

Συνεπώς, στην Ενότητα 1 ασχολούμαστε με την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και των παραγόντων που την επηρεάζουν. Στην Ενότητα 2 θα δούμε το πως η πτώση της ανταγωνιστικότητας μιας οικονομίας οδηγεί σε κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον του εγχωρίου νομίσματος. Τέλος, στην Ενότητα 3 παρουσιάζουμε ορισμένες από τις πιο γνωστές συναλλαγματικές κρίσεις.

### 3.1 Η ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ

Η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία μετρά την τιμή του ξένου νομίσματος σε εγχώριες νομισματικές μονάδες. Για παράδειγμα, την 1<sup>η</sup> Μαρτίου 2006, η τιμή του δολαρίου διαμορφώθηκε στα €0,84, ενώ η τιμή της Βρετανικής λίρας στα €0,57 (The Economist, March 10<sup>th</sup> 2006, σελ.97). Η **πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία** ( $R$ ) είναι απλά η σχετική τιμή των ξένων αγαθών (ή υπηρεσιών) σε νομισματικές μονάδες του εγχωρίου νομίσματος προς την τιμή εγχωρίων αγαθών (ή υπηρεσιών). Με άλλα λόγια, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία αντιπροσωπεύει το κόστος ευκαιρίας των ξένων αγαθών, δηλαδή τον αριθμό μονάδων των εγχωρίων αγαθών που πρέπει να θυσιάστούν προκειμένου να παραχθεί μια μονάδα ξένου αγαθού.

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

$R_t = \frac{S_t \times P_t^{US}}{P_t^{EU}}$	<b>3.1</b>
--	------------

όπου

$P_t^{EU}$  = το επίπεδο τιμών στην ευρωζώνη

$P_t^{US}$  = το επίπεδο τιμών στην Αμερική

$S_t$  = η τιμή του δολαρίου σε ευρώ

Ας υποθέσουμε ότι η τιμή του δολαρίου είναι €0,80 και ένα αμερικανικό αυτοκίνητο πωλείται προς \$15.000, ενώ ένα ευρωπαϊκό αυτοκίνητο προς €12.000. Σε αυτή την περίπτωση, η σχετική τιμή του αμερικανικού αυτοκινήτου πρέπει να είναι:

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

Αυτό σημαίνει ότι το κόστος ευκαιρίας των αμερικανικών αυτοκινήτων είναι 1,041 ευρωπαϊκά αυτοκίνητα. Με άλλα λόγια, 1,041 ευρωπαϊκά αυτοκίνητα πρέπει να «θυσιαστούν» προκειμένου η "παγκόσμια οικονομία" να παράγει ένα αμερικανικό αυτοκίνητο. Εάν το κόστος ευκαιρίας του αμερικανικού αυτοκινήτου αυξάνεται, αυτό σημαίνει ότι η ευρωπαϊκή ανταγωνιστικότητα βελτιώνεται.

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

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

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

### **3.1.1 Οι Παράγοντες Που Επηρεάζουν Την Πραγματική Συναλλαγματική Ισοτιμία**

Προκειμένου να δούμε πώς οι αλλαγές στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία πρόκειται να έχουν επιπτώσεις στο εμπορικό ισοζύγιο, αναλύουμε τη δυναμική της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η εξίσωση δε που περιγράφει την παραπάνω δυναμική είναι η εξής:

$\frac{dR}{dt} = \frac{dS_t}{S_t} + \left( \frac{dP_t^F}{P_t^F} - \frac{dP_t^D}{P_t^D} \right)$	<b>3.2</b>
---	------------

Έτσι, από τον ανωτέρω τύπο μπορούμε να εξάγουμε το συμπέρασμα ότι εάν οι αλλαγές στην ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία αντισταθμίζονται από τις αλλαγές στα σχετικά επίπεδα τιμών (ή το διαφορικό πληθωρισμό), η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία παραμένει αμετάβλητη.

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

$NX_t = X_t P_t^D - M_t S_t P_t^F$	<b>3.3</b>
------------------------------------	------------

όπου

$X$  = η ποσότητα των εξαγόμενων προϊόντων

$M$  = η ποσότητα των εισαγόμενων προϊόντων

$P_t^D$  = το εγχώριο επίπεδο τιμών

$P_t^F$  = το επίπεδο τιμών των ξένων προϊόντων

Διαιρώντας την παραπάνω σχέση με το εγχώριο επίπεδο τιμών λαμβάνουμε τα εξής:

$\frac{NX_t}{P_t^D} = X_t - M_t R_t$	<b>3.4</b>
--------------------------------------	------------

Η ανωτέρω εξίσωση δείχνει ότι οι καθαρές εξαγωγές αποτελούν μια συνάρτηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Παραδείγματος χάρη, βλέπουμε ότι μια πραγματική υποτίμηση ( $R \uparrow$ ) επηρεάζει το εμπορικό ισοζύγιο με τον ακόλουθο τρόπο: Καταρχάς, η πραγματική υποτίμηση καθιστά τα εγχώρια αγαθά σχετικά φτηνότερα στο εξωτερικό (το κόστος ευκαιρίας των ξένων αγαθών αυξάνεται), οδηγώντας έτσι σε μια αύξηση της ξένης ζήτησης για αυτά, συνεπώς κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις

(συνθήκη Marshall-Lerner-Robinson, -MLR-) επέρχεται άνοδος των εξαγωγών μας ( $X \uparrow$ ). Δεύτερον, η πραγματική υποτίμηση καθιστά τα ξένα αγαθά σχετικά ακριβότερα, οδηγώντας σε πτώση της εγχώριας ζήτησης τους, έτσι ο όγκος των εισαγωγών μειώνεται ( $M \downarrow$ ) κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις (MLR). Τρίτον, η πραγματική υποτίμηση αυξάνει το ονομαστικό (=ποσότητα  $\times$  τιμή) κόστος των εισαγωγών ( $M \times R$ )  $\uparrow$ .

Κατά συνέπεια μια αύξηση στην ανταγωνιστικότητα θα βελτιώσει το εμπορικό ισοζύγιο εάν τα θετικά αποτελέσματα της πραγματικής υποτίμησης (δηλαδή η αύξηση στον όγκο των εξαγωγών και η μείωση του όγκου των εισαγωγών) ξεπερνούν την αρνητική επίπτωση της αύξησης στο κόστος εισαγωγών. Με βάση τα παραπάνω ικανοποιείται η **συνθήκη Marshall-Lerner-Robinson**..

Εάν με αυτό τον τρόπο ικανοποιείται η *συνθήκη Marshall-Lerner-Robinson*, τότε μια αύξηση στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία έχει τη δυνατότητα να οδηγήσει σε βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου. Ωστόσο αυτά τα ευεργετικά αποτελέσματα δεν παρατηρούνται άμεσα.

Ας εξετάσουμε την περίπτωση μιας πραγματικής υποτίμησης συνέπεια της υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος<sup>7</sup> (αύξηση στην ανταγωνιστικότητα), η επίδραση της οποίας είναι πιθανό να γίνει αισθητή στις τιμές των ξένων και εγχώριων αγαθών. Δηλαδή, η τιμή των εισαγωγών πρόκειται να αυξηθεί, ενώ η τιμή των εξαγωγών προς τους αλλοδαπούς πρόκειται να μειωθεί. Εντούτοις, η ποσότητα εισαγωγών και εξαγωγών είναι πιθανό να προσαρμοστεί μάλλον αργά, καθώς παίρνει κάποιο χρόνο για τους καταναλωτές, τουλάχιστον, να συνειδητοποιήσουν ότι οι σχετικές τιμές έχουν αλλάξει.

Κατά συνέπεια, μια πραγματική υποτίμηση, μπορεί να οδηγήσει σε μια προσωρινή επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου, φαινόμενο καμπύλης J, δεδομένου ότι οι τιμές των εισαγωγών θα αυξηθούν, και δεδομένου ότι οι ποσότητες εισαγωγών και εξαγωγών δεν θα αλλάξουν, με αποτέλεσμα το πραγματικό εμπορικό ισοζύγιο να επιδεινωθεί. Μακροπρόθεσμα οι προσαρμογές των εξαγωγών και των εισαγωγών λαμβάνουν χώρα

---

<sup>7</sup> Στη βραχυχρόνια περίοδο μια ονομαστική υποτίμηση οδηγεί σε πραγματική υποτίμηση καθώς το επίπεδο τιμών στην εν λόγω περίοδο παραμένει σταθερό.

και είναι ισχυρότερες από την αρχική δυσμενή συνέπεια τιμών. Συνεπώς, η γνώση της υστέρησης μεταξύ της πραγματικής αλλαγής της συναλλαγματικής ισοτιμίας και της αλλαγής στο εμπορικό ισοζύγιο έχει σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομική πολιτική.

### 3.2 ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

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

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

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

#### 3.2.1 Αίτια Δημιουργίας Συναλλαγματικών Κρίσεων

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

##### *Το Πρόβλημα της Προσαρμογής*

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



διαταραχή, η οποία δημιουργεί εξωτερική ανισορροπία, τότε ένα σταθερό καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών στερείται την ανάκτηση της χαμένης ισορροπίας. Κατά συνέπεια, η δέσμευση των νομισματικών αρχών για την διατήρηση ενός αξιόπιστου συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών χαλαρώνει.

Για παράδειγμα, ας εξετάσουμε τις επιπτώσεις των ακόλουθων γεγονότων:

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

Έτσι, δεδομένου ότι η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία ( $S$ ) και το ξένο επίπεδο τιμών ( $P^F$ ) καθορίζονται με εξωγενείς παράγοντες, τότε θα πρέπει να γνωρίζουμε κατά πόσον υπάρχει ένας μηχανισμός ρύθμισης, ο οποίος θα οδηγήσει την οικονομία πίσω στη θέση ισορροπίας (εσωτερικής και εξωτερικής). Αναμφίβολα, κάποια προσαρμογή της οικονομίας θα πρέπει να πραγματοποιηθεί δεδομένου ότι μια χώρα δεν μπορεί να έχει μονίμως ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

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

Καταρχάς, μια αύξηση στο ποσοστό ανεργίας επάνω από το φυσιολογικό ποσοστό ανεργίας μειώνει το επίπεδο αμοιβών που διαπραγματεύονται τα συνδικάτα ( $W^D \downarrow$ )<sup>8</sup>, γεγονός που καθιστά πιθανή την μείωση του εγχωρίου επιπέδου τιμών ( $P^D \downarrow$ ). Δεύτερον, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αναγκάζει τις αρχές να επέμβουν και να πουλήσουν το ξένο νόμισμα (οι κάτοικοι της χώρας ζητούν το ξένο νόμισμα προκειμένου να αγοραστούν τα ξένα αγαθά, γι' αυτό και το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών)<sup>9</sup> κατά συνέπεια τα ξένα συναλλαγματικά αποθέματα μειώνονται. Ταυτόχρονα συρρικνώνεται και η προσφορά χρήματος. Με αυτό τον τρόπο, καθίσταται εφικτή (μακροπρόθεσμα τουλάχιστον) η πτώση του εγχωρίου επιπέδου τιμών- ( $M \downarrow$ )  $\Rightarrow$  ( $P^D \downarrow$ )

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

Από τη μία, εάν οι αρχές αποφασίσουν να επιτύχουν το στόχο εσωτερικής ισορροπίας, η οικονομία θα συνεχίσει να συσσωρεύει ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, κατάσταση η οποία σαφώς και δεν είναι διατηρητέα (δεδομένου ότι το απόθεμα συναλλαγματικών διαθεσίμων είναι περιορισμένο). Κάτι τέτοιο θα συμβεί, καθώς στην προσπάθεια τους οι αρχές να τονώσουν την εγχώρια ζήτηση με την επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής θα αυξήσουν το εγχώριο εισόδημα. Αυξανόμενου όμως του εγχωρίου εισοδήματος, η ζήτηση για εισαγωγές θα αυξηθεί και αυτό θα οδηγήσει σε μια περαιτέρω διεύρυνση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Έπειτα, ο μόνος τρόπος να μειωθεί το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι να μειωθεί η συνολική ζήτηση (ίσως μέσω μιας επιβολής νέας δέσμης φορολογικών μέτρων). Ωστόσο, η εγχώρια ζήτηση, κατά πάσα πιθανότητα, θα οδηγήσει σε μείωση της παραγωγής και της απασχόλησης. Αυτό το ενδεχόμενο βεβαίως είναι

<sup>8</sup> Το παραπάνω βεβαίως στηρίζεται στην υπόθεση ότι η διαπραγματευτική δύναμη των συνδικάτων αυξάνεται με τη μείωση του ποσοστού ανεργίας.

<sup>9</sup> Στη προκειμένη περίπτωση, το έλλειμμα στο ισοζύγιο των τρεχουσών συναλλαγών δεν καλύπτεται πλήρως από το πλεόνασμα στον λογαριασμό κεφαλαίων, οπότε υπάρχει «καθαρή» ζήτηση του ξένου νομίσματος.

εκτός των διαθέσιμων επιλογών πολιτικής ηγεσίας, καθώς δεν είναι διατεθειμένοι να ανεχτούν αύξηση της ανεργίας για την επανάκτηση της εξωτερικής ισορροπίας.

Από τα παραπάνω είναι προφανές ότι, το πλαίσιο σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, ανεξάρτητα της επιλογής των αρχών, και η υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος είναι αναπόφευκτη, καθώς μια τέτοια εξέλιξη προσφέρει στην οικονομία αποτροπή από την παγίδα της χαμηλής ανταγωνιστικότητας. Στην πραγματικότητα, η κρίση μπορεί να εμφανιστεί πριν από τη μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων, δεδομένου ότι οι κερδοσκόποι προσδοκώντας μελλοντική μείωση θα αρχίσουν την επίθεση τους στο εγχώριο νόμισμα. Συνεπώς, η δέσμευση για ένα σταθερό καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας χαλαρώνει όταν υφίσταται η οικονομία μια απώλεια ανταγωνιστικότητας, ως συνέπεια πληθωριστικό κλονισμό.

### ***Ανάγκη Μείωσης των Επιτοκίων***

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

### **3.2.2 Οι Προσδοκίες Υποτίμησης Και Οι Διαθέσιμες Επιλογές Των Νομισματικών Αρχών**

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η απώλεια της αξιοπιστίας ως προς τη δυνατότητα διατήρησης ενός καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ευθύνεται κατά κύριο λόγο για την εμφάνιση κερδοσκοπικών επιθέσεων στο εγχώριο νόμισμα. Ας υποθέσουμε, ότι οι επενδυτές θεωρούν πως υπάρχει μια πιθανότητα  $1 - p\%$  για τη συναλλαγματική ισοτιμία ότι θα διατηρηθεί στα προσυμφωνημένα επίπεδα και μια πιθανότητα  $p\%$  ότι θα μεταβληθεί  $k\%$  που θα υπάρξει στο μέλλον και θα φέρει υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος.

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

Πίνακας 5: Η ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΟ  
ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΓΧΩΡΙΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ

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

Πηγή: Blanchard 2000, σελ.407

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

$E(\pi_t^{\$}) = p \cdot k$	<b>3.5</b>
-----------------------------	------------

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

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

Τρίτον, η κυβέρνηση μπορεί να αποφασίσει να υπερασπίσει το υφιστάμενο επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας με κόστος την επιβολή πολύ υψηλών επιτοκίων και την εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας. Αυτό σημαίνει ότι εάν η κεντρική τράπεζα επιθυμεί να πείσει τους επενδυτές (αλλοδαπούς αλλά και εγχώριους) να

διατηρήσουν στο χαρτοφυλάκιο τους τα εγχώρια ομόλογα δεδομένου του υφιστάμενου κινδύνου υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος, τότε θα πρέπει να ακολουθήσει μια νομισματική πολιτική, σύμφωνα με την οποία ή διαφορά μεταξύ των εγχώριων και των ξένων επιτοκίων να είναι:

$i_t^D - i_t^F = p \cdot k$	<b>3.6</b>
-----------------------------	------------

### 3.3 ΓΝΩΣΤΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

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

#### 3.3.1 Η Μεξικανική Κρίση Της Δεκαετίας Του '80

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

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

Τι κρύβεται όμως πίσω από την παραπάνω πτωτική πορεία του πέσο. Καταρχάς, ενώ το Μεξικό προσπάθησε να σταθεροποιήσει το νόμισμά του προσηλώνοντας το στο δολάριο, η νομισματική πολιτική του οδήγησε σε ταχύτερη αύξηση της προσφοράς

χρήματος από την αντίστοιχη στην Αμερική. Κατά συνέπεια, οι τιμές στο Μεξικό αυξήθηκαν γρηγορότερα από τις τιμές στις ΗΠΑ, με το Μεξικό να έχει κατά μέσο όρο 20 έως 30 τοις εκατό πληθωρισμό μεταξύ του 1979 και του 1981. Μέχρι δε το τέλος του 1981, οι τιμές είχαν αυξηθεί πολύ περισσότερο στο Μεξικό από τις ΗΠΑ, οδηγώντας πολλούς Μεξικανούς προκειμένου να ικανοποιήσουν τις καταναλωτικές και επενδυτικές τους ανάγκες να στρέψουν την προσοχή τους εκτός συνόρων.

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

Η Κεντρική Τράπεζα του Μεξικού, λοιπόν, αντιμετώπισε κάποιο πρόβλημα στη προσπάθεια στήριξης της επίσημης συναλλαγματικής ισοτιμίας καθώς μετά τον Φεβρουάριο του 1982, η κερδοσκοπική επίθεση στο νόμισμα της «εξαφάνισε» σχεδόν τα μισά από τα συναλλαγματικά της αποθέματα. Η Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε να αφήσει το πέσο να πέσει (δηλαδή επέτρεψε στην τιμή του δολαρίου να αυξηθεί στο επίπεδο που να αντανάκλα τη ζήτηση του). Κατόπιν, τον Αύγουστο του 1982, μια νέα επίθεση στο πέσο μείωσε περαιτέρω τα συναλλαγματικά αποθέματα και ανάγκασε τις νομισματικές αρχές της χώρας να καταστήσουν αδύνατη τη μετατροπή του πέσου σε δολάρια χωρίς ρητή άδεια των τελευταίων.

### **3.3.2 Η Μεξικανική Κρίση στις Αρχές της Δεκαετίας του '90**

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

Ωστόσο, από το 1991 ως το 1994, το μεξικάνικο επίπεδο τιμών ήταν υψηλότερο του αντιστοίχου αμερικανικού. Αυτό, δεδομένης της σταθερής τιμής της συναλλαγματικής ισοτιμίας, οδήγησε σε πτώσης της μεξικάνικης ανταγωνιστικότητας, η οποία με τη σειρά της δημιούργησε ένα μεγάλο εμπορικό έλλειμμα. Κατά τη διάρκεια του 1994

έγινε ολοένα και πιο σαφές ότι η υποτίμηση δεν θα μπορούσε να αποφευχθεί, και ο φόβος οδήγησε σε μεγάλες κεφαλαιακές εκροές που κατεγράφησαν τον Δεκέμβριο του 1994. .

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

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

Το αποτέλεσμα ήταν, καταρχάς, πτώση της τάξεως του 6,3% του ΑΕΠ το 1995, κυρίως λόγω των υψηλών βραχυπρόθεσμων ονομαστικών επιτοκίων το δεδομένο έτος, και στη συνέχεια αύξηση του προϊόντος κατά 5,1% το 1996 και 6,9% το 1997, λόγω της αύξησης της εξωτερικής ζήτησης

### 3.4 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις στις ανοικτές οικονομίες συνίστανται στις: (1) τραπεζικές κρίσεις, και (2) νομισματικές κρίσεις. Οι **τραπεζικές κρίσεις** αναφέρονται στην περίπτωση κατά την οποία τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μιας χώρας δεν μπορούν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις προς τους πελάτες τους. Από την άλλη, ο **νομισματικές κρίσεις** αναφέρονται στις μαζικές πωλήσεις του εγχώριου νομίσματος που διενεργούν οι επενδυτές με αποτέλεσμα να προκαλείται υποτίμηση του νομίσματος.

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

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

#### 3.4.1 Για Ποιο Λόγο Συμβαίνουν Οι Χρηματοοικονομικές Κρίσεις;

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

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

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

Βεβαίως, η κάθε κρίση έχει τα δικά της χαρακτηριστικά, τα οποία διαφέρουν από περίπτωση σε περίπτωση, ωστόσο υπάρχουν κάποια κοινά σημεία σε όλες τις



χρηματοοικονομικές κρίσεις που ξεσπούν. Επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε ως οδηγό στην ανάλυση μας την Ασιατική κρίση του 1997 .

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

Πίνακας 6: Η ΑΣΙΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 1997

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

Πηγή: Corsetti και άλλοι (1998)<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Επίσης, τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα βρίσκονται στην εξής διαδικτυακή διεύθυνση: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/NOTES/CHAP8.HTM#9>

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

#### ***A. Πτώση Της Ανταγωνιστικότητας***

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

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

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

έτσι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία επηρεάζεται αποκλειστικά από τις διαφορές στα ποσοστά πληθωρισμού μεταξύ των δύο χωρών

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

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

Καταρχάς, οι τιμές των μη-εμπορεύσιμων αγαθών δεν αισθάνονται τις ίδιες ανταγωνιστικές πιέσεις με τις τιμές των εμπορεύσιμων αγαθών, με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός στο μη-ανταγωνιστικό τομέα να μειώνεται αργά. Δεύτερον, δεδομένου ότι υπάρχει σημαντική αδράνεια στην ονομαστική αύξηση αμοιβών, ο πληθωρισμός αμοιβών δεν θα εναρμονιστεί με το επίπεδο αμοιβών της χώρας με το νόμισμα της οποίας έχει γίνει το δέσιμο του εγχώριου νομίσματος. Πολλές συμβάσεις αμοιβών «κοιτάζουν προς τα πίσω» καθώς οι εργαζόμενοι δεν επιθυμούν να χάσουν το βιοτικό επίπεδο που έχουν αποκτήσει. Συνεπώς, η αδράνεια στον προσδιορισμό των ονομαστικών αμοιβών φέρει τη διατήρηση του πληθωρισμού αμοιβών επάνω από τα παγκόσμια επίπεδα.

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

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

### ***B.Ο Ρόλος Του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος***

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

Όλες οι μελέτες περί την ασιατική κρίση της δεκαετίας του '90 είχαν επικεντρωθεί στην γενναιόδωρη πιστωτική πολιτική που ακολουθούσαν οι χώρες που επλήγησαν από την κρίση. Μια ραγδαία άνοδος των δανειοδοτήσεων προηγήθηκε της κατάρρευσης των τοπικών νομισμάτων, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων τοποθετήθηκε σε επισφαλή περιουσιακά στοιχεία όπως τα ακίνητα και οι μετοχές σε παραγωγικές επενδύσεις. Εξαιτίας αυτής της συμπεριφοράς από μέρους των οφειλετών, οι πιστωτές

ήταν εκτεθειμένοι σε αρκετά είδη κινδύνου. Ένα είδος τέτοιου κινδύνου ήταν η πιθανότητα ανόδου των επιτοκίων, η οποία θα είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που είχαν δοθεί στους πιστωτές ως εξασφάλιση της παρεχόμενης δανειοδότησης.

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

Επίσης, σε αρκετές περιπτώσεις τα τραπεζικά ιδρύματα στερούντο από πόρους, ανθρώπινο δυναμικό και τεχνολογικό εξοπλισμό για την εφαρμογή προτύπων αξιολόγησης του κινδύνου. Το δε μέγεθος της ζήτησης επιχειρηματικής πίστης ήταν τόσο μεγάλο ώστε ούτε οι αξιωματούχοι των τραπεζών μπορούσαν ανταπεξέλθουν ικανοποιητικά στις υποχρεώσεις τους αναφορικά με την αξιολόγηση του κινδύνου. Αυτό ίσχυε και για τις εποπτικές αρχές..

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

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

### ***Γ.Η Οικονομική Μεγέθυνση***

Μια από τις λιγότερο γνωστές πτυχές της Ασιατικής Κρίσης, οι οποίες μπορούν να εξηγήσουν και τη δριμύτητά της και το πλήγμα που προκάλεσε σε όλο τον κόσμο, είναι

ότι πολλές πτυχές της οικονομικής πολιτικής δεν είχαν χειριστεί και τόσο καλά από τις αρμόδιες αρχές.

Στην πραγματικότητα, η περιοχή της Ανατολικής Ασίας αποτελούσε μια κλασική περίπτωση επιτυχίας, και οι επενδυτές είχαν κάθε λόγο να νιώθουν σίγουροι. Ακόμη και η δημοσιονομική πολιτική ήταν υπό έλεγχο, πράγμα ασυνήθιστο στις αναπτυσσόμενες χώρες. Ωστόσο, αυτό κατά ένα περίεργο τρόπο, επέκτεινε τον οικονομικό κίνδυνο, αφού οι επενδυτές θεώρησαν ότι εάν οι τράπεζες και τα λοιπά χρηματοδοτικά ιδρύματα έφευγαν έξω, τότε οι κυβερνήσεις θα βοηθούσαν την κατάσταση αποτρέποντας τα χειρότερα.

Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα η οικονομική επιτυχία των χωρών αυτών να επεκτείνει τους κινδύνους κατά έναν άλλο τρόπο. Ο όγκος των εισροών κεφαλαίου δημιούργησε δυσκολίες ελέγχου και επίβλεψης, σε συνδυασμό με τη γενική διάθεση αισιοδοξίας από μέρους των επενδυτών, κατέστησε πιο χαλαρούς τους εναπομείναντες περιορισμούς της δανειοδότησης.

Αυτό το είδος της δραστηριότητας είναι διατηρητέο. Καθώς, όμως, διογκώνονται οι τιμές των ακινήτων και των λοιπών περιουσιακών στοιχείων, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξασφάλιση δανείων, συνεχίζεται από μέρος τους η ανεξέλεγκτη πορεία με αποτέλεσμα την εύκολη συγκάλυψη των επισφαλών δανειοδοτήσεων. Η αύξηση του δανεισμού τροφοδοτεί την ζήτηση, η οποία με τη σειρά της διατηρεί την οικονομική μεγέθυνση σε υψηλά επίπεδα. Και η οικονομική ανάπτυξη βεβαίως ενδυναμώνει την πίστη των επενδυτών στην χώρα, με αποτέλεσμα οι εισροές να συνεχίζονται.

### **3.4.2 Η Μεταδοτικότητα των Κρίσεων**

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

Παρακάτω αναφέρουμε την, κατά τον *The Economist* (2003), επιχειρηματολογία που έχει διατυπωθεί σχετικά με τη μεταδοτικότητα ή μη των νομισματικών κρίσεων.

### ***A. Οι Κρίσεις Δεν Είναι Μεταδοτικές***

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

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

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

### ***B. Τάση για Μετάδοση των Κρίσεων***

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

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

Όταν το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτικού οργανισμού υποστεί απώλειες σε μια αναπτυσσόμενη χώρα, τότε ο διαχειριστής του μπορεί να επιλέξει (ή να αναγκαστεί από τις εποπτικές αρχές της χώρας του) να ρευστοποιήσει τις θέσεις του σε άλλες παρόμοιες αγορές προκειμένου να αντισταθμίσει τις απώλειες που αναφέρθηκαν προηγουμένως.

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

## 4. ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ

Σε τελευταίο κεφάλαιο θα εξετάσουμε για ποιο λόγο τα χρηματοδοτικά κεφάλαια δεν ρέουν από τις πλούσιες χώρες – που η οριακή αποδοτικότητά τους είναι χαμηλή προς τις αναπτυσσόμενες χώρες όπου είναι υψηλότερη λόγω των μεγάλων ελλείψεων στην επενδυτική δραστηριότητα (Ενότητα 1). Επίσης, θα αναφερθούμε στα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που έχουν οι βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίου για την οικονομία των χωρών που υποδέχονται τις ροές αναφερόμενοι στα πορίσματα μελετών που διεξήχθησαν για τον συγκεκριμένο σκοπό (Ενότητα 2). Τέλος, θα εξετάσουμε τους λόγους για τους οποίους εκδηλώνονται χρηματοοικονομικές κρίσεις (μια απότοκος κατάσταση της ελευθερίας στις κινήσεις του, βραχυπρόθεσμου κυρίως, κεφαλαίου) και κατά πόσον αυτές είναι μεταδοτικές (Ενότητα 3).



#### **4.1 ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΛΟΥΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ**

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

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

##### **4.1.1 Η Ιστορία των Ροών Κεφαλαίων**

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

Κατόπιν, για σχεδόν μισό αιώνα, από την Μεγάλη Κρίση μέχρι τη δεκαετία του '70, οι διεθνείς ροές ιδιωτικού κεφαλαίου σχεδόν εξαφανίστηκαν από το προσκήνιο. Στη συνέχεια, στη δεκαετία του '70, οι καθαρές ροές ιδιωτικού κεφαλαίου προς τις φτωχές χώρες διαμορφώθηκαν λίγο πάνω από το 1% του ΑΕΠ της δότριας χώρας. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '70, εκείνες οι ροές κεφαλαίων προς τις φτωχές χώρες αυξάνονταν, αν και υπολειπόμενες κατά πολύ των αντίστοιχων του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Αυτή η πρόσκαιρη ανάκαμψη τελείωσε άσχημα με την εμφάνιση των κρίσεων χρέους της δεκαετίας του '80. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '90, οι ροές είχαν ανακτήσει το

χαμένο έδαφος, επηρεάζονταν ωστόσο από την Μεξικάνικη κρίση του 1994 και την Ασιατική Καταστροφή του 1997-98.

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

Στο τέλος του 2001 το παγκόσμιο απόθεμα των διασυνοριακών τραπεζικών χορηγήσεων και καταθέσεων ήταν **\$9τρισ**. Εξαιτίας αυτού του ποσού μόνο **\$700δισ** περίπου άνηκε σε αναπτυσσόμενες χώρες. Επίσης, το απόθεμα των διασυνοριακών μετοχικών επενδύσεων **\$12τρισ**, από τις οποίες τα \$600δισ είχαν ως αποδέκτες τις αναπτυσσόμενες χώρες.

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

Πίνακας 7: ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ ΚΑΙ ΡΟΕΣ ΧΡΕΟΥΣ ΣΕ ΟΛΕΣ ΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ

(σε εκατ. Δολάρια)

	1970	1980	1990	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>I. SUMMARY DEBT DATA</b>										
<b>TOTAL DEBT STOCKS (EDT)</b>	..	609,403	1,460,343	1,777,529	1,969,044	2,139,456	2,229,400	2,326,457	2,536,046	2,553,988
Long-term debt (LDOD)	61,145	451,524	1,181,110	1,411,180	1,564,437	1,653,951	1,708,480	1,786,391	2,030,343	2,070,720
Public and publicly guaranteed	45,768	380,953	1,115,596	1,283,185	1,375,599	1,432,451	1,424,201	1,411,963	1,529,249	1,580,107
Private nonguaranteed	15,377	70,571	65,513	127,995	188,838	221,500	284,279	374,428	501,094	490,613
Use of IMF credit	756	12,246	34,652	39,885	44,144	61,101	60,106	70,797	93,839	81,002
Short-term debt	..	145,633	244,581	326,463	360,462	424,404	460,814	469,269	411,865	402,266
of which interest arrears on LDOD	..	2,475	52,700	46,016	43,013	43,644	38,926	30,269	36,193	40,743
Official creditors	..	2,027	19,631	20,302	22,955	25,452	25,193	23,420	27,199	..
Private creditors	..	447	33,068	25,714	20,058	18,191	13,733	6,848	8,994	..
Memo: principal arrears on LDOD	..	2,507	59,560	81,534	92,717	107,988	104,231	79,607	91,841	98,387
Official creditors	..	1,244	27,273	39,278	48,565	59,879	61,506	59,505	65,426	..
Private creditors	..	1,262	32,287	42,256	44,151	48,109	42,725	20,102	26,415	..
Memo: export credits	..	7,728	301,045	352,364	380,327	371,350	359,354	364,271	386,573	..
<b>TOTAL DEBT FLOWS</b>										
Disbursements	13,251	113,657	137,218	182,235	184,810	239,674	277,505	331,584	319,972	245,979
Long-term debt	12,920	107,641	128,974	175,234	176,408	211,760	268,847	308,387	290,842	231,054
IMF purchases	331	6,016	8,244	7,001	8,401	27,914	8,659	23,197	29,129	14,925
Principal repayments	6,742	44,473	93,720	106,760	119,598	139,416	171,342	199,621	196,031	214,094
Long-term debt	6,000	42,472	85,531	101,423	112,775	128,326	163,715	191,078	186,134	186,332
IMF repurchases	743	2,002	8,189	5,338	6,823	11,090	7,627	8,544	9,896	27,762
Net flows on debt	15,847	111,038	60,045	112,050	113,570	167,735	149,097	152,368	76,329	20,659
of which short-term debt	..	41,854	16,548	36,576	48,358	67,477	42,933	20,405	-47,612	-11,226
Interest payments (INT)	..	48,859	70,487	68,655	78,208	100,940	106,533	112,838	120,083	135,266
Long-term debt	2,355	32,790	54,703	52,298	60,765	77,135	80,957	87,074	94,868	111,378
IMF charges	0	471	2,504	2,346	1,807	2,791	2,310	2,207	3,406	4,821
Short-term debt	..	15,597	13,280	14,010	15,636	21,014	23,267	23,557	21,807	19,067
Net transfers on debt	..	62,179	-10,442	43,393	35,361	66,795	42,563	39,529	-43,753	-114,607
Total debt service paid (TDS)	..	93,331	164,208	175,416	197,807	240,356	277,877	312,460	316,113	349,360
Long-term debt	8,353	75,261	140,234	153,723	173,541	205,461	244,672	278,153	281,003	297,710
IMF repurchases and charges	743	2,473	10,694	7,684	8,630	13,881	9,938	10,750	13,303	32,583
Short-term debt (interest only)	..	15,597	13,280	14,010	15,636	21,014	23,267	23,557	21,807	19,067

Πηγή: WORLD BANK (2006)

#### 4.1.2 Εμπόδια στη Ροή Κεφαλαίων

Από τα όσα παρουσιάσαμε προηγουμένως, συμπεραίνουμε ότι το κεφάλαιο δεν φαίνεται να ρέει από τις πλούσιες προς τις φτωχές χώρες. Κάτι τέτοιο προξενεί εντύπωση, γιατί, κατά μέσο όρο, οι πιστώτριες χώρες είναι πλουσιότερες από τις δανειζόμενες. Από την άποψη αυτή, το κεφάλαιο θα έπρεπε να ρέει προς την προαναφερθείσα κατεύθυνση. Υπάρχει ωστόσο και η εξαίρεση στον παραπάνω κανόνα που είναι οι ΗΠΑ, οι οποίες επενδύουν και καταναλώνουν (και στον ιδιωτικό αλλά και στο δημόσιο επίπεδο τομέα) διαρκώς. Προκειμένου λοιπόν να χρηματοδοτήσουν τα υψηλά επίπεδα επένδυσης και κατανάλωσης εισάγουν κεφάλαια από την αλλοδαπή σε τέτοιο βαθμό ώστε οι υποχρεώσεις τους προς τις πιστοδότριες πιστώτριες χώρες (της Ασίας κυρίως) να αγγίζουν το 20% του ΑΕΠ.

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

### ***A.Ελλείψεις Σε Εξειδικευμένο Εργατικό Δυναμικό, Απουσία Θεσμικού Πλαισίου, Και Ανεπαρκής Υποδομή***

Το κεφάλαιο δεν είναι το μόνο πράγμα που απουσιάζει από τις περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες. Τα εργατικά χέρια μπορεί να αφθονούν, ωστόσο οι εργαζόμενοι στις φτωχές χώρες είναι λιγότερο εκπαιδευμένοι και με ελλιπή επαγγελματική κατάρτιση συγκρινόμενοι με συναδέλφους τους από πλούσιες χώρες. Περαιτέρω, το νομικό πλαίσιο πολλών αναπτυσσόμενων χωρών δεν εγγυάται την προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και το κράτος δικαίου (σε περίπτωση που υπάρχει) είναι τελείως αναξιόπιστο. Το πρόβλημα της έλλειψης επαρκούς νομικού πλαισίου λόγω της ύπαρξης διαφθοράς έχει πάρει τέτοιες διαστάσεις ώστε ο επικεφαλής της Παγκόσμιας Τράπεζας, Paul Wolfowitz, θεωρεί ότι, πλέον, ως κύρια μέριμνα της τράπεζας είναι να γίνει πάταξη της διαφθοράς και δωροληψίας και στη συνέχεια η χρηματοδότηση επενδυτικών έργων (The Economist 2006). Επίσης, η απαραίτητη οικονομική υποδομή για να αποδώσει μια επενδυτική πρωτοβουλία απουσιάζει σε αρκετές αναπτυσσόμενες χώρες.

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

### ***B.Περιορισμοί Στις Κινήσεις Κεφαλαίου***

Είναι γνωστό ότι οι περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες δεν επιτρέπουν την ελεύθερη κίνηση του κεφαλαίου. Αν και οι γενικοί περιορισμοί στη μετακίνηση του κεφαλαίου είναι πολύ σπανιότεροι σήμερα, υφίστανται εμπόδια στον δρόμο των ξένων επενδυτών. Έτσι, παρά την επικρατούσα, τάση για το άνοιγμα των κεφαλαιαγορών χρόνια, οι αναπτυσσόμενες χώρες είναι σαφώς λιγότερο δεκτικές στη διασυνοριακή χρηματοδότηση από μια αναπτυγμένη οικονομία.

## **4.2 ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

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

Η απορρύθμιση και το άνοιγμα της κεφαλαιαγοράς στις αναπτυσσόμενες χώρες ενδέχεται να έχουν αντίθετες επιδράσεις για την εγχώρια οικονομία. Αφενός μεν, η εισροή κεφαλαίου από την αλλοδαπή μπορεί να χρηματοδοτήσει την, μη-χρηματοδοτούμενη από εγχώριες πηγές, εγχώρια επένδυση και να συμβάλει στην ανάπτυξη της οικονομίας. Αφετέρου η έλευση «ξένου» χρήματος έχοντας ένα προσωρινό χαρακτήρα καθιστά την επιτυχή υλοποίηση μακροπρόθεσμων αναπτυξιακών σχεδίων αρκετά αβέβαια από τη χώρα που φιλοξενεί το ξένο κεφάλαιο.

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

### **4.2.1 Πλεονεκτήματα Από Τις Εισροές Κεφαλαίου**

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

Ωστόσο, το παραπάνω όφελος από τη χρηματοοικονομική ολοκλήρωση προκύπτει κυρίως όταν οι εισροές βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων συμπεριφέρονται αντικυκλικά και καθορίζονται από παράγοντες ζήτησης. Εάν, όμως, οι αποφάσεις των πιστωτών σχετικά με την παροχή κεφαλαίων σχετίζονται θετικά με την πορεία της οικονομίας, τότε μια καλή οικονομική πορεία μπορεί να προσελκύσει ποσότητες κεφαλαίου, οι οποίες θα

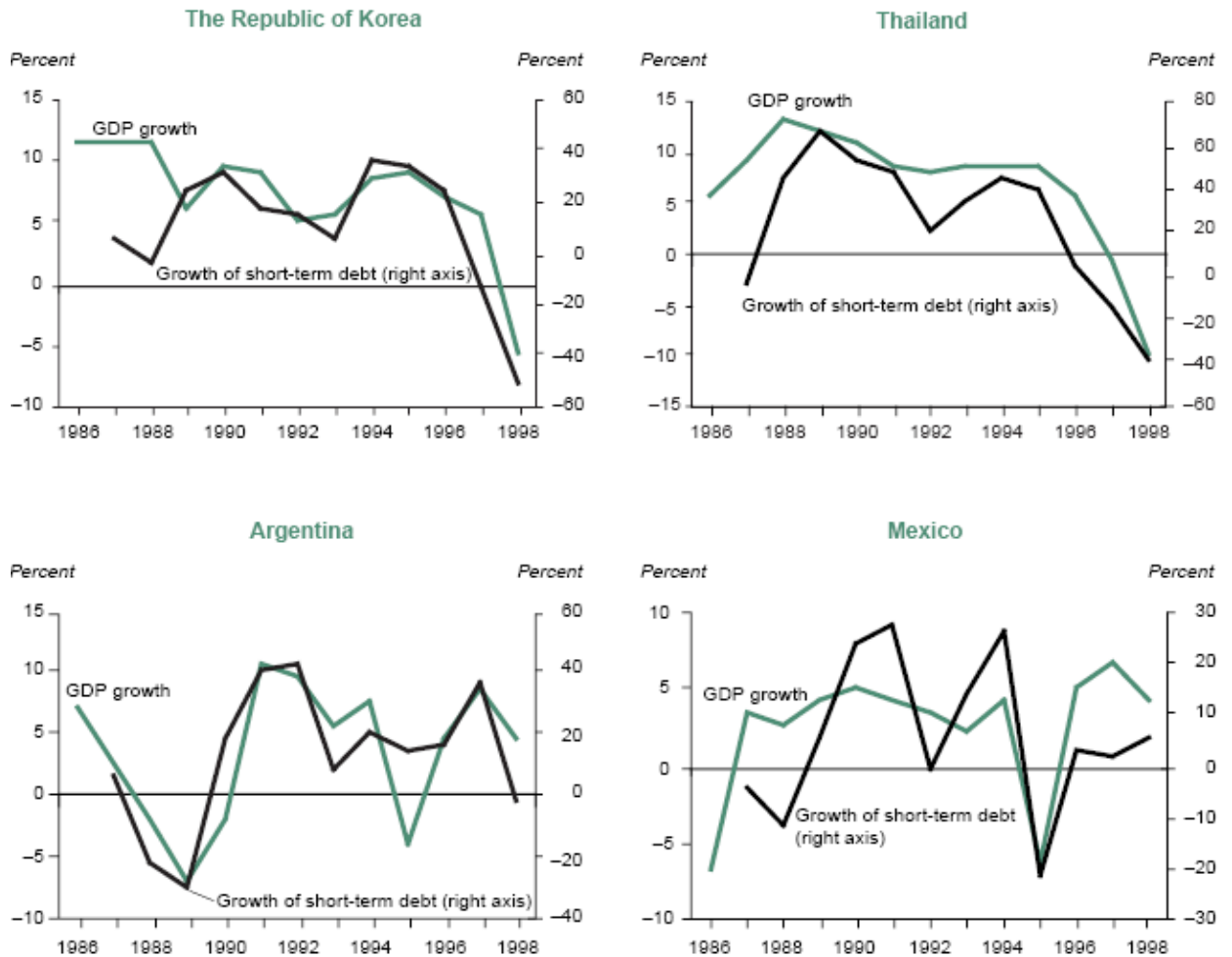
οδηγήσουν την κατανάλωση και την επένδυση σε μη-διατηρητέα επίπεδα, μακροπρόθεσμα. Αντίθετα, σε περίπτωση οικονομικής δυσπραγίας τα κεφαλαία θα αποσυρθούν από την εγχώρια οικονομία μειώνοντας έτσι περαιτέρω το εισόδημα και την κατανάλωση.

### ***Τα Εμπειρικά Δεδομένα***

Σύμφωνα με μελέτη, την οποία διενήργησε η Παγκόσμια Τράπεζα το 2000, για την χρηματοδότηση της παγκόσμιας ανάπτυξης (Global Development Finance 2000) και η οποία στηρίχθηκε σε στοιχεία που αφορούσαν τις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίου σε 20 σημαντικές αναπτυσσόμενες χώρες, προκύπτει μια θετική σχέση μεταξύ της αύξησης του βραχυπρόθεσμου χρέους και των ποσοστών μεγέθυνσης στις αναπτυσσόμενες χώρες<sup>11</sup>. Όπως φαίνεται στο ακόλουθο σχήμα, οι βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίου για τέσσερις επιλεγμένες αναπτυσσόμενες οικονομίες φαίνονται να συσχετίζονται θετικά με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ τους.

---

<sup>11</sup> Βλέπε <http://econ.worldbank.org/> / Data and Research,



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

Πηγή:

<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS/EXTGDF/EXTGDF2000/0..contentMDK:20284128~pagePK:64167689~piPK:64167673~theSitePK:544570.00>

Εκτός από την παραπάνω γραφική απεικόνιση της θετικής σχέσης μεταξύ βραχυπρόθεσμου χρέους και επιπέδου οικονομικής δραστηριότητας μπορούμε να μετατρέψουμε σε ποσό την παραπάνω σχέση με τον υπολογισμό της ελαστικότητας του βραχυπρόθεσμου χρέους ( $\varepsilon_{SB}$ ), ο οποίος υπολογίζεται ως εξής:

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

Όπου

SB = το απόθεμα βραχυπρόθεσμου χρέους σε μια οικονομία

GDP = το ΑΕΠ

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

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

#### **4.2.2 Βραχυπρόθεσμες Ροές Κεφαλαίου Και Συναλλαγματικές Κρίσεις**

Όπως αναφέρθηκε ήδη αρκετές φορές παραπάνω, οι βραχυπρόθεσμες ροές αποτελούν τις πιο αντιστρέψιμες ροές στο λογαριασμό των κεφαλαίων. Αυτό συμβαίνει γιατί η βραχεία διάρκεια των κεφαλαίων παρέχει τη δυνατότητα στον επενδυτή να τα αποσύρει γρήγορα και χωρίς να επωμιστεί κάποιο υψηλό κόστος που θα έχει ως συνέπεια το «κλείσιμο» της θέσης του. Αντίθετα, μια εσπευσμένη εκκαθάριση της Άμεσης Ξένης Επένδυσης ίσως να απαιτεί την εκποίηση των μηχανημάτων σε τιμή, κατά πολύ, κάτω του κόστους κτήσης, ή μια αντίστοιχη πώληση μετοχών ή ομολόγων ενδεχομένως να επιφέρει σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες.

Γνωρίζουμε ότι κατά το παρελθόν, αρκετές αναπτυσσόμενες χώρες επλήγησαν από την απόσυρση των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων στη διάρκεια των οικονομικών κρίσεων που υπέστησαν. Αυτή η πιθανή αντιστρεψιμότητα του βραχυπρόθεσμου χρέους δημιουργεί μια έκδηλη ανησυχία στους διεθνείς πιστωτές, κυρίως όταν το



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

### ***Εμπειρικά Στοιχεία***

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

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

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

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

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την παράθεση των εμπειρικών στοιχείων προκύπτει το συμπέρασμα ότι το διεθνές κεφάλαιο, σε αντίθεση με όσα προβλέπει η οικονομική θεωρία, δεν φαίνεται να ρέει από τις πλούσιες προς τις φτωχές χώρες. Αναφέραμε επίσης ότι μερικές από τις αιτίες που ερμηνεύουν την ανεπαρκή ροή κεφαλαίων από τις πλούσιες προς τις λιγότερο εύπορες χώρες είναι το μη ικανοποιητικό εκπαιδευτικό υπόβαθρο των ιθαγενών ντόπιων εργαζομένων των αναπτυσσόμενων χωρών και η ελλειπής επαγγελματική κατάρτιση τους, η έλλειψη απαραίτητων για την οικονομική ανάπτυξη υποδομών, η απουσία επαρκούς ιδιοκτησίας για την προάσπιση των δικαιωμάτων, νομικού πλαισίου, και η εξάπλωση του προβλήματος της διαφθοράς.

Κατόπιν, κάναμε λόγο για την στενή σχέση που έχει καταγραφεί μεταξύ της αύξησης του βραχυπρόθεσμου χρέους και της οικονομικής μεγέθυνσης στις αναπτυσσόμενες χώρες. Υπολογίστηκε μάλιστα ότι η ελαστικότητα του βραχυπρόθεσμου χρέους σε σχέση με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ φτάνει το 2,1. Ωστόσο, σε αρκετές περιπτώσεις η «ευλογία» μετατρέπεται σε «κατάρρα», καθώς από έρευνες που έχουν διεξαχθεί διαπιστώθηκε ότι η ύπαρξη μεγάλου αποθέματος βραχυπρόθεσμου χρέους σε μια οικονομία είναι δυνατόν να οδηγήσει σε εκδήλωση συναλλαγματικής κρίσης.

Τέλος, από την εξέταση της Ασιατικής συναλλαγματικής κρίσης του 1997 είδαμε ότι η πτώση της ανταγωνιστικότητας των Ασιατικών χωρών οδήγησε, κατά την περίοδο 1990-1996, σε αυξανόμενα ελλείμματα στο ισοζύγιο των τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία ήταν μη διατηρήσιμα και έπρεπε να μειωθούν μέσω μιας υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος.

## **Παράρτημα Α**

### **Η ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΕ ΜΙΑ ΑΝΟΙΚΤΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

Προκειμένου να εξαγάγουμε την σχέση που περιγράφει την προσφορά χρήματος στην ανοικτή οικονομία, πρέπει να αναλύσουμε τους ισολογισμούς της κεντρικής τράπεζας και των εμπορικών τραπεζών χωριστά, και στη συνέχεια να δούμε ενοποιημένο τον ισολογισμό του τραπεζικού τομέα.

### **Ο Ισολογισμός της Κεντρικής Τραπέζης**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει το συνοπτικό **ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας**, με τη μόνη διαφορά ότι έχουμε προσθέσει και τις χορηγήσεις δανείων της κεντρικής τράπεζας προς τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα:

<b>ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ</b>	
<b>A. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>B. ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>
A1. ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ( $GS^{CB}$ )	B1. ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ( $R$ )

Εάν αγνοήσουμε την καθαρή θέση της κεντρικής τράπεζας, τότε σύμφωνα με τη βασική λογιστική ταυτότητα θα πρέπει να έχουμε:

$$FA_t^{CB} + GS_t^{CB} + L_t^{CB \square B} = R_t + N_t \quad \mathbf{(A)}$$

Οι τίτλοι του δημοσίου που κατέχει στο χαρτοφυλάκιο της η κεντρική τράπεζα,  $GS_t^{CB}$ , και οι χορηγούμενες πιστώσεις προς τον τραπεζικό τομέα,  $L_t^{CB \square B}$ , αποτελούν την **εγχώρια πίστωση της κεντρικής τράπεζας**,  $DC_t^{CB}$ . Έτσι μπορούμε να γράψουμε

$$FA_t^{CB} + DC_t^{CB} = R_t + N_t \quad \mathbf{(B)}$$

### **Ο Ισολογισμός ενός Χρηματοπιστωτικού Ιδρύματος**

Ο συνοπτικός ισολογισμός ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος έχει την εξής μορφή:

<b>ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ</b>	
<b>A. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>B. ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>
A1. ΤΑΜΕΙΟ ΚΑΙ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΣΤΗΝ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ $(N^{CB} + R)$	B1. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΤΟΥΣ ΠΕΛΑΤΕΣ $(DD)$
A2. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΠΕΛΑΤΩΝ $(L^{B \cdot P})$	B2. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ
A3. ΚΡΑΤΙΚΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ $(GS^B)$	

Οι απαιτήσεις κατά πελατών και τα κρατικά χρεόγραφα συνιστούν την **εγχώρια πίστωση που επεκτείνεται από τον τραπεζικό τομέα** ( $DC^B$ ). Στο παθητικό του ισολογισμού της εμπορικής τράπεζας, εξετάζουμε μόνο τις υποχρεώσεις προς τους πελάτες. Βάση λοιπόν της λογιστικής ταυτότητας του ισολογισμού έχουμε τα εξής:

$$N_t^{CB} + R_t + DC_t^B = DD_t \quad (\Delta)$$

#### **Ενοποίηση των Ισολογισμών**

Προκειμένου να ενοποιήσουμε τους ισολογισμούς της κεντρικής τράπεζας και του τραπεζικού τομέα, πρέπει να προσθέσουμε κατά μέλη τις εξισώσεις (B) και (Δ) και να απαλείψουμε τους κοινούς όρους. Έτσι, εφαρμόζοντας λοιπόν αυτή τη διαδικασία λαμβάνουμε:

$$FA_t^{CB} + DC_t^{CB} + DC_t^B = (N_t - N_t^{CB}) + DD_t \quad (\text{E})$$

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Ελληνική**

1. ΘΑΛΛΑΣΙΝΟΣ Ε. και Θ.Β.ΣΤΑΜΑΤΟΠΟΥΛΟΣ 1998 *Διεθνή Οικονομικά*, Εκδόσεις Αθ.Σταμούλης.
2. ΒΑΜΒΟΥΚΑΣ, Γ., 1997. *Το Διεθνές Οικονομικό Σύστημα*, Εκδόσεις «το Οικονομικό».
3. KRUGMAN, P. ΚΑΙ OBSTFELD, M., 1995. *Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πρακτική*, Εκδόσεις Κριτική Επιστημονική Βιβλιοθήκη.

### **Ξενογλώσση**

1. BEGG, D., FISCHER, S. AND DORNBUSCH, R., 1997. *Economics*. 5<sup>th</sup> ed. The McGraw-Hill Companies.
2. BLANCHARD, O. 2000. *Macroeconomics*, 2<sup>nd</sup> ed. Massachusetts Institute of Technology
3. ELTON, E. AND GRUBER, M. 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons.
4. TODARO, M., 1997. *Economic Development*, 6<sup>th</sup> ed., Longman London and New York
5. SHAPIRO, A., 1999. *Multinational Financial Management*, 6th ed. John Wiley & Sons.

### **Πηγές Διαδικτύου**

6. WORLD BANK, 2006. *Data and Statistics.Global Development Finance* [online].Available from:  
<http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2000/Resources/reg-all-developing.pdf>
7. PERRY, M., 2006a. *International Bond Market* [online]. Available from:  
<http://spruce.flint.umich.edu/~mjpperry/466-7.htm>
8. PERRY, M., 2006b. *International Capital Markets* [online]. Available from:  
<http://spruce.flint.umich.edu/~mjpperry/466-8.htm>
9. PERRY, M., 2006c. *International Money Markets* [online]. Available from  
<http://spruce.flint.umich.edu/~mjpperry/466-6.html>

10. PERRY, M., 2006d. *Globalization and the Multinational Firm* [online]. Available from <http://spruce.flint.umich.edu/~mjerry/466-1.htm>
11. PERRY, M., 2006e. *International Portfolio Investment* [online]. Available from: <http://spruce.flint.umich.edu/~mjerry/Chap011.ppt#403,5,International Correlation Structure>
12. REVIEWS ON BASICS OF A COMMERCIAL BANK, 2006. [online]. Available from: <http://hk.geocities.com/taichi112/part1.pdf>