

Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου
Σχολή Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών
Τμήμα Πολιτικής Επιστήμης και Διεθνών Σχέσεων
Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
« Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία »



**«Νομισματικές κρίσεις και Παγκόσμια Οικονομία:
Η περίπτωση της κερδοσκοπικής επίθεσης στην
βρετανική στερλίνα»**

Ανδρέας Λαμπρινάκος

Κόρινθος, Σεπτέμβριος 2017

University of Peloponnese
Faculty of Social and International Sciences
Department of Political Science and International Relations
Master Program in
“Global Political Economy”



**“Currency crises and International Economy:
The Case of the Speculative Attack on British sterling”**

Andreas Lamprinakos

Corinth, September 2017

ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ

Με την παρούσα δήλωση:

- 1) Δηλώνω ρητά και ανεπιφύλακτα ότι η διπλωματική εργασία που σας καταθέτω αποτελεί προϊόν δικής μου πνευματικής προσπάθειας, δεν παραβιάζει τα δικαιώματα τρίτων μερών και ακολουθεί τα διεθνώς αναγνωρισμένα πρότυπα επιστημονικής συγγραφής, τηρώντας πιστά την ακαδημαϊκή δεοντολογία.
- 2) Οι απόψεις που εκφράζονται αποτελούν αποκλειστικά ευθύνη τους συγγραφέα και ο επιβλέπων, οι εξεταστές, το Τμήμα και το Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου δεν υιοθετούν κατ' ανάγκη τις εκφραζόμενες απόψεις ούτε φέρουν οποιαδήποτε ευθύνη για τυχόν λάθη και παραλείψεις.

Ο δηλών

.....
(Υπογραφή)

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική χωρίζεται σε δύο μέρη, στο πρώτο αναλύεται ο ορισμός της νομισματικής κρίσης μέσω των διαφορετικών μοντέλων που αναπτύχθηκαν. Η κάθε γενιά μοντέλων αναπτύχθηκε με σκοπό να εξηγεί και να προβλέπει κρίσεις με διαφορετικά χαρακτηριστικά ενώ καθοριστικό ρόλο παίζουν οι ενέργειες των κρατών να διατηρήσουν το σύστημα σταθερών ισοτιμιών. Στην συνέχεια, γίνεται μια ιστορική αναδρομή σχετικά με την εξέλιξη του διεθνούς νομισματικού συστήματος, δηλαδή από το σύστημα του χρυσού και την σημασία των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μέχρι τις ελεύθερα κυμαινόμενες ισοτιμίες. Με βάση τα παραπάνω οι χώρες βρέθηκαν μπροστά σε ένα δίλημμα καθώς θα έπρεπε να επιλέξουν ανάμεσα στην άσκηση πολιτικών με εγχώριο προσανατολισμό ή στην διατήρηση των σταθερών ισοτιμιών.

Στο δεύτερο μέρος εξετάζονται οι άριστες νομισματικές περιοχές και ρόλος της νομισματικής ολοκλήρωσης για την προστασία από κερδοσκοπικές επιθέσεις. Η απόφαση της Βρετανίας να ενταχθεί στο ενιαίο μηχανισμό ισοτιμιών αποτέλεσε σημαντική αλλαγή για την πολιτική της χώρας η οποία τελικά δεν ήταν επιτυχής λόγω των κερδοσκοπικών επιθέσεων που δέχθηκε από μεγάλα επενδυτικά κεφάλαια όπως αυτό του George Soros. Ο ρόλος των κερδοσκόπων εξηγείται από τα μοντέλα δεύτερης γενιάς νομισματικών κρίσεων. Η μέρα που η Βρετανία εγκατέλειψε τον ενιαίο μηχανισμό ισοτιμιών της Ευρώπης έμεινε στην ιστορία ως « Μαύρη Τετάρτη».

Λέξεις κλειδιά: [Νομισματική κρίση, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, μοντέλα νομισματικών κρίσεων, κερδοσκοπικές επιθέσεις, συναλλαγματικές ισοτιμίες]

Abstract

The current Thesis is divided into two parts; in the first part there is an analysis of the definition of the currency crisis that is done through different models that have been developed. Each generation of models was developed with the purpose to explain and predict crises with different characteristics, while important role on that, have the actions of states to preserve their system of stability of their currency exchange rates. Moreover, a historic retrospection concerning the development of the international monetary system is done. This retrospection ranges from the gold exchange standard and the importance of fixed exchange rates, to floating exchange rates. Based on the above, the countries faced a dilemma, as they had to choose between following politics with domestic orientations or to maintain the fixed exchange rates. In the second part of the thesis the optimum currency areas are examined, as well as the role of the monetary integration for the protection of states from the speculative attacks. The decision of the United Kingdom to join the European exchange Rate Mechanism (ERM) was an important change of politics of the country, which was eventually unsuccessful due to the speculative attacks from the large investment funds, such as the one of George Soros. The role of the speculators is explained by second generation models of monetary crises. The day the United Kingdom abandoned the common mechanism of exchange rates of Europe is known in history as the “Black Wednesday”

Keywords: [Currency crises, current account balance, models of currency crises, speculative attacks, exchange rates]

Περιεχόμενα

Βραχυγραφίες	8
Κεφάλαιο 1^ο : Εισαγωγή.....	1
1.2 Σκοπός διπλωματικής εργασίας.....	1
1.3 Η Δομή	2
1.4 Η μεθοδολογία	2
1.5 Η συνεισφορά	2
Κεφάλαιο 2^ο : Οι νομισματικές κρίσεις	3
2.1 Εισαγωγή	3
2.1.1 Προσδιορισμός.....	3
2.2 Αίτια.....	4
2.2.1 Μοντέλα πρώτης γενιάς.....	5
2.2.2 Μοντέλα δεύτερης γενιάς.....	7
2.2.3 Μοντέλα τρίτης γενιάς	8
2.3 Σχέση τιμών πετρελαίου και συναλλαγματικών ισοτιμιών	10
2.3.1 Κίνητρα υποτίμησης.....	11
2.3.2 Κίνητρα υπεράσπισης της σταθερής ισοτιμίας	11
2.4 Δίδυμες κρίσεις (Twin Crises): Νομισματικές και Τραπεζικές κρίσεις.....	11
2.5 Μετάδοση κρίσεων	16
2.5.1 Δίαυλοι μετάδοσης	18
2.6 Συμπεράσματα	19
Κεφάλαιο 3^ο : Ιστορική εξέλιξη του νομισματικού συστήματος	19
3.1 Εισαγωγή	19
3.1.1 Κανόνας χρυσού 1870- 1914.....	20
3.1.2 Σταθερότητα και σύστημα χρυσού	20
3.1.3 Συναλλαγματικός κανόνας χρυσού, 1914-1938.....	21
3.1.4 Σύστημα Bretton Woods, 1944-1971.....	22
3.1.5 Σταθεροποίηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών	23
3.1.6 Κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods.....	23
3.1.7 Κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες	24
3.1.8 Πλεονεκτήματα κυμαινόμενων ισοτιμιών	26
3.1.10 Μειονεκτήματα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών	29
3.1.11 Μπορούν να υιοθετηθούν σήμερα οι σταθερές ισοτιμίες;.....	30

3.2 Νομισματικό τρίλημμα.....	30
3.2.1 Επίδραση νομισματικού συστήματος.....	31
3.2.1 Το χρήμα και οι λειτουργίες του	33
3.2.2 Χρήμα, επιτόκιο και συναλλαγματική ισοτιμία	35
3.2.3 Έλεγχος προσφοράς χρήματος.....	37
3.3 Το ισοζύγιο πληρωμών.....	37
3.3.1 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών	38
3.3.2 Ισοζύγιο συναλλαγματικών διαθεσίμων.....	39
3.3.3 Αίτια διαταραχών στο ισοζύγιο πληρωμών	39
3.4 Άριστες νομισματικές περιοχές.....	39
3.4.1 Καμπύλη GG	40
3.5 Συμπεράσματα	42
Κεφάλαιο 4 : Η κερδοσκοπική επίθεση στην βρετανική στερλίνα.....	43
4.1 Εισαγωγή	43
4.2 Το ευρωπαϊκό νομισματικό σύστημα (Ε.Ν.Σ).....	44
4.2.1 Η είσοδος της Βρετανία στο ΕΝΣ και τα γεγονότα πριν την κερδοσκοπική επίθεση	44
4.2.2 Μαύρη Τετάρτη (Black Wednesday) – Αίτια.....	45
4.2.3 Η Βρετανία μετά την αποχώρηση από το ΕΝΣ	49
4.3 Μαθήματα από την Μαύρη Τετάρτη	52
4.4 Πρόληψη και διαχείριση κρίσεων.....	52
4.5 Συμπέρασμα.....	53
Κεφάλαιο 5^ο: Συμπεράσματα.....	55
Βιβλιογραφία.....	56

Πίνακες

Πίνακας 1: Κατηγορίες μοντέλων.	9
Πίνακας 1.2 Συχνότητα κρίσεων	12
Πίνακας 1.3 Αριθμός κρίσεων κάθε χρόνο.....	13
Πίνακας 1.4: Πιθανότητες κρίσεων	14
Πίνακας 1.5: Σφοδρότητα κρίσεων.....	15
Πίνακας 1.6: Χρονοδιάγραμμα των δίδυμων κρίσεων και χρηματοοικονομικής φιλελευθεροποίησης	16

Πίνακας 3: Ο πληθωρισμός (%) στις βιομηχανικές χώρες, 1966-1972.....	24
Πίνακας 3.1: Έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων στις Βιομηχανικές και Αναπτυσσόμενες χώρες, 1985-1991	26
Πίνακας 3.2: Ορισμοί χρήματος στην Ε.Ε.....	33

Διαγράμματα - Σχήματα

Διάγραμμα 1.α Καθημερινή (Α) και Τριμηνιαία (Β) πρόβλεψη τιμών	10
Διάγραμμα 3.α	29
Σχήμα 3.β.....	31
Σχήμα 3.γ: Διαφορές πληθωρισμών και τάσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών	32
Σχήμα 3.δ: Ταυτόχρονη ισορροπία της αγοράς χρήματος με την αγορά συναλλάγματος.	36
Σχήμα 3.ε: Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση των ΗΠΑ, 1976-2012.....	38
Διάγραμμα 4.α: Στερλίνα/Μάρκο, επιτόκια Βρετανίας.....	49
Διάγραμμα 4.β: Στερλίνα/Μάρκο, 1990-2005.....	50
Διάγραμμα 4.γ.....	51

Βραχυγραφίες

Ε.Ν.Σ ή Ε.Ρ.Μ: Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα

Ο.Ο.Σ.Α: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης

Ε.Ε: Ευρωπαϊκή Ένωση

Κ.Τ: Κεντρική Τράπεζα

Κεφάλαιο 1^ο : Εισαγωγή

Μετά το τέλος του Α παγκοσμίου πολέμου το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών αξιών σε όρους χρυσού κατέρρευσε και αντικαταστάθηκε από την συμφωνία του Bretton Woods μετά το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου , όπου και αυτό το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών κατέρρευσε το 1971. Η πλειοψηφία των χωρών ακολούθησε το σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών το οποίο ισχύει και σήμερα καθώς θεώρησαν πως με αυτό τον τρόπο αντανακλώνται οι πραγματικές δυνάμεις της αγοράς, ενώ άλλες κυρίως αναπτυσσόμενες χώρες θεώρησαν ότι μπορούν να επωφεληθούν από την σύνδεση του νομίσματος τους με κάποιο άλλο ισχυρό νόμισμα.

Οι δεκαετίες 1970 και 1980 έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην διαμόρφωση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς εκείνη την περίοδο αναπτύχθηκαν τα πρώτα μοντέλα ανάλυσης και κατανόησης των νομισματικών κρίσεων. Πλέον η ισοτιμία του νομίσματος διαμορφώνεται ελεύθερα στην αγορά συναλλάγματος και αποτελεί βασικό πεδίο των διεθνών χρηματοοικονομικών. Οι ισοτιμίες των νομισμάτων καθορίζονται από νομισματικές πολιτικές που διαμορφώνονται κυρίως από την κυβέρνηση, την κεντρική τράπεζα και τους επενδυτές.

1.2 Σκοπός διπλωματικής εργασίας

Ο σκοπός της Διπλωματικής Εργασίας είναι η μελέτη της διασύνδεσης των νομισματικών κρίσεων με την παγκόσμια οικονομία . Η αναφορά σε σχετικές θεωρίες για τις νομισματικές κρίσεις συμβάλλουν στην κατανόηση της φαινομενικά ανεξήγητης μετάδοσης τους σε άλλες οικονομίες καθώς και των «καναλιών» εξάπλωσής τους. Ιδιαίτερη έμφαση θα δοθεί στο ρόλο που παίζουν οι κερδοσκόποι επενδυτές και η συμπεριφορά τους στην μετάδοση των κρίσεων. Στο τελευταίο μέρος θα γίνει περεταίρω ανάλυση της κερδοσκοπικής επίθεσης στην βρετανική στερλίνα ώστε να διερευνηθούν τα πραγματικά αίτια που ανάγκασαν την βρετανική κυβέρνηση να εγκαταλείψει το ΕΝΣ.

1.3 Η Δομή

Η παρούσα διπλωματική εργασία αποτελείται από πέντε κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο αποτελεί την εισαγωγή και τον σκοπό της μελέτης. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται ο ορισμός και η έννοια των νομισματικών κρίσεων καθώς και των τριών κατηγοριών μοντέλων που η ανάλυση τους κρίνεται απαραίτητη για την κατανόηση των αυτού του είδους κρίσεων. Το πρώτο μέρος του τρίτου κεφαλαίου αποτελεί μια ιστορική αναδρομή του παγκόσμιου νομισματικού συστήματος ενώ στο δεύτερο αναφέρονται έννοιες όπως το χρήμα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και οι άριστες νομισματικές περιοχές. Στο τέταρτο κεφάλαιο εξηγείται η αποχώρηση της Βρετανίας από το ΕΝΣ και ο ρόλος των μεγάλων επενδυτών. Η εργασία κλείνει με το πέμπτο κεφάλαιο όπου παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της μελέτης.

1.4 Η μεθοδολογία

Η μεθοδολογία της Διπλωματικής Εργασίας είναι η διεθνής μακροοικονομική, το πεδίο μελέτης της διεθνούς πολιτικής οικονομίας και η περιγραφική στατιστική

1.5 Η συνεισφορά

Κατανόηση της φύσης των νομισματικών κρίσεων και τις δυσκολίες πρόβλεψης τους καθώς και ποιοι παράγοντες επηρεάζουν και κατευθύνουν το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Κεφάλαιο 2^ο : Οι νομισματικές κρίσεις

2.1 Εισαγωγή

Το ερώτημα που απασχολεί το παρόν κεφάλαιο, αφορά το “τι είναι νομισματική κρίση”, ποια είναι τα αίτια και οι παράγοντες που την ενισχύουν δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στις ενέργειες κερδοσκοπίας και χειραγώγησης της αγοράς συναλλάγματος. Επίσης, “είναι όλες οι οικονομικές κρίσεις ίδιες;” τι επιπτώσεις έχουν αλλά και ποιος είναι ο ρόλος των οικονομικών πολιτικών στην εγχώρια και παγκόσμια αγορά. Στην συνέχεια του κεφαλαίου θα αναλυθεί η περιφερειακή διάσταση που χαρακτηρίζει τις νομισματικές κρίσεις μέσα από περιπτώσεις κρίσεων σε διαφορετικές χώρες που σημειώθηκαν κατά το παρελθόν προσδιορίζοντας ταυτόχρονα τους μηχανισμούς μετάδοσης τους. Τέλος, αναλύεται η σχέση του τραπεζικού τομέα με τις νομισματικές κρίσεις καθώς μελέτες έχουν δείξει πως προβλήματα στο τραπεζικό τομέα συνήθως οδηγούν σε αυτού του είδους κρίσεις.

2.1.1 Προσδιορισμός

Οι νομισματικές κρίσεις ήρθαν στο προσκήνιο και ξεκίνησαν να απασχολούν τους οικονομολόγους και πολιτικούς κυρίως μετά το 1973 όπου σταμάτησε η πρόσδεση των νομισμάτων στο αμερικανικό δολάριο όπως προέβλεπε η συμφωνία του Bretton Woods. Οι κρίσεις σε Ασία, Ρωσία, Λατινική Αμερική και Ευρώπη έδωσαν το κίνητρο για περαιτέρω έρευνα για την φύση, τις επιπτώσεις, τους τρόπους αντιμετώπισης και πρόληψης τους. Ο ορισμός τους δεν αποτελεί εύκολη υπόθεση, μια νομισματική κρίση μπορεί να προσδιοριστεί ως μια έντονη και απότομη μεταβολή στην πραγματική αξία του νομίσματος. Πόσο μεγάλη πρέπει να είναι η μεταβολή για να προσδιοριστεί μια νομισματική κρίση; Σύμφωνα με τους Frankel και Rose (1996) μια νομισματική κρίση ορίζεται ως μια υποτίμηση της ονομαστικής αξίας τουλάχιστον κατά 25% σε ετήσια βάση συνήθως στα πλαίσια σταθερού καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών όπου συνοδεύονται από μαζικές πωλήσεις αυτού του νομίσματος. Επιπλέον, σύμφωνα με τον Paul Krugman οι επενδυτές σταματούν να διακρατούν ένα νόμισμα το οποίο αναμένουν πως θα υποτιμηθεί,

επομένως το νόμισμα δέχεται ισχυρές πιέσεις κυρίως λόγω της έλλειψης αυτοπεποίθησης των επενδυτών.

Αυτού του είδους κρίσεις επηρεάζουν ιδιαίτερα τα εθνικά νομίσματα και συνήθως αποτελούν εμπόδιο για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας που βρίσκεται σε μια τέτοια κατάσταση καθώς δημιουργούν δυσμενείς συνθήκες για το εμπόριο ενώ δίνουν το έναυσμα για χρηματοοικονομικές κρίσεις. Η εμφάνιση αυτών των κρίσεων καθώς και ο τρόπος μετάδοσης τους αποτελούν από τα βασικά ερωτήματα που απασχολούν την επιστημονική κοινότητα αλλά και τον πολιτικό κόσμο. Επίσης, εξετάζεται κατά πόσο αποτελεσματικές είναι οι χρηματαγορές και ποια είναι η στάση απέναντι τους. Θα πρέπει να τονιστεί σε αυτό το σημείο πως οι χρηματαγορές είναι πλέον παγκοσμιοποιημένες λόγω της εξέλιξης της τεχνολογίας γεγονός που ανατρέπει τα δεδομένα καθώς υπάρχει πλήρης απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων με ελλιπές ρυθμιστικό πλαίσιο όπως θα δούμε στην συνέχεια.

2.2 Αίτια

Μια χώρα που δέχεται επίμονες ενέργειες κερδοσκοπίας εξαναγκάζεται να υποτιμήσει το νόμισμα της. Γιατί όμως οι κερδοσκόποι ασκούν πιέσεις σε ένα συγκεκριμένο νόμισμα; Η απάντηση είναι διότι αναμένουν πως το συγκεκριμένο νόμισμα θα υποτιμηθεί, δηλαδή συνήθως οι προσδοκίες τους επιβεβαιώνονται. Επομένως πολλές φορές η έλλειψη αυτοπεποίθησης των επενδυτών οδηγεί στο φαινόμενο των νομισματικών κρίσεων. Οι κρίσεις της δεκαετίας 1990 που συνέβησαν σε διαφορετικές οικονομίες έδωσαν σημαντικές πληροφορίες σχετικά με τα αίτια των κρίσεων στην αγορά συναλλάγματος.

Το πρώτο βήμα ανάλυσης και εξήγησης των νομισματικών κρίσεων έγινε με αφορμή τις κρίσεις και την κατάρρευση του καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Λατινική Αμερική την δεκαετία 1970, έκτοτε αναπτύχθηκαν τα μοντέλα πρώτης γενιάς όπου αποτελούν την βάση για την ανάλυση του φαινομένου. Στην συνέχεια για την κατανόηση και ανάλυση των νομισματικών κρίσεων αναπτύχθηκαν τα μοντέλα 2^{ης} γενιάς και 3^{ης} τα οποία στηρίζονται σε διαφορετικές υποθέσεις ιδιαίτερα όσον αφορά τις κερδοσκοπικές επιθέσεις όπως θα παρουσιαστεί παρακάτω (Howells Peter, 2009).

2.2.1 Μοντέλα πρώτης γενιάς

Το «κανονικό μοντέλο» όπως διατυπώθηκε από τον Paul Krugman (1979) στηρίχθηκε στην μελέτη του Stephen Salant που επικεντρώνονταν στην προσπάθεια σταθεροποίησης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων καθώς και στους κινδύνους από αυτές τις ενέργειες.

Σύμφωνα με την παραπάνω μελέτη τα άτομα που αναζητούν κέρδος θα διακρατήσουν έναν εξαντλήσιμο πόρο αν περιμένουν πως θα ανέβει η τιμή του ώστε να έχουν υψηλές αποδόσεις. Η τιμή ενός τέτοιου περιουσιακού στοιχείου θα αυξάνεται σύμφωνα με την ζήτηση διότι εξαντλείται με τον χρόνο και θεωρείται σπανιότερο μέχρι που φτάνει στο «σημείο στραγγαλισμού» όπου δεν υπάρχει πλέον ζήτηση. Αν όμως ανακοινωθεί πως θα υπάρξει σταθερό καθεστώς τιμών από επίσημη επιτροπή ελέγχου η οποία θα αγοράζει και θα πουλά το περιουσιακό στοιχείο σε καθορισμένη τιμή τότε οι κάτοχοι του θα πουλήσουν στην τιμή που επικρατεί εκείνη την στιγμή καθώς δεν αναμένουν υψηλότερες αποδόσεις. Τότε η επιτροπή θα έχει στην κατοχή της μεγάλο απόθεμα, όμως η τιμή που θα επικρατούσε χωρίς την επιβολή καθεστώτος σταθερών τιμών θα αυξηθεί περισσότερο από τον στόχο της επιτροπής αυξάνοντας την ζήτηση του περιουσιακού στοιχείου και οδηγώντας τα άτομα να το αγοράσουν, αυτή είναι η «σκιώδης τιμή». Η συνεχής προσπάθεια σταθεροποίησης της τιμής οδηγεί στην εξάντληση των αποθεμάτων της επιτροπής και εν τέλει στην αποτυχία της σταθεροποίησης των τιμών. Πάνω σε αυτή την λογική στηρίζεται και η κατάρρευση του συστήματος του χρυσού το 1969.

Σύντομα έγινε αντιληπτό πως η ίδια λογική ισχύει και στις τιμές συναλλάγματος και τις πιέσεις που δέχονται από τις κερδοσκοπικές επιθέσεις, μόνο σε αυτή την περίπτωση δεν επιβάλλεται καθεστώς σταθερών τιμών στα βασικά εμπορεύματα αλλά στις ισοτιμίες των νομισμάτων ενώ τον ρόλο του οργάνου που τις ρυθμίζει τον έχει η κεντρική τράπεζα (ΚΤ) που ενεργεί με σκοπό να διατηρεί σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Το «κανονικό μοντέλο» αλλά και γενικότερα τα μοντέλα πρώτης γενιάς στηρίζονται στην υπόθεση πως στην χώρα έχει προηγηθεί άσκηση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής ώστε να χρηματοδοτηθούν τα δημοσιονομικά ελλείμματα σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και σύνδεση του εγχώριου νομίσματος με το δολάριο. Επομένως, τα αίτια είναι εγχώριας προέλευσης και σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών η οικονομική πολιτική της

κυβέρνησης έχει στόχο την διατήρηση αυτής της σταθερότητας. Μια αυτόνομη οικονομική πολιτική είναι εξαιρετικά δύσκολο να εφαρμοστεί, εάν όμως πραγματοποιηθεί θα προκαλέσει έντονες αλλαγές στην προσφορά και ζήτηση στην αγορά συναλλάγματος κυρίως λόγω της διαφοράς των επιτοκίων, έτσι θα υπάρξουν εκροές κεφαλαίων από την χώρα δημιουργώντας έντονες πιέσεις στο εγχώριο νόμισμα για υποτίμηση. Τότε αναλαμβάνει η κεντρική τράπεζα όπου παρεμβαίνει χρησιμοποιώντας τα αποθέματα ξένου συναλλάγματος που διαθέτει ώστε να επαναφέρει την σταθερότητα στην ισοτιμία. Αν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της θεωρούνται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές πως βρίσκονται σε κρίσιμο σημείο τότε το εγχώριο νόμισμα δέχεται εντονότερες πιέσεις για υποτίμηση αφού όλο και περισσότεροι επενδυτές το εγκαταλείπουν. (Feldstein, 1999)

Η λογική των νομισματικών κρίσεων είναι παρόμοια με την περίπτωση κερδοσκοπίας στα βασικά εμπορεύματα όπως αναφέρθηκε παραπάνω. Σε μια οικονομία που λειτουργεί σε πλαίσιο σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών η κυβέρνηση πρέπει να ρυθμίζει την προσφορά του χρήματος, αυτή η απαίτηση περιορίζει σε μεγάλο βαθμό την ευελιξία άσκησης πολιτικής. Το βασικό χαρακτηριστικό των μοντέλων 1^{ης} γενιάς είναι πως η χώρα έχει να αντιμετωπίσει ένα μεγάλο πρωτογενές έλλειμμα το οποίο για να το καλύψει θα πρέπει είτε να δανειστεί είτε να εξαντλήσει τα περιουσιακά της στοιχεία όπως τα ξένα συναλλαγματικά αποθέματα της. Όπως είναι φυσικό η κυβέρνηση δεν μπορεί να δανείζεται για πάντα επομένως είναι αναγκασμένη να στραφεί στην τύπωση χρήματος ώστε να καλύψει το έλλειμμα της. Σε αυτό το σημείο αυτόματα το καθεστώς σταθερών ισοτιμιών καταρρέει. Ποιος είναι ο ρόλος όμως των επενδυτών που επιδιώκουν κερδοσκοπία; Οι επενδυτές περιμένουν μέχρι τα ξένα συναλλαγματικά αποθέματα να μειωθούν, η μέχρι τώρα σταθερή τιμή τους θα αρχίσει να αυξάνεται κάνοντας το ξένο συνάλλαγμα πιο ελκυστικό από το εγχώριο νόμισμα. Αυτό όμως που θα δώσει το έναυσμα για την κατάρρευση του συστήματος είναι πως οι επενδυτές που προέβλεπαν αυτή την κατάσταση θα πουλήσουν το εγχώριο νόμισμα πριν από την εξάντληση των αποθεματικών επηρεάζοντας την συμπεριφορά και των υπόλοιπων επενδυτών στο να εγκαταλείπουν το εγχώριο νόμισμα όλο και νωρίτερα οδηγώντας σε μηδενισμό των αποθεματικών και κατάρρευση του σταθερού συστήματος ισοτιμιών. Γίνεται σαφές πως τα αυτά τα μοντέλα λαμβάνουν υπόψιν τις κρίσεις ως αποτέλεσμα ασυνεπών οικονομικών πολιτικών στην προσπάθεια αντιμετώπισης των

μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων ενώ βασικός στόχος τους είναι να προβλέπουν την κατάρρευση των καθεστώτων σταθερών ισοτιμιών (Feldstein, 1999).

2.2.2 Μοντέλα δεύτερης γενιάς

Το βασικό μειονέκτημα των μοντέλων πρώτης γενιάς είναι πως παρουσιάζουν την συμπεριφορά της κυβέρνησης αρκετά αυτοματοποιημένη και η κατάρρευση του συστήματος είναι δεδομένη. Επιπλέον, όπως αναφέρθηκε παραπάνω η κατάρρευση του συστήματος σταθερών ισοτιμιών οφείλεται σε πολιτικές της κυβέρνησης που δεν ευθυγραμμίζονται με την διατήρηση σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, κυρίως χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων ενώ οι κερδοσκοπικές επιθέσεις είναι το σύμπτωμα που επιδρά αρνητικά στα μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας. Επομένως, η νομισματική κρίση οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Πιο αναλυτικά, τα μοντέλα πρώτης γενιάς υποθέτουν πως η πρώτη ενέργεια της κυβέρνησης είναι η τύπωση χρήματος ώστε να καλύψει το δημοσιονομικό της έλλειμμα, ενώ η ΚΤ θα πουλά επιθετικά τα ξένα αποθεματικά της με κίνδυνο την εξάντλησή τους μέχρι να καταφέρει να διατηρήσει σταθερή την συναλλαγματική ισοτιμία. Στα μοντέλα δεύτερης γενιάς αυτό δεν είναι δεδομένο, στην πραγματικότητα οι πολιτικές που έχουν την δυνατότητα να ασκήσουν είναι περισσότερες, οι κυβερνήσεις μπορούν να ασκήσουν δημοσιονομικές πολιτικές ώστε να διαμορφώσουν το ισοζύγιο πληρωμών τους, αυτό σημαίνει πως η εγχώρια πολιτική που θα εφαρμοστεί θα επηρεάσει τις κινήσεις των κεφαλαίων. Ταυτόχρονα οι ΚΤ εκτός από την παρέμβαση στην αγορά συναλλάγματος διαθέτουν και άλλα εργαλεία ώστε να προστατεύσουν την συναλλαγματική ισοτιμία, ενώ μπορούν να εφαρμόσουν ταυτόχρονα αυστηρότερες νομισματικές πολιτικές οι οποίες φυσικά εμπεριέχουν πολιτικό κόστος.

Αξίζει να σημειωθεί πως το κόστος για την διατήρηση της σταθερής ισοτιμίας είναι σε μεγάλο βαθμό θέμα αντισταθμίσεων και όχι απλά παρέμβαση στην αγορά συναλλάγματος και εξάντληση των ξένων συναλλαγματικών αποθεματικών. Είναι σημαντικό τα μακροοικονομικά μεγέθη να διατηρούνται σε ισορροπία, διότι η προσπάθεια της κυβέρνησης να διαμορφώσει ένα μέγεθος θα έχει επιπτώσεις σε

κάποιο άλλο. Στην συνέχεια, δεν απορρέουν όλες οι κερδοσκοπικές επιθέσεις από τα δυσμενή μακροοικονομικά μεγέθη αλλά σημαντικό ρόλο στα μοντέλα δεύτερης γενιάς παίζουν οι προσδοκίες των επενδυτών και η αξιοπιστία της κυβέρνησης.

Σύμφωνα με τον Obstfeld (1994) τα μοντέλα δεύτερης γενιάς απαιτούν τρία στοιχεία. Αρχικά, θα πρέπει να υπάρχει λόγος γιατί η κυβέρνηση επιθυμεί να εγκαταλείψει το καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στην συνέχεια, γιατί η κυβέρνηση επιθυμεί να υπερασπιστεί την συναλλαγματική ισοτιμία και τέλος το κόστος που απορρέει από την αμυντική στάση το οποίο αυξάνεται όσο τα άτομα αναμένουν ότι η ισοτιμία θα καταρρεύσει. Αυτά τα στοιχεία αν συνδυαστούν δημιουργούν μια γενική θεωρία για τις νομισματικές κρίσεις παρόμοια με το «κανονικό» μοντέλο. Αν υποθέσουμε πως οι αντισταθμίσεις μεταξύ του κόστους διατήρησης της ισοτιμίας και του κόστους εγκατάλειψης μπορούν να προβλεφθούν, τότε κάποια στιγμή στο μέλλον η χώρα θα υποτιμήσει το νόμισμα της ακόμα και χωρίς να δεχτεί κερδοσκοπική επίθεση, τότε οι επενδυτές θα επιχειρήσουν να εγκαταλείψουν το νόμισμα ασκώντας ισχυρότερες πιέσεις που οδηγούν σε πιο γρήγορη υποτίμηση. Οι κερδοσκόποι που έχουν κατανοήσει τι συμβαίνει θα πωλούν όλο και πιο νωρίς έτσι ώστε να οδηγήσουν σε πιο γρήγορη κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας. Σε αυτή την περίπτωση όπως και στο «κανονικό μοντέλο» η κύρια αιτία της κρίσης είναι η ασυνεπής οικονομική πολιτική και τα δυσμενή μακροοικονομικά μεγέθη όπου έκαναν την διατήρηση της σταθερής ισοτιμίας μη βιώσιμη. Η κυβέρνηση ήταν προετοιμασμένη για να υπερασπιστεί την ισοτιμία του νομίσματος της για μεγάλο διάστημα, αλλά οι ισχυρές κερδοσκοπικές επιθέσεις την ανάγκασαν να εγκαταλείψει καθώς το κόστος της άμυνας της ισοτιμίας είναι πολύ μεγάλο (Feldstein, 1999).

2.2.3 Μοντέλα τρίτης γενιάς

Στα μοντέλα τρίτης γενιάς των νομισματικών κρίσεων το κύριο πρόβλημα είναι η ρευστότητα. Πολλές κρίσεις συνδέονται άμεσα με τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Σύμφωνα με αυτά πολύ συχνά δημιουργούνται στρεβλώσεις στους ισολογισμούς των τραπεζικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων λόγω των διακυμάνσεων των ισοτιμιών. Οι επιχειρήσεις και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δανείζονται σε ξένο νόμισμα και

δανείζουν σε εγχώριο, αναλαμβάνοντας ένα πολύ υψηλό ρίσκο. Μια υποτίμηση του νομίσματος σαφέστατα θα αυξήσει το κόστος των δανείων ενώ θα καταστήσει την περαιτέρω πίστωση πολύ πιο δύσκολη. Επιπλέον, αν μια χώρα έχει ένα βραχυχρόνιο χρέος μεγαλύτερο από τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της τότε διατρέχει ένα πολύ μεγάλο κίνδυνο να μην έχει την ικανότητα να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις προς τους ξένους πιστωτές. Η χρηματοδότηση μακροχρόνιων επενδύσεων με βραχυχρόνιο δανεισμό θα οδηγήσει στην μείωση των επενδύσεων και της παραγωγικής δραστηριότητας αυξάνοντας την πιθανότητα εμφάνισης νομισματικής κρίσης.

Πίνακας 1: Κατηγορίες μοντέλων.

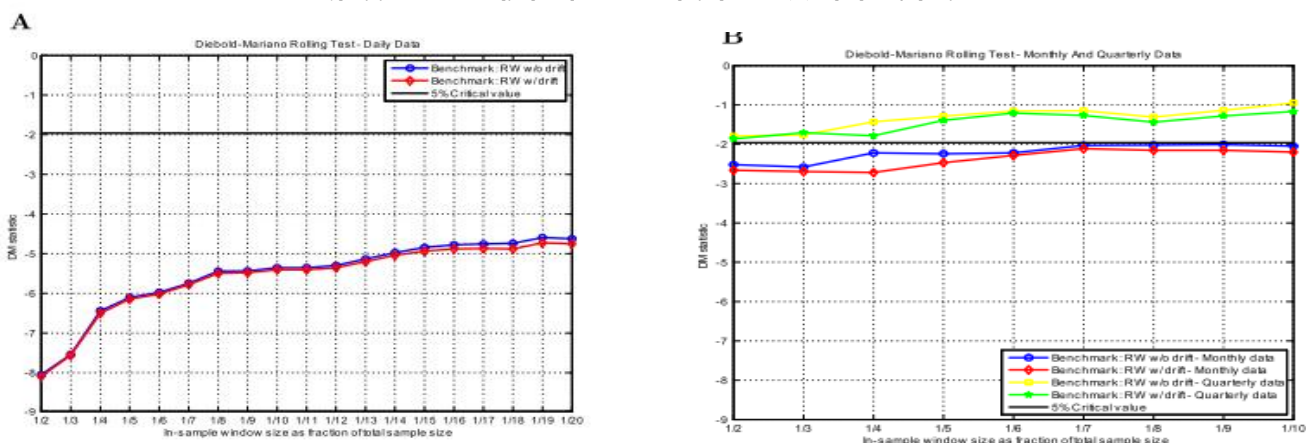
Μοντέλα νομισματικών κρίσεων	Αίτια
Πρώτης γενιάς	Δυσμενή μακροοικονομικά μεγέθη Ασυνεπείς οικονομικές πολιτικές
Δεύτερης γενιάς	Αυτο-εκπληρούμενες κρίσεις Αγελαιά συμπεριφορά (herding) Χειραγώγηση και κερδοσκοπία- Bandwagon Effect Διεθνής μετάδοση της κρίσης/ περιφερειακή διάσταση
Τρίτης γενιάς	Προβλήματα ρευστότητας Διπλές κρίσεις

Πολύ συχνά οι χώρες επιλέγουν τον βραχυχρόνιο δανεισμό διότι το κεφάλαιο εκφρασμένο σε δολάρια είναι πιο φθινό σε σχέση με το εγχώριο και με λιγότερο ρίσκο. Συνήθως όταν η οικονομία βρίσκεται σε ανάκαμψη και τα επιτόκια είναι χαμηλά οι πιστώσεις αυξάνονται σε πολύ μεγάλο βαθμό καθώς όλο και περισσότεροι επιθυμούν να δανείσουν και να δανειστούν ώστε να επωφεληθούν από αυτή την κατάσταση. Τέλος, οι εγγυήσεις των κυβερνήσεων προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορεί να οδηγήσουν στην ανάληψη χρέους και κατ' επέκταση υψηλού ρίσκου καθιστώντας το σύστημα ευάλωτο σε κερδοσκοπικές ενέργειες (Eichenbaum Martin, 2001).

2.3 Σχέση τιμών πετρελαίου και συναλλαγματικών ισοτιμιών

Συγκρίνοντας την προβλεπτική ικανότητα της τιμής του πετρελαίου με τις τιμές άλλων παραγόντων πρόβλεψης έχει εξηγηθεί πως επηρεάζουν τις διακυμάνσεις των ισοτιμιών σε υψηλές συχνότητες. Έχει υποστηριχθεί πως ανακοινώσεις και νέα σχετικά με τις τιμή του πετρελαίου βοηθούν στην πρόβλεψη των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε καθημερινή συχνότητα. Αναφέρεται ως “macroeconomic news announcement shock” και είναι η διαφορά ανάμεσα στο προσδοκώμενο και στο πραγματικό αποτέλεσμα στην αγορά και δημιουργεί σημαντικές αλλαγές στις μελλοντικές ισοτιμίες. Στην συνέχεια έχει αναπτυχθεί ένα μοντέλο ώστε να διερευνηθεί κατά πόσο οι τιμές του πετρελαίου αποτελούν ορθό παράγοντα πρόβλεψης των ισοτιμιών. Στο μοντέλο εισάγεται και η μεταβλητή των μακροοικονομικών νέων καθώς και χρόνος που ανακοινώθηκαν. Στον πίνακα Α τα αποτελέσματα εμφανίζονται μόνο με τα μακροοικονομικά νέα ενώ στον Β μόνο με τις τιμές του πετρελαίου. Το μοντέλο στον πίνακα Β προβλέπει καλύτερα αποδίδοντας καλύτερα αποτελέσματα από το Α. Συμπεραίνουμε λοιπόν πως η τιμή του πετρελαίου αποτελεί σημαντικός παράγοντας πρόβλεψης των συναλλαγματικών ισοτιμιών (Ferraro Domenico, 2015).

Διάγραμμα 1.α Καθημερινή (Α) και Τριμηνιαία (Β) πρόβλεψη τιμών



(Πηγή: Domenico Ferraro, 2015)

2.3.1 Κίνητρα υποτίμησης

Ένα από τα βασικά κίνητρα της κυβέρνησης να υποτιμήσει το νόμισμα της είναι κυρίως όταν υπάρχει αστάθεια στο εσωτερικό της χώρας. Η πιο πιθανή αιτία είναι να αντιμετωπίζει ένα πολύ μεγάλο δημοσιονομικό χρέος σε όρους εγχώριου νομίσματος από το οποίο είναι σχεδόν αδύνατο να ξεφύγει χωρίς την δυνατότητα τύπωσης χρήματος. Επιπλέον, μια άλλη αιτία είναι στην περίπτωση που η χώρα αντιμετωπίζει μεγάλα ποσοστά ανεργίας λόγω της ακαμψίας των μισθών, για να αντιμετωπιστεί αυτό το φαινόμενο πρέπει να εφαρμοστούν επεκτατικές νομισματικές πολιτικές οι οποίες φυσικά είναι αδύνατον να πραγματοποιηθούν εν μέσω σταθερού συστήματος ισοτιμιών.

2.3.2 Κίνητρα υπεράσπισης της σταθερής ισοτιμίας

Ένας από τους λόγους που μια χώρα επιλέγει να διατηρήσει την σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία είναι η διευκόλυνση στο διεθνές εμπόριο καθώς περιορίζουν την αβεβαιότητα στις συναλλαγές αφού δεν υπάρχουν μεγάλες διακυμάνσεις στην ισοτιμία. Προπάντων, επιτυγχάνεται σε μεγάλο βαθμό ο έλεγχος και ο καθορισμός συγκεκριμένων στόχων στην άσκηση οικονομικής πολιτικής, για παράδειγμα την χάραξη πολιτικής με στόχο την μείωση του πληθωρισμού και των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο πληρωμών.

2.4 Δίδυμες κρίσεις (Twin Crises): Νομισματικές και Τραπεζικές κρίσεις

Είναι πλέον σαφές ότι οι πρώιμες θεωρίες για τις νομισματικές κρίσεις ήταν αποτέλεσμα της χρηματοδότησης του δημοσιονομικού ελλείμματος η οποία οδηγούσε σε κατάρρευση της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, επιπλέον οι νεότερες θεωρίες έδωσαν ιδιαίτερη έμφαση στις αυτο-εκπληρούμενες κρίσεις και στην αγελαία συμπεριφορά. Εν τούτοις, δεν έχουν δώσει ιδιαίτερη βαρύτητα στην σχέση μεταξύ των νομισματικών και τραπεζικών κρίσεων καθώς πολλές χώρες που αντιμετώπισαν νομισματικές κρίσεις μετά από ένα μικρό χρονικό διάστημα βρέθηκαν αντιμετώπιες και με τραπεζικές κρίσεις.

Πίνακας 1.2 Συχνότητα κρίσεων

Συχνότητα κρίσεων

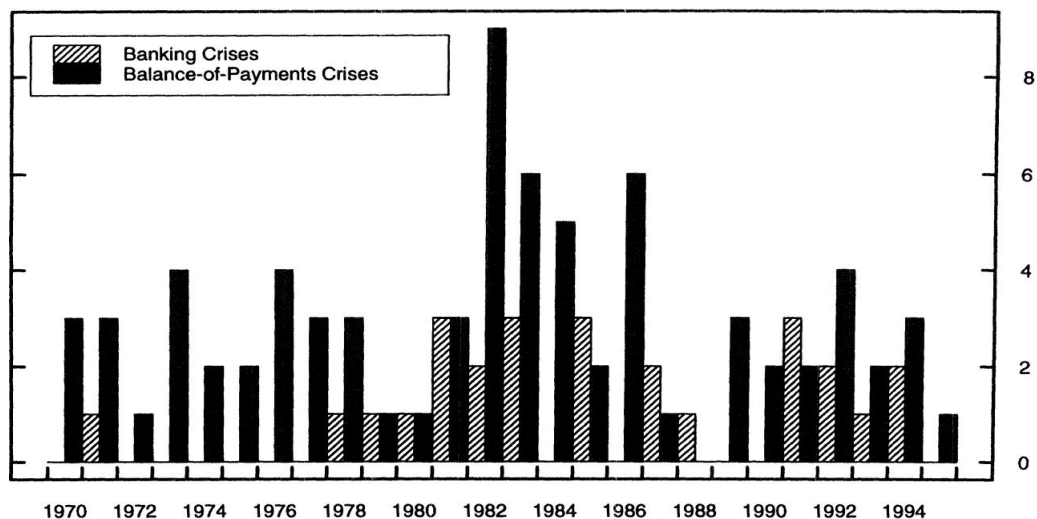
Είδος κρίσης	Αριθμός κρίσεων					
	1970-1995		1970-1979		1980-1995	
	Σύνολο	μ.ο / έτος	Σύνολο	μ.ο / έτος	Σύνολο	μ.ο / έτος
Ισοζυγίου πληρωμών	76	2.92	26	2.60	50	3.13
Δίδυμες κρίσεις	19	0.73	1	0.10	18	1.13
Ένα είδος	57	2.19	25	2.50	32	2.00
Τραπεζική	26	1.00	3	0.30	23	1.44

(ΠΗΓΗ: Kaminsky and Reinhart, 1999)

Για την κατανόηση της σχέσης των δύο αυτών κρίσεων δημιουργήθηκε ένα χρονοδιάγραμμα με τα γεγονότα στον τραπεζικό τομέα σε σύγκριση με άλλους τομείς ώστε να διαπιστωθεί ποιο είναι το κοινό στοιχείο των δύο κρίσεων. Αρχικά, σύμφωνα με την ανάλυση του χρονοδιαγράμματος δεν υπάρχει κάτι που να συνδέει τις δύο κρίσεις κατά την δεκαετία 1970 τότε που ακόμα οι χρηματαγορές λειτουργούσαν κάτω από ρυθμιστικό πλαίσιο και έντονη επιτήρηση, ενώ την επόμενη δεκαετία που ξεκίνησε η φιλελευθεροποίηση των αγορών οι τραπεζικές και νομισματικές κρίσεις περιπλέχτηκαν. Σύμφωνα με τον πίνακα 1.2 από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 οι κρίσεις στο ισοζύγιο πληρωμών διπλασιάστηκαν ενώ η εμφάνιση των δίδυμων κρίσεων έγινε εντονότερη. (Kaminsky L. Graciela, 1999).

Πολύ συχνά, όταν υπάρχουν στοιχεία πως θα ξεσπάσει τραπεζική κρίση βοηθά στην πρόβλεψη μιας μελλοντικής κρίσης καθώς μια τραπεζική κρίση κορυφώνεται ύστερα από μια νομισματική κατάρρευση

Πίνακας 1.3 Αριθμός κρίσεων κάθε χρόνο



(Πηγή: Kaminsky and Reinhart, 1999)

Η πιθανότητα να συμβεί μια νομισματική κρίση τους επόμενους 24 μήνες είναι απλά 24 φορές διαιρεμένο από τον συνολικό αριθμό των παρατηρήσεων και δείχνουν τις απεριόριστες πιθανότητες νομισματικών και τραπεζικών κρίσεων που είναι 29% και 10% αντίστοιχα. Στην συνέχεια αν είναι γνωστό πως μέσα στο προηγούμενο χρονικό διάστημα 24 μηνών υπήρξε μια τραπεζική κρίση τότε η πρόβλεψη μιας νομισματικής κρίσης θα είναι πιο πιθανή. Δηλαδή, μια τραπεζική κρίση αυξάνει την πιθανότητα σε μια χώρα να ξεσπάσει κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών. Αυτό εξηγείται διότι η εμφάνιση μιας κρίσης στο ισοζύγιο πληρωμών προέρχεται κυρίως από προβλήματα στον τραπεζικό τομέα. Σύμφωνα με τον Πίνακα 1.3 η πιθανότητα για νομισματική κρίση λόγω προβλημάτων στις τράπεζες είναι 46% ενώ των απεριόριστων πιθανοτήτων 29%.

Επιπλέον, έχει παρατηρηθεί πως η διάσωση του τραπεζικού συστήματος συνέβαλε στην επιτάχυνση πιστώσεων πριν από την νομισματική κρίση. Ακόμα και χωρίς την ύπαρξη μιας μεγάλης διάσωσης ένα εύθραυστο τραπεζικό σύστημα αποδυναμώνει την κεντρική τράπεζα στην υπεράσπιση του νομίσματος της. Όπως φαίνεται στον πίνακα 1.4 η τραπεζική κρίση κορυφώνεται συνήθως μετά από μια νομισματική κρίση. Γνωρίζοντας πως υπάρχει λοιπόν μια νομισματική κρίση δεν

βοηθά στην πρόβλεψη μιας τραπεζικής κρίσης καθώς είναι 8%, αντίθετα γνωρίζοντας όμως πως υπήρξε μια νομισματική κρίση αποτελεί στοιχείο πως η τραπεζική κρίση θα επιδεινωθεί, η πιθανότητα αυτή είναι 16%.

Πίνακας 1.4: Πιθανότητες κρίσεων

Τύπος	Πιθανότητες κρίσεων στο ισοζύγιο πληρωμών	Αξία %
Ανεξαρτησία ενδεχομένων		29
Δεσμευμένη πιθανότητα στην αρχή μιας τραπεζικής κρίσης		46
Δεσμευμένη πιθανότητα κατά την κορύφωση μιας τραπεζικής κρίσης		22
Πιθανότητες για τραπεζικές κρίσεις		
Ανεξαρτησία ενδεχομένων		10
Αρχή μιας τραπεζικής κρίσης δεσμευμένη με κρίση του ισοζυγίου πληρωμών		8
Στην αρχή μιας τραπεζικής κρίσης υπό χρηματοοικονομική απελευθέρωση		14
Κορύφωση μιας τραπεζικής κρίσης δεσμευμένη με μια κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών		16

(Πηγή: Kaminsky and Reinhart, 1999)

Προβλήματα στον χρηματοπιστωτικό τομέα δημιουργούν αστάθεια στο εγχώριο νόμισμα, ενώ οι υποτιμήσεις επιδεινώνουν τα προβλήματα του τραπεζικού τομέα ή ακόμη δημιουργούν νέα. Αυτό συνέβη στην Ασιατική κρίση καθώς οι τράπεζες αδυνατούσαν να αντισταθμίσουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Αυτή η αλυσιδωτή αντίδραση υποδηλώνει πως η εμφάνιση και των δύο κρίσεων ταυτόχρονα είναι πολύ πιο καταστροφική από ότι να συμβεί η κάθε μια ξεχωριστά.

Για τον απολογισμό των καταστροφών από μια νομισματική κρίση χρησιμοποιείται ένα μέτρο που υπολογίζει τον μέσο όρο των απωλειών των αποθεματικών και την απόσβεση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Για τα αποθεματικά χρησιμοποιείται δμηνιαία βάση πριν την εμφάνιση της κρίσης καθώς οι απώλειες στα αποθεματικά συμβαίνουν πριν από την υποτίμηση (αν η κερδοσκοπική επίθεση είναι επιτυχής). Από την άλλη, για την πραγματική ισοτιμία χρησιμοποιείται η εξαμηνιαία μεταβολή μετά τον μήνα της κρίσης κυρίως επειδή μεγάλες υποτιμήσεις συμβαίνουν μετά και αν και μόνο αν η ΚΤ αποδέχεται να προχωρήσει σε υποτίμηση και να προχωρήσει σε κυμαινόμενες ισοτιμίες. Αυτό το μέτρο σφοδρότητας των κρίσεων απεικονίζεται στον Πίνακα 1.5, σύμφωνα με τα αποτελέσματα μια τραπεζική κρίση προηγείται της νομισματικής. Επομένως, ως δίδυμες κρίσεις

ορίζονται τα γεγονότα στα οποία η νομισματική κρίση ακολουθεί ύστερα από την έναρξη της τραπεζικής κρίσης μέσα σε ένα χρονικό διάστημα 48 μηνών.

**Πίνακας 1.5: Σφοδρότητα κρίσεων
Σφοδρότητα της κρίσης**

	<u>Τραπεζικές κρίσεις</u>		<u>Κρίσεις στο ισοζύγιο πληρωμών</u>	
Κόστος διάσωσης (ΑΕΠ%)	13.3	5.1*	NA	NA
Απώλεια αποθεματικών (%)	NA	NA	25.4	8.3*
Πραγματική υποτίμηση (%)	NA	NA	25.7	26.6
Γενικός Δείκτης	NA	NA	25.6	17.5

(Πηγή: Kaminsky and Reinhart, 1999)

Όσον αναφορά τις τραπεζικές κρίσεις χρησιμοποιούνται τα κόστη διάσωσης ως ποσοστό του ΑΕΠ σαν μέτρο σφοδρότητας των κρίσεων ξεχωριστά και παρουσιάζονται στον πίνακα 1.5. Το κόστος διάσωσης των τραπεζών είναι πολύ μεγαλύτερο στις δίδυμες κρίσεις από ότι στις τραπεζικές και μόνο. Από την άλλη, στις κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών τα αποτελέσματα είναι μεικτά, οι απώλειες στα αποθεματικά είναι μεγαλύτερες αλλά οι πραγματικές υποτιμήσεις είναι συγκρίσιμων τάξεων μεγέθους. Επιπροσθέτως, τα αποτελέσματα δίνουν μια εικόνα για τον τρόπο που οι κρίσεις συνδέονται με την χρηματοοικονομική φιλελευθεροποίηση. Στις 18 από τις 26 κρίσεις που μελετήθηκαν ο χρηματοπιστωτικός τομέας είχε φιλελευθεροποιηθεί κατά τα προηγούμενα 5 έτη. Εκτός από κάποιες χώρες όπως η Βραζιλία το 1975 και το Μεξικό το 1974 όπου η φιλελευθεροποίηση δεν συνοδεύτηκε από κρίσεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Πίνακας 1.6: Χρονοδιάγραμμα των δίδυμων κρίσεων και χρηματοοικονομικής φιλελευθεροποίησης

Χώρα	Χρηματοοικονομική απελευθέρωση	Τραπεζική κρίση		Πλησιέστερα σε κρίση του ισοζυγίου πληρωμών
		Αρχή	Κορύφωση	
Argentina	1977	March 1980 May 1985 December 1994	July 1982 June 1989 March 1995	February 1981 September 1986 February 1990
Bolivia	1985	October 1987	June 1988	September 1985
Brazil	1975	November 1985 December 1994	November 1985 March 1996	November 1986 October 1991
Chile	1974	September 1981	March 1983	August 1982
Colombia	1980	July 1982	June 1985	March 1983
Denmark	Early 1980's	March 1987	June 1990	August 1983
Finland	1982	September 1991	June 1992	November 1991
Indonesia	1983	November 1992	November 1992	September 1986
Israel	1985	October 1983	June 1984	October 1983
Malaysia	1978	July 1985	August 1986	July 1975
Mexico	1974	September 1982	June 1984	December 1982
	1991	October 1992	March 1996	December 1994
Norway	1980	November 1988	October 1991	May 1986
Peru	1991	March 1983	April 1983	October 1987
Philippines	1980	January 1981	June 1985	October 1983
Spain	1974	November 1978	January 1983	July 1977
Sweden	1980	November 1991	September 1992	November 1992
Thailand	1989	March 1979 October 1983	March 1979 June 1985	November 1978 November 1984
Turkey	1980	January 1991	March 1991	March 1994
Uruguay	1976–1979	March 1971 March 1981	December 1971 June 1985	December 1971 October 1982
Venezuela	1981, 1989	October 1993	August 1994	May 1994
<i>Memorandum item:</i>				
<i>Out of sample</i>				
Indonesia		November 1992	Ongoing	August 1997
Malaysia		September 1997	Ongoing	August 1997
Philippines		July 1997	Ongoing	July 1997
Thailand		May 1996	Ongoing	July 1997

(Πηγή: Kaminsky and Reinhart, 1999)

Οι δίδυμες κρίσεις ίσως έχουν τις ρίζες τους στην απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τις φούσκες των περιουσιακών στοιχείων ταυτόχρονα με την τάση για φιλελευθεροποίηση της αγοράς. Η πιθανότητα μιας τραπεζικής κρίσης η οποία εξαρτάται από την φιλελευθεροποίηση της οικονομίας είναι μεγαλύτερη από την άνευ όρων πιθανότητα μιας τραπεζικής κρίσης, στον πίνακα 1.6 απεικονίζεται το χρονικό διάστημα από την χρηματοοικονομική φιλελευθεροποίηση μέχρι το ξέσπασμα της τραπεζικής κρίσης.

2.5 Μετάδοση κρίσεων

Τις τελευταίες δεκαετίες έχουν συμβεί αρκετές νομισματικές κρίσεις σε χώρες με ισχυρούς δεσμούς μεταξύ τους αλλά και σε χώρες που φαινομενικά δεν έχουν καμία ιδιαίτερη σχέση. Έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον πως συχνά οι νομισματικές κρίσεις

εξαπλώνονται σε περιφερειακή διάσταση ξεκινώντας από μια περιοχή όπως για παράδειγμα η Ασιατική κρίση το 1997. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι μια νομισματική κρίση σε μια χώρα επηρεάζει τα μακροοικονομικά μεγέθη μιας άλλης. Για να γίνει πιο σαφές, χώρες που βρίσκονται στην ίδια γεωγραφική περιοχή και εξαγουν παρόμοια προϊόντα ή υπηρεσίες καθώς βρίσκονται κάτω από κερδοσκοπικές επιθέσεις η υποτίμηση του νομίσματος της μιας χώρας θα ασκήσει έντονες πιέσεις στις εξαγωγές της άλλης οδηγώντας της σε κρίση. Ακόμη, είναι αξιοπρόσεκτο πως οι συνέπειες μιας κρίσης που εμφανίστηκε σε μια μικρή οικονομία ήταν ιδιαίτερα σφοδρές ακόμα και σε χώρες που φαινομενικά δεν σχετίζονταν μεταξύ τους. Για παράδειγμα οι αγορές της Βόρειας Αφρικής και της Αυστραλίας κατά την διάρκεια της Ασιατικής κρίσης εμφάνισαν 14% μείωση.

Στην Ευρώπη το 1992, η υποτίμηση της βρετανικής στερλίνας επηρέασε το εμπόριο και την αγορά εργασίας της Γαλλίας, ενώ οδήγησε την κυβέρνηση στην εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας. Επομένως, ένας απλός λόγος μετάδοσης της κρίσης είναι οι εμπορικές σχέσεις και ανταγωνισμός μεταξύ των χωρών. Μια χώρα όπου υποτιμά το νόμισμα της θα αυξήσει τις εξαγωγές της και θα αυξήσει την ανταγωνιστικότητα της έναντι μιας άλλης. Κοντά σε αυτό οι επενδυτές στην αγορά συναλλάγματος μπροστά σε μια υποτίμηση θα μεταφέρουν τα κεφάλαια τους για κερδοσκοπικούς λόγους ασκώντας μεγάλες πιέσεις στην οικονομία.

Προχωρώντας, μια ιδιαίτερη εξήγηση μετάδοσης της κρίσης είναι όταν μια ομάδα χωρών με παρόμοια χαρακτηριστικά όπως η κουλτούρα, αν και δεν είναι ξεκάθαρο πως επηρεάζει την οικονομική πολιτική, φαίνεται όμως πως επηρεάζει την συμπεριφορά των επενδυτών στην αγορά συναλλάγματος. Αν παρατηρήσουν πως μια χώρα εγκαταλείπει την σταθερή ισοτιμία και ξεσπά κρίση τότε θα εγκαταλείψουν και τα υπόλοιπα νομίσματα των περιφερειακών χωρών που έχουν το ίδιο υπόβαθρο κουλτούρας αφού υπάρχει ο ίδιος βαθμός αβεβαιότητας που οδηγεί στον κίνδυνο εμφάνισης παρόμοιας κρίσης. Μια τέτοια περίπτωση ήταν η μεξικανική κρίση το 1994 κυρίως λόγω των ίδιων μακροοικονομικών στοιχείων των χωρών της Λατινικής Αμερικής.

Σε γενικές γραμμές οι νομισματικές κρίσεις οδηγούν σε συχνές αλλαγές των χαρτοφυλακίων, ιδιαίτερα σε χώρες που κυριαρχεί η αβεβαιότητα και η πολιτική βούληση, έτσι θα υπάρξουν μεγάλες εκροές κεφαλαίων, αυτό σημαίνει πως αυτά τα κεφάλαια θα μεταφερθούν σε άλλη χώρα αυξάνοντας τον κίνδυνο υπερβολικής ανατίμησης. Ιδιαίτερα σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών για να αποφευχθεί ο υψηλός

πληθωρισμός η ΚΤ θα παρέμβει αγοράζοντας ξένο συνάλλαγμα (πουλώντας εγχώριο). Αν τότε δεν υπάρξει έλεγχος στην μεταφορά κεφαλαίων μια νομισματική κρίση θα είναι προ των πυλών λόγω της συνεχόμενης εισροής κεφαλαίων στην χώρα.

Όσον αφορά το πολιτικό κόστος, η εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας ήταν μεγαλύτερο για την κυβέρνηση της Βρετανίας από ότι για την Σουηδία αν είχε επιλέξει από μόνης της την υποτίμηση, αυτό διότι συνδέεται αρκετά με την αγελαία συμπεριφορά (Herding), επομένως ήταν πλέον λογικό για τους πολίτες να το δεχτούν πιο εύκολα.

Τέλος, σε μια οικονομία παγκοσμιοποιημένη και φιλελεύθερη σε μεγάλο βαθμό κυρίως λόγω της τεχνολογίας που παρέχει άμεση πληροφόρηση και εκτέλεση χρηματοοικονομικών συναλλαγών, μια χώρα δεν είναι εύκολο να προστατευτεί από εξωτερικές διαταραχές αναδεικνύοντας την ανάγκη για διεθνείς ρυθμιστικούς μηχανισμούς και θεσμούς. Εν συνεχεία, σε επόμενο θα γίνει αναφορά για μια νεότερη εξήγηση του φαινομένου της μετάδοσης των κρίσεων όπου κεντρικό ρόλο έχουν μεγάλοι κερδοσκόποι και hedge funds όπως ο μεγαλοεπενδυτής George Soros.

2.5.1 Δίαυλοι μετάδοσης

Συμπερασματικά υπάρχουν δύο βασικοί δίαυλοι μετάδοσης των κρίσεων μεταξύ των χωρών.

1. Άμεση εμπορική σχέση των χωρών με μια τρίτη αγορά , στην υπόθεση πως ένας αριθμός χωρών ανταγωνίζονται σε μια Τρίτη αγορά τότε η υποτίμηση του νομίσματος της μιας χώρας θα αυξήσει την ανταγωνιστικότητα της έναντι των υπολοίπων με αποτέλεσμα οι χώρες αυτές να δεχτούν έντονες κερδοσκοπικές επιθέσεις.
2. Οικονομίες που έχουν δανειστεί από ένα μεγάλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Στην εμφάνιση μιας κρίσης σε μια χώρα οι επενδυτές και από άλλες χώρες που δεν έχουν ιδιαίτερη σχέση μεταξύ τους θα αποσύρουν τα κεφάλαια τους και θα αναδιαμορφώσουν το χαρτοφυλάκιο τους. Οι συνέπειες για το τραπεζικό ίδρυμα θα είναι καταστροφικές και είναι πολύ πιθανό να μεταδοθούν και σε άλλες τράπεζες ενισχύοντας έτσι την κρίση.

2.6 Συμπεράσματα

Σύμφωνα με τα παραπάνω για την ανάλυση των νομισματικών κρίσεων και κερδοσκοπικών επιθέσεων αναπτυχθήκαν τρεις κατηγορίες μοντέλων. Οι αποφάσεις των αρχών μιας χώρας για το αν θα διατηρήσει ή όχι την ισοτιμία της σταθερή εξαρτάται από το αν η οικονομία είναι ευάλωτη σε υψηλά επιτόκια ή σε υποτιμήσεις του νομίσματος της. Η παραδοσιακή ερμηνεία παρουσιάζει ως αίτια των νομισματικών κρίσεων τα δυσμενή θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη μαζί με άσκηση ασυνεπούς οικονομικής πολιτικής, από την άλλη οι νεότερες ερμηνείες θεωρούν πως τα αίτια είναι οι συμπεριφορά των επενδυτών που οδηγούν σε αυτοεκπληρούμενες κρίσεις και στις κερδοσκοπικές επιθέσεις, ενώ ύστερα από την κρίση της Ασίας θεωρείται βασικό αίτιο η έλλειψη ρευστότητας και η παροχή εγγυήσεων των κυβερνήσεων για συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Κεφάλαιο 3^ο : Ιστορική εξέλιξη του νομισματικού συστήματος

3.1 Εισαγωγή

Σήμερα δεν υπάρχει κάποιος μηχανισμός ή θεσμός που να καθορίζει τις διεθνείς νομισματικές σχέσεις μεταξύ των χωρών. Ακόμη η επιλογή για το είδος των ισοτιμιών είναι επίσης στην βούληση της ηγεσίας κάθε χώρας. Οι ενέργειες και οι επιλογές τους καθορίζονται από τις οικονομικές συνθήκες και του πολιτικού προσανατολισμού που επιθυμεί η κάθε χώρα. Η οικονομία ενός κράτους λειτουργεί ακριβώς όπως και οι επιχειρήσεις, δηλαδή κάθε κράτος ενεργεί συναλλαγές αγοράζοντας και πουλώντας αγαθά και υπηρεσίες ή επενδύει σε ένα άλλο. Αυτό προϋποθέτει η κάθε χώρα να δημιουργεί τις κατάλληλες συνθήκες ώστε να κάνει τα προϊόντα της πιο ελκυστικά και να προσαρμόζεται ανάλογα με τις εξελίξεις, όπως ακριβώς δηλαδή θα έκανε και μια ιδιωτική επιχείρηση. Είναι σαφές πως όσο

αυξάνεται ο όγκος των συναλλαγών και η διεθνής οικονομία ενοποιείται τόσο πιο πιθανή είναι η εμφάνιση νομισματικών κρίσεων.

Αρα ένα σύνολο παραγόντων καθορίζει το είδος συστήματος που θα επιλέξει μια χώρα. Για παράδειγμα, αν μια χώρα βαρύνεται με ένα μεγάλο έλλειμμα τότε η κυβέρνηση θα πρέπει να βρει τρόπους για να αποπληρώσει το χρέος της όπως να αυξήσει την παραγωγή της ή να μειώσει τις δαπάνες της.

3.1.1 Κανόνας χρυσού 1870- 1914

Ο κανόνας χρυσού χρησιμοποιήθηκε μέχρι τα τέλη του Α Παγκοσμίου Πολέμου, βασική προϋπόθεση κάθε χώρας ήταν να έχει σε αντίκρισμα χρυσού το χρήμα που βρίσκονταν σε κυκλοφορία, πιο απλά ο καθένας είχε την δυνατότητα να πάει στο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και να εξαργυρώσει τα χρήματα του σε χρυσό. Πρώτη η Βρετανία εφάρμοσε τον κανόνα του χρυσού και στην συνέχεια ακολούθησαν και άλλες μεγάλες χώρες όπως οι ΗΠΑ και Ιαπωνία διότι θεώρησαν πως έτσι θα ισχυροποιούσαν τις οικονομίες τους. Εκείνη την περίοδο το νομισματικό σύστημα λειτούργησε με επιτυχία καθώς αυτή η σύνδεση με τον χρυσό αποτελούσε παράγοντας σταθερότητας καθώς δεν υπήρχαν ιδιαίτερες αναταράξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα από κερδοσκοπικές επιθέσεις. Οι χώρες είχαν την δυνατότητα να καθορίζουν την αξία του νομίσματος τους σε χρυσό με βάση την οποία ενεργούσε και η ΚΤ, ενώ σε αυστηρό πλαίσιο υπήρχε και η δυνατότητα ελεύθερης διακίνησης του χρυσού. Ο βασικός ρόλος της ΚΤ ήταν να διατηρεί την ισοτιμία σταθερή, επομένως να κατέχει επαρκές απόθεμα σε χρυσό.

3.1.2 Σταθερότητα και σύστημα χρυσού

Η σχέση των νομισμάτων με τον χρυσό εξασφάλιζε την σταθερότητα των τιμών σε διεθνές επίπεδο. Είναι σημαντικό πως μέχρι το τέλος αυτού του συστήματος οι τιμές δεν παρουσίαζαν έντονες διακυμάνσεις παγκοσμίως, ενώ η περίοδος από τον μεσοπόλεμο και μετά χαρακτηρίστηκε από έντονες αυξομειώσεις των τιμών και υψηλούς πληθωρισμούς ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Παρόλα αυτά τυχόν

αστάθειες ήταν αποτέλεσμα της εξωτερικής εξάρτησης της οικονομικής πολιτικής, επίσης δεν υπήρχε ευελιξία στην άσκηση νομισματικής πολιτικής. Στην συνέχεια κατά την περίοδο του μεσοπολέμου έγινε αντιληπτό από τα κράτη η σημασία των εσωτερικών στόχων και η ισορροπία τους με τους εξωτερικούς στόχους .

3.1.3 Συναλλαγματικός κανόνας χρυσού, 1914-1938

Εφαρμόστηκε κατά την διάρκεια του Μεσοπολέμου αφού οι κυβερνήσεις λόγω της χρηματοδότησης για στρατιωτικές δαπάνες αναγκάστηκαν να εγκαταλείψουν τον κανόνα χρυσού και να προχωρήσουν σε νομισματοκοπή. Ο πόλεμος είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια πολλών ανθρώπων καθώς και τεράστιες καταστροφές σε υποδομές όπως εργοστάσια, επιχειρήσεις, γεωργικές καλλιέργειες κ.α. Οι οικονομίες επομένως ήρθαν αντιμέτωπες με μεγάλες πληθωριστικές πιέσεις καθώς αύξησαν τις δημοσιονομικές τους δαπάνες στην προσπάθεια ανόρθωσης τους. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες στην συνέχεια κυμαίνονταν ελεύθερα κάτι που προκάλεσε αστάθεια στις αξίες των νομισμάτων.

Το 1922 στην Γένοβα τα μεγαλύτερα κράτη αποφάσισαν να επανέλθουν στον κανόνα χρυσού, όμως με κάποιες διαφοροποιήσεις. Είχε γίνει αντιληπτό πως η προσφορά του χρυσού δεν θα μπορούσε να ικανοποιήσει την ζήτηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων από τις ΚΤ, επομένως οι μικρότερες χώρες είχαν την δυνατότητα να διακρατούν συναλλαγματικά διαθέσιμα νομίσματα όπως το δολάριο το οποίο αποτελούνταν από συναλλαγματικά διαθέσιμα χρυσού.

Πολλές χώρες τότε διατηρούσαν συναλλαγματικά διαθέσιμα σε βρετανικές στερλίνες καθώς και η Βρετανία είχε επιστρέψει στον κανόνα χρυσού. Μετά τον πόλεμο οι τιμές στην Βρετανία ήταν ακόμη υψηλές, έτσι εφαρμόστηκαν περιοριστικές νομισματικές πολιτικές και ακολούθησε μια έντονη επιβράδυνση της βρετανικής οικονομίας με αποτέλεσμα να χαθεί η αξιοπιστία του χρηματοπιστωτικού της τομέα. Το αποτέλεσμα ήταν πολλές καταθέσεις συναλλαγματικών διαθεσίμων σε στερλίνες να μετατραπούν σε χρυσό. Ήταν η εποχή της μεγάλης ύφεσης του 1929 όπου συνέβησαν αρκετές χρεοκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σχεδόν σε όλα τα κράτη. Εκείνη την περίοδο η Βρετανία αναγκάστηκε να εγκαταλείψει τον κανόνα χρυσού, όπως και πολλές άλλες χώρες μαζί και οι ΗΠΑ για ένα χρόνο το 1933.

Μετάπειτα η χρονική αυτή περίοδος χαρακτηρίστηκε από έντονο προστατευτισμό και περιορισμούς στο διεθνές εμπόριο. Οι ΗΠΑ επέβαλαν τον δασμό Smoot – Hawley που επιβάρυνε τις οικονομίες των άλλων χωρών. Σε γενικές γραμμές οι χώρες εστίαζαν περισσότερο στην εξαθλίωση των άλλων οικονομιών και όχι στην συνεργασία και το κοινό καλό. Το διεθνές εμπόριο είχε πλέον συρρικνωθεί καθώς σταδιακά οι χώρες σταματούσαν τις εμπορικές σχέσεις μεταξύ τους. Την τάση αυτή προς τον απομονωτισμό ανέκοψε στην συνέχεια η συμφωνία του Bretton Woods. (Krugman Paul, 2015)

3.1.4 Σύστημα Bretton Woods, 1944-1971

Μετά το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου και τις καταστροφικές συνέπειες του είχε γίνει πλέον σαφές πως οι πολιτικές των χωρών θα πρέπει να έχουν ως προσανατολισμό την συνεργασία. Ήταν η εποχή που οι ΗΠΑ θα αναδύονταν σε μεγάλο βαθμό στην ηγεσία του διεθνούς νομισματικού και πολιτικού συστήματος. Το διεθνές εμπόριο έπρεπε να είναι ελεύθερο ενώ οι ισχυρές χώρες επιθυμούσαν να ξεφύγουν από τους περιορισμούς του κανόνα χρυσού.

Στην διάσκεψη του Bretton Woods το 1944 συμφωνήθηκε από τους αντιπροσώπους των χωρών ένα σύστημα στο οποίο κυρίαρχο ρόλο θα είχε το αμερικανικό δολάριο. Έτσι τα νομίσματα θα ήταν συνδεδεμένα με το δολάριο σε μια σταθερή ισοτιμία, αντίστοιχα το δολάριο ήταν σταθεροποιημένο σε όρους χρυσού, 35\$ η ουγκιά. Στην συνέχεια ιδρύεται το ΔΝΤ όπου ο ρόλος του είναι η εκπόνηση μελετών και η ενθάρρυνση άσκησης των κατάλληλων πολιτικών. Τα κράτη-μέλη συμφώνησαν να συνεισφέρουν χρηματικά ποσά στο ΔΝΤ το οποίο στην συνέχεια θα τα χορηγούσε σε χώρες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες έτσι ώστε να μην αναγκάζονται να αναπροσαρμόζουν συνεχώς τις ισοτιμίες τους. Για να δανειστεί όμως κάποια χώρα από το ΔΝΤ θα έπρεπε να συμφωνήσει να πραγματοποιήσει τις μεταρρυθμίσεις που προτείνει. Παρόλα αυτά μέχρι και σήμερα η επιρροή του ΔΝΤ στις αναπτυγμένες κυρίως χώρες δεν είναι μεγάλη ώστε να καθορίζει τις μακροοικονομικές τους πολιτικές.

Ακόμη, η συμφωνία επέτρεπε την αναπροσαρμογή των ισοτιμιών παρόλο που αυτές ήταν σταθερές σε σχέση με το δολάριο. Το πλεονέκτημα ήταν πως έδινε την

δυνατότητα σε χώρες που αντιμετώπιζαν υψηλή ανεργία και ελλείμματα λόγω της χαμηλής ζήτησης για τα προϊόντα τους να προχωρήσουν σε υποτίμηση. Θεμελιώδης διαφορά σε σχέση με τον κανόνα χρυσού ήταν η σχετική ελευθερία άσκησης νομισματικής πολιτικής εσωτερικού προσανατολισμού. Τέλος, οι κυβερνήσεις είχαν την δυνατότητα να μεταβάλλουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες χωρίς την πίεση των κερδοσκόπων μέσω περιορισμών στις διασυνοριακές χρηματοοικονομικές ροές κάτι που στην συνέχεια έγινε ανέφικτο. (Krugman Paul, 2015)

3.1.5 Σταθεροποίηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών

Τα νομίσματα τα οποία ήταν συνδεδεμένα με το δολάριο θα έπρεπε να διατηρούν την ισοτιμία τους με μια απόκλιση συν ή πλην 1%, αυτό επιτυγχάνεται με την παρέμβαση στην αγορά συναλλάγματος, δηλαδή αγοράζοντας και πουλώντας το νόμισμα τους μέσω των ΚΤ. Αυτό απαιτεί να διακρατούν ξένα αποθεματικά και χρυσό ώστε οι χώρες να έχουν την δυνατότητα να διατηρούν τον έλεγχο των κεφαλαίων τους. (Giddy, 1996)

3.1.6 Κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods

Οι ΗΠΑ ως χώρα έκδοσης δεν είχαν την ευθύνη για διατήρηση της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου αλλά να διατηρούν την τιμή του δολαρίου στα 35\$ ανά ουγκιά. Οι ΚΤ ανά πάσα στιγμή μπορούσαν να μετατρέπουν σε χρυσό τα συναλλαγματικά τους διαθέσιμα, έτσι οι ΗΠΑ έπρεπε να έχουν επαρκή αποθέματα χρυσού ώστε να μπορούν να ανταπεξέλθουν στις απαιτήσεις. Στην συνέχεια η επεκτατική νομισματική πολιτική σε συνδυασμό με την αύξηση των δημοσίων δαπανών των ΗΠΑ για την χρηματοδότηση του πολέμου στο Βιετνάμ και ταυτόχρονα για αύξηση των κοινωνικών παροχών οδήγησαν στην κατάρρευση του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών της συμφωνίας του Bretton Woods.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1960 ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ είχε αυξηθεί έντονα, ενώ σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα 3 στις αρχές της επόμενης δεκαετίας

ο πληθωρισμός έκανε έντονη την εμφάνιση του και στις ευρωπαϊκές χώρες. Αυτό έγινε διότι οι ΗΠΑ ως χώρα του αποθεματικού νομίσματος μέσω των νομισματικών της πολιτικών ώθησαν τις χώρες του εξωτερικού και τις ΚΤ τους να αγοράσουν αποθεματικό νόμισμα ώστε να διατηρήσουν την συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή, επομένως η αύξηση της προσφοράς χρήματος οδήγησε σε αύξηση του πληθωρισμού. Αυτό είχε ως συνέπεια τα υπόλοιπα κράτη και ιδιαίτερα αυτά της Ευρώπης να θεωρούν πως το δολάριο θα πρέπει να υποτιμηθεί σε σχέση με τα ισχυρά ευρωπαϊκά νομίσματα.

Πίνακας 3: Ο πληθωρισμός (%) στις βιομηχανικές χώρες, 1966-1972

Χώρα	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Βρετανία	3,6	2,6	4,6	5,2	6,5	9,7	6,9
Γαλλία	2,8	2,8	4,4	6,5	5,3	5,5	6,2
Γερμανία	3,4	1,4	2,9	1,9	3,4	5,3	5,5
Ιταλία	2,1	2,1	1,2	2,8	5,1	5,2	5,3
ΗΠΑ	2,9	3,1	4,2	5,5	5,7	4,4	3,2

(ΠΗΓΗ: OECD, 1984)

Ο πρόεδρος των ΗΠΑ R. Nixon εφάρμοσε κυβερνητικό έλεγχο των τιμών και των μισθών. Παρότι οι ΗΠΑ τήρησαν την δέσμευση τους για σταθερή τιμή του χρυσού ώστε να περιοριστεί ο πληθωρισμός, στο επόμενο χρονικό διάστημα θα άφηναν την τιμή του χρυσού να αυξηθεί. Ύστερα από αρκετές προσπάθειες να διατηρήσουν το σύστημα σταθερό οι περισσότερες χώρες κατευθύνθηκαν προς την ελεύθερη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών τους με το δολάριο, οι συμφωνίες και διαπραγματεύσεις όμως υιοθετήθηκαν μόνιμα το 1973 και αυτό ήταν το τέλος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. (Giddy, 1996)

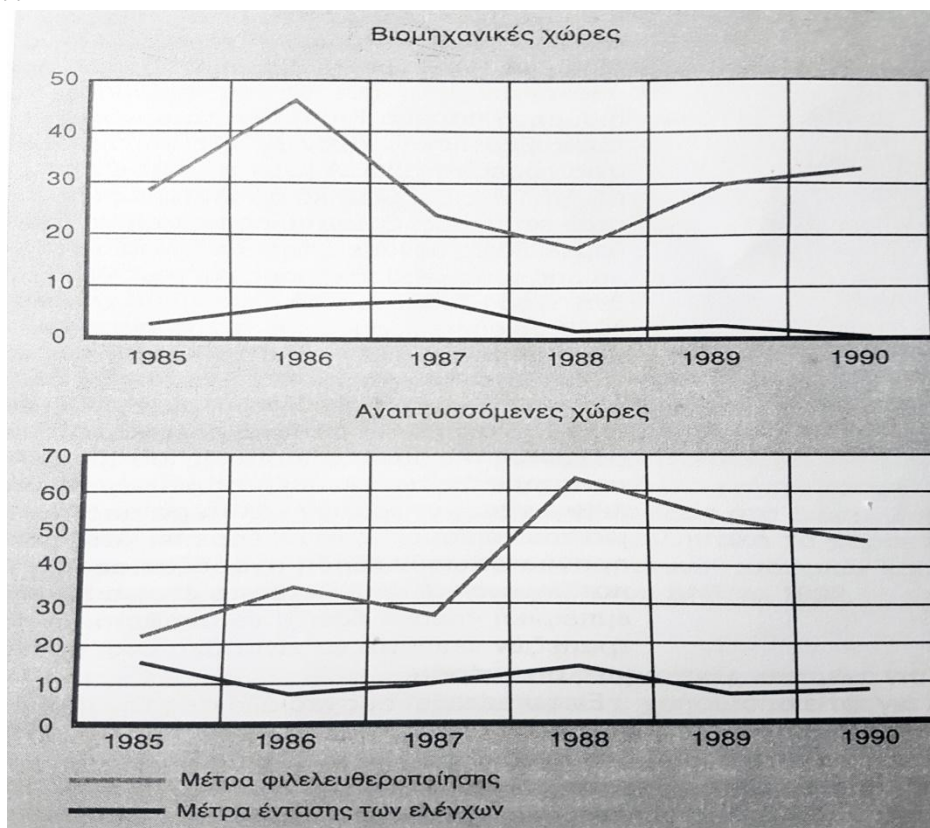
3.1.7 Κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες

Στις αρχές του 1973 ξεκίνησε το σύστημα ελεύθερων κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών ύστερα από την άποψη πολλών οικονομολόγων για

μεγαλύτερη ευελιξία των ισοτιμιών. Πλέον κανένα νόμισμα δεν είχε κυρίαρχο ρόλο, ενώ και ο ρόλος του χρυσού ως αποθεματικό υποβαθμίστηκε. Πολλοί οικονομολόγοι ισχυρίστηκαν πως οι ελεύθερες ισοτιμίες αντανάκλουν τις δυνάμεις της αγοράς. Οι παρεμβάσεις των ΚΤ το 1985 ήταν περιορισμένες, υπήρξε ένα σύστημα γνωστό ως «καλυμμένη» διακύμανση όπου παρέμβαιναν μόνο όταν πίστευαν πως η ισοτιμία παρέκκλινε από τον επιθυμητό στόχο. Όσον αφορά τον πληθωρισμό εκείνη την περίοδο σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ ήταν αισθητά υψηλότερος σε σχέση με τις σταθερές ισοτιμίες ενώ οι ισοτιμίες των νομισμάτων καθορίζονταν σε μεγάλο βαθμό από τις ενέργειες κερδοσκοπίας. Τον Σεπτέμβριο του 1985 με την συμφωνία της Plaza ξεκίνησαν συστηματικές παρεμβάσεις έτσι ώστε να σταθεροποιηθεί το δολάριο από την υπερβολική ανατίμηση που είχε παρατηρηθεί. Οι διακυμάνσεις των ισοτιμιών επομένως ήταν σε μεγάλο βαθμό καθοδηγούμενες από τις παρεμβάσεις των ΚΤ.

Επιπροσθέτως, εκείνη την περίοδο σταμάτησαν οι έλεγχοι στην κίνηση των κεφαλαίων, ένα γεγονός που δεν αποδείχθηκε απόλυτα θετικό για πολλές χώρες. Η σύνδεση του νομίσματος με κάποιο άλλο σταθερό νόμισμα αποτελούσε την λύση για πειθαρχία στην εγχώρια οικονομική πολιτική το οποίο οδήγησε τα μεγάλα ισχυρά ευρωπαϊκά κράτη να δημιουργήσουν ένα μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών όπου θα διατηρούσαν την διακύμανση των ισοτιμιών εντός των επιθυμητών διακυμάνσεων. (Giddy, 1996)

Πίνακας 3.1: Έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων στις Βιομηχανικές και Αναπτυσσόμενες χώρες, 1985-1991



(ΠΗΓΗ: GIDDY, 1996 σελ. 153)

Παρόλο που η μείωση των ελέγχων στην κίνηση των κεφαλαίων μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1990 και θεωρήθηκε θετική, στην πραγματικότητα οδήγησε τις χώρες στην σύνδεση του νομίσματος τους με κάποιο άλλο σταθερό νόμισμα όπως το ιαπωνικό γιεν, επομένως στην ουσία υπήρχε άσκηση εξωτερικού της εσωτερικής πολιτικής μιας χώρας, όλα τα παραπάνω απεικονίζονται διαγραμματικά στον πίνακα 3.1.

3.1.8 Πλεονεκτήματα κυμαινόμενων ισοτιμιών

- Μεγαλύτερη αυτονομία στην νομισματική πολιτική: Σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών οι ΚΤ παρεμβαίνουν ώστε να διατηρούν το επιτόκιο στο ίδιο επίπεδο με αυτό των ΗΠΑ και να ασκούν αυστηρούς ελέγχους στην προσφορά χρήματος. Στην περίπτωση που η οικονομία μιας χώρας αντιμετώπιζε προβλήματα όπως υψηλή ανεργία, η ΚΤ έχει την δυνατότητα να αυξήσει την προσφορά χρήματος και να προχωρήσει σε υποτίμηση του νομίσματος της. Τέλος, οι χώρες κατά την διάρκεια του

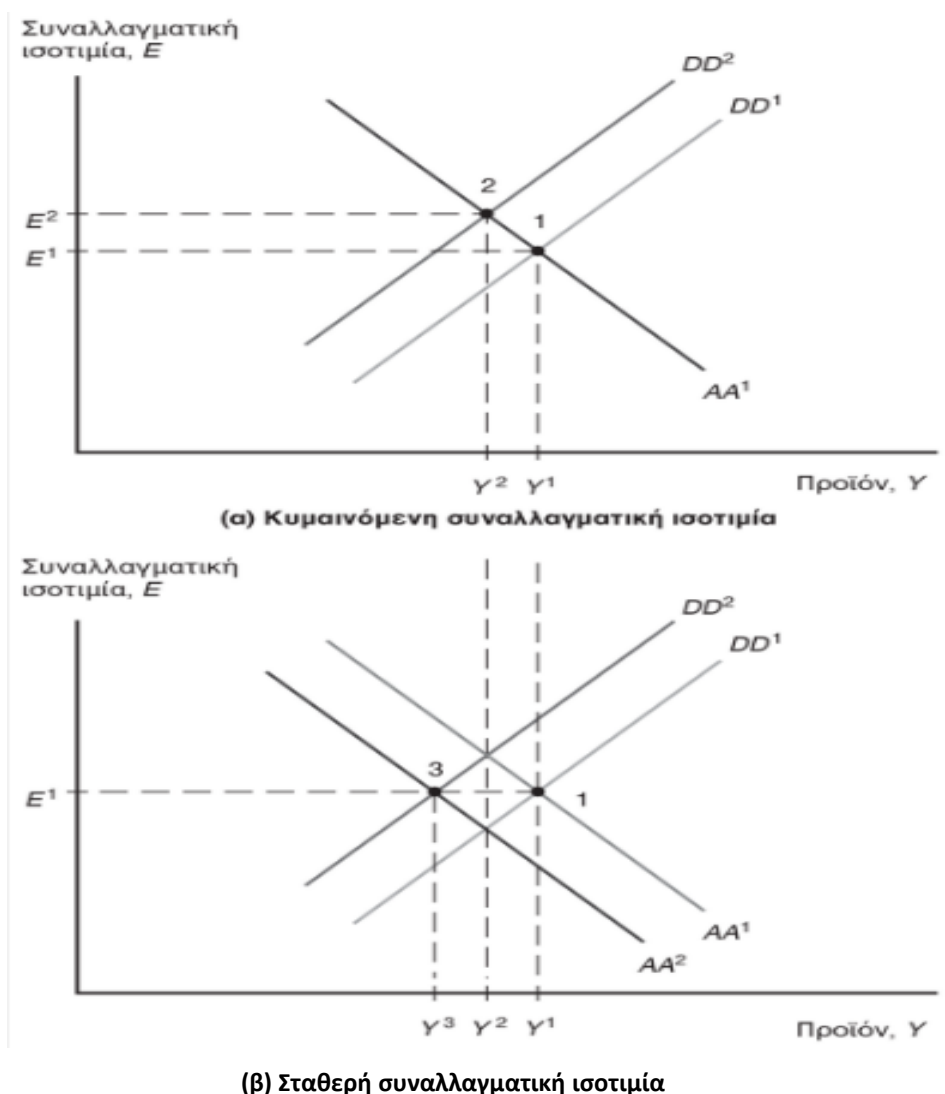
συστήματος του Bretton Woods υποστήριζαν πως δέχονταν παθητικά τον πληθωρισμό των ΗΠΑ. Έτσι οι χώρες μπορούν να αποφύγουν τυχόν πληθωριστικές πιέσεις λόγω της αύξησης των ξένων τιμών αφού η ελευθερία στις κινήσεις των ισοτιμιών αντισταθμίζουν τις διαφορές των πληθωρισμών τις κάθε χώρας.

- Στο προηγούμενο σύστημα το δολάριο είχε κεντρικό ρόλο στο διεθνές νομισματικό σύστημα, άρα η ΚΤ των ΗΠΑ καθόριζε στην ουσία την διεθνή προσφορά χρήματος ενώ ο ρόλος των υπόλοιπων νομισμάτων ήταν αρκετά περιορισμένος. Από την άλλη, εκτός των ΗΠΑ οι άλλες χώρες μπορούσαν να υποτιμούν το νόμισμα έναντι του δολαρίου σε αντίθεση με το δολάριο που για προχωρήσει απαιτούσε χρόνο και πολλές διαπραγματεύσεις. Επομένως με αυτό το σύστημα οι χώρες έχουν την δυνατότητα να καθορίζουν οι ίδιες τις συνθήκες στην οικονομία τους.
- Ευκολότερη προσαρμογή σε εξωτερικές κυρίως μεταβολές. Αν για παράδειγμα μειωθεί η ζήτηση των εξαγωγών μιας χώρας θα προκαλέσει μείωση της συνολικής ζήτησης για κάθε επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας E , τότε έχουμε μετατόπιση της καμπύλης $DD1$ προς τα αριστερά σε $DD2$. Η μεταβολή της ζήτησης υποτίθεται πως είναι προσωρινή, η μακροχρόνια αναμενόμενη συναλλαγματική ισοτιμία δεν αλλάζει, άρα η AA δεν μεταβάλλεται. Η οικονομία τώρα βρίσκεται στο σημείο ισορροπίας 2 και σε αυτό το σημείο το νόμισμα υποτιμάται. Η συναλλαγματική ισοτιμία E αυξάνεται και το προϊόν Y μειώνεται, αυτό γίνεται διότι η ζήτηση χρήματος για συναλλαγές μειώνεται ενώ το εγχώριο επιτόκιο θα πρέπει να μειωθεί επίσης για να διατηρηθεί η ισορροπία στην αγορά. Η μείωση του εγχώριου επιτοκίου προκαλεί υποτίμηση του νομίσματος και η συναλλαγματική ισοτιμία αυξάνεται από $E1$ σε $E2$. (Krugman Paul, 2015)

Με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες:

Σε αυτή την περίπτωση η ΚΤ πρέπει να μην επιτρέψει την υποτίμηση του νομίσματος, για να το πραγματοποιήσει αγοράζει με τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της εγχώριο νόμισμα μετατοπίζοντας την καμπύλη AA1 σε AA2, το σημείο ισορροπίας τώρα βρίσκεται στο σημείο 3 και είναι Υ3. Σε σύγκριση με τις κυμαινόμενες το προϊόν μειώνεται περισσότερο, επίσης η υποτίμηση μειώνει τις τιμές των εγχώριων προϊόντων κάνοντας τα πιο ανταγωνιστικά στην διεθνή αγορά όταν η ζήτηση τους μειώνεται. Επίσης, η υποτίμηση μειώνει το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών λόγω των σταθερών ισοτιμιών.

Διάγραμμα 3.α



ΠΗΓΗ: (Διεθνής Οικονομική θεωρία και πολιτική, 4η έκδοση, Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, Marc J. Melitz, 2015)

3.1.10 Μειονεκτήματα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών

- Ανοδικές τάσεις του πληθωρισμού, σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών οι κυβερνήσεις και οι ΚΤ θα πρέπει να ακολουθήσουν αντιπληθωριστικές πολιτικές διότι διαφορετικά στην προσπάθεια να διατηρήσουν σταθερή την συναλλαγματική ισοτιμία θα αντιμετωπίσουν πρόβλημα στα συναλλαγματικά διαθέσιμα τους.

- Λόγω των κερδοσκοπικών επιθέσεων και της ελευθερίας της κίνησης των κεφαλαίων υπάρχει έντονη αστάθεια και μεγαλύτερες μεταβολές της ισοτιμίας.
- Συμπληρωματικά με το προηγούμενο, πολλές φορές δημιουργείται κλίμα αβεβαιότητας λόγω των συχνών μεταβολών στις ισοτιμίες των νομισμάτων.

3.1.11 Μπορούν να υιοθετηθούν σήμερα οι σταθερές ισοτιμίες;

Η εξέλιξη της τεχνολογίας έδωσε την δυνατότητα της γρήγορης κίνησης κεφαλαίων σε οποιαδήποτε χρηματοοικονομική αγορά του κόσμου. Οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν μπορούν να σταθούν με αξιοπιστία χωρίς την επιβολή ενός στενού πλαισίου ελέγχου των κινήσεων των κεφαλαίων ή χωρίς την δημιουργία μιας νομισματικής ένωσης όπως η ζώνη του ευρώ. Ένα βασικό επιχείρημα είναι οι ενέργειες κερδοσκοπίας. Όταν οι κερδοσκόποι αντιληφθούν πως μια χώρα με ορθολογικές πολιτικές βρεθεί να αντιμετωπίζει κάποιο πρόβλημα τότε θα επιτεθούν αυξάνοντας τα επιτόκια της χώρας ασκώντας πιέσεις στην κυβέρνηση να εγκαταλείψει το σύστημα σταθερών ισοτιμιών. Λόγω του ιστορικού των νομισματικών κρίσεων τις τελευταίες δεκαετίες έχει γίνει σαφές πως ένα σύστημα σταθερών ισοτιμιών δεν μπορεί να διατηρηθεί μακροχρόνια. (Mankiw N. Gregory, 2013)

3.2 Νομισματικό τρίλημμα

Το νομισματικό τρίλημμα ή αλλιώς ασύμβατο τρίγωνο σημαίνει πως μια ανοιχτή οικονομία δεν έχει την δυνατότητα για ταυτόχρονο έλεγχο των συναλλαγματικών ισοτιμιών, την εφαρμογή νομισματικής πολιτικής με εγχώριους στόχους και της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων.

Μια χώρα με καθεστώς σταθερών ισοτιμιών και ελεύθερες διεθνείς κεφαλαιακές ροές δεν μπορεί να έχει νομισματική πολιτική εγχώριου προσανατολισμού. Από την άλλη μια χώρα με αυστηρό πλαίσιο στις διεθνείς κινήσεις των κεφαλαίων έχει την δυνατότητα να εφαρμόσει πολιτικές με εγχώριο προσανατολισμό.

Σχήμα 3.β

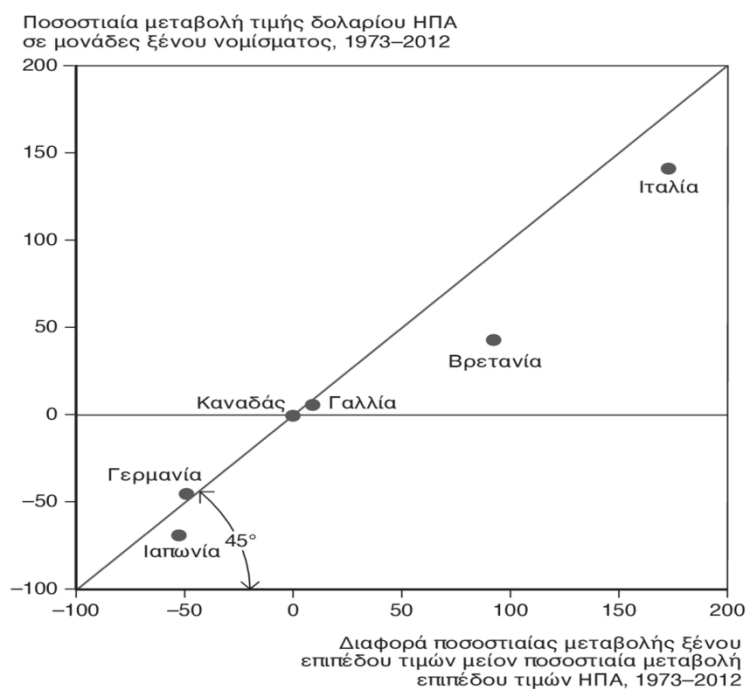


ΠΗΓΗ: (Διεθνής Οικονομική, Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Marc J.Melitz, 4η έκδοση.)

3.2.1 Επίδραση νομισματικού συστήματος

Η πρώτη περίοδος των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών χαρακτηρίστηκε ως επιτυχημένη ως προς την λειτουργία του νέου συστήματος, στην πραγματικότητα θα ήταν αδύνατο για τις αναπτυγμένες χώρες να διατηρήσουν ένα σταθερό καθεστώς ισοτιμιών. Ένα από τα βασικότερα ζητήματα ήταν η διαφορά του πληθωρισμού μεταξύ των χωρών. Σύμφωνα με το σχήμα 2 οι τιμές και οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν φαίνεται να κινούνται αναλογικά, επίσης οι χώρες με υψηλότερο πληθωρισμό φαίνεται πως είχαν πιο αδύναμα νομίσματα σε σχέση με τις υπόλοιπες, φαίνεται πως η ισοδυναμία των αγοραστικών δυνάμεων αποτελούν κύριο παράγοντα για τον προσδιορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Σχήμα 3.γ: Διαφορές πληθωρισμών και τάσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών



Σε καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών οι μεταβολές των νομισματικών και δημοσιονομικών πολιτικών έχουν μεγάλη επίδραση σε μια άλλη χώρα, άρα δεν επηρεάζεται μόνο το εγχώριο προϊόν αλλά και το ξένο. Κοντά σε αυτό η επίδραση του νέου νομισματικού συστήματος φαίνεται πως δεν ήταν αρκετή ώστε να αλλάξει σε μεγάλο βαθμό τον ρόλο των ΚΤ οι οποίες συνεχίζουν να παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος διατηρώντας σε μεγάλο ποσοστό συναλλαγματικά διαθέσιμα σε ευρώ υποβαθμίζοντας έτσι τον ρόλο του δολαρίου.

Έπειτα οι μεταβολές που έλαβαν μέρος στην παγκόσμια οικονομία δεν θα ευνοούσαν ένα σταθερό σύστημα ισοτιμιών. Το νέο νομισματικό σύστημα μείωσε τους ελέγχους των διεθνών κινήσεων του κεφαλαίου και μείωσε τις πιθανότητες κερδοσκοπικών ενεργειών. Εκείνο που προέχει είναι πως συνέβαλε στην ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου και της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αγοράς σε αντίθεση με το συγκρουσιακό κλίμα που επικρατούσε στο παρελθόν.

Εντούτοις, η ευθυγράμμιση των πολιτικών και η ανισορροπία που δημιουργείται αποτελούν ακόμα ένα πρόβλημα το οποίο δεν έχει επιλυθεί. Για

παράδειγμα, η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική μιας χώρας έχει επίδραση στην παγκόσμια οικονομία ενώ η εμφάνιση δημοσιονομικών ελλειμμάτων θα αυξήσει την δυσκολία για αντιμετώπιση μιας διεθνούς κρίσης.

Από την δεκαετία του 2000 οι διαφορές στα εξωτερικά ελλείμματα διευρύνθηκαν σημαντικά ταυτόχρονα με μια συνεχή αύξηση των τιμών των ακινήτων μέχρι την κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την κρίση του 2007, συνεπώς είναι αμφίβολο κατά πόσο στην πραγματικότητα έχει επιτευχθεί η διεθνής οικονομική συνεργασία σε ικανοποιητικό επίπεδο. (Howells Peter, 2009)

3.2.1 Το χρήμα και οι λειτουργίες του

Η διάκριση για το τι είναι χρήμα δεν είναι απλή και πολλές φορές δημιουργείται σύγχυση στην προσπάθεια αυτή. Στην καθημερινότητα οι άνθρωποι συχνά σκέφτονται τον πλούτο ή το εισόδημα σε χρηματικούς όρους. Είναι γεγονός πως για να μετρήσουμε ένα μέγεθος χρειαζόμαστε μια κοινή μονάδα μέτρησης και σε αυτό εξυπηρετεί το χρήμα. Για την οικονομική επιστήμη όμως το χρήμα δεν σημαίνει μόνο πλούτος, αλλά τα περιουσιακά στοιχεία που είναι αποδεκτά για την πραγματοποίηση συναλλαγών. Η ρευστότητα των οποιοδήποτε περιουσιακών στοιχείων όπως χρεόγραφα, μετοχές κ. α διαφέρει, έτσι λοιπόν χρησιμοποιούνται διαφορετικά νομισματικά μεγέθη τα οποία ορίζουν την έννοια το χρήματος.

Πίνακας 3.2: Ορισμοί χρήματος στην Ε.Ε

Ονομασία	Συνιστώσα	Μέγεθος σε ευρώ (δισ)
Αποθεματικά	Τραπεζογραμμάτια και κέρματα σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ΧΠΙ) + δεσμεύσεις διαθεσίμων (επί καταθέσεων) στην κεντρική τράπεζα.	191,3
M1	Τραπεζογραμμάτια και κέρματα σε κυκλοφορία εκτός ΧΠΙ+ καταθέσεις όψεως μη ΧΠΙ	3.784,7

M2	M1+ καταθέσεις προθεσμίας μη ΧΠΙ	6.954,8
M3	M2+ συμφωνίες επαναγοράς, τίτλοι χρηματαγοράς και ομόλογα λήξης < 2 ετών σε μη ΧΠΙ	8.183,3

Πηγή: EKT(2007)

Το χρήμα ορίζεται με δύο έννοιες, την «στενή» και την «ευρεία».

Χρήμα με την «στενή έννοια» ή M1 : Αποτελείται από μετρητά, καταθέσεις απλές ή όψεως , άτοκες ή έντοκες και γενικότερα όλα τα μετρητά που βρίσκονται σε κυκλοφορία. Σε κάποια νομισματικά συστήματα γίνεται μια διάκριση μεταξύ των έντοκων και μη καταθέσεων όψεως.

Χρήμα με την «ευρεία έννοια» ή M2 : Η διαφορά του M2 από το M1 εξαρτάται από το νομισματικό σύστημα, στις ΗΠΑ για παράδειγμα εντάσσονται σε αυτή την κατηγορία και τα λιγότερο ρευστά περιουσιακά στοιχεία. Επίσης περιλαμβάνονται προθεσμιακές καταθέσεις (μικρής ονομαστικής αξίας), καταθέσεις ταμειευτηρίου και ισοζύγια λιανικής χρηματαγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η ΚΤ των ΗΠΑ ή Fed δημοσιεύει εβδομαδιαίες και μηνιαίες εκτιμήσεις των νομισματικών μεγεθών, αντλώντας στοιχεία από το υπουργείο οικονομικών, τις τράπεζες, τις ξένες ΚΤ και από άλλα ιδρύματα και θεσμούς. Αυτό συμβάλει στην ενημέρωση του κοινού και της πολιτικής ηγεσίας σχετικά με τις αλλαγές στην νομισματική πολιτική από την ΚΤ.

Οι κύριες λειτουργίες του χρήματος είναι τρεις:

- i. **Μέσο συναλλαγών:** Πριν από χιλιάδες χρόνια το εμπόριο διενεργούνταν με ανταλλαγή αγαθών διότι δεν υπήρχε ακόμα το χρήμα. Το σύστημα αυτό φυσικά δεν ήταν αποτελεσματικό διότι ήταν αρκετά δύσκολο να βρεθεί κάποιος που να επιθυμεί ακριβώς το ίδιο αγαθό που ανταλλάσσεις, δηλαδή να υπάρχει σύμπτωση των επιθυμιών. Με το χρήμα το πρόβλημα αυτό λύθηκε και οι συναλλαγές έγιναν απλούστερες. Πλέον το χρήμα είναι αποδεκτό από όλους ως μέσο συναλλαγών και θεωρείται ως το περιουσιακό στοιχείο με την μεγαλύτερη ρευστότητα. Το πιο

σημαντικό όμως είναι πως συνέβαλε στην αύξηση της παραγωγικότητας και του εμπορίου, οι άνθρωποι άρχισαν να εξειδικεύονται και να πουλούν τα προϊόντα τους.

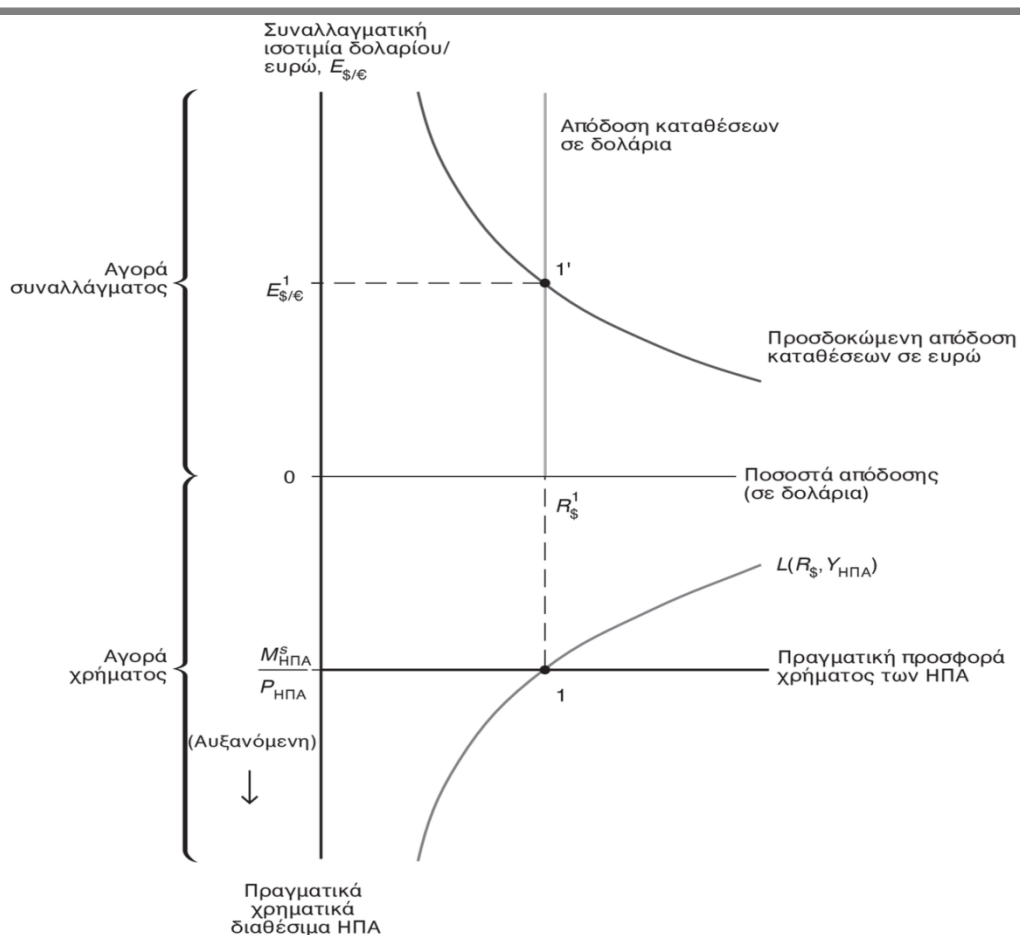
- ii. **Μέτρο αξιών:** Αποτελεί βασική μονάδα στην οποία εκφράζονται οι τιμές. Για παράδειγμα στην ζώνη του ευρώ οι τιμές, οι μισθοί και οι υποχρεώσεις εκφράζονται σε ευρώ και αυτό είναι εύχρηστο. Επίσης εκφράζοντας όλα τα αγαθά σε ένα νόμισμα διευκολύνεται η σύγκριση με άλλα προϊόντα και αποφεύγεται η σύγχυση. Βέβαια η λειτουργία ως μέσο συναλλαγών και ως μέτρο αξιών δεν ευθυγραμμίζονται πάντα λόγω του πληθωρισμού. Αν μια χώρα έχει υψηλό πληθωρισμό το μέτρο αξιών χάνει την σημασία του λόγω των συχνών μεταβολών των τιμών και οδηγούνται σε πιο σταθερές λύσεις όπως ο χρυσός ή κάποιο σταθερό νόμισμα.
- iii. **Μέσο διαφύλαξης αξιών:** Αποτελεί τρόπο για την πραγματοποίηση μελλοντικών αγορών και για την διατήρηση πλούτου. Παρότι άλλα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να έχουν μεγαλύτερη απόδοση από ότι η διάκρατηση χρήματος, αυτό δεν σημαίνει πως δεν αυτή η ενέργεια δεν έχει νόημα κυρίως λόγω της χρησιμότητας του χρήματος για άμεσες συναλλαγές αλλά και γιατί αποτελεί διαχρονική μονάδα μέτρησης.

3.2.2 Χρήμα, επιτόκιο και συναλλαγματική ισοτιμία

Η σχέση του χρήματος με την συναλλαγματική ισοτιμία εκφράζεται μέσα από 2 διαγράμματα. Ας υποθέσουμε την συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου. Στο πρώτο διάγραμμα παρουσιάζεται η ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος. Η αρνητική κλίση δείχνει τις προσδοκίες για την απόδοση των καταθέσεων σε ευρώ εκφρασμένη σε δολάρια, είναι αρνητική λόγω της επίδρασης των μεταβολών της παρούσας συναλλαγματικής ισοτιμίας στις προβλέψεις για μελλοντική υποτίμηση, η πτώση του ευρώ και η άνοδος του δολαρίου σήμερα κάνει τις καταθέσεις πιο ελκυστικές ενθαρρύνοντας τα άτομα στην πρόβλεψη μεγαλύτερης υποτίμησης του δολαρίου. Στο σημείο που τέμνονται (1') οι προσδοκίες για τις αποδόσεις των

καταθέσεων σε ευρώ και δολάριο είναι ίσες άρα ισχύει η ισοδυναμία των επιτοκίων.
 Το Ε' συμβολίζει την συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας.

Σχήμα 3.δ: Ταυτόχρονη ισορροπία της αγοράς χρήματος με την αγορά συναλλάγματος.



(ΠΗΓΗ: Krugman 2015., σελ. 567)

Στο δεύτερο διάγραμμα παρουσιάζεται το επιτόκιο ισορροπίας μιας χώρας στην αγορά συναλλάγματος, η ισορροπία είναι ίση στο σημείο 1' όπου το R^1_s ωθεί τα άτομα να ζητούν πραγματικά διαθέσιμα ίσα με την πραγματική προσφορά χρήματος των ΗΠΑ. Το ίδιο συμβαίνει αντίστοιχα και στην Ε.Ε.

3.2.3 Έλεγχος προσφοράς χρήματος

Η προσφορά χρήματος σε μια οικονομία σημαίνει η ποσότητα χρήματος που υπάρχει σε αυτή και στις περισσότερες οικονομίες ελέγχεται από την κυβέρνηση. Ακόμη, έχει συχνά το δικαίωμα τύπωσης νέου χρήματος ενώ άλλα εργαλεία ελέγχου είναι οι μεταβολές των δημοσίων δαπανών αλλά και το ύψος της φορολογίας. Ο καθορισμός της προσφοράς χρήματος αποτελεί την νομισματική πολιτική μιας χώρας.

Στις περισσότερες χώρες η νομισματική πολιτική ασκείται από τις ΚΤ, για παράδειγμα στις ΗΠΑ από το ανεξάρτητο ίδρυμα Federal Reserve ενώ αντίστοιχα στην Ε.Ε από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Ο κυριότερος τρόπος ελέγχου της προσφοράς είναι μέσω των συναλλαγών ανοιχτής αγοράς, όταν δηλαδή επιθυμεί να μειώσει την προσφορά τότε αγοράζει κρατικά ομόλογα από το κοινό ενώ αντίθετα πουλά κρατικά ομόλογα στο κοινό. (Mankiw N. Gregory, 2013)

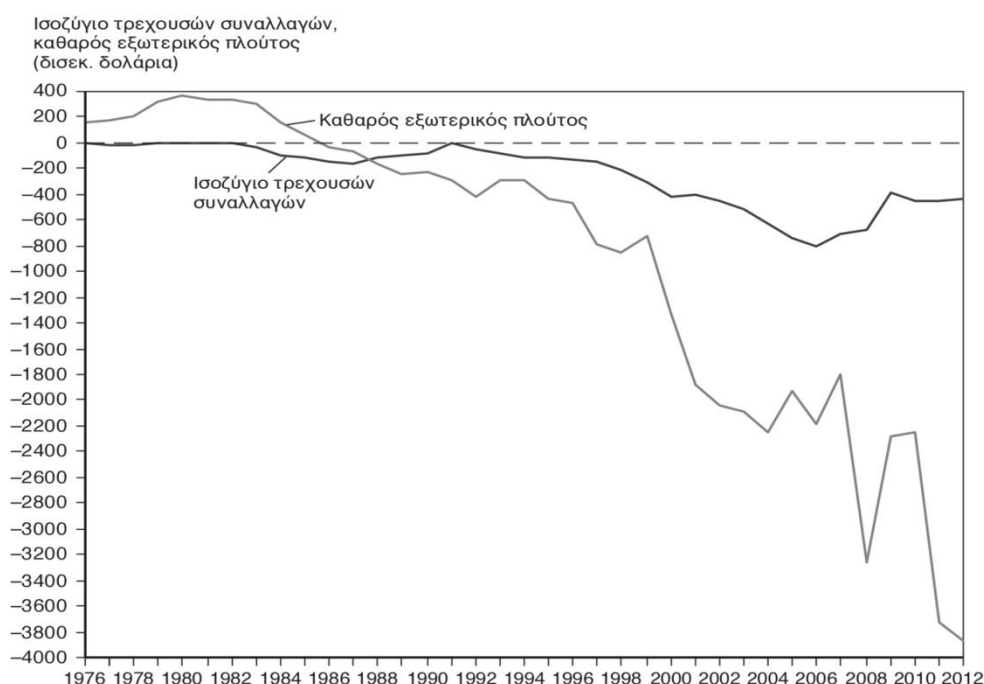
3.3 Το ισοζύγιο πληρωμών

Στο ισοζύγιο πληρωμών ή ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών εμφανίζονται όλες οι συναλλαγές μιας χώρας με τις υπόλοιπες του κόσμου ενώ πολύ συχνά δεν εμφανίζεται ισορροπημένο. Η διαφορά των εισαγωγών από τις εξαγωγές δίνουν ως αποτέλεσμα τις τρέχουσες συναλλαγές.

$$CA=EX-IM$$

Αν $Ex > IM$ τότε η οικονομία παρουσιάζει πλεόνασμα ενώ στην αντίθετη περίπτωση έλλειμμα. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσιάζει την εικόνα του εξωτερικού δανεισμού διότι μια χώρα με έλλειμμα θα πρέπει να προχωρήσει σε δανεισμό για να το χρηματοδοτήσει. Στην αντίθετη περίπτωση η χώρα έχει την δυνατότητα να δανείζει τις χώρες με ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αποκομίζοντας περισσότερα κέρδη.

Σχήμα 3.ε: Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση των ΗΠΑ, 1976-2012.



(ΠΗΓΗ: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Διεθνής Οικονομική 4η έκδοση σελ. 477)

Την δεκαετία του 1980 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ παρουσίαζε συνεχή ελλείμματα τα οποία μείωσαν τον καθαρό εξωτερικό πλούτο. Στο σχήμα 3.ε φαίνεται πως ιδιαίτερα μετά το 2000 είχε συσσωρεύσει ένα μεγάλο εξωτερικό χρέος.

3.3.1 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Οι διεθνείς συναλλαγές που πραγματοποιούν οι χώρες και αφορούν περιουσιακά στοιχεία καταγράφονται στον λογαριασμό κεφαλαιακών μεταβιβάσεων και χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Για παράδειγμα μια χώρα δανείζεται 100 ευρώ από μια άλλη, αυτό σημαίνει πως πουλά στο εξωτερικό ένα χρεόγραφο με την υπόσχεση ότι θα αποπληρώσει τα 100 ευρώ με τόκο ενώ στην αντίθετη περίπτωση η χώρα αποκτά ένα χρεόγραφο με μια μελλοντική απαίτηση για αποπληρωμή από το εξωτερικό. Αυτές οι ενέργειες χαρακτηρίζονται ως χρηματοοικονομική εκροή και χρηματοοικονομική εισροή αντίστοιχα. Επομένως το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών είναι ίσο με εισροές μείον τις εκροές.

3.3.2 Ισοζύγιο συναλλαγματικών διαθεσίμων

Αφορά τις συναλλαγές που πραγματοποιούν οι ΚΤ ώστε να ρυθμίζουν την προσφορά χρήματος και αυτή είναι η βασική διαφορά από τις υπόλοιπες χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Κάποτε τα συναλλαγματικά διαθέσιμα των ΚΤ αποτελούνταν από χρυσό και χρησιμοποιούνταν ως μέσο διεθνών συναλλαγών, σήμερα οι ΚΤ έχουν συναλλαγματικά διαθέσιμα κρατικά χρεόγραφα ή ξένες καταθέσεις τα οποία μπορούν να πουλούν και να αγοράζουν στην διεθνή αγορά. Τέλος μια χώρα που αυξάνει τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της έχει πλεόνασμα στο ισοζύγιο πληρωμών της ενώ στην αντίθετη περίπτωση έλλειμμα.

3.3.3 Αίτια διαταραχών στο ισοζύγιο πληρωμών

Ένα από τα βασικότερα αίτια που δημιουργούν προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών είναι η μη ευθυγράμμιση της εσωτερικής νομισματικής πολιτικής με τις χώρες που έχει εμπορικές σχέσεις. Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών δίνει την δυνατότητα στα άτομα να έχουν πρόσβαση σε ολόκληρο τον κόσμο ώστε να βρίσκουν επενδυτικές ευκαιρίες, αν για παράδειγμα μια χώρα αυξήσει το επιτόκιο της τότε οι αποταμιεύσεις θα οδηγηθούν εκεί που υπάρχει μεγαλύτερη απόδοση, επηρεάζοντας έτσι την οικονομική δραστηριότητα των άλλων χωρών.

3.4 Άριστες νομισματικές περιοχές

Η συμμετοχή μιας χώρας σε μια περιοχή σταθερών ισοτιμιών απολαμβάνει οφέλη και ταυτόχρονα αποφεύγει δυσάρεστες οικονομικές αστάθειες. Σύμφωνα με την θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών σημαντικό ρόλο παίζει κατά πόσο η οικονομία μιας χώρας έχει ευθυγραμμιστεί με αυτή των εταίρων της. Θεωρείται σημαντικό πως το σύστημα σταθερών ισοτιμιών απλοποιεί σε μεγάλο βαθμό την διαδικασία υπολογισμού και σύγκρισης των οικονομικών στοιχείων σε σχέση με τις κυμαινόμενες ισοτιμίες ενώ ταυτόχρονα απαιτούν λιγότερο κόστος, έτσι αποφεύγονται τυχόν προβλήματα και λάθη στην λήψη των αποφάσεων.

Σύμφωνα με τον Robert A. Mundel οι δυσάρεστες συνέπειες από την ένταξη μιας χώρας σε μια κοινή νομισματική ζώνη εξαρτώνται από την οικονομική ολοκλήρωση της. Αν για παράδειγμα στην χώρα Α αυξηθεί η ανεργία λόγω της μείωσης της ζήτησης της Β για το προϊόν της Α τότε η κοινή ΚΤ θα αυξήσει την ρευστότητα προς την χώρα Α, αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα η Α να δεχθεί πληθωριστικές πιέσεις από την επεκτατική νομισματική πολιτική. Άρα η ισορροπία και ο παράλληλος έλεγχος του πληθωρισμού και της ανεργίας μεταξύ των χωρών με διαφορετικά νομίσματα είναι δύσκολη υπόθεση, γι' αυτό προτείνεται ένα κοινό νόμισμα με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Τα πλεονεκτήματα από την ένταξη μιας χώρας σε περιοχή σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών όπως το ΕΝΣ αυξάνονται όταν οι συντελεστές παραγωγής έχουν την δυνατότητα ελεύθερης μετακίνησης στην ευρωζώνη διότι οι μισθοί τους θα είναι πιο σταθεροί σε σχέση με το κόστος ζωής στη χώρα τους ενώ οι αποδόσεις των επενδύσεων θα είναι πιο εύκολα προβλέψιμες. Πράγματι όσο μεγαλύτερη είναι η οικονομική ολοκλήρωση μεταξύ της χώρας και της κοινής νομισματικής περιοχής τόσο πιο πολλά οφέλη θα έχει όταν διατηρεί το νόμισμα της σταθερό σε σχέση με τα υπόλοιπα. (Krugman Paul, 2015)

3.4.1 Καμπύλη GG

Η καμπύλη GG στο διάγραμμα έχει θετική κλίση και δείχνει το όφελος μιας χώρας από την συμμετοχή της σε μια περιοχή σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών αυξάνεται ταυτόχρονα με την οικονομική ολοκλήρωση της. Εν τέλει, αν η ενταγμένη χώρα διατηρεί τις υποχρεώσεις για το νόμισμα της και οι τιμές στην νομισματική ζώνη είναι σταθερές τότε η πρώτη θα ωφελείται από την σύνδεση του νομίσματος της όσο θα αυξάνει και το ποσοστό ολοκλήρωσης.

Όφελος νομισματικής αποτελεσματικότητας
για την εντασσόμενη χώρα



Εντούτοις, ακόμα και όταν η περιοχή χαρακτηρίζεται από χαμηλό πληθωρισμό, η ένταξη μιας χώρας θα έχει και κόστος για αυτήν. Το αντίτιμο για την ένταξη της είναι η μη δυνατότητα άσκησης νομισματικής πολιτικής έτσι ώστε να σταθεροποιεί την απασχόληση και το προϊόν της, το γεγονός αυτό ορίζεται επίσης από τον βαθμό οικονομικής της ολοκλήρωσης με τις υπόλοιπες χώρες του συστήματος, αυτό διαγραμματικά εξηγείται με την καμπύλη LL.

Απώλεια οικονομικής σταθερότητας
για την εντασσόμενη χώρα



Παρόλο που οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες υπερέχουν των σταθερών διότι με την ευελιξία τους προστατεύουν αποτελεσματικά την απασχόλησή και το προϊόν, σημειώνεται ότι η οικονομική ολοκλήρωση μιας χώρας με ένα

σύστημα σταθερών ισοτιμιών αυξάνουν την οικονομική σταθερότητα. Προκύπτει λοιπόν πως μια χώρα θα έχει πλεονεκτήματα από την ένταξη της στο σύστημα μόνο αν έχει ένα συγκεκριμένο βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης.



Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα μια χώρα θα διατηρήσει την ισοτιμία της σταθερή όταν ο βαθμός ολοκλήρωσης της υπό ένταξη χώρας είναι ίση με το (θ) το οποίο συμβολίζει το επίπεδο ολοκλήρωσης. Σε περίπτωση που ο βαθμός ολοκλήρωσης είναι κάτω από το (θ) τότε οι απώλειες θα είναι μεγαλύτερες από τα οφέλη και προτείνεται να μην συνεχίσει τις διαδικασίες ένταξης στο σύστημα.

3.5 Συμπεράσματα

Βάσει των όσων αναφέρθηκαν στο παραπάνω κεφάλαιο είναι σαφές πως το νομισματικό σύστημα πέρασε από διάφορα στάδια για να καταλήξει σε αυτό που είναι σήμερα. Σύντομα ο πολιτικός και επιστημονικός κόσμος κατάλαβε πως μόνο δια μέσου της συνεργασίας μπορεί να αναπτυχθεί το διεθνές εμπόριο και η οικονομική ευημερία. Επομένως, με την μετάβαση από το σύστημα χρυσού στην συμφωνία του Bretton Woods έγινε το πρώτο βήμα προς αυτή την κατεύθυνση. Γενικότερα, το διεθνές νομισματικό σύστημα περιστρέφεται γύρω από την αγορά συναλλάγματος, η αγορά συνδέει τις τιμές των διαφορετικών νομισμάτων των χωρών και οι κυβερνήσεις προσπαθούν να διαχειριστούν αυτή την αμφίδρομη σχέση. Το κύριο

συμπέρασμα του κεφαλαίου είναι πως μια οικονομία είναι αδύνατο να ελέγχει την συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος της και ταυτόχρονα να ικανοποιεί τους εθνικούς της στόχους. Ακόμη, με τον ρυθμό που συντελείται η παγκοσμιοποίηση και απελευθέρωση του κεφαλαίου οι αναταράξεις στην διεθνή οικονομία γίνονται πιο συχνές ενώ η προσαρμογή στο ισοζύγιο πληρωμών μιας χώρας παίζει καθοριστικό ρόλο, απαιτείται λοιπόν ένας θεσμός με διεθνή χαρακτήρα που να παρέχει ασφάλεια και σταθερότητα. Σίγουρα θα πρέπει να υπάρξει ένα διεθνές πλαίσιο για την άσκηση νομισματικών πολιτικών και την εποπτεία τους καθώς σήμερα υπάρχουν πολυάριθμοι θεσμοί για αυτό το σκοπό που ίσως δημιουργεί σύγχυση. Επομένως, κρίνεται απαραίτητη η δημιουργία ενός ισχυρού διεθνούς θεσμού με προσανατολισμό την παροχή τεχνογνωσίας σε χώρες που το έχουν ανάγκη. Τέλος, βάσει της θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών προκύπτει πως η ένταξη μιας χώρας σε μια ένωση σε μεγάλο βαθμό διευρύνει τα οφέλη χωρίς βέβαια να εξαλείφει τελείως τα κόστη, ιδανικά η εξάλειψη των νομισματικών κρίσεων θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί με την δημιουργία ενός παγκόσμιου κοινού νομίσματος.

Κεφάλαιο 4 : Η κερδοσκοπική επίθεση στην βρετανική στερλίνα

4.1 Εισαγωγή

Το 1992 η ύφεση στην Ευρώπη γίνεται όλο και πιο έντονη λόγω της επανένωσης της Γερμανίας η οποία κόστιζε περίπου 150 δις μάρκα ανά έτος (Vaslin, 2012). Για την αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος η Γερμανία ενίσχυε το νόμισμα της δια μέσω της αύξησης των επιτοκίων αναγκάζοντας και τις υπόλοιπες χώρες του ΕΝΣ να ακολουθήσουν την ίδια πολιτική. Η Βρετανία ως μέλος το ΕΝΣ θα βρεθεί μπροστά σε ένα κρίσιμο δίλλημα, από την μια η αύξηση των επιτοκίων θα οδηγούσε σε περεταίρω ύφεση ενώ από την άλλη η υποτίμηση θα οδηγούσε σε εγκατάλειψη του ΕΝΣ και στροφή στις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Την κατάσταση αυτή εκμεταλλεύτηκαν μεγάλοι κερδοσκόποι όπου πόνταραν ουσιαστικά στην αναποφασιστικότητα της βρετανικής κυβέρνησης και αποκόμισαν τεράστια κέρδη.

4.2 Το ευρωπαϊκό νομισματικό σύστημα (Ε.Ν.Σ)

Το ευρωπαϊκό νομισματικό σύστημα ιδρύθηκε το 1979 με βασικό στόχο την δημιουργία ενός μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών για την προστασία του ανταγωνισμού στην Ε.Ε. Ο κύριος ρόλος του συστήματος ήταν η στενότερη σχέση των οικονομιών των χωρών-μελών της Ε.Ε, στην ουσία το πρώτο βήμα για την νομισματική ενοποίηση μέχρι το 2000 αλλά και για την ισορρόπηση ισχύος με το ΔΝΤ. Οι χώρες δεν ήταν ακόμα έτοιμες να εγκαταλείψουν τα εθνικά τους νομίσματα, αλλά ήταν πρόθυμες να κάνουν τα πρώτα βήματα προς αυτή την κατεύθυνση. Πράγματι, μέσω του μηχανισμού επιχειρούσαν να σταθεροποιήσουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες θέτοντας την επιτρεπόμενη διακύμανση στο συν πλην 2.25% από ένα εικονικό νόμισμα, το ECU. Σκοπός ήταν να δημιουργηθεί το κατάλληλο περιβάλλον για την δημιουργία κοινής αγοράς με ελεύθερη διακίνηση προϊόντων και συντελεστών παραγωγής. Αρχικά καταργήθηκαν οι ποσοτικοί περιορισμοί σε εθνικό επίπεδο των μελών, έτσι ο έλεγχος των εισαγωγών αφορούσε όλη την κοινότητα. Οι οικονομολόγοι εκείνη την περίοδο διατηρούσαν επιφυλάξεις για την επιβίωση αυτού του μηχανισμού κυρίως διότι οι ρυθμοί πληθωρισμού στην Γερμανία ήταν 2.7% ενώ αντίστοιχα στην Ιταλία 12.1% οπότε το χάσμα αυτό έπρεπε μέσω συνεργασίας και κοινών πολιτικών να μειωθεί, παρόλα αυτά όμως επιβίωσε και εξελίχθηκε στο σημερινό κοινό νόμισμα, το ευρώ (Krugman Paul, 2015).

4.2.1 Η είσοδος της Βρετανία στο ΕΝΣ και τα γεγονότα πριν την κερδοσκοπική επίθεση

Η Βρετανία το 1990 εισέρχεται στο ΕΝΣ με ισοτιμία 2.95 μάρκα / στερλίνα και ήταν υποχρεωμένη να διατηρεί την διακύμανση του νομίσματος στο 6% από την ισοτιμία, συνεπώς αποτελούσε ένα τεχνητά ισχυρό νόμισμα το οποίο εν τέλει είχε αρνητικές συνέπειες για την οικονομία.

Το 1992 στην Ευρώπη ξεσπά κρίση ύστερα από την υποτίμηση του ιταλικού νομίσματος από κερδοσκοπικές ενέργειες ενώ ύστερα από λίγες μέρες ακολουθεί και η κατάρρευση της βρετανικής στερλίνας με κύριο υπεύθυνο το Hedge Fund “Quantum” του George Soros. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως το ΕΝΣ λειτουργούσε ως μηχανισμός άμυνας για τον πληθωρισμό καθώς και για την σταθεροποίηση των διακυμάνσεων των ισοτιμιών ώστε να δημιουργηθεί ένα ευνοϊκό

περιβάλλον για επενδύσεις. Ο μηχανισμός αυτός λειτούργησε αποτελεσματικά για μεγάλο χρονικό διάστημα, τα νομίσματα μπορούσαν να κινηθούν ενάντια άλλων μέσα σε κάποια όρια, ενώ η χώρα είχε την δυνατότητα να διαπραγματευτεί την υποτίμηση του νομίσματος με τα υπόλοιπα μέλη. (Mallaby, 2011)

Την περίοδο εκείνη το τείχος του Βερολίνου πέφτει και ακολουθεί η ένωση της Γερμανίας, πολλοί κάτοικοι της ανατολικής Γερμανίας μετακινούνται προς την δυτική με προσδοκίες για εργασία και κοινωνικές παροχές δημιουργώντας πληθωριστικές πιέσεις, αυτό οδήγησε τη γερμανική ΚΤ Bundesbank να αυξήσει τα επιτόκια. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα να γίνει ελκυστικό το μάρκο ενώ η βρετανική στερλίνα και η ιταλική λιρέτα βρέθηκαν να διαπραγματεύονται στα χαμηλότερα επίπεδα που επέτρεπε το ΕΝΣ. Η Ευρώπη πλέον βρίσκεται σε δίλημμα, η Γερμανία έπρεπε να μειώσει τα επιτόκια έτσι ώστε να προσελκύσει λιγότερα κεφάλαια ενώ η Βρετανία και η Ιταλία το αντίθετο. Επίσης, οι ΚΤ έπρεπε να παρέμβουν στην αγορά συναλλάγματος πουλώντας μάρκα και αγοράζοντας στερλίνες και λιρέτες. Αν και αυτό το μέτρο δεν είχε αποτέλεσμα τότε θα έπρεπε να οδηγηθούν στην υποτίμηση.

4.2.2 Μαύρη Τετάρτη (Black Wednesday) – Αίτια.

Το 1992 ο μάνατζερ του hedge fund και στενός συνεργάτης του George Soros έδωσε ιδιαίτερη έμφαση στην Βρετανία. Είχε παρατηρηθεί πόσο ευμετάβλητος ήταν ο στεγαστικός κλάδος της και αποφάσισε να επενδύσει. Ταυτόχρονα, είχαν διαπιστωθεί πως τα επιτόκια ήταν αρκετά ευμετάβλητα και όταν η τράπεζα της Αγγλίας τα αύξησε έγινε άμεσα αντιληπτό από τα νοικοκυριά. Αν η ΚΤ της Αγγλίας αύξανε τα επιτόκια για να προστατευτεί το νόμισμα της μέσα στο ΕΝΣ τότε θα υπήρχαν αρνητικές συνέπειες για τους οφειλέτες καθώς θα παρουσιαζόταν μείωση στην κατανάλωση όπου θα έκανε την ύφεση ακόμα πιο έντονη. Υπήρχε μια πιθανότητα οι βρετανικές αρχές να σταματήσουν να ανεβάζουν τα επιτόκια και να αφήσουν το νόμισμα τους να υποτιμηθεί.

Το ΕΝΣ δεν ήταν ένα σύστημα απόλυτα σταθερών ισοτιμιών και επομένως οι κυβερνήσεις είχαν μεγάλο περιθώριο για άσκηση νομισματικής πολιτικής λόγω

κυρίως των ελέγχων στην κίνηση των κεφαλαίων. Το “Quantum” είχε κατανοήσει πως ο ηγέτης του συστήματος ήταν το μάρκο λόγω της σταθερότητας του και επίσης η γερμανική νομισματική πολιτική ασκούσε έντονη επιρροή στις άλλες χώρες. Αυτό συνέβαινε για δύο λόγους:

1. Η Γερμανία ήταν μια ισχυρή οικονομία στο ΕΝΣ και με τον χαμηλότερο πληθωρισμό.
2. Η Bundesbank αποτελούσε ανεξάρτητος θεσμός από την πολιτική ηγεσία και βασικός στόχος της ήταν η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού. (Giddy, 1996)

Με βάση τα παραπάνω ήταν λογικό η Γερμανία να μην προχωρήσει σε μείωση των επιτοκίων όσο το κόστος από την επανένωση με την ανατολική Γερμανία δημιουργούσε δημοσιονομικά ελλείμματα, το γεγονός αυτός ασκούσε μεγαλύτερες πιέσεις στην στερλίνα. Η Βρετανία ήταν αναγκασμένη να διατηρεί τα επιτόκια της στα ίδια επίπεδα με της Γερμανίας λόγω του ΕΝΣ. Μια ελπίδα για αλλαγή αυτής της κατάστασης ήταν η υπογραφή της συνθήκης του Μάαστριχτ για την δημιουργία ενός κοινού νομίσματος, του ευρώ όπου η Γερμανία έβλεπε θετικά.

Η στάση της Bundesbank ήταν όμως αμετάβλητη, σε ένα συμβούλιο 25 υπουργών οικονομικών ο βρετανός υπουργός πίεζε για μια πιο χαλαρή νομισματική πολιτική της Γερμανίας ρωτώντας με έντονο ύφος των διοικητή της γερμανικής ΚΤ γιατί δεν μειώνουν τα επιτόκια τους. Ο διοικητής της Bundesbank είχε μία παγιωμένη άποψη και θεωρούσε πως η ανεξαρτησία της τράπεζας ήταν πολύ σημαντική και επομένως η άποψη τους δεν θα την επηρέαζαν, αυτό σήμαινε πως τα επιτόκια δεν θα άλλαζαν πορεία.

Λίγο αργότερα σε μία άλλη συνάντηση των κεντρικών τραπεζιτών ο Γερμανός διοικητής της Bundesbank Schlesinger δήλωσε πως δεν μπορούσε να εγγυηθεί για την πορεία των επιτοκίων στο μέλλον, ενώ πέρα από την αλλαγή στην νομισματική πολιτική της Γερμανίας προς όφελος όλων των μελών τόνισε πως δεν πίστευε ιδιαίτερα στην σταθερή σχέση των νομισμάτων. Στο κοινό βρισκόταν και ο μεγαλοεπενδυτής George Soros όπου άκουγε με μεγάλη προσοχή, ύστερα και από μια προσωπική συνομιλία των δύο ανδρών ο Soros ήταν πλέον σίγουρος πως η Γερμανία ήταν υπέρ μιας νομισματικής ένωσης, βέβαια λόγω της παράδοσης της Γερμανίας με τον χαμηλό πληθωρισμό οι υπόλοιπες χώρες θα έπρεπε να ακολουθήσουν

περιοριστικές πολιτικές και να αντέξουν την λιτότητα διαφορετικά έπρεπε να επιλέξουν την υποτίμηση του νομίσματος τους.

Ο Soros είχε πλέον τις απαραίτητες πληροφορίες και γνώριζε πως έπρεπε να ενεργήσει σχετικά με την στερλίνα και μαζί με τον στενό του συνεργάτη Stanley Druckenmiller θα είχαν πρωταγωνιστικό ρόλο στο δράμα που θα ακολουθούσε. Ύστερα από την υποτίμηση που είχε συμβεί στην Ιταλική λιρέτα από κερδοσκοπικές ενέργειες είχε έρθει η ώρα της στερλίνας να χτυπηθεί, αυτό οδήγησε στην απόφαση του βρετανού υπουργού οικονομικών Norman Lamont για επιθετική αγορά στερλινών. Την επόμενη μέρα ο διοικητής της Bundesbank σε μια συνέντευξη του δήλωσε στα μέσα πως θα υπάρξουν επαναπροσδιορισμοί των ευρωπαϊκών νομισμάτων. Η δήλωση αυτή ισοδυναμούσε με κάλεσμα για υποτίμηση της στερλίνας φέρνοντας της ηγεσία της Βρετανίας σε αμηχανία.

Οι δύο ισχυροί του Quantum κατάλαβαν πως έπρεπε να δράσουν άμεσα αφού ήταν ξεκάθαρο πλέον πως η Bundesbank δεν θα μείωνε τα επιτόκια ώστε να στηρίξει την στερλίνα μέσα στο μηχανισμό, επομένως η υποτίμηση ήταν δεδομένη. Από τον Αύγουστο ήδη είχαν ποντάρει ενάντια στην στερλίνα 1.5\$ δις , αλλά ύστερα από αυτές τις δηλώσεις του Γερμανού διοικητή ήταν φανερό πως έπρεπε να ενεργήσουν πιο επιθετικά.

Από την επόμενη μέρα ξεκίνησαν να πουλούν στερλίνες σε κάθε ενδιαφερόμενο αγοραστή όπως κεντρικές τράπεζες άλλων χωρών. Από την άλλη η τράπεζα της Αγγλίας παρόλο που είχε την δυνατότητα να πουλήσει στερλίνες κατά την διάρκεια της ημέρας διαπραγματεύσεων, η τράπεζα παρέμεινε κλειστή για συναλλαγές, ενώ από την άλλη το hedge fund του Soros πουλούσε με αμείωτο ρυθμό. Ακριβώς την επόμενη μέρα δίνεται εντολή από τον Soros να διπλασιαστούν οι πωλήσεις, με το άνοιγμα των αγορών στο Λονδίνο η τράπεζα της Αγγλίας προσπαθεί να ενισχύσει την στερλίνα αγοράζοντας 300\$ εκ. ενώ αυξάνει τα επιτόκια από 10% σε 12% ώστε να γίνει πιο ελκυστική, χωρίς ιδιαίτερο αποτέλεσμα απέναντι στην πορεία του Quantum που έφτανε τα 1\$ δις. Οι επενδυτές επίσης γνώριζαν πως μια πολιτική αύξησης των επιτοκίων για την προστασία του νομίσματος εν μέσω ύφεσης δεν ήταν ορθολογική.

Είναι φανερό πως η λογική ήταν απλή, το hedge fund δανειζόταν την ανατιμημένη στερλίνα αγοράζοντας με αυτή φθηνότερα νομίσματα, στην συνέχεια μόλις η στερλίνα υποτιμηθεί τότε αγοράζει ξανά στερλίνες για την αποπληρωμή του δανείου. Η ενέργεια αυτή ονομάζεται short selling, που σημαίνει τον δανεισμό ενός

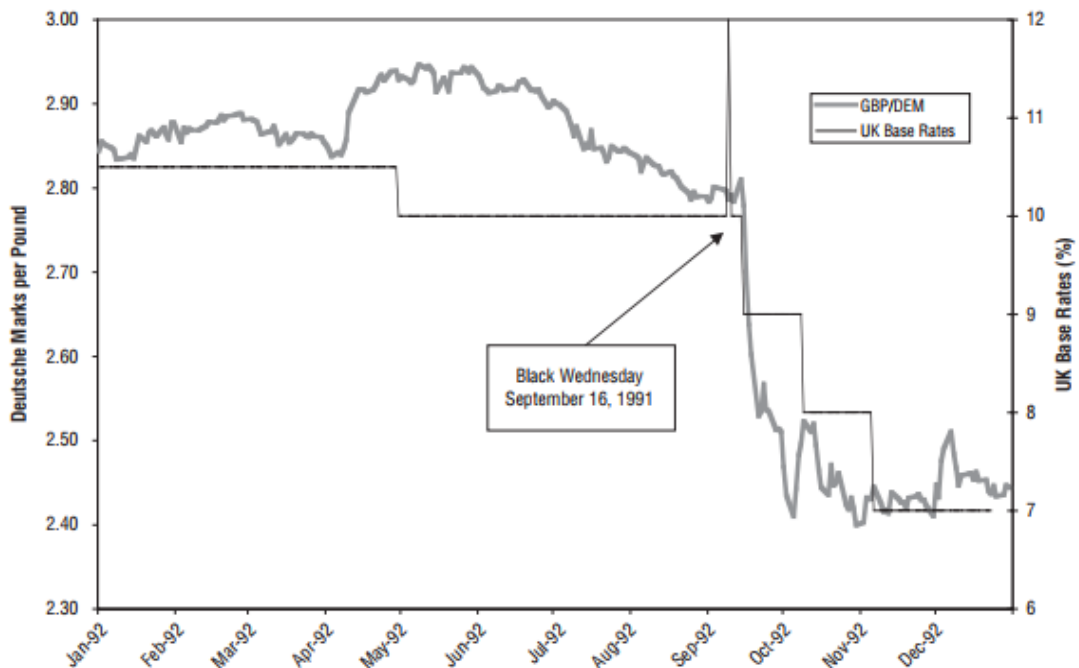
χρεογράφου και την άμεση πώληση του ώστε να το ξαναγοράσει σε χαμηλότερη τιμή, το περιθώριο αυτό αποτελεί το κέρδος από αυτές τις συναλλαγές. Η τράπεζα της Αγγλίας συνέχιζε να αγοράζει στερλίνες καθώς ήταν υποχρεωμένη από το ΕΝΣ, στην ουσία μετέφερε τα χρήματα των φορολογούμενων προς τα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και hedge funds (Dhar, 2016)

Αποτελεί γεγονός πως η παρέμβαση είχε αποτύχει, τότε ο διοικητής της ΚΤ προτείνει στον βρετανό πρωθυπουργό John Major πως έπρεπε να αυξηθούν τα επιτόκια σαν μέτρο άμυνας της στερλίνας. Την ίδια στιγμή ο βρετανός πρωθυπουργός διατηρούσε επιφυλάξεις για αυτή την ενέργεια διότι το πολιτικό κόστος για εκείνον θα ήταν ιδιαίτερα μεγάλο, έτσι πρότεινε να περιμένουν καθώς πίστευε πως οι αγορές θα αρχίσουν να υποχωρούν. Στην συνέχεια η κυβέρνηση θα ερχόταν αντιμέτωπη με ένα ακόμα δίλημμα, θα είχε να επιλέξει ανάμεσα στην ύφεση ή την υποτίμηση και πιθανόν θα έτεινε προς την δεύτερη επιλογή.

Η ισορροπία ισχύος είχε πλέον αλλάξει καθώς με την ελεύθερη κίνηση του κεφαλαίου τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια ασκούσαν έντονη επιρροή στις αγορές. Μέχρι τότε ήταν αδύνατο για οποιονδήποτε να αντιληφθεί πως ένα hedge fund με λιγότερο από 50 εργαζόμενους μπορούσε να ανταγωνιστεί σε ισχύ μια κυβέρνηση. Μέχρι και τον Σεπτέμβρη εκείνης της χρονιάς η τράπεζα της Αγγλίας είχε δαπανήσει πάνω από 700\$ εκ. για την στήριξη της στερλίνας με αποτέλεσμα να προκληθεί μια μικρή ανατίμηση. Ύστερα από ένα μικρό χρονικό διάστημα ανακοινώθηκε η αύξηση των επιτοκίων κατά 2% ώστε να ενισχυθεί το βρετανικό νόμισμα χωρίς όμως αποτέλεσμα.

Αξίζει να σημειωθεί πως εκείνη την στιγμή υπολογιζόταν πως η Βρετανία έχανε εκατοντάδες εκατομμύρια στερλίνες ενώ συγχρόνως η πολιτική ηγεσία βρισκόταν σε αμηχανία καθώς η έξοδος από τον μηχανισμό πλέον ήταν αναπόφευκτη και έπρεπε να γίνει επιμερισμός των ευθυνών. Ο πρωθυπουργός τότε δίνει εντολή για περαιτέρω αύξηση των επιτοκίων κατά 3%, χωρίς όμως κανένα αποτέλεσμα. Εν τούτοις ο υπουργός οικονομικών της Βρετανίας υποστήριζε την έξοδο από το ΕΝΣ κάτι που έβλεπαν με μεγάλο τρόμο. Την Τετάρτη 16 Σεπτεμβρίου του 1992, το hedge fund του George Soros πουλάει 7δισ στερλίνες ασκώντας ακόμα μεγαλύτερες πιέσεις από την άλλη η τράπεζα της Αγγλίας δαπάνησε 50δισ χωρίς αποτέλεσμα, τα περιθώρια ήταν πλέον στενά και την επόμενη μέρα ανακοινώνεται από τα όλα τα μέσα ενημέρωσης η αποχώρηση της Βρετανίας από το ΕΝΣ ταυτόχρονα (διάγραμμα 4.α) με μια υποτίμηση της στερλίνας 15% (Mallaby, 2011).

Διάγραμμα 4.α: Στερλίνα/Μάρκο, επιτόκια Βρετανίας.

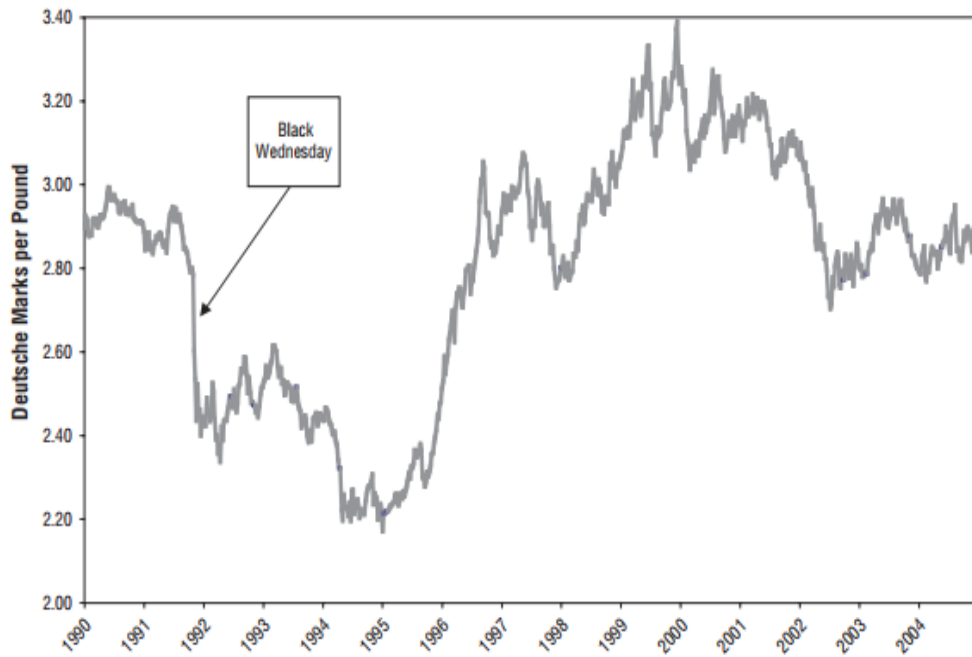


ΠΗΓΗ: (Drobny, 2014)

4.2.3 Η Βρετανία μετά την αποχώρηση από το ΕΝΣ

Μετά την αποχώρηση της Βρετανίας από το ΕΝΣ η στερλίνα είχε μια πτώση 15% έναντι του γερμανικού μάρκου, ταυτόχρονα οι απώλειες των βρετανών φορολογούμενων υπολογίστηκαν στα 3£ δις, παράλληλα τα κέρδη του Quantum από 1£ δις μέχρι 2£ δις. Επιπλέον, ο G.Soros δεν ήταν ο μόνος που κερδοσκόπησε ενάντια της στερλίνας, ακόμη παρά τις αρνητικές κριτικές που διαμορφώθηκαν πολλοί ήταν εκείνοι που υποστήριζαν πως η ρίζα του προβλήματος ήταν οι πολιτικές που εφάρμοσε η ηγεσία ενώ η κερδοσκοπία αποτελούσε το σύμπτωμα.

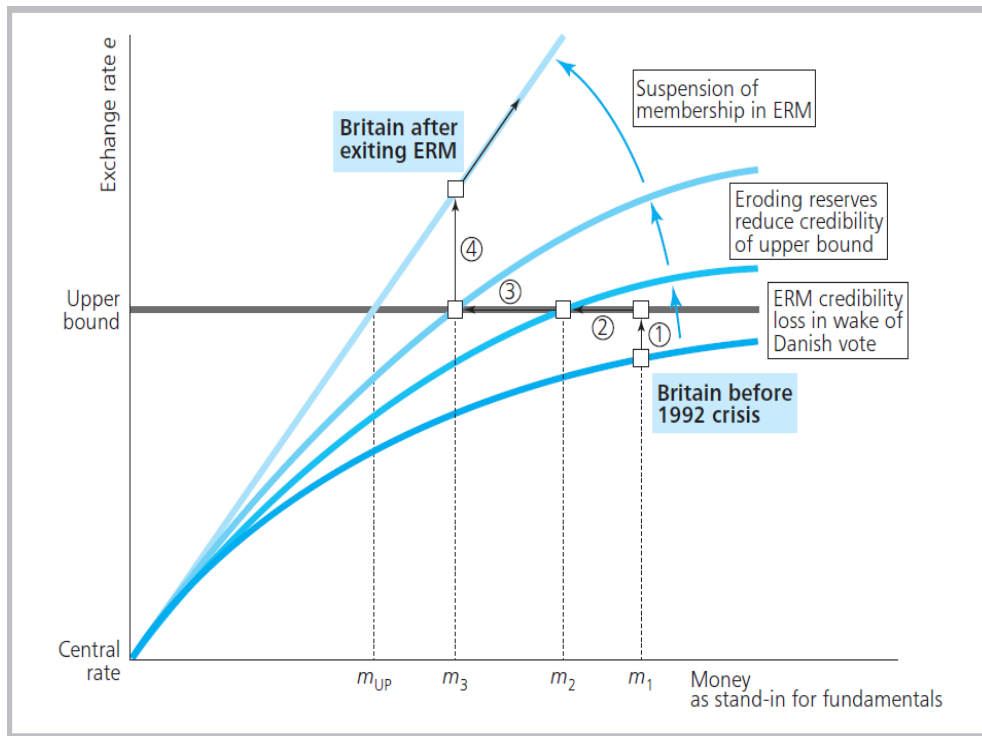
Διάγραμμα 4.β: Στερλίνα/Μάρκο, 1990-2005.



ΠΗΓΗ: (Drobny, 2014)

Το 1995 η στερλίνα διαπραγματευόταν στα 2.16 γερμανικά μάρκα ενώ στην συνέχεια ενισχύθηκε και έφτασε στα 3.44 μέχρι το 2000. Η οικονομία της Βρετανίας είχε πλέον ξεφύγει από την ύφεση, από την άλλη όμως η Γερμανία αντιμετώπιζε προβλήματα από την υιοθέτηση του ευρώ (Drobny, 2014). Ωστόσο, η μαύρη Τετάρτη μακροπρόθεσμα ήταν θετική για την οικονομία της Βρετανίας. Η υποτίμηση της στερλίνας κατέστησε την βρετανική οικονομία πιο ανταγωνιστική γεγονός που την ώθησε γρήγορα στην ανάκαμψη.

Διάγραμμα 4.γ



ΠΗΓΗ: Gartner, M. (2006) *Macroeconomics*. Prentice Hall, 2nd edition. Σελ 332 (Vaslin, 2012).

Πριν την κρίση του 1992, στο σημείο 1 η τράπεζα της Αγγλίας θεωρείται αξιόπιστο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Συγχρόνως, εκείνη την περίοδο υπάρχει έντονη αμφισβήτηση του ΕΝΣ από πολλές ευρωπαϊκές χώρες, ιδιαίτερα στην Δανία που μέσω δημοψηφίσματος οι πολίτες έδειξαν έντονα τις επιφυλάξεις τους, ταυτόχρονα η στερλίνα φτάνει στα ανώτερα όρια της. Η καμπύλη εμφανίζει την αντίδραση της αγοράς απέναντι στις κινήσεις της ισοτιμίας. Η σταθερή μείωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών για το ΕΝΣ μετατόπισε την καμπύλη προς τα πάνω, η τράπεζα της Αγγλίας χωρίς την δυνατότητα υποτίμησης του νομίσματος της επενέβη μειώνοντας την προσφορά χρήματος (M1 σε M3). Στην ουσία πουλά τα ξένα συναλλαγματικά της αποθέματα, αυτή η κατάσταση διήρκησε ένα μικρό χρονικό διάστημα και καθώς δέχονταν κερδοσκοπικές επιθέσεις αύξησε τα επιτόκια της κατά 5% ώστε να αποφύγει τέτοιες ενέργειες. Ύστερα, μια Τετάρτη του Σεπτεμβρίου η Βρετανία οδηγείται στην υποτίμηση του νομίσματος της κατά 20% σε σχέση με το γερμανικό μάρκο, αυτό διαγραμματικά φαίνεται στο σημείο 4.

4.3 Μαθήματα από την Μαύρη Τετάρτη

Η δύσκολη αυτή περίοδος για την Βρετανία θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ένα μάθημα για όλες τις πλευρές, αυτή των κυβερνήσεων αλλά και των επενδυτών.

Για τις κυβερνήσεις: Η μαύρη Τετάρτη έδωσε να καταλάβει ο πολιτικός κόσμος πως δεν πρέπει να υπαγορεύονται τα επιτόκια καθολικά για όλες τις χώρες, τα επιτόκια σε αυτή την περίπτωση είχαν καθοριστεί μόνο με βάση τις ανάγκες της Γερμανίας ενώ θα έπρεπε να καθορίζονται για την Ευρώπη ως ολόκληρη. Επιπροσθέτως, έγινε απόλυτα αντιληπτό πως λαμβάνοντας ακραία μέτρα ενάντια στις κερδοσκοπικές ενέργειες πολλές φορές είναι μάταιο και έχει καταστροφικές συνέπειες.

Για τους επενδυτές: Μέχρι τότε η έξοδος μιας χώρας από το ΕΝΣ φαινόταν απίθανη, ιδιαίτερα για μια οικονομία σαν της Βρετανίας, παρόλα αυτά ακόμα και οι κυβερνήσεις λαμβάνουν λάθος αποφάσεις που έχουν απρόβλεπτες συνέπειες. Επομένως τίποτα δεν είναι αδύνατο να συμβεί. Τέλος, οι επενδυτές κατάλαβαν πως πρέπει να είναι έτοιμοι να αντιμετωπίσουν τα πάντα, για παράδειγμα η απότομη αύξηση των επιτοκίων εκ μέρους της Βρετανίας σε μια μέρα έδειξε την αποφασιστικότητα της για αντιμετώπιση της κατάστασης.

Μετά την κερδοσκοπική επίθεση στο ΕΝΣ ακολούθησαν και άλλες επιθέσεις όπου οδήγησαν σε υποτιμήσεις νομισμάτων, χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν το Μεξικό το 1994, το 1997 στην Ασία, το 1998 στην Ρωσία κ.α.

4.4 Πρόληψη και διαχείριση κρίσεων

Υποστηρίζεται πως κατά μέσο όρο μια νομισματική κρίση ξεσπά κάθε 19 μήνες, γεγονός που καθιστά τη πρόληψη και διαχείριση των κρίσεων αρκετά δύσκολη υπόθεση. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν πως τέτοιου είδους κρίσεις οφείλονται στην υπερβολική ελευθερία των κεφαλαίων, επομένως με την επιβολή αυστηρών ελέγχων του κεφαλαίου (capital controls) η συχνότητα εμφάνισης κρίσεων ελαχιστοποιείται. Ακόμη, άνθρωποι όπως ο George Soros έχουν αναφέρει πως οι κερδοσκόποι συχνά επηρεάζονται από φήμες που στο τέλος προκαλούν ζημιές στο χρηματοπιστωτικό

σύστημα. Επίσης, πολλές χώρες με ασυνεπείς οικονομικές πολιτικές και σταθερό καθεστώς ισοτιμιών τείνουν στην εμφάνιση κρίσεων. Το βασικό στοιχείο των μοντέλων δεύτερης γενιάς είναι πως η πραγματική αιτία των κρίσεων δεν προέρχεται από την πολιτική που εφαρμόζει μια χώρα αλλά από αυτή που προσδοκούν οι χρηματαγορές να εφαρμόσει. Στην περίπτωση της Βρετανίας, ως μέλος του ΕΝΣ η νομισματική της πολιτική ήταν σε μεγάλο βαθμό ορθολογική και συνεπής, από την άλλη οι κερδοσκόποι πίστευαν πως αν ασκούσαν πιέσεις θα ωθούσαν την κυβέρνηση να επιλέξει την έξοδο από την ύφεση παρά την σταθερή ισοτιμία της στερλίνας γεγονός που πραγματοποιήθηκε, άρα η κυβέρνηση θα έπρεπε να εστιάσει στις επιλογές της και όχι στην αλλαγή πολιτικών.

Εκείνο που έχει ιδιαίτερη σημασία είναι πως οι νομισματικές αρχές δεν παρέχουν πλήρη προστασία από τις κερδοσκοπικές επιθέσεις. Ένα μεγάλο απόθεμα σε ξένο συνάλλαγμα προστατεύει ένα νόμισμα από ενδεχόμενη υποτίμηση, αλλά δεν μπορεί να αποτρέψει την επιλογή για υποτίμηση του νομίσματος ακόμη και με πολιτικές συνεπείς με το σταθερό σύστημα ισοτιμιών.

Πως όμως μια θα μειώσει τον κίνδυνο κερδοσκοπικών επιθέσεων; Ένας σίγουρος τρόπος προστασίας είναι μια ισχυρή νομισματική ένωση. Επιπλέον να μην δημιουργούν ευνοϊκό περιβάλλον στους κερδοσκόπους, οι κυμαινόμενες ισοτιμίες εμπεριέχουν μεγαλύτερο ρίσκο για τις ενέργειες κερδοσκοπίας σε αντίθεση με ένα σταθερό σύστημα το οποίο δεν αφήνει πολλά περιθώρια επιλογών. Συμπερασματικά, έχει διαπιστωθεί από πολλούς οικονομολόγους και ιδιαίτερα μετά τις κρίσεις του 1990 πως οι χώρες για να αποφύγουν φαινόμενα νομισματικών αναταραχών θα πρέπει να υιοθετήσουν κυμαινόμενες ισοτιμίες είτε να συμμετέχουν σε κάποια νομισματική ένωση όπως αυτή του ευρώ. (Κότιος Άγγελος, 2012)

4.5 Συμπέρασμα

Συνάγεται το συμπέρασμα πως η κατάρρευση του ΕΝΣ εξηγείται από τα μοντέλα 2^{ης} γενιάς. Οι κυβερνήσεις της Ευρώπης δεν χρειάζονται να χρηματοδοτήσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα τους διότι είχαν πρόσβαση στις εθνικές και εγχώριες χρηματαγορές, επομένως η εγχώρια πίστωση ήταν σε χαμηλά επίπεδα. Ακόμη είχαν την δυνατότητα να διατηρούν τις ισοτιμίες των νομισμάτων τους σταθερές αναπροσαρμόζοντας τα εγχώρια επιτόκια με σταθερούς ρυθμούς πληθωρισμού πριν και μετά την κρίση.

Σημαντικό ρόλο για την υποτίμηση του νομίσματος έπαιξε η ανεργία και η μη ικανότητα άσκησης επεκτατικής πολιτικής της κυβέρνησης λόγω της δέσμευσης στους κανόνες του ΕΝΣ. Βασική αιτία της κρίσης στην Βρετανία ήταν το δίλημμα μεταξύ του πολιτικού κόστους λόγω της ύφεσης και αντίστοιχου κόστους από την εγκατάλειψη του ΕΝΣ. Συνοψίζοντας, μπορούμε να επισημάνουμε πως πίσω από την ύφεση στην Βρετανία σημαντικός παράγοντας ήταν ο ρόλος του μάρκου αλλά και η κατάσταση που επικρατούσε στην Γερμανία ύστερα από την κατάρρευση του τείχους. Οι μεγάλες δαπάνες της Γερμανίας κατά την ένωση συνοδεύτηκαν από μια περιοριστική νομισματική πολιτική ταυτόχρονα με μια επεκτατική δημοσιονομική, επομένως οι χώρες που είχαν κλειδωμένα τα νομίσματα τους με το μάρκο ήταν αναγκασμένες να ακολουθήσουν την γερμανική πορεία και να οδηγηθούν σε βαθιά ύφεση.

Συνεπώς, υπήρχαν πλέον όλα τα συστατικά για το ξέσπασμα μιας κρίσης. Στην συνέχεια η εμφάνιση του George Soros και οι προσδοκίες του για υποτίμηση της στερλίνας οδήγησαν στην επένδυση 15\$ δις και στην κατάρρευση του σταθερού συστήματος. Βέβαια δεν είναι ξεκάθαρο κατά πόσο οι ενέργειες του ευθύνονταν για την κρίση και πως θα είχαν εξελιχθεί τα γεγονότα χωρίς την εμφάνιση του George Soros. Μετά την κρίση έγινε αντιληπτό πως η διακράτηση ξένων αποθεματικών δεν είχαν τόσο σημασία σε ένα φιλελεύθερο σύστημα. Οι ΚΤ της Βρετανίας και της Ιταλίας διακρατούσαν υψηλά αποθέματα ξένου συναλλάγματος έχοντας την δυνατότητα παρέμβασης, η Βρετανία εκείνη την περίοδο με την αγορά 50\$ δις σε στερλίνες προσπάθησε να διασώσει το νόμισμα της χωρίς ιδιαίτερο αποτέλεσμα γεγονός που οδήγησε στην εγκατάλειψη του συστήματος.

Εν τέλει, τα στοιχεία οδηγούν σε ένα σημαντικό συμπέρασμα, οι κρίσεις φαίνεται πως ήταν απροσδόκητες από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι διαφορές στα επιτόκια εναντίον των νομισμάτων δεν ξεκίνησαν να διευρύνονται μέχρι τον Αύγουστο του 1992, δηλαδή ένα μήνα πριν την κατάρρευση. Το κυριότερο όμως είναι πως οι χώρες που απέτυχαν στα πλαίσια του ΕΝΣ στην συνέχεια τα πήγαν πολύ καλύτερα σε σχέση με τις χώρες που τα κατάφεραν (Feldstein, 1999).

Κεφάλαιο 5^ο: Συμπεράσματα

Η πλειοψηφία των μελετών έχει δείξει πως δεν υπάρχει εύκολη λύση για την διαχείριση και αντιμετώπιση των νομισματικών κρίσεων καθώς όλες οι θεωρίες έχουν θετικά και αρνητικά. Επιπλέον, για να επιβιώσει ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών με ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων απαιτείται μια συνεπής οικονομική πολιτική. Εκτός απ' αυτό, μια επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική έχει ως αποτέλεσμα την εμφάνιση ελλειμμάτων στο ισοζύγιο πληρωμών, την αύξηση του πληθωρισμού και την μείωση των συναλλαγματικών αποθεματικών, επομένως η εγκατάλειψη των σταθερών ισοτιμιών είναι αναπόφευκτη.

Οι περισσότερες περιπτώσεις νομισματικών κρίσεων ήταν αποτέλεσμα ασυνεπών οικονομικών πολιτικών και δυσμενών μακροοικονομικών μεγεθών. Επίσης, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι ειδήσεις και οι φήμες από πολιτικούς, τραπεζίτες, θεσμούς κλπ. που οδηγούν σε εκροές κεφαλαίων όπως έγινε στην Βρετανία με τις δηλώσεις στον τύπο του διοικητή της Bundesbank αλλά και τις φήμες που διέδιδε ο κύκλος του George Soros.

Βέβαια, η νομισματική κρίση του ΕΝΣ και η εγκατάλειψη του από την Βρετανία δεν οφείλεται μόνο στις πιέσεις που άσκησε το επενδυτικό κεφάλαιο του Soros. Η Βρετανία την περίοδο εκείνη βρισκονταν κάτω από ύφεση και αντιμετώπιζε υψηλά ποσοστά ανεργίας, επομένως η άσκηση επεκτατικών πολιτικών ήταν επιτακτική για την οικονομία της και η υποτίμηση αναπόφευκτη. Αυτό σημαίνει πως η κερδοσκοπική επίθεση έναντι της στερλίνας αποτελούσε επιβεβαίωση ορθολογικών προσδοκιών και όχι χειραγώγηση. Η Βρετανία με την εγκατάλειψη του σταθερού συστήματος ισοτιμιών έδειξε πως επιθυμούσε μια ανεξάρτητη οικονομική πολιτική, επομένως πολλοί θα συμφωνούσαν πως ο George Soros και οι συνεργάτες του είχαν αξιολογήσει σωστά τις αποφάσεις της βρετανική κυβέρνησης.

Σύμφωνα με τα παραπάνω καμία θεωρία δεν παρέχει σίγουρο αποτέλεσμα, ενώ η επιλογή των πολιτικών για την αντιμετώπιση μιας νομισματικής κρίσης αποτελεί ένα πολύπλοκο ζήτημα. Συνήθως, τα μέτρα τα οποία επιλέγονται έχουν πολιτικές και κοινωνικές προεκτάσεις σε μια χώρα. Συμπερασματικά, έχει καταστεί σαφές πως οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες παρέχουν μεγαλύτερη προστασία από κερδοσκοπικές επιθέσεις δίνοντας την δυνατότητα για άσκηση πολιτικής με εγχώριο προσανατολισμό. Επομένως, αν μια χώρα καταφέρει να διατηρήσει τα

μακροοικονομικά της μεγέθη σταθερά τότε θα είναι σε θέση να διατηρήσει και την συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος της σταθερή.

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση

- Abel B. Andrew, B. S. (2010). *Μακροοικονομική, 2η έκδοση*. Κριτική, Αθήνα.
- Drobny, S. (2014). *Inside the House of Money: Top Hedge Fund Traders of Profiting in the Global Market*. S. Drobny. John Willy & sons, New York.
- Feldstein, M. (1999). *International Capital Flows*. The University of Chicago Press, Chicago.
- Flood Robert P, M. N. (1998, April 27). *Self-fulfilling risk predictions: an application to speculative attacks*. *Journals of international economics*,. IMF Working Paper No. 98/124, Washington, DC.
- Giddy, I. H. (1996). *Παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές*. Παπαζήση, Αθήνα.
- Haggard, S. (2000). *The Political Economy of the Asian Financial Crisis*. Institute for International Economics, Washington, DC.
- Howells Peter, B. K. (2009). *Χρήμα, Πίστη, Τράπεζες*. Κριτική, Αθήνα.
- Kaminsky L. Graciela, M. C. (1999, June). *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems*. *The American Economic Review*, vol.89 σσ. 473-500.
- Krugman Paul, O. M. (2015). *Διεθνής Οικονομική, 4η έκδοση*. Κριτική, Αθήνα.
- Mallaby, S. (2011). *More money than god*. Bloomsbury Publishing PLC, USA.
- Mankiw N. Gregory, B. M. (2013). *Μακροοικονομική και το χρηματοπιστωτικό σύστημα*. Gutenberg, Αθήνα.
- Χουφσμιντ, Γ. (2006). *Πολιτική οικονομία των χρηματιστηριακών αγορών και εναλλακτικές στρατηγικές*. Καστανιώτη, Αθήνα

Ferraro Domenico, R. K. (2015, March 17). *Can oil prices forecast exchange rates? An empirical analysis of the relationship between commodity prices and exchange rates.* Journal of International Money and Finance, 54, 116-141.

Burnside Craig, E. M. (2001, May). *On the fiscal implications of twin crises.* The National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8277.

Ελληνική

Βαρουφάκης, Γ. (2011). *Κρίσης Λεξιλόγιο*, Ποταμός, Αθήνα.

Γκαργκάνας Χ. Νικόλαος. (2008). *Προκλήσεις για τη νομισματική πολιτική σε έναν αλληλεξαρτούμενο κόσμο*, Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος.

Θαλασσινός Ι. Ελευθέριος, Δ. Β. (1998). *Διεθνή Οικονομικά*, Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.

Κότιος Άγγελος, Π. Γ. (2012). *Διεθνείς Οικονομικές κρίσεις*, Rosili, Αθήνα .

Διαδίκτυο

Beattie, A. (2017, May 12). *"How did George Soros break the Bank of England?" Investopedia.com.* Retrieved from: <http://www.investopedia.com/ask/answers/08/george-soros-bank-of-england.asp>, (Πρόσβαση 5 Ιουλίου 2017)

Harriet, A. (2016, Ιουνίου 25). *"George Soros, the billionaire who 'broke' the Bank of England, wins big from Brexit"* www.independent.co.uk. Retrieved from <http://www.independent.co.uk/news/uk/home-news/brexit-latest-george-soros-wins-big-prediction-black-friday-a7102481.html>, (Πρόσβαση 9 Ιουλίου 2017)

Kuepper, J. (2017, Αύγουστος 28). *"Black Wednesday: George Soros' Bet Against Britain"* *The Balance*. Retrieved from Thebalance.com: <https://www.thebalance.com/black-wednesday-george-soros-bet-against-britain-1978944>, (Πρόσβαση 5 Σεπτεμβρη 2017)

Leftly, M. (2012, September 15). *"The six men behind Black Wednesday"* [independent.co.uk](http://www.independent.co.uk). Retrieved from <http://www.independent.co.uk/news/uk/home-news/the-six-men-behind-black-wednesday-8142455.html>, (Πρόσβαση 12 Ιουλίου 2017)

Litterick, D. (2002, September 13). *"Billionaire who broke the Bank of England"* *The telegraph*. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/2773265/Billionaire-who-broke-the-Bank-of-England.html>, (Πρόσβαση 10 Ιουλίου 2017)

Tempest, M. (2005, February 9) “*Treasury papers reveal cost of Black Wednesday*” *theguardian.com*. Retrieved from Treasury papers reveal cost of Black Wednesday: <https://www.theguardian.com/politics/2005/feb/09/freedomofinformation.uk1>,
(Πρόσβαση 12 Ιουλίου 2017)

Vaslin, J. M. (2012, Σεπτέμβρη 22). «1992: ΟΤΑΝ Ο ΣΟΡΟΣ ΣΤΡΑΓΓΑΛΙΣΕ ΤΗ ΣΤΕΡΑΙΝΑ» <http://www.tanea.gr>, <http://www.lemonde.fr/>. Ανάκτηση από <http://www.tanea.gr/news/economy/article/4754005/?iid=2>,
(Πρόσβαση 29 Μαΐου 2017)

Dhar, R. (2016, June 17). The Trade of the Century: When George Soros Broke the British Pound. (Πρόσβαση 12 Ιουλίου 2017)