



EΙΣΑΓΩΓΗ: Η απότομη απελευθέρωση και η ραγδαία ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών των αναπτυσσόμενων χωρών αφ' ενός και οι συνακόλουθες μαζικές μετακινήσεις κεφαλαίων που επενδύονται σε κινητές αξίες διαφορετικών χωρών αφ' ετέρου, έχουν αποτελέσει τα προεξέχοντα χαρακτηριστικά της διαδικασίας χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, την οποία πολλές χώρες ανά την υφήλιο έχουν δρομολογήσει, άλλοτε εύκολα άλλοτε με κοινωνικές δυσκολίες, από τις αρχές της δεκαετίας του '80 ως σήμερα. Τα δύο φαινόμενα είναι αλληλένδετα καθώς το τελευταίο είναι το αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης των εξωτερικών συναλλαγών, ενώ το πρώτο συνδέεται τόσο με την εσωτερική όσο και με την εξωτερική δυναμική χρηματοοικονομικής απελευθέ-

ΟΙ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

λαιαγορών τους κατά τις δεκαετίες του '80 και του '90. Την περίοδο 1983-98, η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισογμένων εταιρειών στις 38 αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές που συμπεριλαμβάνονται στην τακτική λίστα του Economist αυξήθηκε από σχεδόν εκατό δισεκατομμύρια σε σχεδόν τέσσερα τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ. Αρκετές αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές παρουσίασαν την περίοδο αυτή αύξηση της συνολικής χρηματιστηριακής τους αξίας κατά είκοσι φορές, επιτυγχάνοντας μεγέθη αγοράς αντίστοιχα προς το μέσο όρο μιας μεσαίας Ευρωπαϊκής αγοράς.

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΜΕΤΑΚΙΝΗΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

ρωσίς τους. Η παρούσα ούντομη ανάλυση συγκεντρώνει την προσοχή της στα δύο αυτά βασικά στοιχεία του προγράμματος χρηματοοικονομικής ανασυγκρότησης που έχει δρομολογηθεί στις χώρες αυτές με σκοπό να προβεί σε μια εκτίμηση της πιθανής επίδρασής τους στους βασικούς στόχους μακροοικονομικής πολιτικής των αναπτυσσόμενων χωρών, δηλαδί την ταχεία εκβιομηχάνιση και τη μακροπρόθεσμη βιώσιμη αύξηση της απασχόλησης. Η κατάλληλη ερμηνεία των φαινομένων αυτών θα συμβάλει και στην κατανόηση των εξελίξεων στη χώρα μας.

O₁ αναπτυσσόμενες χώρες χαρακτηρίζονται από μια ιστορικά ανεπανάληπτη ανάπτυξη των κεφα-

Δρ Χαρίλαος Μερτζανί

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
Διεύθυνση Μελετών, Παρακολούθησης
της Κεφαλαιαγοράς και Διεθνών Σχέσεων

Η ταχύπτα μεγέθυνση των αναπτυσσόμενων κεφαλαιαγορών αναδεικνύεται από το γεγονός ότι η συνολική χρηματιστηριακή αξία, ως ποσοστό επί του ΑΕΠ, των εισογμένων επιχειρήσεων στις ΗΠΑ χρειάστηκε ογδόντα πέντε χρόνια (1810-1895) για να αυξηθεί από 7% σε 71%. Αντιθέτως, όπως δείχνει ο Πίνακας 1, η χρηματιστηριακή αξία των εισογμένων επιχειρήσε-

Οι εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές των λιγότερο ανεπιγμένων χωρών τα τελευταία χρόνια που οφείλουν την ορμή τους στην εφαρμογή εκτεταμένων πολιτικών απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων απαιτούν την αλλαγή του προβληματισμού πέρα του διλήμματος μεταξύ της παραδοσιακής υποστήριξης του κρατικού παρεμβατισμού και της παντοδυναμίας και αιοδοτικότητας της ελεύθερης αγοράς. Αντιθέτως, θα πρέπει να δώσουν έμφαση στην πεζή πραγματικότητα των εκτεταμένων και αρνητικών επιπτώσεων από την απότομη απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στις χώρες αυτές χωρίς την κατάλληλη εποπτεία και οργάνωση. Το κύριο πρόβλημα συνίσταται στη σωστή και κατάλληλη επιλογή στρατηγικών κινήσεων και συγκεκριμένων πολιτικών που θα ενισχύουν, μέσω της συνετής χρήσης της κεφαλαιαγοράς, την απασχόληση και την οικονομική δικαιοσύνη.

ων στην Ταϊβάν αυξήθηκε από 16,8% σε 124,4% σε μόνο δέκα χρόνια, 1981-91. Ομοίως, μεταξύ 1985 και 1995, το ποσοστό αυτό στην Χιλή αυξήθηκε από 12,6% σε 153%, ενώ στη Νότια Κορέα αυξήθηκε από 7,9% σε 65,1% και στην Ταϊλάνδη από 5,0% σε 85,4%. Στην

Ελλάδα αυξήθηκε από 2,3% το 1985 σε 64,3% το 1998.

Από το τέλος της δεκαετίας του '80 και κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 υπήρξε μια έξαρση των μετακινήσεων ιδιωτικών κεφαλαίων από τις ανεπιγμένες προς τις αναπτυσσόμενες χώρες. Η έξαρση

Πίνακας 1
Η Χρηματιστριακή Αξία (% ΑΕΠ) στις Αναπτυσσόμενες Χώρες, 1985-98*

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ΑΡΓΕΝΤΙΝΗ	3,1	2,0	1,8	2,4	6,1	3,1	9,8	8,2	17,2	13,2	13,5	15,0	19,6	14,0
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	19,2	15,7	5,7	9,7	9,8	3,3	10,5	11,7	23,7	43,5	0,0	0,0	0,0	22,4
ΕΛΛΑΣ	2,3	2,9	15,4	8,3	11,8	14,5	18,7	12,2	16,9	19,8	15,0	19,9	31,2	64,3
ΙΝΔΙΑ	6,8	5,9	6,6	8,3	10,0	12,7	17,7	21,0	37,4	46,6	40,0	34,4	38,4	42,0
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	0,1	0,1	0,1	0,3	2,4	7,6	6,0	9,4	22,7	30,7	33,5	40,4	25,6	28,1
ΚΟΛΟΜΒΙΑ	1,2	2,4	3,5	2,9	2,9	3,4	9,6	13,0	17,9	34,7	0,0	0,0	0,0	0,0
ΚΟΡΕΑ	7,9	13,1	25,0	54,0	66,0	45,1	32,7	34,9	42,1	55,5	60,1	65,1	56,9	32,7
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	52,0	54,3	58,6	67,1	106,3	113,7	124,4	162,0	242,0	283,7	0,0	0,0	0,0	131,9
ΜΕΞΙΚΟ	2,1	4,6	6,0	7,9	11,3	13,5	34,2	41,6	55,7	34,7	30,8	32,2	11,8	24,2
Ν. ΑΦΡΙΚΗ	73,2	130,5	159,1	144,7	147,3	134,8	156,2	90,2	145,6	187,6	195,1	190,0	170,1	134,5
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	4,6	5,5	6,0	6,5	6,5	7,1	17,6	16,5	23,9	24,7	37,2	38,6	50,4	55,4
ΠΕΡΟΥ	4,5	8,9	1,9	2,3	2,3	2,2	2,7	6,3	12,5	19,8	23,9	25,3	31,3	24,1
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	0,9	5,2	24,1	17,2	23,3	15,4	13,5	11,0	16,0	20,4	9,9	12,8	37,4	60,0
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	37,3	53,8	54,5	63,9	94,6	85,6	114,5	100,5	273,2	271,0	206,9	211,6	245,7	111,3
ΤΑΪΒΑΝ	16,8	19,2	47,9	98,0	160,5	63,2	70,2	48,4	89,2	110,6	124,4	142,0	123,5	98,5
ΤΑΪΛΑΝΔΗ	5,0	6,9	11,3	14,8	37,0	29,7	39,0	53,4	55,8	71,9	85,4	102,0	113,0	105,7
ΤΟΥΡΚΙΑ	1,7	1,6	4,8	1,6	8,5	17,3	15,0	9,1	29,7	16,6	21,8	31,1	26,3	36,9
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	2,2	6,7	8,8	11,1	27,3	13,0	21,9	42,5	72,8	96,2	142,3	163,9	194,3	180,6
ΧΙΛΗ	12,6	24,2	28,2	31,1	36,7	44,3	82,3	72,0	102,2	150,5	153,3	160,2	156,2	145,9

Πηγές: IFC, Emerging Markets Factbook, 1998, Financial Times, 01.01.99.

OECD, Financial Markets Trends, 1998, IMF, International Financial Statistics, 1999.

* Τα μεγέθη για το 1998 είναι προσωρινά, καθώς βασίζονται σε προσωρινές εκμπίσεις του ΑΕΠ.



Ο ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ

των μετακινήσεων αυτών σε πολλές από τις αναπτυσσόμενες χώρες ήταν μέχρι το 1994 μεγαλύτερη από αυτήν που παρατηρήθηκε κατά τη δεκαετία του '70. Για παράδειγμα, στις χώρες της Λατινικής Αμερικής, οι καθαρές επίσιες εισοροές κεφαλαίων της περιόδου 1977-81 ανήλθαν στο 4,5% του ΑΕΠ, ποσοστό το οποίο ήταν ιστορικά το υψηλότερο. Το ανάλογο ποσοστό της περιόδου 1992-94 ήταν περίπου 5% του ΑΕΠ. Το 1998 οι καθαρές επίσιες εισοροές κεφαλαίων ξεπέρασαν κάθε πρόβλεψη, προσεγγίζοντας το 7,5% του ΑΕΠ (IMF, 1999).

Οστόσο, σε σχέση με τη δεκαετία του '70, υπήρξε σημαντική αλλαγή στη σύνθεση των ροών αυτών. Αντί για τραπεζικά δάνεια τα οποία κυριαρχούσαν στις μετακινήσεις κεφαλαίων της προηγούμενης περιόδου, η παρούσα έξαρση χαρακτηρίστηκε από συγκριτικά πολύ μεγαλύτερες ξένες άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις σε κινητές αξίες. Σύμφωνα με την τακτική κατάταξη των αναπτυσσόμενων κεφαλαιαγορών από τον Economist, οι επενδύσεις σε κινητές αξίες αυξήθηκαν από ασήμαντα επίπεδα τη δεκαετία του '70 και σχετικά μικρά επίπεδα τη δεκαετία του '80 (3,3 δισ. δολάρια ΗΠΑ το 1986) σε 61,2 δισ. δολάρια το 1993 και 165 δισ. δολάρια το 1998. Οπως αναφέρουν οι οικονομολόγοι του Διεθνούς Νομιματικού Ταμείου (ΔΝΤ) El-Erian και Kumar (1995), συγκρινόμενη με τις μαζικές μετακινήσεις κεφαλαίων τα τελευταία 20 χρόνια, η παρούσα κατάσταση διαφέρει ως προς τον κυρίαρχο ρόλο των εισορών κεφαλαίου που επενδύθηκαν σε κινητές αξίες σε σχέση με την παραδοσιακή τραπεζική χρηματοδότηση.

Οι εισοροές αυτές στις αναπτυσσόμενες χώρες έχουν πραγματοποιηθεί μέσω διαφορετικών καναλιών και μπχανιομάν, όπως η άμεση εξαγορά μετοχών από

ιδιώτες και ξένους θεσμικούς επενδυτές καθώς και νέες εκδόσεις τίτλων απευθείας στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές από εταιρείες των αναπτυσσόμενων κεφαλαιαγορών. Αυτά τα διαφορετικά κανάλια άντλησαν κεφαλαίων διευκολύνθηκαν, αν δεν δημιουργήθηκαν αποκλειστικά, από τα μέτρα ευρείας και απότομης εξωτερικής απελευθέρωσης κεφαλαίων στις αναπτυσσόμενες χώρες στο πλαίσιο των υιοθετούμενων πολιτικών χρηματοοικονομικής ανασυγκρότησης σε παγκόσμια κλίμακα.

Παράγοντες που οχτίζονται τόσο με τη μείωση του κόστους όσο και με την αύξηση της συνολικής ζήτησης κινητών αξιών στις αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές συνέβαλαν στην προσέλκυση μεγάλων εισοροών κεφαλαίου. Η πλειοψηφία των απόψεων φαίνεται πως συγκλίνει στην κυρίαρχη σημασία του πρώτου παράγοντα, δηλαδή στη μείωση των επιτοκίων στις ΗΠΑ και τις ανάγκες αναδιάρθρωσης χαρτοφυλακίων από τους επενδυτές των ανεπτυγμένων χωρών.

Η πρόσφατη διερεύνηση των συνθηκών που καθορίζουν την επίδραση της ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών στη μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη της χώρας εκτιμάται κυρίως με βάση τα νεοκλασικά υποδείγματα ενδογενούς ανάπτυξης των King and Levine (1993), Levine and Zervos (1995) και Atje and

ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Jovanovic (1993). Τα υποδείγματα αυτά υποστηρίζουν ότι η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών έχει συμβάλει οιμαντικά στην αύξηση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης, μέσω της τόνωσης του ρυθμού επενδύσεων, της παραγωγικότητας των επενδύσεων και του ρυθμού τεχνολογικών καινοτομιών. Η εμπειρική έρευνα των Atje and Jovanovic (οπ. παρ.) καταλήγει στη διαπίστωση ότι η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών από μόνη της μπορεί να αυξήσει το ρυθμό οικονομι-

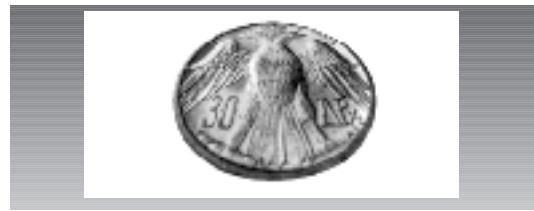
κίς μεγέθυνσης μιας τυπικής αναπτυσσόμενης χώρας μέχρι και 2,5% ετησίως. Η διαπίστωση αυτή τους οδηγεί ν' αναφωτηθούν οχετικά με τους λόγους που αποτρέπουν πολλές αναπτυσσόμενες χώρες από την υιοθέτηση πολιτικών ταχείας ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών τους, έτσι ώστε να επιτύχουν την επιθυμητή επιτάχυνση των ρυθμών οικονομικής τους μεγέθυνσης.

Ωστόσο, τα συμπεράσματα από τα παραπάνω υποδείγματα χρηματοδότησης και οικονομικής μεγέθυνσης υπόκεινται σε κριτική, τόσο θεωρητική όσο και εμπειρική. Πρώτον, ο μεγαλύτερος όγκος εμπειρικής έρευνας των υποδειγμάτων αυτών εστιάζεται σε διεθνείς διακλαδικές αναλύσεις τύπου Barro and Sala-i-Martin. Οπως παραπούν οι Quah (1993), Lee, Pesaran and Smith (1996) και Arestis and Demetriades (1997), είναι δύσκολο να εξάγει κανείς συμπεράσματα από τις διακλαδικές οικονομετρικές μεθόδους που χρησιμοποιούνται στις αναλύσεις αυτές.

Δεύτερον, τα "νέα" νεοκλασικά υποδειγματα ενδογενούς μεγέθυνσης ουσιαστικά αποτελούν προσπάθειες λειτουργικής ενοωμάτωσης των οικονομιών κλίμακας στο βασικό υπόδειγμα. Συνεπώς, η "νέα" θεωρία μεγέθυνσης είναι βασισμένη, πρώτον, στην "παλαιά" θεωρία των Solow (1956) και Swan (1965), στην οποία έχουν προστεθεί μεταβλητές που αναπαριστούν τις επενδύσεις στην εκπαίδευση, στην έρευνα και τεχνολογική ανάπτυξη, και, δεύτερον, στην παραδοχή ότι οι αυξανόμενες αποδόσεις κλίμακας δεν οφείλονται στην άνοδο της ουνολικής ενεργούς ζήτησης και των ενδογενώς παραγόμενων οωρευτικών επιδράσεων της στην περαιτέρω αύξηση της παραγωγής a la Keynes (1936) και Kaldor (1966), αλλά στην εκμετάλλευση της επένδυσης αυτής καθεαυτής, λόγω μείωσης του λεγόμενου "unit sunk cost". Ετοι, ούτι φωνα με τη "νέα" θεωρία μεγέθυνσης, οι διακλαδικές μελέτες δείχνουν ότι υψηλότερα ποσοστά αποταμίευσης συνοδεύονται όχι μόνο από υψηλότερους λόγους κεφαλαίου προς εργασία (όπως προέβλεπε η "παλαιά" θεωρία), αλλά επίσης και από υψηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης (όπως δεν προέβλεπε η "παλαιά" θεωρία). Επιπλέον, ο χαρακτηρισμός των διεξαγόμενων αποτελεσμάτων

από τη "νέα" θεωρία ενδογενούς μεγέθυνσης ως "εξωτερικές" επιδράσεις παρέχει πράγματι τη δικαιολογία για ενεργό παρέμβαση του κράτους στη βελτίωση της εκπαίδευσης και της βασικής τεχνολογικής έρευνας καθώς και την ενθάρρυνση των επενδύσεων μέσω κατάλληλων κινήτρων, έτσι ώστε να πραγματοποιηθούν οι αυξανόμενες αποδόσεις κλίμακας. Ο συλλογισμός αυτός, ωστόσο, δεν διαφέρει καθόλου από αυτόν της "παλαιάς" θεωρίας που δικαιολογούσε την παρέμβαση του κράτους μόνον όταν παραπρούνται "ατέλειες" στη λειτουργία της αγοράς. Συνεπώς, με όρους μεθοδολογικής προσέγγισης και αναφορικά προς την οικονομική πολιτική, η "νέα" νεοκλασική θεωρία ενδογενούς μεγέθυνσης δεν προσφέρει τίποτε ουσιαστικά καινούργιο σχετικά με τον καθοριστικό ρόλο των θεσμών (εκτός του χαρακτηρισμού τους ως "ατέλειες"), την κατανόηση της φύσης της διαδικασίας ανάπτυξης και την εφαρμογή της κατάλληλης ανάπτυξιας πολιτικής.

Τρίτον, και ίσως σημαντικότερο, η εμπειρική εφαρμογή των νεοκλασικών υποδειγμάτων ενδογενούς μεγέθυνσης γίνεται με βάση την υιοθέτηση ουσιοτημάτων εξισώσεων αφαιρετικού τύπου (reduced-form), τα οποία αποστασιοποιούνται πλήρως από την ανάλυση των ουγκεκριμένων μπχανισμών και καναλιών, μέσω των οποίων η κεφαλαιαγορά επιτυγχάνει τις ευεργετικές επιδράσεις της, δηλαδή την αύξηση του ρυθμού και της παραγωγικότητας των επενδύσεων. Τα κανάλια αυτά είναι η τιμολογιακή πολιτική και ο μπχανισμός ουγχωνεύσεων και εξαγορών στην κεφαλαιαγορά. Είναι γενικώς αποδεκτό, ακόμη και στις ανεπυγμένες χώρες, ότι ενώ οι χρηματιστηριακές αξίες των εισογμένων στα χρηματιστήρια εταιρειών εκφράζουν αποτελεσματικά όλες τις υπάρχουσες πληροφορίες (με την έννοια που εισήγαγε ο Tobin), δεν οπιμάνει ότι επίσης ανταποκρίνονται με ουσιοτηματικότητα στις εξελίξεις των θεμελιώδων μεγεθών των εταιρειών αυτών. Υπάρχουν αρκετές θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες που αποδεικνύουν ότι οι τιμές των μετοχών, ιδιαίτερα στις πλήρως ανεπυγμένες κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ και της Ευρώπης τείνουν για μεγάλα χρονικά διαστήματα να απο-



κλίνουν σημαντικά από τα επίπεδα που θα δικαιολογούνταν με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη των υποκείμενων εταιρειών. Με ανάλογη λογική, ο μηχανισμός συγχωνεύσεων και εξαγορών στην κεφαλαιαγορά, σε αντίθεση προς τη νεοκλασική ερμηνεία και την κοινή αντίληψη, δεν επιφέρει αυτόματα, μέσω της ευεργετικής επίδρασης του ανταγωνισμού, την επιβράβευση των αποδοτικών μονάδων και την τιμωρία των αναποτελεσματικών. Ενας μεγάλος όγκος εμπειρικών μελετών στις ΗΠΑ και την Ευρώπη έχει καταδείξει ότι οι επιλογές εταιρειών προς συγχώνευσην και εξαγορά δεν γίνονται μόνο με βάση τα επίπεδα κερδοφορίας και την οικονομική ευρωστία των προς συγχώνευσην επιχειρήσεων, αλλά επίσης (αν όχι κυρίως) με βάση το μεγεθός τους. Ετοι, μια μεγάλη μη κερδοφόρα επιχείρηση (και οι managers σε αυτήν) έχει μεγαλύτερα περιθώρια επιβίωσης από ότι μια μικρή κερδοφόρα επιχείρηση. Επιπλέον, η πρώτη μπορεί να καταστεί ακόμη περισσότερο άτρωτη από τις διαδικασίες συγχωνεύσεων βασιζόμενη στην περαιτέρω μεγέθυνσή της μέσω της απόκτησης μικρών κερδοφόρων επιχειρήσεων, δηλαδή μέσω της εκμετάλλευσης των πλεονεκτημάτων του ίδιου του μηχανισμού συγχωνεύσεων και εξαγορών⁽¹⁾.

Επιπλέον, με δεδομένη την ανωμαλία που χαρακτηρίζει τους μηχανισμούς καθορισμού των χρηματιστηριακών τιμών και επιχειρηματικών συγχωνεύσεων και εξαγορών, η κριτική σχολή οκέψης, της οποίας οι πρώτες ιδέες θα πρέπει να αναζητηθούν στον Keynes (1936), προτείνει ότι η Αγγλοσαξονική μορφή χρηματοδότησης των επενδύσεων μέσω της προσφυγής στις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές ενέχει λόγω της φύσης την κίνδυνο βραχυπρόθεσμης κερδοσκοπίας. Εάν η μακροπρόθεσμη βιομηχανική ανάπτυξη θεωρηθεί ως ο βασικός επιθυμητός στόχος μιας οικονομίας, η ανάλυση της εμπειρίας δείχνει ότι η υιοθέτηση Αγγλοσαξονικού τύπου επιχειρηματικής χρηματοδότησης και ανάπτυξης βρίσκεται σε συγκριτικά μειονεκτική θέση σε σχέση με χώρες όπως η Γερμανία και η Ιαπωνία, όπου οι κεφαλαιαγορές δεν απέκτησαν ιστορικά μεγάλη σημασία για τη βιομηχανική ανάπτυξη. Οι τελευταίες δύο χώρες είχαν παραδο-

σιακά αναπτύξει ένα σύστημα επιχειρηματικής χρηματοδότησης βασισμένο στην ευρεία παροχή τραπεζικών κεφαλαίων με άμεση εποπτική παρουσία, όπως προέκυπτε από τη συμμετοχή τραπεζικών ή κυβερνητικών στελεχών στα διοικητικά συμβούλια των επιχειρήσεων. Το σχήμα αυτό επέτρεψε στις επιχειρήσεις, τουλάχιστον για τη μεταπολεμική περίοδο, να υιοθετούν μακροπρόθεσμες στρατηγικές ανάπτυξης και να υλοποιούν επενδυτικά σχέδια μακροπρόθεσμου ορίζοντα (προώθηση ουγγρονων εκπαίδευτικών διαδικασιών, ενδυνάμωση του ανθρώπινου κεφαλαίου με βάση τις ανάγκες της επιχείρησης, επιδίωξη αυξημένου μεριδίου της αγοράς αντί βραχυπρόθεσμων κερδών). Βεβαίως, η παγκοσμιοπόντηση των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων ανατρέπει το οκνητικό αυτό. Η μελέτη των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης δείχνει πλέον ότι τα συστήματα διακυβέρνησης των Αγγλοσαξονικών χωρών, της Γερμανίας και της Ιαπωνίας διαφέρουν όχι τόσο στο ρόλο του τραπεζικού συστήματος αλλά κυρίως στη δομή της ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων (Franks and Mayer, 1997).

Η προηγούμενη ανάλυση της σχέσης μεταξύ των κεφαλαιαγορών και της μακροπρόθεσμης βιομηχανικής ανάπτυξης στις ανεπτυγμένες χώρες έχει σημαντικές συνέπειες για τις αναπτυσσόμενες χώρες και κεφαλαιαγορές. Το πρώτο συμπέρασμα για τις κεφαλαιαγορές των αναπτυσσόμενων αγορών είναι ότι λόγω των ελλείψεων στη διάχυση πληροφοριών και στην αποτελεσματική εποπτεία καθώς και του γεγονότος ότι οι περιοστερες επιχειρήσεις στις αγορές αυτές δεν έχουν ακόμη θεμελιώσει υψηλά επίπεδα καλής φήμης, οργάνωσης και αξιοποίησης, η διαδικασία καθορισμού τιμών είναι αρκετά αυθαίρετη και κερδοσκοπική (Tirole, 1991). Κατά συνέπεια θα πρέπει να αναμένεται ότι οι τιμές των μετοχών στις αγορές αυτές θα παρουσιάζουν υψηλές διακυμάνσεις. Το δεύτερο συμπέρασμα είναι ότι η μεγάλη αύξηση της διακύμανσης

⁽¹⁾ Οι διαπιστώσεις αυτές επιβεβαιώνονται σε μεγάλο βαθμό από την ακολουθούμενη πολιτική συγχωνεύσεων και εξαγορών στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο, από το 1997 ως σήμερα.

ΟΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ

των τιμών έχει ως αποτέλεσμα τον περιορισμό της αποτελεοματικότητας των ενδείξεων και της αξιοπιστίας των μηνυμάτων που εκπέμπει ο αγορά. Η ύπαρξη έντονων διακυμάνσεων μπορεί επίσης να αποτρέψει τους επενδυτές χαμπλού κινδύνου από την άντληση κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς και ίσως οδηγήσει σε μείωση του αριθμού των εισογμένων εταιρειών. Στο μακροοικονομικό επίπεδο, οι έντονες διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών μπορούν να προκαλέσουν ακόμη περισσότερη ζημία εάν οδηγήσουν σε αποθάρρυνση των επενδυτικών κινήσεων λόγω αυξημένης αβεβαιότητας.

Η εξέταση της υπάρχουσας εμπειρίας οδηγεί στην πρόβλεψη σημαντικά αυξημένης διακύμανσης τιμών στις αναπτυσσόμενες αγορές σε σχέση με τη διακύμανση που παρατηρείται στις ανεπτυγμένες χώρες. Σε ακραίες περιπτώσεις, όπως αυτές του Μεξικού και της Τουρκίας, οι El Erian and Kumar (1995) αναφέρουν ότι οι διακυμάνσεις τιμών των αγορών αυτών ήταν 10 ως 20 φορές μεγαλύτερες από αυτές της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου.

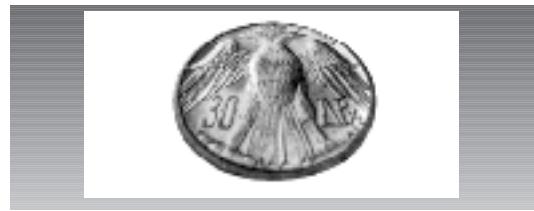
Βεβαίως, σε αντίθεση με τις *a priori* προσδοκίες, ο αριθμός των εταιρειών που είναι εισογμένες στα χρηματιστήρια των χωρών του Τρίτου Κόσμου είναι πολύ μεγάλος. Επιπλέον, όπως δείχνουν ο Singh (1995), κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80, οι επιχειρήσεις των αναπτυσσόμενων χωρών προσέφυγαν στην κεφαλαιαγορά εκτεταμένα για την άντληση επενδυτικών κεφαλαίων. Μια εξήγηση του φαινομένου αυτού παρουσιάζεται στη σύντομη αυτή μελέτη. Επιπλέον, προτείνεται ότι εάν και οι ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές έχουν διευκολύνει τις μεγάλες επιχειρήσεις των ανεπτυγμένων χωρών να αντλήσουν σημαντικά κεφάλαια με σχετικά μικρό κόστος, αυτό δεν έχει οδηγήσει

σε ανάλογη αύξηση των συνολικών επενδύσεων και αποταμιεύσεων στις χώρες αυτές, αλλά αντιθέτως οδήγησαν σε μείωσή τους ως ποσοστό επί του ΑΕΠ, στην εν λόγω περίοδο (Singh, 1995). Για την πληρέστερη κατανόηση του φαινομένου θα πρέπει να περιμένουμε τα αποτελέσματα από την εκτενή διερεύνηση της εμπειρίας των πρόσφατων χρηματιστηριακών αναταραχών της Νοτιο-ανατολικής Ασίας κατά το 1997 και της Ρωσίας το 1998.

Η ραγδαία άνοδος των μετακινήσεων κεφαλαίων προς τις αναπτυσσόμενες χώρες είναι πλέον σημαντικό γεγονός και λαμβάνει χώρα παράλληλα με την υιοθέτηση εξωτερικών μέτρων χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης των αγορών. Οπως σημειώνει ο Singh (οπ. παρ.), κατά τη διάρκεια της κρίσης το '80, λόγω της αδυναμίας αποπληρωμής των χρεών χωρών του Τρίτου Κόσμου, η ενίσχυση των μέτρων προσέλκυσης εισοροών κεφαλαίων προσανατολισμένων σε χρηματιστηριακές τοποθετίσεις προτάθηκε στις αναπτυσσόμενες χώρες ως μέτρο που χαρακτηρίζεται από διάφορα πλεονεκτήματα, όπως: Πρώτον, η έκδοση μετοχικού κεφαλαίου θεωρήθηκε προτιμότερη από τον τραπεζικό δανεισμό λόγω της προστασίας που παρέχει από μεγάλες και απότομες μεταβολές των ονομαστικών επιτοκίων. Δεύτερον, οι εισορόες κεφαλαίων θεωρήθηκαν ως λιγότερο επιβαρυντικές σε σχέση με την ανάληψη χρεών με δεδομένο ότι, σε αντίθεση προς το

ΟΙ ΑΝΤΙΛΗΨΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ΟΦΕΛΗ ΤΗΣ ΕΙΣΡΟΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

δανεισμό όπου η καταβολή των τοκοχρεολυσίων είναι υποχρεωτική και προκαθορισμένη σε ύψος, η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να διανείμει μερίσματα μόνον όταν επιτυχάνει σημαντικά κέρδος. Οι αλλοδαποί κάτοχοι εγχωρίων κινητών αξιών μοιράζονται έτοι τους κινδύνους της πιθανής αποτυχίας της επιχείρησης.



σης με τους εγχώριους ιδιοκτήτες της. Τρίτον, η προοπτική της κρίσης των χρεών οδήγησε στην αντίληψη ότι οι τράπεζες δεν θα ήταν διατεθειμένες να επαναλάβουν τον εθελοντικό δανεισμό των αναπτυσσόμενων χωρών για μεγάλο χρονικό διάστημα. Αντιθέτως, οι χώρες αυτές μπορούσαν να προσελκύσουν τα τεράστια αποθέματα κεφαλαίου που προσέφεραν οι αλλοδαποί θεομικοί επενδυτές (ασφαλιστικά ταμεία, ενώσεις επενδυτών, κτλ) των αναπτυγμένων χωρών.

Με δεδομένες τις αντιλήψεις αυτές, προτάθηκε – και όχι μόνο από το ΔΝΤ και την Παγκόσμια Τράπεζα – αλλά και από πολλά άλλα ερευνητικά ίδρυματα και κέντρα ανάλυσης διαφορετικών ιδεολογικών αποχρώσεων (πχ το World Institute of Development Research των Ηνωμένων Εθνών), ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες θα έπρεπε να καταργήσουν τους συναλλαγματικούς ελέγχους και να απελευθερώσουν την κίνηση κεφαλαίων με σκοπό την προοέλκυση των διαθέσιμων κεφαλαίων των διεθνών θεσμικών επενδυτών. Θεωρήθηκε επίσης κίνηση αποτελεσματικής πολιτικής ότι μέτρα του είδους αυτού δεν ήταν απλώς χρήσιμα για τις αναπτυσσόμενες χώρες αλλά είχαν επίσης βέλτιστα αποτελέσματα (με την έννοια του Pareto), καθώς οδηγούσαν σε μια περιοσότερο αποτελεσματική ανακατανομή των διεθνών κεφαλαίων σε παγκόσμια κλίμακα.

Προς το τέλος της δεκαετίας του '80, οι αναπτυσσόμενες χώρες είδαν να πραγματοποιούνται μαζικές εισοροές αλλοδαπών κεφαλαίων προσανατολισμένων σε τοποθετίσεις επί κινητών αξιών. Οι εισοροές αυτές είχαν ποικίλα αποτελέσματα. Η περίπτωση του Μεξικού είναι χαρακτηριστική, καθώς η χώρα αυτή αποτέλεσε, κατά την περίοδο αυτή, το μεγαλύτερο αποδέκτη αλλοδαπών κεφαλαίων στη Λατινική Αμερική. Η εισοροί κεφαλαίων συνοδεύθηκε από διάφορες δυοκολίες.

Η πρώτη δυοκολία είχε να κάνει με το γεγονός ότι το Μεξικό δέχθηκε μια μεγάλη ποσότητα αλλοδαπών κεφαλαίων εντελώς ξαφνικά κατά την αρχή της δεκαετίας του '90. Μεταξύ 1992 και 1994, οι ετήσιες εισοροές κεφαλαίων ανέλθαν κατά μέσο όρο σε 8% επί του ΑΕΠ, ποσοστό που είναι σημαντικά αυξημένο σε σχέ-

ση με το 5% επί του ΑΕΠ κατά την περίοδο 1977-81 (η αμέσως προηγούμενη περίοδος μεγάλης εισοροής κεφαλαίων). Το μεγαλύτερο μέρος των εισοροών προσανατολίσθηκε προς την κεφαλαιαγορά του Μεξικού, όπου ο γενικός δείκτης της στο χρηματιστήριο της

*+-

χώρας υψώθηκε από τις 250 μονάδες το 1989 στις 5.300 μονάδες το 1997.

Η δεύτερη δυοκολία σχετίζεται με τη διαπίστωση ότι η ραγδαία εισοροί κεφαλαίων δεν βασίσθηκε στα καλά “θεμελιώδη” μεγέθη των επιχειρήσεων και την ευρωστία της οικονομίας (Krugman, 1995; Rodrik, 1994). Αρχικά, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στο Μεξικό μεταξύ του 1990 και 1994, ουμπεριλαμβανομένων και των θετικών επιδράσεων από τις μαζικές εισοροές κεφαλαίων, ήταν μόνο 2,5%, δηλαδί λίγο μόνο μεγαλύτερος από το ρυθμό αύξησης του πληθυσμού. Το 1988 η χώρα παρουσίαζε ένα μικρό εμπορικό πλεόνασμα. Προς το τέλος του 1993 παρουσίαζε εμπορικό έλλειμμα 20 δισ. δολαρίων ΗΠΑ. Το έλλειμμα του ιοοζυγίου πληρωμών το έτος εκείνο ήταν περίπου 6% του ΑΕΠ, ανεξάρτητα από το γεγονός ότι η οικονομία παρουσίαζε πολύ μικρό ρυθμό ανάπτυξης, δηλαδί περίπου 0,6%. Το έλλειμμα ήταν μεγαλύτερο από αυτό που παρατηρήθηκε το 1991, την παραμονή της διεθνούς κρίσης χρεών. Ωστόσο, σε αυτό το έτος η οικονομία του Μεξικού είχε επεκταθεί κατά 7% ετησίως. Μεταξύ 1990 και 1994 το ποσοστό ιδιωτικής αποταμιεύσεως της οικονομίας του Μεξικού έπεισε από 15% σε 5% επί του ΑΕΠ. Το έλλειμμα του ιοοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε σε 9% επί του ΑΕΠ το 1994, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας του Μεξικού αυξήθηκε σε 3,5% ετησίως. Το ξέσπασμα της κερδοοκοπικής φούσκας το Δεκέμβριο

του 1994 είχε καταστροφικές συνέπειες για την οικονομία του Μεξικού. Είχε επίσης οιμαντική επίδραση στις οικονομίες αρκετών άλλων χωρών, μέσω της πλέον έντονης μεταδοτικής φύσης των χρηματιστηριακών κρίσεων. Πράγματι, το ΔΝΤ θεώρησε το επεισόδιο αυτό ως συστημική κρίση στη διεθνή τάξη των χρηματιστηριακών πραγμάτων. Η έντονη επέμβαση σωτηρίας του ΔΝΤ με τη χρήση ενός πακέτου βιούθειας 50 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ συνοδεύμενο από ένα συνταγολόγιο αυστηρών μέτρων, συνοδεύθηκε από πτώση κατά 7% του επιπέδου του πραγματικού ΑΕΠ το 1995, ενώ η πτώση του ΑΕΠ στην Αργεντινή, τη χώρα που επηρεάσθηκε περισσότερο από την κρίση του Μεξικού, την ίδια περίοδο ήταν 5% περίπου.

Εάν το ζήτημα προσεγγισθεί από τη οκοπιά της αντοχής ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος μιας χώρας στις εξωτερικές επιδράσεις που έχουν την καταβολή τους στη διεθνή μαζική μετακίνηση κεφαλαίων, ανάλογα συμπεράσματα προκύπτουν και από την προσωρινή ανάλυση των αντιδράσεων των χωρών της Νοτιο-Ανατολικής Ασίας, οι οποίες πρόσφατα υπέστησαν τις αρνητικές συνέπειες της διεθνούς χρηματιστηριακής κρίσης. Αν και ακόμη προσωρινή, η ανάλυση της εμπειρίας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι μαζικές κινήσεις κεφαλαίων συνοδεύονται από ποικίλα αποτελέσματα όσον αφορά στην εκτίμηση του “θεμελιώδους κινδύνου” των χωρών αυτών και συνεπώς στην αντοχή του συστήματός τους⁽²⁾. Η αποτίμηση του θεμελιώδους επενδυτικού κινδύνου στις Ασιατικές χώρες (αλλά και στην Ελλάδα) μπορεί να προσεγγισθεί από την εξέλιξη μιας σειράς δεικτών, όπως παρουσιάζονται στον Πίνακα 2. Οι βασικές αρχές αποτίμησης είναι οι εξής:

Χαμπλές ποσότητες συναλλαγματικών διαθεσίμων οι οχέση με την προσφορά χρήματος θα δικαιολογούσαν αυξημένη αδυναμία αποτελεοματικής αντίδρασης του χρηματοπιστωτικού συστήματος των χωρών αυτών σε μία απρόσιμην κερδοσκοπική επίθεση (Calvo, 1995; Sachs et al, 1996; Krugman, 1979). Εάν αυτός ο λόγος είναι μικρός και διαχρονικά τείνει να μικραίνει, η χώρα είναι περισσότερο ευάλωτη και, συνεπώς, ένας

αυτοτροφοδοτούμενος πανικός από τους καταθέτες των εμπορικών τραπεζών λόγω αντιστροφής της ροής κεφαλαίων είναι αυξανόμενα πιθανός.

Παράλληλα, η αντίδραση του τραπεζικού συστήματος στη φιλελευθεροποίηση της οικονομίας των χωρών αυτών και συνεπώς η αντοχή του στις διεθνείς αναταραχές προσεγγίζεται με βάση το λόγο πιστωτικής επέκτασης των εμπορικών τραπεζών προς ιδιώτες, ως ποσοστό επί του ΑΕΠ. Οσο γρηγορότερα επεκτείνεται η τραπεζική δανειοδότηση σε σύντομο χρονικό διάστημα, τόσο δυσκολότερο είναι να ελεγχθούν οι αποδόσεις των επενδύσεων και συνεπώς να καθορισθούν τα επισφαλά δάνεια και έτσι τόσο πιθανότερο είναι, σε συνθήκες ξαφνικής αλλαγής του διεθνούς κλίματος, να καταλήξουν οι τράπεζες με μεγάλα αρνητικά “ανοίγματα” στα χαρτοφυλάκιά τους. Συνεπώς υψηλές τιμές του δείκτη αυτού θα πρέπει να θεωρούνται ως εύλογη ένδειξη για την περιορισμένη ικανότητα του τραπεζικού συστήματος να ανταποκριθεί αποτελεσματικά στην εμφάνιση χρηματιστηριακών αναταραχών (Rojas-Suarez and Weisbrod, 1995; Gavin and Hausmann, 1995).

Τέλος, η επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στην ετοιμότητα μιας χώρας να αντιδρά-

⁽²⁾ Ο “θεμελιώδης κίνδυνος” μιας χώρας αποτελεί τη διεθνή εκτίμηση της χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας της χώρας και αποτιμάται, σε γενικές γραμμές, ως εξής: (α) μια ασυνήθως μεγάλη αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος, σε περιόδους εισροής κεφαλαίων, σε οχέση με την προηγούμενη μέσην αύξησην της ισοτιμίας αυτής, ενισχύεται τον κίνδυνο νομοματικής υποτίμησης. (β) Απότομη αύξηση των δανείων των εμπορικών τραπεζών προς ιδιώτες την περίοδο πριν την πιθανή υποτίμησην αυξάνεται τον κίνδυνο μεταστροφής του θετικού επενδυτικού κλίματος. Ο λόγος είναι ότι οι αυξημένες δανειοδότησης αντικαποτρίζουν μεγάλα παθητικά ανοίγματα στους ιολογισμούς των τραπεζών και συνεπώς υψηλότερη πιθανότητα δυσκολιών και ίως χρεωκοπιών, ιδιαίτερα εάν οι εμπορικές τράπεζες δεν έχουν επιτύχει αυξημένες οικονομίες κλίμακας στα πλαίσια της διεθνούς ανταγωνισμού. (γ) Οταν η εισροή κεφαλαίων αντιστρέφεται, η μαζική εκροή των κεφαλαίων όχι μόνο αποστραγγίζει το απόθεμα των συναλλαγματικών διαθεσίμων αλλά συντείνει και στη μετατροπή των εγχώριων ρευστοποίησηών κεφαλαίων σε συναλλαγματικά και την άμεση φυγάδευση τους. Οι συνέπειες αγγίζουν και τον ίδιον τον κρατικό προϋπολογισμό, ο οποίος ίσως αναγκασθεί, λόγω της αδυναμίας μετακύλισης των βραχυπρόθεσμων χρεών του, να ρευστοποιήσει εκπρόθεσμα μέρος των υποχρεώσεων προς άλλοδα πούς.

οει οε μια συναλλαγματική κρίση μπορεί να εξηγηθεί από τη σχετική υπερτίμηση του εθνικού νομίσματος. Ένας αξιόπιστος δείκτης γι' αυτό είναι ο ρυθμός μεταβολής της πραγματικής συναλλαγματικής ιοστιμίας. Σε γενικές γραμμές, οι θετικές διαφορές στο ρυθμό μεταβολής της ιοστιμίας μπορούν να ειδωθούν ως μια ένδειξη υποτίμησης του νομίσματος σε σχέση με την χρονιά εκκίνησης, ενώ οι αρνητικές διαφορές μπορούν να ειδωθούν ως μια ένδειξη σχετικής υπερτίμησης του. Εποι, θα αναμενόταν ότι οι επιδράσεις του φαινομένου "Tequila" θα ήταν περισσότερο εμφανείς σε εκείνες τις περιπτώσεις που χαρακτηρίζονται από χαμηλές ως αρνητικές τιμές στο ρυθμό αλλαγής της πραγματικής τους συναλλαγματικής ιοστιμίας⁽³⁾.

Η εξήγηση των εξελίξεων της πραγματικής συναλλαγματικής ιοστιμίας ενός νομίσματος είναι ένα εξαιρετικά σύνθετο ζήτημα που απαιτεί μια σε βάθος ανάλυση τόσο των θεωρητικά προσδιοριστικών τους

παραγόντων όσο και της καθοριστικότητας των συγκεκριμένων συνθηκών που περιβάλλουν την εξέλιξη τους. Ουσιαστικό αποτέλεσμα προκύπτει από συνδυασμό αναλύσεων συγκεκριμένων περιπτώσεων και συγκριτικών αναλύσεων σε διαπεριφερειακό επίπεδο.

Συνολικά, το συμπέρασμα είναι ότι, με βάση τις ενδείξεις του ενός ή του άλλου δείκτη, παρατηρείται μια αδιαμφισβίτη αρνητική επίδραση στη συνολική μακροοικονομική συνοχή και απόδοση του χρηματοπιστωτικού συστήματος των χωρών αυτών, που δεν είναι παρά το αποτέλεσμα της απελευθέρωσης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και της μαζικής εισροής (αρχικά) και εκροής (αργότερα) κεφαλαίων που ακολούθησε. Η εμπειρία επιβεβαιώνει τον καθοριστικό ρόλο της διεθνούς κίνησης κεφαλαίων στην αντοχή των χρηματοπιστωτικών συστημάτων.

Tο βασικό ερώτημα προς απάντηση είναι γιατί οι εκ-

Πίνακας 2
Δείκτες Αντοχής των Χρηματοπιστωτικών Συστημάτων

		Δάνεια προς Ιδιώτες (% ΑΕΠ)	Συναλλαγματικά Αποθέματα (% M2)	% αλλαγή Πραγματικής Συναλλαγματικής Ιοστιμίας	Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	Ακαθάριστες Πάγιες Επενδύσεις (% ΑΕΠ)	Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)
ΕΛΛΑΣ	1990	0,184	0,076	0,090	0,0481	0,230	-0,269
	1998	0,262	0,327	0,060	0,0723	0,213	-0,154
ΧΟΝΓΚ-ΚΟΝΓΚ	1990	1,564	0,158	-0,013	0,0194	0,264	0,268
	1998	1,667	0,245	0,576	0,0211	0,309	0,252
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	1990	0,714	0,345	-0,036	0,0000	0,324	-0,008
	1998	1,282	0,290	0,583	0,0001	0,424	-0,036
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	1990	0,506	0,162	-0,043	0,0423	0,361	-0,015
	1998	0,578	0,154	0,138	0,0605	0,327	-0,014
ΙΑΠΩΝΙΑ	1990	1,219	0,023	-0,059	0,0000	0,317	0,000
	1998	1,151	0,042	-0,302	0,0000	0,296	0,000
ΤΑΪΛΑΝΔΗ	1990	0,643	0,223	-0,047	0,1063	0,403	-3,323
	1998	1,193	0,257	-0,197	0,1594	0,402	-3,556
Ν. ΚΟΡΕΑ	1990	0,559	5,512	-0,036	0,0002	0,371	-0,010
	1998	0,680	4,848	-0,197	0,0011	0,368	-0,025
Πηγές: IMF: International Financial Statistics, 1999, Δικοί μας υπολογισμοί.							

φαλαίων και τις πραγματικές επιπτώσεις τους δεν πραγματοποιήθηκαν; Με την πάροδο του χρόνου, οι οικονομολόγοι έχουν προτείνει αρκετές ερμηνείες και συνταγές. Ιδιαίτερα όσον αφορά την εξήγηση της σχέσης μεταξύ της διεθνούς κίνησης κεφαλαίων και των πρόσφατων χρηματιστηριακών αναταραχών, μερικοί έχουν παρατηρήσει ότι τα αίτια θα πρέπει να αναζητηθούν στην αποτυχία των συστημάτων έγκαιρης πρόβλεψης τους. Άλλοι πρότειναν την αδυναμία σταθεροποιητικής λειτουργίας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος ως τη βασική γενεσιουργό αιτία των αναταραχών. Κάποιοι άλλοι απέδωσαν τα δεινά στην αδυναμία και την έλλειψη συντονισμού των πλαισίων εποπτικής παρακολούθησης και επαρκούς κανονιστικής ρύθμισης των αγορών. Επίσης, υπάρχουν και μερικοί που υποστηρίζουν ότι οι αναταραχές οφείλονται στις κερδοοκοπικές επιθέσεις επί των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμίαν, οι οποίες υποστηρίζεται ότι αποφασίσθηκαν με βάση δύο παράγοντες: Αφ' ενός, τη θεωρούμενη ασυμβατότητα μεταξύ των αυξανόμενων αναγκών χρηματοδότησης του δημόσιου φορέα και της διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας (επιφέροντας μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων). Αφ' ετέρου, τις συνέπειες των αυτοτροφοδοτούμενων προοδοκιών, που ξεπούν από την αβεβαιότητα της μεταστροφής του κα-

σμικών επενδυτών. Αρκετά χρόνια πριν, οι ίδεες του Keynes παρείχαν τη βάση για μια σειρά από σημαντικές διαπιστώσεις. Ο Keynes ισχυρίσθηκε ότι με δεδομένο ότι οι συνθήκες έντονης αβεβαιότητας οι επενδυτές δεν εμπιστεύονται πλήρως τις ατομικές τους κρίσεις και αντιλίψεις, οι πράξεις τους τείνουν να εγκλωβίζονται και να περιχαρακώνονται από τις απόψεις και αντιλίψεις του υπολοίπου κόσμου, ο οποίος θεωρείται ότι κατέχει μάλλον καλύτερα την αλήθεια. Δηλαδή, οι επενδυτές, στο σύνολό τους, τείνουν να προσαρμόζουν τη συμπεριφορά τους στη μέση επενδυτική συμπεριφορά, με συνέπεια την εμφάνιση μαζικών αντιδράσεων και κινήσεων προς την ίδια κατεύθυνση⁽⁴⁾. Το φαινόμενο αυτό έχει μελετηθεί από οικονομολόγους και κοινωνιολόγους (Di Maggio and Powel, 1983; Banerjee, 1992; Bikhchandani, Heirsleifer and Welch, 1992). Παράλληλα, ο Stiglitz (1994) και ο Diaz Alejandro (1985) αναλύουν εκτενώς τον τρόπο με τον οποίον οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου διαφέρουν από τις αγορές κανονικών αγαθών και τους λόγους που οι πρώτες είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες στις ατέλειες της αγοράς (ασυμμετρίες στην πληροφόρηση, ημιτελή συμβόλαια, ημιτελείς αγορές, κτλ.). Τέλος, ο Akyuz (1993) έχει δείξει πως η εξωτερική απελευθέρωση των χρηματιστηριακών αγορών οδηγεί σε μια σύνδεση μεταξύ δύο εγγενώς ασταθών αγορών, της αγοράς κεφαλαίου και της αγοράς συναλλαγμάτων. Σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται

ΟΙ ΑΤΕΛΕΙΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

θεοτώτος συναλλαγματικών ισοτιμίων. Τέλος, μερικοί διατείνονται ότι η ένταση των αναταραχών αυτών είναι το αποτέλεσμα της δράσης έντονων μεταδοτικών δυνάμεων, στα πλαίσια του διεθνούς καπιταλιστικού συστήματος.

Σε γενικές γραμμές, οι περισσότεροι αναγνωρίζουν τη δυσκολία επαρκούς κατανόησης του φαινομένου, ιδιαίτερα της συμπεριφοράς των διεθνών θε-

⁽³⁾ Εάν η εξέλιξη των θεμελιωδών παραγόντων μιας οικονομίας είναι τέτοια που να επηρεάζει τις προοδοκίες της αγοράς έτοιμης να οδηγήσει στη μετατροπή της πιθανότητας μιας νομιματικής-κερδοοκοπικής κρίσης σε πραγματικότητα, η οποία δημιουργεί γενικευμένο πανικό που επεκτείνεται σε όλο και περισσότερες αγορές, τότε έχουμε το φαινόμενο του "Tequila effect." Η λειτουργία του φαινομένου αυτού συνοπτικά έχει ως εξής: Με δεδομένο ότι οι επενδυτές σε χρεώγραφα προσπαθούν να αποφύγουν βραχυπρόθεομες κεφαλαιακές απώλειες, αποδημούν από τις χώρες στις οποίες αναφένουν ότι σύντομα μια μεγάλη υποτίμωση του εθνικού νομίσματος θα λάβει χώρα. Ο κάθε επενδυτής εκτιμά την πιθανότητα ότι μία χώρα θα προβεί τελικά στην υποτίμωση εάν διαπιστώνει μια αντίστροφη από την επιθυμητή κίνηση κεφαλαίων. Μια ζαφνική μείωση στο ιοζύγιο κεφαλαίων θα αντιμετωπίσει φυσικά με μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Ωστόσο, εάν παραμένει ακόλυπτο το εξωτερικό ιοζύγιο, μια γενναία μείωση στο έλλειμμα του ιοζυγίου τρέχουσών συναλλαγών είναι αναπόφευκτη για να κλείσει το κενό που δημιουργήθηκε.

από συνεχείς εσωτερικές και εξωτερικές οικονομικές παρεμβάσεις στο σύστημα, η οχέση μεταξύ των δύο αυτών ασταθών αγορών οδηγεί σε μια διαδικασία επαναλαμβανόμενης αρνητικής αλλοιωσιόρασης που οδηγεί οωρευτικά σε ακόμη μεγαλύτερη αστάθεια. Η αστάθεια αυτή επιδρά πάνω σε άλλες σημαντικές οικονομικές μεταβλητές, όπως οι επενδύσεις, οι εξαγωγές και εισαγωγές (μέσω των διακυμάνεων των συναλλαγματικών ισοτιμών) και η κατανάλωση (μέσω των μεταβολών στο επίπεδο του διαθέσιμου πλούτου που οφείλονται στις διακυμάνσεις των αποδόσεων στις κεφαλαιαγορές).

Ως αποτέλεσμα, παρατηρείται σε εμπειρικό επίπεδο μια αδιαφρισθήτη συρρίκνωση της εγχώριας ιδιωτικής αποταμίευσης από τις μαζικές εισοροές αλλοδαπών κεφαλαίων. Ο παράγοντας αυτός αποδείχθηκε ιδιαίτερα σημαντικός στην περίπτωση του Μεξικού αλλά και της ΝΑ Ασίας. Εποι, αντί για προβλέψιμη και ελεγχόμενη προσφορά διαθέσιμων αλλοδαπών κεφαλαίων με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, παρατηρείται μια βραχυχρόνια εισροή κερδοοκοπικών κεφαλαίων, η οποία δεν καθορίζεται μόνο από τις βραχυπρόθεσμες επενδυτικές ευκαιρίες στις χώρες προσανατολισμού αλλά επίσης και από τις οικονομικές συνθήκες στις χώρες προέλευσης των κεφαλαίων αυτών (πχ τις μεταβολές των επιτοκίων στις ΗΠΑ).

Tο βασικό συμπέρασμα οικονομικής πολιτικής που μπορεί να διεξαχθεί στο σημείο αυτό είναι ότι μια χώρα μπορεί να μεγιοτοποίησε τις ωφέλειες και να ελαχιστοποίησε τις αρνητικές συνέπειες από τη μαζική εισοροή κεφαλαίων με την υιοθέτηση κατάλληλων και συγχρονισμένων πολιτικών κρατικής παρέμβασης σε διαφορετικούς τομείς. Το κοινωνικό και οικονομικό κόστος της μη παρέμβασης είναι τεράστιο.

Η φύση και το είδος των απαιτούμενων κρατικών παρεμβάσεων μπορούν αρχικά να διερευνηθούν στο πλαίσιο της εμπειρίας της Χιλής (Ffrench-Davis, Agosin and Uthoff, 1994). Μετά την πλήρη αποτυχία της μη παρέμβασης πολιτικής αναφορικά προς τη μαζική εισοροή αλλοδαπών κεφαλαίων την περίοδο 1978-81, η Χιλή άλλαξε την πολιτική της.

Από τα μέσα της δεκαετίας του '80, οι αρχές υιοθέτησαν μια σειρά από ρεαλιστικές πολιτικές επιπρεσμού του όγκου και της ούνθεσης των κεφαλαιακών εισροών, μέσω της ενθάρρυνσης των μακροπρόθεσμων εισροών (όπως οι άμεσες επενδύσεις) και παράλληλης αποθάρρυνσης των βραχυχρόνιων κερδοοκοπικών εισροών. Η κυβέρνηση της Χιλής χρησιμοποίησε τέσσερα βασικά εργαλεία για να εξουδετερώσει τις πιθανές επιδράσεις, οι οποίες, ως αποτέλεσμα της εισροής βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων, θα είχαν δυσμενείς συνέπειες για την εξαγωγική στρατηγική της χώρας. Τα εργαλεία αυτά είναι: (α) η υιοθέτηση απλοποιημένων φορολογικών διατάξεων και η επιβολή ελάχιστων απαιτήσεων κεφαλαιακών διαθεσίμων στις εισροές κεφαλαίων, (β) η υιοθέτηση πολιτικής συναλλαγματικών ισοτιμών βασισμένη στην εφαρμογή περιορισμένης διακύμανσης της ισοτιμίας, το εύρος της οποίας καθορίζεται σε σχέση προς

Ο ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΤΕΛΕΙΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ

ένα κατώτατο επίπεδο το οποίο διαμορφώνεται με βάση τη διακύμανση ενός καλαθιού ισχυρών νομιμάτων, (γ) η υιοθέτηση πολιτικών ανοικτής αγοράς με οκοπό την εξουδετέρωση των νομιματικών επιδράσεων της διαπραγμάτευσης συναλλάγματος και, (δ) η διευρυμένη και προσεκτική εποπτεία των χρηματιστηριακών αγορών.

Κατά τους συγγραφείς αυτούς, οι πολιτικές αυτές έχουν συμβάλει σημαντικά στην επιτυχία που γνώρισε έκτοτε τη οικονομία της Χιλής. Είναι αξιοσημείωτο ότι η χώρα αυτή ήταν η μόνη χώρα της

⁽⁴⁾ Η οξυδέρκεια των παρατηρήσεων και διαποτώσεων του Keynes φαίνεται και από τον ορισμό που έδωσε για τον καλό κερδοοκόπο, δηλαδή αυτόν που μαντεύει οωστά πώς η μέση γνώμη οκεφτεται ότι η μέση γνώμη θα οκεφθεί και δρα ανάλογα.

Λατινικής Αμερικής που έμεινε αλώβητη από τις μεταδοτικές συνέπειες της κρίσης του Μεξικού.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η áκριτη απελευθέρωση των χρηματιστηριακών αγορών και ιδιαίτερα η ανεξέλεγκτη και απότομη ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών συνοδεύμενη από μαζική εισορού κεφαλαίων δεν αποτελούν εγγύηση βοήθειας προς την αναπτυξιακή πορεία των αναπτυσσόμενων οικονομιών, μέσω της ταχύτερης εκβιομηχάνισης και μακροπρόθεσμης οικονομικής σταθερότητας.

Οι υψηλές διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών στις αναπτυσσόμενες χώρες χωρίς ουσιαστική και διευρυμένη εποπτεία οδηγούν τις οικονομίες τους να μοιάζουν περιοσότερο με κερδοσκοπικά καζίνο αντί για πλήρως ανεπιγράμμενες αγορές. Θα είναι πράγματι επικίνδυνο, όπως έγκαιρα μας προειδοποίησε ο Keynes (1936), να επιτραπεί η στήριξη της κεφαλαιακής βάσης μιας χώρας στα πρώτα βήματα της ανάπτυξής τους σε τέτοια καζίνο. Οι έντονες διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών περιορίζουν σημαντικά την αποτελεοματικότητα του μηχανισμού τιμών ως δείκτη της αποδοτικής ανακατανομής των πλουτοπαραγωγών πόρων.

Η λειτουργία των κεφαλαιαγορών ενθαρρύνει λόγω της φύσης της τη βραχυπρόθεσμη κερδοσκοπία από τους διαχειριστές κεφαλαίων αντί για την υιοθέτηση στρατηγικών μακροπρόθεσμους ορίζοντα. Ωστόσο, η υιοθέτηση μακροπρόθεσμων στρατηγικών είναι ιδιαίτερα σημαντική για την επίτευξη σημαντικών και διατηρήσιμων αποδόσεων στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης μιας αναπτυσσόμενης χώρας.

Η υιοθέτηση πολιτικών εσωτερικής και εξωτερικής απελευθέρωσης στις χρηματιστηριακές αγορές συνοδεύεται από την εμφάνιση ασταθών αλληλεπιδράσεων μεταξύ των αγορών συναλλάγματος και κεφαλαίων, οι οποίες μπορεί να αποβούν ιδιαίτερα αποσταθεροποιητικές για την οικονομία συνολικά. Η ραγδαία ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών μπορεί να κλονίσει τη σταθερότητα των αποτελεοματικών χρηματο-

πιστωτικών συστημάτων που βασίζονται στην ευρεία συνεργασία μεταξύ τραπεζικών και επενδυτικών-βιομηχανικών φορέων για την επίτευξη μακροπρόθεσμης οικονομικής ανάπτυξης.

Βεβαίως, αυτό δεν ομαίνει ότι θα πρέπει να αγνοηθούν οι δυσκολίες (χρόνια γραφειοκρατία, μονοπωλιακές καταστάσεις, υψηλό λειτουργικό κόστος, κτλ) που έχουν παρατηρηθεί σε χώρες με τα συστήματα αυτά. Ωστόσο, φαίνεται πώς ακόμη και αυτές οι χώρες θα είχαν καλύτερα αποτελέσματα εάν προχωρούσαν στη βελτίωση των υπαρχόντων συστημάτων τραπεζικής βιομηχανικής συνεργασίας πριν την υιοθέτηση πολιτικών απότομης ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς. Ο λόγος είναι ότι, εάν μια χώρα εμφανίζεται ανίκανη να αναμορφώσει έγκαιρα και κατάλληλα το τραπεζικό της σύστημα και επιτρέπει τα χρηματοπιστωτικά της ιδρύματα να λειτουργούν χωρίς την απαιτούμενη αποδοτικότητα και προσεκτική εποπτεία, θα αποδειχθεί ακόμη περιοσότερο ανίκανη να εγκαθιδρύσει τη λειτουργία κεφαλαιαγοράς με καλές προοπτικές μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας.

Ωστόσο, υιοθετώντας μια ρεαλιστική τοποθέτηση, οι κεφαλαιαγορές έχουν εμφανισθεί για να παραμείνουν, οποιεδήποτε και αν είναι οι επιδράσεις τους στη διαδικασία μακροπρόθεσμης ανάπτυξης. Συνέπειώς, το σημαντικό ζήτημα οικονομικής πολιτικής στις αναπτυσσόμενες χώρες είναι η μεγιστοποίηση των κοινωνικών ωφελειών και η ελαχιστοποίηση των αρνητικών συνεπιών τους. Υπάρχουν δύο τομείς πολιτικής άμεσου προβληματισμού, οι οποίοι απαιτούν την προοχή σε αυτό το πλαίσιο. Ο πρώτος σχετίζεται με τις εισορούς βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Οι αναπτυσσόμενες χώρες χρειάζεται να επιβάλουν συγκεκριμένες ρυθμίσεις, να εξασκούν προσεχτική εποπτεία και να συντονίζουν αποτελεοματικά τις μαζικές μετακινήσεις κεφαλαίων, με τρόπους που προομοιάζουν

την επιτυχημένη πολιτική χωρών όπως αυτή της Χιλής και της Κορέας (τουλάχιστον κατά την περασμένη δεκαετία). Επιπλέον, χρειάζεται η ανάλυψη σημαντικών μέτρων για τον κατάλληλο και ανταγωνιστικό μετασχηματισμό των συστημάτων ιδιοκτοίας και διαχειριστικού ελέγχου των επιχειρήσεων στις χώρες αυτές (Singh, 1995, 1997).

Akyuz, Y. (1993). Financial Liberalization: The key issues, in Y. Akyuz and G. Held (eds) *Finance and the Real Economy*, Santiago de Chile, United Nations University.

Arestis, P. and Demetriades, P. (1997). Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence, *Economic Journal*, May.

Atje, R. and Jovanovic (1993). Stock Markets and Development, *European Economic Review*, 37.

Banerjee, A. V. (1992) A Simple Model of Herd Behavior, *Quarterly Journal of Economics*, 5.

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. and Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashions, Customs, and Cultural Change as Informational Cascades, *Journal of Political Economy*, 100(5).

Calvo, G.A. (1995). Varieties of Capital market Crises, Working Paper, University of Maryland.

Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-buy Financial Repression, Hello Financial Crash, *Journal of Development Economics*, 19(1).

Di Maggio, P.J. and Powel, W.W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields, *American Sociological Review*, 48.

Dornbusch, R. and Werner, A. (1994). Mexico, Stabilization, Reform and No Growth, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 253-97.

El-Erian M.A. and Kumar, M.S. (1995). Emerging Equity Markets in Middle Eastern Countries, Washington, DC: World Bank, February.

Ffrench-Davis, R., Agosin, M and Uthoff, A. (1994). Capital Movements, Export Strategy and Macroeconomic Stability in Chile, in R. Ffrench-Davis and S. Griffith-Jones (eds) *Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin America*, London: Lynne Rienner.

International Monetary Fund (1999) *International Financial Statistics*, Washington, DC: IMF.

Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.

Gavin, M. and Hausmann, R. (1995). *The Roots of Banking*

Crisis: The Macroeconomic Context, Working Paper 123, Inter-American Development Bank.

King, R.G. and Levine, R. (1993). Financial Intermediation and Economic Development, in C. Mayer and X. Vives (eds) *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge: Cambridge University Press.

Krugman, P. (1995) Dutch Tulips and Emerging Markets,

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Foreign Affairs, 74(4)

Krugman, P. (1979) A Model of Balance of Payments Crisis, *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), pp. 311-25.

Lee, K., Pesaran, H. and Smith, R.P. (1996), Growth and Convergence: A Multi-country Empirical Analysis of the Solow Growth Model, Department of Applied Economics Working paper 9531, University of Cambridge.

Levine, R. and Zervos, S. (1995). Policy, Stock Market Development and Economic Growth, World Bank, February.

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.

Quah, D. (1993) Empirical Cross Section Dynamics Growth, *European Economic Review*, 37.

Sachs, J.D., Tornell, A. and Velasco, A. (1996). Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 146-215.

Singh, A. (1995). Corporate Financial Patterns in Industrialized Economies: A Comparative International Study IFC Technical Paper No 1& 2, Washington, DC: World Bank.

Singh, A. (1995). Financial Liberalization, Stock Markets and Economic Development, *Economic Journal*, May.

Stiglitz, J. E. (1994). The Role of the State in Financial Markets, in M. Bruno and B. Pleskovic (eds) *Proceedings from the world bank annual Conference on Development Economics*, Washington, DC: World Bank.

Solomon, Smith & Barney (1998). *Guide to World Equity Markets*, London: Euromoney Editions.

Tirole, J. (1991). Privatization in Eastern Europe: Incentives and the Economics of Transition, in O. Blanchard and S. Fischer (eds) *NBER Macroeconomics Manual 1991*, Cambridge MA: MIT Press.

“Η ΕΛΛΑΔΑ ΣΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ”

Ο τόπος “GREECE ON COURSE TOWARD THE EUROPEAN ECONOMIC AND MONETARY UNION – LESSONS TO BE LEARNED FROM THE GERMAN EXPERIENCE” αποτελεί το τελευταίο έργο του Κολλεγίου της Ευρώπης στο Αμβούργο (Τόμος Νο 24) στα πλαίσια μιας σειράς μελετών αφιερωμένων στην ευρωπαϊκή ενοποίηση. Τη διεύθυνση και επιμέλεια του έργου είχε η κα Μάριν Παπασχοινοπούλου, ειδική επιστάμονας σε θέματα ΟΝΕ στο Ινστιτούτο Ευρωπαϊκών Ερευνών στο Αμβούργο. Το έργο προλογίζει ο πρών Πρόεδρος της Bundesbank, κ. Hans Tietmeyer.

Αντικείμενο του έργου είναι η πορεία της Ελλάδας προς την ΟΝΕ, με βασική παράμετρο τα διδάγματα (θεωρητικά και πρακτικά) που μπορούν να αντληθούν από τη Γερμανική εμπειρία κατά την περίοδο κυριαρχίας του ευρώ. 22 διακεκριμένοι Ελλήνες και Γερμανοί επιστήμονες, πολιτικοί και εκπρόσωποι τραπεζών και



εμπορικών επιχειρήσεων καλύπτουν έξι θεματικούς άξονες. Με αφετηρία την ιδιαίτερη προβληματική συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ, αναλύονται θέματα ονομαστικής, πραγματικής και νομικής σύγκλισης, εξετάζονται οι συνέπειες της νομισματικής ενοποίησης για τις ελληνικές επιχειρήσεις και, τέλος, συζητείται η αποδοχή του ενιαίου νομίσματος από τον πολίτη και καταναλωτή. Πρόκειται για μια ιδιαίτερα επίκαιρη συμβολή του Κολλεγίου της Ευρώπης στο Αμβούργο στον Ελληνογερμανικό διάλογο αναφορικά με την ΟΝΕ, με τόσο διεθνή όσο και διεπιστημονικό προσανατολισμό.

Ο τόπος, με την οικονομική υποστήριξη και της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, κυκλοφόρησε από της εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλας (Αθήνα) και NOMOS Verlagsgesellschaft (Baden-Baden) στα γερμανικά και αγγλικά με περιλήψεις των επιμέρους κεφαλαίων στα ελληνικά.