

Δημήτρης Γιακούλας\* και  
Κώστας Γεμενής\*\*

# Ολοκλήρωση της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και οικονομικές κρίσεις: Η περίπτωση της Νοτιοανατολικής Ασίας

**Περίληψη:** Ο σημαντικότερος ίσως αντίλογος στην ολοκλήρωση της παγκόσμιας αγοράς κεφαλαίου είναι η δημιουργία κρίσεων. Στο παρόν άρθρο αναλύεται το ντόμινο των κρίσεων στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας κατά την περίοδο 1997–1998. Αρχικά εξετάζονται οι παράγοντες που οδήγησαν στο λεγόμενο «ασιατικό θαύμα» και στη συνέχεια δίνεται ένα χρονικό των κρίσεων του 1997–1998. Τα αίτια των κρίσεων, που αναφέρονται στο εγχώριο περιβάλλον, στη διεθνή κεφαλαιαγορά και άλλους παράγοντες παρουσιάζονται σε ξεχωριστή ενότητα. Τέλος, προτείνεται ένα μοντέλο σχετικά με το ρόλο της ολοκλήρωσης της διεθνούς κεφαλαιαγοράς στις οικονομικές κρίσεις.

**Λέξεις Κλειδιά:** διεθνής κεφαλαιαγορά, παγκοσμιοποίηση, οικονομικές κρίσεις, Νοτιοανατολική Ασία.

---

\* Υποψήφιος διδάκτορας, Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών.

\*\* Υποψήφιος διδάκτορας, Keele University.

## Εισαγωγή

Οι αλλαγές στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον στα μέσα της δεκαετίας '80 ήταν τόσο έντονες και ταχείες, ώστε η περίοδος αυτή αναφέρεται ως η δεύτερη περίοδος παγκοσμιοποίησης.<sup>1</sup> Οι εν λόγω αλλαγές είχαν ιδιαίτερη επίδραση στην παγκόσμια αγορά κεφαλαίου και χρήματος. Υποστηρίζεται ότι η ολοκλήρωση των διεθνών κεφαλαιαγορών αυξήθηκε κατά την περίοδο αυτή εξαιτίας του ανοίγματος των οικονομιών στο διεθνές περιβάλλον, την αυξανόμενη τάση μείωσης των ρυθμίσεων στην αγορά, τη βελτίωσης της τεχνολογίας, καθώς και σε μία σειρά άλλων παραγόντων. Σύμφωνα με μία ερμηνεία, η παγκοσμιοποίηση ορίζεται ως η συνένωση των επιμέρους οικονομιών και η δημιουργία μιας παγκόσμιας οικονομίας, μέσω του ελεύθερου εμπορίου, της ελεύθερης μετακίνησης κεφαλαίου και εργατικού δυναμικού. Η έννοια της παγκοσμιοποίησης δεν πρέπει να συγχέεται με τον όρο διεθνοποίηση ο οποίος αναφέρεται στην αυξανόμενη σημασία του διεθνούς εμπορίου και των διεθνών σχέσεων μέσα στο παγκόσμιο σύστημα.<sup>2</sup>

Σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό, μια όψη της παγκοσμιοποίησης είναι η παγκόσμια ολοκλήρωση της αγοράς κεφαλαίου, εκφάνσεις της οποίας είναι η σύγκλιση των αποδόσεων ομοειδών τοποθετήσεων κεφαλαίων, η σταδιακή αποσύνδεση της εγχώριας ιδιωτικής κατανάλωσης και επένδυσης από την εγχώρια αποταμίευση και η αύξηση των επενδυτικών επιλογών. Σε θεωρητικό επίπεδο, τα πλεονεκτήματα αυτής της διαδικασίας περιλαμβάνουν την εξομάλυνση της κατανάλωσης, την οικονομική ανάπτυξη μέσω της εισροής κεφαλαίων, τη μακροοικονομική πειθαρχία που επιβάλλει η διασύνδεση των οικονομιών με το διεθνές περιβάλλον, τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του τραπεζικού συστήματος και τη διάχυση του επενδυτικού κινδύνου.<sup>3</sup>

Κατ' άλλους, τα πλεονεκτήματα αυτά συνοδεύονται από αντίστοιχες αρνητικές επιπτώσεις.<sup>4</sup> Ο σημαντικότερος ίσως αντίλογος στην ολοκλήρωση της παγκόσμιας αγοράς κεφαλαίου είναι η δημιουργία κρίσεων. Οι κρίσεις και η μετάδοσή τους είναι ένα ζήτημα το οποίο εμπλέκει πολλούς τομείς της οικονομικής επιστήμης, από τις διεθνείς νομισματικές σχέσεις και τη θεωρία διεθνούς εμπορίου, μέχρι την οικονομική της ανάπτυξης. Οι περισσότερες θεωρίες αναφέρονται με τον όρο «μόλυνση» σε μία κατάσταση όπου μικρές ανισορροπίες σ' ένα

<sup>1</sup> Το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης παρατηρήθηκε για πρώτη φορά κατά την περίοδο 1870–1914. Αρκετοί μάλιστα αναλυτές τονίζουν πως οι οικονομίες της περιόδου εκείνης ήταν πολύ πιο αλληλεξαρτημένες και λιγότερο αυτόνομες από ό,τι σήμερα: Βλ. P. Hirst – G. Thompson, *Globalization in Question: The International Economy and the Possibilities of Governance*, Cambridge: Polity Press, 1998, p. 49.

<sup>2</sup> H. E. Daly, «Globalization Versus Internationalization – Some Implications», *Ecological Economics*, Vol. 31, No. 1, 1999, p. 31.

<sup>3</sup> P.-R. Agenor, «Benefits and costs of International Financial Integration: Theory and Facts», The World Bank, Policy Research Working Paper, No. 2699, 2001.

<sup>4</sup> O. Jeanne – P.-O. Gourinchas, «The Elusive Gains from International Financial Integration», NBER Research Working Paper, No. 9684, 2003.

*Οι αλλαγές στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον στα μέσα της δεκαετίας '80 ήταν τόσο έντονες και ταχείες, ώστε η περίοδος αυτή αναφέρεται ως η δεύτερη περίοδος παγκοσμιοποίησης.*

τομέα της οικονομίας μπορούν κάτω από τις κατάλληλες συνθήκες να εξαπλωθούν στο σύνολό της. Επίσης, μέσω της ολοκλήρωσης των διεθνών κεφαλαιακών και διεθνών εμπορικών ροών, η κρίση σε μία περιοχική μεταδίδεται με ταχύτατους ρυθμούς στις γειτονικές οικονομίες, εφόσον αυτές διαθέτουν έντονες οικονομικές διασυνδέσεις με την περιοχική.<sup>5</sup>

Έχοντας ως κριτήριο τα αίτια δημιουργίας των κρίσεων, διακρίνονται τρεις γενιές κρίσεων. Οι κρίσεις πρώτης γενιάς είναι αυτές, των οποίων οι αιτίες εντο-

πίζονται στη δημοσιονομική και τη νομισματική πολιτική των χωρών. Τέτοιες κρίσεις προέκυψαν στις χώρες της Λατινικής Αμερικής κατά τις δεκαετίες του 1960 και του 1970. Οι κρίσεις δεύτερης γενιάς είναι αυτές που οφείλονται σε αντικυκλικές πολιτικές σε ανεπτυγμένες οικονομίες. Σ' αυτές ανήκει η κρίση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος στις αρχές της δεκαετίας του '90 καθώς και αυτοεκπληρούμενες κρίσεις που οφείλονται κυρίως σε φημολογία και πανικό που αναπτύσσεται στις τάξεις των επενδυτών χωρίς να υπάρχει στην πραγματικότητα ανισορροπία σε κάποιο τομέα της οικονομίας. Οι κρίσεις τρίτης γενιάς οφείλονται σε ηθικό κίνδυνο, ασύμμετρη πληροφόρηση καθώς και σε εξάρσεις του διεθνούς δανεισμού και τοποθετήσεις «φούσκες». Τέτοιες ήταν οι κρίσεις του Μεξικού το 1994 και η κρίση των χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας το 1997.<sup>6</sup>

Στην παρούσα εργασία εξετάζουμε ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα κρίσεων τρίτης γενιάς, όπως οι διαδοχικές κρίσεις της Νοτιοανατολικής Ασίας που ξεκίνησαν στα μέσα του 1997 και αποτέλεσαν ένα από τα πιο ανησυχητικά γεγονότα της παγκόσμιας οικονομίας της δεκαετίας του '90 θέτοντας σε αμφισβήτηση τις δομές και τη λειτουργία του διεθνούς οικονομικού συστήματος.

## Το ασιατικό οικονομικό «θαύμα»

Οι χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας<sup>7</sup> γνώρισαν από τη δεκαετία του '60 μέχρι και τη δεκαετία του '90 συνεχή ταχεία ανάπτυξη με εντυπωσιακές διαρθρωτικές αλλαγές και σημαντική βελτίωση του επιπέδου διαβίωσης οδηγώντας πολλούς ερευνητές και δημοσιογράφους να μιλήσουν για ένα «ασιατικό θαύμα».<sup>8</sup> Μεταξύ 1965 και 1990, οι οικονομίες της Ιαπωνίας, των τεσσάρων ασιατικών «τί-

<sup>5</sup> A. Franklin – G. Douglas, «Financial Contagion», *Journal of Political Economy*, Vol. 108, No. 1, 2001, pp. 1–33.

<sup>6</sup> G. L. Kaminsky, «Varieties of Currency Crises», NBER Working Paper, No. 10193, 2003.

<sup>7</sup> Ιαπωνία, Κίνα, Νότια Κορέα, Ταϊβάν και χώρες της ASEAN. Η Ένωση Εθνών της Νοτιοανατολικής Ασίας (ASEAN), αποτελείται από τις εξής χώρες: Μπρούναι, Καμπότζη, Ινδονησία, Λάος, Μαλαισία, Μιανμάρ, Φιλιππίνες, Σιγκαπούρη, Ταϊλάνδη και Βιετνάμ.

<sup>8</sup> R. Glick – R. Moreno, «The East Asian Miracle: Growth Because of Government Intervention and Protectionism or in Spite of it?», *Business Economics*, Vol. 32, No. 2, 1997, pp. 681–690.

Πίνακας 1

## Ρυθμοί αύξησης πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕγχΠ σε επιλεγμένες χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας

	1950-73	1973-96
Χονγκ Κονγκ	5,5	5,1
Σιγκαπούρη	4,3	6,1
Ιαπωνία	8	2,5
Ταϊβάν	6,2	6,1
Ν. Κορέα	5,2	6,8
Μαλαισία	2,8	4,0
Ταϊλάνδη	3,2	5,6
Ινδονησία	2,5	3,6
Φιλιππίνες	1,8	0,8

Πηγή: N. Craft, «Implications of financial crisis for East Asian trend growth», *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15, No. 3, 1999, σελ. 112.

γρεων» (Χονγκ Κονγκ, Σιγκαπούρη, Ν. Κορέα και Ταϊβάν) και άλλων τριών αναδυόμενων χωρών (Ινδονησία, Μαλαισία και Ταϊλάνδη) γνώρισαν μεγάλους ρυθμούς μεγέθυνσης (πίνακας 1). Οι οικονομίες αυτές είχαν καθαρά εξαγωγικό εμπορικό προσανατολισμό και κατά την περίοδο 1994–1996 είχαν «ιδιαίτερα χαμηλό πληθωρισμό, δημόσια ελλείμματα καθώς και υψηλές αποταμιεύσεις, επενδύσεις και εισροές κεφαλαίου καθώς και σημαντικά αποθέματα συναλλαγματικών διαθεσίμων».<sup>9</sup>

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες της ανάπτυξης στην περιοχή υπήρξε η σημασία που δίνουν οι χώρες αυτές στην εκπαίδευση. Το εκπαιδευτικό σύστημα των χωρών αυτών ενθαρρύνει τη μάθηση, τις πρακτικές γνώσεις και τον ανταγωνισμό. Έτσι, μέσα σε μερικές δεκαετίες οι χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας εξαφάνισαν σχεδόν τον αναλφαβητισμό και κατάφεραν να αυξήσουν το εργατικό τους δυναμικό, τόσο σε ποσότητα όσο και σε ποιότητα.<sup>10</sup> Στη Σιγκαπούρη για παράδειγμα, το ποσοστό του εργατικού δυναμικού στον πληθυσμό αυξήθηκε από 27 σε 51%.<sup>11</sup>

Ένας δεύτερος παράγοντας υπήρξε το υψηλό ποσοστό της εθνικής αποταμίευσης, όπου μεγάλο μέρος του εθνικού εισοδήματος δεν κατευθυνόταν στην ιδιω-

<sup>9</sup> P. Bustelo, «The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey», Instituto Complutense de Estudios Internacionales Working Paper, No. 10, 1998, p. 3.

<sup>10</sup> P. Kennedy, *Προετοιμασία για τον 21<sup>ο</sup> αιώνα*. Αθήνα: Λιβάνης-Νέα Σύνορα, 1994, σελ. 329–330.

<sup>11</sup> P. Krugman, «The Myth of Asia's Miracle», *Foreign Affairs*, Vol. 73, No. 6, 1994, p. 70.

*Οι κρίσεις και η μετάδοσή τους είναι ένα ζήτημα το οποίο εμπλέκει πολλούς τομείς της οικονομικής επιστήμης, από τις διεθνείς νομισματικές σχέσεις και τη θεωρία διεθνούς εμπορίου, μέχρι την οικονομική της ανάπτυξης.*

τική κατανάλωση αλλά σε επενδύσεις για τη βιομηχανία και το εμπόριο.<sup>12</sup> Για να το πετύχουν αυτό οι κυβερνήσεις έβαλαν περιοριστικούς δασμούς στην εισαγωγή ξένων προϊόντων (ιδιαίτερα στα προϊόντα πολυτελείας) και προώθησαν τις εξαγωγές κρατώντας το εθνικό τους νόμισμα σε χαμηλές (ανταγωνιστικές) τιμές. Στην εποχή της παγκοσμιοποίησης, όταν ο προστατευτισμός δεν ήταν πλέον μια εφικτή στρατηγική, η πολιτική των χωρών αυτών αποδείχθηκε ευέλικτη καθώς κατάφεραν να προσελκύσουν ένα μεγάλο ποσοστό από τις παγκόσμιες άμεσες επενδύσεις.<sup>13</sup>

Τρίτος παράγοντας υπήρξε η σφικτή δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Η καταπάτηση των εργατικών δικαιωμάτων και των δημοκρατικών θεσμών από αυταρχικές κυβερνήσεις και στρατιωτικά καθεστώτα δημιούργησαν ένα ιδιόμορφο πολιτικό πλαίσιο που κατέστησε δυνατή την κράτηση των μισθών σε χαμηλά επίπεδα και τις συνεχείς υποτιμήσεις του νομίσματος.<sup>14</sup>

Αυτοί οι παράγοντες, καθώς και οι υψηλές αποδόσεις που παρουσίαζαν οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου, δημιούργησαν το πρόσφορο έδαφος για την εισροή ξένων κεφαλαίων (διαγράμματα 1 και 2). Την περίοδο 1990–1996, η Ανατολική Ασία κατείχε το 1/5 της παγκόσμιας παραγωγής και τα 2/3 των παγκοσμίων επενδύσεων. Μέχρι τη συγκεκριμένη περίοδο, η Νοτιοανατολική Ασία είχε καταφέρει να διαχειρισθεί τις δυνάμεις της παγκοσμιοποίησης προς όφελός της. Όπως, όμως, παρατήρησαν ορισμένοι αναλυτές, τα οικονομικά αποτελέσματα της μεταπολεμικής περιόδου των χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας δεν ήταν δυνατόν να επαναληφθούν.<sup>15</sup> Το εργατικό δυναμικό δεν μπορούσε να αυξηθεί σ' ακόμη μεγαλύτερα επίπεδα, ενώ το ποσοστό αποταμίευσης ήταν ιδιαίτερα υψηλό (40% στη Σιγκαπούρη) και δεν μπορούσε να γίνει υψηλότερο. Η περαιτέρω ανάπτυξη της περιοχής εξαρτιόταν από την αύξηση της παραγωγικότητας των υπαρχόντων πόρων και όχι από την κινητοποίηση νέων, κάτι πολύ πιο δύσκολο, πράγμα που έφερνε τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας, κατά κάποιο τρόπο, κοντά στις προκλήσεις που αντιμετώπιζαν οι ανεπτυγμένες οικονομίες.<sup>16</sup>

## Το χρονικό της κρίσης

Αν και η κρίση ξεκίνησε με την υποτίμηση του ταϊλανδικού νομίσματος τον

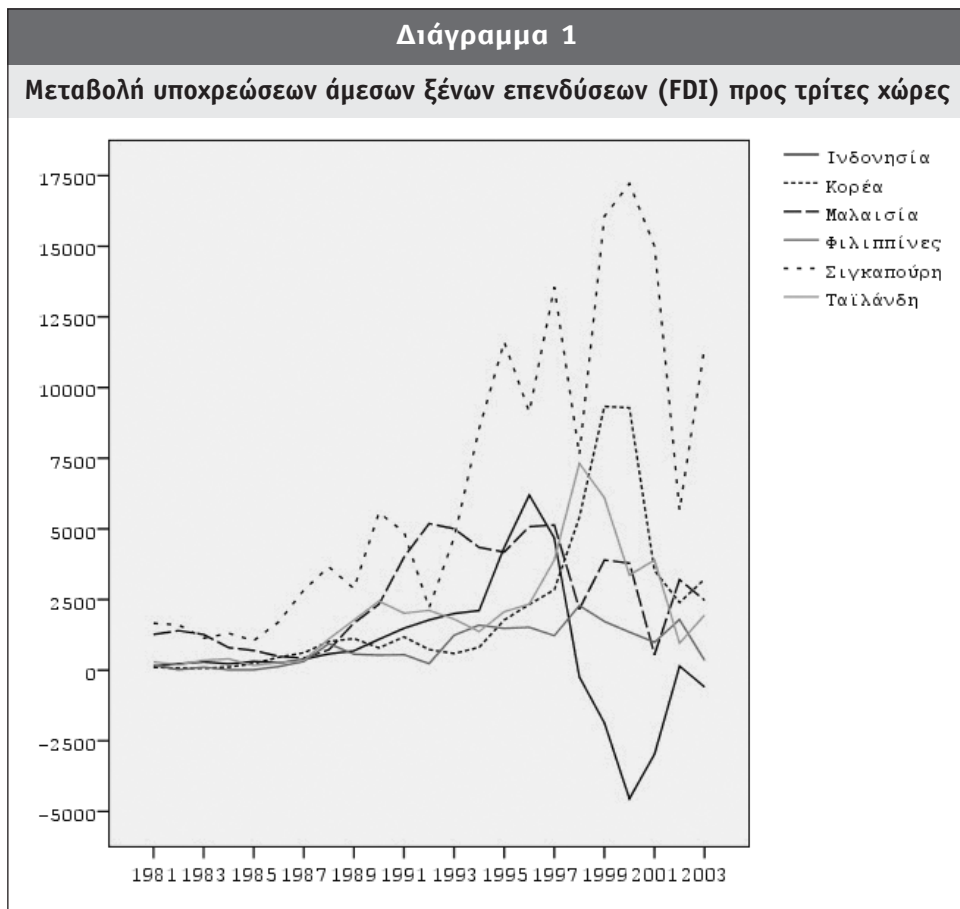
<sup>12</sup> P. Kennedy, *Προετοιμασία για τον 21<sup>ο</sup> αιώνα*, *op.cit.*, σελ. 330.

<sup>13</sup> P. Hirst – G. Thompson, *Globalization in Question: The International Economy and the Possibilities of Governance*, *op.cit.*, pp. 113–115.

<sup>14</sup> P. Kennedy, *Προετοιμασία για τον 21<sup>ο</sup> αιώνα*, *op.cit.*, σελ. 330–331.

<sup>15</sup> P. Krugman, «The Myth of Asia's Miracle», *op.cit.*, p. 71.

<sup>16</sup> P. Hirst – G. Thompson, *Globalization in Question: The International Economy and the Possibilities of Governance*, *op.cit.*, p. 112.



Πηγή: UNCTAD, ίδια επεξεργασία. Σημείωση: Τα στοιχεία (σε εκατομμύρια δολάρια) προέρχονται από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών των χωρών. Η αύξηση των υποχρεώσεων συμβολίζεται με θετικό πρόσημο και συνεπάγεται αντίστοιχη εισροή κεφαλαίου. Το αρνητικό πρόσημο συνεπάγεται μείωση των υποχρεώσεων, δηλαδή απαξίωση της τοποθέτησης.

Ιούλιο του 1997, τα αίτια της εντοπίζονται αρκετά χρόνια πριν. Συγκεκριμένα υπήρξε μια ανησυχητικά μεγάλη εισροή κεφαλαίων (από 9 δις δολάρια την περίοδο 1983–1989 σε 104,9 δις δολάρια την περίοδο 1990–1994) με τις τέσσερις αναδυόμενες οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ασίας (Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες και Ταϊλάνδη) να λαμβάνουν τη μερίδα του λέοντος.<sup>17</sup> Αυτή η εισροή οφειλόταν τόσο στην υψηλή μακρο-ανταγωνιστικότητα της περιοχής (χαμηλό

<sup>17</sup> S. D. Sharma, «Asia's Economic Crisis and the IMF», *Survival*, Vol. 40, No. 2, 1998, p. 31.

Οι χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας γνώρισαν από τη δεκαετία του '60 μέχρι και τη δεκαετία του '90 συνεχή ταχεία ανάπτυξη με εντυπωσιακές διαρθρωτικές αλλαγές και σημαντική βελτίωση του επιπέδου διαβίωσης.

εργατικό κόστος, υψηλά επιτόκια, σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, ελάχιστη ρύθμιση της αγοράς) όσο και παράγοντες που εντοπιζόνταν στις χώρες βάσης των κεφαλαίων (χαμηλά επιτόκια σε Ιαπωνία και ΗΠΑ, υπερβολική ρευστότητα στην ανεπτυγμένη Δύση και η παγκόσμια ολοκλήρωση της αγοράς κεφαλαίου). Το πρόβλημα εντοπιζόταν στον υπερβολικό δανεισμό των χωρών της Ανατολικής Ασίας που συνεπάγεται η εισροή των κεφαλαίων που ήταν κατά κύριο λόγο βραχυπρόθεσμος, σε ξένο νόμισμα και χωρίς τη στρατηγική εξασφάλισης (hedging).<sup>18</sup>

Η εισροή κεφαλαίων είχε και άλλες σημαντικές επιδράσεις στη Νοτιοανατολική Ασία καθώς άσκησε πληθωριστικές πιέσεις στην αγορά των μη εμπορευσίμων αγαθών που οδήγησαν σε υπερεκτίμηση του πραγματικού κεφαλαίου και στη δημιουργία «φουσκών» στην αγορά.<sup>19</sup> Επίσης η υπερβολική προσφορά συναλλάγματος οδήγησε σε υπερτίμηση των νομισμάτων των χωρών που μείωσε την ανταγωνιστικότητά τους και έπληξε το εξαγωγικό τους εμπόριο, ενώ οι κεφαλαιακές εισροές αύξησαν και τον εγχώριο τραπεζικό δανεισμό ώστε να καλυφθεί η ανάγκη για ιδιωτική επένδυση, της οποίας η αντίστοιχη αύξηση αναγκαστικά έπρεπε να τροφοδοτηθεί με εισαγωγές κεφαλαιουχικών αγαθών που επιδείνωσαν τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών.<sup>20</sup>

Το καλοκαίρι του 1996, ένα χρόνο δηλαδή πριν ξεσπάσει η οικονομική κρίση στην περιοχή, πηγές ανέφεραν πως ο αριθμός των εξαγωγών στην περιοχή έπεφτε αισθητά σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια.<sup>21</sup> Οι Paul Krugman και Marc Noland ανέφεραν πως η κατάσταση στην περιοχή είναι πιθανόν να τερματίσει την αισιοδοξία των επενδυτών, να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους και οι χώρες να οδηγηθούν σε μία οικονομική κρίση τύπου Μεξικού που έλαβε χώρα το 1994.<sup>22</sup>

Στις αρχές του 1997 η Ινδονησία, η Κορέα και η Ταϊλάνδη είχαν ένα αξιοσημείωτο δείκτη ανάπτυξης της οικονομίας και του εμπορικού τους τομέα. Το μόνο ανησυχητικό ήταν η μεγάλη ανισορροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τους και η αγορά μετοχικού κεφαλαίου, η οποία γνώριζε μία φυσιο-

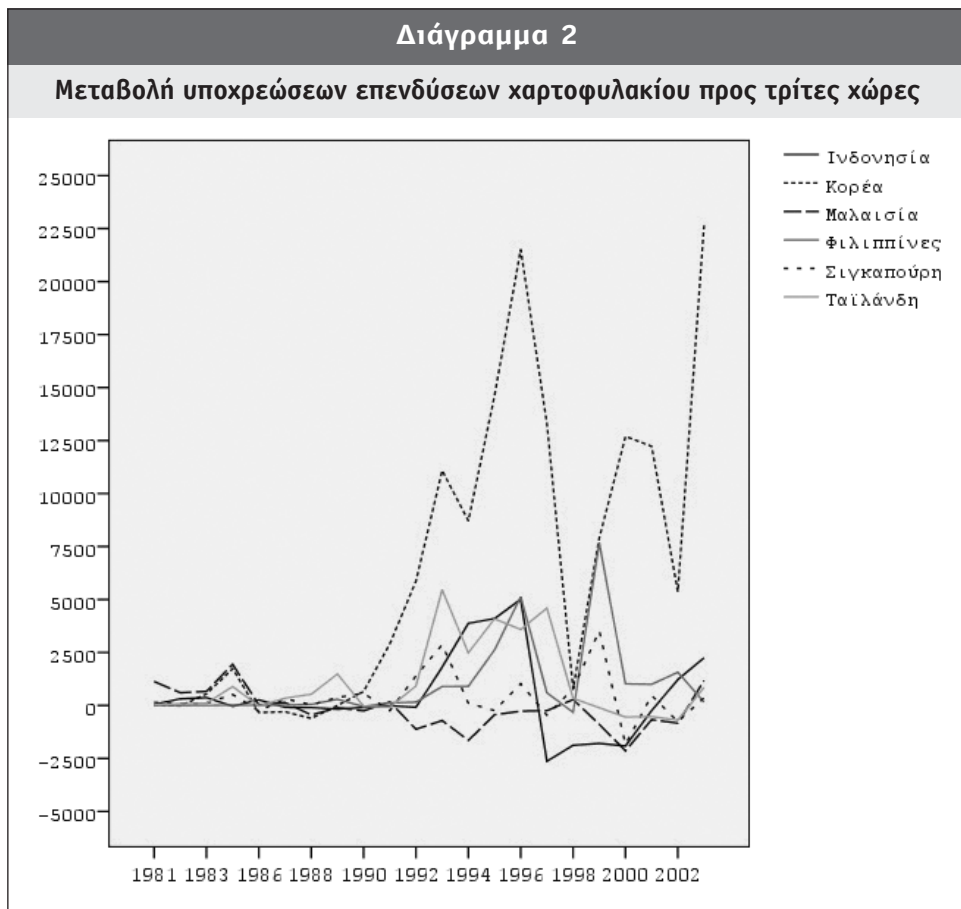
<sup>18</sup> Bustelo, *op.cit.*, σελ. 7-8.

<sup>19</sup> H. J. Edison – P. Luangaram – M. Miller, «Asset Bubbles, Domino Effects and 'Lifeboats': Elements of the East Asian Crisis», BGFERS International Finance Discussion Paper, No. 606, 1998.

<sup>20</sup> P. Bustelo, «The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey», *op.cit.*, pp. 7-8.

<sup>21</sup> P. Lewis, «Export Growth Slows for Asia's Tiger Economies», *The New York Times*, 3.8.1996.

<sup>22</sup> Αναφέρεται στο P. Lewis, «Export Growth Slows for Asia's Tiger Economies», *ibid.*. Αν και οι οικονομολόγοι αρχικά θεωρούσαν πως κάθε χώρα αντιδρά διαφορετικά στις οικονομικές κρίσεις, η εκ των υστέρων σύγκριση του Μεξικού με την Νοτιοανατολική Ασία έδειξε πως οι περιφερειακές διαφορές τείνουν να εξαλειφθούν. Βλέπε, G. L. Kaminsky – C. M. Reinhart, «Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now», *American Economic Review*, Vol. 88, No. 2, 1998, pp. 444-448.



Πηγή: UNCTAD, ίδια επεξεργασία. Σημείωση: Τα στοιχεία (σε εκατομμύρια δολάρια) προέρχονται από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών των χωρών. Η αύξηση των υποχρεώσεων συμβολίζεται με θετικό πρόσημο και συνεπάγεται αντίστοιχη εισροή κεφαλαίου. Το αρνητικό πρόσημο συνεπάγεται μείωση των υποχρεώσεων, δηλαδή απαξίωση της τοποθέτησης.

λογική πτώση μετά την κορύφωση.<sup>23</sup> Τίποτα, όμως, από αυτά δεν μπορούσε να προιδεάσει για την οικονομική καταστροφή που θα ακολουθούσε.

Η κρίση ξεκίνησε τυπικά στις 2 Ιουλίου του 1997, αλλά τα ανησυχητικά όμως φαινόμενα είχαν ξεκινήσει στο σύνολο των χωρών της Ανατολικής Ασίας αρκετά πριν με σποραδικές επιθέσεις εναντίον των τοπικών νομισμάτων από τον

<sup>23</sup> H. J. Edison – P. Luangaram – M. Miller, «Asset Bubbles, Domino Effects and ‘Lifeboats’: Elements of the East Asian Crisis», *op.cit.*, p. 1.



*Η καταπάτηση των εργατικών δικαιωμάτων και των δημοκρατικών θεσμών από αυταρχικές κυβερνήσεις και στρατιωτικά καθεστώτα δημιούργησαν ένα ιδιόμορφο πολιτικό πλαίσιο που κατέστησε δυνατή την κράτηση των μισθών σε χαμηλά επίπεδα και τις συνεχείς υποτιμήσεις του νομίσματος.*

προηγούμενο χρόνο. Τον Ιούλιο του 1996 κατέρρευσε η Bangkok Bank of Commerce και χρειάστηκε να επέλθει η Κεντρική Τράπεζα της Ταϊλάνδης με ρευστά διαθέσιμα για να στηρίξει τη ζήτηση για συνάλλαγμα.<sup>24</sup> Η αναποφασιστικότητα της ταϊλανδικής κυβέρνησης κλόνισε περαιτέρω την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Στις 14 Μαΐου του 1997 το χρηματιστήριο της χώρας σημείωσε πτώση κατά 7% και μετά την παραίτηση του Υπουργού Οικονομίας στις 19 Ιουνίου, σημειώθηκε νέα πτώση ύψους 11%. Η αναστολή εργασιών δεκαέξη επιχειρήσεων που αντιπροσώπευαν μεγάλο κομμάτι της κεφαλαιαγοράς, ενέτεινε τις ανησυχίες για τη βιωσιμότητα της οικονομίας της χώρας.<sup>25</sup>

Ένα κεντρικό χαρακτηριστικό των χωρών αυτών ήταν η πρόσδεση των νομισμάτων τους στο δολάριο

και η απώλεια της ανταγωνιστικότητάς τους καθώς το δολάριο ανατιμούνταν της εποχής εκείνης. Καθώς λοιπόν οι οικονομίες της περιοχής είχαν «κλειδώσει» τα εθνικά τους νομίσματα με την ισοτιμία του δολαρίου, η χαμηλή ισοτιμία του 1995 ενίσχυσε την ανταγωνιστικότητα της περιοχής ενώ η άνοδος του το 1996 τη ζημίωσε.<sup>26</sup> Έτσι, ως αντίδραση στη συνεχιζόμενη μείωση στο ρυθμό των εξαγωγών και την αναδυόμενη κρίση, η Ταϊλάνδη εγκατέλειψε την πρόσδεση στο δολάριο στις 2 Ιουλίου και ξεκίνησε μια υποτίμηση του εθνικού της νομίσματος Μπάχτ, κατά 50% (από 26 σε 39 Μπάχτ ανά δολάριο) μέσα σε διάστημα έξι μηνών, από τον Μάιο του 1997.<sup>27</sup> Η υποτίμηση του Μπάχτ πυροδότησε την κρίση στην περιοχή καθώς οι επενδυτές προσπάθησαν να αποσύρουν όλοι μαζί ταυτόχρονα τις επενδύσεις και να μετατρέψουν τα νομίσματά τους πάλι σε δολάρια.

Η εγκατάλειψη της πρόσδεσης του νομίσματος της Ταϊλάνδης στο δολάριο, ακολουθήθηκε από αντίστοιχη χαλάρωση της πρόσδεσης του νομίσματος της Μαλαισίας<sup>28</sup> ενώ συμπαρέσυρε τα άλλα νομίσματα της περιοχής, όπως της Ινδονησίας, της Ν. Κορέας και των Φιλιππίνων, ακόμη και τα ισχυρότερα από αυτά, όπως τα δολάρια της Ταϊβάν και της Σιγκαπούρης (πίνακας 2).<sup>29</sup>

<sup>24</sup> G. L. Kaminsky – S. M. Schmukler, «What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis», *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, No. 4, 1999, p. 540.

<sup>25</sup> *Ibid.*, pp. 540–541.

<sup>26</sup> P. Lewis, «Export Growth Slows for Asia's Tiger Economies», *op.cit.*

<sup>27</sup> S. Shishido – T. Nakajima, «Asian Currency Crisis and the Role of Japan», *Developing Economies*, Vol. 37, 1999, p. 3.

<sup>28</sup> Στην Μαλαισία το εθνικό νόμισμα έπεσε από ένα μέσο όρο 2,42 δολάρια ΗΠΑ το Απρίλιο του 1997, σε 4,88 τον Ιανουάριο του 1998, M. Arif – S. Y. Abubakar, «The Malaysian Financial Crisis: Economic Impact and Recovery Prospects», *Developing Economies*, Vol. 37, No. 4, 1999, p. 417.

<sup>29</sup> Στις Ν. Κορέα, Ταϊλάνδη και Φιλιππίνες η πτώση ήταν της τάξης του 30–35% ενώ στην Ταϊβάν και Σιγκαπούρη 10–15%. Βλ. I. Yamazawa, «Introduction», *Developing Economies*, Vol. 37, No. 4, 1999, pp. 386–387.

Πίνακας 2

## Ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες σε σχέση με το δολάριο

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997f
Χονγκ Κονγκ	7,79	7,77	7,74	7,74	7,73	7,74	7,73	7,74	7,75
Σιγκαπούρη	1,81	1,73	1,63	1,62	1,53	1,42	1,41	1,48	1,68
Ταϊβάν	26,89	26,82	25,16	26,39	26,46	26,49	27,46	28,7	32,64
Ν. Κορέα	707,76	733,4	780,65	802,67	803,45	771,27	804,5	951,29	1695
Μαλαισία	2,7	2,75	2,55	2,57	2,62	2,5	2,52	2,81	3,89
Ταϊλάνδη	25,59	25,52	25,4	25,32	25,15	24,91	25,34	31,36	47,25
Ινδονησία	1842,8	1950	2029,9	2087,1	2160,8	2248,6	2342	2909,4	4650
Φιλιππίνες	24,31	27,48	25,51	27,12	26,42	25,71	26,22	29,47	39,98

Πηγή: G. Corsetti – P. Pesenti – N. Roubini, «What caused the Asian currency and financial crisis?», *Japan and World Economy*, Vol. 11, No. 3, σελ.324.

Σταδιακά, το επίκεντρο της κρίσης μεταφέρθηκε στην Ν. Κορέα στην οποία όμως η κατάσταση ήταν λιγότερο τεταμένη. Δεν υπήρξε έκρηξη της ιδιωτικής επένδυσης και ο τραπεζικός δανεισμός κρατήθηκε σε χαμηλά επίπεδα με αποτέλεσμα να μην παρουσιαστούν φούσκες στην κεφαλαιαγορά. Το νόμισμά της ανατιμήθηκε αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό από τις ανατιμήσεις της Ινδονησίας, της Ταϊλάνδης, της Μαλαισίας και των Φιλιππίνων και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ήταν μικρότερο από εκείνο των παραπάνω χωρών.<sup>30</sup>

Το «ντόμινο» συνεχίστηκε με την Ιαπωνία που από το 1997 βρισκόταν σε κατάσταση ύφεσης και αντιμετώπιζε έλλειμμα εγχώριας ζήτησης, κατανάλωσης και ιδιωτικής επένδυσης κυρίως λόγω του φόβου αποπληθωρισμού. Για τους λόγους αυτούς εξαρτιόταν από τις αγορές της Νοτιοανατολικής Ασίας στις οποίες είχε βρει διέξοδο (το 30% περίπου του τραπεζικού δανεισμού της Νοτιοανατολικής Ασίας αποτελούταν από ιαπωνικά κεφάλαια).<sup>31</sup> Μέσα σε λίγους μήνες το χρηματιστήριο του Τόκιο κατέρρευσε εξαιτίας των πτωχεύσεων μεγάλων εταιριών, που είχαν έντονες οικονομικές διασυνδέσεις με τις χώρες που βρισκόταν ήδη σε κρίση.

Γενικά, η οικονομική κρίση πυροδότησε κοινωνικές εκρήξεις και έφερε χάος ενώ υπολογίζεται πως είχε ως αποτέλεσμα μια μειωμένη παγκόσμια απόδοση κατά 2 τρισεκατομμύρια δολάρια. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα εκατομμύρια άτομα να χάσουν τη δουλειά τους, ενώ έγιναν περικοπές στις κοινωνικές υπηρεσίες σ' ολόκληρο τον κόσμο.<sup>32</sup>

<sup>30</sup> D. Sharma, «Asia's Economic Crisis and the IMF», *op.cit.*, p. 38.

<sup>31</sup> K. Kunimune, «Crisis in Japan and the Way out: A Counter-Argument to Pessimistic Views», *Developing Economies*, Vol. 37, No. 4, 1999, pp. 517.

<sup>32</sup> United Nations Development Programme, *Human Development Report: Globalization with a Human Face*, New York: Oxford University Press, 1999, p. 40.

*Στις αρχές του 1997 η Ινδονησία, η Κορέα και η Ταϊλάνδη είχαν ένα αξιοσημείωτο δείκτη ανάπτυξης της οικονομίας και του εμπορικού τους τομέα. Το μόνο ανησυχητικό ήταν η μεγάλη ανισορροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τους και η αγορά μετοχικού κεφαλαίου, η οποία γνώριζε μία φυσιολογική πτώση μετά την κορύφωση.*

Η κρίση άρχισε να ξεθυμαίνει τον Ιανουάριο με την Κορέα να δέχεται τη βοήθεια διεθνών τραπεζών. Ακολούθησε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) που υποσχέθηκε οικονομική βοήθεια ύψους 117 δις δολαρίων.<sup>33</sup> Τελικά, το IMF χορήγησε 21,1 δις δολάρια στην Ν. Κορέα, 11,2 δις δολάρια στην Ινδονησία και 4 δις δολάρια στην Ταϊλάνδη, ενώ η Μαλαισία αρνήθηκε τη βοήθεια.<sup>34</sup> Με τη βοήθεια του IMF, αλλά και του υψηλού ποσοστού της αποταμίευσης που υπήρξε στην περιοχή, η κρίση ξεπεράστηκε και η σταθερότητα μερικώς αποκαταστάθηκε.<sup>35</sup>

## Τα αίτια της κρίσης

Η πολυπλοκότητα της ασιατικής κρίσης και ο μεγάλος αριθμός των χωρών που επηρέασε καθιστούν σαφές ότι υπήρξε ένας συνδυασμός παραγόντων που συνέβαλαν στη δημιουργία και την εξέλιξή της. Θα μπορούσαμε να διακρίνουμε τους παράγοντες αυτούς σε εσωτερικούς, που εντοπίζονται δηλαδή εντός των οικονομιών της Ανατολικής Ασίας, και σε εξωτερικούς ή διεθνείς που εντοπίζονται στη λειτουργία των θεσμών της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

### Εσωτερικοί παράγοντες

Οι εσωτερικοί παράγοντες αναφέρονται τόσο στη λειτουργία των εγχώριων κεφαλαιαγορών όσο και στο θεσμικό τους σύστημα. Όσον αφορά στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, το πρόβλημα εντοπίζεται στις επενδύσεις φούσκες που γέννησαν αυτές. Αυτό που πρέπει να γίνει αντιληπτό είναι ότι αν και τα προβλήματα της κάθε χώρας ήταν διαφορετικά και συνεπώς σε κάθε χώρα ήταν διαφορετικοί οι παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση, ωστόσο λειτούργησαν συναθροιστικά στο σύνολο των χωρών, εξαιτίας της μεγάλης διασύνδεσης που είχαν οι κεφαλαιαγορές μεταξύ τους. Παρακάτω θα προσπαθήσουμε να αναπτύξουμε συνοπτικά τους βασικότερους από αυτούς τους παράγοντες.

Αν και η υπερεπένδυση στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας κατευθύνθηκε πρωτίστως σε πραγματικό κεφάλαιο (κυρίως ακίνητη περιουσία και υποδομές),

<sup>33</sup> A. H. Meltzer, «Asian Problems and the IMF», *Cato Journal*, Vol. 17, No. 3, 1998, p. 268.

<sup>34</sup> T. Lane – M. Schulze-Ghattas, «Program Financing and Market Reactions» in T. Lane, et al. (eds), *IMF-supported programs in Indonesia, Korea, and Thailand: a preliminary assessment*, Washington, DC: IMF, 1999, p. 21.

<sup>35</sup> Βλ. «Asia's Economies: On their Feet again?», *The Economist*, 21.8.1999.

εντούτοις αποδείχθηκε ότι αυτή ήταν εξαιρετικά ρευστή. Η αγορά ακίνητης περιουσίας έγινε κυρίως για κερδοσκοπικούς λόγους και όχι για να χρησιμοποιηθεί στην παραγωγική διαδικασία ενώ η υποδομή που αναπτύχθηκε ήταν εξαιρετικά φτωχή. Επιπλέον, οι παραγωγικές δραστηριότητες στις οποίες στράφηκαν οι επενδύσεις δεν ήταν σωστά σχεδιασμένες και το μέλλον τους στη διεθνή αγορά ήταν επισφαλές.<sup>36</sup> Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία υπερεκτιμημένων επενδύσεων (φουσκών) οι οποίες κατέρρευσαν απότομα μόλις άρχισε να μειώνεται η απόδοσή τους.<sup>37</sup>

Οι θεσμικοί παράγοντες περιστρέφονται γύρω από τη λειτουργία των τραπεζικών συστημάτων των χωρών αυτών. Συγκεκριμένα, η ανεπαρκής ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος, η έλλειψη διαφάνειας στις τραπεζικές δραστηριότητες και οι υπερβολικές εγγυήσεις της κυβέρνησης για τη ρευστότητα και τη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, οδήγησαν τις τράπεζες σε υπερδανεισμό, του οποίου η εξόφληση ήταν αμφίβολη εξαιτίας των μη αποδοτικών επενδύσεων. Επίσης, τα τραπεζικά συστήματα των χωρών υπέφεραν από την κυβερνητική παρέμβαση, η οποία κατεύθυνε τις πιστώσεις σε επενδύσεις που αντιπροσώπευαν συγκεκριμένα συμφέροντα. Ο ανταγωνισμός νοθευόταν και από τα εμπόδια εισόδου νέων τραπεζών στην αγορά. Οι τράπεζες λοιπόν είχαν συσσωρεύσει ένα μεγάλο αριθμό επισφαλών κεφαλαίων ενώ παράλληλα κρατούσαν ανεπαρκή ρευστά διαθέσιμα. Σαν αποτέλεσμα οι επενδύσεις φούσκες έσκασαν και οι τράπεζες συμπαράσύρθηκαν στην κρίση εντείνοντας την πτώση των χρηματιστηρίων.<sup>38</sup>

Τέλος η κακή μακροοικονομική διαχείριση από τις κυβερνήσεις των χωρών συνετέλεσε στην εξέλιξη της κρίσης. Λέγοντας κακή μακροοικονομική διαχείριση εννοούμε το συνδυασμό της υπερθέρμανσης των οικονομιών της Ανατολικής Ασίας, της διόγκωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και αυτών του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με την εμμονή τους στη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.<sup>39</sup> Η ανατίμηση των ασιατικών νομισμάτων εξαιτίας των μεγάλων κεφαλαιακών εισροών και η υποτίμηση του Γεν οδήγησαν σε σημαντική απώλεια της ανταγωνιστικότητας των χωρών η οποία είχε αρνητική επίπτωση στον εξαγωγικό τομέα. Ως εκ τούτου και σε συνδυασμό με την αυξημένη ζήτηση για εισαγωγές κεφαλαιουχικών αγαθών εξαιτίας του μεγάλου ρυθμού ανάπτυξης, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών χειροτέρευσε περαιτέρω.<sup>40</sup>

<sup>36</sup> Στη Μαλαισία, για παράδειγμα, μεγάλα κεφάλαια κατευθύνθηκαν για την κατασκευή υπερβολικών και πολυέξοδων έργων όπως το φράγμα Bakun, οι πύργοι της Kuala Lumpur, κ.α., βλ. D. Sharma, «Asia's Economic Crisis and the IMF», *op. cit.*, p. 28.

<sup>37</sup> P. Krugman, «What Happened to Asia?», 1998, <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>

<sup>38</sup> G. Corsetti – P. Pesenti – N. Roubini, «What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?», *Japan and World Economy*, Vol. 11, No. 3, pp. 331–332.

<sup>39</sup> *Ibid.*, pp 332–342.

<sup>40</sup> P. Bustelo, «The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey», *op.cit.*, p. 11.

*Ένα κεντρικό χαρακτηριστικό των χωρών αυτών ήταν η πρόσδεση των νομισμάτων τους στο δολάριο και η απώλεια της ανταγωνιστικότητάς τους καθώς το δολάριο ανατιμούνταν της εποχής εκείνης.*

*Ο ρόλος της διεθνούς κεφαλαιαγοράς.*

Μία πρώτη αδυναμία της διεθνούς κεφαλαιαγοράς σχετίζεται με τις επενδύσεις φούσκες στις οποίες αναφερθήκαμε προηγουμένως. Η αγορά στερείται ελέγχου του προορισμού και της κατεύθυνσης των ροών, με αποτέλεσμα οι υπερβολικές ροές των εξαιρετικά κινητικών επενδύσεων χαρτοφυλακίου καθώς και άμεσες ξένες επενδύσεις, οι οποίες κατευθύνονται σε μη παραγωγικές μη αποδοτικές επενδύσεις, να αποσταθεροποιούν και να καθιστούν ευάλωτες τις εγχώριες κεφαλαιαγορές, δημιουργώντας έτσι τις προϋποθέσεις για μία κρίση.

Μία δεύτερη αδυναμία, είναι το άναρχο διεθνές περιβάλλον που είναι επιρρεπές σε ξεσπάσματα πανικού και υπερβολικής αντίδρασης των επενδυτών. Έτσι, τα διαρθρωτικά προβλήματα των κεφαλαιαγορών της Νοτιοανατολικής Ασίας σε συνδυασμό με αντίθετες εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον (εμφάνιση νέων ανταγωνιστών όπως η Κίνα και το Μεξικό) οδήγησαν στην παύση των εισροών στα τέλη του 1996. Οι επενδυτές κατεβλήθησαν από πανικό για τη βιωσιμότητα των αποδόσεων των κεφαλαίων τους, και με λογική κοπαδιού άρχισαν να αποχωρούν, με δυσμενή αποτελέσματα τόσο για τις ασιατικές οικονομίες όσο και για τους ξένους επενδυτές. Κατά τη γνώμη μας ο πανικός δεν προκαλείται από μόνος του. Το βασικότερο ίσως στοιχείο για τη δημιουργία πανικού είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση των επενδυτών. Όταν αυτοί δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία των τοποθετήσεων τους είναι λογικό να πανικοβάλλονται, όταν βλέπουν ότι κάποια στιγμή δεν αποδίδουν τα προσδοκώμενα (δίλημμα φυλακισμένου).<sup>41</sup> Οι χειρισμοί που θα κάνουν οι επίσημοι φορείς σ' αυτό το στάδιο είναι ιδιαίτερα σημαντικοί γιατί η απόφαση των επενδυτών είναι πλέον ιδιαίτερα ευαίσθητη σε οποιοδήποτε λάθος χειρισμό.

Η ολοκλήρωση της διεθνούς κεφαλαιαγοράς έφερε άμεσα μεγάλες εισροές κεφαλαίου στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας, οι οποίες όμως αποχώρησαν, όταν οι «φούσκες» έσκασαν με την ίδια ευκολία το 1997. Υπάρχουν εύλογες επικασίες ότι αν δεν είχε επικρατήσει πανικός τα χρέη θα μπορούσαν να ξεπληρωθούν σε βάθος χρόνου, και η κρίση δεν θα είχε συμβεί ποτέ.<sup>42</sup> Στο δυσμενές αυτό αποτέλεσμα αυτό συνέδραμαν και οι αποτυχημένοι χειρισμοί θεσμικών παραγόντων, όπως των κυβερνήσεων των χωρών, του IMF και της διεθνούς κοινότητας, η οποία ενέτεινε την ανασφάλεια των επενδυτών. Τέλος, στο βαθμό που η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι ένα βασικό χαρα-

<sup>41</sup> M. Miller – L. Zhang, «Creditor Panic, Asset Bubbles and Sharks: Three Views of the Asian Crisis» in U. Dadush et al. (eds), *Private Capital Flows in the Age of Globalization*, Cheltenham: E. Elgar, 2000, pp. 223–226.

<sup>42</sup> S. Radelet – J. Sachs, «The East Asian Financial Crisis: Diagnoses, Remedies, Prospects», *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, No. 1, 1998, pp. 1–74.

κτηριστικό του σημερινού διεθνούς νομισματικού συστήματος, αυτό συνέβαλλε σε πιέσεις προ τα νομίματα των ασιατικών χωρών, σε βαθμό που τα εγχώρια currency boards να μη μπορέσουν να διατηρήσουν τη σταθερότητα.

### Ο αμφιλεγόμενος ρόλος του IMF

Μετά το ντόμινο των διαδοχικών κρίσεων στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας, το IMF έσπευσε να παρέμβει με ρευστά διαθέσιμα για να στηρίξει τις οικονομίες της Ν. Κορέας, της Ινδονησίας και της Ταϊλάνδης, θέτοντας ταυτόχρονα μία σειρά από προϋποθέσεις.<sup>43</sup> Οι μεταρρυθμίσεις αυτές αφορούσαν:

α) Μακροοικονομική πολιτική. Μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μέσω της αύξησης της φορολογίας και τη μείωση της δημόσιας δαπάνης, σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και του πληθωρισμού μέσω αύξησης των επιτοκίων.

β) Κεφαλαιαγορά. Εισαγωγή ρυθμίσεων και ελέγχων από τις νομισματικές αρχές, ξεκινώντας από την ανάκληση αδειών κάποιων αφερέγγυων εμπορικών τραπεζών και την εξυγίανση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

γ) Ανταγωνισμός. Καταπολέμηση της στρέβλωσης του ανταγωνισμού στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα μέσα από την είσοδο στην αγορά ξένων τραπεζών και εταιριών. Επίσης, έπρεπε να αρθεί ο προστατευτισμός του εμπορικού τομέα μέσα από κατάργηση των επιδοτήσεων και άρση των εμποδίων των εισαγωγών.

δ) Αγορά εργασίας. Ευελιξία στην αγορά εργασίας μέσω απορύθμισης του θεσμικού πλαισίου που προστάτευε τα δικαιώματα των εργαζομένων.

Το IMF κατακρίθηκε τόσο για την πολιτική του που έθεσε τις προϋποθέσεις για τη δημιουργία της κρίσης, όσο και για τους χειρισμούς του εν μέσω της κρίσης.<sup>44</sup> Αναφορικά με την πολιτική του πριν από την κρίση, το IMF πρωτοστάτησε μαζί με τις χώρες του ΟΟΣΑ, και τις μεγάλες τράπεζες και επιχειρήσεις του δυτικού κόσμου στην ενθάρρυνση της απορύθμισης των αγορών της Ανατολικής Ασίας. Οι τελευταίες, με την παρότρυνση των πρώτων ή χαλάρωσαν τους ελέγχους στους δανειστές και τους επενδυτές, τράπεζες και φορείς. Το αποτέλεσμα ήταν η ανεξέλεγκτη ροή κεφαλαίων από και προς οικονομικές δραστηριότητες αμφιβόλου αξιοπιστίας. Αν και το σύστημα έγκαιρης διάγνωσης του IMF λειτούργησε εγκαίρως πριν από την κρίση, δεν μπόρεσε να διαγνώσει το μέγεθος και τον χρόνο της έλευσης της.<sup>45</sup> Όσον αφορά τους αδέξιους χειρισμούς, η ευ-

<sup>43</sup> T. Lane, «Program Design», in T. Lane et al. (eds), *IMF-supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment*, Washington, DC: IMF, 1999, pp. 18–19, D. Sharma, «Asia's Economic Crisis and the IMF», *op.cit.*, P. Bustelo, «The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey», *op.cit.*,

<sup>44</sup> J. Sachs, «The Wrong Medicine for Asia», *The New York Times*, 3.11.1997, G. P. Shultz – W. E. Simon – W. B. Wriston, «Who Needs the IMF?», *Wall Street Journal*, 3.2.1998, M. Feldstein, «Refocusing the IMF», *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 2, 1998, pp. 20–33, P. Bowring, «The IMF Record in Asia is Mixed», *International Herald Tribune*, 21.1.1999, P. Krugman, «Recovery? Don't Bet on it», *Time* (Ασιατική έκδοση), 21.6.1999, J. Stiglitz, «What I learned at the World Economic Crisis», *New Republic*, 17.4.2000.

<sup>45</sup> D. Sharma, «Asia's Economic Crisis and the IMF», *op.cit.*, σελ. 19.

*Η οικονομική κρίση  
πυροδότησε κοινωνικές  
εκρήξεις και έφερε χάος  
ενώ υπολογίζεται πως είχε  
ως αποτέλεσμα μια  
μειωμένη παγκόσμια  
απόδοση κατά 2  
τρισεκατομμύρια δολάρια.*

θύνη του IMF ξεκινά από την κατανόηση των αιτιών της κρίσης. Το IMF εξέλαβε την κρίση σαν μία παραδοσιακή κρίση πρώτης γενιάς που οφείλεται κυρίως σε ανισορροπία του ισοζυγίου πληρωμών.<sup>46</sup> Όπως αποδείχθηκε, το πρόβλημα ήταν πολύ βαθύτερο και εντοπιζόταν στην υπερτίμηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Επιπλέον, η εφαρμογή από τις ασιατικές χώρες της πολιτικής που το IMF πρότεινε οδήγησε σε μεγαλύτερη ύφεση των πραγματικών τους οικονομιών.<sup>47</sup>

## Συμπεράσματα

Αν και ορισμένοι έχουν επικρίνει την ολοκλήρωση της διεθνούς κεφαλαιαγοράς<sup>48</sup> και κατ' επέκταση τη διαδικασία της παγκοσμιοποίησης,<sup>49</sup> ως υπαίτιες της δημιουργία των οικονομικών κρίσεων, η μελέτη της περίπτωσης της Νοτιοανατολικής Ασίας καταδεικνύει πως τα αίτια εντοπίζονται κυρίως στο εσωτερικό των οικονομιών των χωρών. Κάνοντας μια εκτίμηση θα λέγαμε πως η κρίση οφείλεται στο εγχώριο οικονομικό, πολιτικό και θεσμικό περιβάλλον των εύθραυστων νέων οικονομιών της περιοχής (υπερτιμημένα νομίσματα, υπερβολικός βραχυπρόθεσμος δανεισμός, αυξανόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα και ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών). Οι διεθνείς κεφαλαιακές ροές, απλά πολλαπλασιάζουν και εντείνουν την ένταση που οφείλεται στις εσωτερικές ανισορροπίες. Η αλληλεξάρτηση των οικονομιών και η εύκολη και γρήγορη μεταφορά κεφαλαίων δημιουργούν τους διαύλους διάδοσης των συμπτωμάτων (butterfly effect). Έτσι η ανατίμηση του δολαρίου στις ΗΠΑ είναι ικανή να δημιουργήσει κοινωνικές ταραχές μεγάλης κλίμακας στην Ινδονησία.

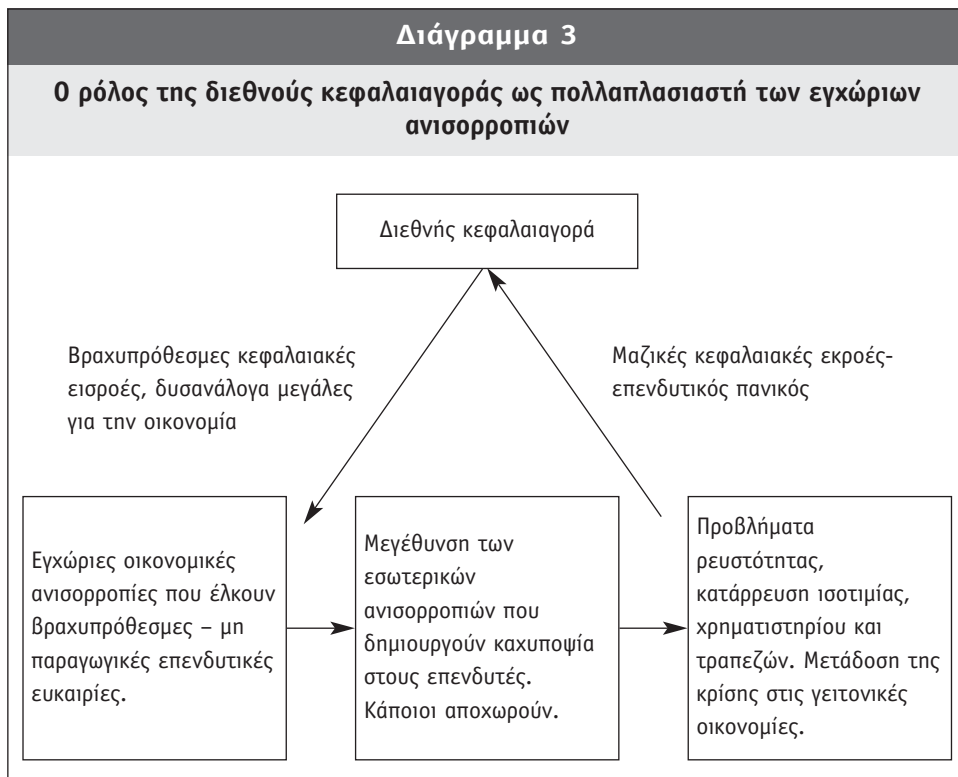
Στο διάγραμμα 3, παρουσιάζεται ο ρόλος της διεθνούς κεφαλαιαγοράς ως πολλαπλασιαστή και επιταχυντή των συμπτωμάτων που προκαλούνται από τις εσωτερικές ανισορροπίες. Στο αριστερό πλαίσιο παρουσιάζεται η κατάσταση της οικονομίας πριν από την κρίση. Υπάρχουν εγχώριες οικονομικές ανισορροπίες οι οποίες έχουν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία επενδυτικών ευκαιριών με ιδιαίτερα υψηλή απόδοση σε κάποιους τομείς. Το άνοιγμα των συνόρων της οικονομίας προσελκύει τους διεθνείς επενδυτές οι οποίοι τοποθετούν τα κεφάλαιά τους στις εν λόγω επενδύσεις. Οι επενδύσεις αυτές όμως είναι συνήθως έμμεσες, επισφαλείς, βραχυπρόθεσμες και συνεπώς δεν παρουσιάζουν μεγάλη προστιθέμενη αξία για τη χώρα δέκτη. Όπως φαίνεται στο κεντρικό πλαίσιο, η υπε-

<sup>46</sup> P. Bustelo, «The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey», *op.cit.*, p. 18.

<sup>47</sup> I. Yamazawa, «Introduction», *op.cit.*, p. 386.

<sup>48</sup> J. Bhagwati, «The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Dollars», *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 3, 1998, pp. 7–12.

<sup>49</sup> United Nations Development Programme, *Human Development Report: Globalization with a Human Face*, *op.cit.*



ρεπένδυση σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας εντείνει τις εσωτερικές ανισορροπίες εφόσον η δραστηριότητα στον πραγματικό τομέα της οικονομίας παραμένει στα ίδια χαμηλά επίπεδα. Η ένταση των ανισορροπιών δημιουργεί καχυποψία στους καλύτερα ενημερωμένους επενδυτές οι οποίοι αρχίζουν να αποχωρούν. Εν συνεχεία οι υπόλοιποι ασύμμετρα ενημερωμένοι επενδυτές βλέποντας τους πρώτους να αποχωρούν σπεύδουν άμεσα να αποσύρουν και αυτοί τα κεφάλαιά τους. Θα πρέπει δε να σημειωθεί πως η έμμεση και βραχυπρόθεσμη φύση των παραπάνω επενδύσεων κάνουν δυνατή την άμεση απόσυρσή τους. Το αποτέλεσμα είναι να επικρατήσει επενδυτικός πανικός και μαζικές εκροές κεφαλαίων. Ο μεγάλος όγκος των κεφαλαιακών εκρών αλλά και η ταχύτητα με την οποία εκρέουν καθιστά αδύνατη την παρέμβαση των εγχώριων αρχών προς αποκλιμάκωση της κρίσης εξαιτίας τόσο των περιορισμένων αποθεμάτων τους σε συναλλαγματικά διαθέσιμα όσο και της κακής οργάνωσης και απειρίας τους. Το τελικό αποτέλεσμα φαίνεται στο πλαίσιο δεξιά. Στην εγχώρια οικονομία δημιουργούνται αρχικά προβλήματα ρευστότητας και ακολουθεί η κατάρρευση της ισοτιμίας του εγχώριου νομίσματος. Η κρίση μεταδίδεται στο χρηματιστήριο και τις τράπεζες και τέλος στον πραγματικό τομέα της οικονομίας. Τέλος σε δεύτερο στά-



*Είναι γεγονός πως η κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας μετρίασε τον ενθουσιασμό που προήλθε από τα οφέλη της ολοκλήρωσης της διεθνούς κεφαλαιαγοράς.*

διο η κρίση διαδίδεται και στις γειτονικές-διασυνδεδεμένες οικονομίες.

Επιπλέον, συμπεραίνουμε πως οι στόχοι που έθεσε το IMF τη δεδομένη χρονική στιγμή ήταν τελείως εσφαλμένοι. Ο εξορθολογισμός της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής είναι βέβαια συνετά μέτρα για κάθε οικονομία. Στη συγκεκριμένη, όμως, περίπτωση έπρεπε να γίνουν με αργά και σταθερά βήματα πριν ξεσπάσει η κρίση.

Η επιβολή περιοριστικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής εν μέσω κρίσης και ειδικότερα εν μέσω ύφεσης λειτουργεί τελείως αντίστροφα εντείνοντάς την. Επίσης η άρση του προστατευτισμού στον τραπεζικό και κυρίως στον εμπορικό τομέα ήταν άλλο ένα βήμα που έπρεπε να γίνει σταδιακά. Η απότομη απελευθέρωση τη δεδομένη στιγμή απλώς θα διευκόλυνε τη χειροτέρευση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τέλος, πέρα από τα αντίθετα από τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα που έφεραν οι όροι του IMF, η επιβολή τους και μόνο σπατάλησε πολύτιμο χρόνο, ενώ δεν δόθηκαν οι απαραίτητες εγγυήσεις για την ορθή αξιοποίηση της οικονομικής βοήθειας, όπως στην περίπτωση της Ινδονησίας όπου ο δικτάτορας Suharto ήταν απρόθυμος να ακολουθήσει τους όρους που έθεσε το IMF.

Είναι γεγονός πως η κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας μετρίασε τον ενθουσιασμό που προήλθε από τα οφέλη της ολοκλήρωσης της διεθνούς κεφαλαιαγοράς. Οι κρίσεις, όμως, που ακολούθησαν την ασιατική, όπως η ρωσική κρίση του Αυγούστου του 1998, η νομισματική κρίση της Βραζιλίας τον Ιανουάριο του 1999, η νομισματική κρίση της Τουρκίας το Φεβρουάριο του 2001 και η νομισματική κρίση της Αργεντινής από το Δεκέμβριο του 2001 μέχρι τον Ιανουάριο του 2002, έφεραν στο προσκήνιο μία σειρά από προτάσεις σχετικά με την αντιμετώπιση των οικονομικών κρίσεων. Έχοντας ως βάση το μέσο επίτευξης, διακρίνουμε προτάσεις που σκοπεύουν σε ρυθμίσεις της διεθνούς κεφαλαιαγοράς (όπως ο φόρος Tobin)<sup>50</sup>, προτάσεις που επικεντρώνονται στην αγορά συναλλάγματος (προτάσεις Cooper, Williamson-Miller και Boughton), άλλες που δίνουν έμφαση στο ρόλο των θεσμών στο κέντρο ή στο ρόλο επιβλέποντος του συστήματος (όπως η περίπτωση της δημιουργίας δανειστή έκτακτης ανάγκης και της διεθνούς εναρμόνισης και εποπτείας), καθώς και προτάσεις που αναφέρονται σε διακυβέρνηση, συνεργασία ή συντονισμό σε παγκόσμιο ή περιφερειακό επίπεδο.<sup>51</sup> Ανεξάρτητα όμως από τα πλεονεκτήματα ή μειονεκτήματα της κάθε προσέγγισης, είναι αξιοσημείωτο πως οι διαδοχικές οικονομικές κρίσεις οδήγησαν σε μία συζήτηση για την ανάγκη αναμόρφωσης της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και του διεθνούς νομισματικού συστήματος έτσι ώστε να αποφευχθούν παρόμοιες δυσάρεστες εξελίξεις στο μέλλον.

<sup>50</sup> Το αίτημα για την καθιέρωση ειδικού φόρου 0,1% στην αγορά και πώληση συναλλάγματος.

<sup>51</sup> P. Y. Chul – W. Yunjong, «Reform of the International Financial System and Institutions in Light of the Asian Financial Crisis», UNCTAD, G-24 Discussion Paper Series, No. 12, 2001.