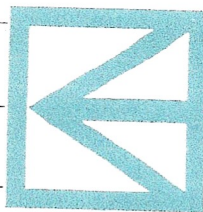


ΚΕΙΜΕΝΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
ΑΡ. 26

ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ
ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ν. Καραμούζης, Ν. Νανόπουλος,

Μ. Ξαφά



ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ
ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ
ΜΕΛΕΤΩΝ

Πρόλογος

Τα κείμενα που περιέχονται σε αυτήν την έκδοση του ΕΚΕΜ, με τη μορφή κειμένων εργασίας, βασίζονται στις εισηγήσεις που έγιναν στη διάρκεια εκδήλωσης που οργάνωσε το ΕΚΕΜ στις 28 Μαΐου 1993 με θέμα "Επιπτώσεις από την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων". Στην εκδήλωση έλαβαν μέρος εκπρόσωποι της δημόσιας διοίκησης, των ελληνικών και ξένων τραπεζών, των επιχειρήσεων, των πανεπιστημίων και του τύπου. Στόχος ήταν ο προβληματισμός και η ανταλλαγή απόψεων μεταξύ ειδικών που προέρχονται από διαφορετικούς επαγγελματικούς χώρους γύρω από ένα θέμα καίριας σημασίας για το μέλλον της ελληνικής οικονομίας και την πορεία της χώρας μας στην ΟΝΕ.

Αφορμή για τη διεξαγωγή αυτής της συζήτησης έδωσαν η έκδοση του Προεδρικού Διατάγματος 96/93 και των τριών πράξεων του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος με τις οποίες απελευθερώθηκε σημαντικά η κίνηση κεφαλαίων από και προς την Ελλάδα. Με τις πράξεις αυτές η Τράπεζα της Ελλάδας, πρώτον, αποχωρίστηκε ένα περίπλοκο και ατελέσφορο πλαίσιο διοικητικών ρυθμίσεων που ίσχυε τα τελευταία 40 χρόνια και δεύτερον, ολοκλήρωσε την απελευθέρωση της μακροπρόθεσμης και μεσοπρόθεσμης κίνησης κεφαλαίων. Επίσης, με βάση το Προεδρικό Διάταγμα επεκτάθηκε η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων από 1ης Ιουλίου 1993 και προς τρίτες χώρες, εκτός Κοινότητας, ενώ η βραχυπρόθεσμη κίνηση κεφαλαίων προβλέπεται να απελευθερωθεί πλήρως μέχρι 30.6.1994.

Οι συγγραφείς των κειμένων επισημαίνουν ότι οι επιπτώσεις της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων είναι πολύ σημαντικές. Οι επιπτώσεις αυτές εντοπίζονται κυρίως στη διαμόρφωση των χαρτοφυλακίων των ελλήνων και ξένων επενδυτών, στις δυνατότητες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων, στη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, στη διαμόρφωση των επιτοκίων και της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής, στην αποτελεσματικότερη κατανομή των χρηματοοικονομικών πόρων, στην άσκηση δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, στην ανταγωνιστικότητα και τη δομή του τραπεζικού συστήματος και στη φορολογική μεταχείριση των νέων τραπεζικών προϊόντων και των προσόδων τους.

Ο κ. Νανόπουλος τονίζει τις επιπτώσεις της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων στον τραπεζικό τομέα και στην αγορά χρήματος και συναλλάγματος, η κα. Ξαφά δίνει έμφαση στις μακροοικονομικές επιπτώσεις, ενώ ο κ. Καραμούζης αναφέρεται τόσο στις μακροοικονομικές, όσο και στις μικροοικονομικές επιπτώσεις της απελευθέρωσης της

κίνησης κεφαλαίων.

Φαίνεται να υπάρχει μια κοινή διαπίστωση, ολοφάνερη και στα τρία κείμενα: η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων αποτελεί μια πρόκληση για την ελληνική οικονομία. Οποιαδήποτε χαλάρωση των προσπαθειών μείωσης των δημοσίων ελλειμμάτων και του πληθωρισμού κλονίζει την εμπιστοσύνη των αγορών, ελληνικών και ξένων, και θέτει σε κίνδυνο τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας.

Καθηγητής Λουκάς Τσοούκαλης
Πρόεδρος ΕΚΕΜ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος

Α. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ Νικόλαος Β. Καραμούζης	1
Β. Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ Μιράντα Ξαφά	17
Γ. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΣΤΗΝ ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ Νικόλαος Νανόπουλος	24

**Β. Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ:
ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

Μιράντα Ξαφά
Οικονομικός Σύμβουλος του
Πρωθυπουργού

Θα επικεντρώσω τις παρατηρήσεις μου στην μακροοικονομική πλευρά της απελευθέρωσης των κινήσεων κεφαλαίων, και συγκεκριμένα σε πέντε σημεία:

- ποιό είναι το κόστος των συναλλαγματικών περιορισμών
- ποιές είναι οι προοπτικές που διανοίγονται με την κατάργηση των περιορισμών
- ποιές είναι οι προϋποθέσεις για την απελευθέρωση
- ποιά είναι τα επόμενα βήματα που πρέπει να γίνουν
- ποιά είναι τα διδάγματα από την διεθνή εμπειρία, ιδιαίτερα από την Λατινική Αμερική, ως προς τις προϋποθέσεις και επιπτώσεις από την απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων

Οι συναλλαγματικοί περιορισμοί επιβάλλονται για να μειώσουν την εξαγωγή κεφαλαίων (ώστε η εγχώριοι αποταμιευτικοί πόροι να είναι διαθέσιμοι για την χρηματοδότηση εγχωρίων επενδύσεων), και για να μειώσουν τις κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων κατά την διάρκεια συναλλαγματικών κρίσεων. Συνήθως επιτυγχάνουν το αντίθετο αποτέλεσμα. Κάθε έλεγχος στην εκροή κεφαλαίων περιορίζει και την εισροή, αποστερώντας την οικονομία από πολύτιμους αποταμιευτικούς πόρους. Επί πλέον οι περιορισμοί καταστρατηγούνται με πολλούς τρόπους, συμπεριλαμβανομένων των υπερτιμολογήσεων εισαγωγών και υποτιμολογήσεων εξαγωγών, καθώς και μέσω της δημιουργίας παράλληλης αγοράς συναλλάγματος.

Ακόμη και όταν οι συναλλαγματικοί περιορισμοί καταστρατηγούνται, επιβάλλουν ένα "φόρο" στις εξωτερικές συναλλαγές, περιορίζουν την πρόσβαση επιχειρήσεων, οργανισμών και ατόμων στις διεθνείς χρηματαγορές, μειώνουν τον ανταγωνισμό στην εγχώρια χρηματαγορά, και αποθαρρύνουν την εισροή κεφαλαίων που είχαν εξαχθεί στο παρελθόν από Έλληνες κατοίκους, ποσό που ανέρχεται σήμερα στα 12 δισ. δολάρια σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία της Bank for International Settlements (BIS), δηλ. τριπλάσιο από τα συναλλαγματικά αποθέματα της Τραπέζης Ελλάδος. Συγχρόνως, οι συναλλαγματικοί

περιορισμοί μειώνουν την ανταγωνιστική θέση των εγχωρίων επιχειρήσεων, οι οποίες υπόκεινται σε γραφειοκρατικές διαδικασίες συναλλαγματικών ελέγχων, στερούνται την πρόσβαση στα εργαλεία κάλυψης του συναλλαγματικού ρίσκου, και δεν μπορούν εύκολα να διεθνοποιηθούν λόγω περιορισμών στην εξαγωγή συναλλάγματος για επενδυτικούς σκοπούς.

Επί πλέον, οι συναλλαγματικοί περιορισμοί έχουν σταθεί σοβαρό εμπόδιο στην ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η εμβάθυνση της αγοράς περιορίστηκε από την έλλειψη τεχνικών διαπραγματεύσεως, πέρα από πράξεις τοις μετρητοίς, που είναι διαδεδομένες στις ανεπτυγμένες αγορές, όπως οι πράξεις προθεσμίας (forward), οι πράξεις με δικαίωμα επιλογής (options) και οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων ή νομισμάτων (swaps). Η έλλειψη της ευελιξίας που προσφέρουν οι συναλλαγές αυτές ασφαλώς περιόρισε, μεταξύ άλλων, την εισροή κεφαλαίων. Για παράδειγμα, οι επενδύσεις κεφαλαίων στην Ελλάδα από ταμεία συντάξεων και άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων του εξωτερικού παρεμποδίζονται από την αδυναμία κάλυψης του συναλλαγματικού ρίσκου μέσω προθεσμιακών ή άλλων πράξεων.

Όλα αυτά αλλάζουν με το Προεδρικό Διάταγμα του περασμένου Μαρτίου που απελευθερώνει την κίνηση κεφαλαίων, και με τις πρόσφατες εγκυκλίους της Τραπεζής Ελλάδος που καθορίζουν ένα πλαίσιο εφαρμογής του νόμου με μία απλή και ενιαία διαδικασία για όλες τις συναλλαγές. Οι Ελληνικές επιχειρήσεις μπορούν τώρα να δανειζονται και να επενδύουν στο εξωτερικό, καλύπτοντας συγχρόνως τον συναλλαγματικό κίνδυνο μέσω προθεσμιακών πράξεων, πράξεων με δικαίωμα επιλογής και συμφωνιών ανταλλαγής νομισμάτων ή επιτοκίων. Συγχρόνως, οι Έλληνες αποταμιευτές καθώς και τα ασφαλιστικά ταμεία, διευρύνουν σημαντικά το φάσμα επιλογών τους έχοντας τώρα πρόσβαση σε τίτλους του εξωτερικού οποιασδήποτε διάρκειας. Η απελευθέρωση αυτή, που ισχύει ήδη για τις χώρες της ΕΟΚ, θα επεκταθεί αυτόματα και στις τρίτες χώρες σε ένα μήνα από σήμερα (30.6.1993), εκτός εάν η Τράπεζα της Ελλάδος αποφασίσει να περιορίσει ορισμένες συναλλαγές. Οι κυριότεροι περιορισμοί που θα συνεχίσουν να υπάρχουν μέχρι 30.6.1994, τόσο προς την ΕΟΚ όσο και προς τρίτες χώρες, είναι ο δανεισμός από κατοίκους σε μη κατοίκους με διάρκεια μικρότερη του έτους, συμπεριλαμβανομένων των βραχυχρόνιων καταθέσεων στο εξωτερικό, και προθεσμιακές πράξεις, πράξεις με δικαίωμα επιλογής, και συμφωνίες ανταλλαγής με διάρκεια μικρότερη των τριών μηνών, που είναι οι κατ'εξοχήν κερδοσκοπικές πράξεις σε περίοδο πιέσεων στο ισοζύγιο πληρωμών.

Όσον αφορά τις προϋποθέσεις για την απελευθέρωση, το πρώτο που πρέπει να τονιστεί είναι ότι η απελευθέρωση της κινήσεως κεφαλαίων στην Ελλάδα και αλλού αποτελεί ένα στοιχείο ενός πολύ ευρύτερου προγράμματος σταθεροποίησης και διαρθρωτικών αλλαγών. Η χρονική στιγμή κατά την οποία συντελείται η απελευθέρωση συνδέεται τόσο με τον βαθμό σταθεροποίησης της οικονομίας που έχει επιτευχθεί (δηλ. με την δημοσιονομική προσαρμογή) όσο και με τον βαθμό απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος και με τους στόχους και τα μέσα άσκησης της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής.

Μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα που χρηματοδοτούνται με πληθωριστικό χρήμα αποτελούν ισχυρό κίνητρο για τους κατοίκους να εξάγουν κεφάλαια στο εξωτερικό ώστε να αποφύγουν τον "φόρο πληθωρισμού". Επομένως, η απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων σημαίνει ότι ο φόρος πληθωρισμού δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως σημαντική πηγή εσόδων για το δημόσιο. Επί πλέον, ακόμη και τα μεγάλα ελλείμματα που χρηματοδοτούνται με μη πληθωριστικό τρόπο, δηλαδή με έκδοση ομολόγων, μπορεί να είναι ασύμβατα με την απελευθέρωση της κινήσεως κεφαλαίων στον βαθμό που το διογκούμενο δημόσιο χρέος δημιουργήσει αμφιβολίες για την ικανότητα της χώρας να εξυπηρετήσει το χρέος αυτό.

Προϋπόθεση επομένως για την απελευθέρωση αποτελεί η σταθεροποίηση της οικονομίας. Η ταχύτητα με την οποία μία χώρα μπορεί να κινηθεί προς πλήρη απελευθέρωση της κινήσεως κεφαλαίων εξαρτάται από:

- (α) τον βαθμό στον οποίο έχει εφαρμόσει την κατάλληλη μακροοικονομική πολιτική προς την κατεύθυνση της μείωσης των ελλειμμάτων και του πληθωρισμού, και
- (β) την προθυμία της να πάρει όλα τα απαραίτητα μέτρα πολιτικής ώστε να αυξηθεί η αξιοπιστία της προθέσεώς της να κάνει τα επόμενα βήματα προς την πλήρη απελευθέρωση χωρίς να υπάρξει έστω και παροδική χαλάρωση της πολιτικής.

Οποιαδήποτε χαλάρωση των προσπαθειών δημοσιονομικής προσαρμογής δεν μεταθέτει απλώς το πρόβλημα στο μέλλον, αλλά το εντείνει, λόγω της συσώρευσης δημοσίου χρέους. Όσο δηλαδή καθυστερεί η προσαρμογή, τόσο αυξάνεται η απαιτούμενη προσαρμογή, διότι η συσώρευση χρέους αυξάνει τα πρωτογενή πλεονάσματα που

απαιτούνται ώστε να καλυφθούν οι τόκοι χωρίς προσφυγή σε περαιτέρω δανεισμό. Ιδιαίτερα σε ένα περιβάλλον όπου οι κινήσεις κεφαλαίων έχουν απελευθερωθεί, το ισοζύγιο πληρωμών είναι ιδιαίτερα ευαίσθητο στις προσδοκίες ως προς την συνέχιση της πολιτικής με την απαιτούμενη ένταση και με το προσδοκόμενο αποτέλεσμα.

Δεύτερη προϋπόθεση για την απελευθέρωση του συναλλάγματος (πέρα από την σταθεροποίηση) είναι η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και η ελεύθερη διαμόρφωση των επιτοκίων στην αγορά. Με την κατάργηση των περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων, το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα πρέπει να προσφέρει πραγματικά επιτόκια που είναι όχι μόνο θετικά αλλά και ανταγωνιστικά με αυτά του εξωτερικού, ώστε να προσελκύσει τους επενδυτές. Πέρα από τα επιτόκια, η απελευθέρωση που έχει συντελεστεί τα τελευταία χρόνια αφορά τους πιστωτικούς περιορισμούς και τις υποχρεωτικές δεσμεύσεις των τραπεζών σε κρατικά χρεώγραφα, που περιόριζαν την δυνατότητα των τραπεζών να προσφέρουν υψηλές αποδόσεις στους αποταμιευτές. Με την κατάργηση των υποχρεωτικών δεσμεύσεων, το δημόσιο παύει να έχει προνομιακή πρόσβαση στις αποταμιεύσεις και πρέπει να χρηματοδοτεί τα ελλείμματά του στην αγορά, με επιτόκια που διαμορφώνονται ελεύθερα από την προσφορά και τη ζήτηση κεφαλαίων. Επίσης, με τον τραπεζικό νόμο του 1992, παύει ο εκτοκισμός δανείων που δεν εξυπηρετούνται για δώδεκα μήνες, αυξάνοντας έτσι την διαφάνεια του συστήματος. Συγχρόνως, οι αυξήσεις κεφαλαίου στις μεγάλες κρατικές τράπεζες με προβληματικό χαρτοφυλάκιο, σε συνδυασμό με τις ιδιωτικοποιήσεις εταιριών που ανήκουν κατά πλειοψηφία σε αυτές, ενισχύουν την ανταγωνιστικότητά τους. Η εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος έχει έτσι προχωρήσει σημαντικά.

Η σχεδόν πλήρης απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος από τις διοικητικές ρυθμίσεις του παρελθόντος συνέβαλλε σημαντικά στην απόφαση για απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων. Η ταυτόχρονη απελευθέρωση του Ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος στα πλαίσια της ενιαίας αγοράς, με την δυνατότητα εγκατάστασης τραπεζών που ελέγχονται από τα κράτη-μέλη προέλευσής τους, δημιουργεί ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον για το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η πρόσφατη απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων διευρύνει σημαντικά το φάσμα των υπηρεσιών που μπορούν να προσφέρουν οι τράπεζες. Σε περίοδο εντεινόμενου ανταγωνισμού λόγω ενιαίας αγοράς, οι τράπεζες καλούνται, επομένως, να επεκτείνουν το πεδίο δράσης τους και να προσαρμοστούν ταχύτατα στα νέα δεδομένα.

Είναι η Ελλάδα έτοιμη για την απελευθέρωση; Ναι, υπό την προϋπόθεση ότι θα συνεχιστεί η περιοριστική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική και οι συγκρατημένες μισθολογικές αυξήσεις. Εξ' άλλου, τα περιθώρια αναβολής απελευθέρωσης είναι πολύ περιορισμένα, αν πρόκειται η Ελλάς να συμμετάσχει στην διαδικασία της ΟΝΕ ως πλήρες μέλος. Η συνθήκη του Maastricht προβλέπει την συμμετοχή του νομίσματος ενός κράτους-μέλους στην στενή ζώνη διακυμάνσεων στο ΜΣΙ (+/- 2.25%) για τουλάχιστον δύο χρόνια σαν προϋπόθεση για την ένταξη στην ΟΝΕ. Δεδομένου ότι η απόφαση για την ένταξη θα ληφθεί στα τέλη του 1996, αυτό σημαίνει ότι μόνο οι χώρες που έχουν παραμείνει στην στενή ζώνη διακυμάνσεων τουλάχιστον κατά την διετία 1995-96 πληρούν αυτό το κριτήριο. Σε καμία περίπτωση όμως η Ελλάς, ή οποιαδήποτε άλλη χώρα-μέλος, θα γινόταν δεκτή στη στενή (ή ακόμα και στην ευρεία) ζώνη διακυμάνσεων του ΜΣΙ διατηρώντας συναλλαγματικούς περιορισμούς.

Το επόμενο βήμα για να διασφαλιστεί η νομισματική και συναλλαγματική σταθερότητα είναι η θεσμοθέτηση της ανεξαρτησίας της κεντρικής τραπεζής. Η ανεξαρτησία της Τραπεζής Ελλάδος, που προβλέπεται στην Συνθήκη του Maastricht, δεν πρέπει να θεωρείται μόνο σαν υποχρέωση που απορρέει από την συνθήκη, αλλά και σαν βασική προϋπόθεση νομισματικής και συναλλαγματικής σταθερότητας. Ηδη ο τραπεζικός νόμος του 1992 προβλέπει τη σταδιακή κατάργηση της νομισματικής χρηματοδότησης των ελλειμμάτων μέχρι 1.1.1994. Αλλά αυτό δεν αρκεί. Βασική προϋπόθεση για την ανεξαρτησία είναι η ανάπτυξη μέσω παρέμβασης της τραπεζής στις αγορές χρήματος και συναλλάγματος ώστε να διευκολύνεται η επίτευξη των στόχων της νομισματικής πολιτικής. Στο νέο πλαίσιο λειτουργίας της Τραπεζής Ελλάδος που πρέπει να θεσμοθετηθεί, η Τ.Ε. θα έχει σαν μόνο στόχο την διατήρηση της εξωτερικής και εσωτερικής αξίας της δραχμής (δηλ. σταθερή ισοτιμία και χαμηλό πληθωρισμό), ενώ το δημόσιο θα είναι αποκλειστικά υπεύθυνο για την χρηματοδότηση των ελλειμμάτων από την αγορά, δηλαδή με τρόπο που δεν αυξάνει τον πληθωρισμό. Η ανεξαρτησία της κεντρικής τραπεζής αποτελεί το τελευταίο βήμα στην σταθεροποίηση και υποβοηθάει την εμπέδωση των θετικών προσδοκιών ως προς την διατήρηση της ισοτιμίας και την μείωση του πληθωρισμού, που αποτελούν τον πρωταρχικό στόχο κάθε ανεξάρτητης κεντρικής τραπεζας.

Η ανεξαρτησία της κεντρικής τραπεζής, σε συνδυασμό με την απελευθέρωση του συναλλάγματος, επιβάλλει πειθαρχία στη νομισματική πολιτική. Η εποχή που οι κυβερνήσεις είχαν την δυνατότητα να αυξάνουν τις δημόσιες δαπάνες προεκλογικά για να

εξυπηρετήσουν στενά κομματικά συμφέροντα έχει περάσει ανεπιστρεπті. Το δημόσιο, έχοντας χάσει την προνομιακή του πρόσβαση στο τραπεζικό σύστημα και στην Τράπεζα της Ελλάδος, δεν έχει εναλλακτικό τρόπο χρηματοδότησης των δαπανών του από την πώληση ομολόγων στο ευρύ κοινό. Ο εξωτερικός δανεισμός περιορίζεται και αυτός, λόγω των πληθωριστικών του επιπτώσεων, σε ένα θεσμικό πλαίσιο όπου η κεντρική τράπεζα είναι ανεξάρτητη και έχει σαν μόνο στόχο την διατήρηση της αξίας του νομίσματος. Σε ένα τέτοιο θεσμικό πλαίσιο, κάθε "λάθος" οικονομικής πολιτικής κοστίζει ακριβά. Η ισοτιμία του νομίσματος είναι καθρέφτης της οικονομικής πολιτικής.

Κλείνοντας, δύο λόγια για την διεθνή εμπειρία από την απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων:

Στις δύο περασμένες δεκαετίες, μία σειρά από αναπτυσσόμενες και βιομηχανικές χώρες απελευθέρωσαν τις κινήσεις κεφαλαίων στα πλαίσια ενός προγράμματος σταθεροποίησης. Ίσως το πιο περίφημο πείραμα (το οποίο απέτυχε) ήταν αυτό που επιχειρήθηκε στις χώρες της Νοτίου Λατινικής Αμερικής (Αργεντινή, Χιλή, και Ουρουγουάη) στα μέσα της δεκατίας του 1970. Παρόμοιες απελευθερώσεις κινήσεων κεφαλαίων επιχειρήθηκαν αργότερα με επιτυχία στην Αγγλία, Γαλλία και Νέα Ζηλανδία (1979-87) και στο Μεξικό (1988-90). Η εμπειρία των χωρών αυτών εμπεριέχει πολλά μαθήματα ως προς τις προϋποθέσεις επιτυχίας της απελευθέρωσης, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις όπου υπήρχαν σημαντικές μακροοικονομικές ανισορροπίες.

Πρώτη διαπίστωση είναι ότι η απελευθέρωση της κινήσεως κεφαλαίων μπορεί να επισπεύσει την διαδικασία σταθεροποίησης επιβάλλοντας μακροοικονομική πειθαρχία. Σε περίπτωση όμως που η πρόοδος της σταθεροποίησης είναι ανεπαρκής, η απελευθέρωση μπορεί να αντιστραφεί, όπως συνέβη στην Αργεντινή, Χιλή και Ουρουγουάη την περασμένη δεκαετία. Και στις τρεις χώρες, η απελευθέρωση του συναλλάγματος συνοδεύτηκε από απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και κατάργηση των ανωτάτων ορίων στα επιτόκια. Η παράλληλη μείωση των ελλειμμάτων επέτρεψε κάποια μείωση της νομισματικής επέκτασης και του πληθωρισμού, ο οποίος όμως παρέμεινε υψηλός. Για να ενισχύσουν την προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού, και οι τρεις χώρες άρχισαν να προανακοινώνουν την διολίσθηση του νομίσματος τους, σε ρυθμό χαμηλότερο από την διαφορά του εγχώριου από τον διεθνή πληθωρισμό ("tablita"). Οι εισροές κεφαλαίων που συνόδευσαν την απελευθέρωση του συναλλάγματος ενίσχυσαν την ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας, οδηγώντας σε

επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου και, τελικά, σε συναλλαγματική κρίση και εγκατάλειψη της tablita το 1981-82.

Η αποτυχία αυτών των προγραμμάτων οφείλεται στην αναντιστοιχία μεταξύ της tablita αφ' ενός και της μακροοικονομικής και εισοδηματικής πολιτικής αφ'ετέρου. Στην Αργεντινή και στην Ουρουγουάη το δημοσιονομικό έλλειμμα δε μειώθηκε σημαντικά. Στην Χιλή η αυτόματη αναπροσαρμογή των μισθών βάσει του παρελθόντος πληθωρισμού οδήγησε, σε περίοδο αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, σε αύξηση των πραγματικών μισθών και επέτεινε την επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου. Αντίθετα, το πιο πρόσφατο πρόγραμμα του Μεξικού πέτυχε να μειώσει τον πληθωρισμό και τα ελλείμματα σε μόνιμη βάση. Στην αρχή της εφαρμογής του προγράμματος, τα εγχώρια επιτόκια παρέμειναν σημαντικά υψηλότερα από τα διεθνή επιτόκια, προκαλώντας σημαντική εισροή κεφαλαίων. Αλλά η εμμονή στην δημοσιονομική προσαρμογή και η εξασφάλιση σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων έπεισαν τελικά τις αγορές για την αξιοπιστία της πολιτικής. Το Μεξικό μπόρεσε έτσι να διαχειριστεί την μετάβαση σε χαμηλά επιτόκια και μονοψήφιο πληθωρισμό χωρίς να επαναφέρει διοικητικούς περιορισμούς στο τραπεζικό σύστημα ή στις κινήσεις κεφαλαίων και χωρίς να υποστεί πιέσεις στο ισοζύγιο πληρωμών. Η επιτυχία της πολιτικής βασίστηκε καθαρά στην εμμονή στην δημοσιονομική εξυγίανση, ώστε να ενισχυθεί η αξιοπιστία της συναλλαγματικής πολιτικής και του στόχου για τον πληθωρισμό. Το εκτεταμένο πρόγραμμα ιδιωτικοποίησης συνέβαλε αποφασιστικά στην επιτυχία του προγράμματος σταθεροποίησης, καθώς τα σημαντικά έσοδα από πωλήσεις κρατικών εταιριών, συμπεριλαμβανομένης της τηλεφωνικής εταιρίας (Telmex), των δύο αερογραμμών (Aeromexico και Mexicana), καθώς και του συνόλου των τραπεζών, (που είχαν εθνικοποιηθεί μόλις το 1982, όταν ξέσπασε η κρίση των χρεών), χρησιμοποιήθηκαν για να αποσύρουν δημόσιο χρέος.