

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΜΠΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ



ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ: ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΜΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

ΓΙΑΝΝΙΑΔΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ Α.Μ. 1208 Μ 089

ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΚΟΣ ΜΑΣΤΡΟΓΙΑΝΝΗΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ



ΑΘΗΝΑ, ΜΑΪΟΣ 2010

Περιεχόμενα

Εισαγωγή – Πρόλογος	3
Θεωρητικό πλαίσιο.....	7
Το βασικό μοντέλο	8
Κινητικότητα Κεφαλαίου και Φόροι.....	10
Επεκτάσεις και προϋποθέσεις	13
Νομικό πλαίσιο Ευρωπαϊκής Ένωσης	15
Ο ρόλος της αμερικανικής οικονομικής στρατηγικής στην απελευθέρωση των κεφαλαιακών ρών.	33
Η πολιτική των ΗΠΑ προς την πολυδιαυλική πολιτική	35
Ο ρόλος της πολυεθνικής επιχείρησης ως φορέας παγκοσμιοποιημένης οικονομικής δράσης	39
Παράγοντες που επηρεάζουν την εγκατάσταση Άμεσων Ξένων Επενδύσεων	42
Οι νέες τάσεις στη δομή του παγκοσμίου εμπορίου	43
Ο ρόλος των επιτοκίων στις κεφαλαιακές ροές.....	45
Θεωρητικό πλαίσιο επιτοκίων και νομισματικής πολιτικής	50
Κεφαλαιακές ροές και Παγκόσμιος Δανεισμός	55
Ο ρόλος των Hedge Funds.....	59
Η κρίση του 1997 στις αναδυόμενες αγορές	62
Η παγκοσμιοποίηση σήμερα.....	63
Επίλογος – Επιστροφή στον προστατευτισμό;.....	68
Βιβλιογραφία.....	73

Εισαγωγή – Πρόλογος

Η πρόσφατη οικονομική κρίση που ξεκίνησε από τις Η.Π.Α. το Νοέμβριο του 2008 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα έχει οξύνει τις κοινωνικές και οικονομικές αντιθέσεις σε όλον τον κόσμο καθώς η δομή του καπιταλιστικού συστήματος είναι τέτοια που δεν επιτρέπει την ύπαρξη διεθνούς οικονομικής τάξης όπως αυτή διαμορφώθηκε μετά το Β Παγκόσμιο Πόλεμο¹.

Ο διαρκής μετασχηματισμός της χρηματοοικονομικής παγκοσμιοποίησης είναι συνέπεια της κατάργησης των περιορισμών στην κίνηση του χρηματικού κεφαλαίου που ίσχυαν στο πλαίσιο του διεθνούς νομισματικού συστήματος του Bretton Woods. Το άνοιγμα των αγορών χρήματος και κεφαλαίου απέκτησε ιδιαίτερη ένταση τις δύο τελευταίες δεκαετίες, μεταβάλλοντας τη λειτουργία τους, αλλά και τον ρόλο τους στο οικονομικό σύστημα και ειδικότερα στη διαδικασία λήψης αποφάσεων πολιτικής και επενδύσεων.²

Οι διαδοχικές νεοφιλελεύθερες κυβερνήσεις τις τελευταίες τρεις δεκαετίες μειώνουν σταθερά την φορολογία του κεφαλαίου ενώ ταυτόχρονα απορυθμίζουν την χρηματιστική αγορά. Από τις αρχές της δεκαετίας του 50 μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 70 η μαζική εκβιομηχάνιση της παραγωγής στη βάση ορθολογιστικών κριτηρίων (φορντισμός) επέτρεψε την συνεχή αύξηση της παραγωγικότητας και την ανάλογη συσσώρευση πλούτου. Το σύστημα ρύθμισης εκείνης της περιόδου, παράλληλα με τον πλουτισμό των κατόχων κεφαλαίου, επέτρεψε και την πραγματική αύξηση εισοδήματος για τους εργαζόμενους. Μέσω των συχνών αυξήσεων μισθών, αποτέλεσμα των διαπραγματεύσεων μεταξύ συνδικάτων και επιχειρηματιών, των συλλογικών συμβάσεων, του συστήματος συνταξιοδότησης και του κοινωνικού κράτους η αγοραστική δύναμη αυξήθηκε παράλληλα με την παραγωγικότητα. Έτσι οι εργαζόμενοι μπόρεσαν για πρώτη φορά να συμμετάσχουν στην μαζική κατανάλωση.

¹ Robert Gilpin: Η πρόκληση του Παγκόσμιου καπιταλισμού, η παγκόσμια οικονομία τον 21^ο αιώνα – 4^η έκδοση, Αθήνα 2008 σ. 72

² Γιώργος Αργεΐτης Χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση Περισσότερη αποτελεσματικότητα ή αστάθεια; http://openitnow.blogspot.com/2008/01/blog-post_7854.html, 10-1-2008

Σαν αποτέλεσμα επήλθε η συνεχής ενδυνάμωση της ζήτησης και ο υψηλός ρυθμός ανάπτυξης των δυτικών οικονομιών για πάνω από είκοσι συνεχόμενα χρόνια. Όμως στα μέσα της δεκαετίας του 70 η παραγωγικότητα της εργασίας άρχισε να φθίνει. Το πετρελαϊκό σοκ του 1974 δεν άργησε να μετατραπεί σε γενικευμένη οικονομική κρίση που σημάδεψε την επερχόμενη δεκαετία. Τα χρόνια που ακολούθησαν αποτέλεσαν μια περίοδο κατεδάφισης του συστήματος ρύθμισης της χρυσής τριακονταετίας από τις κυβερνήσεις Reagan και Thatcher : μετωπική σύγκρουση με τα συνδικάτα που οδήγησε στην αποδυνάμωση τους, μαζικές ιδιωτικοποιήσεις, απορρύθμιση των αγορών και του χρηματιστηρίου, ελαστικοποίηση της αγοράς εργασίας.

Η κυρίαρχη θεώρηση και πολιτική, όσον αφορά την αναγκαιότητα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, στηρίζεται πάνω σε ένα σύνολο υποθέσεων και προσδοκιών, ότι δηλαδή η ελεύθερη κίνηση του χρηματικού κεφαλαίου συμβάλλει: α) στην αποτελεσματικότερη ανακατανομή της αποταμίευσης από τις πλούσιες χώρες στις χώρες που προσφέρουν «πλούσιες» επενδυτικές ευκαιρίες, β) στην αποτελεσματικότερη οργάνωση των ίδιων των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, προσφέροντας ευκαιρίες χαμηλού κόστους δανεισμού, γ) στην ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων για την αποτελεσματικότερη διαχείριση του ρίσκου που δημιουργεί το άνοιγμα των αγορών, δ) στην οικονομική μεγέθυνση και ανάπτυξη των οικονομιών, αποτέλεσμα της αποτελεσματικότερης παγκόσμιας κατανομής της αποταμίευσης, και ε) στην «υγιή» πειθάρχηση των κυβερνήσεων και των νομισματικών αρχών, ώστε να εφαρμόζουν πολιτικές φιλικές προς τις αγορές, μεγιστοποιώντας τις δυνατότητές τους για οικονομική μεγέθυνση.

Ο συνδυασμός των απελευθερωμένων χρηματαγορών και των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών έχει, από πολλούς αναλυτές, ενοχοποιηθεί για την αστάθεια των ίδιων των αγορών χρήματος, τις συχνές διακυμάνσεις και κρίσεις στις αγορές κεφαλαίου, τις πολύ μέτριες μακροοικονομικές επιδόσεις της πλειοψηφίας των αναπτυσσόμενων και αναπτυσσόμενων χωρών. Η μνήμη μας αρχίζει πλέον να γεμίζει από τις χώρες και τις ζώνες χωρών που έχουν δοκιμαστεί από χρηματοπιστωτικές διαταραχές και κρίσεις με σημαντικό οικονομικό και κοινωνικό κόστος. Ηνωμένο Βασίλειο, Μεξικό, Ανατολική Ασία, Λατινική Αμερική, Ρωσία, τελευταία οι ΗΠΑ. Η εμπειρία των τελευταίων δεκαετιών μάς δείχνει ότι η πραγματικότητα είναι σε αντίθεση με τις υποθέσεις και τις υποσχέσεις πολιτικών, οικονομολόγων και διεθνών

οργανισμών, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Παγκόσμια Τράπεζα, ο ΟΟΣΑ, για την αναγκαιότητα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Πρώτον, οι καθαρές κεφαλαιακές ροές έχουν ως κύρια κατεύθυνσή τους τις πλούσιες χώρες. Δεύτερον, τα υψηλά πραγματικά επιτόκια έχουν ανακαταβάλει το εισόδημα από τους δανειζόμενους στους δανειστές, πλήττοντας τις επενδύσεις και την ανάπτυξη. Τρίτον, η ανάπτυξη νέων χρηματοπιστωτικών εργαλείων έχει δημιουργήσει νέες εστίες ρίσκου, αβεβαιότητας και κινδύνου στις αγορές χρήματος, αλλά και στην πραγματική οικονομία. Τέταρτον, η επιθυμητή από τις αγορές πειθαρχία των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών έχει διαμορφώσει μια αντιπληθωριστική εμμονή στην άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής, με κόστος την υψηλή ανεργία. Επιπρόσθετα, οι κυβερνήσεις, στην προσπάθειά τους να διασφαλίσουν αξιοπιστία ως προς τις προθέσεις της πολιτικής τους, αποφεύγουν την εφαρμογή πολιτικών μη αποδεκτών από το εύκολα μετακινούμενο χρηματικό κεφαλαίο.

Οι στατιστικές της διανομής του εισοδήματος μας δίνουν την απάντηση. Υπάρχει σημαντική ανακατανομή εισοδήματος προς όφελος των τραπεζών, των θεσμικών επενδυτών (π.χ. mutual funds, equity funds, hedge funds), των εισοδηματιών, των κατόχων του πλούτου. Είναι συνεπώς απόλυτα φυσιολογικό οι κοινωνικές αυτές ομάδες να εναντιώνονται σε κάθε πολιτική επιθυμία, πολύ περισσότερο σε κάθε πολιτική πρωτοβουλία για αναδόμηση του διεθνούς νομισματικού συστήματος, στον έλεγχο στην κίνηση των κεφαλαίων, στη δημιουργία μιας υπερεθνικής εποπτικής νομισματικής αρχής, στη φορολόγηση της διασυνοριακής ροής του χρηματικού κεφαλαίου. Οι επιλογές αυτές θα περιόριζαν την πολιτική ισχύ και εξουσία τους και τις παγκόσμιες κερδοσκοπικές ευκαιρίες υπερ-πλουτισμού τους.

Ένα σημαντικό ερώτημα είναι αν θα μπορούσε η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση να είχε δημιουργήσει περισσότερη αποτελεσματικότητα και ανάπτυξη. Η απάντηση βρίσκεται στη σφαίρα της οικονομικής φιλοσοφίας και της πολιτικής ιδεολογίας. Όποιος πιστεύει στον φιλελεύθερο μύθο της αγοράς και του ανταγωνιστικού καπιταλισμού τότε απλώς θα ψάχνει στη διαφθορά των κυβερνήσεων, στο διογκωμένο κράτος και στη δυσλειτουργία της αγοράς εργασίας να βρει τις αιτίες της οικονομικής και κοινωνικής αστάθειας που έχει δημιουργήσει η αναπόφευκτη γι' αυτόν- χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση.

Όποιος δεν πιστεύει σε φιλελεύθερους μύθους θα ερμηνεύει την αστάθεια των απελευθερωμένων χρηματοοικονομικών αγορών ως έκφραση της αστάθειας του ίδιου του συστήματος της αγοράς, ως αποτέλεσμα της εξυπηρέτησης συγκεκριμένων συμφερόντων σε βάρος των συμφερόντων της πλειοψηφίας. Ο Keynes είχε ισχυριστεί ότι οι συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές συμπεριφέρονται όπως και οι κριτές στους διαγωνισμούς ομορφιάς, οι οποίοι ψηφίζουν αφού πρώτα έχουν προσπαθήσει να μαντέψουν τη μέση γνώμη για την πιο όμορφη υποψήφια. Η ιδιαιτερότητα της σημερινής εποχής είναι ότι τη μέση γνώμη για τη συμπεριφορά των αγορών, η οποία επηρεάζει τις επιλογές των κυβερνήσεων και των επενδυτών, τη διαμορφώνουν οι θεσμικοί επενδυτές, επιβάλλοντας με τον τρόπο αυτό τις δικές τους πολιτικές και αξίες και τα δικά τους συμφέροντα στο σύνολο του οικονομικού συστήματος.

Η ισχύς των θεσμικών επενδυτών απορρέει από δύο κρίσιμες παραμέτρους της σημερινής δομής του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Πρώτον, το τεράστιο μέγεθος στα κεφάλαια που διαχειρίζονται, η μετακίνηση των οποίων αποσταθεροποιεί ακόμη και τις πιο ισχυρές οικονομίες. Δεύτερον, προσφέροντας υψηλές αποδόσεις συγκεντρώνουν ατομικούς επενδυτές, τους οποίους έχουν σε επενδυτική εγρήγορση, σε αντίθεση με την παθητική συμπεριφορά του τραπεζικού καταθέτη. Η εξέλιξη αυτή οδηγεί στη θεσμοθέτηση της κουλτούρας του διαχειριστή του χρήματος στις σύγχρονες κοινωνίες, δημιουργώντας ένα κύμα φιλελεύθερων αξιών, έναν «πολιτισμό» της αγοράς του χρήματος που δημιουργεί πλούτο για λίγους και ψευδαισθήσεις για πολλούς. Η άσκηση πολιτικών που εξυπηρετούν τη διαχείριση του πλούτου μικρών μειοψηφιών έχει αρνητικές συνέπειες στην απασχόληση, στην οικονομική μεγέθυνση, στο σύνολο του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας.

Η συμπεριφορά του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος τις δύο τελευταίες δεκαετίες αποκαλύπτει τη δομική του δυσλειτουργία. Η συνεχιζόμενη την τελευταία περίοδο νομισματοπιστωτική αστάθεια θέτει την πολιτική, σε εθνικό και διεθνές επίπεδο, μπροστά σε μία από τις πιο σημαντικές προκλήσεις του 21ου αιώνα. Να αξιοποιήσει νέες ιδέες, να υπηρετήσει νέες αξίες και, στη βάση αυτή, να επανασχεδιάσει την αρχιτεκτονική του διεθνούς νομισματικού και πιστωτικού συστήματος με κριτήριο την οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη.

Θεωρητικό πλαίσιο

Οι διεθνείς ροές κεφαλαίου πολλαπλασιάζονται σε όγκο και ποικιλία. Συναντάμε αμοιβαία κεφάλαια, διεθνή τραπεζικό δανεισμό, hedge funds (κερδοσκοπικά αμοιβαία κεφάλαια), αγοραπωλησίες μετοχών και επενδύσεις σε προθεσμιακές αγορές. Ο σύγχρονος παγκοσμιοποιημένος κόσμος παρουσιάζει σήμερα ελάχιστες ηγέτιδες εταιρείες που είναι τοποθετημένες αποκλειστικά στην πατρίδα τους. Υπάρχει λοιπόν κινητικότητα κεφαλαίου και εργασίας με αποτέλεσμα να μεταδίδεται η τεχνολογία, οι δεξιότητες και φυσικά όλοι οι παραγωγικοί συντελεστές.

Τις 3 τελευταίες δεκαετίες έχουν αυξηθεί σε σημαντικό βαθμό οι κεφαλαιακές ροές μεταξύ τόσο των βιομηχανικών χωρών όσο και μεταξύ βιομηχανικών και αναπτυσσόμενων χωρών³. Το αυξημένο επίπεδο της σημερινής παγκοσμιοποίησης φαίνεται από διάφορες αναμφισβήτητες ενδείξεις:

- Το συνολικό διεθνές ύψος του τραπεζικού δανεισμού έχει αυξηθεί στη μισή αξία του ΑΕΠ των βιομηχανικών χωρών
- Ξένοι κατέχουν κρατικά ομόλογα. Το κρατικό χρέος των βιομηχανικών χωρών το κατέχουν ξένοι σε ποσοστό 25%. Το 1997 οι αλλοδαποί κατείχαν το 38% του αμερικανικού χρέους.⁴
- Οι εκδόσεις ομολογιακών και μετοχικών τίτλων του ιδιωτικού τομέα καταφεύγουν συχνότερα στις διεθνείς αγορές, συναλλαγές που συνδέονται με δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Η ολοκλήρωση των αγορών αύξησε και τα διάφορα είδη επενδυτικών οίκων που απέβλεπαν σε ιδιώτες επενδυτές προσφέροντάς τους τεράστια ποικιλία από ελκυστικά επενδυτικά προϊόντα σε όλα τα σημεία της γης. Η αύξηση των κεφαλαιακών ροών δημιουργήθηκε τόσο από παράγοντες της προσφοράς όσο και της ζήτησης. Αυξήθηκαν πολύ οι επενδύσεις στις ανεπτυγμένες χώρες αφενός λόγω των

³ Dermot McAleese Οικονομική για επιχειρησιακές σπουδές (Αριθμός Έκδοσης 372): Ανταγωνισμός, Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση Κεφ. 18 – Κεφαλαιακές ροές και ξένες επενδύσεις σσ. 605-639

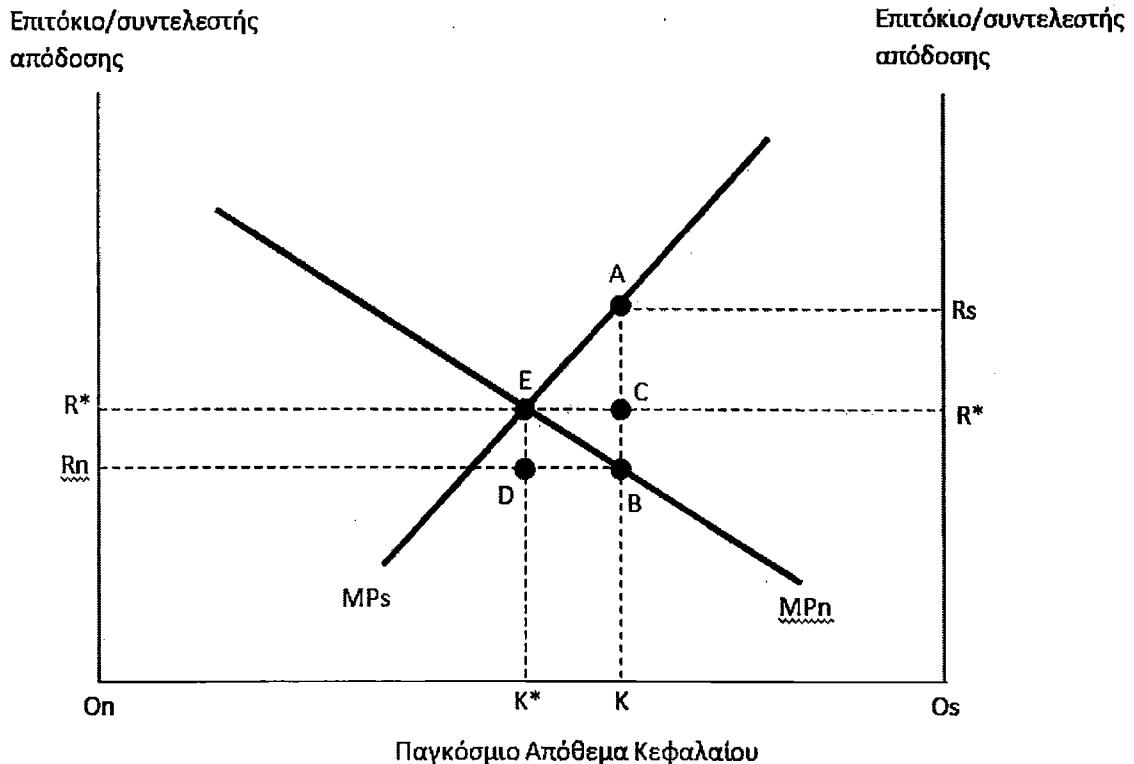
⁴ Bank of international settlements, Annual Report Basel (Ιούνιος 2000), US treasury department, Treasury Bulletin.

υψηλότερων εισοδημάτων στις χώρες αυτές, αφετέρου η υποκατάσταση των συντάξεων του δημοσίου από ιδιωτικούς φορείς. Από την πλευρά της ζήτησης, η πίεση στους διαχειριστές να αποφέρουν ολόένα και μεγαλύτερα κέρδη μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων τους οδήγησε στην αναζήτηση αγορών του εξωτερικού για να επιτύχουν διασπορά του κινδύνου και διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου. Οι κινήσεις αυτές ευνοήθηκαν παράλληλα από την άνθιση της τεχνολογίας και από τη σταδιακή μείωση των φραγμών στις κινήσεις του κεφαλαίου.

Υπήρχαν διάφοροι κλυδωνισμοί στη διεθνή ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών όπως για παράδειγμα στα τέλη της δεκαετίας του '90 με την κρίση στις ασιατικές αγορές όπου οι κεφαλαιακές εισροές μετατράπηκαν γρήγορα σε εκροές και ο αντίκτυπος αυτής της ενέργειας επηρέασε όλο τον πλανήτη.

Οι κυβερνήσεις προσπαθούν να πείσουν τους πολίτες τους να διατηρούν τις αποταμιεύσεις τους εντός των συνόρων αλλά οι ιδιώτες πλέον ορίζοντας οι ίδιοι το προσωπικό τους κέρδος δεν περιορίζονται και προτιμούν τις διεθνείς από τις εγχώριες αγορές.

Το βασικό μοντέλο



Ας υποθέσουμε ότι έχουμε 2 περιοχές, το Βορρά και το Νότο. Το κεφάλαιο έχει χαμηλό ποσοστό απόδοσης στο Βορρά ενώ στο Νότο που είναι πιο σπάνιο δίνει μεγαλύτερες αποδόσεις (ακολουθώντας το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης πάντα). Αν δεν υπάρχουν περιορισμοί στην κινητικότητα του κεφαλαίου, το κεφάλαιο σιγά σιγά θα αρχίσει να ρέει προς το Νότο μέχρι που ο Νότος να σταματήσει να δίνει αυτές τις αποδόσεις και να επιέλθει το νέο σημείο ισορροπίας. Σύμφωνα με τη θεωρία του συγκριτικού πλεονεκτήματος, αυτή η κινητικότητα του κεφαλαίου θα προκαλέσει οικονομική ευημερία καθώς το κεφάλαιο θα χρησιμοποιηθεί εκεί που είναι περισσότερο παραγωγικό, δηλαδή στο Νότο όσον αφορά το συγκεκριμένο παράδειγμα.

Ας εξετάσουμε τώρα το παραπάνω σχήμα: Έστω ότι η παγκόσμια προσφορά χρήματος (κεφαλαίου) είναι η απόσταση $O_n - O_s$ και ότι το κεφάλαιο που διαθέτει ο Βορράς είναι η απόσταση O_nK και το κεφάλαιο του Νότου είναι αντίστοιχα η απόσταση O_sK . Το οριακό προϊόν του κεφαλαιακού αποθέματος του Βορρά και του Νότου απεικονίζονται στις γραμμές αρνητικής κλίσης MP_n και MP_s . Όσο προσθέτουμε κεφάλαιο στο απόθεμα τόσο μειώνεται το οριακό του προϊόν, η οριακή παραγωγικότητα. Στο σημείο O_nK η οριακή απόδοση του κεφαλαίου του Βορρά μετριέται από την απόσταση O_nR_n και στο Νότο αντίστοιχα με κεφάλαιο O_sK με την απόσταση O_sR_s . Παρατηρούμε ότι η ευθεία $O_sR_s > O_nR_n$ πράγμα που σημαίνει ότι το οριακό προϊόν στο Νότο έχει μεγαλύτερη παραγωγικότητα από το Βορρά γιατί στο Νότο είναι πιο σπάνιο.

Αν τώρα υποθέσουμε ότι άρονται οι περιορισμοί στην κινητικότητα του κεφαλαίου το κεφάλαιο θα αρχίσει να ρέει από το Βορρά στο Νότο γιατί εκεί θα βρει μεγαλύτερη απόδοση. Άρα ταυτόχρονα το οριακό προϊόν του Βορρά θα αρχίσει να αυξάνεται και του Νότου να μειώνεται μέχρι να πετύχει το σημείο ισορροπίας στο E (K^*R^*). Στο σημείο αυτό οι αποδόσεις Βορρά και Νότου εξισορροπούνται οπότε το κεφάλαιο δεν έχει πλέον κίνητρο μετανάστευσης. Το εμβαδό του τριγώνου ABE παρουσιάζει το όφελος που προέκυψε από αυτήν την κινητικότητα του κεφαλαίου. Στο σημείο K το οριακό προϊόν για το Βορρά ήταν η απόσταση KB . Με τη μετατόπιση της ίδιας μονάδας στο Νότο παράγεται εκροή KA άρα το όφελος από τη μετατόπιση της μονάδας αυτής από το Βορρά στο Νότο παράγεται όφελος BA . Αυτό συμβαίνει συνέχεια καθόλη την πορεία από το K στο K^* και έτσι προκύπτει στο σημείο

ισορροπίας Ε το τρίγωνο ABE που φανερώνει το σύνολο του οφέλους από την κινητικότητα αυτή.

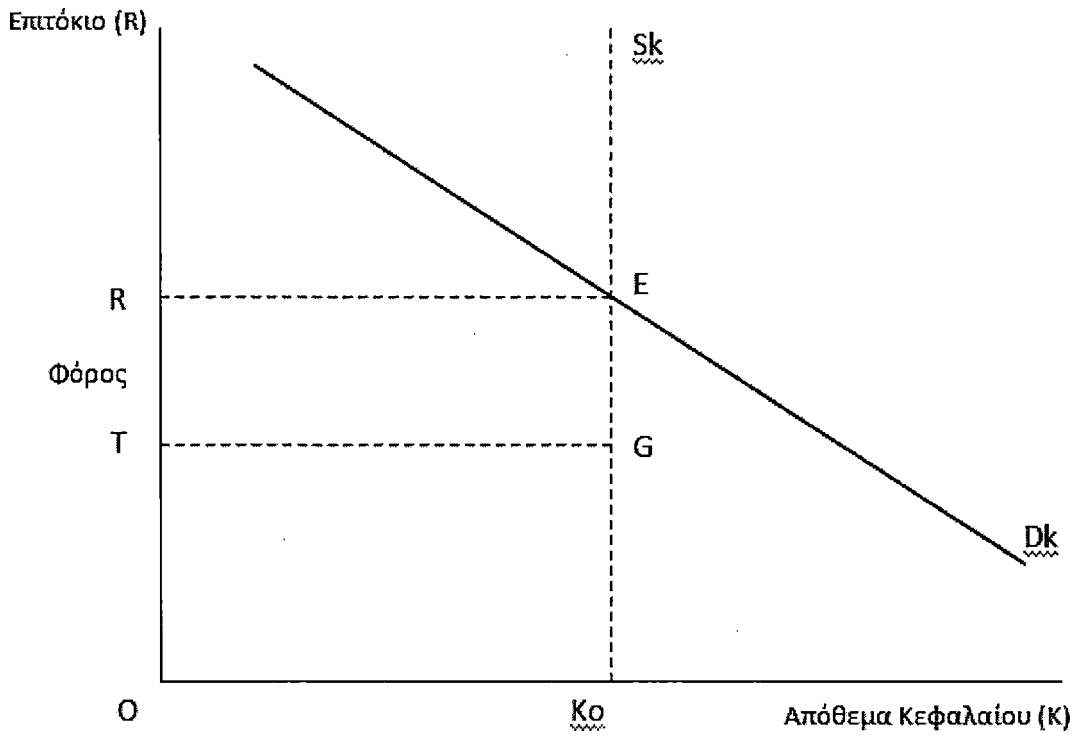
Ο Νότος για να πάρει αυτό το κεφάλαιο K^*K πληρώνει τόκο OR^* ανά μονάδα που αντιστοιχεί συνολικά σε K^*KCE . Αυτό συμβαίνει για κάθε μονάδα μέχρι το σημείο Ε και το σύνολο των οριακών προϊόντων είναι τελικά K^*KAE , επομένως το καθαρό όφελος του Νότου προκύπτει από το τρίγωνο ACE. Ο Βορράς έχει εξάγει στο Νότο K^*K κεφάλαιο για το οποίο έχει εισπράξει K^*KCE από το Νότο. Αν το κεφάλαιο αυτό παρέμενε στο Βορρά θα παρήγαγε μόνο K^*KBE άρα ο Βορράς κέρδισε BCE. Επειδή όμως κέρδισε και ο Νότος το αντίστοιχο ACE τρίγωνο, το συνολικό όφελος αυτής της κινητικότητας ήταν ABE ($CEB + ACE$). Άρα ήταν μια κίνηση αμοιβαίου οφέλους και όχι παιχνίδι μηδενικού αθροίσματος.

Από την πλευρά των κατόχων του κεφαλαίου ωφελούνται σαφώς τα κεφάλαια του Βορρά καθώς αυτά πηγαίνοντας προς το Νότο βρίσκουν μεγαλύτερη απόδοση ενώ οι κεφαλαιοκράτες του Νότου βλέπουν το οριακό προϊόν των κεφαλαίων τους να μικραίνει καθώς δεν είναι πια τόσο σπάνιο με την εισροή των ανταγωνιστικών κεφαλαίων του Βορρά. Στο σχήμα το κεφάλαιο του Νότου μειώνεται κατά $ARsR^*C$ ενώ τα κεφάλαια του Βορρά έχουν πλέον απόδοση R^*EKOn αντί για $RnDK^*On$ και η απόδοση του κεφαλαίου προκύπτει από το εμβαδόν ECBD άρα το συνολικό όφελος είναι $RnBCR^*$. Όσον αφορά τον παραγωγικό συντελεστή εργασία οι εργαζόμενοι του Νότου γίνονται πιο παραγωγικοί λόγω εισροής κεφαλαίου ενώ οι εργαζόμενοι του Βορρά γίνονται αντίστοιχα λιγότερο παραγωγικοί λόγω εκροής κεφαλαίου.

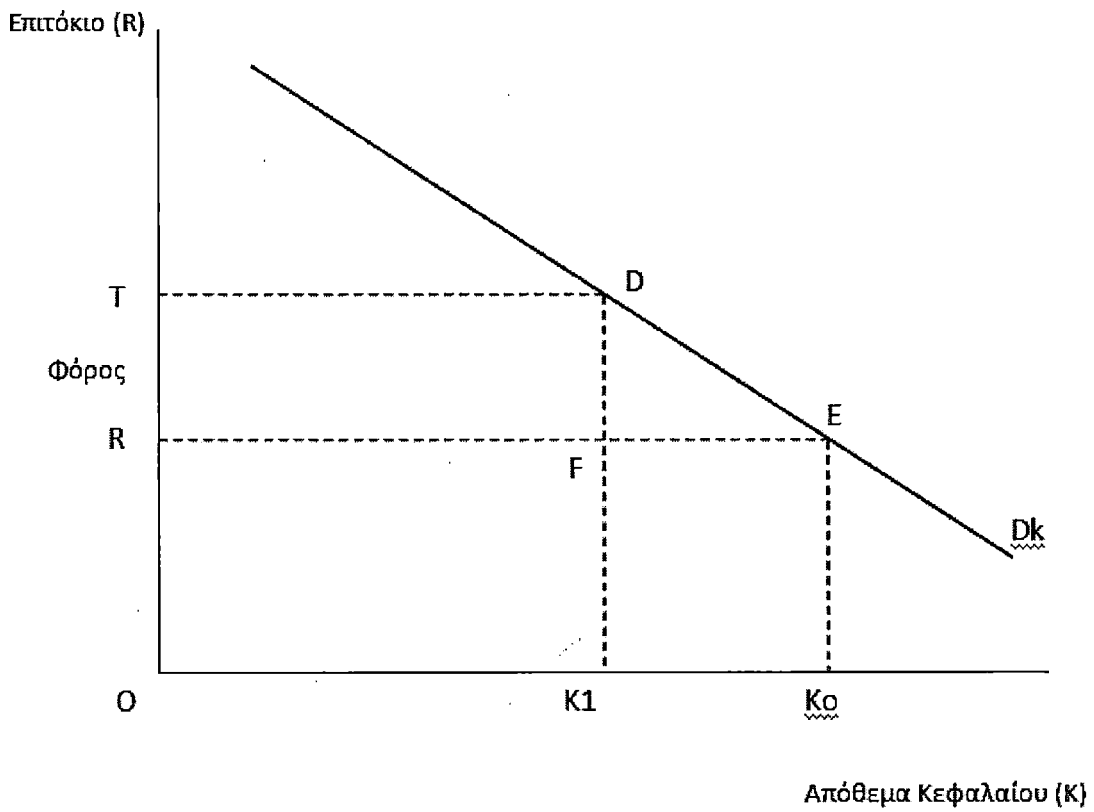
Κινητικότητα Κεφαλαίου και Φόροι

Η κινητικότητα του κεφαλαίου όπως είδαμε δημιουργεί για κάποιες κοινωνικές τάξεις οφέλη και βελτιώνει την οικονομική τους κατάσταση αλλά αντίστοιχα επιδεινώνει τη θέση κάποιων άλλων. Αυτό διορθώνεται από την επιβολή φορολογίας που προκαλεί αναδιανομή του πλούτου εάν και όπου αυτό είναι εφικτό γιατί αφενός δεν είναι σίγουρο ότι θα συμβεί (εξαρτάται από την πολιτική δέσμευση της κυβέρνησης) και αφετέρου η διεθνής κινητικότητα του κεφαλαίου δυσχεραίνει αυτές τις προσπάθειες. Όπως είδαμε και στην εισαγωγή παρά τις προσπάθειες των κυβερνήσεων να διατηρούν τα κεφάλαια εντός συνόρων, οι πολίτες δρώντας καθαρά με γνώμονα το προσωπικό τους όφελος προτιμούν τις διεθνείς αγορές για την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους.

Μηδενική κινητικότητα κεφαλαίου



Διεθνής κινητικότητα κεφαλαίου



Στο πρώτο σχήμα που υποθέτει μηδενική κινητικότητα κεφαλαίου, η απόδοση του κεφαλαίου σε κατάσταση ισορροπίας είναι OR. Αν μπει από το κράτος ένας φόρος RT στα κεφαλαιακά κέρδη και δεν υπάρχει κινητικότητα τότε πράγματι το κεφάλαιο θα φορολογούταν και θα μεταβιβαζόταν από τους κεφαλαιοκράτες σε κάποια άλλα τμήματα του πληθυσμού. Έτσι το κεφαλαιακό απόθεμα θα μπορούσε να θεωρηθεί πάγιο στο σημείο OK και θα προέκυπτε κάθετη καμπύλη προσφοράς KoSk. Το επιτόκιο που θα χρεωνόταν στους δανειστές δε θα μπορούσε να είναι μεγαλύτερο από το OR επειδή η προσφορά θα ξεπερνούσε τη ζήτηση και το ποσοστό απόδοσης θα μειωνόταν. Έτσι ο φόρος επιβαρύνει αποκλειστικά το κεφάλαιο και έχουμε μεταβίβαση REGT από τους κεφαλαιοκράτες προς το κράτος. Μακροπρόθεσμα οι αποταμιεύσεις μπορεί να επηρεάζονται από το φόρο αλλά η ευαισθησία τους στην καθαρή φορολογική επιβάρυνση είναι χαμηλή ακόμα και αν η καμπύλη προσφοράς δεν ήταν εντελώς κάθετη.

Στο δεύτερο σχήμα που παρουσιάζει τη διεθνή κινητικότητα, εγχώρια και ξένα κεφάλαια ανταγωνίζονται για τις ίδιες τοποθετήσεις. Κάθε διαφορά μεταξύ εγχώριου και ξένου επιτοκίου καλύπτεται άμεσα από τον ανταγωνισμό. Επομένως όπου τα επιτόκια είναι μεγαλύτερα, η εισροή των κεφαλαίων τα πιέζει προς τα κάτω και η καμπύλη προσφοράς του κεφαλαίου γίνεται οριζόντια από κάθετη. Το επιτόκιο ισορροπίας OR καθορίζεται από τη διεθνή προσφορά και τη ζήτηση.

Αν λοιπόν επιβληθεί ένας φόρος RT το κεφάλαιο εγκαταλείπει τη χώρα μέχρι η διαφορά $OT - RT = OR$ που ισχύει κάπου αλλού. Με τον τρόπο αυτό αποτυγχάνει ο στόχος της φορολόγησης. Ενώ το κράτος έχει εισπράξει τους φόρους RTDF οι κεφαλαιοκράτες δεν έχουν χάσει εισόδημα. Αυξήθηκε η τιμή του κεφαλαίου για τους εγχώριους δανειολήπτες και μετακυλήστηκε πλήρως ο φόρος. Το μέρος του κεφαλαίου που βρίσκεται στην περιοχή συνεχίζει να κερδίζει υψηλότερη ακαθάριστη απόδοση ενώ το κεφάλαιο που έχει φύγει από τη χώρα κερδίζει το παγκόσμιο ποσοστό απόδοσης. Η εκροή του κεφαλαίου οδήγησε σε απώλεια εθνικής ευημερίας DFE η οποία εκπροσωπεί τις διαταρακτικές συνέπειες του φόρου.

Συνεπώς πρέπει να λαμβάνεται υπόψη για το ποιος πραγματικά πληρώνει το φόρο από τη στιγμή που παρατηρούμε μετακύληση και δεύτερον πρέπει να υπολογίζονται οι επιπτώσεις του φόρου πριν καταλήξουμε σε συμπέρασμα για τις οικονομικές του συνέπειες.

Επεκτάσεις και προϋποθέσεις

Ιστορικά οι κεφαλαιακές ροές από την Ευρώπη έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της Βόρειας και της Νότιας Αμερικής, της Αυστραλίας και της Ασίας όπως και αντίστοιχα μεταπολεμικά τα κεφάλαια των ΗΠΑ έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην ανάκαμψη της κατεστραμμένης Ευρώπης και αργότερα της Κορέας και των αναπτυσσομένων χωρών. Το διαρθρωτικό ταμείο της ΕΕ φροντίζει να μεταφέρεται χρήμα από τον εύπορο πυρήνα της Ένωσης προς τις πιο απομακρυσμένες περιοχές. Η ορθή διαχείριση των εισροών βοηθούν στην ανάπτυξη και τη δημιουργία υποδομών σε μια χώρα που δε διαθέτει αρκετό κεφάλαιο όπως είδαμε και στο κεφάλαιο του βασικού μοντέλου και από τη μεριά των κεφαλαιοκρατών τους προσφέρει ευκαιρίες επενδύσεων αλλά και διασπορά κινδύνου.

Τα κράτη οφείλουν να διαχειρίζονται ορθολογικά τα κεφάλαια που τους προσφέρονται γιατί λόγω της διεθνούς κινητικότητας δεν υπάρχουν δυνατότητες περιορισμού του κεφαλαίου. Επομένως πρέπει να χειρίζονται σωστά τους προϋπολογισμούς τους για να εμπνέουν ασφάλεια στις κεφαλαιαγορές και να μην καταφεύγουν σε σπατάλες γιατί τα κεφάλαια θα αναζητήσουν ασφαλέστερα σημεία τοποθέτησης. Άμεσο αποτέλεσμα της εκροής θα είναι η αύξηση των επιτοκίων και αρνητικές πολιτικές συνέπειες. Αυτό σημαίνει ότι οι κεφαλαιακές ροές επιδρούν στη μακροοικονομική πολιτική επιβάλλοντας μια εξωτερική και απρόβλεπτη τάξη.

Παρά τη διεθνή κινητικότητα του κεφαλαίου ο μεγαλύτερος όγκος του παγκόσμιου κεφαλαίου σχετίζεται με το εσωτερικό των αγορών. Μόνο το 11% των περιουσιακών στοιχείων των συνταξιοδοτικών ταμείων της ΕΕ είναι επενδυμένα εκτός ΕΕ και το αντίστοιχο ποσοστό για τις ΗΠΑ είναι 8%. Ο Ricardo θεωρούσε ότι ένα συναίσθημα *φανταστικής ή πραγματικής ανασφάλειας... ελέγχει τη μετανάστευση του κεφαλαίου και κάνει πολλούς ιδιοκτήτες να είναι ευχαριστημένοι με ένα χαμηλό ποσοστό απόδοσης στη χώρα τους, αντί να αναζητούν μια ευνοϊκότερη τοποθέτηση του πλούτου τους σε κράτη του εξωτερικού*⁵.

Σημαντική είναι η επισήμανση ότι παρά την ανάλυση του βασικού μοντέλου Βορρά – Νότου, η κινητικότητα του κεφαλαίου παρατηρείται μεταξύ των

⁵ D. RICARDO, "Principles of political economy and taxation", στο έργο του P.SRAFFA. *The Works and Correspondence of David Ricardo*, τόμος 1 (Cambridge: Cambridge University Press, 1953), σσ 136-7

βιομηχανικών χωρών γεγονός που θυμίζει το φαινόμενο του ενδοκλαδικού διεθνούς εμπορίου. Οι διαφορετικές τοποθετήσεις του κεφαλαίου και το πλήθος των τομέων που μπορεί να τοποθετηθεί το κεφάλαιο προσφέρει στους κεφαλαιοκράτες διασπορά και αυτή η διαφοροποίηση εξηγεί την κινητικότητα κεφαλαίου μεταξύ των πλουσιών χωρών. Η σύγχρονη τεχνολογία ευνοεί την εύκολη διασπορά ενώ παράλληλα την κάνει και φθηνότερη.

Τα αρνητικά σημεία της διεθνούς κινητικότητας του κεφαλαίου που δεν εμφανίζονται στο βασικό μοντέλο είναι συνοπτικά τα παρακάτω:

1) Η αστάθεια των διεθνών κεφαλαιακών ροών: Οι σημερινές επενδύσεις είναι ρευστές και δεν εγκαθίστανται για μεγάλα χρονικά διαστήματα σε μια χώρα, ότι εισρέει μπορεί κάλλιστα να εκρεύσει γιατί δεν υπάρχει μακροπρόθεσμη δέσμευση καθώς οι κεφαλαιακές ροές παίρνουν τη μορφή μετοχών ή κρατικών ομολόγων που ρευστοποιούνται πιο εύκολα.

2) Οι πληθωριστικές πιέσεις: Οι ξένοι επενδυτές μπορούν να προκαλέσουν ανοδικές τιμές στις μετοχές και στα ακίνητα. Επίσης η αύξηση της προσφοράς χρήματος δυσκολεύει τις αντιπληθωριστικές προσπάθειες της κυβέρνησης της χώρας υποδοχής.

3) Βραχυπρόθεσμες μεταβολές συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι κεφαλαιακές ροές μπορεί επίσης να οδηγήσουν σε στρεβλώσεις τιμών και σε λανθασμένες εμπορικές και επενδυτικές αποφάσεις. Για το λόγο αυτό πολλές χώρες επιβάλλουν περιορισμούς στις κεφαλαιακές ροές. Για παράδειγμα η Κίνα λόγω αυτών των περιορισμών κατάφερε να αποφύγει μεγάλο μέρος της Ασιατικής κρίσης της δεκαετίας του 90 που αντιμετώπισαν οι υπόλοιπες χώρες της περιοχής.

4) Αποδυνάμωση της φορολογικής βάσης της χώρας. Οι κυβερνήσεις αναγκάζονται λόγω της ανταγωνιστικότητας μεταξύ τους να προσφέρουν υπερβολικά κίνητρα στους ξένους επενδυτές χαμηλώνοντας πολύ τη φορολογία σε σημεία όμως που μπορεί να αποβεί επιζήμιο.

Νομικό πλαίσιο Ευρωπαϊκής Ένωσης⁶

Η ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων

Ξεκινώντας το 1960, ακόμη και πριν από τη δημιουργία της κοινής αγοράς, τα ευρωπαϊκά κράτη μέλη έλαβαν μέτρα υπέρ της θέσπισης της ελεύθερης κυκλοφορίας κεφαλαίων. Το 1988, με την οδηγία 88/361, επιτεύχθηκε η γενική ελευθέρωση μεταξύ των κρατών μελών της ΕΕ. Η οικονομική και νομισματική ένωση συνέχισε την ελευθέρωση αυτή με την κατάργηση της ρήτρας διασφάλισης εντός της ζώνης του ευρώ.

ΝΟΜΙΚΗ ΒΑΣΗ

Άρθρα 56 έως 60 της συνθήκης ΕΚ.

ΣΤΟΧΟΙ

Άρση όλων των περιορισμών των κινήσεων κεφαλαίων μεταξύ κρατών μελών και μεταξύ κρατών μελών και τρίτων χωρών (στη δεύτερη περίπτωση με τη δυνατότητα λήψης μέτρων διασφάλισης σε έκτακτες περιστάσεις).

Η ελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων θα πρέπει να συμβάλει στην εγκαθίδρυση της ενιαίας αγοράς, ενθαρρύνοντας τις άλλες ελευθερίες (κυκλοφορία προσώπων, αγαθών και υπηρεσιών).

Θα πρέπει επίσης να ενθαρρύνει την οικονομική πρόοδο επιτρέποντας την αποδοτική επένδυση των κεφαλαίων.

ΕΠΙΤΕΥΓΜΑΤΑ

Α. Πρώτες απόπειρες (πριν από την ενιαία αγορά)

1. Τα πρώτα κοινοτικά μέτρα

Είχαν περιορισμένο πεδίο εφαρμογής.

— Μια οδηγία του 1960 η οποία τροποποιήθηκε το 1962 ελευθέρωσε άνευ όρων:

⁶Επίσημη ιστοσελίδα Ευρωπαϊκής Ένωσης:

http://infoeuropa.sliven.bg/eu_fact_sheets/intro/article_7138_el.htm

- τις άμεσες επενδύσεις·
- τα βραχυπρόθεσμα ή μεσοπρόθεσμα δάνεια για εμπορικές συναλλαγές·
- τις αγορές τίτλων διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο.

2. Μονομερή εθνικά μέτρα

Ορισμένα κράτη μέλη αποφάσισαν να μην αναμένουν τη λήψη κοινοτικών αποφάσεων και κατάργησαν σχεδόν όλους τους περιορισμούς στις κινήσεις κεφαλαίων:

- η Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Γερμανίας το 1961·
- το Ηνωμένο Βασίλειο το 1979·
- οι χώρες της Μπενελούξ, μεταξύ τους, το 1980.

B. Περαιτέρω ελευθέρωση και ολοκλήρωσή της στο πλαίσιο της ενιαίας αγοράς

1. Περαιτέρω πρόοδος

Μόνο με την έλευση της ενιαίας αγοράς, σχεδόν 20 έτη αργότερα, δόθηκε νέα ώθηση στην πρόοδο που είχε ξεκινήσει την περίοδο 1960–1962. Δύο οδηγίες, το 1985 και το 1986, επέκτειναν την άνευ όρων ελευθέρωση:

- στα μακροπρόθεσμα δάνεια για εμπορικές συναλλαγές·
- στις αγορές τίτλων μη διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο.

2. Γενική ελευθέρωση

Η ελευθέρωση ολοκληρώθηκε με την **οδηγία 88/361** της 24ης Ιουνίου 1988, που κατάργησε όλους τους εναπομείναντες περιορισμούς των κινήσεων κεφαλαίων μεταξύ κατοίκων των κρατών μελών την 1η Ιουλίου 1990. Ως αποτέλεσμα, η ελευθέρωση επεκτάθηκε στις νομισματικές ή οιονεί νομισματικές συναλλαγές, που θα

μπορούσαν να έχουν τον μεγαλύτερο αντίκτυπο στις εθνικές νομισματικές πολιτικές, όπως δάνεια, καταθέσεις σε συνάλλαγμα ή συναλλαγές τίτλων.

Η οδηγία συμπεριλάμβανε **ρήτρα διασφάλισης** που επέτρεπε στα κράτη μέλη να λαμβάνουν προστατευτικά μέτρα όταν βραχυπρόθεσμες κινήσεις κεφαλαίων εξαιρετικού ύψους διατάρασσαν σοβαρά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. όμως, αυτά τα μέτρα εφαρμόζονταν μόνο σε περιορισμένους τύπους συναλλαγών και δεν μπορούσαν να διαρκέσουν πάνω από έξι μήνες.

Επέτρεπε επίσης σε ορισμένες χώρες να διατηρούν **μόνιμους περιορισμούς**, κυρίως των βραχυπρόθεσμων κινήσεων, αλλά μόνο για συγκεκριμένη περίοδο: Ιρλανδία, Πορτογαλία και Ισπανία μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 1992 και Ελλάδα μέχρι τις 30 Ιουνίου 1994.

Γ. Το οριστικό σύστημα

1. Αρχή

Η συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση εισήγαγε διατάξεις στη συνθήκη της Ρώμης που θεσπίζουν νέο σύστημα. Η κύρια αρχή (άρθρο 56) απαγορεύει οποιονδήποτε περιορισμό των κινήσεων κεφαλαίων και των πληρωμών.

Οι **εξαιρέσεις** περιορίζονται σε μεγάλο βαθμό στις **κινήσεις με τρίτες χώρες** και υπόκεινται σε κοινοτική απόφαση. Πέρα από τη δυνατότητα διατήρησης των εθνικών ή κοινοτικών μέτρων που ίσχυαν στις 31 Δεκεμβρίου 1993 όσον αφορά τις άμεσες επενδύσεις και ορισμένες άλλες συναλλαγές, το Συμβούλιο μπορεί να:

- λάβει νέα μέτρα σχετικά με αυτές τις συναλλαγές·
- λάβει μέτρα διασφάλισης για περίοδο που δεν υπερβαίνει τους έξι μήνες σε περίπτωση σοβαρών δυσχερειών στη λειτουργία της οικονομικής και νομισματικής ένωσης·
- λάβει έκτακτα μέτρα έπειτα από απόφαση στο πλαίσιο της κοινής εξωτερικής πολιτικής και πολιτικής ασφάλειας για τον περιορισμό των οικονομικών σχέσεων με μια χώρα·

— αναλάβει δράση προς στήριξη εθνικών μέτρων έναντι χώρας για σοβαρούς πολιτικούς λόγους ή σε κατάσταση έκτακτης ανάγκης.

Οι μόνοι **περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίων γενικά**, συμπεριλαμβανομένων των κινήσεων εντός της Ένωσης, που μπορούν να αποφασίσουν να εφαρμόσουν τα κράτη μέλη, είναι:

— μέτρα για την αποφυγή παραβάσεων των εθνικών νομοθετικών διατάξεων, ιδίως στον τομέα της φορολογίας και της προληπτικής εποπτείας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών·

— διαδικασίες δήλωσης των κινήσεων κεφαλαίων για λόγους διοικητικής ή στατιστικής ενημέρωσης·

— μέτρα υπαγορευμένα από λόγους δημόσιας τάξης ή δημόσιας ασφάλειας.

Το άρθρο 226 της συνθήκης ΕΚ ορίζει ότι «αν η Επιτροπή κρίνει ότι ένα κράτος μέλος έχει παραβεί υποχρέωσή του εκ της παρούσας Συνθήκης, διατυπώνει αιτιολογημένη γνώμη επί του θέματος, αφού προηγουμένως παρέχει τη δυνατότητα στο κράτος αυτό να διατυπώσει τις παρατηρήσεις του. Αν το κράτος δεν συμμορφωθεί με τη γνώμη αυτή εντός της προθεσμίας που του τάσσει η Επιτροπή, δύναται η τελευταία να προσφύγει στο δικαστήριο». Η εκτέλεση των αποφάσεων του Δικαστηρίου διέπεται από το άρθρο 228 της συνθήκης ΕΚ.

Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: η διαδικασία Lamfalussy — γένεση και εφαρμογή στην πράξη

Η διαδικασία Lamfalussy έχει ως στόχο να απλουστεύσει και να επιταχύνει την κοινοτική νομοθετική διαδικασία στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στο πλαίσιο ενός σχεδίου τεσσάρων επιπέδων. Η διαδικασία προβλέπει ότι τα θεσμικά όργανα της ΕΕ υπό την Επιτροπή ασχολούνται πλέον μόνο με τον ορισμό του πολιτικού πλαισίου της νομοθεσίας. Η επεξεργασία των τεχνικών και αναλυτικών εκτελεστικών διατάξεων γίνεται, αντίθετα, από την Επιτροπή με την υποστήριξη τεσσάρων τεχνικών επιτροπών.

ΝΟΜΙΚΗ ΒΑΣΗ

- 11 Μαΐου 1999: Έγκριση του προγράμματος δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή [COM(1999) 232]
- 6 Ιουνίου 2001: Απόφαση 2001/528/ΕΚ της Επιτροπής για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής κινητών αξιών (ESC)
- 6 Ιουνίου 2001: Απόφαση 2001/527/ΕΚ για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών (CESR)
- Μάρτιος 2002: Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο εγκρίνει την καθιέρωση της διαδικασίας Lamfalussy για τον τομέα των κινητών αξιών
- Δεκέμβριος 2002: Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφασίζει την επέκταση της διαδικασίας Lamfalussy σε ολόκληρο τον χρηματοοικονομικό τομέα
- 5 Νοεμβρίου 2003: Απόφαση 2004/10/ΕΚ της Επιτροπής για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής τραπεζών (EBC)
- 5 Νοεμβρίου 2003: Απόφαση 2004/5/ΕΚ της Επιτροπής για τη σύσταση της επιτροπής ευρωπαϊκών αρχών τραπεζικής εποπτείας (CEBS)
- 5 Νοεμβρίου 2003: **Απόφαση 2004/9/ΕΚ της Επιτροπής για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων (EIOPS)**
- 5 Νοεμβρίου 2003: Απόφαση 2004/6/ΕΚ της Επιτροπής για τη σύσταση της επιτροπής ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων (CEIOPS)
- 9 Μαρτίου 2005: οδηγία 2005/1/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τροποποίηση των οδηγιών 73/239/ΕΟΚ, 85/611/ΕΟΚ, 91/675/ΕΟΚ, 92/49/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου καθώς επίσης των οδηγιών 94/19/ΕΚ, 98/78/ΕΚ, 2000/12/ΕΚ, 2001/34/ΕΚ, 2002/83/ΕΚ και 2002/87/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου με σκοπό τη θέσπιση νέας οργανωτικής

διάρθρωσης των αρμόδιων επιτροπών στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών

— 17 Ιουλίου 2006: Απόφαση 2006/512/ΕΚ του Συμβουλίου για την τροποποίηση της απόφασης 1999/468/ΕΚ περί καθορισμού των όρων άσκησης των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Επιτροπή

ΓΕΝΕΣΗ

Με αφετηρία τη διαπίστωση ότι η υφιστάμενη κανονιστική και νομοθετική δομή αποτελεί εμπόδιο για την ανάπτυξη και τη θέση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών στον ανταγωνισμό, το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών συνέστησε τον Ιούλιο του 2000 επιτροπή σοφών υπό την προεδρία του βαρόνου Alexandre Lamfalussy για την αξιολόγηση της κατάστασης αυτής.

Η επιτροπή πρότεινε μια σειρά μεταρρυθμιστικών μέτρων που βασίζονται σε ένα πρότυπο τεσσάρων επιπέδων που είναι έκτοτε γνωστό ως διαδικασία Lamfalussy. Στόχος της καθιέρωσης της διαδικασίας αυτής είναι να απλουστευθεί και να επιταχυνθεί η νομοθετική διαδικασία της ΕΕ στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Τον Μάρτιο του 2002, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ενέκρινε τη διαδικασία Lamfalussy για τον τομέα των κινητών αξιών με στόχο την εμπρόθεσμη υλοποίηση του προγράμματος δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (Financial Service Action Plan, FSAP).

Τον Δεκέμβριο του 2002 το Συμβούλιο αποφάσισε να επεκτείνει τη διαδικασία Lamfalussy σε ολόκληρο τον χρηματοπιστωτικό τομέα της ΕΕ, δηλαδή και στις τράπεζες, τον ασφαλιστικό τομέα και τις επαγγελματικές συντάξεις.

Οι τεχνικές επιτροπές που συστάθηκαν ειδικά για το σκοπό αυτό, αποτελούνται από υψηλόβαθμους εκπροσώπους των εθνικών Υπουργείων Οικονομικών υπό την ηγεσία της Επιτροπής και έχουν μόνο συμβουλευτικό ρόλο όσον αφορά τις τεχνικές εκτελεστικές διατάξεις. Η εργασία αυτών των τεχνικών επιτροπών χαρακτηρίζεται επιπέδου 2 της διαδικασίας Lamfalussy.

Με τη διαδικασία Lamfalussy συστάθηκαν και επιτροπές εμπειρογνομόνων που είναι υπεύθυνες για την ανταλλαγή πληροφοριών εποπτείας, τη συνεπή εφαρμογή της

ευρωπαϊκής νομοθεσίας μέσω της θέσπισης προτύπων και κατευθυντηρίων γραμμών και τη σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών στην ευρωπαϊκή αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Η εργασία αυτών των επιτροπών εμπειρογνομόνων χαρακτηρίζεται επιπέδου 3.

Οι επιτροπές εμπειρογνομόνων αποτελούνται από υψηλόβαθμα μέλη των εθνικών εποπτικών αρχών. Εκτός αυτού, στην επιτροπή τραπεζικής εποπτείας ανήκουν και εκπρόσωποι των εθνικών κεντρικών τραπεζών.

	Τεχνικές επιτροπές (επίπεδο 2)	Επιτροπές εμπειρογνομόνων (επίπεδο 3)
Τομέας:		
Κινητές αξίες	Ευρωπαϊκή επιτροπή κινητών αξιών (European Securities Committee, ESC)	Ευρωπαϊκή επιτροπή ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών (Committee of European Securities Regulators, CESR)
Τραπεζικός τομέας	Ευρωπαϊκή επιτροπή τραπεζών (European Banking Committee, EBC)	Επιτροπή ευρωπαϊκών αρχών τραπεζικής εποπτείας (Committee of European Banking Supervisors, CEBS)
Ασφαλιστικός τομέας και επαγγελματικές συντάξεις	Ευρωπαϊκή επιτροπή ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Committee, EIOPC)	Επιτροπή ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS)

ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ

A. Επίπεδο 1: Νομοθεσία πλαίσιο

Μετά από πρόταση της Επιτροπής, το Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο εγκρίνουν μαζί τη νομική πράξη με τη διαδικασία της συναπόφασης.

B. Επίπεδο 2: Εκτελεστικές διατάξεις

Σχεδιασμός μέτρων εφαρμογής στο πλαίσιο του περιθωρίου που ορίστηκε στο επίπεδο 1 και έγκρισή τους επί τη βάση της τροποποιημένης διαδικασίας επιτροπολογίας με την υποστήριξη των τεχνικών επιτροπών που έχουν συσταθεί για αυτόν ακριβώς τον σκοπό.

Κατά το στάδιο αυτό η Επιτροπή μεριμνά ώστε να πραγματοποιείται εντατική ανταλλαγή πληροφοριών με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και εξασφαλίζει ότι λαμβάνονται δεόντως υπόψη τα συμφέροντά του.

Με τη μεταρρύθμιση της επιτροπολογίας το έτος 2006 ικανοποιείται το θεμελιώδες αίτημα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου για μεγαλύτερο δημοκρατικό έλεγχο των μέτρων του επιπέδου 2. Το Κοινοβούλιο το θεώρησε αυτό απαραίτητο διότι στο πλαίσιο της επιτροπολογίας συνέβαινε όλο και πιο συχνά να θεσπίζονται όχι μόνο εκτελεστικές διατάξεις, αλλά και μέτρα που από άποψη περιεχομένου θα μπορούσαν να συνιστούν παρέμβαση στις διατάξεις της βασικής νομικής πράξης.

Στην ουσία η μεταρρύθμιση καθιερώνει εκτός από τις τρεις υφιστάμενες διαδικασίες επιτροπολογίας και μια τέταρτη διαδικασία (κανονιστική διαδικασία με έλεγχο) στην οποία το Κοινοβούλιο αποκτά δικαίωμα λόγου κατά τη θέσπιση εκτελεστικών διατάξεων.

Πριν από τη μεταρρύθμιση εισήχθησαν για τον σκοπό αυτόν από το Κοινοβούλιο στις βασικές νομικές πράξεις οι επονομαζόμενες ρήτρες λήξης ισχύος. Πρόκειται για έναν περιορισμό των αρμοδιοτήτων της Επιτροπής να εκδίδει εκτελεστικές διατάξεις. Η ρήτρα προέβλεπε ότι αυτές οι αρμοδιότητες εκπνέουν τέσσερα έτη μετά την έναρξη ισχύος ενός συγκεκριμένου νόμου πλαίσιο στο επίπεδο 1 εφόσον το Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο δεν παρατείνουν την περίοδο ισχύος της εκχώρησης αρμοδιοτήτων από την Επιτροπή.

Γ. Επίπεδο 3: Εφαρμογή των μέτρων των επιπέδων 1 και 2

Οι επιτροπές εμπειρογνομόνων (CESR, CEBS, CEIOPS) συντονίζουν τη συνεπή και ενιαία εκτέλεση και εφαρμογή των κανόνων στα επίπεδα 1 και 2 στα κράτη μέλη με τη δημιουργία προδιαγραφών και κατευθυντηρίων γραμμών με στόχο την εναρμόνιση της εποπτικής πρακτικής στην ευρωπαϊκή αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Δ. Επίπεδο 4: Παρακολούθηση της εκτέλεσης των μέτρων στα επίπεδα 1 και 2

Σε περίπτωση παραβίασης του κοινοτικού δικαίου η Επιτροπή λαμβάνει μέτρα για την επιβολή της νομοθεσίας. Αυτό ονομάζεται επίπεδο 4 της διαδικασίας Lamfalussy.

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

Οι εμπειρίες από τη διαδικασία Lamfalussy έχουν αποτελέσει αντικείμενο αμφισβήτησης. Κατά την εφαρμογή της στην πράξη παρουσιάστηκαν ιδίως τα εξής προβλήματα:

A. Τήρηση του χρονοδιαγράμματος του σχεδίου δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες

Έτσι, για παράδειγμα, σε ορισμένες περιπτώσεις χορηγήθηκε, με σκοπό την επίσπευση των εργασιών της ευρωπαϊκής επιτροπής ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών (CESR) στο επίπεδο 2, εντολή στην CESR πριν από την οριστική ψήφιση της αντίστοιχης νομικής πράξης στο επίπεδο 1 και ως εκ τούτου πραγματοποιούνταν ενέργειες ταυτόχρονα στα επίπεδα 1 και 2. Αυτό κατέστησε δυνατό μεταξύ άλλων να γίνουν πιο γρήγορα διαπραγματεύσεις με παράγοντες της αγοράς. Ωστόσο αυτός ο τρόπος δράσης αποτέλεσε αντικείμενο σφοδρής κριτικής αφού δεν είναι δυνατό να εκπονηθούν εκτελεστικές διατάξεις (επίπεδο 2) πριν καθοριστούν με ακρίβεια και οριστικά ο στόχος, το εύρος και το περιεχόμενο της νομοθεσίας πλαισίου (επίπεδο 1).

B. Δίκαιες διαβουλεύσεις με τους παράγοντες της αγοράς

Οι παράγοντες της αγοράς θεωρούν ότι οι δυνάμεις της αγοράς δεν έχουν δυνατότητα άσκησης επιρροής και η συμμετοχή τους στις διαβουλεύσεις του επιπέδου 2 και η συνεισφορά τους στην εκπόνηση των κανόνων είναι ανεπαρκείς. Εκτός αυτού επισημαίνεται ότι δεν δίδεται αρκετή προσοχή στις επιπτώσεις των νέων κανόνων ιδίως όσον αφορά τις δαπάνες που συνεπάγονται.

Σε πολλές περιπτώσεις η διάρκεια των διαβουλεύσεων θεωρήθηκε πολύ μικρή, πράγμα που καθιστά δυσκολότερη τη συναίνεση των παραγόντων της αγοράς. Δίδεται υπερβολικό βάρος στην επίσπευση της νομοθετικής διαδικασίας, και μάλιστα σε βάρος της ποιότητας του αποτελέσματος.

Στο μεταξύ διεξάγονται εντατικότερες διαβουλεύσεις με τους παράγοντες της αγοράς στα επίπεδα 1 και 2. Τα θεσμικά όργανα της ΕΕ διαθέτουν πολλά επίσημα και ανεπίσημα όργανα για την επικοινωνία με τους εμπειρογνώμονες της αγοράς, τα οποία προσφέρουν τη δυνατότητα συγκέντρωσης πληροφοριών και γνώμων καθ' όλη τη διάρκεια της νομοθετικής διαδικασίας.

Γ. Ειδικά νομικά και θεσμικά προβλήματα (επιλογή των νομικών μέσων/επιρροή του Κοινοβουλίου)

Εντατικές συζητήσεις προκαλεί κυρίως το θέμα του δημοκρατικού ελέγχου και της δημοκρατικής νομιμοποίησης των επιτροπών εμπειρογνομένων στο επίπεδο 3. Επικρατεί ανησυχία ότι η κατανομή αρμοδιοτήτων μεταξύ του επιπέδου 1 και των επομένων επιπέδων θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά την ισορροπία μεταξύ των θεσμικών οργάνων της ΕΕ, εάν το Συμβούλιο και το Κοινοβούλιο συμμετέχουν αποκλειστικά και μόνο στο επίπεδο 1 της νομοθεσίας ενώ ο καθορισμός των τεχνικών λεπτομερειών ανατίθεται στην Επιτροπή με την υποστήριξη των τεχνικών επιτροπών.

Δ. Βαθμός ανάλυσης των κανόνων στη νομοθεσία πλαίσιο

Δεν είναι απλή η διάκριση μεταξύ των πεδίων αρμοδιοτήτων των επιπέδων 1 και 2 όσον αφορά το πόσο αναλυτικοί είναι οι κανόνες.

Για εξαιρετικά τεχνικούς τομείς ο βαθμός της ανάλυσης αυξάνεται με αποτέλεσμα να μπορεί η νομοθεσία πλαίσιο να περιλαμβάνει τεχνικές πτυχές οι οποίες βασικά ανήκουν στο επίπεδο 2. Εκτός αυτού, το να υπάρχουν υπερβολικά πολλές

λεπτομέρειες στο επίπεδο 1 έρχεται σε σύγκρουση με το στόχο μιας πιο γρήγορης και ευέλικτης νομοθετικής διαδικασίας.

Όσο πιο γενικά διατυπωμένη είναι δηλαδή η νομοθεσία πλαίσιο και όσο περισσότεροι αναλυτικοί κανόνες μεταφέρονται για έγκριση στο επίπεδο 2, τόσο πιο εύκολη θα είναι μελλοντικά —αν δεν αλλάξει τίποτε άλλο— η προσαρμογή των διατάξεων στην εξέλιξη της αγοράς και σε νέες απαιτήσεις ως προς τη νομοθεσία. Αυτό όμως προϋποθέτει ότι θα αφαιρεθεί από την τακτική νομοθετική διαδικασία ένα κατά το δυνατόν μεγάλο μέρος εργασίας με αποτέλεσμα να έχουν το Κοινοβούλιο και τα κράτη μέλη μικρότερη άμεση επιρροή στη διαμόρφωση της νομοθεσίας για τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: σημαντική νομοθεσία

Τον Μάιο του 1999 η Επιτροπή παρουσίασε το πρόγραμμα δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (Financial Services Action Plan, FSAP), που περιλαμβάνει χρονοδιάγραμμα και συγκεκριμένα μέτρα για τη δημιουργία μιας λειτουργικής εσωτερικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Πρόκειται για 42 συνολικά μέτρα που έχουν ως στόχο την εναρμόνιση των διατάξεων των κρατών μελών που αφορούν τις συναλλαγές κινητών αξιών, τον τραπεζικό τομέα και τους τομείς των ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων. Για την εκτέλεση αυτών των μέτρων χρησιμοποιείται η αποκαλούμενη διαδικασία Lamfalussy (*3.4.3). Το Συμβούλιο θεωρεί το FSAP οργανικό τμήμα της ατζέντας της Λισσαβόνας.

ΝΟΜΙΚΗ ΒΑΣΗ

— 11 Μαΐου 1999: έγκριση του προγράμματος δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή [COM(1999) 232]

— 21 Απριλίου 2004: οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/EOK και 93/6/EOK του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/EOK του Συμβουλίου

— 14 Ιουνίου 2006: οδηγία 2006/49/EK για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων

— 13 Νοεμβρίου 2007: οδηγία 2007/64/EK για τις υπηρεσίες πληρωμών στην εσωτερική αγορά, την τροποποίηση των οδηγιών 97/7/EK, 2002/65/EK, 2005/60/EK και 2006/48/EK, και την κατάργηση της οδηγίας 97/5/EK

ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

A. Οδηγία για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων

1. Στόχος

Στόχος της οδηγίας για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων είναι η καθιέρωση ενός σύγχρονου νομικού πλαισίου ικανού να λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο για τα πιστωτικά ιδρύματα και τις επιχειρήσεις επενδύσεων εντός της ΕΕ, που θα πληροί τις διατάξεις της Βασιλείας II για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις.

Η μεταφορά της οδηγίας θα αποβεί προς όφελος τόσο της οικονομίας της ΕΕ όσο και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και θα έχει πλεονεκτήματα για τις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές.

2. Περιεχόμενο

Η οδηγία για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων μεταφέρει σε κοινοτικό δίκαιο τις συμφωνίες πλαίσιο για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (Βασιλεία II) για τα πιστωτικά ιδρύματα.

Η οδηγία, που ήταν μέρος του προγράμματος δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, επικαιροποιεί το πλαίσιο των ιδίων κεφαλαίων προκειμένου να του προσδώσει ευρύτερη μορφή που θα λαμβάνει περισσότερο υπόψη τους κινδύνους με την προαγωγή μιας ενισχυμένης διαχείρισης κινδύνου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Έτσι, για παράδειγμα, η οδηγία για την επάρκεια ιδίων κεφαλαίων προβλέπει για πρώτη φορά ακριβή μέτρηση του επιχειρηματικού κινδύνου και κάνει πιο ευδιάκριτες τις βελτιώσεις ως προς τη διαχείριση κινδύνου με την έγκριση συστημάτων εσωτερικής αξιολόγησης. Μια σημαντική πτυχή του νέου πλαισίου είναι η ευελιξία του. Έτσι τα ιδρύματα έχουν την ευκαιρία να επιλέξουν την πιο κατάλληλη προσέγγιση για τη δική τους περίπτωση και το βαθμό ανάπτυξης της διαχείρισης κινδύνου τους.

B. Οδηγία για τις υπηρεσίες πληρωμών στην εσωτερική αγορά

1. Στόχος

Στόχος αυτής της νομοθεσίας είναι να διευκολύνει σε ολόκληρη την ΕΕ τις συναλλαγές σε λογιστική μορφή και να ανοίξει τον δρόμο για έναν ενιαίο ευρωπαϊκό χώρο πληρωμών. Ιδιαίτερη σημασία έχει εδώ η υψηλού επιπέδου προστασία του καταναλωτή. Παράλληλα με τη δημιουργία ενός ενιαίου χώρου πληρωμών σε ευρώ για ολόκληρη την ΕΕ, στόχος της οδηγίας είναι να ενισχύσει τον ανταγωνισμό στον τραπεζικό τομέα μέσω του ανοίγματος των αγορών, να δημιουργήσει εναρμονισμένους κανόνες σε σχέση με την πρόσβαση στην αγορά για τους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών εκτός του τραπεζικού τομέα και να καθιερώσει μια σειρά υποχρεώσεων ενημέρωσης. Επιπροσθέτως θα προσφέρει ένα συνεκτικό και ουδέτερο τεχνολογικά νομικό περιβάλλον για τις υπηρεσίες πληρωμών στην ΕΕ και θα συμβάλει στον εκσυγχρονισμό των υποδομών.

2. Περιεχόμενο

Οι ρυθμίσεις της οδηγίας βασίζονται σε δύο πυλώνες:

Αφορούν αφενός την καθιέρωση ιδρυμάτων πληρωμών ως νέα κατηγορία παρόχων υπηρεσιών πληρωμών με σκοπό την εξασφάλιση ισότιμης πρόσβασης στην αγορά και την αύξηση του ανταγωνισμού. Στην πράξη, έτσι είναι δυνατό να δραστηριοποιηθούν ως ιδρύματα πληρωμών, εκτός από τράπεζες και γραφεία ταχυδρομικών επιταγών, όλα τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που λαμβάνουν την άδεια παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην ΕΕ.

Εκτός αυτού, με την οδηγία αυτή θα καθιερωθεί και το αποκαλούμενο «ενιαίο διαβατήριο». Αυτό σημαίνει πως η έγκριση από αρμόδια αρχή σε ένα κράτος μέλος της ΕΕ αρκεί για τη λειτουργία ως ιδρύματος πληρωμών σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ.

Τα ιδρύματα πληρωμών θα παρέχουν υπηρεσίες πληρωμής και λειτουργικές και συναφείς επικουρικές υπηρεσίες (εξασφάλιση εκτέλεσης πράξεων πληρωμής, υπηρεσίες συναλλάγματος κ.λπ.), αλλά δεν θα προβαίνουν σε αποδοχή καταθέσεων ή έκδοση ηλεκτρονικού χρήματος.

Αφετέρου η οδηγία θεσπίζει ενιαίες υποχρεώσεις ενημέρωσης, εναρμονισμένους κανόνες για τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των χρηστών και των παρόχων

υπηρεσιών πληρωμών, καθώς και ελάχιστες τεχνικές προδιαγραφές για την αύξηση της διαφάνειας και της νομικής ασφάλειας των πληρωμών.

3. Αξιολόγηση

Οι επικριτές της νέας νομοθεσίας διατυπώνουν την κατηγορία ότι κάνει τις χρηματικές συναλλαγές εντός ΕΕ πιο περίπλοκες και επικίνδυνες. Έτσι, για παράδειγμα, για την ταυτοποίηση του αποδέκτη μιας μεταφοράς πίστωσης καθοριστικός είναι ο αριθμός IBAN που οι τράπεζες δεν υποχρεούνται πλέον να συγκρίνουν με το όνομα του κατόχου του λογαριασμού. Αυτό σημαίνει ότι με τους κανόνες του ενιαίου χώρου πληρωμών σε ευρώ μια μεταφορά πίστωσης εκτελείται ακόμα και αν δεν συμφωνεί το όνομα του αποδέκτη με τον αριθμό λογαριασμού. Επίσης, ο καταναλωτής δεν έχει το δικαίωμα να περιορίζει το ύψος των εντολών πληρωμής. Επιπροσθέτως, αποκλείεται η ανάκληση εκ μέρους του καταναλωτή μετά την αποδοχή εκ μέρους του παρόχου υπηρεσιών πληρωμής. Τέλος, εξαιτίας της σύντομης προθεσμίας εκτέλεσης (οι μεταφορές πρέπει να πιστώνονται στον λογαριασμό του αποδέκτη ήδη την επόμενη εργάσιμη ημέρα) υπάρχει κίνδυνος επιβάρυνσης του πελάτη με νέα τέλη.

ΑΓΟΡΑ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ

A. Οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων

1. Στόχοι

Στόχος αυτής της οδηγίας είναι η δημιουργία ενιαίων πανευρωπαϊκών προδιαγραφών για τις συναλλαγές κινητών αξιών, μεγαλύτερου ανταγωνισμού και καλύτερης προστασίας των επενδυτών. Αυτό θα καταστεί δυνατό με νέες διατάξεις για την προστασία των επενδυτών, βελτίωση της διαφάνειας των προμηθειών για την παροχή συμβουλών στους επενδυτές και πιο ολοκληρωμένη προσφορά υπηρεσιών από τους παρόχους χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Βάσει της οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, οι επενδυτές πρέπει να ενημερώνονται για όλα τα τέλη που συνδέονται με μια συναλλαγή, καθώς και για το προϊόν και τους κινδύνους του, πριν από τη σύναψη συμβολαίου. Υπάρχει η αισιοδοξία ότι αυτό το κανονιστικό πλαίσιο θα αυξήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, πράγμα που θα ενισχύσει τις ροές διεθνών κεφαλαίων προς την Ευρώπη.

2. Περιεχόμενο

— Υψηλής ποιότητας εκτέλεση (Best Execution): Για εντολές επί κινητών αξιών οι εταιρείες επενδύσεων και οι τραπεζικοί σύμβουλοι πρέπει να επιλέγουν στο χρηματιστήριο τις καλύτερες δυνατότητες για τον πελάτη όσον αφορά τόσο τις δαπάνες όσο και την πιθανότητα και την ταχύτητα εκτέλεσης της εντολής.

— Οι σύμβουλοι πρέπει να τεκμηριώνουν και να αρχειοθετούν όλες τις συμβουλευτικές συνομιλίες προκειμένου να αποδείξουν ότι τηρήθηκαν οι διατάξεις για την παροχή συμβολών σε πελάτες.

— Οι επιχειρήσεις επενδύσεων και οι τραπεζικοί σύμβουλοι πρέπει να αποκαλύπτουν τις προμήθειες και αποζημιώσεις επενδυτικών εταιρειών ή άλλων παρόχων προϊόντων.

3. Αξιολόγηση

Οι ασχολούμενοι με την προστασία των επενδυτών επικρίνουν το γεγονός ότι π.χ. το βάρος της απόδειξης για παροχή εσφαλμένων ή ελλιπών συμβουλών από την τράπεζα το φέρει ο επενδυτής, μολονότι ο σύμβουλος έχει την υποχρέωση τεκμηρίωσης. Επίσης, η παράβαση διατάξεων εποπτικού δικαίου δεν έχει επιπτώσεις στον τομέα του αστικού δικαίου και έτσι ο επενδυτής δεν μπορεί να απαιτήσει αποζημίωση.

ΑΣΦΑΛΙΣΗ ΚΑΙ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗ ΣΥΝΤΑΞΗ

A. Φερεγγυότητα II

1. Στόχος

Στόχος του μέτρου είναι η θεμελιώδης μεταρρύθμιση της τραπεζικής εποπτείας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και η μετάβαση από το μέχρι τώρα στατικό πρότυπο εποπτείας σε μια δυναμική προσέγγιση βάσει του κινδύνου, προκειμένου να βελτιωθεί η προστασία των καταναλωτών και των επιχειρήσεων. Η ολοκλήρωση της κοινοτικής ασφαλιστικής αγοράς θα γίνει μεγαλύτερη και θα βελτιωθεί η προστασία των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των δικαιούχων. Αυτό θα οδηγήσει τελικά σε βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων της ΕΕ.

2. Περιεχόμενο

α. Καταλληλότητα κινδύνου

Βάσει της Φερεγγυότητας I ίσχυε ένα στατικό πρότυπο υπολογισμού του περιθωρίου φερεγγυότητας: το ύψος της ήταν ανάλογο με τη συνολική έκταση των συναλλαγών και στον υπολογισμό συμπεριλαμβάνονταν καθαρά ισολογιστικά μεγέθη ή μεγέθη υπολογισμού κερδών ή απωλειών.

Αντίθετα, η Φερεγγυότητα II λαμβάνει περισσότερο ως γνώμονα τους πραγματικούς κινδύνους και επικεντρώνει την εποπτεία στον ατομικό κίνδυνο της κάθε επιχείρησης. Στον υπολογισμό του περιθωρίου θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όλοι οι σχετικοί κίνδυνοι που μπορούν να εκφραστούν ποσοτικά, και οπωσδήποτε τουλάχιστον οι κύριες κατηγορίες κινδύνου: κίνδυνοι της αγοράς, πιστωτικοί κίνδυνοι, ασφαλιστικοί κίνδυνοι και λειτουργικοί κίνδυνοι. Συνεπώς το νέο σύστημα εποπτείας θα έχει ως αποτέλεσμα κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις που θα βασίζονται στον κίνδυνο.

Μολονότι η Φερεγγυότητα II προσανατολίζεται σε μεγάλο βαθμό στους κινδύνους, συμπληρώνεται από μηχανισμούς ασφαλείας. Σε αυτό το πλαίσιο, σημαντικός είναι ο ρόλος της ελάχιστης απαίτησης κεφαλαίου που καθορίζει ένα ελάχιστο επίπεδο κεφαλαίου που δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να ξεπεραστεί προς τα κάτω.

β. Διαχείριση κεφαλαίων

Με τη Φερεγγυότητα II υπεύθυνη για την ανάπτυξη και εφαρμογή της επενδυτικής στρατηγικής μιας ασφαλιστικής επιχείρησης είναι η διεύθυνσή της. Στόχος είναι να γίνεται τόσο προσεκτική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων ώστε να εκπληρώνονται ανά πάσα στιγμή υποχρεώσεις όπως απαιτήσεις φερεγγυότητας ή ένα δεδομένο προφίλ κινδύνου/απόδοσης.

3. Αξιολόγηση

Η Φερεγγυότητα II φέρνει συγκεκριμένα πλεονεκτήματα στις επιχειρήσεις που μπορούν να διαχειρίζονται μεγάλα χρηματικά ποσά προκειμένου να τα επενδύσουν και να συμμετάσχουν στον ανταγωνισμό σε ολόενα και πιο παγκοσμιοποιημένες αγορές. Ωστόσο, οι εποπτικές αρχές φοβούνται ότι μια αυξανόμενη δυναμική θα συνοδεύεται από μεγαλύτερο ανταγωνισμό που με τη σειρά του θα μπορούσε να

προκαλέσει περισσότερες πτωχεύσεις και μείωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών.

Εκτός αυτού, η Φερεγγυότητα II θα μπορούσε να οδηγήσει βραχυπρόθεσμα σε μειωμένη ασφαλιστική κάλυψη στους ασφαλιστικούς κλάδους που ασφαλίζουν για μεγάλους μακροπρόθεσμους κινδύνους, αφού έχουν μεγαλύτερες ποσοτικές απαιτήσεις. Επίσης, δεν μπορεί να αποκλειστεί ότι οι ασφαλιστές θα αποφασίσουν να περιορίσουν τη διεπιδότηση, πράγμα που σε ορισμένους τομείς θα μπορούσε να επιφέρει αύξηση των ασφαλίσεων. Τελικά υπάρχει κίνδυνος να αυξήσει το προβλεπόμενο σύστημα εποπτείας την τάση ενοποίησης που υπάρχει ούτως ή άλλως και τη σημερινή πίεση του ανταγωνισμού στους μικρούς και μεσαίους ασφαλιστές.

ΕΠΟΠΤΕΙΑ

Η διαδικασία Lamfalussy άλλαξε τη δομή της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ευρώπη με την καθιέρωση των επιτροπών εμπειρογνομόνων στο επίπεδο 3, που επιδιώκουν μια ενιαία εποπτική πρακτική και κανονιστική ρύθμιση στην ΕΕ.

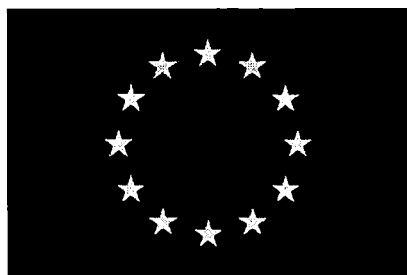
Ένας μεγάλος βαθμός σύγκλισης των εποπτικών πρακτικών σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ είναι θεμελιώδης προϋπόθεση για την ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς.

Εδώ ωστόσο συνιστά πρόβλημα η μεταφορά των οδηγιών σε εθνική νομοθεσία και η ποιότητα της διαδικασίας εφαρμογής. Υπάρχει κίνδυνος διαφορετικής μεταχείρισης των οικονομικών παραγόντων σε διάφορα κράτη μέλη, πράγμα που θα είχε αρνητικές επιπτώσεις ως προς τον θεμιτό ανταγωνισμό και την αποτελεσματική ολοκλήρωση των αγορών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο έδειξε ιδιαίτερο ζήλο σχετικά με την πρόσφατη νομοθεσία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Δεν εκπλήρωσε μόνο το ρόλο του ως συννομοθέτης, αλλά υποστήριξε ταυτόχρονα συνεχώς την εργασία της Επιτροπής, έδωσε πολλές φορές το έναυσμα για συζητήσεις και παρουσίασε δικές του πρωτοβουλίες προκειμένου να καταστήσει σαφή τη θέση του.

Με την ενεργό δράση του, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο βρίσκεται στο προσκήνιο στις σημερινές συζητήσεις με την Επιτροπή, το Συμβούλιο και διεθνείς οργανισμούς σχετικά με την ανάπτυξη της εποπτικής δομής των χρηματοπιστωτικών αγορών σε επίπεδο ΕΕ και την αναζήτηση δυνατοτήτων αποφυγής συστημικού κινδύνου.



Ο ρόλος της αμερικανικής οικονομικής στρατηγικής στην απελευθέρωση των κεφαλαιακών ροών.

Στα μέσα της δεκαετίας του 80 η αμερικανική πολιτική απέναντι στη διεθνή οικονομία μεταβλήθηκε σημαντικά από διάφορες απόψεις. Μετά τη λήξη του Β Παγκοσμίου Πολέμου οι ΗΠΑ είχαν υποστηρίξει την υπόθεση μιας ανοιχτής και ολοκληρωμένης διεθνούς οικονομίας καθώς οι αμερικανοί ηγέτες πίστευαν ότι το άνοιγμα των αγορών θα ήταν προς συμφέρον τους. Επίσης σύμφωνα με την ίδια άποψη μια ολοκληρωμένη διεθνής οικονομία (με εξαίρεση το σοβιετικό μπλοκ) θα ενίσχυε τη συμμαχική ενότητα⁷. Από την κυβέρνηση Reagan (1981-1989) οι ΗΠΑ επιδόθηκαν σε μια εθνικιστική εξωτερική οικονομική πολιτική η οποία οδήγησε σε μια πολυδιαυλική πολιτική.

Οι ΗΠΑ ανέκαθεν υποστήριζαν ένα ανοιχτό και χωρίς δεσμεύσεις εμπόριο το οποίο θα επιτυγχανόταν μέσω GATT αλλά από τη στιγμή που υιοθετήθηκε η πολυδιαυλική πολιτική μέσω μονομερών, πολυμερών και περιφερειακών συμφωνιών η αμερικανική αντίληψη ήταν φανερό ότι είχε πλέον μεταβληθεί καθώς στόχος της ήταν αποκλειστικά η επίτευξη των οικονομικών και πολιτικών στόχων των ΗΠΑ. Αυτό συνέβη γιατί υπήρχαν έντονες ανησυχίες για τη φθίνουσα πορεία της αμερικανικής βιομηχανίας, της ανόδου της Ιαπωνικής βιομηχανίας και τη διόγκωση του μεταξύ τους ελλείμματος και την πρόοδο που παρουσίαζε η πορεία της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Σημαντικό ρόλο έπαιξε επίσης η λαϊκή δυσαρέσκεια προς την εμπορική φιλελευθεροποίηση και οι βλαβερές συνέπειες της πολιτικής του προέδρου Reagan.

Ο Ronald Reagan πίστευε ότι ο ρόλος του κράτους πρόνοιας ήταν υπερβολικά μεγάλος και εκτός του ότι απορροφούσε μεγάλο τμήμα της φορολογίας κατέστρεφε κάθε κίνητρο για εργασία, επένδυση και αποταμίευση. Για να λυθούν αυτά τα προβλήματα, ο Reagan πίστευε ότι έπρεπε να μειωθεί το μέγεθος του κράτους, να περιοριστεί η φορολογία και να λειτουργήσει ελεύθερα η αγορά. Υποσχόμενος δραστική μείωση της φορολογίας με σκοπό την ανάπτυξη της ελεύθερης αγοράς και τον περιορισμό του κράτους, ο Reagan με την υποστήριξη του Κογκρέσου πέτυχε το 1981 σημαντική μείωση του φόρου εισοδήματος. Ταυτόχρονα όμως όχι μόνο δεν

⁷ Robert Gilpin: Η πρόκληση του Παγκόσμιου καπιταλισμού, η παγκόσμια οικονομία τον 21^ο αιώνα
Κεφάλαιο 8 σσ. 276 - 290

κατάφεραν να περιορίσουν τις κρατικές δαπάνες, αλλά αύξησαν κατακόρυφα τις στρατιωτικές δαπάνες. Αυτό είχε ως συνέπεια την τεράστια ώθηση στην οικονομία από το 1982 έως το 1987 αλλά μετά δημιούργησε μια κατάρρευση του χρηματιστηρίου καθώς είχαν δημιουργηθεί τα δίδυμα ελλείμματα (έλλειμμα προϋπολογισμού και εμπορικό έλλειμμα) τα οποία προκαλούσαν στρεβλώσεις τόσο στην αμερικανική όσο και στην παγκόσμια οικονομία τις δεκαετίες του 80 και του 90.

Η συνεχόμενη ανάγκη αναχρηματοδότησης του αμερικανικού χρέους σε συνδυασμό με το τεράστιο έλλειμμα του αμερικανικού προϋπολογισμού επηρέασε έντονα τις χρηματαγορές. Τα αμερικανικά επιτόκια σημείωσαν μεγάλη άνοδο με αποτέλεσμα να παρουσιαστεί μεγάλη εισροή κεφαλαίων. Ταυτόχρονα ανατιμήθηκε το δολάριο καθώς αυξήθηκε η ζήτησή του, αυξήθηκαν οι εισαγωγές και μειώθηκαν οι εξαγωγές. Το εμπορικό έλλειμμα αυξήθηκε σημαντικά και μεγάλο μέρος του αναλογούσε στην Ιαπωνία δημιουργώντας προστριβές μαζί της. Αξίζει να σημειωθεί ότι στα μέσα της δεκαετίας του 1980 το εμπορικό έλλειμμα έφτασε στα 170 δις δολάρια, τεράστιο ποσό για την εποχή.

Οι ΗΠΑ αναγκάζονταν να δανείζονται συνεχώς για να χρηματοδοτούν το έλλειμμα του προϋπολογισμού τους και αρχικά με τα χρήματα αυτά κάλυπταν τις δανειακές τους ανάγκες από την Ιαπωνία. Στα μέσα της δεκαετίας του 80 οι ΗΠΑ από τη μεγαλύτερη πιστώτρια έγιναν η μεγαλύτερη οφειλέτρια χώρα ενώ παράλληλα η Ιαπωνία αναδείχτηκε η μεγαλύτερη πιστώτρια χώρα και εκτόπισε τη Γερμανία από τη θέση του μεγαλύτερου οικονομικού εταίρου της Αμερικής. Σαν αποτέλεσμα της διαδικασίας αυτής ήταν να επωφελείται ο αμερικανικός καταναλωτισμός ενώ οι επιπτώσεις στο εμπόριο ήταν ποικίλες. Άλλοι τομείς επωφελήθηκαν από την υψηλή αξία του δολαρίου (για παράδειγμα οι εισαγωγές) ενώ άλλοι τομείς κυρίως οι αμερικανικές παραγωγικές και συνεπώς εξαγωγικές δυνάμεις καταστράφηκαν με αποτέλεσμα την απώλεια θέσεων εργασίας και τη σταδιακή αποβιομηχάνιση της χώρας. Σαν αποτίμηση της πολιτικής του Reagan μπορούμε να αναφέρουμε ότι όχι μόνο δεν αντιμετωπίστηκε η πτωτική πορεία της αμερικανικής οικονομίας, αλλά επιταχύνθηκε και παράλληλα έστρεψε και πάλι την κοινή γνώμη υπέρ του προστατευτισμού.

Η ραγδαία αύξηση του εμπορικού ελλείμματος και οι τάσεις υπέρ του προστατευτισμού ανάγκασε την κυβέρνηση Reagan να πιέσει τους εταίρους των ΗΠΑ να ανατιμήσουν το νόμισμά τους και κυρίως το γεν προκειμένου να μειωθεί το

τεράστιο χρέος των ΗΠΑ. Τελικά στη Συνδιάσκεψη του Plaza στις 22 Σεπτεμβρίου 1985 η Ιαπωνία αναγκάστηκε να ανατιμήσει το νόμισμά της προκαλώντας σοβαρά προβλήματα στο εσωτερικό της. Η ανατίμηση του γεν κατά 30% επηρέασε βαθιά την Ιαπωνική οικονομία και την οδήγησε σε μια κρίση στις αρχές του 90 που κράτησε περίπου 10 χρόνια και μείωσε την ανταγωνιστικότητα της χώρας. Παρά τη σοβαρή αυτή ανατίμηση, το αμερικανικό χρέος δε μειώθηκε γιατί οι ΗΠΑ δεν κατάφεραν να μειώσουν το τεράστιο έλλειμμα του προϋπολογισμού τους.

Ακολούθησε μια διάσκεψη στο Παρίσι το 1987 που σκοπό είχε να καθοριστεί ένα εύρος τιμών για όλα τα νομίσματα καθώς η προηγούμενη διάσκεψη στο Plaza είχε επίσης αποτύχει να συντονίσει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Γερμανία και Ιαπωνία αναγκάστηκαν να αγοράσουν μεγάλες ποσότητες δολαρίων για να σταθεροποιηθεί το εύρος τιμών των νομισμάτων γεγονός που επηρέασε αρνητικά τις δύο οικονομίες. Τον Οκτώβριο του ίδιου έτους η συμφωνία άρχισε να καταρρέει καθώς οι ΗΠΑ πάλι δεν κατάφεραν να μειώσουν το έλλειμά τους και Γερμανία και Ιαπωνία δεν τόνωσαν επαρκώς τις οικονομίες τους. Ήδη από τον Οκτώβριο του ίδιου έτους η Συμφωνία του Λούβρου είχε αρχίσει να καταρρέει. Η αποτυχία της προσπάθειας για συντονισμό πολιτικών επέσπευσε το χρηματιστηριακό κραχ τον Οκτώβριο του 1987. Έτσι από τις αρχές του 1991 οι κεντρικές τράπεζες των πιο εύρωστων χωρών άρχισαν σιγά σιγά να συντονίζουν τις παρεμβάσεις τους στις αγορές προκειμένου να περιορίσουν τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών τους ισοτιμιών εντός μιας συμφωνημένης ζώνης και με τον τρόπο αυτό γεννήθηκε το διεθνές καθεστώς του περιθωρίου ή πεδίου αναφοράς.

Η πολιτική των ΗΠΑ προς την πολυδιαυλική πολιτική

Στα τέλη της δεκαετίας του 70 και στις αρχές του 80 είχε εκδηλωθεί ένα κύμα μέτρων προστατευτισμού ειδικά για τις εξαγωγές των Ιαπωνικών αυτοκινήτων προς τις ΗΠΑ. Με τις αντιδράσεις αυτές δεν επήλθε ριζική μεταβολή στην αμερικανική πολιτική σχετικά με τη δέσμευση των ΗΠΑ υπέρ της πολυμερούς φιλελευθεροποίησης του εμπορίου αλλά η πολιτική Reagan σηματοδότησε πραγματική στροφή στην πολιτική αυτή. Ακόμα και οι διάδοχοι του Reagan Bush και Clinton προσανατολίστηκαν στο ελεγχόμενο εμπόριο και όχι στις προηγούμενες αρχές της μη διάκρισης και της ισότιμης αντιμετώπισης των εμπορικών εταίρων. Οι ΗΠΑ

προτίμησαν τις μονομερείς και περιφερειακές συμφωνίες για την άσκηση της εμπορικής και οικονομικής τους πολιτικής οι οποίες αποσκοπούσαν στην προστασία των αμερικανικών συμφερόντων αλλά και τη διείσδυση των αμερικανικών επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές και ειδικά σε εκείνες της Ιαπωνίας και της Ασίας γενικότερα.

Τα κίνητρα της κυβέρνησης Reagan ήταν αρχικά η αντιμετώπιση του τεράστιου ελλείμματος των ΗΠΑ αλλά και η αντιμετώπιση του Κογκρέσου το οποίο ασκούσε έντονες πιέσεις για λήψη μέτρων προστασίας του εμπορίου. Σε αυτά προστέθηκαν η κοινή γνώμη αλλά και η πεποίθηση ότι με την τότε πολιτική οι ΗΠΑ οδηγούνταν με βεβαιότητα στην αποβιομηχάνιση καθιστώντας την Ιαπωνία άμεση απειλή καθώς είχε αναπτύξει υψηλή τεχνολογία που περιθωριοποιούσε τις αντίστοιχες αμερικανικές επιχειρήσεις. Οι αμερικανοί θεωρούσαν μάλιστα ότι η Ιαπωνία ασκούσε «εχθρικές» εμπορικές πολιτικές και αφενός εξήγαγε προϊόντα τεχνολογίας αφετέρου εμπόδιζε τις εισαγωγές από μη ιάπωνες παραγωγούς. Επομένως η αμερικανική κυβέρνηση έπρεπε να λάβει μέτρα για την αντιμετώπιση αυτής της απειλής για να μην οδηγηθεί η χώρα σε πλήρη αποβιομηχάνιση.

Τα αποτελέσματα των μονομερών διαπραγματεύσεων των ΗΠΑ ήταν άμεσα καθώς διαλύθηκε η GATT και δημιουργήθηκε ο ΠΟΕ παρά τις έντονες αντιδράσεις της ΕΕ. Επίσης χώρες όπως η Ιαπωνία αναγκάστηκαν να ανοίξουν τις αγορές τους στις αμερικανικές επιχειρήσεις και τις αμερικανικές άμεσες ξένες επενδύσεις και τρίτον αναπτύχθηκε η NAFTA υπό τη μορφή Συμφωνίας Ελεύθερου Εμπορίου ΗΠΑ-Καναδά.

Η Ιαπωνία λόγω του τεράστιου πλεονάσματός της αλλά και λόγω της αθέμιτης (κατά τους αμερικανούς) εμπορικής της πολιτικής αποτέλεσε το βασικό κίνητρο μεταστροφής της αμερικανικής εμπορικής πολιτικής και να προσπαθήσουν μονομερώς να περιορίσουν τις εισαγωγές ιαπωνικών προϊόντων σε μια προσπάθεια προστατευτισμού. Κατά το παρελθόν οι ΗΠΑ είχαν υποχρεώσει την Ιαπωνία να δεχτεί περιορισμούς στις εξαγωγές της με αποτέλεσμα κατά τη δεκαετία του 80 οι εμπορικές συγκρούσεις μεταξύ των 2 χωρών να απειλούν την ομαλή διεξαγωγή ολόκληρου του παγκόσμιου εμπορίου. Υπό την απειλή της αύξησης των δασμών για τα ιαπωνικά προϊόντα στις ΗΠΑ, η Ιαπωνία αναγκάστηκε να συμφωνήσει να ανοίξει την αγορά της στα αμερικανικά προϊόντα σε κλειστούς μέχρι τότε κλάδους όπως η φαρμακοβιομηχανία, οι ιατρικοί εξοπλισμοί, οι τηλεπικοινωνίες και τα δασικά προϊόντα. Το σημαντικότερο εμπορικό κομμάτι όμως ήταν οι ημιαγωγοί (μικροτσιπ

ηλεκτρονικών υπολογιστών). Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 80 οι κυρίαρχοι του συγκεκριμένου προϊόντος ήταν οι αμερικανοί αλλά τότε η πρωτιά πέρασε στους Ιάπωνες. Οι αμερικανοί τους κατηγορήσαν ότι πουλούσαν κάτω του κόστους (ντάμπινγκ) για να εμποδίσουν τους αμερικανούς να έχουν πρόσβαση στην αγορά τους. Επιπλέον αυξήθηκε η ζήτηση ιαπωνικών μικροτσιπ και εντός των ΗΠΑ σε σημείο που η εξάρτηση από ξένο κατασκευαστή μικροτσιπ να θεωρηθεί ζήτημα εθνικής ασφαλείας των ΗΠΑ αφού η Ιαπωνία είχε κατορθώσει να απειλήσει την ΗΠΑ με διακοπή προμηθειών μικροτσιπ.

Τελικά με τη το 1986 υπεγράφη η Συμφωνία των ημιαγωγών σε πλήρη αντίθεση με τη GATT και με έντονη αντίδραση της ΕΕ γιατί στην ουσία η αγορά των μικροτσιπ μετατρεπόταν σε καρτέλ. Παρά τη μεταξύ τους συμφωνία, οι ΗΠΑ θεωρούσαν ότι η Ιαπωνία ήταν υποχρεωμένη να τους παρέχει το 20% της αγοράς ενώ οι Ιάπωνες θεωρούσαν αυτό το ποσοστό ως εθελοντικό. Αυτή η διαφορά δημιούργησε διαρκώς εντάσεις στις σχέσεις των δύο χωρών. Τελικά οι ΗΠΑ επέβαλλαν στην Ιαπωνία δασμούς 300 δις δολαρίων και κατέληξαν σε επαναδιαπραγμάτευση αυτής της Συμφωνίας και στην πράξη οι ΗΠΑ ασκούσαν πλέον και επισήμως ελεγχόμενο εμπόριο.

Το 1988 οι ΗΠΑ με το νόμο περί εμπορίου του 1974 στο εδάφιο 301 που αργότερα αποκαλέστηκε «Super 301» εξουσιοδοτούσαν τον αντιπρόσωπο των ΗΠΑ για το εμπόριο να δημοσιεύει ετησίως έναν κατάλογο με «δόλιους» εμπόρους αλλά και εμπλεκόμενες χώρες που έπρεπε να επαναδιαπραγματευτούν για τις μεταξύ τους συμφωνίες. Πολλές χώρες λόγω του μικρού τους μεγέθους αλλά και λόγω της εξάρτησής τους από τις ΗΠΑ συνθηκολογούσαν πριν καν δημοσιευτεί ο κατάλογος. Το Super 301 πάντως ήταν φανερό ότι είχε στοχοποιήσει την Ιαπωνία παρά το γεγονός ότι είχαν καταγγελθεί και η Βραζιλία και η Ινδία.

Το 1989 έγινε μια σημαντική προσπάθεια με την Πρωτοβουλία για την Άρση των Διαρθρωτικών Εμποδίων με σκοπό να επιλυθούν τα διαρθρωτικά προβλήματα μεταξύ ΗΠΑ και Ιαπωνίας που στέκονταν εμπόδιο στο εμπόριο και στο ισοζύγιο πληρωμών. Στην πράξη, παρά το γεγονός ότι με αυτή την κίνηση υπήρχε διευρυμένο πεδίο συνομιλιών σε εμπορικό επίπεδο, αποδείχτηκε ότι η κίνηση αυτή ήταν μια ακόμα προσπάθεια των ΗΠΑ να επιβάλλουν τις πολιτικές τους στους Ιάπωνες οι οποίοι φυσικά τις αντιμετώπισαν αρνητικά θεωρώντας τις ανεφάρμοστες και άστοχες. Κατά την άποψή τους το πρόβλημα εντοπιζόταν στο γεγονός ότι οι ΗΠΑ



είχαν χαμηλό ποσοστό αποταμίευσης και δεν ήταν διατεθειμένοι να κάνουν διαρθρωτικές αλλαγές στη δική τους οικονομία όπως επιθυμούσαν οι ΗΠΑ και επομένως οι διαπραγματεύσεις οδηγήθηκαν εκ νέου σε αδιέξοδο.

Η πολιτική του Reagan απέτυχε να αυξήσει το εθνικό ποσοστό αποταμίευσης, αύξησε το χρέος των ΗΠΑ, μείωσε τα ποσοστά εσωτερικής επένδυσης ενώ παράλληλα το ποσοστό αποταμίευσης της Ιαπωνίας εικάζεται ότι όχι μόνο παρέμεινε στο 20% αλλά ίσως να αυξήθηκε και στο 30%. Τα οικονομικά του Reagan (Reaganomics) είχαν αποτύχει και οι αμερικανοί εργαζόμενοι έχαναν θέσεις εργασίας όσο αυξάνονταν οι εισαγωγές από την Ιαπωνία. Η ακόλουθη κυβέρνηση Bush αναγκάστηκε να αυξήσει τη φορολογία για να διορθώσει την κατάσταση που κληρονόμησε από τον προκάτοχό του με έντονο πολιτικό κόστος όπως αποδείχτηκε στην πορεία (ήττα στις εκλογές του 1992 από τον Bill Clinton).

Η κυβέρνηση Clinton είχε φιλόδοξα σχέδια για την οικονομική κατάσταση και πορεία των ΗΠΑ αλλά η σκληρή πραγματικότητα τους ανάγκασε να περιοριστούν σε ένα μετριοπαθέστερο οικονομικό πλάνο⁸. Οι υποστηρικτές της γεωοικονομίας θεωρούσαν το πλεόνασμα της Ιαπωνίας σοβαρή απειλή για την εθνική ασφάλεια των ΗΠΑ και σαν αποτέλεσμα είχε να απειληθεί η Ιαπωνία ότι θα υφίστατο σκληρά αντίποινα αν δεν άνοιγε τις αγορές της ειδικά την αγορά της αυτοκινητοβιομηχανίας. Πολλοί πιστεύουν ότι το τεράστιο εμπορικό πλεόνασμα της Ιαπωνίας οφείλεται στο γεγονός ότι η Ιαπωνία εισάγει ελάχιστα από τα μεταποιητικά αγαθά που καταναλώνει. Βασικά εισάγει πρώτες ύλες και εξάγει μεταποιητικά προϊόντα (όπως αυτοκίνητα). Το εμπορικό πλεόνασμα και το εμπορικό πρότυπο της Ιαπωνίας οφείλονται στον προστατευτισμό της κυβέρνησής τους και στην εμπορική επίθεση εναντίον άλλων χωρών κλείνοντας τις αγορές στους ξένους επενδυτές⁹. Αντίθετα στην αμερικανική κοινωνία που επικράτησε ο καταναλωτισμός, έπαιξε σημαντικό ρόλο η πολιτική, η εθνική ψυχολογία αλλά και η νομοθεσία του κράτους όπως για παράδειγμα το σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης το οποίο παρείχε εγγύηση στους πολίτες ότι δεν είναι ανάγκη να αποταμιεύουν για τη σύνταξή τους. Έτσι η Ιαπωνία απολαμβάνει βιοτικό επίπεδο χαμηλότερο από αυτό που θα μπορούσε να απολαμβάνει λόγω της πολιτικής

⁸ Bob Woodward, "The agenda: Inside the Clinton White House (New York: Simon and Schuster, 1994)

⁹ Laura Tyson, στο Robert Z. Lawrence and Charles L. Schultze, eds., An American Trade Policy: Options for the 1990's (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1990)

της αποταμίευσης ενώ η Αμερική πολύ υψηλότερο. Είναι λοιπόν βέβαιο ότι για το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ δεν ευθύνεται στο πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου της Ιαπωνίας αλλά σε εσωτερικούς παράγοντες όπως αναφέρθηκαν παραπάνω.

Ο ρόλος της πολυεθνικής επιχείρησης ως φορέας παγκοσμιοποιημένης οικονομικής δράσης

Οριοθέτηση του γνωστικού αντικειμένου: Οι πολυεθνικές επιχειρήσεις αποτέλεσαν μεταπολεμικά το επίκεντρο του οικονομικού ενδιαφέροντος λόγω του μεγέθους τους, της μεταφοράς της παραγωγής σε διεθνές επίπεδο αλλά και τη μεταφορά τεχνογνωσίας από το ένα μέρος σε κάποιο άλλο¹⁰. Τα παραπάνω γνωρίσματα καθιστούν τις πολυεθνικές επιχειρήσεις φορείς οικονομικής ισχύος που ασκείται στις χώρες υποδοχής καθώς η επιρροή που ασκούν διοχετεύεται στους τοπικούς κοινωνικούς, οικονομικούς και πολιτικούς φορείς.

Ως πολυεθνική ορίζεται η εταιρεία που ασκεί επιχειρηματική δραστηριότητα με τη μορφή θυγατρικών εταιρειών σε παραπάνω από μία χώρες. Αυτό αποτελεί μια από τις πιο εξελιγμένες μορφές ολοκλήρωσης γιατί ξεφεύγει από τα στενά πλαίσια της τοπικής αγοράς και συνιστά ουσιαστικό βήμα για τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων μιας εταιρείας με σκοπό την κατάκτηση αόριστου μεγέθους σε διεθνείς κλίμακες. Η επένδυση που απαιτείται για τη δημιουργία θυγατρικών ονομάζεται άμεση (direct investment) και διακρίνεται από τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου (portfolio investments) από το γεγονός ότι ο επενδυτής διατηρεί τον οικονομικό έλεγχο της επένδυσης και από τις Άμεσες Ξένες Επενδύσεις που έχουν μακροχρόνιο ορίζοντα και δεν ρευστοποιούνται εύκολα.

Όσον αφορά το μύθο ότι η κινητικότητα των διεθνών επιχειρήσεων οφείλεται στο γεγονός ότι έψαχναν φθηνό εργατικό δυναμικό, η πράξη δείχνει ότι ο Νότος απορροφά λιγότερο από το 20% των επενδυτικών ροών καθώς όπως έχει αναφερθεί και στην εισαγωγή της εργασίας παρατηρούμε ότι οι διεθνείς επενδυτικές ροές κινούνται μεταξύ ανεπτυγμένων οικονομιών. Από αυτό συμπεραίνουμε ότι το κόστος

¹⁰ Διεθνής Πολιτική Οικονομία: Θεωρία, Δομή και προκλήσεις της παγκόσμιας οικονομίας (Επιμέλεια Αντώνης Κόντης – Χαράλαμπος Τσαρδανίδης) 2005 – Μέρος 3^ο Διεθνής κινητικότητα και ολοκλήρωση των παραγωγικών συντελεστών – Νικόλαος Κιτωνάκης – Αντώνιος Κόντης σσ. 265-289

δεν αποτελεί το μοναδικό κίνητρο για την κινητικότητα των ροών και των επενδύσεων καθώς παρατηρούμε ότι προφανώς οι ανεπτυγμένες οικονομίες προσφέρουν μεγάλα κίνητρα στις πολυεθνικές για έναρξη δραστηριοτήτων στη χώρα τους (οικονομικές ελαφρύνσεις, επιδοτήσεις κλπ) οι οποίες αναζητούν τρόπους να ελαχιστοποιήσουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Ένα ακόμα κίνητρο για τις πολυεθνικές να εγκατασταθούν σε ήδη ανεπτυγμένες οικονομίες είναι ότι πρόκειται για χώρες με υψηλά εισοδήματα, ασφάλεια, πολιτική σταθερότητα και υποδομές. Άρα συμπεραίνουμε ότι στόχος των επιχειρήσεων είναι η ανεύρεση αγορών παρά η μείωση του κόστους.

Ένας δεύτερος μύθος που καταρρίφθηκε από τη μελέτη της δράσης των πολυεθνικών επιχειρήσεων είναι η διαζευκτική σχέση μεταξύ διεθνούς εμπορίου και άμεσων επενδύσεων. Η υπόθεση αυτή ισχυρίζεται ότι αρχικά μια επιχείρηση κάνει εξαγωγές σε μια χώρα για μεγαλύτερη ασφάλεια και όταν διαπιστώσει ότι αυτές δε συμφέρουν, προχωρά στην εγκατάστασή της στη συγκεκριμένη χώρα. Στην πράξη όμως οι εταιρείες καλύπτουν περιοχές και όχι χώρες και η μεταφορά ενδιάμεσων προϊόντων από και προς τη μητρική και τις θυγατρικές εταιρείες αποτελεί σημαντική εξαγωγική δραστηριότητα, επομένως η σχέση διεθνούς εμπορίου και επενδύσεων είναι συμπληρωματική και όχι διαζευκτική.

Ένας τρίτος μύθος που καταρρίπτεται είναι ότι με τη μεταφορά μιας εταιρικής δραστηριότητας στο εξωτερικό μειώνονται οι θέσεις εργασίας στη χώρα προέλευσης. Αυτό ισχύει εν μέρει αλλά πολλές φορές έχει παρατηρηθεί ότι η μητρική εταιρεία επεκτείνει τις δραστηριότητές της και μεταφέρει κάποιες δραστηριότητές της στο εξωτερικό αυξάνοντας τους εργαζομένους της και δημιουργώντας νέες θέσεις εργασίας όπως αυτές στον τομέα έρευνας και ανάπτυξης (research and development).

Αυτό όμως που παρακινεί τις εταιρείες να δραστηριοποιηθούν στο εξωτερικό είναι η ραγδαία εντατικοποίηση της οικονομικής αλληλεξάρτησης και η δραστική απελευθέρωση των αγορών. Η «επιχειρησιακή παγκοσμιοποίηση» ορίζεται ως η κατάσταση και διαδικασία υψηλής γεωγραφικής διασποράς με αντίστοιχη υψηλή ένταση της επιχειρησιακής επέκτασης των πολυεθνικών στην αλλοδαπή. Αντίστοιχα ο όρος «επιχειρησιακή διεθνοποίηση» εμφανίζει τα ίδια γνωρίσματα σε μικρότερη κλίμακα ενώ κρίνεται παρωχημένος λόγω αδυναμίας αποτύπωσης της σύγχρονης δυναμικής και εκτατικής μορφής του φαινομένου.

Η διεθνής επέκταση μιας επιχείρησης μπορεί να έχει διάφορες μορφές εκ των οποίων η πιο απλή και γρήγορη είναι οι εξαγωγές και φτάνουν μέχρι τις πιο σύνθετες όπως οι άμεσες ξένες επενδύσεις που έχουν και υψηλότερο κίνδυνο. Μια εταιρεία μπορεί να αναλάβει εξ' ολοκλήρου τη διαχείριση των εξαγωγών της ή να επιλέξει τα εξαγωγικά δίκτυα των μεσαζόντων έναντι αμοιβής.

Μια δεύτερη μορφή διεθνούς επιχειρηματικής επέκτασης είναι το licensing που συνιστά συμφωνία παραχώρησης του δικαιώματος παραγωγής του δικαιιοπαρόχου στο δικαιιοδόχο έναντι αμοιβής (loyalties). Μια ειδική μορφή licensing είναι και το franchising όπου πέραν του δικαιώματος παραγωγής παρέχεται και το δικαίωμα χρήσης της επωνυμίας και επιβάλλονται αυστηροί κανόνες και προδιαγραφές από το δικαιιοπάροχο.

Οι άμεσες ξένες επενδύσεις τέλος πλεονεκτούν έναντι όλων των παραπάνω μορφών διείσδυσης στις ξένες αγορές καθώς συνεπάγονται επιτόπια παρουσία και πλήρη διαχειριστικό έλεγχο. Το κόστος όμως όπως και το επιχειρηματικό ρίσκο είναι βέβαια πολύ μεγαλύτερο γιατί χρειάζεται αρχικά να συγκεντρωθούν πληροφορίες για την τοπική αγορά και για τον εγχώριο ανταγωνισμό. Όσο πιο άγνωστη είναι η αγορά τόσο μεγαλύτερος ο επιχειρηματικός κίνδυνος. Σε πολλές περιπτώσεις πριν ξεκινήσει μια εταιρεία δραστηριότητα σε μια ξένη χώρα ίσως προτιμήσει την ασφαλή οδό των εξαγωγών για να μάθει τις προτιμήσεις της αγοράς. Εάν πάλι η πίεση του χρόνου είναι μεγάλη μια πολυεθνική μπορεί να εξαγοράσει μια ήδη υπάρχουσα εταιρεία που δραστηριοποιείται στον ίδιο χώρο προκειμένου να εκμεταλλευτεί το know how των υπαλλήλων της. Τέλος με τις συγχωνεύσεις μεγάλων εταιρειών επιτυγχάνεται η απόκτηση μεγάλου εύρους δραστηριοτήτων και η κατάκτηση μεγαλύτερου μέρους της αγοράς σε σχέση με τον ανταγωνισμό.

Παράγοντες που επηρεάζουν την εγκατάσταση Άμεσων Ξένων Επενδύσεων

Γενικά, οι κατηγορίες παραγόντων που επηρεάζουν τις αποφάσεις επιλογής τοποθεσίας εκ μέρους των επιχειρήσεων στις Άμεσες Ξένες Επενδύσεις είναι οι εξής¹¹:

1. Το θεσμικό περιβάλλον και η ποιότητα διοίκησης: Δεδομένου ότι υπάρχει μια τάση διεθνοποίησης της αλυσίδας αξίας μιας επιχείρησης, αυτό δίνει στις ξένες επιχειρήσεις τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ πολλών πιθανών χωρών εγκατάστασης των δραστηριοτήτων τους. Ο βασικότερος παράγων στην επιλογή εγκατάστασης δεν είναι το κόστος εργασίας, παρά τις γενικότερες αντιλήψεις, αλλά η ποιότητα του θεσμικού πλαισίου, η εφαρμογή των νόμων, η ποιότητα της διοίκησης, η προβλεψιμότητα των αποφάσεων της διοίκησης, η ποιότητα του ανθρώπινου δυναμικού.

2. Παράγοντες κόστους: Αν και η βελτιστοποίηση του κόστους αποτελεί βασικό παράγοντα επιλογής, το κόστος δεν είναι ανεξάρτητο από την απόδοση και την παραγωγικότητα της χώρας πιθανής εγκατάστασης, όχι όμως απομονωμένα αλλά σε συσχέτιση και με τις λοιπές συναφείς δραστηριότητες μιας επιχείρησης σε άλλες χώρες.

3. Παράγοντες παραγωγικών πόρων, συμπεριλαμβανομένου του ανθρώπινου δυναμικού και της ποιότητας των υποδομών στη χώρα υποδοχής: Οι ξένες επιχειρήσεις μπορούν να δραστηριοποιούν ικανότητες και γνώση σε μια συνεχώς αυξανόμενη ποικιλία από χώρες υποδοχής. Όμως, η διαθεσιμότητα εγχωρίων πόρων και υποδομών αποτελούν καθοριστικό παράγοντα στην απόφαση εγκατάστασης.

4. Παράγοντες που συνδέονται με οικονομίες συσώρευσης (clustering): Η δυνατότητα των επιχειρήσεων να επιτύχουν αξία με την κινητοποίηση δραστηριοτήτων που αξιοποιούν την ύπαρξη άλλων δυναμικών κλάδων ή παραγόντων, ακόμη και ανταγωνιστικών παραγωγικών φορέων, αποτελεί κίνητρο επιλογής εγκατάστασης ακόμη σε αυστηρά τοπικό επίπεδο.

¹¹ <http://www.economics.gr/articleData/Ta/2007/Mergos.htm>

Οι νέες τάσεις στη δομή του παγκοσμίου εμπορίου

Οι σύγχρονες δομικές τάσεις του παγκόσμιου εμπορίου στις διάφορες κατηγορίες προϊόντων είναι οι κάτωθι¹²:

1. Τα πρωτογενή προϊόντα καθώς και τα μεταποιημένα προϊόντα πρώτης μεταποίησης χάνουν σημαντικό μερίδιο στο σύνολο των παγκόσμιων εξαγωγών, από 50% το 1984 σε 28% το 2000. Το μερίδιο των πρωτογενών προϊόντων και των προϊόντων χαμηλής τεχνολογίας έφτασαν σε ένα μέγιστο στις αρχές της δεκαετίας του 1980 και 1990 αντίστοιχα. Αυτό σημαίνει ότι χώρες που έχουν εξειδικευτεί στην παραγωγή τέτοιων προϊόντων νομοτελειακά θα δυσκολευτούν να διατηρήσουν υψηλούς ρυθμούς εξαγωγικής ανάπτυξης.

2. Τα προϊόντα υψηλής τεχνολογίας είναι η πλέον δυναμική κατηγορία εξαγωγών όχι μόνο για τις βιομηχανικές χώρες αλλά και για τις αναπτυσσόμενες χώρες που παραδοσιακά στήριζαν την ανταγωνιστικότητά τους σε προϊόντα έντασης πρώτων υλών και εργασίας.

3. Το μερίδιο των ενδιάμεσων αγαθών (π.χ. ανταλλακτικά) στο σύνολο του εμπορίου συνεχώς αυξάνεται. Για τους ειδικούς, αυτό είναι γνωστό ως ενδοκλαδικό εμπόριο.

4. Οι εξαγωγές προϊόντων υψηλής τεχνολογίας αποτελούν τη σημαντικότερη πηγή εισοδήματος σε συνάλλαγμα για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Το 2000 αυτές οι εξαγωγές για τις αναπτυσσόμενες χώρες έφτασαν τα 450 δισ. δολ., 215 δισ. δολ. περισσότερα απ' ότι οι εξαγωγές πρωτογενών προϊόντων. Αν και ένα μεγάλο ποσοστό αυτών των εξαγωγών αντιπροσωπεύει σχετικά απλές παραγωγικές διαδικασίες, δεν ισχύει για όλες τις αναπτυσσόμενες χώρες (όπως τη Σιγκαπούρη, Κορέα κλπ.) όπου αντιπροσωπεύονται σύνθετες παραγωγικές διαδικασίες Έρευνας και Ανάπτυξης (E&A).

¹² <http://www.economics.gr/articleData/Ta/2007/Mergos.htm>

Ας σημειωθεί ότι, οι τρεις πιο δυναμικοί κλάδοι προϊόντων στο παγκόσμιο εμπόριο είναι τα ηλεκτρονικά είδη, η αυτοκινητοβιομηχανία και τα είδη ένδυσης και υπόδησης (apparel). Οι πρώτες δέκα χώρες σε εξαγωγική δραστηριότητα για όλες τις κατηγορίες των προϊόντων μεταξύ 1985-2000 ήταν οι: Κίνα, ΗΠΑ, Κορέα, Μεξικό, Μαλαισία, Ιρλανδία, Ταϊλάνδη, Ταϊβάν, Σιγκαπούρη και Ισπανία. Στις επόμενες δέκα συμπεριλαμβάνονται η Ουγγαρία, το Ισραήλ, η Πολωνία, η Τουρκία και η Πορτογαλία.

Ο ρόλος των Ξένων Άμεσων Επενδύσεων στην εξαγωγική επίδοση και προώθηση των εξαγωγών των χωρών υποδοχής είναι κεντρικής σημασίας. Αυτό οφείλεται στο επιπλέον κεφάλαιο, στην τεχνολογία και στο know-how που φέρνουν μαζί τους οι ξένες επενδύσεις καθώς και στη διασύνδεση που προσφέρουν με τα δίκτυα γνώσης και διανομής σε παγκόσμιες, περιφερειακές και άλλες επιμέρους τοπικές αγορές.

Σε πολλές περιπτώσεις οι ικανότητες που φέρουν οι ξένες επενδύσεις είναι συμπληρωματικές αυτών των χωρών υποδοχής, ενισχύοντας κατά συνέπεια τις ανταγωνιστικές τους δυνατότητες.

Επίσης, οι ξένες άμεσες επενδύσεις παρέχουν στις χώρες υποδοχής εκείνα τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα προκειμένου να ενθαρρύνουν την εξαγωγική δραστηριότητα σε τομείς υψηλής τεχνολογίας. Τέτοιου είδους πλεονεκτήματα βρίσκονται αποκλειστικά στην κατοχή επιχειρήσεων και κατά συνέπεια δεν είναι εύκολο για τις επιχειρήσεις των χωρών υποδοχής να τα αποκτήσουν ανεξάρτητα. Ανεξάρτητα από τη μορφή συνεργασίας ή εγκατάστασης που θα επιλέξουν οι επιχειρήσεις ως φορείς των ξένων επενδύσεων σε μια χώρα υποδοχής, η μεταφορά των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων με τη μορφή εκπαίδευσης, βελτίωσης των ικανοτήτων και διάχυσης νέας γνώσης μέσω των θυγατρικών τους ή άλλων εταίρων τους στην εγχώρια οικονομία, μπορεί να ανοίξει τις προοπτικές και άλλων επιχειρήσεων αλλά και της οικονομίας γενικότερα.

Βέβαια πρέπει να επισημάνουμε και τους κινδύνους που πιθανόν ελλοχεύουν από τη δραστηριότητα των πολυεθνικών επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, οι πολυεθνικές επιχειρήσεις ενδέχεται να επικεντρωθούν μόνο στο στατικό συγκριτικό πλεονέκτημα μιας χώρας υποδοχής, με αποτέλεσμα μικρή εγχώρια προστιθέμενη αξία και μικρή ενσωμάτωση των θυγατρικών στην εγχώρια οικονομία. Επίσης, η

μετακίνηση και εξαγωγική δραστηριότητα των πολυεθνικών επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη σε αλλαγές που αφορούν το κόστος παραγωγής, πρόσβαση σε αγορές, συνθήκες ρυθμιστικές (regulatory conditions), κλπ. Η δυνατότητα των επιχειρήσεων να μετακινούνται σε άλλες χώρες επιβραδύνεται αν η τεχνολογική ένταση της παραγωγής είναι περισσότερο έντονη. Όλα αυτά σημαίνουν ότι οι χώρες υποδοχής δεν πρέπει μόνο να εστιάζουν την προσοχή τους στην προσέλκυση Ξένων Άμεσων Επενδύσεων που προωθούν τις εξαγωγές, αλλά και να διατηρούν και να αναβαθμίζουν ποιοτικά την εξαγωγική δραστηριότητα των Ξένων Άμεσων Επενδύσεων.

Στοιχεία της UNCTAD δείχνουν ότι σε χώρες όπως η Φιλανδία, Καναδάς, Βραζιλία, Σλοβενία, οι εξαγωγές των ξένων θυγατρικών Πολυεθνικών Επιχειρήσεων ξεπερνούσαν το 30% του συνόλου των εξαγωγών της κάθε χώρας σε όλους τους κλάδους.

Μια από τις ειδικές κατηγορίες εξαγωγών που πρέπει να αναφέρουμε είναι αυτή των υπηρεσιών. Τα διαθέσιμα υπάρχοντα στοιχεία, μας δείχνουν ότι για πολλές πολυεθνικές επιχειρήσεις η εξαγωγή υπηρεσιών είναι επικουρική στις διεθνείς παραγωγικές δραστηριότητές τους, δηλαδή E&A, πωλήσεις και μάρκετινγκ, κλπ. Αρκετές επιχειρήσεις εγκαθιστούν αυτές τις υπηρεσίες σε χώρες χαμηλού κόστους ή σε χώρες που θεωρούνται πιο αποτελεσματικές σε όρους διαχείρισης (logistical sense) και τις εξάγουν από αυτές τις τοποθεσίες. Για παράδειγμα αρκετές χώρες της Ασίας έχουν αποκτήσει ένα πλεονέκτημα στην προσέλκυση Ξένων Άμεσων Επενδύσεων τόσο στο εμπόριο υπηρεσιών όσο και σε τομείς υπηρεσιών μέρους της παγκόσμιας παραγωγικής διαδικασίας. Κατά συνέπεια, υπάρχει μεγάλο περιθώριο για τις επιχειρήσεις να διεθνοποιηθούν και για τις χώρες υποδοχής να προσελκύσουν Ξένες Άμεσες Επενδύσεις στον τομέα των υπηρεσιών. Χαρακτηριστικά είναι τα παραδείγματα της Ινδίας στην εξαγωγή υπηρεσιών σε λογισμικό ή της επιτυχίας της Ιρλανδίας στην προσέλκυση Ξένων Άμεσων Επενδύσεων σε τομείς υπηρεσιών, κλπ.

Ο ρόλος των επιτοκίων στις κεφαλαιακές ροές

Αν υπάρχει ένας βασικός παράγοντας που επηρεάζει την αγορά συναλλάγματος, αυτός είναι τα επιτόκια¹³. Η Κεντρική Τράπεζα μιας χώρας ή ενός









¹³ http://www.fxcm.gr/HowTo-Interest_Rates.asp

οικονομικού group καθορίζει το επιτόκιο για το νόμισμα τους. Ρυθμίζει τα επιτόκια αυτά σε μια προσπάθεια να ενθαρρύνει το εμπόριο και να διατηρήσει τον έλεγχο του πληθωρισμού. Τα χαμηλότερα επιτόκια θα ενθαρρύνουν την οικονομική ανάπτυξη, καθώς η πίστωση γίνεται φθηνότερη. Τα υψηλότερα επιτόκια θα επιβραδύνουν την οικονομική ανάπτυξη καθώς το "κόστος του χρήματος" γίνεται όλο και πιο ακριβό.

Οι μεταβολές των επιτοκίων μπορεί επίσης να επηρεάσουν σημαντικά την αξία ενός νομίσματος, για το οποίο θα μιλήσουμε πιο αναλυτικά αργότερα. Η παρακολούθηση των αποφάσεων για τα επιτόκια της Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς της Fed (FOMC), η οποία καθορίζει τα βραχυπρόθεσμα επίπεδα των επιτοκίων, είναι εξαιρετικά σημαντικό όταν κάνουμε trade στο δολάριο ΗΠΑ. Όταν η Fed αυξάνει τα επιτόκια, η απόδοση που προσφέρουν τα στοιχεία ενεργητικού που αποτιμώνται σε δολάρια είναι υψηλότερη. Αυτό συνήθως προσελκύει περισσότερους traders και επενδυτές. Αν τα επιτόκια υποχωρήσουν, αυτό σημαίνει ότι η απόδοση που προσφέρουν τα στοιχεία ενεργητικού που αποτιμώνται σε δολάρια είναι χαμηλότερη, δίνοντας λιγότερα κίνητρα στους επενδυτές να επενδύσουν σε δολάρια.

Ωστόσο, δεν είναι μόνο το ίδιο το ποσοστό που είναι σημαντικό. Αυτό που είναι επίσης ιδιαίτερα σημαντικό στις αποφάσεις της FOMC είναι η γλώσσα στην ανακοίνωση που συνοδεύει την απόφασή της. Στην πραγματικότητα, πολλές φορές μέχρι τη στιγμή της ανακοίνωσης της απόφασης, η απόφαση έχει ήδη προεξοφληθεί στην αγορά και μόνο μικρές διακυμάνσεις παρατηρούνται, αν η απόφαση ήταν η σύμφωνη με τις εκτιμήσεις. Το συνοδευτικό κείμενο, από την άλλη, αναλύεται λέξη προς λέξη για οποιεσδήποτε ενδείξεις για το τι σκοπεύει να κάνει η Fed στις επόμενες συνεδριάσεις. Η ίδια η απόφαση των επιτοκίων τείνει να είναι λιγότερο σημαντική από τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές κινήσεις των επιτοκίων.

Παρακάτω είναι ένας πίνακας των επιτοκίων για τα σημαντικότερα νομίσματα, για τον Ιανουάριο του 2010.

Central Bank Rates	
 NZD 2.50%	 AUD 3.25%
 GBP 0.50%	 USD 0.25%
 CAD 0.25%	 EUR 1.00%
 CHF 0.25%	 JPY 0.10%

Κάθε νόμισμα φέρνει μαζί του και ένα επιτόκιο. Αυτό είναι περίπου σαν ένα βαρόμετρο της δύναμης ή αδυναμίας της οικονομίας. Καθώς η οικονομία μια χώρας δυναμώνει με τον καιρό, οι τιμές τείνουν να ανεβαίνουν καθώς οι καταναλωτές μπορούν να ξοδεύουν περισσότερα από το εισόδημά τους. Όσο μεγαλύτερη είναι η παραγωγή, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο αριθμός αγαθών και υπηρεσιών προς κατανάλωση. Με άλλα λόγια, περισσότερα δολάρια αγοράζουν την ίδια ποσότητα αγαθών και αυτό οδηγεί τις τιμές υψηλότερα για τα εν λόγω αγαθά.

Η άνοδος των τιμών ονομάζεται πληθωρισμός και οι Κεντρικές Τράπεζες τον προσέχουν ιδιαίτερω. Εάν ο πληθωρισμός αφεθεί να τρέξει ανεξέλεγκτος, τα χρήματα θα χάσουν μεγάλο μέρος από την αγοραστική τους αξία και καθημερινά αγαθά όπως π.χ. το ψωμί θα μπορούσαν μια μέρα να φτάσουν σε απίστευτα υψηλές τιμές, όπως τα εκατό δολάρια για ένα ψωμί. Ακούγεται σαν έναν πολύ απίθανο και μακρινό σενάριο, αλλά αυτό είναι ακριβώς που συμβαίνει σε κράτη με πολύ υψηλό πληθωρισμό όπως η Ζιμπάμπουε. Για να σταματήσουν αυτό τον κίνδυνο προτού εμφανιστεί, οι Κεντρικές Τράπεζες παρεμβαίνουν και αυξάνουν τα επιτόκια με σκοπό να περιορίσουν τις πληθωριστικές πιέσεις προτού ξεφύγουν από τον έλεγχο.

Ο πληθωρισμός είναι πολύ δύσκολο να σταματήσει όταν ξεφύγει, εξού και η συνεχής, σχεδόν παρανοϊκή επαγρύπνηση της Fed για τον αγώνα εναντίον του. Τα υψηλότερα επιτόκια κάνουν το δανεικό χρήμα πιο ακριβό, αποτρέποντας με τη σειρά του τους καταναλωτές από την αγορά νέων κατοικιών, τη χρήση πιστωτικών καρτών και την ανάληψη περαιτέρω οφειλών. Το πιο ακριβό χρήμα αποθαρρύνει επίσης τις επιχειρήσεις από το την επέκταση, μιας και αυτή γίνεται συνήθως με πίστωση για την οποία χρεώνεται πάντα ένα επιτόκιο. Τελικά, τα υψηλότερα επιτόκια θα επηρεάσουν αρνητικά καθώς η οικονομία επιβραδύνεται, μέχρι το σημείο που η Κεντρική Τράπεζα θα αρχίσει και πάλι να μειώνει τα επιτόκια, αυτή την φορά για να ενθαρρύνει την οικονομική ανάπτυξη - και έτσι ο κύκλος συνεχίζεται. Η προσπάθεια προαγωγής της ανάπτυξης με την ταυτόχρονη διατήρηση του πληθωρισμού χαμηλά είναι το λεπτό σχοινί στο οποίο περπατά η Fed σε κάθε συνεδρίαση της FOMC.

Με την αύξηση των επιτοκίων, ένα κράτος αυξάνει επίσης και τη διάθεση των ξένων επενδυτών να επενδύσουν σε αυτή τη χώρα. Η λογική είναι η ίδια όπως και σε κάθε άλλη επένδυση. Ο επενδυτής ψάχνει τις μεγαλύτερες δυνατές αποδόσεις. Με την αύξηση των επιτοκίων οι αποδόσεις σε αυτούς που επενδύουν σε αυτή τη χώρα

αυξάνονται. Κατά συνέπεια, υπάρχει μια αυξημένη ζήτηση για αυτό το νόμισμα καθώς οι επενδυτές επενδύουν στις χώρες που τα επιτόκια είναι υψηλότερα. Οι χώρες που προσφέρουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις στις επενδύσεις μέσω των υψηλότερων επιτοκίων, της οικονομικής ανάπτυξης και της ανάπτυξης των εγχώριων χρηματοπιστωτικών αγορών προσελκύουν τα περισσότερα ξένα κεφάλαια. Εάν το χρηματιστήριο μιας χώρας πηγαίνει καλά και προσφέρει ένα υψηλό επιτόκιο, οι ξένοι επενδυτές είναι πιθανό να στείλουν κεφάλαια σε αυτή τη χώρα. Αυτό αυξάνει τη ζήτηση για το νόμισμα της χώρας και οδηγεί την αξία του νομίσματος υψηλότερα.

Τα χρήματα ακολουθούν πάντοτε την απόδοση. Σε περίπτωση που μια χώρα αυξήσει τα επιτόκια της, τότε θα δούμε το γενικό διεθνές ενδιαφέρον για αυτή τη χώρα να αυξάνεται επίσης. Πρόσφατα, η Κεντρική Τράπεζα της Αυστραλίας (RBA) αύξησε το επιτόκιο στο δολάριο Αυστραλίας κατά 25 μονάδες βάσης στο 3.75%. Το αυστραλιανό ήταν ήδη ισχυρό έναντι των υπολοίπων νομισμάτων και αυτή η κίνηση θα το βοηθήσει απλώς να ενισχυθεί περαιτέρω. Ως αποτέλεσμα, ζευγάρια όπως τα AUD/USD, AUD/JPY, GBP/AUD αντικατοπτρίζουν αυτή τη δύναμη. Αντίθετα, σε περίπτωση που η Κεντρική Τράπεζα μιας χώρας μειώσει τα επιτόκια παρατηρούμε τα κεφάλαια να απομακρύνονται από το συγκεκριμένο νόμισμα.

Κάποια από τα χαρακτηριστικά των Κεντρικών Τραπεζών είναι:

- Έχουν πρόσβαση σε τεράστια αποθέματα κεφαλαίου.
- Έχουν συγκεκριμένους οικονομικούς στόχους.
- Ρυθμίζουν την προσφορά χρήματος και τα επιτόκια.
- Καθορίζουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια δανεισμού για να αλλάξει το ποσοστό των τόκων που καταβάλλονται στο εθνικό τους νόμισμα.
- Αγοράζουν και πωλούν κυβερνητικού τίτλους για να αυξήσουν ή να μειώσουν την προσφορά του χρήματος.
- Μερικές φορές αγοράζουν και πωλούν το δικό τους εθνικό νόμισμα στην ανοικτή αγορά για να επηρεάσουν τα επιτόκια.

Είναι σαφές ότι τα επιτόκια και οι αλλαγές τους μπορεί να έχουν μεγάλο αντίκτυπο στις ροές κεφαλαίων που έχει μια χώρα.

Αξιζει να γίνει μια γρήγορη επισκόπηση την έννοιας των "ροών κεφαλαίων" και μερικές διαφορές μεταξύ μιας θετικής και αρνητικής ροής κεφαλαίου.

Οι ροές κεφαλαίων αντιπροσωπεύουν τα χρήματα που στέλνονται από το εξωτερικό προκειμένου να επενδύσουμε στις αγορές μιας χώρας.

Οι ροές κεφαλαίων μετρούν το καθαρό ποσό ενός νομίσματος που αγοράζεται ή πωλείται για επενδύσεις κεφαλαίων. Η βασική ιδέα πίσω από τις ροές κεφαλαίων είναι το ισοζύγιο. Για παράδειγμα, μια χώρα μπορεί να έχει είτε θετική είτε αρνητική ροή κεφαλαίων.

Ένα θετικό ισοζύγιο ροής κεφαλαίων σημαίνει ότι οι επενδύσεις που έρχονται σε μια χώρα από ξένες πηγές υπερβαίνουν τις επενδύσεις που εγκαταλείπουν τη χώρα για ξένες πηγές.

Εάν οι εισροές ξεπερνούν τις εκροές σε κάποια χώρα, τότε υπάρχει μια αυξημένη ζήτηση για το νόμισμα αυτής της χώρας. Αυτή η ζήτηση προκαλεί αύξηση στην αξία αυτού του νομίσματος, διότι οι ξένοι επενδυτές πρέπει να μετατρέψουν το νόμισμα τους στο εθνικό νόμισμα της χώρας στην οποία καταθέτουν τα χρήματά τους.

Ένα αρνητικό ισοζύγιο ροής κεφαλαίων σημαίνει ότι οι επενδύσεις που εγκαταλείπουν τη χώρα για ξένες πηγές ξεπερνούν τις επενδύσεις που έρχονται στη χώρα από ξένες πηγές.

Όταν υπάρχει αρνητικό ισοζύγιο ροής κεφαλαίων, υπάρχει μειωμένη ζήτηση για το νόμισμα αυτής της χώρας το οποίο προκαλεί μείωση της αξίας του. Αυτό συμβαίνει διότι οι επενδυτές θα πρέπει να πουλήσουν το εθνικό τους νόμισμα για να αγοράσουν το εθνικό νόμισμα της χώρας στην οποία καταθέτουν τα χρήματά τους.

Απλές συζητήσεις των Κεντρικών Τραπεζών για την πιθανότητα μεταβολής των επιτοκίων παρακολουθούνται πολύ στενά και μπορούν από μόνες τους να επηρεάσουν την κίνηση των σχετιζόμενων ζευγαριών νομισμάτων. Είναι σαφές ότι οποιαδήποτε ανακοίνωση πραγματικής αλλαγής των επιτοκίων παρακολουθείται με προσοχή στη διεθνή οικονομική σκηνή και μπορεί να είναι δυναμικά το έναυσμα της αλλαγής της τάσης για το νόμισμα.



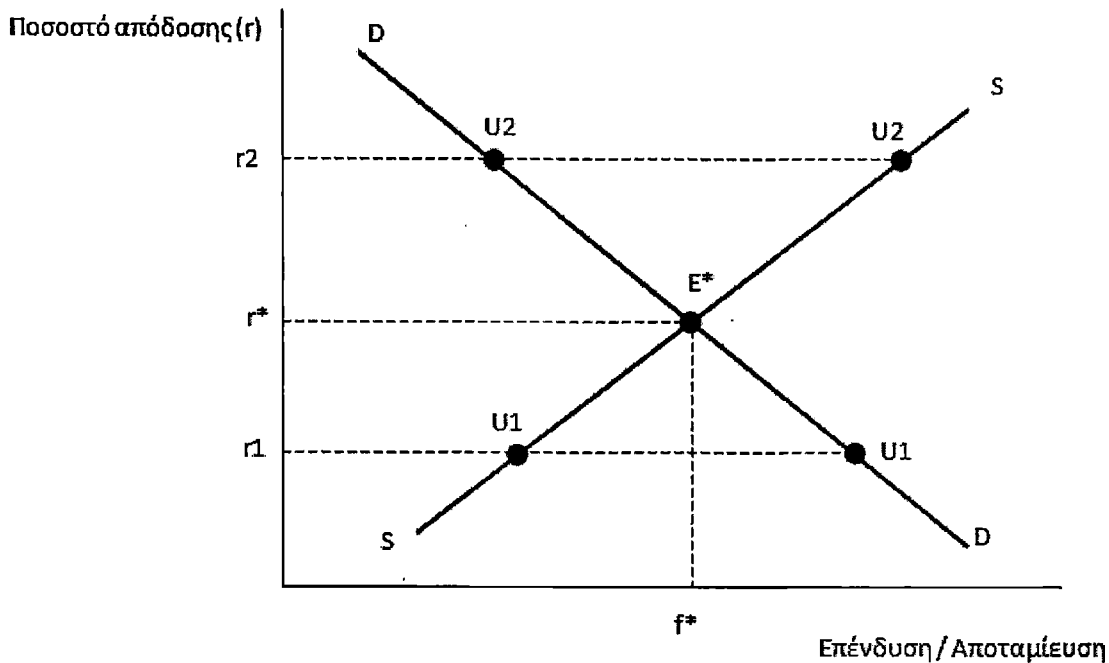
Οι κυριότερες Κεντρικές Τράπεζες που συμμετέχουν σε αυτή τη διαδικασία είναι η Τράπεζα του Καναδά (BoC), η Τράπεζα της Αγγλίας (BoE), η Τράπεζα της Ιαπωνίας (BoJ), η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed), η Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας (SNB), η Αποθεματική Τράπεζα της Αυστραλίας (RBA) και η Αποθεματική Τράπεζα της Νέας Ζηλανδίας (RBNZ). Η κάθε Τράπεζα συνεδριάζει σε τακτική βάση, κατά κανόνα σε ένα κύκλο 4 με 6 εβδομάδων ανάλογα με την εν λόγω τράπεζα.

Θεωρητικό πλαίσιο επιτοκίων και νομισματικής πολιτικής

Η φορολογία παίζει σημαντικό ρόλο για το κέρδος των επιχειρήσεων γιατί μια αύξηση των επιτοκίων σημαίνει άμεση αφαίρεση κερδών αφού οι επιχειρήσεις είναι καθαροί οφειλέτες. Μια εταιρεία με μεγάλα χρέη μπορεί να οδηγηθεί στη χρεοκοπία αν αυξηθεί η φορολογία. Μειώνεται επίσης η ζήτηση σε προϊόντα με ευαισθησία στην άνοδο των επιτοκίων (όπως είναι τα ακίνητα που επηρεάζονται σε βάθος χρόνου λόγω τραπεζικού δανεισμού από τους αγοραστές τους). Ο μεγάλος και αυξανόμενος όγκος συναλλαγών σε προϊόντα μελλοντικής εκπλήρωσης αποτελεί απόδειξη για τη σημασία που δίνουν οι επιχειρήσεις στις διακυμάνσεις του επιτοκίου¹⁴. Τράπεζες και επιχειρήσεις συχνά συγκρούονται σχετικά με την άσκηση νομισματικής πολιτικής καθώς έχουν διαμετρικά αντίθετα συμφέροντα.

Το επιτόκιο καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση. Θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι είναι η «τιμή» που είναι κάποιος διατεθειμένος να καταβάλλει για να δανειστεί χρήμα. Όσο μειώνεται το επιτόκιο, τόσο αυξάνεται η ζήτηση για δανεισμό άρα η καμπύλη ζήτησης δανειακών κεφαλαίων έχει αρνητική κλίση σε σχέση με το επιτόκιο. Ένα υψηλότερο επιτόκιο επίσης σημαίνει καλύτερη απόδοση των αποταμιεύσεων, επομένως οι άνθρωποι ξοδεύουν λιγότερα τώρα με την προσδοκία ότι μελλοντικά η αποταμίευσή τους θα τους αποφέρει υψηλού τόκους ώστε να μπορέσουν να ξοδέψουν περισσότερο στο μέλλον. Η θεωρία αυτή ονομάζεται θεωρία «δανειακών κεφαλαίων» (loan able funds theory) και απεικονίζεται στο παρακάτω σχήμα.

¹⁴ Dermot McAleese Οικονομική για επιχειρησιακές σπουδές: Ανταγωνισμός, Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση, Έκδοση 372, Κεφάλαιο 13 – Η κατανόηση των επιτοκίων και της νομισματικής πολιτικής σσ. 407-444



Η καμπύλη DD απεικονίζει τη ζήτηση και η καμπύλη SS την προσφορά δανειακών κεφαλαίων. Στο σημείο E^* επιτυγχάνεται ισορροπία. Αν θεωρήσουμε ότι το επιτόκιο είναι το r και από τη θέση r^* μετακινηθεί στη r_2 (εάν δηλαδή αυξηθεί) αυξάνεται η προσφορά και μειώνεται η ζήτηση. Επομένως προκειμένου να παρακινηθεί ο δανεισμός το επιτόκιο θα πρέπει να μειωθεί. Όσο μειώνεται το επιτόκιο μειώνεται επίσης και η προσφορά των δανείων επειδή ακριβώς μειώνονται οι αποδόσεις που θα έχουν τα δανεισμένα κεφάλαια. Οι καμπύλες προσφοράς και ζήτησης μπορούν επίσης να μετατοπιστούν ώστε να δημιουργηθούν νέα σημεία ισορροπίας. Οι παράγοντες που μετατοπίζουν τις καμπύλες μπορούν να είναι οι εξής: μια άνοδος των προσδοκίων κέρδους θα μετατοπίσει τη καμπύλη ζήτησης DD προς τα δεξιά και θα προκαλέσει αύξηση των επιτοκίων. Αν επίσης αυξηθεί η τάση για αποταμίευση θα μετατοπιστεί η καμπύλη προσφοράς προς τα δεξιά και τα επιτόκια θα μειωθούν. Αν το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού αυξηθεί, η καμπύλη προσφοράς θα μετατοπιστεί δεξιά οπότε τα επιτόκια θα αυξηθούν αφού θα ελαττωθεί η αποταμίευση.

Άλλος ένας σημαντικός παράγοντας είναι ο πληθωρισμός. Το ονομαστικό επιτόκιο θα πρέπει να προσαρμόζεται στον πληθωρισμό, επομένως οι προσδοκίες του μελλοντικού πληθωρισμού επηρεάζουν με τη σειρά τους την προσφορά και τη ζήτηση των δανειακών κεφαλαίων.

Αν αυξηθεί απότομα η προσφορά του χρήματος (αυξηθεί δηλαδή ο πληθωρισμός) θα μετατοπιστεί η καμπύλη ζήτησης προς τα δεξιά γιατί οι άνθρωποι θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερους τόκους αφού θα αναμένουν παράλληλη αύξηση των επιχειρηματικών τους εσόδων. Ταυτόχρονα όμως θα μετατοπιστεί προς τα αριστερά η καμπύλη της προσφοράς γιατί οι δανειστές θα απαιτήσουν υψηλότερα επιτόκια ώστε να επιτύχουν μεγαλύτερη απόδοση των κεφαλαίων τους. Στο νέο σημείο ισορροπίας το ονομαστικό επιτόκιο θα έχει αυξηθεί ώστε να αντικατοπτρίζει την αναμενόμενη αύξηση τιμών ενώ το πραγματικό επιτόκιο θα έχει μείνει αμετάβλητο.

Το μακροπρόθεσμο επιτόκιο επηρεάζεται από τις πληθωριστικές πιέσεις αλλά και από το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο. Το αρμπιτράζ μεταξύ των δύο αγορών θα μεταδώσει τις εξελίξεις από το βραχυπρόθεσμο στο μακροπρόθεσμο επιτόκιο. Η σχέση μεταξύ τους δεν είναι τέλεια αλλά έχει μεγάλο βαθμό αλληλεπίδρασης όπως έδειξε μια έρευνα σε δέκα μεγάλες βιομηχανικές χώρες από το 1970 - 1990¹⁵. Η νομισματική πολιτική λειτουργεί κυρίως στο βραχυπρόθεσμο άκρο ενώ οι επιδράσεις της πολιτικής αυτής στο μακροπρόθεσμο διαφέρει από χώρα σε χώρα.

Για την κατανόηση των επιτοκίων πρέπει να λάβουμε υπόψη την εξίσωση του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος όπου

$$ΑΕΠ = C + I + G + X - M$$

Όπου C = κατανάλωση, I = επένδυση, G = δημόσιες δαπάνες, X = εξαγωγές και M = εισαγωγές.

Τα επιτόκια επηρεάζουν όλους τους συντελεστές της συνάρτησης και καθορίζουν τη νομισματική πολιτική του κάθε κράτους. Αν τα επιτόκια αυξάνονται, δίνεται στα νοικοκυριά κίνητρο αποταμίευσης, αυξάνει τις ροές των δανειστών έναντι των δανειζομένων καθώς τα δανειζόμενα κεφάλαια αποκτούν μεγαλύτερες αποδόσεις, μειώνουν την αξία της ακίνητης περιουσίας, των μετοχών και των ομολόγων.

Για τους παραπάνω λόγους η νομισματική πολιτική ενός κράτους είναι ένα σημαντικό εργαλείο της κυβέρνησης καθώς μέσω αυτής επηρεάζεται η προσφορά χρήματος, οι βασικοί δείκτες πληθωρισμού αλλά και η συναλλαγματική ισοτιμία.

¹⁵ ΔΝΤ, World Economic Outlook (Μάιος 1994)

Απώτερος στόχος είναι η διατήρηση σταθερού επιπέδου τιμών και η καταπολέμηση του πληθωρισμού. Στην Ευρωζώνη για παράδειγμα λόγω του ότι ασκείται κοινή νομισματική πολιτική ο στόχος είναι ο πληθωρισμός να μην ξεπερνά ετήσια αύξηση 2%. Στην σταθερότητα των τιμών συμπεριλαμβάνονται τόσο οι αυξήσεις όσο όμως και οι μειώσεις που υπερβαίνουν το στόχο του 2%. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών λειτουργούν με τέτοιο τρόπο προς την επίτευξη αυτού του στόχου ώστε να διατηρείται η φήμη, η σταθερότητα και να λαμβάνονται όλα τα αναγκαία μέτρα που θα προσελκύσουν τα ξένα κεφάλαια για επενδύσεις καθώς οι επενδυτές που είναι ιδιαίτερα ευάλωτοι στις μεταβολές των επιτοκίων αναζητούν κυρίως σταθερότητα και αξιοπιστία για την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους. Μια κακή νομισματική πολιτική μπορεί να προκαλέσει πληθωρισμό, επομένως τα επιτόκια θα πέσουν. Αυτό θα οδηγήσει σε αύξηση πιστώσεων στον ιδιωτικό τομέα, αύξηση των δαπανών και σε άνοδο των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Βραχυπρόθεσμα ίσως αυξηθεί η παραγωγή αν υπάρχει περιθώριο στην οικονομία αλλά σίγουρα θα έχουμε άνοδο τιμών και εκκίνηση ενός πληθωριστικού σπιράλ.

Οι ενδιάμεσοι στόχοι μιας πολιτικής της κεντρικής τράπεζας είναι πάντα πιο μελλοντικοί καθώς για τον τρέχοντα πληθωρισμό δε μπορεί να γίνει τίποτα. Έτσι οι νομισματικές πολιτικές ασκούνται πάντα με ορίζοντα διετίας. Οι ενδιάμεσοι λοιπόν στόχοι είναι τα αποθέματα χρήματος και τα δανειακά μεγέθη. Λόγω του γεγονότος όμως ότι σήμερα με τη χρήση της τεχνολογίας αλλά και με την απελευθέρωση των αγορών η ροή του χρήματος είναι πολύ πιο εύκολη απ' ό τι στο παρελθόν, η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος έχει αλλάξει σημαντικά. Τα κράτη και οι τράπεζες προσπαθούν να έχουν αυξημένα επιτόκια ώστε να συγκρατούν τα κεφάλαια και τα χρηματικά τους αποθέματα λόγω του ανταγωνισμού με τα υπόλοιπα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η παγκοσμιοποιημένη κεφαλαιαγορά έχει αποδυναμώσει τον έλεγχο των κεφαλαιακών ροών και ο ιδιωτικός τομέας συχνά αναλαμβάνει δράση για να παρακάμψει τους περιορισμούς που θέτουν οι αρχές.

Ο στόχος του πληθωρισμού χρησιμοποιείται ευρέως ως εναλλακτική δυνατότητα στο στόχο της προσφοράς χρήματος ή για να τον συμπληρώσει¹⁶. Η

¹⁶ M. Artis, P. Mizon, Z. Kontolemis: «Inflation targeting: What can the ECB learn from the recent experience of the Bank of England?», *Economic Journal* (Νοέμβριος 1998) και L. Svensson, «Inflation – forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets», *European Economic Review*, 41 (1997)

προσέγγιση αυτή εστιάζεται στη χρήση προπορευόμενων δεικτών πληθωρισμού που προειδοποιούν τις αρχές όταν οι πληθωριστικές ή οι αποπληθωριστικές πιέσεις αρχίσουν να αυξάνονται. Αυτοί οι μελλοντικοί δείκτες είναι που καθορίζουν τη νομισματική πολιτική των κεντρικών τραπεζών ώστε να επηρεάσουν τις μεταβλητές που τους διαμορφώνουν όπως για παράδειγμα η συναλλαγματική ισοτιμία, η προσφορά του χρήματος, τα επιτόκια και άλλα. Παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη είναι η ανεργία, οι τιμές βασικών εμπορευμάτων όπως η τιμή του πετρελαίου και οι αυξήσεις των αποδοχών.

Τα όργανα άσκησης νομισματικής πολιτικής είναι οι άμεσοι έλεγχοι και οι έλεγχοι που βασίζονται στην αγορά. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται τα ανώτατα συνολικά όρια χορήγησης δανείων, διοικητικοί έλεγχοι για το επίπεδο των επιτοκίων και το περιθώριο (spread) μεταξύ επιτοκίων λιανικής και χονδρικής τραπεζικής, ποσοτώσεις στην αναπροξόφληση του χαρτοφυλακίου των τραπεζών και ηθική πειθώ. Αυτά τα μέτρα έχουν στόχο να παρακάμψουν τα μέσα που χρησιμοποιεί ο ιδιωτικός τομέας για να παρακάμψει το κράτος και προτρέπει δανειστές και δανειζόμενους να συνεργαστούν άμεσα με άλλα μέσα πλην των τραπεζών (για παράδειγμα δημιουργία ομολόγων όπου οι ιδιώτες αναζητούν κεφάλαια από το κοινό) ή από τράπεζες του εξωτερικού. Στη δεύτερη κατηγορία ανήκουν τα *repos* που περιλαμβάνουν την αγορά κινητών αξιών από την κεντρική τράπεζα που περιλαμβάνει ένα συμβόλαιο πώλησης στο μέλλον με μια συγκεκριμένη αξία ενώ τα αντίστροφα *repos* περιλαμβάνουν την πώληση περιουσιακών στοιχείων από την κεντρική τράπεζα. Η ρευστότητα ελέγχεται επίσης από το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο είναι το επιτόκιο στο οποίο η κεντρική τράπεζα προσφέρει ρευστότητα στις εμπορικές τράπεζες. Αν η κεντρική τράπεζα αναγγείλει αύξηση του επιτοκίου αυτού κατευθύνει και προειδοποιεί ολόκληρη την αγορά ότι περιορίζει τη ρευστότητα καθώς οι εμπορικές τράπεζες θα μετακυλήσουν αυτή την αύξηση επιτοκίου στο πελατολόγιό τους, επομένως θα περιοριστεί ο δανεισμός και θα αυξηθούν οι καταθέσεις. Τέλος η κεντρική τράπεζα μπορεί να επιβάλλει ένα ελάχιστο υποχρεωτικό αποθεματικό στις τράπεζες κάτι που μπορεί να αναστατώσει το τραπεζικό σύστημα και να ενθαρρύνει την αποδιαμεσολάβηση.

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής ωστόσο λαμβάνοντας υπ' όψη τα παραπάνω είναι ένα μείγμα οικονομικών μοντέλων, εμπειρίας και κανόνων της αγοράς. Αλληλεπιδρά με τις επιχειρήσεις μέσω της επίδρασης που έχει στον

πληθωρισμό και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η επιτοκιακή πολιτική αν και βραχυπρόθεσμη επηρεάζει την οικονομική κατάσταση μακροπρόθεσμα καθώς και την πολιτική των επιχειρήσεων. Τα επιτόκια επηρεάζουν συνεπώς τις εισαγωγές, τις εξαγωγές, τη ρευστότητα, τα κεφάλαια κίνησης ακόμα και την πορεία του χρηματιστηρίου. Ακολουθώντας επηρεάζονται και τα υπόλοιπα μεγέθη της οικονομίας όπως η κατανάλωση, η αποταμίευση και η παραγωγικότητα όλων των συντελεστών σε μια οικονομία. Γενικός πάντως στόχος της νομισματικής πολιτικής είναι η δημιουργία ενός σταθερού πλαισίου ανάπτυξης. Πάντως η σταθερότητα αυτή δε συνεπάγεται πάντα και την ευημερία καθώς πολλές φορές παράγει ανεργία και κοινωνική δυσαρέσκεια. Επομένως για την σωστή νομισματική πολιτική που χρειάζεται κάθε φορά η κοινωνία δεν υπάρχει συγκεκριμένος κανόνας αλλά απαιτείται ο διάλογος μεταξύ των εκάστοτε κεντρικών τραπεζών και των επιχειρήσεων με διαφάνεια ώστε να επιτευχθεί η σωστή συμφωνία τη δεδομένη περίοδο. Εκτός λοιπόν από τη νομισματική πολιτική απαιτείται και σωστή δημοσιονομική πολιτική η ανάλυση της οποίας δεν είναι αντικείμενο αυτής της μελέτης.

Κεφαλαιακές ροές και Παγκόσμιος Δανεισμός

Οι οικονομικές συνθήκες στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες, επιδεινώθηκαν σημαντικά εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Οι λιγότερο αναπτυγμένες χώρες, οι οποίες δεν είχαν πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές ακόμα και πριν από την κρίση, υπέφεραν από τη μείωση της ροής κεφαλαίων διαμέσου άμεσων ξένων επενδύσεων, από τη μείωση της εμπορικής κίνησης και από την υποχώρηση των εμβασμάτων εξωτερικού. Αναδυόμενες οικονομίες, που είχαν ωφεληθεί κατά το παρελθόν από ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ήρθαν αντιμέτωπες και αυτές με το κλείσιμο των στροφίγγων του διεθνούς δανεισμού το δεύτερο μισό του 2008¹⁷.

Η πιστωτική κρίση στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη, οδήγησε σε πάγωμα του παγκόσμιου δανεισμού. Η ροή κεφαλαίων στέγνωσε ή ανεστράφη, λόγω της έλλειψης ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις αναπτυγμένες χώρες και το

¹⁷ Περιοδικό «Μεταρρύθμιση» Κυριακή 2 Μαΐου 2010 – Ulrich Voltz: Παγκόσμιος Δανεισμός <http://www.metarithmisi.gr/el/readText.asp?textID=1077>

κόστος της χρηματοδότησης αυξήθηκε σημαντικά. Ακόμα και αναδυόμενες οικονομίες με υγιή μακροοικονομικά μεγέθη, δεν είχαν πλέον τη δυνατότητα να αναχρηματοδοτηθούν στις διεθνείς πιστωτικές αγορές, καθώς η ολοένα αυξανόμενη τάση για αποφυγή κινδύνων και οι περιορισμοί στη ρευστότητα, οδήγησαν στην αλματώδη αύξηση του κόστους δανεισμού. Το Institute of International Finance, που εδρεύει στην Ουάσιγκτον, υπολογίζει ότι οι καθαρές εισροές ιδιωτικών κεφαλαίων στις αναδυόμενες οικονομίες, το 2009 μειώθηκε σε 435 δις δολ. από 667 δις δολ. το 2008, και 70 % από το ανώτατο σημείο του 2007.

Η επανανακάλυψη του ρίσκου -και του οικονομικού κινδύνου που αυτό συνεπάγεται- το καλοκαίρι του 2008, έδωσε απότομα τέλος στην εποχή της εύκολα παρεχόμενης πίστωσης, μια εποχή που παραχώρησε τη θέση της σ' αυτή της απόσυρσης κεφαλαίων από όλες τις γωνιές του αναπτυσσόμενου κόσμου. Η πτήση στην ασφάλεια και τη ρευστότητα -που ουσιαστικά σημαίνει μια πτήση στα ταμεία των ΗΠΑ- έγινε η κύρια στρατηγική των επενδυτών σε ολόκληρο τον κόσμο. Οι αποδόσεις ομολόγων αναδυόμενων οικονομιών, αυξήθηκαν στα θησαυροφυλάκια των ΗΠΑ. Ο δείκτης ομολόγων αναδυόμενων αγορών της JP Morgan, που ουσιαστικά ποσοτικοποιεί τον κίνδυνο που εγκυμονεί κάθε χώρα καταγράφοντας τη συνολική απόδοση που έχουν συναφθεί με ξένο νόμισμα και διαπραγματεύονται στις δευτερογενείς αγορές, τριπλασιάστηκε από το επίπεδο των 300 μονάδων βάσης μέχρι τα μέσα Σεπτεμβρίου 2008, σε περίπου 900 μονάδες βάσης το Νοέμβριο του 2008 και παρέμεινε στα επίπεδα των 600 έως 750 μονάδων βάσης κατά τη διάρκεια κορύφωσης της κρίσης, μέχρι και τον Απρίλιο του 2009.

Δεκάδες αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες χώρες υποβαθμίστηκαν από τους εκτιμητικούς οίκους, ή έλαβαν αρνητική αξιολόγηση της οικονομικής τους προοπτικής. Η διαλεκτική σχέση εταιρικού και δημοσίου χρέους, διεκόπη απότομα λόγω της δυστοκίας των διεθνών κεφαλαιαγορών και η δημιουργία νέου χρέους -μέσω του δανεισμού- έγινε σχεδόν αδύνατη μετά τον Σεπτέμβριο του 2008. Επιπροσθέτως, οι εγχώριες αγορές ομολόγων, οι οποίες είχαν αναβαθμιστεί σε πολλές αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες αγορές τα τελευταία χρόνια, υπέφεραν από την απόσυρση κεφαλαίων που είχαν τοποθετηθεί από διεθνείς επενδυτές...

Ανταποκρινόμενοι στα διογκούμενα προβλήματα αναχρηματοδότησης των αναπτυσσόμενων και αναδυόμενων οικονομιών, οι ηγέτες των 20 πιο αναπτυσσόμενων

χωρών (G20) αποφάσισαν στη σύνοδο κορυφής στο Λονδίνο, τον Απρίλιο του 2009, να αυξήσουν τα διαθέσιμα κεφάλαια για δανεισμό από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Παγκόσμια Τράπεζα και πολυμερείς αναπτυξιακές τράπεζες. Η άμεση και δυναμική πολιτική αντίδραση των κυβερνήσεων και η παρεχόμενη βοήθεια από διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, συνετέλεσαν στο να ξεπεραστούν ουσιαστικά οι περιορισμοί στη ρευστότητα και να σταθεροποιηθούν οι εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές. Το κόστος χρηματοδότησης μειώθηκε σταδιακά από το υψηλό σημείο που βρέθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης και κινείται γύρω από την περιοχή των 300 μονάδων βάσης, από τον Οκτώβριο του 2009.

Ύστερα από τη σημαντική μείωση που σημειώθηκε το τελευταίο τέταρτο του 2008 και το πρώτο του 2009, η καθαρή εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων στις αναδυόμενες αγορές επανήλθε μέσα στο 2009. Παρά το ότι η παρά λίγο πτώχευση του Ντουμπάι, το Νοέμβριο του 2009, και η νευρικότητα τους τελευταίους μήνες για τη δημοσιονομική κατάσταση της Νότιας Ευρώπης (Πορτογαλία, Ιταλία, Ελλάδα και Ισπανία) έχουν οδηγήσει εκ νέου σε μια επαναξιολόγηση του εγχώριου-εθνικού οικονομικού κινδύνου, οι αποδόσεις των ομολόγων αναδυομένων αγορών είναι σήμερα σημαντικά χαμηλότερες από το διαχρονικό μέσο όρο. Περισσότερα κεφάλαια εισρέουν στις αναδυόμενες αγορές λόγω των αποτελεσματικότερων πολιτικών επιλογών , της χρηστής οικονομικής διαχείρισης και των καλών αποδόσεων. Οι καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης των αναδυομένων οικονομιών, συγκρινόμενες με τις μάλλον αρνητικές προβλέψεις για τις ΗΠΑ και την Ευρώπη και συνδυαζόμενες με ιστορικά χαμηλά επιτόκια στις αναπτυγμένες οικονομίες και μια επιγενόμενη σημαντική ρευστότητα στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, είναι πιθανό να οδηγήσουν σε συνεχείς εισροές κεφαλαίων στις αναδυόμενες οικονομίες.

Ενώ η παγκόσμια οικονομική κρίση έχει αφήσει βαθιές πληγές στη δημοσιονομική ισορροπία των αναπτυγμένων οικονομιών, οι αναδυόμενες οικονομίες χειρίστηκαν την κρίση πολύ καλύτερα. Η εκτίμηση για τα πλουσιότερα κράτη είναι δυσσείωνη, με επίπεδα χρέους που είχαμε δει μόνο την επόμενη μέρα του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου. Το ΔΝΤ αναμένει, ο μέσος όρος του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, να φτάσει το 2010 στις αναπτυγμένες οικονομίες στα επίπεδα του 1950. Ακόμα και αν υποθέσουμε ότι τα προγράμματα ενίσχυσης δημοσίων επενδύσεων αποσυρθούν τα επόμενα χρόνια, το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ προβλέπεται να ξεπεράσει το 110% μέχρι το τέλος του 2014, από 75% στο τέλος του 2007. Το

ποσοστό αναμένεται να είναι κοντά ή να ξεπεράσει το 100% για πέντε από τους G7 - εκτός Καναδά και Γερμανίας- μέχρι το 2014.

Γι' αυτό το λόγο, πολλοί επενδυτές έχουν αυξήσει την έκθεσή τους στις αναδυόμενες αγορές, ενώ μειώνουν την παρουσία τους στις αναπτυγμένες οικονομίες. Το χρέος των αναδυομένων οικονομικών δεν αποτρέπει τις ξένες επενδύσεις, επειδή το μακροοικονομικό περιβάλλον σε αυτές τις χώρες είναι υγιές, έχουν χαμηλό πληθωρισμό, ισχυρή ανάπτυξη και συνήθως θετικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Με καλύτερες προοπτικές για την ανάπτυξη στις αναδυόμενες αγορές απ' ό,τι στις ώριμες, το Institute of International Finance περιμένει, οι εισροές καθαρού ιδιωτικού κεφαλαίου στις αναδυόμενες οικονομίες, να αξιοποιήσουν τη δυναμική που υπάρχει, αφού ξεπεράστηκε πλέον η ανάσχεση του πρώτου εξαμήνου του 2009. Το Ινστιτούτο προβλέπει να φτάσουν οι εισροές στα 722 δις δολ. το 2010 και στα 780 δις το 2011.

Μολαταύτα, υπάρχει ο κίνδυνος οι ευνοϊκές μακροοικονομικές συνθήκες στις αναδυόμενες οικονομίες και τα διευρυνόμενα επιτόκια, να θέσουν τις προϋποθέσεις για μια ακόμη έκρηξη στη ροή κεφαλαίων προς αναδυόμενες οικονομίες, η τέταρτη κατά σειρά σημαντική έκρηξη από τα μέσα του 1970. Το ερώτημα που αναδύεται είναι κατά πόσον μια ακόμα χρηματοπιστωτική φούσκα είναι εν εξελίξει, αυτή τη φορά σε κομβικές οικονομίες όπως Βραζιλία, η Κίνα και η Ινδία. Φθινό χρέος από αναπτυγμένες χώρες εισρέει στις αναδυόμενες οικονομίες, προς άγρα μεγαλύτερων περιθωρίων κέρδους και αποδόσεων. Η εξέλιξη αυτή θα θέσει σημαντικούς προβληματισμούς στους πολιτικούς των αναπτυγμένων οικονομιών. Η ιστορία έχει δείξει ότι ραγδαίες εισροές κεφαλαίων σε αναδυόμενες οικονομίες, συνδέονται με το αναλαμβανόμενο ρίσκο ξαφνικού σταματήματος και αναστροφής της ροής. Νέες προσεγγίσεις στη διαχείριση των κεφαλαίων είναι απαραίτητες και πρέπει να διερευνηθούν.

Ενώ μια πιστωτική αφθονία πάλι ρέει στις αναδυόμενες αγορές, η κατάσταση είναι διαφορετική στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Η Παγκόσμια Τράπεζα προβλέπει ότι η Υπο-Σαχάρια Αφρική θα αντιμετωπίσει μια οικονομική επιβάρυνση που θα προέρχεται από μη εγχώριους παράγοντες, της τάξεως του 12% του ΑΕΠ. Και προειδοποιεί ότι αν οι οικονομικές απαιτήσεις δεν ικανοποιηθούν, τότε θα παρατηρηθεί στις χώρες αυτές μείωση των επενδύσεων και ανάσχεση του ρυθμού

ανάπτυξης. Για τις Υπο-Σαχάριες χώρες με οικονομικές ανάγκες τροφοδοτούμενες από το εξωτερικό, το εξωτερικό χρέος θα φτάσει στο 6,5 % του ΑΕΠ το 2010, όταν το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών θα φτάσει στο 5,2 % ως ποσοστό του ΑΕΠ. Σε αντιδιαστολή με τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι οποίες αντιμετωπίζουν το πρόβλημα μεγάλων κεφαλαιακών εισροών, οι κατώτερες εισοδηματικά χώρες θα παραμείνουν εξαρτώμενες από ξένη βοήθεια προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα ελλείμματά τους, που φτάνουν στο 10%.

Στην έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας για τις προοπτικές των οικονομιών το 2010, που εκδόθηκε τον Ιανουάριο, και συγκεκριμένα στο κείμενο συμπερασμάτων, σημειώνεται ότι η κρίση και η ρυθμιστική αντίδραση στις οικονομικές υπερβολές παρελθόντων ετών, μπορεί να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές, αυξάνοντας τα κόστη δανεισμού και μειώνοντας τα επίπεδα των πιστώσεων και τη ροή κεφαλαίων προς τον αναπτυσσόμενο κόσμο. Η Παγκόσμια Τράπεζα, εκφράζει το φόβο ότι τα επόμενα 5-7 χρόνια, οι ρυθμοί ανάπτυξης στον αναπτυσσόμενο κόσμο θα είναι 0,2-0,7 χαμηλότεροι απ' ό,τι θα ήταν αν δεν μεσολαβούσε η κρίση, αφού πρέπει να προσαρμοσθούν οι οικονομίες σε πιο σφιχτές οικονομικές συνθήκες. Γενικά, η Τράπεζα εκφράζει την ανησυχία ότι το ΑΕΠ θα είναι μακροπρόθεσμα από 3,4% –8 %, χαμηλότερο συγκρινόμενο με αυτό προ της κρίσης. Για τους φτωχότερους, ακόμα και αυτή η μετριοπαθής επιβράδυνση μπορεί να αποβεί μοιραία.

Ο ρόλος των Hedge Funds

Το hedge fund είναι ένα «σκληροπυρηνικό» αμοιβαίο κεφάλαιο καθώς είναι αποκλειστικά κερδοσκοπικό και ουσιαστικά πρόκειται για μια δεξαμενή χρημάτων που προέρχονται από πολλούς επενδυτές διαθέτοντας μεγάλη διασπορά κινδύνου. Τα hedge funds είναι απελευθερωμένα από κυβερνητικά θεσμικά πλαίσια, παίζουν μεγαλύτερα παιχνίδια, αναλαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους και έχουν την τάση να προσελκύουν τόσο τους θεσμικούς όσο και τους μικρότερους επενδυτές. Ο όρος hedge fund σημαίνει κατά λέξη αντισταθμιστικό κεφάλαιο αλλά στην πράξη παραδόξως έχει μεγαλύτερο ρίσκο και επενδυτικό κίνδυνο. Όπως αναφέραμε παραπάνω ενώ ένα τέτοιο προϊόν προσελκύει ακόμα και μικρότερους επενδυτές, δεν είναι προσβάσιμο στο ευρύ κοινό, ο αριθμός των επενδυτών που συμμετέχουν είναι

σχετικά μικρός (έως 100 επενδυτές) και έχει μεγάλο κόστος συμμετοχής (σε κάποια hedge funds το ποσό της ελάχιστης συμμετοχής είναι \$1 εκ.).

Τα hedge funds μπορούν να επηρεάσουν τόσο την οικονομία μιας χώρας που έχουν δημιουργηθεί ειδικά νομικά πλαίσια για τον έλεγχο ή ακόμα και τον περιορισμό τους. Αναλόγως του ποσού τους (άνω των \$25 εκ.) κάποια χρειάζεται να είναι εγγεγραμμένα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchanges Commission, SEC) των ΗΠΑ ενώ στην Ευρώπη η μόνη κυβέρνηση που έχει λάβει παρόμοια μέτρα είναι αυτή της Γαλλίας με την AMF. Αναφέρουμε κάποιες επιπλέον αρχές που επιβλέπουν τις τοποθετήσεις των hedge funds στην Ευρώπη:

- 1) Ιρλανδικές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (Irish Financial Services Authorities) καθώς στην Ιρλανδία βρίσκεται ένα από τα κυριότερα κέντρα του Ευρωπαϊκού κλάδου των hedge funds,
- 2) Η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)
- 3) Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες Ηνωμένου Βασιλείου (Financial Services Authority of UK)

Λαμβάνοντας υπόψη τη δημιουργία αυτών των εποπτικών αρχών κατανοούμε τη σημασία που έχουν οι κεφαλαιακές αυτές ροές στις οικονομίες. Δεν υπάρχει σαφής εννοιολογικός ορισμός ενός hedge fund. Εναλλακτικά χρησιμοποιούνται περιγραφικά κάποιοι όροι όπως: Εξελιγμένα Εναλλακτικά Επενδυτικά Σχήματα (όρος Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου), Οργανισμοί Υψηλής Μόχλευσης (Επιτροπή Βασιλείας), Μοχλευμένα Επενδυτικά Κεφάλαια (Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες Ηνωμένου Βασιλείου) και διάφοροι άλλοι περιγραφικοί πάντα ορισμοί. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι τα hedge funds που ελέγχει σήμερα η Goldman Sachs και Bridgewater Associates είναι πάνω από \$ 20 δις¹⁸.

Τα βασικότερα χαρακτηριστικά των hedge funds είναι τα παρακάτω:

- 1) Δομή: Τα hedge funds που λειτουργούν με έδρα τις Η.Π.Α. θεωρούνται «περιορισμένοι συνεταιρισμοί» (limited partnerships, LPs) ενώ εκείνα που

¹⁸ Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους – Νικόλαος Α. Κεφαλληνίσιος (2008) σ. 13, 24-29

λειτουργούν εκτός θεωρούνται offshore hedge funds και δεν έχουν περιορισμό στον αριθμό των επενδυτών.

2) Τύπος Κεφαλαίου (Ανοιχτού ή Κλειστού Τύπου) – Capital Structure: Τα περισσότερα hedge funds είναι ανοιχτού τύπου εκδίδοντας συχνά νέους μετοχικούς τίτλους ώστε οι επενδυτές τους να αγοράσουν τις μετοχές αυτές επιστρέφοντας χρήματα στο hedge fund.

3) Έλλειψη διαφάνειας: Οι διαχειριστές τους δεν είναι υποχρεωμένοι να αναφέρουν στοιχεία σχετικά με τις αποδόσεις ή τις στρατηγικές που ακολουθούν ενώ τα hedge funds δεν εγγράφονται στα αρχεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Για το λόγο αυτό δεν είναι ακόμα παγκοσμίως δυνατή η εφαρμογή αποτελεσματικού ελέγχου αλλά και ανάπτυξη κανονισμών λειτουργίας.

4) Αποδόσεις βασισμένες στον κανονισμό αμοιβών: Τα hedge funds προσφέρουν τεράστιες αμοιβές στους διαχειριστές τους και αυτός είναι ο λόγος που τα κάνει ιδιαίτερα επιτυχημένα καθώς προσελκύουν τους καλύτερους διαχειριστές του κόσμου. Επιπλέον πολλοί διαχειριστές επενδύουν και δικά τους κεφάλαια στο hedge fund κάτι που χαρακτηρίζει τη δυνατότητα επιτυχίας του.

5) Ο Γενικός Συνέταιρος και οι περιορισμένοι σύνεταροι: Ο διαχειριστής του hedge fund είναι ο γενικός σύνεταρος (general partner) ενώ οι υπόλοιποι επενδυτές είναι οι περιορισμένοι σύνεταροι (limited partners).

6) Ύπαρξη ελάχιστου ύψους συμμετοχής: Όσο πιο πολλοί είναι οι συμμετέχοντες τόσο μεγαλύτερη ευχέρεια είναι ο διαχειριστής καθώς η συμμετοχή είναι ιδιαίτερα υψηλή.

7) Ευελιξία στην επιλογή επενδυτικών εργαλείων: Ο διαχειριστής συχνά επιλέγει παράγωγα προϊόντα (derivatives) για τέσσερις σημαντικούς λόγους: τη μείωση επενδυτικού κινδύνου, την εκμετάλλευση ανισορροπιών των τιμών των τίτλων, την αύξηση του ύψους των κεφαλαίων με τη μέθοδο της μόχλευσης και τέλος την αποτελεσματική έκφραση του τρόπου σκέψης του διαχειριστή.

8) Χαμηλή συσχέτιση με την κατεύθυνση της αγοράς: Τα hedge funds συνδέονται περισσότερο με τη διαπραγμάτευση συγκεκριμένων μετοχών παρά με την κατεύθυνση της αγοράς (για το λόγο αυτό περιέχουν και μεγαλύτερο ρίσκο όπως αναφέρθηκε παραπάνω).

9) Ενεργή διαχείριση: Η διαρκής και εκτεταμένη διαχείριση δίνει στα hedge funds το συγκριτικό τους πλεονέκτημα καθώς αυξάνεται ο βαθμός πρόσβασης στις ευκαιρίες, την επιτυχημένη ανάλυση των μετοχών αλλά και τη διαρκή παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου.

10) Οι διαχειριστές και οι νοοτροπίες τους: Υπάρχει ποικιλία hedge funds τόσο σε μέγεθος όσο και σε κλάδο επένδυσης. Για παράδειγμα υπάρχουν τεράστια hedge funds με χαρισματικούς διαχειριστές όπως ο George Soros και άλλα πολύ μικρότερα σε μέγεθος. Τα hedge funds χαρακτηρίζονται από τους κλάδους επένδυσης και έτσι έχουμε τα Biotech hedge funds που σχετίζονται με τον ιατρικό κλάδο, τα Tech hedge funds που ειδικεύονται στον κλάδο της τεχνολογίας, τα Boutique hedge funds τα οποία στηρίζονται γενικά στις ικανότητες του διαχειριστή τους. Κάποιος διαχειριστής ίσως επικεντρώνει την προσοχή του κάθε φορά σε έναν κλάδο που τον θεωρεί επικερδή (Sector hedge fund). Ένας άλλος ίσως φτιάξει ένα χαρτοφυλάκιο ουδέτερης αγοράς (Market Neutral) που θα δομείται από 50% short θέσεις και 50% long θέσεις. Ένας τρίτος ενδεχομένως να επιλέξει αναδυόμενες αγορές (emerging markets) και ένας ακόμα ίσως επιλέξει να βγάλει βραχυπρόθεσμα κέρδη εκμεταλλευόμενος τάσεις, γεγονότα και ευκαιρίες δεδομένης στιγμής (Trading funds).

Η κρίση του 1997 στις αναδυόμενες αγορές

Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση του ρόλου των hedge funds στην ασιατική κρίση το 1997¹⁹. Η κρίση ξεκίνησε με την υποτίμηση του ταϊλανδέζικου νομίσματος του baht. Τα hedge funds είχαν προθεσμιακά (μελλοντικά) συμβόλαια (forward contracts) σε baht που σημαίνει ότι θα πωλούνταν συγκεκριμένες ποσότητες baht σε μελλοντικό απροσδιόριστο χρόνο. Τα κεφάλαια που είχαν επενδύσει σε forwards αυτά ήταν περίπου \$28 δις εκ των οποίων τα \$7 δις σχετίζονταν με hedge funds. Τα hedge funds επίσης είχαν τη δυνατότητα να πωλούν baht με συναλλαγές σε forwards μέσω διεθνών πιστωτικών οίκων με τελικό πάντα αγοραστή την Κεντρική Τράπεζα της Ταϊλάνδης. Τα hedge funds τελικά «επιτέθηκαν» στο baht καθώς είχαν πάρει τεράστιο όγκο short θέσεων δηλαδή πολύ μεγαλύτερος όγκος πωλήσεων έναντι

¹⁹ Joseph Stiglitz – Η μεγάλη Αυταπάτη (Έκδοση 2003) σ. 191-208 και Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους – Νικόλαος Α. Κεφαλληνάκος (2008) σσ. 37-39

αγοράς κάτι που προκάλεσε συναλλαγματική ανισορροπία και στα υπόλοιπα ασιατικά νομίσματα.

Η επίθεση αυτή των hedge funds στο baht παρότρυνε μεγάλους επενδυτές να ακολουθήσουν την ίδια αντιμετώπιση και χειροτέρεψε κατά πολύ το κλίμα στην αγορά. Ακολούθησαν μεγάλες διεθνείς εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες και συνεχίστηκε το κλίμα αυτό και στις μεγάλες εταιρείες. Η διάδοση της πληροφορίας των short θέσεων των hedge funds σχετίστηκε με τους μεγάλους διαχειριστές στην Ινδονησία, τη Μαλαισία και τις Φιλιππίνες οι οποίοι μπορούσαν εύκολα να έχουν πρόσβαση δε διεθνή πιστωτικά ιδρύματα αλλά και στην εγχώρια πίστωση.

Μετά την Ταϊλάνδη ακολούθησε η Ινδονησία. Λόγω του γεγονότος όμως ότι εδώ τα hedge funds είχαν long positions δηλαδή μεγαλύτερο όγκο αγοράς αντί πώλησης, αρχικά η Ινδονησιακή ρουπία υποστηρίχτηκε καθώς υπήρχε η πεποίθηση ότι λόγω των long positions το νόμισμα σταδιακά θα ανέκαμπτε. Παρόλα αυτά εγχώριες τράπεζες και μεγάλες επιχειρήσεις είχαν τεράστιο δανεισμό και είχαν πουλήσει δικαιώματα προαίρεσης (options) με στόχο αφενός την επίτευξη κέρδους από τη μη υποτίμηση της ρουπίας αλλά και τη χρησιμοποίηση του κεφαλαίου από τις πωλήσεις ως εισόδημα. Αυτό πυροδότησε τη μαζική έξοδο των hedge funds από τη ρουπία που λόγω του όγκου τους οδήγησαν τελικά το νόμισμα σε κατάρρευση. Ακολούθησε γρήγορα το μαλαισιανό ringgit και το φιλιππινέζικο νόμισμα το πέσο στο οποίο όμως τα hedge funds δεν είχαν ιδιαίτερες τοποθετήσεις απλά ακολουθήθηκε το γενικότερο κλίμα φυγής και απαισιοδοξίας. Πιέσεις δέχτηκε και το κορεατικό won ενώ το κινέζικο γουάν προστατεύτηκε κυρίως λόγω του μεγάλου προστατευτισμού της κινεζικής κυβέρνησης παρά τις διεθνείς αντιδράσεις.

Η παγκοσμιοποίηση σήμερα²⁰

Σύμφωνα με την έννοια που έχει δοθεί στην παγκοσμιοποίηση στην εποχή μας, η επικρατούσα ιδεολογία προσπαθεί να δικαιολογήσει την επιβράδυνση των οικονομικών ρυθμών, την αποδιοργάνωση της κοινωνικής συνοχής, τη διόγκωση της ανεργίας, της εξαθλίωσης και των κοινωνικών αποκλεισμών. Με τη σημερινή διάσταση της έννοιας υποστηρίζεται ότι η είσοδος του τρίτου κόσμου που παρέχει

²⁰ Κώστας Βεργόπουλος: Η παγκοσμιοποίηση σήμερα – Άρδην τ. 08 Θεωρία 1997
<http://www.ardin.gr/node/2162>

φθηνό εργατικό δυναμικό στην παγκόσμια οικονομία, εντείνονται οι εμπορικοί ανταγωνισμοί και η διαρροή κεφαλαίων προς την περιφέρεια, ώστε οι δυτικές κοινωνίες ν' απειλούνται τόσο με τις εισαγωγές φθηνών προϊόντων όσο και με την ανεπάρκεια επενδύσεων.

Επομένως σύμφωνα με το δεδομένο αυτό του φθηνού εργατικού δυναμικού πρέπει να υπάρχει σκληρό νόμισμα ώστε να προσφέρεται υπόβαθρο αξιοπιστίας για τις διεθνείς αγορές και πρέπει να χαμηλώσει όσο το δυνατόν περισσότερο είναι εφικτό το κόστος (μισθοί, επίπεδο απασχόλησης και τελικά τελική τιμή προϊόντος). Αυτό πρέπει να επιτευχθεί από όλες τις χώρες ώστε να παραμείνουν ανταγωνιστικές σε διεθνές επίπεδο στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης. Η παγκοσμιοποίηση όμως έχει αποτύχει από τον αρχικό στόχο του κευνσιανού μοντέλου για βελτίωση του βιοτικού επιπέδου, της οικονομικής ανάπτυξης και της χαμηλής ανεργίας. Αντίθετα παρατηρείται ολοένα και περισσότερη αποσταθεροποίηση, χειροτέρευση των εργασιακών συνθηκών και γενικότερα μία φθίνουσα κατάσταση του κοινωνικού κράτους με μονόπλευρες θυσίες²¹.

Οι εργαζόμενοι αναγκάζονται να υποκύπτουν στις ιδεολογικές απόψεις τις εποχής χάνοντας κάθε ελπίδα σε μια παγκοσμιοποιημένη (ακόμα και ιδεολογικά) οικονομία η οποία είναι έρμαιο των πολυεθνικών επιχειρήσεων, των χρηματιστηριακών αγορών και του μειωμένου κόστους εργασίας που προσφέρουν τα τεράστια σε πληθυσμό ασιατικά κράτη. Κάθε προσπάθεια που καταβάλλει το κράτος για να αντισταθμίσει αυτούς τους παράγοντες με τα εργαλεία που έχει στη διάθεσή του, δηλαδή το νόμισμα, οι δαπάνες και η επιτοκιακή πολιτική, έχουν εξουδετερωθεί λόγω της παγκοσμιοποίησης με αποτέλεσμα οι πολίτες του να νιώθουν απροστάτευτοι απέναντι σε οποιοδήποτε κίνδυνο. Μέσα σ' αυτό το νέο πλαίσιο υποτίθεται ότι τόσο το Κράτος Έθνος όσο οποιαδήποτε εθνική ρύθμιση έχουν ήδη αποβεί αρχαϊσμός. Τα βασικά εργαλεία της εθνικής ρύθμισης, το εθνικό νόμισμα και οι δημόσιες δαπάνες, θεωρούνται ότι έχουν εξουδετερωθεί στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης, ώστε η κάθε κοινωνία να βρίσκεται πλέον απροστάτευτη και εκτεθειμένη σε πολλαπλές αιτίες ανασφάλειας και κινδύνων. Όμως δεν είναι η πρώτη φορά στην ιστορία που χρησιμοποιείται η παγκοσμιοποίηση ως ιδεολογία της

²¹ Βλέπε επίσης Paul Hirst & Grahame Thompson: Η παγκοσμιοποίηση σε αμφισβήτηση σσ. 17, 189 και 377

ανασφάλειας και των κινδύνων. Στην περίοδο της «χρυσής εποχής» 1871-1914, η Ευρώπη αιφνιδιάσθηκε για πρώτη φορά στην ιστορία της με μια τόσο μακρά περίοδο εσωτερικής και εξωτερικής ειρήνης. Το αναγκαίο αντίπαλο δέος αναζητήθηκε και τότε στην παγκοσμιοποίηση που ονομάσθηκε αποικιοκρατία και ιμπεριαλισμός. Οι «πολιτισμένοι» δυτικοί κινητοποιήθηκαν ενάντια στους «βαρβάρους» που απειλούσαν το δυτικό πολιτισμό πραγματοποιώντας τις αποικιακές τους κατακτήσεις. Μετά την αποικιοκρατία, οι εντάσεις μεταξύ των Δυτικών οδήγησαν στον Α Παγκόσμιο Πόλεμο του 1914-1918 σε συνθήκες γενικευμένου φιλελευθερισμού, με ατροφικά ανεπτυγμένο Κράτος, με πολιτικές σκληρού νομίσματος και με ενιαίο διεθνές νόμισμα θεμελιωμένο στο βρετανικό κανόνα χρυσού. Κατά την περίοδο εκείνη, δόθηκε πρωτοφανής ώθηση στο διεθνές εμπόριο και στις διεθνείς επενδύσεις, ώστε αβίαστα ενοχοποιήθηκε ο ιμπεριαλισμός για την ύφεση και την ανεργία στις μητροπολιτικές χώρες. Αναδύθηκαν τότε τα πολυεθνικά τραπεζικά και καρτέλ ως νέοι πρωταγωνιστές της παγκόσμιας οικονομίας, πράγμα που ώθησε ορισμένους να συμπεράνουν ότι τα έθνη ήταν ήδη παρελθόν. Αυτό συνέβη γιατί πλέον η οικονομική αλληλεπίδραση των ευρωπαϊκών κρατών ήταν τόσο μεγάλη ώστε δεν υπήρχε νόημα στην αναφορά των εννοιών όπως κράτος, έθνος κλπ. Οι εθνικοί ανταγωνισμοί θεωρήθηκαν ξεπερασμένοι μέσα στα πλαίσια μιας νέας οργάνωσης του κεφαλαίου σε παγκόσμια κλίμακα (βλ. τη θεωρία του υπεριμπεριαλισμού από τον Κ. Kautsky²²). Οι νέοι εγγυητές της σταθερότητας και της ευημερίας ήταν πλέον οι «νέοι» παίκτες του συστήματος δηλαδή τα εμπορικά και οικονομικά καρτέλ και τραπεζικά. Οι αριστεροί υποστήριζαν τις νέες εξελίξεις καθησυχάζοντας τις μάζες ενώ μόνον οι Λένιν και Μπουχάριν διατηρούσαν τις επιφυλάξεις τους γιατί υποστήριζαν ότι α) η παγκοσμιοποίηση οξύνει εν δυνάμει τους ανταγωνισμούς ανάμεσα στα καπιταλιστικά έθνη και β) η μακροχρόνια ύφεση στην Ευρώπη εγκαινιάζει ένα ανώτερο στάδιο σήψης και αποσύνθεσης του καπιταλισμού, στο οποίο κυριαρχούν τα παρασιτικά εισοδήματα, τα χρηματιστήρια και οι τράπεζες, εις βάρος του παραγωγικού κεφαλαίου και της απασχόλησης. Ο Μπουχάριν ήταν ο πρώτος που διαπίστωσε ότι το κεφάλαιο, ενώ διεθνοποιείται, παραμένει πάντα εθνικά προσδιορισμένο για τις ανάγκες της λειτουργίας και της αποδοτικότητάς του. Ενώ η ενότητα της παγκόσμιας οικονομίας είναι πάντα δεδομένη, και μάλιστα από τη γέννηση του καπιταλισμού, η πρακτική λειτουργία του διεθνούς συστήματος εμπεριέχει ανταγωνισμούς και αντιφάσεις που

²²Karl Kautsky Ultra Imperialism <http://www.marxists.org/archive/kautsky/1914/09/ultra-imp.htm>

μπορούν ν' αποβούν εκρηκτικές. Εάν δεν ληφθεί υπ' όψη αυτή η δυναμική, υποστήριξε ο Λένιν, η παγκοσμιοποίηση κινδυνεύει να καταντήσει μια κοινοτοπία απολύτως κενή περιεχομένου. Στην εποχή μας, ο μύθος της παγκοσμιοποίησης χρησιμοποιείται και πάλι κινδυνολογικά από τη δεξιά, εφησυχαστικά από την παραδοσιακή αριστερά. Οι δεξιές κυβερνήσεις επιδιώκουν να καταστήσουν αποδεκτή τη λιτότητα από τους εργαζόμενους, ενώ οι αριστερές θεωρούν ότι η λιτότητα και ο κλονισμός της κοινωνικής συνοχής είναι μέσα στη φύση του κεφαλαίου και ότι είναι αναπότρεπτα μέσα στη διαδικασία μεταλλαγής του καπιταλισμού. Επί του παρόντος, το παγκόσμιο σύστημα βρίσκεται σε δυναμική συρρίκνωσης και αποδυνάμωσης, σε επέκταση των φαινομένων της πείνας του υποσιτισμού και της εξαθλίωσης σε παγκόσμια κλίμακα. Υπολογίζεται ότι σε εκατό χώρες, το πραγματικό κατά κεφαλήν εισόδημα είναι σήμερα χαμηλότερο απ' ότι προ 15 ετών. Όμως η σχέση ανάμεσα στα 20% πλουσιότερα εισοδήματα και στα 20% φτωχότερα του πλανήτη μας, ενώ ήταν 1 προς 30 το 1960, είναι σήμερα 1 προς 60.

Η φτώχεια και οι έντονες κοινωνικές ανισότητες είναι πιο εμφανείς σε Ευρώπη και Βόρεια Αμερική με διαρκώς επιδεινούμενες καταστάσεις χωρίς ενδείξεις προσαρμογής στη νέα πραγματικότητα που απαιτεί πολλές θυσίες. Στη δεκαετία του 1930, ο Κέυνς απέδειξε ότι η διεθνής οικονομία απειλείτο όχι μόνον από τους προστατευτισμούς, αλλά επίσης και από την εφαρμογή πολιτικών που οδηγούν μακροχρόνια σε ύφεση με στόχο την ενίσχυση των εθνικών νομισμάτων. Οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις, ακολουθώντας και πάλι υφεσιακές πολιτικές, δεν κάνουν τίποτε άλλο από το να επιδεινώνουν όλο και περισσότερο τη διεθνή ύφεση, καθιστώντας το πρόβλημα της ανάπτυξης ανεπίλυτο όπως ακριβώς και το 1930. Η διεθνοποίηση του χρήματος αποσταθεροποιεί τις εθνικές οικονομίες και κοινωνίες, χωρίς να εγκαθιστά στη θέση τους νέες κοινωνίες είτε σε παγκόσμιο επίπεδο είτε σε ευρωπαϊκό. Τα εθνικά συστήματα συρρικνώνονται, όμως μαζί τους συρρικνώνεται, όμως μαζί τους συρρικνώνεται και το παγκόσμιο σύστημα, εφόσον το δεύτερο προκύπτει απλώς από τη συνάρθρωση των πρώτων.

Είναι αδύνατο να υπάρξει υγιές παγκόσμιο σύστημα, ενώ τα εθνικά νοσοούν. Η παγκοσμιότητα δεν υποκαθίσταται στην εθνικότητα αλλά την προϋποθέτει. Οι σύγχρονες κοινωνίες δεν πάσχουν από υπερκατανάλωση, όπως ισχυρίζεται η φιλελεύθερη και μονεταριστική θεωρία, αλλά είναι κυρίως θύματα της υπεραποταμίευσης. Οι επενδύσεις έχουν σήμερα μειωθεί, όχι επειδή τα κεφάλαια

φεύγουν στο εξωτερικό, στην παγκοσμιοποίηση, αλλά επειδή φεύγουν στη χρηματιστική σφαίρα επί τόπου. Οι εθνικές οικονομίες υστερούν διότι προκειμένου να στηρίξουν το νόμισμά τους καταφεύγουν στη χρήση της ανεργίας και της ύφεσης.

Στη δεκαετία του 1990, οι ευρωπαϊκές επενδύσεις εκτός Ευρώπης ανήλθαν σε 0,2% του ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης (0,4% στην Ιαπωνία και 0,6% στις ΗΠΑ). Όμως το ισοζύγιο κεφαλαίων της Ευρώπης είναι περίπου ισοσκελισμένο, εφόσον εισρέουν από το εξωτερικό κάθε χρόνο ισόποσες επενδύσεις. Αυτό σημαίνει ότι η ευθύνη για τη συρρίκνωση των επενδύσεων και τη διόγκωση της ανεργίας δεν πρέπει να αναζητηθεί στην παγκοσμιοποίηση αλλά κυρίως στην εφαρμοζόμενη στο εσωτερικό πολιτική του χρήματος. Από την άλλη πλευρά, οι εξαγωγές εμπορευμάτων από την Ευρώπη προς τον υπόλοιπο κόσμο δεν υπερβαίνουν το 8% του ευρωπαϊκού ΑΕΠ (6% στην Ιαπωνία και 10% στις ΗΠΑ). Αυτό σημαίνει ότι παρά την παγκοσμιοποίηση, 92% της συνολικής παραγωγής στην Ευρώπη συνεχίζει να απορροφάται από την εσωτερική ευρωπαϊκή αγορά. Τόσο για την Ευρώπη όσο και για την Ιαπωνία και τις ΗΠΑ, οι εξωτερικές κινήσεις είτε κεφαλαίων είτε εμπορευμάτων αφορούν ένα στατιστικώς αμελητέο τμήμα του ΑΕΠ, ενώ καθοριστικός παραμένει ο ρόλος της εσωτερικής αγοράς. Όμως, ενώ οι ΗΠΑ και η Ιαπωνία επιλέγουν την ελεύθερη διακύμανση του νομίσματος τους και την ενεργό δημοσιονομική πολιτική που δίδει προτεραιότητα στην καταπολέμηση της ανεργίας, η Ευρώπη έχει σήμερα απεμπολήσει και τα δυο αυτά εργαλεία οικονομικής πολιτικής, επικαλούμενη την παγκοσμιοποίηση και επιρρίπτοντας ολόκληρο το βάρος της προσαρμογής της οικονομίας στο κόστος εργασίας και στην απασχόληση. Η γηραιά ήπειρος έχει σήμερα αυτοπαγιδευτεί σε μια πορεία υπονόμησης της εσωτερικής της αγοράς που δεν δικαιολογείται ούτε από τον στόχο της προσαρμογής ούτε από την καθοριστική σημασία που διατηρεί γι' αυτήν η εσωτερική αγορά.

Η παγκοσμιοποίηση που επικαλούνται οι κυβερνήσεις, μεταξύ των οποίων και η ελληνική, παραμένει μια καθαρά ιδεολογική επιλογή χωρίς άξιο λόγο αντίκρισμα στην πραγματικότητα. Όμως και αν ακόμη υποθέτει ότι αυτά τα μικρά μεγέθη της σημερινής παγκοσμιοποίησης έχουν κάποια μεγαλύτερη σημασία, η ευθύνη της προσαρμογής στο διεθνή περίγυρο μέσω επιθέσεων στην απασχόληση και στο εργατικό εισόδημα βαρύνει τις κυβερνήσεις χωρίς να είναι ούτε μοιραία ούτε αναπότρεπτη, εφόσον σε άλλες περιοχές του κόσμου η διεθνής προσαρμογή δεν θίγει κατ' ανάγκην τόσο δραματικά τις μακροχρόνια διαμορφωμένες κοινωνικές ισορροπίες.

Η Ευρώπη καταστρέφει σήμερα μόνη της τις προϋποθέσεις για την δυναμική ένταξή της στη νέα διεθνή οικονομία. Το κοινωνικό Κράτος δεν θα έπρεπε να θεωρείται βάρος εφόσον έχει ήδη αποδειχθεί ότι είναι πλεονέκτημα της Ευρώπης στο διεθνή ανταγωνισμό. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι η διεθνής ανταγωνιστικότητα κατακτιέται αρχικά στην εσωτερική αγορά και ότι η ισχυρή εσωτερική αγορά είναι πάντα προϋπόθεση για την κατάκτηση και τη διατήρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας. Όμως φαίνεται ότι σήμερα οι αδυναμίες της πολιτικής και συνδικαλιστικής αριστεράς τροφοδοτούν την πεποίθηση στο συντηρητισμό ότι μπορεί ν' ακυρώσει μακροχρόνιες κοινωνικές ισορροπίες που είχαν διαμορφωθεί μεταπολεμικά στον ευρωπαϊκό χώρο.

Επίλογος – Επιστροφή στον προστατευτισμό²³;

Ο «προστατευτισμός» έχει αποκτήσει μία αδικαιολόγητα κακή φήμη πρόσφατα, χάρις στη σταθερή ροή προπαγάνδας που προωθείται από τους κερδοσκόπους και τις πολυεθνικές ανώνυμες εταιρίες. Οι πολυεθνικές ισχυρίζονται ότι οποιαδήποτε προσπάθεια διατήρησης τοπικών ή κοινοτικών αξιών, παραδοσιακών μορφών οικονομίας, τοπικών θέσεων εργασίας, ή τοπικών πόρων συνιστά προσβολή στην υπέρτατη αξία που είναι η παγκοσμιοποιημένη οικονομία. Πλην, όμως, η παγκοσμιοποιημένη οικονομία έχει σχεδιαστεί από τις πολυεθνικές και τις τράπεζες με σκοπό να περιοριστεί η εξουσία από τα κοινοβούλια, στην ουσία με σκοπό να μετατοπιστούν τα κέντρα λήψης αποφάσεων προς τις επιχειρήσεις. Ο όρος «προστατευτισμός» οφείλει να επαναδιαπραγματευτεί αξίες που θα βοηθήσουν τους λαούς. Ο προστατευτισμός αυτός θα πρέπει να στοχεύει στο να αναγεννήσει το ενδιαφέρον για την επιβίωση των κοινοτήτων, της οικονομίας και των τρόπων ζωής, να εξασφαλίζει μια επιστροφή στην ασφάλεια που παρέχει η τοπική αυτάρκεια η οποία πρέπει να στηρίζεται στον τοπικό οικονομικό έλεγχο και στην τοπική παραγωγή για τοπική κατανάλωση και η οποία προστατεύεται από μια σύγχρονη εμπορική φιλοσοφία η

²³ Κ. Χάινς - Τ. Λανγκ - Ο νέος προστατευτισμός - <http://www.ardin.gr/node/2165>

οποία δεν αποκλείει όλες τις μορφές διεθνούς εμπορίου αλλά περιορίζει το αχρειαστο εμπόριο όπως και άλλες επιβλαβείς δραστηριότητες.

Η αίσθηση ανασφάλειας των εργαζομένων που έχει προκύψει από την ανεμπόδιστη πορεία της παγκοσμιοποίησης οφείλεται στη χειροτέρευση των συνθηκών εργασίας, στην υποβάθμιση των εργασιακών συμβάσεων, στην ημιαπασχόληση, στη διαρθρωτική ανεργία και οδηγεί σε διαρκώς φθίνουσα αγοραστική δύναμη. Το 1995 η Διεθνής Οργάνωση Εργασίας ανακοίνωσε ότι το ένα τρίτο του διαθέσιμου προς εργασία παγκόσμιου πληθυσμού είναι είτε άνεργο είτε υποαπασχολούμενο, η χειρότερη κατάσταση από τη δεκαετία του τριάντα.

Η παγκοσμιοποίηση οδηγεί αναπόφευκτα σε οικονομίες χαμηλόμισθων. Ο Βρετανός οικονομολόγος Adrian Wood έχει υπολογίσει μετακίνηση εννέα εκατομμυρίων θέσεων εργασίας από το Βορρά προς το Νότο η οποία έχει συντελεστεί τα τελευταία χρόνια. Ο λόγος είναι ότι το 1993 το εργατικό κόστος στη βιομηχανική παραγωγή ήταν 24,9 δολάρια (Η.Π.Α.) / ώρα στη Γερμανία, \$16,9 / ώρα στην Ιαπωνία, \$16,4 / ώρα στις Η.Π.Α., και \$12,4 / ώρα στη Βρετανία. Ταυτόχρονα όμως το αντίστοιχο κόστος εργασίας στη Νότια Κορέα είναι \$4,9 / ώρα, στην Ουγγαρία \$1,8 / ώρα, και μόλις μισό δολάριο / ώρα στην Κίνα ! Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίον επιχειρήσεις όπως η Ιταλική εταιρία παραγωγής αθλητικών ειδών και παπουτσιών Fila έχουν βρει, όπως το έθεσε ένας σχολιαστής, «έναν τρόπο αντιμετώπισης του θεμελιώδους προβλήματος της Ευρωπαϊκής μεταποίησης προσπαθούν να μην μεταποιοούν οι ίδιοι απολύτως τίποτα». Εν τω μεταξύ, η Βρετανία διαφημίζει τον εαυτό της ως χώρα χαμηλόμισθων προκειμένου να ελκύσει βιομηχανικές επενδύσεις. Η τάση είναι πλέον ξεκάθαρη: Η είσοδος του τρίτου κόσμου στη βιομηχανική παραγωγή πιέζει τους μισθούς και τα κόστη προς τα κάτω προσφέροντας πολυάριθμο και φθινό εργατικό δυναμικό αυξάνοντας παράλληλα τα ποσοστά ανεργίας στα ανεπτυγμένα κράτη. Έρευνα του 1993 που έγινε μεταξύ 10.000 μεγάλων και μεσαίων επιχειρήσεων της Δυτικής Γερμανίας, απέδειξε ότι μία στις τρεις επιχειρήσεις σχεδίαζαν τη μεταφορά μέρους της παραγωγής τους στην Ανατολική Ευρώπη ή στην Ασία, λόγω των χαμηλότερων εργατικών εξόδων και της χαλαρότερης νομοθεσίας προστασίας του περιβάλλοντος. Ακόμα και οι θέσεις υψηλής ειδίκευσης δεν μένουν στο απυρόβλητο. Στη Βρετανία, στον τομέα υπηρεσιών υψηλής τεχνολογίας, όλο και περισσότερες σημαντικές εταιρίες έχουν αρχίσει να χρησιμοποιούν Ινδούς προγραμματιστές υπολογιστών που οι περισσότεροι κερδίζουν

λιγότερο από \$3,000 το χρόνο. Νέες ζώνες εξαγωγής ηλεκτρονικών που προσφέρουν υπηρεσίες υψηλής ποιότητας και τεχνολογίας με πολύ χαμηλότερους μισθούς από ό,τι στην Ευρώπη, αναπτύσσονται πλέον γύρω από το Νέο Δελχί, την Καλκούτα, τη Βομβάη, το Κοχίν, το Κάντι και τη Μάντρας.

Η μείωση του κόστους του εργατικού δυναμικού και η μεταφορά παραγωγής στα κράτη της Αφρικής και της Ασίας οδηγούν παράλληλα σε συρρίκνωση και του τομέα παροχής υπηρεσιών αφού σταδιακά μειώνεται η προσφορά θέσεων σε τράπεζες, ασφάλειες, λογιστικά γραφεία και μετατίθεται τελικά και στον τουρισμό και στο εμπόριο. Οι πολυεθνικές εταιρείες που διαθέτουν κεφάλαιο εκμεταλλεύονται στο έπακρο με τη χρήση της τεχνολογίας την ευκολία της διακίνησης του κεφαλαίου και τη δυνατότητα μεταφοράς τμήματος της παραγωγικής διαδικασίας σε διαφορετικά κράτη και υπολογίζεται ότι ο τζίρος πωλήσεων των 350 μεγαλύτερων πολυεθνικών εταιριών είναι ίσος με το ένα τρίτο του συνόλου του Ακαθαρίστου Εθνικού Εισοδήματος όλων των βιομηχανικών κρατών. Οι εκατό μεγαλύτερες πολυεθνικές κατέχουν περισσότερα από τέσσερα τρισεκατομμύρια δολάρια από τα παγκόσμια κεφάλαια, από τα οποία τα δύο τρισεκατομμύρια δολάρια βρίσκονται έξω από τη χώρα προέλευσής τους. Αυτός ο απίστευτος (και αυξανόμενος) συγκεντρωτικός έλεγχος της παγκόσμιας παραγωγής δεν είναι ενθαρρυντικός για το ζήτημα της απασχόλησης. Τα 100.000 των μικρών και μεγάλων πολυεθνικών εταιριών απασχολούν μόνο 65 εκατομμύρια ανθρώπους, μόλις το ένα τοις εκατό της παγκόσμιας εργατικής δύναμης. Είναι εμφανές ότι οι πολυεθνικές συρρικνώνουν το εργατικό δυναμικό το οποίο δε μπορεί να καλυφθεί από τις μικρότερες επιχειρήσεις.

Θα πρέπει λοιπόν η εξουσία να ασκείται σε τοπικά, περιφερειακά και εθνικά επίπεδα διακυβέρνησης προκειμένου να αναπτυχθεί και να προστατευτεί το τοπικό εμπόριο και να τονωθεί η εσωτερική αγορά ενάντια στην παγκοσμιοποιημένη αγορά που προκαλεί η πλήρης απελευθέρωση των κεφαλαιακών ροών ώστε να ασκείται κρατικός έλεγχος.. Μερικά μέτρα προς αυτήν την κατεύθυνση θα μπορούσαν να είναι τα εξής :

#Έλεγχος εισαγωγών-εξαγωγών : Αυτά πρέπει να εισαχθούν στο εθνικό και το περιφερειακό επίπεδο, με το σκοπό να επιτραπεί σε τοπικές οντότητες και σε χώρες η παραγωγή όσο το δυνατόν περισσότερων τροφίμων και υπηρεσιών. Μόνο τα είδη που δεν μπορούν να προμηθευθούν τοπικά να αποκτώνται σε εθνικό ή περιφερειακό

επίπεδο, και μόνο αν είναι αναπότρεπτο να γίνεται η προσφυγή στο εμπόριο μεγάλων αποστάσεων.

#Τοπικός έλεγχος κεφαλαίου : Επί του παρόντος, με τη διάλυση των εμπορικών φραγμών και την ανεμπόδιστη ροή του διεθνούς κεφαλαίου, τα εθνικά θησαυροφυλάκια έχουν χάσει πια τον έλεγχο της οικονομίας. Θα πρέπει να δημιουργηθούν κανόνες που να διέπουν τη λειτουργία τραπεζών, αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως και συνταξιοδοτικών και ασφαλιστικών ιδρυμάτων ώστε να διασφαλιστεί ότι η πλειοψηφία των επενδύσεων τοποθετείται μέσα στα όρια της περιοχής από την οποία προέρχεται τα χρήματα, μία πολιτική δηλαδή «τοπικής επένδυσης για τοπική ευημερία».

#Έλεγχος των πολυεθνικών εταιριών : Η δραστηριότητα των πολυεθνικών εταιριών πρέπει να επανέλθει υπό το έλεγχο των εθνικών κυβερνήσεων ώστε να μην αποτελούν απειλή για τις εσωτερικές αγορές του κάθε κράτους.

#Νέα πολιτική για τον ανταγωνισμό : Θα πρέπει να εξασφαλιστεί ο τοπικός ανταγωνισμός που είναι απαραίτητος προκειμένου να εξασφαλίζεται η προώθηση βελτιωμένων προϊόντων, η πιο αποτελεσματική χρήση πρώτων υλών, και το δικαίωμα επιλογής του καταναλωτή.

#Εμπόριο και παροχή βοήθειας για την εξασφάλιση της αυτάρκειας : Η GATT θα πρέπει να μετασχηματιστεί σε Γενική Συμφωνία για τη Στήριξη του Εμπορίου της Αυτοσυντήρησης, ενώ οι τεχνολογικές ανταλλαγές και τα περισσεύματα του διεθνούς εμπορίου θα πρέπει να κατευθύνονται στην καλλιέργεια αυτοσυντηρούμενων τοπικών οικονομιών με σκοπό τη μεγιστοποίηση της απασχόλησης μέσω της αυτοσυντηρούμενης τοπικής αυτάρκειας.

#Εισαγωγή φορολόγησης πόρων: Θα βοηθούσε τη χρηματοδότηση των απαραίτητων ριζοσπαστικών οικονομικών μεταβολών και θα ήταν περιβαλλοντικά ωφέλιμη. Ο ανταγωνισμός από περιοχές που δεν είχαν εισαγάγει ακόμα τέτοιους φόρους θα περιοριζόταν από την εκ νέου εφαρμογή πολιτικής δασμών και ελέγχων. Η επανατοπικοποίηση θα σήμαινε επίσης ότι όποιες αρνητικές περιβαλλοντικές συνέπειες θα βιώνονταν μόνο στο τοπικό επίπεδο, αυξάνοντας έτσι την δυναμική και την προοπτική ανάπτυξης ελέγχων και βελτιωμένων προτύπων.

#Επαναδυναμοποίηση των κυβερνήσεων : Στο όνομα της παγκοσμιοποίησης, η διακυβέρνηση απομακρύνεται αδυσώπητα από το τοπικό επίπεδο και μεταφέρεται στο διεθνές (και στις πολυεθνικές). Τούτο πρέπει να αντιστραφεί. Οι παγκόσμιοι οργανισμοί πρέπει να επαναπροσανατολιστούν στο τοπικό επίπεδο. Οι τοπικές, κρατικές, και περιφερειακές κυβερνήσεις πρέπει να επαναποκτήσουν έλεγχο πάνω στην πρόσβαση στις αγορές και να πατρνάρουν περισσότερα τοπικά συστήματα αποταμίευσης και τραπεζών.

Εν κατακλείδι μπορούμε να συνοψίσουμε ότι οι κεφαλαιακές ροές θα πρέπει να διέρχονται από κάποια στάδια κρατικού παρεμβατισμού και ελέγχου ώστε να εξασφαλίζουν στους ανθρώπους ένα αξιοπρεπές βιοτικό επίπεδο και να μη μπορούν να προκαλούν στρεβλώσεις και ανισορροπίες στην οικονομία και να τείνουν να υποβαθμίζουν συνεχώς το κοινωνικό κράτος που τόσο ανάγκη έχουν οι πολίτες όλων των κρατών. Η ανεξέλεγκτη κυκλοφορία του κεφαλαίου οδηγεί στην αποσταθεροποίηση της κοινωνίας γιατί από τη μια μεριά μειώνει το κόστος παραγωγής και επομένως μειώνει τους μισθούς των εργαζομένων αφετέρου τους αφαιρεί αγοραστική δύναμη η οποία είναι απαραίτητη για να κινηθεί μια οικονομία. Πέραν τούτου όμως απαξιώνονται οι έννοιες της δικαιοσύνης, της ισότητας και αυτό αναγκάζει τους εργαζόμενους να παρατούνται ολοένα και από περισσότερα εργασιακά κεκτημένα και να υποβαθμίζουν την ποιότητα της ζωής τους. Η κατάρρευση των φραγμών στο διεθνές εμπόριο, προς όφελος των οικουμενικών γιγάντων -τόσο εταιριών όσο και κρατών- έχει αναδείξει τις δομικές αιτίες της νέας κοινωνίας της ανασφάλειας. Η ανασφάλεια, που βρίσκεται πλέον σε επίπεδα που έχει να δει ο κόσμος από τη δεκαετία του '30, πρέπει να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά. Αν δεν γίνει κάτι τέτοιο, η ιστορία θα μπορούσε να επαναληφθεί.



Βιβλιογραφία

- 1) Robert Gilpin: Η πρόκληση του Παγκόσμιου καπιταλισμού, η παγκόσμια οικονομία τον 21ο αιώνα – 4η έκδοση, Αθήνα 2008 σσ. 72, 276 - 290
- 2) Robert Gilpin: Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία – Η διεθνής οικονομική τάξη 6^η Έκδοση 2007 Κεφάλαιο 11: Το κράτος και οι πολυεθνικές επιχειρήσεις σσ. 341-375 και Κεφάλαιο 14: Το έθνος κράτος την παγκόσμια οικονομία σσ. 443-460
- 3) Dermot McAleese Οικονομική για επιχειρησιακές σπουδές (Αριθμός Έκδοσης 372): Ανταγωνισμός, Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση Κεφάλαιο 13 – Η κατανόηση των επιτοκίων και της νομισματικής πολιτικής σσ. 407 – 444 και Κεφ. 18 – Κεφαλαιακές ροές και ξένες επενδύσεις σσ. 605-639
- 4) D. RICARDO, "Principles of political economy and taxation", στο έργο του P.SRAFFA. The Works and Correspondence of David Ricardo, τόμος 1 (Cambridge: Cambridge University Press, 1953), σσ 136-7
- 5) Διεθνής Πολιτική Οικονομία: Θεωρία, Δομή και προκλήσεις της παγκόσμιας οικονομίας (Επιμέλεια Αντώνης Κόντης – Χαράλαμπος Τσαρδανίδης) 2005 – Μέρος 3^ο Διεθνής κινητικότητα και ολοκλήρωση των παραγωγικών συντελεστών – Νικόλαος Κιτωνάκης – Αντώνιος Κόντης σσ. 265-289
- 6) Παναγιώτης Ρουμελιώτης: Προς έναν πολυπολικό κόσμο 2009: Πρόλογος σσ. 12-16, Εισαγωγή σσ. 17-29, Κεφάλαιο 4: Ανάλυση της οικονομικής παγκοσμιοποίησης: Ανισότητες και παγκοσμιοποίηση σ. 196, Κεφάλαιο 6: Οι άμεσες διεθνείς επενδύσεις και η κυριαρχία των πολυεθνικών επιχειρήσεων σσ. 262-288
- 7) Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους – Νικόλαος Α. Κεφαλληνναίος (2008) σ. 13, 24-29, 37-39
- 8) Paul Hirst & Grahame Thompson: Η παγκοσμιοποίηση σε αμφισβήτηση σσ. 17, 189 και 377
- 9) Joseph Stiglitz – Η μεγάλη Αυταπάτη (Έκδοση 2003) σσ. 191-208
- 10) Bob Woodward, "The agenda: Inside the Clinton White House (New York: Simon and Schuster, 1994)

- 11) Laura Tyson, στο Robert Z. Lawrence and Charles L. Schultze, eds., *An American Trade Policy: Options for the 1990's* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1990)
- 12) Γιώργος Αργεΐτης Χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση Περισσότερη αποτελεσματικότητα ή αστάθεια; http://openitnow.blogspot.com/2008/01/blog-post_7854.html, 10-1-2008
- 13) <http://www.economics.gr>
- 14) http://www.fxcm.gr/HowTo-Interest_Rates.asp
- 15) Περιοδικό «Μεταρρύθμιση» Κυριακή 2 Μαΐου 2010 – Ulrich Voltz: Παγκόσμιος Δανεισμός <http://www.metarithmisi.gr/el/readText.asp?textID=1077>
- 16) M. Artis, P. Mizon, Z. Kontolemis: «Inflation targeting: What can the ECB learn from the recent experience of the Bank of England?», *Economic Journal* (Νοέμβριος 1998)
- 17) L. Svensson, «Inflation – forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets», *European Economics Review*, 41 (1997)
- 18) Κώστας Βεργόπουλος: Η παγκοσμιοποίηση σήμερα – Άρδην τ. 08 Θεωρία 1997 <http://www.ardin.gr/node/2162>
- 19) Κ. Χάινς - Τ. Λανγκ - Ο νέος προστατευτισμός - <http://www.ardin.gr/node/2165>
- 20) Alternative Investment Management Association (AIMA) (<http://www.aima.org>)
- 21) Center for International securities and Derivatives Markets at the University of Massachussets (<http://www.cisdms.org>)
- 22) Gregoriou Greg (2006): *Funds of hedge funds* (<http://books.elsevier.com/finance/?isbn=0750679840>)
- 23) Harvard Business School's Baker Library Guide to hedge funds (<http://www.library.hbs.edu/guides/hedgefunds/>).
- 24) Karl Kautsky *Ultra Imperialism* (1914) <http://www.marxists.org/archive/kautsky/1914/09/ultra-imp.htm>
- 25) E.E. : http://infoeuropa.sliven.bg/eu_fact_sheets/intro/article_7138_el.htm



ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Τηλ. 210 - 92 01 001

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗΣ

21 ΜΑΙ. 2015

ΠΑΝΤΕΙΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ



002000108887