



Α.Τ.Ε.Ι. ΗΡΑΚΛΕΙΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Κόστη και οφέλη νομισματικής ένωσης: Νομισματική πολιτική στην Ευρωζώνη

Πτυχιακή εργασία σπουδαστή
Ζήση Παντελή (ΑΜ 7437)

Εισηγητής:

Θεόδωρος Β. Σταματόπουλος

Πίνακας περιεχομένων

Εισαγωγή.....	4
1. Θεωρία άριστων νομισματικών περιοχών.....	7
1.1 Το κόστος του κοινού νομίσματος.....	7
1.1.1 Μεταβολές στη ζήτηση.....	7
1.1.2 Διασφάλιση από ασύμμετρες διαταραχές.....	10
1.1.3 Διαφορετικές προτεραιότητες των χωρών για τον πληθωρισμό και την ανεργία ..	12
1.1.4 Διαφορές στους θεσμούς εργασίας.....	13
1.1.5 Διαφορές στη δομή των οικονομιών.....	14
1.1.6 Διαφορετικοί ρυθμοί μεγέθυνσης.....	15
2. Κριτική προσέγγιση της θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών.....	16
2.1 Διαφορές μεταξύ των χωρών.....	16
2.1.1 Οικονομικές διαταραχές και εμπορική ολοκλήρωση.....	16
2.1.2 Ασύμμετρες διαταραχές και το έθνος-κράτος.....	17
2.1.3 Θεσμικές διαφορές στις αγορές εργασίας.....	18
2.1.4 Διαφορές νομικών συστημάτων και οικονομικών αγορών.....	19
2.1.5 Διαφορές στους ρυθμούς μεγέθυνσης.....	20
2.1.6 Διαφορετικές προτεραιότητες πολιτικής.....	21
2.2 Ονομαστικές και πραγματικές υποτιμήσεις του νομίσματος.....	22
2.2.1 Αντιμετώπιση ασύμμετρων διαταραχών της ζήτησης.....	22
2.3 Χρονική συνέπεια και αξιοπιστία οικονομικής πολιτικής.....	25
2.3.1 Το υπόδειγμα των Barro-Gordon για μια κλειστή οικονομία.....	25
2.3.2 Το υπόδειγμα Barro-Gordon σε ανοιχτές οικονομίες.....	30
2.4 Άριστη σταθεροποιητική πολιτική και νομισματική ένωση.....	32
2.5 Η αναθεώρηση του Mundell.....	34
3. Τα οφέλη μιας νομισματικής ένωσης.....	36
3.1 Οφέλη χρήσης του κοινού νομίσματος.....	36
3.2 Οφέλη από τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.....	37
3.3 Η αβεβαιότητα για τη συναλλαγματική ισοτιμία και οικονομική μεγέθυνση.....	38
3.4 Πλεονεκτήματα της νομισματικής ένωσης και βαθμός ανοίγματος των χωρών.....	39
4. Σύγκριση κόστους και οφέλους νομισματικής ένωσης.....	40
4.1 Σύγκριση κόστους – οφέλους και κριτήρια άριστων νομισματικών περιοχών.....	40
4.2 Ασύμμετρες διαταραχές και βαθμός ευελιξίας αγορών εργασίας.....	42
4.3 Κόστος και οφέλη μακροχρονίως.....	44

5. Νομισματική πολιτική στην Ευρωζώνη	47
5.1 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και ασύμμετρες διαταραχές	47
5.2 Ασύμμετρίες στη μετάδοση νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	49
5.3 Η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	51
5.4 Νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας: μια κριτική	52
5.5 Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής	54
6. Δημοσιονομικές πολιτικές σε νομισματικές ενώσεις	56
6.1 Δημοσιονομικές πολιτικές στη θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών	56
6.2 Η διατήρηση των ελλειμμάτων στους αποκεντρωμένους εθνικούς προϋπολογισμούς	58
6.3 Εφαρμογή κανονισμών για τα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού και δημοσιονομική πειθαρχία εντός νομισματικής ένωσης	59
6.4 Ανάλυση και αξιολόγηση Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ)	61
8. Συμπεράσματα	63
Παράρτημα	65
Βιβλιογραφία	72

Εισαγωγή

Το εγχείρημα ενοποίησης στην Ευρώπη πέρασε από πολλά στάδια κατά τη διάρκεια του 20ού αιώνα. Κάθε συμφωνηθείσα σημαντική συνθήκη, αποτελούσε και πράξη μερικής ενοποίησης. Η πρώτη από αυτές ήταν την 1^η Ιανουαρίου 1958, όταν και τέθηκε σε εφαρμογή η Συνθήκη της Ρώμης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ). Στόχος της, ήταν η δημιουργία μιας κοινής αγοράς μεταξύ Γερμανίας, Γαλλίας, Ιταλίας, Βελγίου, Λουξεμβούργου και Ολλανδίας. Περιελάμβανε τόσο την πραγματοποίηση μιας τελωνιακής ένωσης, δηλαδή την κατάργηση μεταξύ τους των τελωνιακών δασμών και κοινή δασμολογική πολιτική προς τρίτες χώρες, όσο και την σύγκλιση ορισμένων οικονομικών πολιτικών όπως την ελεύθερη κυκλοφορία προϊόντων, μισθωτών εργαζομένων, υπηρεσιών και κεφαλαίων. Έως την 1^η Ιανουαρίου 1986, στην ΕΟΚ άνηκαν επίσης το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ιρλανδία, η Δανία, η Ελλάδα, η Ισπανία και η Πορτογαλία. Στη συνθήκη του Μάαστριχ (7 Φεβρουαρίου 1992), τα δώδεκα κράτη μέλη της ΕΟΚ συμφώνησαν σε σταδιακή εξέλιξη από ΕΟΚ σε Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και τελικά σε Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ). Η εξελικτική πορεία καθορίστηκε σε 3 στάδια συνολικής διάρκειας 10 ετών μέχρι την 1^η Ιανουαρίου του 2002, όταν και τα εθνικά νομίσματα αντικαταστάθηκαν από το ευρώ. Σε αυτό το διάστημα, οι οικονομίες τέθηκαν σε πορεία σύγκλισης, βάσει των κριτηρίων που θεσπίστηκαν στη συνθήκη. Τα 17 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που χρησιμοποιούν πλέον το ευρώ ως νόμισμά τους, είναι τα παρακάτω: Βέλγιο, Γερμανία, Εσθονία, Ιρλανδία, Ελλάδα, Ισπανία, Γαλλία, Ιταλία, Κύπρος, Λουξεμβούργο, Μάλτα, Ολλανδία, Αυστρία, Πορτογαλία, Σλοβενία, Σλοβακία και Φινλανδία.

Μετά από δέκα χρόνια κυκλοφορίας του, το ευρώ διανύει μια κρίσιμη περίοδο αντιμετώπιζοντας δυσεπίλυτα δημοσιονομικά προβλήματα. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 σε συνδυασμό με τις πολιτικές που ακολούθησε η Ευρωζώνη έως σήμερα, αποτέλεσαν αιτία για τη λεγόμενη κρίση χρέους. Τα υπερβολικά ελλείμματα προϋπολογισμού και τα δυσθεώρητα ποσά δημόσιου χρέους που καλούνται να διαχειριστούν μέλη της όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία ή η Πορτογαλία, δεν μπορούν να αφήσουν ανεπηρέαστη την οικονομία της ένωσης. Τα “προγράμματα λιτότητας” που εφαρμόζονται ολοένα και περισσότερο στην Ευρωζώνη (με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη συμπίεση του κόστους εργατικής δύναμης), εντείνουν τον

προβληματισμό μας γύρω από την επωφελή ένταξη μιας χώρας σε νομισματική ένωση και τη δυνητική αύξηση ευημερίας που αποκομίζουν οι πολίτες της.

Βασικός στόχος της εργασίας, αποτελεί η εμβάθυνση στη θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών και η ανάλυση των παραγόντων κόστους και οφέλους μιας νομισματικής ένωσης. Επιπλέον, εξετάζεται η άσκηση νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στα πλαίσια της ΟΝΕ. Η διάθρωση της μελέτης είναι η εξής: Στο κεφάλαιο 1, γίνεται αναφορά στους παράγοντες κόστους για την οικονομία που εντάσσεται σε νομισματική ένωση. Στο 2^ο κεφάλαιο η θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών επανεξετάζεται με τη χρήση οικονομικού υποδείγματος και αξιολογείται σύμφωνα με νεότερα εμπειρικά δεδομένα. Στο 3^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα οφέλη επιτυχούς νομισματικής ενοποίησης. Στο κεφάλαιο 4 η ανάλυση της θεωρίας καταλήγει στη σύγκριση μεταξύ του κόστους και του οφέλους. Το 5^ο κεφάλαιο, αφορά την άσκηση νομισματική πολιτικής σε νομισματική ένωση, όπως εφαρμόζεται από την ΕΚΤ στην ΟΝΕ. Τέλος, στο 6^ο κεφάλαιο αξιολογείται η δυναμική της δημοσιονομικής πολιτικής στην ΟΝΕ.

Θα ήθελα να απευθύνω τις θερμότερες ευχαριστίες μου στον υπεύθυνο καθηγητή κ. Θεόδωρο Β. Σταματόπουλο, για την πολύτιμη καθοδήγησή του σε όλα τα στάδια της πτυχιακής εργασίας καθώς επίσης για την εμπιστοσύνη, το χρόνο και την εκτίμηση που μου έδειξε. Τέλος, ευχαριστώ την οικογένειά μου, για την πολύπλευρη συμπαράσταση που μου παρείχε στο διάστημα συγγραφής της εργασίας.

1. Θεωρία άριστων νομισματικών περιοχών

Η εισαγωγή μιας χώρας σε νομισματική ένωση έχει σημαντικές επιπτώσεις στις αγορές και την οικονομία της. Η αντικατάσταση του εθνικού νομίσματος με το ενιαίο της ένωσης, αποτελεί την αφετηρία για μια σειρά από αλλαγές που συμβάλλονται στην κοινωνία. Στην κρίσιμη αυτή περίοδο, δημιουργείται εύλογα το ζήτημα της αύξησης ή της μείωσης της ευημερίας των πολιτών της χώρας που εντάσσεται σε νομισματική ένωση (ΝΕ). Η θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών (ΘΑΝΠ), όπως δημιουργήθηκε από τους Mundell (1961), Mc Kinnon (1963) και Kenen (1969) δείχνει τα κριτήρια από τα οποία εκτιμώνται τόσο τα κόστη όσο και τα οφέλη της ένταξης μιας χώρας σε αυτές.

1.1 Το κόστος του κοινού νομίσματος

Το κόστος για την οικονομία μιας χώρας που εντάσσεται σε ΝΕ προκύπτει από τις συνέπειες στην οικονομική πολιτική, που προκαλεί η εγκατάλειψη του εθνικού της νομίσματος. Η κεντρική της τράπεζα αδυνατεί πλέον να ασκήσει ανεξάρτητη οικονομική πολιτική, αφού η τιμή του ενιαίου νομίσματος, η ποσότητα αυτού που βρίσκεται σε κυκλοφορία και τα επιτόκια, καθορίζονται από την κεντρική τράπεζα της ένωσης. Ποιο θα ήταν όμως το όφελος μιας χώρας από την εφαρμογή ανεξάρτητης οικονομικής πολιτικής; Αποδεικνύεται ότι οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας (υποτίμηση ή ανατίμηση του νομίσματος) και η διαχείριση των εγχώριων επιτοκίων συντελούν στην επίτευξη οικονομικών στόχων.

Η απώλεια χρήσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε συνδυασμό με τις διαχρονικά διαφορετικές πολιτικές και οικονομικές προτεραιότητες μιας χώρας, συμπληρώνουν τη βασική πηγή κόστους ενός κοινού νομίσματος. Στη συνέχεια της παραγράφου θα αναλύσουμε τις περιπτώσεις που εμφανίζεται το κόστος της νομισματικής ένωσης και ενδεχομένως θα συνέφερε μια χώρα να διατηρήσει το νόμισμά της.

1.1.1 Μεταβολές στη ζήτηση

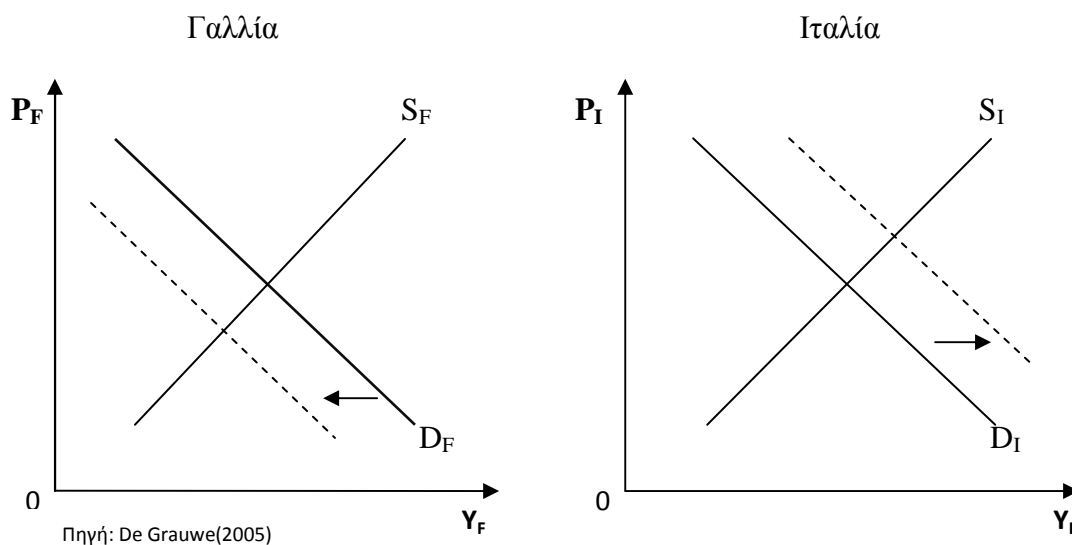
Θα εξετάσουμε την περίπτωση της μεταβολής στη ζήτηση όπως αναλύθηκε από το Mundell (1961) στη θεωρία του για τις άριστες νομισματικές περιοχές. Υποθέτουμε ότι δύο χώρες, για παράδειγμα η Γαλλία και η Ιταλία, αντικαθιστούν τα εθνικά τους

νομίσματα με ένα κοινό, ελεγχόμενο από κοινή κεντρική τράπεζα, συνιστώντας έτσι μια ΝΕ. Επίσης, θα υποθέσουμε ότι οι καταναλωτές της ένωσης –για κάποιο λόγο– αρχίζουν να προτιμούν περισσότερο τα προϊόντα της Ιταλίας από αυτά της Γαλλίας, προκαλώντας μόνιμη ασύμμετρη διαταραχή συνολικής ζήτησης στη Γαλλία.

Για τη διαγραμματική απεικόνιση της μεταβολής, θα χρησιμοποιήσουμε το μακροοικονομικό υπόδειγμα συνολικής ζήτησης-συνολικής προσφοράς (AD-AS). Οι ευθείες ζήτησης έχουν αρνητική κλίση γιατί όταν αυξάνεται το εγχώριο επίπεδο τιμών, η ζήτηση για το εγχώριο προϊόν μειώνεται. Οι ευθείες προσφοράς έχουν θετική κλίση, γιατί όταν αυξάνεται το εγχώριο επίπεδο τιμών η προσφορά του εγχώριου προϊόντος ανέρχεται, αφού οι επιχειρήσεις αυξάνουν την παραγωγή και την προσφορά τους για να ωφεληθούν από τις υψηλότερες τιμές.

Η διαταραχή αυτή παρουσιάζεται με μια μετατόπιση της ευθείας συνολικής ζήτησης της Ιταλίας προς τα πάνω και δεξιά και με μια μετατόπιση της ευθείας συνολικής ζήτησης της Γαλλίας προς τα κάτω και αριστερά, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 1.1. Οι μετατοπίσεις αυτές θα έχουν σαν αποτέλεσμα τη μείωση επιπέδου ισορροπίας του προϊόντος στη Γαλλία και την αύξηση του επιπέδου ισορροπίας του προϊόντος στην Ιταλία. Η Γαλλία πρέπει τώρα να αντιμετωπίσει την αύξηση της ανεργίας, ενώ στην Ιταλία η τόνωση της παραγωγικής δραστηριότητας ασκεί ανοδικές τάσεις στο επίπεδο τιμών, με ταυτόχρονη μείωση της ανεργίας.

Διάγραμμα 1.1 - Συνολική ζήτηση και προσφορά στη Γαλλία και τη Ιταλία

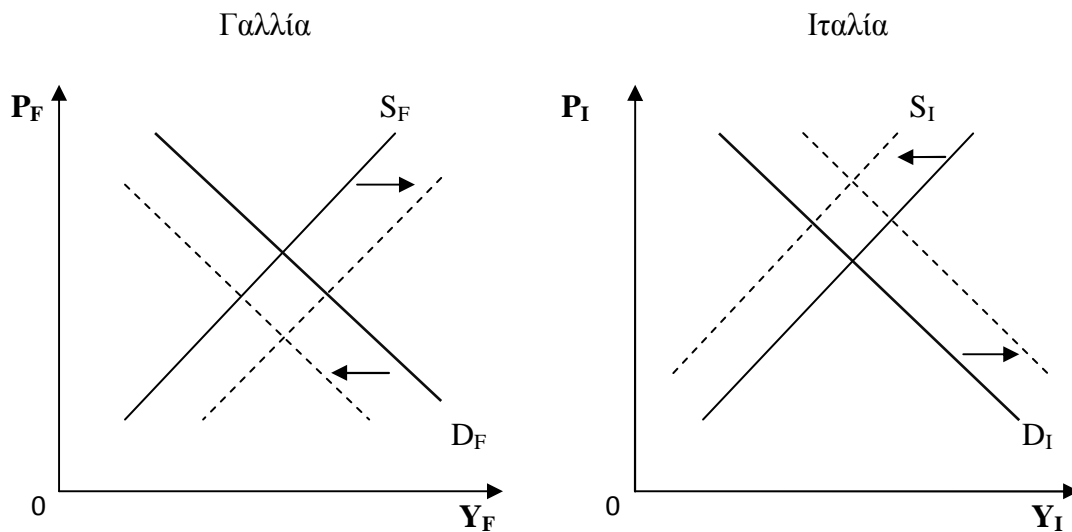


Βάσει της ΘΑΝΠ, υπάρχουν δύο κριτήρια που λειτουργούν ως αυτόματοι μηχανισμοί εξισορρόπησης και επιτρέπουν στις χώρες να αντιμετωπίσουν την ασύμμετρη διαταραχή από την πλευρά της ζήτησης με τα μικρότερα δυνατά προβλήματα προσαρμογής. Το πρώτο βασίζεται στην ευελιξία των μισθών και το δεύτερο στην κινητικότητα της εργασίας.

- Εάν οι μισθοί στις δύο χώρες είναι ευέλικτοι, οι άνεργοι της Γαλλίας θα δεχθούν τους απαραίτητους περιορισμούς στους μισθούς τους. Στην Ιταλία η αύξηση του παραγόμενου προϊόντος θα δημιουργήσει υπερβάλλουσα ζήτηση εργασίας, ασκώντας ανοδικές τάσεις στους μισθούς. Διαγραμματικά, η πτώση των μισθών στη Γαλλία μετατοπίζει την ευθεία συνολικής προσφοράς προς τα κάτω και δεξιά. Αντίστοιχα στην Ιταλία η αύξηση των μισθών μετατοπίζει την ευθεία συνολικής προσφοράς προς τα πάνω και αριστερά (Διάγραμμα 1.2). Επίσης, οι δευτερεύουσες επιδράσεις στη συνολική ζήτηση θα ενισχύσουν το μηχανισμό εξισορρόπησης. Η άνοδος των μισθών και των τιμών στην Ιταλία αυξάνει την ανταγωνιστικότητα των γαλλικών προϊόντων έναντι των ιταλικών, μετατοπίζοντας την ευθεία συνολικής ζήτησης της Γαλλίας προς τα πάνω και δεξιά και την ευθεία της συνολικής ζήτησης της Ιταλίας προς τα κάτω και αριστερά. Οι μετατοπίσεις αυτές θα επαναφέρουν την ισορροπία.
- Το δεύτερο κριτήριο αφορά την ευελιξία του εργατικού δυναμικού μεταξύ των δυο χωρών. Το κενό που δημιουργεί η υπερβάλλουσα ζήτηση εργασίας στην Ιταλία μπορεί να καλυφθεί από Γάλλους ανέργους. Η μετακίνηση αυτή περιορίζει τη μείωση των μισθών στη Γαλλία και την αύξηση των μισθών στην Ιταλία. Με αυτόν τον τρόπο θα λυθεί το πρόβλημα ανεργίας στη Γαλλία και θα εξαφανιστούν οι πληθωριστικές πιέσεις στην Ιταλία.

Εάν τα παραπάνω κριτήρια δεν ικανοποιούνται, το επίμονο πρόβλημα της Γαλλίας μπορεί να λυθεί μόνο με αποπληθωρισμό. Οι συνέπειες αυτής της πολιτικής στην παραγωγή και την απασχόληση, αντικατοπτρίζουν το κόστος της συμμετοχής της στη ΝΕ, όταν η χώρα αντιμετωπίζει τις αρνητικές επιδράσεις μιας διαταραχής της ζήτησης. Από την άλλη πλευρά, η συμμετοχή στη ΝΕ επιβαρύνει με κάποιο κόστος και την Ιταλία, αφού η οικονομία της δέχεται έντονες πληθωριστικές πιέσεις.

Διάγραμμα 1.2 - Διαδικασία αυτόματης προσαρμογής



Πηγή: De Grauwe(2005)

1.1.2 Διασφάλιση από ασύμμετρες διαταραχές

Όταν οι χώρες ΝΕ πλήττονται από ασύμμετρες διαταραχές, βοήθεια δύναται να προσφέρουν οι μηχανισμοί μεταβίβασης εισοδήματος από τη μια χώρα στην άλλη. Η αναδιανομή εισοδήματος, προκειμένου να μετριαστούν οι αρνητικές συνέπειες των διαταραχών στη χώρα που πλήττεται περισσότερο, μπορεί να οργανωθεί είτε μέσω των κυβερνήσεων και του κοινοτικού προϋπολογισμού (δημόσια συστήματα διασφάλισης), είτε μέσω της «ολοκλήρωσης» των ιδιωτικών αγορών (ιδιωτικά συστήματα διασφάλισης).

- Ένας τρόπος οργάνωσης δημόσιου συστήματος διασφάλισης, μπορεί να επιτευχθεί μέσω του κεντρικού σχεδιασμού των προϋπολογισμών των κρατών που συμμετέχουν σε ΝΕ. Θα υποθέσουμε ότι υπάρχει μια κεντρική κυβέρνηση, η οποία εισπράττει άμεσα φόρους (όπως φόρους κοινωνικής ασφάλισης) και καταβάλλει άμεσα μεταβιβαστικές πληρωμές (όπως επιδόματα ανεργίας) στους κατοίκους της Γαλλίας και της Ιταλίας. Η μείωση του προϊόντος στη Γαλλία, ως συνέπεια της διαταραχής στη ζήτηση, θα περιορίσει τα φορολογικά έσοδα που συλλέγει η κεντρική κυβέρνηση. Αντίστοιχα η αύξηση του ιταλικού προϊόντος, θα αυξήσει τα φορολογικά έσοδα της κυβέρνησης από την Ιταλία. Ο κεντρικός προϋπολογισμός, μεταβιβάζει εισόδημα από την Ιταλία στη Γαλλία, δίνοντας τη δυνατότητα στην τελευταία να αυξήσει την καταναλωτική της δαπάνη. Κατ' αυτόν τον

τρόπο Γαλλία και η Ιταλία μπορούν να σταθεροποιήσουν τις καταναλωτικές τους δαπάνες απορροφώντας τις συνέπειες μιας ασύμμετρης διαταραχής με χαμηλότερο κόστος. Αποτέλεσμα είναι η μείωση του κόστους της ΝΕ. Κίνητρο της Ιταλίας να συμμετάσχει σε αυτό το σύστημα διασφάλισης, αποτελεί μια μελλοντική διαταραχή που ενδέχεται να πλήξει την οικονομία της.

Η βασική αδυναμία στα δημόσια συστήματα διασφάλισης, προέρχεται από το είδος της ασύμμετρης διαταραχής. Όταν αυτή είναι προσωρινή, μια μεταβίβαση εισοδήματος στη χώρα που δέχεται τις αρνητικές επιδράσεις, βοηθά ουσιαστικά στα προβλήματα προσαρμογής που αντιμετωπίζει. Όταν όμως η ασύμμετρη διαταραχή είναι μόνιμη, όπως στο παράδειγμα της ενότητας 1.1, τότε και ο μηχανισμός μεταβίβασης εισοδήματος θα αποκτήσει χαρακτηριστικά μονιμότητας. Στη Γαλλία, που δέχεται τις αρνητικές επιδράσεις μιας μόνιμης διαταραχής της ζήτησης, η μεταβίβαση εισοδήματος από την Ιταλία, θα περιορίσει τις πιέσεις οικονομικής προσαρμογής της στην ισορροπία. Ο μηχανισμός αυτός βραχυπρόθεσμα θα ανακουφίσει την προσαρμογή της Γαλλίας, σταδιακά όμως θα αποτελέσει την πηγή ενός ακόμα μεγαλύτερου προβλήματος. Εάν οι μεταβιβάσεις εισοδήματος παρεμποδίζουν (μέσω μεταβολών των μισθών και κινητικότητας της εργασίας) τη λειτουργία του μηχανισμού διασφάλισης, η Γαλλία θα βρίσκεται σε διαρκή κατάσταση ανισορροπίας, βλέποντας το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού και το δημόσιο χρέος της να αυξάνονται. Συνεπώς, οι εθνικές πολιτικές διαχείρισης των κρατικών προϋπολογισμών, γενικώς παρέχουν κάποια διασφάλιση έναντι των ασύμμετρων διαταραχών στο περιβάλλον μιας ΝΕ αλλά οι δυνατότητες αξιοποίησής τους περιορίζονται από την παρουσία υψηλού δημόσιου χρέους στα μέλη της.

- Η οργάνωση του ιδιωτικού συστήματος διασφάλισης μπορεί να λειτουργήσει μέσω των χρηματοοικονομικών αγορών. Θα υποθέσουμε ξανά ότι μια ασύμμετρη διαταραχή πλήττει τη Γαλλία και ευνοεί την Ιταλία. Επίσης θα υποθέσουμε ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές τους, είναι πλήρως «ενοποιημένες». Δηλαδή ότι υπάρχει μια αγορά χρεογράφων, μία αγορά μετοχών καθώς και ότι οι τραπεζικοί τομείς των δύο χωρών είναι πλήρως «ενοποιημένοι». Στη Γαλλία οι επιχειρήσεις λόγω των αρνητικών επιδράσεων της διαταραχής, θα έχουν απώλειες στα κέρδη τους και οι τιμές των μετοχών τους θα μειωθούν. Στην Ιταλία, αντίθετα, οι επιχειρήσεις θα έχουν αυξημένα

κέρδη και οι τιμές των μετοχών τους θα αυξηθούν. Επειδή όμως οι αγορές μετοχών είναι «ολοκληρωμένες», μετοχές γαλλικών επιχειρήσεων κατέχονται από Γερμανούς πολίτες και μετοχές ιταλικών επιχειρήσεων από Γάλλους πολίτες. Με τον τρόπο αυτό, αντισταθμίζεται μέρος των απωλειών για τους Γάλλους, που οφείλονται στην κακή οικονομική συγκυρία της χώρας τους. Η «ολοκληρωμένη» αγορά ομολόγων και η «ενοποίηση» του τραπεζικού τομέα, διευκολύνουν με παρόμοιο τρόπο τη διαδικασία προσαρμογής, λειτουργώντας ως μηχανισμός διασφάλισης από τις ασύμμετρες διαταραχές.

Ένα μειονέκτημα στα ιδιωτικά συστήματα διασφάλισης, αποτελεί η διαφαινόμενη συγκέντρωση πλούτου στους οικονομικά ισχυρούς πολίτες της Γαλλίας, οι οποίοι διαχειρίζονται μεγάλα χαρτοφυλάκια χρηματοοικονομικών στοιχείων και καρπώνονται το μεγαλύτερο μέρος των ωφελειών από τις μεταβιβάσεις εισοδήματος του ιδιωτικού μηχανισμού διασφάλισης. Όταν το ιδιωτικό σύστημα διασφάλισης δεν συνοδεύεται από κάποιο δημόσιο, η πλειοψηφία των Γάλλων πολιτών δε μπορεί να καλυφθεί από τις συνέπειες μια διαταραχής. Το βασικότερο όμως πρόβλημα στη οργάνωση των ιδιωτικών συστημάτων διασφάλισης, παρουσιάζεται στην πραγματοποίηση της υπόθεσης, για «ενοποίηση» των αγορών. Για πολλούς οικονομολόγους, η ύπαρξη σε μια ένωση εθνών-κρατών με διαφορετικές συνθήκες οικονομίας, διαφορές στις αγορές αλλά και στο είδος του εμπορίου τους, θα αποτελεί μια συνεχή πηγή ασύμμετρων διαταραχών. Υπό αυτές τις συνθήκες το κόστος της ένωσης είναι υψηλό, αφού οι χώρες θα είχαν όφελος να χρησιμοποιήσουν τη συναλλαγματική τους ισοτιμία ως εργαλείο διόρθωσης τους. Επομένως, για να λειτουργήσει αποτελεσματικά μια ΝΕ και να επέλθει η περαιτέρω «ενοποίηση» των αγορών, αναγκαία θεωρείται η επιπλέον «πολιτική ενοποίηση» μεταξύ των χωρών της ένωσης.

1.1.3 Διαφορετικές προτεραιότητες των χωρών για τον πληθωρισμό και την ανεργία

Ένα επιπλέον κόστος της ΝΕ που προκύπτει από την εκούσια εγκατάλειψη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αποτελεί η μικρή ελευθερία επιλογής μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας για τη χώρα που πρόκειται να ενταχθεί.

Όπως έδειξαν οι Gorden (1972), Giersch (1973) και De Grauwe (1975), δύο χώρες με διαφορετικές προτεραιότητες στον πληθωρισμό και την ανεργία θα αντιμετωπίσουν

προβλήματα κατά τη συμμετοχή τους σε ΝΕ. Η συναλλαγματική ισοτιμία του ενιαίου νομίσματος θα οριστεί σε επίπεδα τέτοια, ώστε τα ποσοστά πληθωρισμού στις επιμέρους χώρες να είναι σταθερά ίσα. Αν όμως μιας χώρας τα θεμιτά ποσοστά πληθωρισμού ήταν μεγαλύτερα, τώρα θα πρέπει να αποδεχτεί λιγότερο πληθωρισμό και περισσότερο ανεργία. Κατά συνέπεια, για να διατηρηθεί σταθερή η πραγματική ισοτιμία των δύο χωρών απαιτείται ευελιξία των αγορών αγαθών, δηλαδή διατηρήσιμη ανταγωνιστικότητα τιμής των αγαθών τους.

1.1.4 Διαφορές στου θεσμούς εργασίας

Όπως έδειξαν οι Bruno και Sachs (1985) και οι Calmfors και Driffiill (1988), η ΝΕ χωρών που παρουσιάζουν θεσμικές διαφορές στις αγορές εργασίας παρουσιάζει επιπλέον κόστος. Το κόστος αυτό εμφανίζεται όταν οι χώρες αντιμετωπίσουν τις ίδιες διαταραχές προσφοράς. Όταν, για παράδειγμα, δύο χώρες υπόκεινται στην ίδια αύξηση της τιμής του πετρελαίου, η επίδραση της αύξησης αυτής στους μισθούς και τις τιμές, εξαρτάται από τον τρόπο που θα αντιδράσουν στη διαταραχή τα εργατικά σωματεία.

Οι χώρες που ακολουθούν είτε κεντρικά ελεγχόμενες είτε αποκεντρωμένες διαπραγματεύσεις για τους μισθούς, δηλαδή με «ακραία» συστήματα αγορών εργασίας, είναι καλύτερα εφοδιασμένες να αντιμετωπίσουν μια διαταραχή προσφοράς. Στις χώρες αυτές, τα εργατικά σωματεία λαμβάνουν υπόψη την πληθωριστική επίπτωση στους μισθούς και γνωρίζουν ότι οι υπερβολικές απαιτήσεις τους θα οδηγήσουν σε ακόμη μεγαλύτερο πληθωρισμό. Άρα, όταν συμβαίνει μια διαταραχή της προσφοράς δεν αντισταθμίζεται με αυξήσεις των ονομαστικών μισθών. Αντίθετα, στις χώρες με «ενδιάμεσα» συστήματα αγορών εργασίας παρά τις συνέπειες της διαταραχής προσφοράς, οι συνθήκες και ο ανταγωνισμός των εργατικών σωματείων δεν τους δημιουργεί το κίνητρο να μειώσουν τις αξιώσεις τους σχετικά με τον ονομαστικό μισθό.

Συμπεραίνουμε ότι χώρες με πολύ διαφορετικούς θεσμούς στην αγορά εργασίας μπορεί να θεωρήσουν δαπανηρή τη συμμετοχή τους σε μια ΝΕ. Τα αποτελέσματα μιας διαταραχής της προσφοράς επηρεάζουν με διαφορετικό τρόπο τις τιμές και τους μισθούς, με συνέπεια να δημιουργούνται μεγαλύτερα προβλήματα (πληθωρισμού ή ανεργίας) κατά τη διόρθωση των διαφορών αυτών.

1.1.5 Διαφορές στη δομή των οικονομιών

Ο τρόπος με τον οποίο λειτουργεί μακροχρόνια η οικονομία ενός κράτους, είναι δυνατό να δημιουργήσει προβλήματα κατά την ένταξή του σε νομισματική περιοχή. Χώρες που διαχρονικά ακολουθούν διαφορετικές νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές παρουσιάζουν δομικές διαφορές στη λειτουργία των χρηματαγορών τους. Οι διαφορές αυτές δημιουργούν τον κίνδυνο μια νομισματική διαταραχή να επηρεάσει διαφορετικά τα μέλη μιας ΝΕ.

Συγκεκριμένα, τα διαφορετικά νομικά συστήματα των χωρών-μελών μιας νομισματικής ένωσης επιδρούν σημαντικά στον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν οι αγορές τους. Για παράδειγμα, στην Ε.Ε. οι χώρες με αγγλοσαξονική νομική παράδοση έχουν ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, με συνέπεια οι επιχειρήσεις να χρηματοδοτούν τα επενδυτικά προγράμματά τους είτε μέσω της αγοράς ομολόγων είτε μέσω της αγοράς μετοχών. Από την άλλη, οι χώρες με νομική παράδοση της ηπειρωτικής Ευρώπης, στηρίζονται κατά κύριο λόγο στο τραπεζικό σύστημα. Με τις κεφαλαιαγορές να είναι λιγότερο ανεπτυγμένες, οι επιχειρήσεις αντλούν οικονομικούς πόρους μέσω του τραπεζικού συστήματος. Με τα παραπάνω δεδομένα, μια αύξηση του επιτοκίου από την ΕΚΤ θα επηρεάσει τις χώρες με αγγλοσαξονικού τύπου νομική παράδοση μέσα από το αποτέλεσμα πλούτου καταναλωτών και επιχειρήσεων. Η αύξηση του επιτοκίου θα μειώσει τις τιμές των ομολόγων και των μετοχών με συνέπεια τη μείωση του πλούτου των καταναλωτών. Στις χώρες με οικονομικές αγορές της ηπειρωτικής Ευρώπης, η αύξηση του επιτοκίου επηρεάζει τις δαπάνες των καταναλωτών κυρίως μέσω του καναλιού των τραπεζικών δανείων. Ως συνέπεια της αύξησης του επιτοκίου, οι τράπεζες θα περιορίσουν το ύψος των χορηγήσεων προς τους καταναλωτές.

Επιπλέον οι υπονήφιες προς ένταξη σε νομισματική περιοχή χώρες, μέσω των δημοσιονομικών συστημάτων, διαμορφώνουν και διαφορετικά άριστα ύψη πληθωρισμού. Αν αναπτυσσόμενες χώρες με χαμηλή ανάπτυξη στα δημοσιονομικά συστήματα, ενταχθούν σε ΝΕ με δημοσιονομικά καλύτερα οργανωμένες χώρες, πρέπει για ένα δεδομένο ύψος δαπάνης να αυξήσουν τους καθαρούς φόρους ώστε να μειωθεί ο πληθωρισμός. Η αύξηση των φόρων, θα αποφέρει σχετική απώλεια ευημερίας. Ο Dornbusch (1987) έδειξε ότι οι νότιες χώρες της ΕΕ, για να ενταχθούν στη βόρεια νομισματική ζώνη του χαμηλού πληθωρισμού θα χρειαστεί να αυξήσουν τους φόρους ή να αφήσουν το έλλειμμα να αυξηθεί ακόμη περισσότερο.

1.1.6 Διαφορετικοί ρυθμοί μεγέθυνσης

Μερικές χώρες αναπτύσσονται ταχύτερα από κάποιες άλλες. Οι διαφορετικοί ρυθμοί μεγέθυνσης των εθνικών εισοδημάτων χωρών υπό ένταξη σε ΝΕ, μπορεί να προκαλέσει σημαντικό κόστος σε αυτές με υψηλότερο βαθμό μεγέθυνσης. Αν υποθέσουμε ότι δύο χώρες που ανήκουν σε ΝΕ έχουν την ίδια εισοδηματική ελαστικότητα ζήτησης για εισαγωγές, η χώρα που αναπτύσσεται με γρηγορότερο ρυθμό θα αντιμετωπίσει και έλλειμμα στο εμπορικό της ισοζύγιο. Και αυτό διότι διαχρονικά, οι εισαγωγές της ταχύτερα αναπτυσσόμενης χώρας θα μεγαθύνονται πιο γρήγορα από τις εξαγωγές της.

Εάν η χώρα δε συμμετείχε σε ΝΕ, το πρόβλημα θα έλυne μια εκούσια υποτίμηση του νομίσματός της. Έτσι η ταχύτερα αναπτυσσόμενη χώρα θα μείωνε την τιμή των εξαγωγών της και τα προϊόντα της θα συνέχιζαν να είναι ανταγωνιστικά. Αν όμως ενταχθεί σε μια ΝΕ με χώρες που σημειώνουν μικρότερους ρυθμούς μεγέθυνσης, πρέπει να τηρήσει πολιτική αντιπληθωρισμού που με τη σειρά της περιορίζει την αναπτυξιακή διαδικασία. Συνεπώς, μια ΝΕ έχει κάποιο κόστος για τη γρήγορα αναπτυσσόμενη χώρα. Η χώρα αυτή θα διαπιστώσει ότι είναι προτιμότερο να διατηρήσει το εθνικό της νόμισμα, όταν κληθεί να αντιμετωπίσει μη ευνοϊκές εξελίξεις στο εμπορικό της ισοζύγιο.

2. Κριτική προσέγγιση της θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύθηκαν οι διαφορετικές πηγές κόστους που προκύπτουν κατά την ένταξη μιας χώρας σε ΝΕ, σύμφωνα με τη ΘΑΝΠ. Στο κεφάλαιο αυτό, εξετάζουμε τη σημαντικότητα των διαφορών ανάμεσα σε χώρες που πρόκειται να ενοποιηθούν καθώς και την αποτελεσματικότητα της συναλλαγματικής πολιτικής, ως εργαλείο διόρθωσης των διαφορών αυτών.

2.1 Διαφορές μεταξύ των χωρών

Είναι σαφές ότι υπάρχουν διαφορές στην δομή των οικονομιών μεταξύ των κρατών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Τα διαφορετικά πολιτικά καθεστάτα, δημιούργησαν με τα χρόνια διαφορετικές συνθήκες για την οικονομία κάθε χώρας. Πόσο εμποδίζουν οι διαφορές αυτές τη διαδικασία της οικονομικής ολοκλήρωσης;

2.1.1 Οικονομικές διαταραχές και εμπορική ολοκλήρωση

Η ανάλυση του Mundell για το κόστος της ΝΕ, ξεκινά με την εξής υπόθεση: Μια μεταβολή των προτιμήσεων των καταναλωτών, προκαλεί μόνιμη ασύμμετρη διαταραχή στη Γαλλία και επιφέρει μείωση της ζήτησης των προϊόντων της, ενώ ευνοεί τα προϊόντα της Ιταλίας. Πόσο πιθανό είναι, όμως, να συμβαίνει συχνά μια τέτοια διαταραχή ανάμεσα σε ευρωπαϊκές χώρες που πρόκειται να σχηματίσουν ΝΕ; Ως απάντηση έχουν διατυπωθεί δυο εκ διαμέτρου αντίθετες απόψεις, από: i) την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ii) τον Krugman.

Στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με τίτλο «Μια αγορά, ένα νόμισμα», υποστηρίχθηκε ότι μια μελλοντική νομισματική ένωση μπορεί να περιορίσει τις διαφορικές διαταραχές της ζήτησης. Αυτό θα συμβεί διότι το εμπόριο μεταξύ των βιομηχανικών χωρών της Ευρώπης είναι κατά κύριο λόγο ενδοκλαδικό και βασίζεται στην ύπαρξη οικονομιών κλίμακας και ατελούς ανταγωνισμού. Με τις χώρες να εμπορεύονται κυρίως διαφοροποιημένα προϊόντα του ίδιο κλάδου, οι περισσότερες διαταραχές της ζήτησης θα επηρεάζουν τις οικονομίες τους με παρόμοιο τρόπο. Συνεπώς με την ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς, ως αποτέλεσμα της ΝΕ, οι ασύμμετρες διαταραχές που αφορούν στη ζήτηση θα τείνουν να γίνονται πιο συμμετρικές.

Από την άλλη ο Krugman (1991), υποστήριξε ότι η ύπαρξη οικονομιών κλίμακας οδηγεί επίσης σε περιφερειακή συγκέντρωση των βιομηχανικών δραστηριοτήτων. Έτσι μπορεί να δίνεται η δυνατότητα στις επιχειρήσεις να παράγουν κοντά στις τελικές αγορές, δίνεται όμως και η δυνατότητα να συγκεντρωθεί η παραγωγή έτσι ώστε να προκύψει δυναμικό κέρδος από τις οικονομίες κλίμακας. Η οικονομική ολοκλήρωση οδηγεί τις χώρες σε όλο και μεγαλύτερη εξειδίκευση οπότε θα υπόκεινται σε όλο και περισσότερες ασύμμετρες διαταραχές. Η άποψη του Krugman ενισχύει τη θέση του Kenen(1969), ο οποίος υποστήριξε ότι οι χώρες με λιγότερο διαφοροποιημένη διάρθρωση της βιομηχανικής παραγωγής και των εξαγωγών υπόκεινται σε περισσότερες ασύμμετρες διαταραχές, που τις κάνουν λιγότερο κατάλληλες για να σχηματίσουν ΝΕ.

Αν και σαφή απάντηση για την ορθότητα των δύο απόψεων είναι δύσκολο να δοθεί, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τυγχάνει μεγαλύτερης αποδοχής. Αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών για τις χώρες της Ευρώπης, έδειξαν ότι η ΟΝΕ αύξησε τον όγκο των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των χωρών-μελών κατά 20% έως 40%, γεγονός που αποδεικνύει ότι η νομισματική ένωση επιτάχυνε τη διαδικασία της οικονομικής ολοκλήρωσης. Επιπλέον, από άλλες εμπειρικές έρευνες συνάγεται ότι η ανάπτυξη ισχυρών εμπορικών σχέσεων μεταξύ δύο χωρών, αυξάνει τη συσχέτιση των οικονομικών τους δραστηριοτήτων και θέτει σε παράλληλες τροχιές τις οικονομίες τους. Βάσει των παραπάνω δεδομένων, μπορούμε να πούμε πως η ίδρυση μιας ΝΕ δημιουργεί τις κατάλληλες συνθήκες που διευκολύνουν τη λειτουργία της. Όσο αυξάνεται ο βαθμός εμπορικής ολοκλήρωσης ανάμεσα στις χώρες, τόσο μικρότερη απόκλιση θα παρουσιάζουν οι οικονομίες τους.

2.1.2 Ασύμμετρες διαταραχές και το έθνος-κράτος

Μια σημαντική πηγή ασύμμετρων διαταραχών, αποτελούν οι διαφορετικές οικονομικές πολιτικές των χωρών-μελών μιας νομισματικής ένωσης. Αν και η νομισματική πολιτική στην ΟΝΕ καθορίζεται από την ΕΚΤ, μεγάλο μέρος του προϋπολογισμού που αφορά τις δαπάνες και τη φορολόγηση διαχειρίζονται οι αρχές των κρατών-μελών. Μια αλλαγή στην πολιτική του προϋπολογισμού μιας χώρας θα προκαλέσει διαταραχές στην οικονομία της που ενδέχεται να επηρεάσουν και την οικονομία της ένωσης.

Η απουσία πολιτικής ενοποίησης μεταξύ των κρατών-μελών είναι πιθανό να προκαλέσει δυσκολότερες προσαρμογές των οικονομιών τους, στις διαταραχές μιας μελλοντικής ΝΕ. Παρόλο που η οικονομική ολοκλήρωση, όπως αναλύθηκε, μειώνει τη συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών, οι διαφορετικές προτεραιότητες μεταξύ των εθνών-κρατών της ένωσης αποτελούν απειλή για την ισορροπία της οικονομίας της.

2.1.3 Θεσμικές διαφορές στις αγορές εργασίας

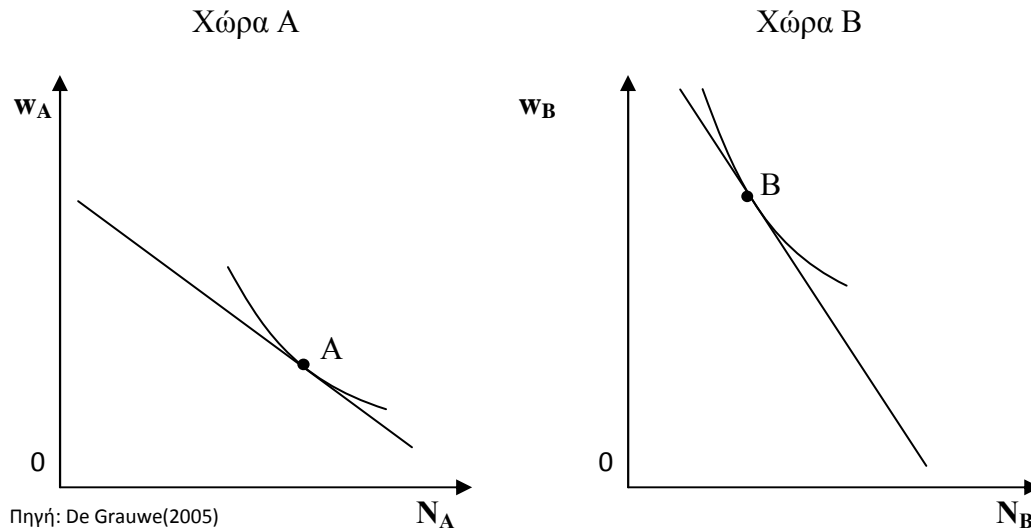
Οι αποκλίσεις στις αγορές εργασίας μεταξύ των χωρών-μελών της ΕΕ είναι σημαντικές. Σε ποιο βαθμό μπορεί η νομισματική ολοκλήρωση να τις κάμψει;

Θα προσπαθήσουμε να δώσουμε απάντηση στο ερώτημα χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα των McDonald και Solow (1981) σε δύο χώρες. Στο διάγραμμα 2.1 παρουσιάζουμε τις αγορές εργασίας δύο χωρών που είναι υποψήφιες προς ένταξη σε ΝΕ. Υποθέτουμε ότι σε κάθε χώρα υπάρχει μόνο ένα εργατικό σωματείο. Στον κάθετο άξονα απεικονίζεται το ύψος του πραγματικού μισθού, ενώ στον οριζόντιο το επίπεδο απασχόλησης (N). Οι κυρτές καμπύλες είναι οι καμπύλες αδιαφορίας του εργατικού σωματείου. Το σωματείο μεγιστοποιεί τη χρησιμότητά του όσο αυξάνονται το ύψος του πραγματικού μισθού και η απασχόληση των μελών του. Η καμπύλη με την αρνητική κλίση είναι η καμπύλη ζήτησης εργασίας σε ολόκληρη την οικονομία. Για το σωματείο που μεγιστοποιεί τη χρησιμότητά του, η καμπύλη ζήτησης εργασίας αποτελεί περιοριστικό παράγοντα. Συνεπώς, το σωματείο επιλέγει ένα σημείο πάνω στην καμπύλη που μεγιστοποιεί τη χρησιμότητά του. Αυτό αντιπροσωπεύεται από τα σημεία Α και Β.

Το ενδιαφέρον στοιχείο που προκύπτει από το υπόδειγμα, είναι η σχέση μεταξύ των ενεργειών του εργατικού σωματείου και της αντίδρασης των αρχών. Αν υποθέσουμε ότι οι αρχές στη συνάρτηση χρησιμότητας τους δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στην απασχόληση από 'τι τα εργατικά σωματεία, όταν αυτά καθορίσουν ένα μισθό που μειώνει το ύψος της απασχόλησης κάτω από το ύψος που οι αρχές θεωρούν άριστο, αντιδρούν μεταβάλλοντας τις πολιτικές τους. Θα ασκήσουν, για παράδειγμα, επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική ώστε να δημιουργήσουν νέες θέσεις εργασίας. Η κλίση της γραμμής απασχόλησης αντικατοπτρίζει την προθυμία των αρχών να προβεί σε πολιτικές για την απασχόληση. Σχεδιάσαμε τη γραμμή

απασχόλησης της χώρας B με πιο απότομη κλίση από εκείνη της χώρας A, με την υπόθεση ότι οι αρχές της χώρας B είναι περισσότερο αποφασισμένες να αντιμετωπίσουν τη συμπεριφορά των εργατικών σωματείων.

Διάγραμμα 2.1 - Υπόδειγμα Solow-Mac Donald για δύο χώρες



Όταν οι δυο χώρες σχηματίσουν νομισματική ένωση, οι νομισματικές πολιτικές δεν θα είναι ανεξάρτητες. Τα σωματεία των δυο χωρών θα αντιμετωπίσουν τις ίδιες αντιδράσεις από τις νομισματικές αρχές. Οι γραμμές απασχόλησης στο διάγραμμα 2.1 θα είναι παρόμοιες, οπότε τα εργατικά σωματεία θα έχουν να επιλέξουν έναν παρόμοιο συνδυασμό ύψους μισθού και επιπέδου απασχόλησης.

Αν και οι εθνικές κυβερνήσεις έχουν στη διάθεσή τους εναλλακτικές πολιτικές για την απασχόληση, οι διαφορές μεταξύ των εργατικών σωματείων είναι απίθανο να εξαλειφθούν εντελώς. Στην ανάλυση του υποδείγματος, υποθέσαμε ότι υπάρχει ένα εργατικό σωματείο με απολύτως συσπειρωμένη δομή. Στην πραγματικότητα, όμως, τα εργατικά σωματεία διαφέρουν λόγω διαφορετικού βαθμού συσπείρωσης. Οι θεσμικές διαφορές των αγορών εργασίας θα συνεχίσουν να υπάρχουν και μετά τη ΝΕ. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αποκλίνουσες τάσεις των μισθών και της απασχόλησης και σε σοβαρά προβλήματα προσαρμογής των κρατών-μελών, όταν το εργαλείο της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν θα μπορεί να χρησιμοποιηθεί.

2.1.4 Διαφορές νομικών συστημάτων και οικονομικών αγορών

Οι διαφορές στον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν οι χρηματαγορές των χωρών μιας ΝΕ, δημιουργούν τον κίνδυνο οι ίδιες νομισματικές διαταραχές να μεταδίδονται με

διαφορετικό τρόπο. Σημαντικό ρόλο στη λειτουργία των αγορών εκτός από τα νομικά συστήματα, παίζουν οι διαφορετικές νομισματικές πολιτικές που οι χώρες ακολουθούν. Ένα παράδειγμα θα αποσαφηνίσει αυτό το σημείο. Κάποιες χώρες, όπως η Γερμανία, καταφέρνουν να διατηρούν το πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα. Αυτό βοηθά τις οικονομίες τους να χρηματοδοτήσουν το δημόσιο χρέος μέσω μακροπρόθεσμων ομολόγων. Στον αντίποδα χώρες όπως η Ιταλία, έχουν γνωρίσει σχετικά υψηλό πληθωρισμό. Για αυτές, η χρηματοδότηση του χρέους αφορά σχεδόν αποκλειστικά βραχυπρόθεσμα ομόλογα, αφού σε ένα περιβάλλον με διαχρονικά υψηλό πληθωρισμό οι τιμές των μακροπρόθεσμων ομολόγων μειώνονται.

Οι διαφορετικές συνθήκες των χρηματαγορών στις παραπάνω χώρες, επηρέασαν πολύ διαφορετικά τις οικονομίες τους σε αντίστοιχες μεταβολές των επιτοκίων. Η αύξηση του επιτοκίου στην Ιταλία, διόγκωσε σύντομα το χρέος της με αποτέλεσμα η ιταλική κυβέρνηση να δαπανήσει περισσότερο για την εξόφληση των τόκων. Αυτό οδήγησε σε αύξηση του ελλείμματος του προϋπολογισμού της. Στη Γερμανία, οι επιπτώσεις της αύξησης του επιτοκίου άργησαν περισσότερο να φανούν.

Στα πλαίσια μιας ΝΕ οι αποκλίσεις στον πληθωρισμό δεν μπορεί να είναι μεγάλες. Πρόσφατα, μελέτη των Angeloni και Ehrmann (2003) έδειξε ότι οι ωριμάνσεις των κρατικών ομολόγων έχουν συγκλίνει στην ΕΝΕ. Η ίδια η ένωση εξαλείφει μερικές από τις θεσμικές διαφορές που επικρατούν ανάμεσα στα εθνικά χρηματοοικονομικά συστήματα. Ωστόσο οι διαφορές που οφείλονται σε διαφορετικά νομικά συστήματα θα συνεχίζουν να υπάρχουν, όσο δεν επέρχεται περαιτέρω πολιτική ενοποίηση.

2.1.5 Διαφορές στους ρυθμούς μεγέθυνσης

Σύμφωνα με την ανάλυση της ΘΑΝΠ, οι χώρες που πετυχαίνουν ταχείς ρυθμούς μεγέθυνσης θα ζημιωθούν, όταν ενταχθούν σε ΝΕ με βραδύτερα αναπτυσσόμενες χώρες. Οι αυξανόμενες εισαγωγές σε συνδυασμό με την έλλειψη συναλλαγματικής πολιτικής, θα δημιουργήσουν έλλειμμα στο εμπορικό της ισοζύγιο και θα περιορίσουν την αναπτυξιακή της διαδικασία. Η άποψη, όμως, αυτή έχει περισσότερο θεωρητική παρά εμπειρική υποστήριξη.

Στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Κοινότητας στο διάστημα 1981-98, δείχνουν ότι δεν υπάρχει ουσιαστική σχέση ανάμεσα στην οικονομική μεγέθυνση και στις

πραγματικές υποτιμήσεις (ή ανατιμήσεις) της συναλλαγματικής τους ισοτιμίας. Μάλιστα, οι «υψηλά αναπτυσσόμενες» χώρες είδαν το νόμισμά τους να ανατιμάται, σε αντίθεση με όσα αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Ο Krugman (1989) έδειξε ότι η εισοδηματική ελαστικότητα των εξαγόμενων αγαθών των «υψηλά αναπτυσσόμενων» χωρών είναι κατά κανόνα υψηλότερη από εκείνη των «χαμηλά αναπτυσσόμενων» χωρών. Μάλιστα η εισοδηματική ελαστικότητα των εξαγόμενων αγαθών των «υψηλά αναπτυσσόμενων» χωρών, θα είναι κατά κανόνα υψηλότερη από εκείνη των εισαγωγών τους. Συνεπώς οι χώρες αυτές μπορούν να αναπτυχθούν ταχύτερα χωρίς να αντιμετωπίσουν ελλείμματα στο εμπορικό τους ισοζύγιο.

Επιπλέον, η ένταξη σε νομισματική ένωση μιας «υψηλά αναπτυσσόμενης» χώρας μπορεί να αυξήσει τη δυνατότητά της για μεγέθυνση. Και αυτό, διότι η διαφορά στην παραγωγικότητα του κεφαλαίου με τις «χαμηλά αναπτυσσόμενες» χώρες θα προκαλέσει ροές επενδύσεων προς τις «υψηλά αναπτυσσόμενες». Η σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας θα αυξήσει την προθυμία επενδυτών να μετακινήσουν κεφάλαια προς την «υψηλά αναπτυσσόμενη» χώρα, κερδίζοντας από τις υψηλότερες αποδόσεις.

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι διαφορές μεγέθυνσης μεταξύ των κρατών δεν αποτελούν περιοριστικό παράγοντα της οικονομικής ολοκλήρωσης. Οι «υψηλά αναπτυσσόμενες» χώρες δεν θα χρειαστεί να μειώσουν το ρυθμό μεγέθυσής τους με το να ενταχθούν σε ΝΕ.

2.1.6 Διαφορετικές προτεραιότητες πολιτικής

Μια ακόμη πηγή κόστους για τη ΝΕ, όπως παρουσιάσαμε στο πρώτο κεφάλαιο, οφείλεται στις διαφορετικές προτεραιότητες των κυβερνήσεων για τον πληθωρισμό και την ανεργία. Με τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ενιαίου νομίσματος, κάποιες χώρες θα πρέπει να αποδεχτούν μεγαλύτερα (ή μικρότερα) ποσοστά πληθωρισμού και αντίστοιχα μικρότερα (ή μεγαλύτερα) ποσοστά ανεργίας.

Η παραπάνω άποψη, στηρίχθηκε στην υπόθεση ότι η καμπύλη Phillips είναι σταθερή και δεν επηρεάζεται από τις αλλαγές του προσδοκώμενου πληθωρισμού. Η μονεταριστική κριτική της καμπύλης Phillips, όμως, διαφοροποίησε τη θεώρηση που αφορά στη μορφή της. Μετά τις επικρίσεις του Friedman (1968) και του Phelps (1968), σήμερα κατά γενική παραδοχή η καμπύλη Phillips μετατοπίζεται ανάλογα με

τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό. Μακροχρονίως οι αρχές είναι αδύνατο να επιλέξουν έναν άριστο συνδυασμό πληθωρισμού και ανεργίας, αφού η τελευταία καθορίζεται από το φυσικό ποσοστό ανεργίας και είναι ανεξάρτητη του πληθωρισμού.

Δύο χώρες που πρόκειται να σχηματίσουν ΝΕ, μπορούν να εξισώσουν τον πληθωρισμό τους με τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, χωρίς να υπάρχει κόστος από την πλευρά της ανεργίας. Η αδυναμία άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής (άρα και ανεξάρτητου πληθωρισμού) δεν προκαλεί χαμηλότερη ανεργία, με συνέπεια αυτός ο παράγοντας κόστους μιας ΝΕ να είναι μηδενικός.

2.2 Ονομαστικές και πραγματικές υποτιμήσεις του νομίσματος

Σημαντικό κόστος για την ένταξη μιας χώρας σε ΝΕ, θεωρείται η απώλεια χρήσης της συναλλαγματικής πολιτικής, με την οποία θα αντιμετώπιζε τις διαφορικές εξελίξεις στην οικονομία. Είναι όμως πιθανό, μια μεταβολή της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας να μεταβάλλει μόνιμα την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία μιας χώρας;

2.2.1 Αντιμετώπιση ασύμμετρων διαταραχών της ζήτησης

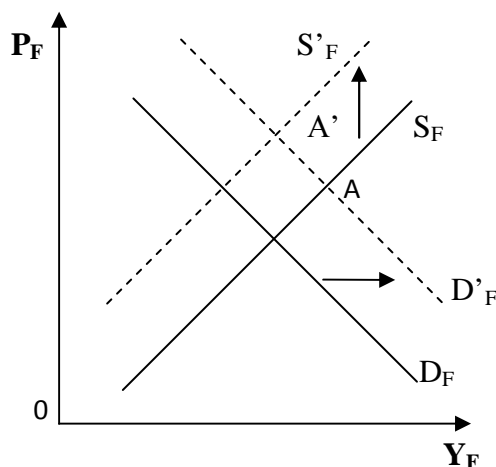
Θα εξετάσουμε την αποτελεσματικότητα της συναλλαγματικής πολιτικής στις διαφορετικές περιπτώσεις των διαταραχών της ζήτησης, χρησιμοποιώντας το παράδειγμα της Ιταλίας και της Γαλλίας του κεφαλαίου 1.

Μια μεταβολή των προτιμήσεων των καταναλωτών προς τα προϊόντα της Ιταλίας, προκαλεί μόνιμη ασύμμετρη διαταραχή της ζήτησης στη Γαλλία. Εφόσον οι δύο χώρες δεν σχηματίζουν ΝΕ, υποθέτουμε ότι η Ιταλία και η Γαλλία έχουν προσδέσει τα εθνικά τους νομίσματα σε ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Με αυτόν τον τρόπο, οι οικονομικές αρχές τους μπορούν να αλλάξουν την ισοτιμία μεταξύ των δύο νομισμάτων.

Για να αντιμετωπίσει την ασύμμετρη διαταραχή η Γαλλία θα υποτιμήσει το φράγκο. Οι επιδράσεις της υποτίμησης απεικονίζονται στο διάγραμμα 2.2. Οι σχετικές τιμές των γαλλικών προϊόντων μειώνονται, με συνέπεια να αυξάνεται η ανταγωνιστικότητα της γαλλικής οικονομίας. Η ευθεία συνολικής ζήτησης μετατοπίζεται προς τα πάνω

και δεξιά και αντισταθμίζει τη μείωση της συνολικής ζήτησης που προκαλεί η ασύμμετρη διαταραχή. Η υποτίμηση του νομίσματος δείχνει, σε πρώτη φάση, να αντιμετωπίζει τις αρνητικές συνέπειες της μόνιμης ασύμμετρης διαταραχής της ζήτησης καθώς το συνολικό προϊόν της Γαλλίας μετακινείται στο σημείο A.

Διάγραμμα 2.2 - Επιδράσεις της υποτίμησης στις τιμές και στο κόστος παραγωγής



Πηγή: De Grauwe(2005)

Εντούτοις, η κατάσταση ισορροπίας στην οποία επήλθε η οικονομία της Γαλλίας δεν είναι δυνατό να διατηρηθεί για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η υποτίμηση του φράγκου, κάνει τα ενδιαμέσα προϊόντα που εισάγονται από την Ιταλία ακριβότερα. Επιπλέον, η πτώση της αγοραστικής δύναμης των Γάλλων δημιουργεί πιέσεις για αυξήσεις των μισθών. Οι αντιδράσεις αυτές, έχουν ως συνέπεια τη μετατόπιση της ευθείας συνολικής προσφοράς προς τα πάνω και αριστερά. Η μετατόπιση αυτή προκαλεί άνοδο του επιπέδου των τιμών και μείωση του συνολικού προϊόντος στη Γαλλία.

Λόγω της αύξησης των τιμών, οι Γάλλοι εργαζόμενοι διεκδικούν νέες αυξήσεις στους μισθούς τους. Οι παράλληλες αυξήσεις των τιμών και των μισθών, μετατοπίζουν την ευθεία συνολικής προσφοράς στο σημείο A'. Όσο η οικονομία της Γαλλίας μετακινείται από το σημείο A στο σημείο A', οι αρχικές θετικές επιδράσεις της υποτίμησης του φράγκου στο συνολικό προϊόν και τις σχετικές τιμές εξασθενούν.

Συμπεραίνουμε ότι οι μεταβολές της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας στη μακροχρόνια περίοδο δεν μπορούν να επηρεάσουν την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία. Εμπειρικές μελέτες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (1990), οδηγούν στη διαπίστωση ότι με την πάροδο του χρόνου οι αρχικές θετικές επιδράσεις της υποτίμησης του νομίσματος, στις περισσότερες χώρες της Ευρώπης, εξαλείφθηκαν.

Συνεπώς, η απώλεια χρήσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας δε δημιουργεί σημαντικό κόστος για μια ΝΕ.

Ωστόσο, δεν πρέπει να ξεχνάμε πως στη δεκαετία του '80 έγιναν ορισμένες επιτυχείς υποτιμήσεις εθνικών νομισμάτων¹. Τα αποτελέσματα της υποτίμησης ενός νομίσματος εξαρτώνται από το βαθμό ανάπτυξης εμπορικών σχέσεων της χώρας που πλήττεται από την διαταραχή με το εξωτερικό, καθώς και από την ταχύτητα της προσαρμογής των ονομαστικών μισθών στην άνοδο του επιπέδου των τιμών. Στο παράδειγμά μας, η Γαλλία είτε ανήκει σε μια ΝΕ με την Ιταλία είτε διατηρεί την οικονομική της ανεξαρτησία, δεν θα μπορεί να αντιμετωπίσει την ασύμμετρη διαταραχή εάν οι εργαζόμενοι στη χώρα δε δεχτούν μειώσεις στους πραγματικούς μισθούς. Η προσαρμογή της οικονομίας στην ισορροπία μετά από μια ασύμμετρη διαταραχή μόνιμου χαρακτήρα θα είναι δύσκολη, ανεξάρτητα από το νομισματικό περιβάλλον.

Διαφορετική θα ήταν η προσαρμογή της οικονομίας στην ισορροπία, στην περίπτωση μιας προσωρινής ασύμμετρης διαταραχής. Όταν οι οικονομικοί κύκλοι των χωρών-μελών μιας ΝΕ δεν είναι αρκετά συγχρονισμένοι, μπορεί να προκληθούν προσωρινές ασύμμετρες διαταραχές από την πλευρά της ζήτησης.

Χρησιμοποιώντας το διάγραμμα 1.1 του προηγούμενου κεφαλαίου, υποθέτουμε ότι η γαλλική οικονομία βρίσκεται σε φάση ύφεσης και η ιταλική σε φάση ανόδου, λόγω μιας διαταραχής των οικονομικών κύκλων τους. Παρατηρούμε, ότι αν οι δύο χώρες σχηματίσουν ΝΕ, οι οικονομικές τους αρχές θα αντιμετωπίσουν δυσεπίλυτα προβλήματα. Όταν η κοινή κεντρική τράπεζα μειώσει το επιτόκιο, θέλοντας να βοηθήσει τη Γαλλία να ξεπεράσει την ύφεση, θα προκαλέσει αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων στην Ιταλία. Ταυτόχρονα, όταν αυξήσει το επιτόκιο για να αποφευχθούν οι πληθωριστικές πιέσεις στην Ιταλία, θα επιδεινώσει την οικονομική ύφεση στη Γαλλία. Επίσης, λόγω του προσωρινού χαρακτήρα της διαταραχής, ο μηχανισμός των εύκαμπτων μισθών και της κινητικότητας της εργασίας δεν μπορεί να λειτουργήσει.

Στα πλαίσια μιας ΝΕ το πρόβλημα της προσωρινής ασύμμετρης διαταραχής είναι αδύνατο να λυθεί. Η κοινή κεντρική τράπεζα δεν μπορεί να σταθεροποιήσει την

¹ Βλ. Sachs και Wyplosz (1986), De Grauwe και Vanhaverbeke (1990)

οικονομική δραστηριότητα στο εθνικό επίπεδο. Αντίθετα, όταν Γαλλία και Ιταλία διατηρούν τα εθνικά τους νομίσματά, έχουν στη διάθεσή τους τα εργαλεία πολιτικής ώστε να σταθεροποιήσουν το προϊόν στο εθνικό επίπεδο. Όπως είδαμε στην περίπτωση της μόνιμης ασύμμετρης διαταραχής, η Γαλλική κεντρική τράπεζα για να αντιμετωπίσει την ύφεση μπορεί να τονώσει τη συνολική ζήτηση, μειώνοντας το επιτόκιο και υποτιμώντας το Γαλλικό φράγκο. Παρομοίως, η Ιταλική κεντρική τράπεζα αυξάνοντας το επιτόκιο και ανατιμώντας την Ιταλική λιρέτα, μπορεί να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Βέβαια, στο σημείο αυτό, προκύπτει το ζήτημα της αποτελεσματικότητας των μακροοικονομικών πολιτικών στο εθνικό επίπεδο. Στην επόμενη ενότητα του κεφαλαίου, θα δείξουμε ότι οι ιδιαίτερα ενεργητικές νομισματικές πολιτικές ενδέχεται να δημιουργήσουν μεγαλύτερες μορφές οικονομικής αστάθειας.

2.3 Χρονική συνέπεια και αξιοπιστία οικονομικής πολιτικής

Μπορεί η συναλλαγματική ισοτιμία σε βάθος χρόνου να είναι αναποτελεσματική, ωστόσο παραμένει ένα εργαλείο πολιτικής στα χέρια της κυβέρνησης. Στα άρθρα των Kydland και Prescott (1977) και των Barro και Gordon (1983), επισημαίνεται ο τρόπος με τον οποίο επηρεάζεται η οικονομία όταν οι κυβερνήσεις επιδιώκουν τις εξαγγελθείσες πολιτικές. Για να κατανοήσουμε τα αποτελέσματα που επιφέρουν οι στρατηγικές της κυβέρνησης, θα χρησιμοποιήσουμε αρχικά το υπόδειγμα των Barro-Gordon για μια κλειστή οικονομία. Στη συνέχεια, για να εξετάσουμε την επιλογή των χωρών για το αν πρέπει να ενταχθούν ή όχι σε μια νομισματική ένωση, θα το εφαρμόσουμε σε μια ανοιχτή οικονομία.

2.3.1 Το υπόδειγμα των Barro-Gordon για μια κλειστή οικονομία

Θα ξεκινήσουμε από τον ορισμό της κλασικής καμπύλης Phillips, στην οποία λαμβάνεται υπόψη ο ρόλος των προσδοκιών για τον πληθωρισμό:

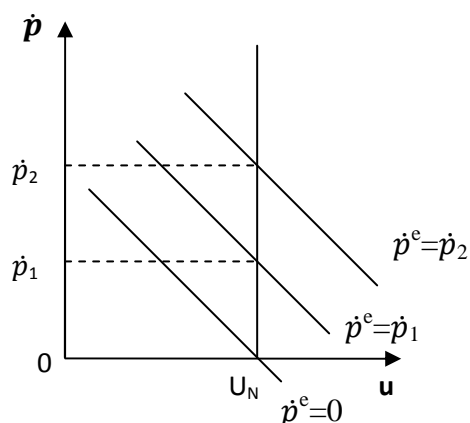
$$U = U_N + a (\dot{p}^e - \dot{p}) \quad \{\text{σχέση 2.1}\}$$

Όπου U είναι το ποσοστό ανεργίας, U_N το φυσικό ποσοστό ανεργίας, \dot{p} είναι ο παρατηρούμενος πληθωρισμός και \dot{p}^e το προσδοκώμενο ύψος πληθωρισμού. Από την παραπάνω σχέση προκύπτει ότι όταν το ποσοστό πληθωρισμού είναι μεγαλύτερο από

το ύψος του προσδοκώμενου πληθωρισμού, το ποσοστό ανεργίας πέφτει κάτω από το φυσικό του ύψος.

Θα χρησιμοποιήσουμε, επίσης, την υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών. Σύμφωνα με αυτή, τα οικονομικά υποκείμενα χρησιμοποιούν όλες τις σχετικές πληροφορίες για να προβλέψουν το ύψος του πληθωρισμού και οι προβλέψεις αυτές δεν μπορούν να είναι συστηματικά λανθασμένες. Συνεπώς, κατά μέσο όρο $\dot{p}=\dot{p}^e$ και $U=U_N$.

Διάγραμμα 2.3 - Καμπύλη Phillips και φυσικό ποσοστό ανεργίας

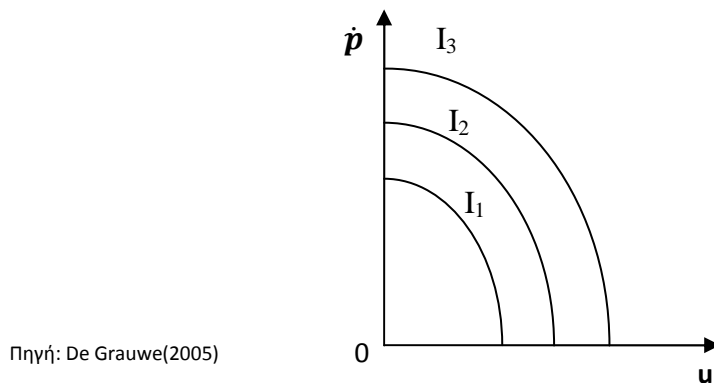


Πηγή: De Grauwe(2005)

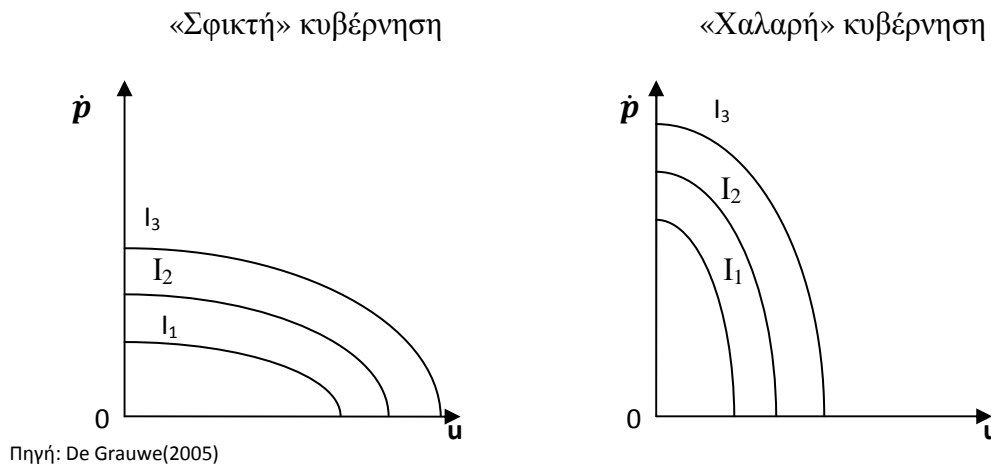
Στο διάγραμμα 2.3 παρουσιάζουμε τη μακροχρόνια κάθετη καμπύλη Phillips. Αποτελεί το γεωμετρικό τόπο όλων των σημείων για τα οποία ισχύει η σχέση $\dot{p}=\dot{p}^e$. Η κάθετη γραμμή ορίζει το φυσικό ποσοστό ανεργίας U_N ή αλλιώς το ποσοστό ανεργίας που δεν επιταχύνει τον πληθωρισμό.

Το δεύτερο στοιχείο της ανάλυσης, συνίσταται στις προτεραιότητες των νομισματικών αρχών. Θα υποθέσουμε ότι οι νομισματικές αρχές ενδιαφέρονται και για τον πληθωρισμό και για την ανεργία. Διαγραμματικά, οι προτιμήσεις των αρχών αποτυπώνονται στο διάγραμμα 2.4 με τη μορφή καμπυλών αδιαφορίας. Σχεδιάσαμε τις καμπύλες αδιαφορίας κοίλες, θέλοντας να δείξουμε ότι όσο μειώνεται το ύψος του πληθωρισμού οι νομισματικές αρχές δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στην ανεργία. Επιπλέον, οι καμπύλες αδιαφορίας που βρίσκονται πιο κοντά στην αρχή των αξόνων συνεπάγονται μικρότερη απώλεια ευημερίας και, συνεπώς, είναι προτιμότερες από εκείνες που απέχουν περισσότερο από την αρχή των αξόνων.

Διάγραμμα 2.4 - Προτεραιότητες νομισματικών αρχών



Διάγραμμα 2.5 - Προτεραιότητες νομισματικών αρχών: «σφιχτή» και «χαλαρή» κυβέρνηση

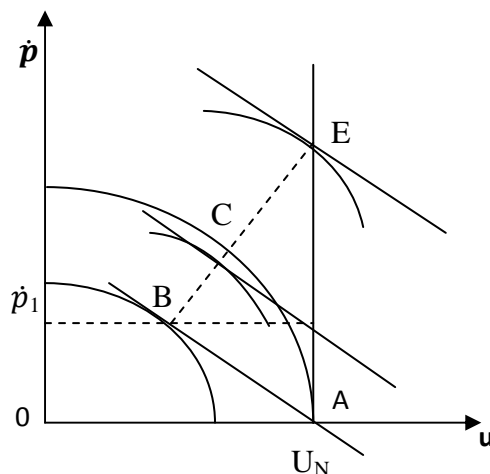


Η κλίση των καμπυλών αδιαφορίας, εκφράζει την βαρύτητα που δίνουν οι νομισματικές αρχές στην καταπολέμηση του πληθωρισμού ή της ανεργίας. Οι «χαλαρές» νομισματικές αρχές, που ενδιαφέρονται περισσότερο για την ανεργία, έχουν καμπύλες αδιαφορίας με απότομη κλίση. Συνεπώς, είναι διατεθειμένες να δεχθούν περισσότερο πληθωρισμό, προκειμένου να μειωθεί το ποσοστό ανεργίας. Από την άλλη μεριά, οι «σφιχτές» νομισματικές αρχές είναι διατεθειμένες να αφήσουν το ποσοστό ανεργίας να αυξηθεί σημαντικά, ώστε να μειώσουν το ποσοστό του πληθωρισμού. Οι καμπύλες αδιαφορίας σε αυτήν την περίπτωση, έχουν σχεδόν οριζόντια μορφή. Οι περιπτώσεις αυτές, παρουσιάζονται στο διάγραμμα 2.5.

Σε αυτό το σημείο, μπορούμε να συνδυάσουμε τις καμπύλες Phillips και τις προτιμήσεις των νομισματικών αρχών για να προσδιορίσουμε το σημείο ισορροπίας στο υπόδειγμα. Αυτό γίνεται στο διάγραμμα 2.6.

Για να διαπιστώσουμε που θα βρίσκεται το σημείο ισορροπίας αρχικά, υποθέτουμε ότι η κυβέρνηση ανακοινώνει πως θα ακολουθήσει νομισματική πολιτική με στόχο το μηδενικό πληθωρισμό. Επίσης, υποθέτουμε ότι οι οικονομικοί φορείς πείθονται από τις εξαγγελίες της κυβέρνησης και θέτουν τις προσδοκίες τους σχετικά με τον πληθωρισμό ίσες με το μηδέν. Αν συμβούν τα παραπάνω, οδηγούμαστε στο σημείο A.

Διάγραμμα 2.6 - Το ποσοστό πληθωρισμού που εξασφαλίζει την ισορροπία



Πηγή: De Grauwe(2005)

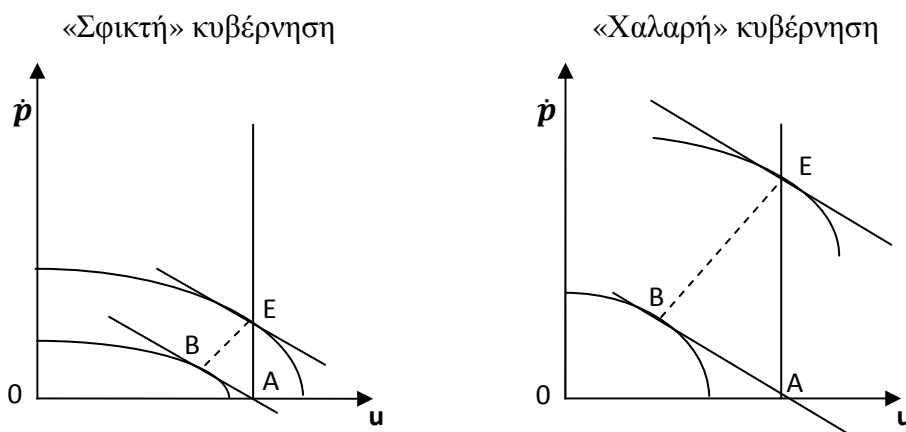
Τώρα, παρατηρούμε ότι η κυβέρνηση μπορεί να αθετήσει τις υποσχέσεις της. Μια απροσδόκητη αύξηση του πληθωρισμού θα οδηγούσε την οικονομία στο σημείο B, που βρίσκεται σε χαμηλότερη καμπύλη αδιαφορίας. Θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί, ότι η κυβέρνηση έχει κίνητρο να αλλάξει την πολιτική της. Ωστόσο γνωρίζει ότι οι οικονομικοί φορείς είναι πιθανό να αντιδράσουν, αυξάνοντας τις προσδοκίες τους σχετικά με τον πληθωρισμό. Αυτό μετατοπίζει την καμπύλη Phillips προς τα πάνω κατά τη διάρκεια της επόμενης περιόδου. Η κυβέρνηση πρέπει να αξιολογήσει το βραχυχρόνιο όφελος που θα αποκτήσει αλλάζοντας την πολιτική της, σε συνδυασμό με τις μελλοντικές ζημιές που θα προκύψουν από το γεγονός της μετατόπισης της καμπύλης Phillips.

Ας υποθέσουμε τώρα, ότι η κυβέρνηση συγκροτείται από «κοντόφθαλμους» πολιτικούς και δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στα βραχυχρόνια οφέλη αυξάνοντας απροσδόκητα τον πληθωρισμό. Επομένως, οδηγούμαστε στο σημείο B. Η αθέτηση της υπόσχεσης των αρχών, θα γίνει το έναυσμα για μετατόπιση της καμπύλης Phillips προς τα πάνω και δεξιά. Με τις νέες προσδοκίες των οικονομικών φορέων, οι νομισματικές αρχές θα διαπιστώσουν ότι είναι προτιμότερο να μετακινηθούν στο

σημείο C. Λόγω της ασυνέπειας της κυβέρνησης στις προαναγγελθείσες εξαγγελίες, αυτό θα συνεχιστεί ώσπου να φτάσουμε στο σημείο ισορροπίας E. Εκεί η κυβέρνηση δε θα έχει πλέον κίνητρο να αυξήσει περαιτέρω το ποσοστό του πληθωρισμού. Μια κίνηση προς τα πάνω κατά μήκος της καμπύλης Phillips θα οδηγήσει σε ψηλότερη καμπύλη αδιαφορίας και, συνεπώς, σε απώλεια ευημερίας. Ταυτόχρονα το σημείο E βρίσκεται πάνω στην κάθετη καμπύλη Phillips και, επομένως, πραγματοποιούνται οι προσδοκίες των φορέων. Συνεπώς, δεν θα έχουν κίνητρα να αλλάξουν κι άλλο τις προσδοκίες τους.

Με δεδομένη την υπόθεση ότι η κυβέρνηση δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στα βραχυχρόνια οφέλη των πληθωριστικών πολιτικών, το σημείο E είναι το μοναδικό στο οποίο μπορεί να επέλθει ισορροπία. Υπό διαφορετικές συνθήκες, οι οικονομικές αρχές θα είχαν κίνητρο να πραγματοποιήσουν τις υποσχέσεις τους, αφού η ισορροπία θα μπορούσε να επιτευχθεί με πολύ χαμηλότερο πληθωρισμό. Ωστόσο σε πολλές χώρες οι πολιτικοί θεσμοί δεν επιτρέπουν στους πολιτικούς να προγραμματίσουν μακροπρόθεσμα τις πολιτικές τους και, συνεπώς, υποχρεώνονται να δώσουν υπερβολική βαρύτητα στα πολύ βραχυχρόνια αποτελέσματα.

Διάγραμμα 2.7 - Ισορροπία με «σφικτή» και «χαλαρή» κυβέρνηση



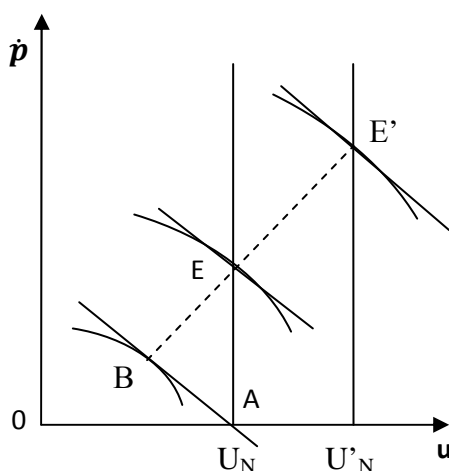
Πηγή: De Grauwe(2005)

Πριν προσθέσουμε στην ανάλυσή μας την παράμετρο της NE, είναι χρήσιμο να διακρίνουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τη θέση ισορροπίας στο σημείο E. Στο διάγραμμα 2.7 παρουσιάζουμε τα διαφορετικά σημεία ισορροπίας, όπως διαμορφώνονται λόγω διαφορετικών προτεραιοτήτων των νομισματικών αρχών. Υποθέτοντας ότι οι καμπύλες Phillips έχουν την ίδια κλίση, διαπιστώνουμε ότι στη

χώρα με «χαλαρή» κυβέρνηση ο πληθωρισμός ισορροπίας είναι ψηλότερος από ότι στη χώρα με «σφικτή» κυβέρνηση.

Ο δεύτερος παράγοντας που καθορίζει τη θέση της διακριτικής ισορροπίας είναι το ύψος του φυσικού ποσοστού ανεργίας. Από το διάγραμμα 2.8 μπορούμε εύκολα να διακρίνουμε πως, αν αυξηθεί το φυσικό ποσοστό ανεργίας και οι προτεραιότητες των αρχών παραμείνουν αμετάβλητες, θα αυξηθεί το ποσοστό του πληθωρισμού. Έτσι το σημείο ισορροπίας μετατοπίζεται από το σημείο E στο σημείο E'.

Διάγραμμα 2.8 - Ισορροπία και φυσικό ποσοστό ανεργίας



Πηγή: De Grauwe(2005)

2.3.2 Το υπόδειγμα Barro-Gordon σε ανοιχτές οικονομίες

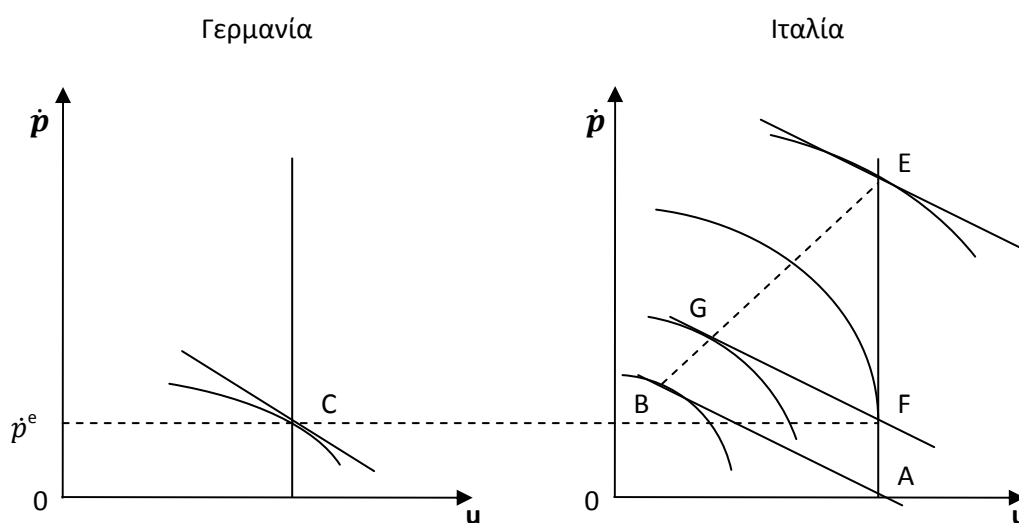
Στην προηγούμενη ενότητα διαπιστώσαμε ότι μια κυβέρνηση που ενδιαφέρεται και για τον πληθωρισμό και για την ανεργία, δεν θα μπορέσει να είναι αξιόπιστη εάν εξαγγείλει μηδενικό ποσοστό πληθωρισμού. Συνεπώς, πρέπει να υποστεί μια ισορροπία κατώτερη της άριστης, όπου το ποσοστό πληθωρισμού είναι πολύ υψηλό. Για να διαπιστώσουμε πως θα επηρεαζόταν η οικονομία μιας χώρας, αν αποφάσιζε να σχηματίσει NE με κάποια άλλη θα επεκτείνουμε την ανάλυσή μας προς την ανοικτή οικονομία.

Θα υποθέσουμε ότι η Γερμανία με την Ιταλία σχηματίζουν νομισματική ένωση. Έστω ότι η κυβέρνηση της πρώτης είναι «σφικτή», ενώ της δεύτερης «χαλαρή». Επίσης, θα χρησιμοποιήσουμε τη συνθήκη ισοδυναμίας των αγοραστικών δυνάμεων, δηλαδή

$$\dot{e} = \dot{p}_I - \dot{p}_G \quad \{\text{σχέση 2.2}\}$$

όπου \dot{e} είναι ο ρυθμός υποτίμησης της ιταλικής λιρέτας σε σχέση με το γερμανικό μάρκο. Στο διάγραμμα 2.9 παρουσιάζεται ο πληθωρισμός ισορροπίας των δύο χωρών. Στην Ιταλία ο πληθωρισμός είναι κατά πολύ ψηλότερος από αυτόν της Γερμανίας και, συνεπώς, το νόμισμά της πρέπει να υποτιμάται συνεχώς. Η κυβέρνηση της Ιταλίας, θα μπορούσε να επιτύχει μια ισορροπία με χαμηλότερο πληθωρισμό, εάν έπειθε τους πολίτες ότι, από τη στιγμή που βρίσκεται στο σημείο A, δεν θα επιχειρούσε να φτάσει στο σημείο B.

Διάγραμμα 2.9 - Πληθωρισμός ισορροπίας σε δύο χώρες



Πηγή: De Grauwe(2005)

Παρατηρούμε ότι εάν οι δύο χώρες σχηματίσουν νομισματική ένωση, η Ιταλία έχει τη δυνατότητα να επιτύχει μια ισορροπία με πολύ χαμηλότερο πληθωρισμό. Εάν η Ιταλία τηρήσει σταθερή την ισοτιμία του νομίσματός της, με δεδομένη την ισοτιμία της αγοραστικής δύναμης, το ποσοστό πληθωρισμού στην Ιταλία θα μειωθεί στο αντίστοιχο επίπεδο πληθωρισμού της Γερμανίας (σημείο F). Ωστόσο, η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία δεν είναι ο πλέον αξιόπιστος κανόνας επίλυσης του προβλήματος. Μόλις οι ιταλικές νομισματικές αρχές βρεθούν στο νέο σημείο ισορροπίας F, έχουν κάποιο κίνητρο να προβούν σε απροσδόκητη υποτίμηση της λιρέτας. Η αύξηση του πληθωρισμού, ως αποτέλεσμα της υποτίμησης, θα δώσει τη δυνατότητα στην οικονομία να κινηθεί προς το σημείο G. Με τον καιρό, οι οικονομικοί φορείς θα προσαρμόζουν τις προσδοκίες τους και έτσι το ποσοστό πληθωρισμού θα καταλήξει να είναι το ίδιο όπως πριν από το κλείδωμα της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Το πρόβλημα του πληθωρισμού στην Ιταλία, λύνεται με την κατάργηση της λιρέτας και την υιοθέτηση του Γερμανικού μάρκου. Με δεδομένο ότι η Ιταλία δεν έχει πλέον ανεξάρτητη νομισματική πολιτική (με «χαλαρές» προτεραιότητες), το σημείο F θα είναι ο νέος ιταλικός πληθωρισμός ισορροπίας. Συνεπώς, η Ιταλία έχει μεγάλο όφελος να εναχθεί σε ΝΕ με τη Γερμανία, ενώ η τελευταία δεν υφίσταται καμία απώλεια ευημερίας.

Συμπεραίνουμε ότι μόνο μια πλήρης ΝΕ μπορεί να δώσει την απαιτούμενη αξιοπιστία στην Ιταλία. Μια ρύθμιση για τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας των δύο νομισμάτων θα αμφισβητηθεί, όσο τη συναλλαγματική πολιτική χειρίζονται οι αναξιόπιστες ιταλικές αρχές. Μάλιστα, η συμμετοχή των ιταλικών αρχών στη νέα κεντρική τράπεζα θα επηρεάσει αρνητικά το κόστος της ΝΕ. Συγκεκριμένα, αν η νέα κεντρική τράπεζα θεωρείται λιγότερο «σφικτή» από την κεντρική τράπεζα της Γερμανίας, ο νέος πληθωρισμός ισορροπίας της ένωσης θα είναι υψηλότερος από εκείνον που ίσχυε για τη Γερμανία πριν την ένωση. Αυτό πιθανόν να ωφελήσει την Ιταλία, όχι όμως και τη Γερμανία που δεν θα είναι τόσο ενθουσιώδης για την ένταξή της σε μια τέτοια ένωση.

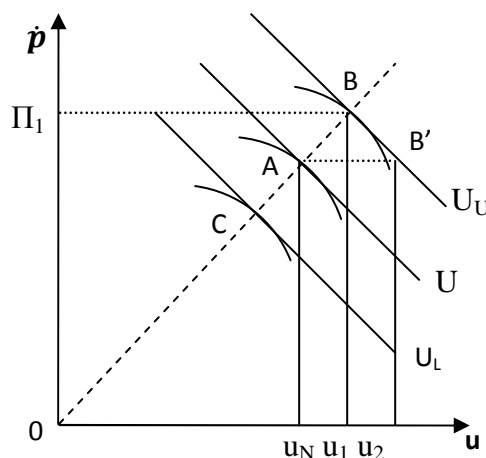
2.4 Άριστη σταθεροποιητική πολιτική και νομισματική ένωση

Σε προηγούμενη ενότητα διαπιστώσαμε τις δυσκολίες που θα αντιμετωπίσουν οι οικονομικές αρχές μιας χώρας εντός ΝΕ, μετά από μια προσωρινή ασύμμετρη διαταραχή της ζήτησης. Σε αυτό το σημείο, θα εξετάσουμε την αποτελεσματικότητα της εθνικής σταθεροποιητικής πολιτικής, στο αναλυτικό πλαίσιο του υποδείγματος Barro-Gordon.

Στο διάγραμμα 2.6, παρουσιάσαμε το ποσοστό πληθωρισμού που εξασφαλίζει την ισορροπία. Στο διάγραμμα 2.10, θα λάβουμε υπόψη την αντίδραση της κεντρικής τράπεζας σε μια προσωρινή διαταραχή της ζήτησης. Ας υποθέσουμε ότι μια αρνητική διαταραχή της ζήτησης μετατοπίζει τη βραχυχρόνια καμπύλη Phillips από τη θέση U, στη θέση U_U . Οι νομισματικές αρχές, αντιδρούν στην αύξηση της ανεργίας με επεκτατική νομισματική πολιτική, με συνέπεια το ποσοστό πληθωρισμού να αυξάνει στο σημείο Π_1 . Η παρέμβαση των αρχών, περιορίζει την αύξηση του ποσοστού ανεργίας στο U_1 . Αν οι νομισματικές αρχές δεν αντιδρούσαν με επεκτατική νομισματική πολιτική, η ανεργία θα ανερχόταν στο U_2 . Με παρόμοια αιτιολόγηση,

καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι νομισματικές αρχές ασκούν συσταλτική νομισματική πολιτική και επιλέγουν το σημείο C, όταν αντιμετωπίζουν μια προσωρινή μείωση της ανεργίας.

Διάγραμμα 2.10 - Άριστη σταθεροποιητική πολιτική, με προσανατολισμό των νομισματικών αρχών στην ανεργία.

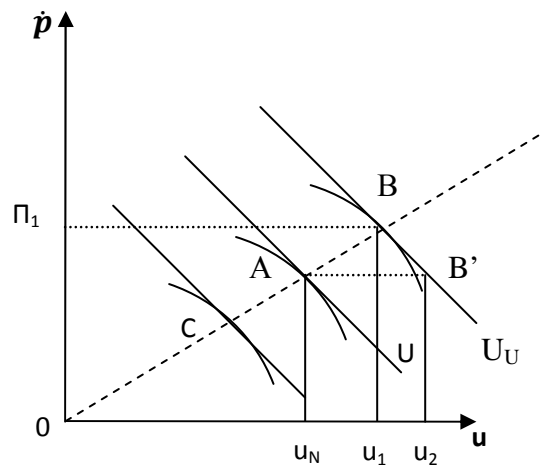


Πηγή: De Grauwe(2005)

Η διακεκομμένη ευθεία που περιλαμβάνει όλα τα σημεία επαφής των βραχυχρόνιων ευθειών Phillips με τις καμπύλες αδιαφορίας, αποτελεί τη γραμμή της άριστης σταθεροποιητικής πολιτικής. Η κλίση της γραμμής αυτής, σε αυτήν την περίπτωση, προσδιορίζεται από τη βαρύτητα που αποδίδουν οι νομισματικές αρχές στη σταθεροποίηση του ποσοστού ανεργίας. Σε κάθε μεταβολή της ανεργίας, οι νομισματικές αρχές αντιδρούν με σχετικά ισχυρή νομισματική πολιτική.

Στο διάγραμμα 2.11, βλέπουμε την άριστη σταθεροποιητική πολιτική όταν οι νομισματικές αρχές αποδίδουν μικρότερη βαρύτητα στη σταθεροποίηση της ανεργίας. Η γραμμή της άριστης σταθεροποιητικής πολιτικής σε αυτήν την περίπτωση έχει μικρότερη κλίση. Συγκρίνοντας τα δύο διαγράμματα, παρατηρούμε ότι όσο οι νομισματικές αρχές δίνουν περισσότερη βαρύτητα στη σταθεροποίηση της ανεργίας, τόσο μεγαλύτερο είναι και το ποσοστό πληθωρισμού που εξασφαλίζει την ισορροπία. Αυτό είναι και το τίμημα της αποτελεσματικότητας της σταθεροποιητικής πολιτικής.

Διάγραμμα 2.11 - Άριστη σταθεροποιητική πολιτική, με προσανατολισμό των νομισματικών αρχών στον πληθωρισμό



Πηγή: De Grauwe(2005)

Από την παραπάνω ανάλυση, συμπεραίνουμε ότι οι χώρες που εισέρχονται σε μια ΝΕ, χάνουν ένα μέσο άσκησης σταθεροποιητικής πολιτικής, το οποίο συμβάλλει στην αντιμετώπιση των προσωρινών ασύμμετρων διαταραχών της ζήτησης. Το κόστος, όμως, από την απώλεια αυτού του μέσου δεν είναι υψηλό, αφού στη μακροχρόνια περίοδο η πολιτική αυτή οδηγεί σε υψηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού.

2.5 Η αναθεώρηση του Mundell

Στο πρώτο άρθρο του, με το οποίο θεμελιώθηκε η ανάλυση του κόστους και των ωφελειών μιας νομισματικής ένωσης, ο Mundell αμφισβήτησε τη δυνατότητα επιτυχούς νομισματικής ενοποίησης της Ευρώπης. Ωστόσο, σε άρθρο που δημοσιεύτηκε το 1973, ο Mundell τόνισε τις ωφέλειες της ΝΕ εστιάζοντας σε δύο σημεία: i) την αποτελεσματικότητα της συναλλαγματικής πολιτικής και ii) τη διασφάλιση από τις ασύμμετρες διαταραχές.

Όπως παρουσιάσαμε σε αυτό το κεφάλαιο, οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας δε σχετίζονται με θεμελιώδεις οικονομικές μεταβλητές, όπως οι μεταβολές του πληθωρισμού ή της οικονομικής μεγέθυνσης. Μάλιστα, σε πολλές περιπτώσεις οι ιδιαίτερα ενεργητικές νομισματικές πολιτικές προσδιορίζονται από ψυχολογικούς παράγοντες, όπως η «συμπεριφορά της αγέλης», με συνέπεια οι ίδιες να προκαλούν ασύμμετρες διαταραχές και να ανατροφοδοτούν την αστάθεια των εθνικών οικονομιών.

Το δεύτερο επιχείρημα του Mundell, είναι ότι ένα σύστημα διασφάλισης από ασύμμετρες διαταραχές μπορεί να οργανωθεί αποτελεσματικότερα στα πλαίσια μιας ΝΕ. Όταν, για παράδειγμα, μια χώρα πλήττεται από προσωρινή διαταραχή της ζήτησης, είναι ευκολότερο να δανεισθεί κεφάλαια στα πλαίσια μιας νομισματικής ένωσης, παρά σε ένα περιβάλλον συναλλαγματικής αβεβαιότητας -με τη διατήρηση του εθνικού της νομίσματος. Οι ροές κεφαλαίων (από τις «επαρκώς» ολοκληρωμένες αγορές κεφαλαίων), θα βοηθήσουν τη χώρα να σταθεροποιήσει το επίπεδο της καταναλωτικής της δαπάνης στα επιθυμητά επίπεδα.

Σύμφωνα με την αναθεωρημένη άποψη του Mundell, η ΝΕ μπορεί να περιορίσει την οικονομική αστάθεια των χωρών-μελών και να συμβάλλει στη διασφάλιση από ασύμμετρες διαταραχές. Ωστόσο η συζήτηση για τα αποτελέσματα μιας ΝΕ δε σταματά εκεί. Αν και οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να είναι μια ανεξάρτητη πηγή ασύμμετρων διαταραχών, οι μεγάλες ασύμμετρες διαταραχές αντιμετωπίζονται ευκολότερα με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ακόμη, το δεύτερο επιχείρημα του Mundell αφορά συστήματα διασφάλισης από προσωρινές ασύμμετρες διαταραχές. Στην περίπτωση της μόνιμης ασύμμετρης διαταραχής, είναι αμφίβολο εάν οι χώρες μιας ΝΕ είναι πρόθυμες να μεταβιβάσουν για μεγάλο ή αόριστο χρονικό διάστημα κεφάλαια προς τη χώρα που τα έχει ανάγκη. Επομένως, η προσαρμογή της πρέπει αναγκαστικά να βασισθεί σε μεταβολές τιμών και μισθών. Σε αυτήν την περίπτωση, επιστρέφουμε στην αρχική ανάλυση του Mundell (1961) και στην πιο απαισιόδοξη άποψή του για τις ΝΕ.

3. Τα οφέλη μιας νομισματικής ένωσης

Αντίθετα με το κόστος ενός κοινού νομίσματος, που εντοπίζεται μακροοικονομικά, τα οφέλη από τη συμμετοχή μιας χώρας σε ΝΕ εντοπίζονται, κυρίως, σε μικροοικονομικό επίπεδο. Τα οφέλη από την υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος, προέρχονται από δύο βασικές πηγές. Αφενός από τη μείωση του κόστους συναλλαγών, που προέρχεται από την ανταλλαγή των εθνικών νομισμάτων και αφετέρου από τη μείωση του κινδύνου, που προκύπτει από την αβεβαιότητα των μελλοντικών διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

3.1 Οφέλη χρήσης του κοινού νομίσματος

Το κόστος ανταλλαγής ενός νομίσματος με ένα άλλο εξαλείφεται, όταν οι χώρες στρέφονται προς ένα κοινό νόμισμα. Η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων εκτίμησε πως το όφελος των χωρών-μελών της ΕΝΕ για τη μετατροπή νομισμάτων, ανέρχεται σε 13-20 δισεκατομμύρια ευρώ ετησίως. Αυτό αντιπροσωπεύει το 0,25-0,5% του κοινοτικού ΑΕΠ. Το ποσό αυτό προηγουμένως, αποτελούσε τα κέρδη των τραπεζών ή των ανταλλακτηρίων συναλλάγματος που καταβάλλονταν κατά την ανταλλαγή εθνικών νομισμάτων. Οι επιχειρήσεις αυτές, ενδεχομένως, θα αντιμετωπίσουν κάποιο πρόβλημα κατά τη μεταβατική περίοδο, όμως η εξάλειψη του κόστους συναλλαγών κατά την ανταλλαγή χρήματος λογίζεται ως μη αντισταθμιζόμενη απώλεια, αφού είναι όπως ένας φόρος τον οποίο καταβάλλει ο καταναλωτής χωρίς να παίρνει κάτι ως αντάλλαγμα.

Επιπλέον, το νόμισμα που προκύπτει από την ένωση κάποιων χωρών, είναι πιθανό να είναι ισχυρότερο στις διεθνείς νομισματικές σχέσεις από ότι το σύνολο των επιμέρους νομισμάτων πριν την ένωση. Μάλιστα όσο περισσότερο χρησιμοποιείται εκτός της ένωσης, τόσο μεγαλύτερα οφέλη αποκομίζει η κεντρική της τράπεζα. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με στοιχεία της Federal Reserve system (Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ) τα κέρδη της για το 1999 υπερδιπλασιάστηκαν, με περισσότερα από τα μισά δολάρια που εξέδωσε να χρησιμοποιούνται εκτός ΗΠΑ. Τα κέρδη από τη διεθνή χρησιμοποίηση του δολαρίου οδήγησαν στη μείωση της φορολογίας των αμερικανών πολιτών. Ένα ακόμη όφελος του ισχυρού κοινού νομίσματος, αποτελεί η τόνωση της δραστηριότητας στις εγχώριες χρηματοοικονομικές αγορές. Όταν ένα

νόμισμα γίνει διεθνές, θα προσελκύει περισσότερα ξένα επενδυτικά κεφάλαια. Το αποτέλεσμα θα είναι οι εγχώριες τράπεζες, οι αγορές ομολόγων και τα χρηματιστήρια να αυξήσουν τον όγκο των συναλλαγών τους, με θετικές συνέπειες στην απασχόληση και το εισόδημα.

Η εξάλειψη του κόστους συναλλαγών δημιουργεί επιπλέον έμμεσα οφέλη. Με την καθιέρωση ενός κοινού νομίσματος, οι καταναλωτές της νομισματικής ένωσης έχουν τη δυνατότητα να συγκρίνουν και να επιλέξουν προϊόντα, από ένα μεγάλο αριθμό προμηθευτών. Έτσι μειώνεται και η δυνατότητα των επιχειρήσεων, να ασκούν διακριτική τιμολογιακή πολιτική στα προϊόντα τους.

Επιπλέον, μελέτες των Engel και Rogers (2004) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, έδειξαν ότι κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, παρατηρήθηκε μια τάση σύγκλισης των τιμών στις χώρες της Ευρωζώνης. Από το 1999 όμως και έπειτα, η διασπορά των τιμών παρέμεινε σταθερή. Η κυκλοφορία του ευρώ βοήθησε αλλά δεν μπορεί από μόνη της να οδηγήσει σε σύγκλιση των τιμών, όσο υπάρχουν διαφορές στους θεσμούς και τη νομοθεσία των κρατών της ΕΝΕ. Το ενιαίο νόμισμα σε συνδυασμό με άλλα μέτρα για την ενιαία νομισματική αγορά, ενδέχεται να επιταχύνουν τη διαδικασία ολοκλήρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών, προωθώντας έτσι την πολιτική ενοποίηση και διευκολύνοντας την εναρμόνιση θεσμών, νόμων και κανονισμών.

3.2 Οφέλη από τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία

Η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, αναμένεται να βελτιώσει την ευημερία επιχειρήσεων και νοικοκυριών αφού μειώνεται μια πηγή αβεβαιότητας, ενώ βελτιώνεται η αποτελεσματικότητα του μηχανισμού των τιμών στην κατανομή των πόρων. Επίσης, οι μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία δεν αντικατοπτρίζουν πάντοτε τις μεταβολές των τιμών, δημιουργώντας επιπλέον αβεβαιότητα για την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία. Η καθιέρωση ενός κοινού νομίσματος, μειώνει την αβεβαιότητα αυτή, με συνέπεια να γίνεται καλύτερος οδηγός λήψης ορθών οικονομικών αποφάσεων για τις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές.

Ωστόσο, οι μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία δεν αντιπροσωπεύουν μόνο έναν κίνδυνο αλλά δημιουργούν και ευκαιρίες για πρόσκτηση κερδών. Από τη θεωρία της επιχείρησης, αποδεικνύεται πως αυτή θα έχει μεγαλύτερο, κατά μέσο όρο, κέρδος σε

καθεστώς αβεβαιότητας ισοτιμιών από ότι κάτω από συνθήκες βεβαιότητας. Επιπλέον από τη θεωρία επιλογών του καταναλωτή, είναι γνωστό ότι η αξία της επιλογής αυξάνεται αντίστοιχα με τη μεταβλητότητα του περιουσιακού στοιχείου. Έτσι, κατά μέσο όρο ο καταναλωτής ωφελείται, όταν οι τιμές παρουσιάζουν διακυμάνσεις. Το συμπέρασμα από τη στατική θεωρία του καταναλωτή είναι ότι δεν γνωρίζουμε αν οι καταναλωτές ωφελούνται από τη μικρότερη μεταβλητότητα της τιμής.

3.3 Η αβεβαιότητα για τη συναλλαγματική ισοτιμία και οικονομική μεγέθυνση

Η νομισματική ένωση μπορεί να επηρεάσει το βαθμό μεγέθυνσης των κρατών-μελών της μέσω δύο μηχανισμών. Ο πρώτος είναι ο μηχανισμός του εμπορίου και ο δεύτερος της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Με την ενίσχυση του εμπορίου, η ΝΕ δίνει ώθηση στις παραγωγικές δυνατότητες των χωρών-μελών. Οι Frankel και Rose (2002) έδειξαν ότι η αύξηση κατά μια ποσοστιαία μονάδα του εμπορίου μεταξύ των χωρών-μελών μιας νομισματικής ένωσης, αυξάνει το κατά κεφαλή εισόδημα κατά ένα τρίτο της ποσοστιαίας μονάδας. Με αυτόν τον τρόπο η ΝΕ συμβάλλει στην αύξηση του εισοδήματος των χωρών-μελών της και συνεισφέρει στην οικονομική τους μεγέθυνση.

Σε αύξηση της οικονομικής μεγέθυνσης των κρατών μιας ΝΕ θα συντελέσει και η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου, όπως αναλύεται στο νεοκλασικό υπόδειγμα ενδογενούς μεγέθυνσης (Lucas, Romer 1986, Baldwin 1989). Σύμφωνα με αυτό, η μεγέθυνση είναι εφικτή μόνο αν αυξάνεται ο πληθυσμός ή αν υπάρχει εξωγενής ρυθμός τεχνολογικών μεταβολών, ενώ ο λόγος των αποταμιεύσεων δεν επηρεάζει το ρυθμό μεγέθυνσης ισορροπίας. Η μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου θα οδηγήσει σε μείωση των πραγματικών επιτοκίων με συνέπεια να σημειωθεί συσσώρευση κεφαλαίου και αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης. Εντούτοις, το «αποτέλεσμα μεγέθυνσης» θα είναι προσωρινό, αφού η ενδογενής μεγέθυνση είναι ανεξάρτητη του επιτοκίου και της αβεβαιότητας των ισοτιμιών που το μετέβαλαν. Η μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου θα μειώσει αφενός το πραγματικό επιτόκιο (που θα αποφέρει και τη μεγέθυνση), ταυτόχρονα όμως μειώνει και τις αναμενόμενες αποδόσεις των επενδύσεων. Ο συστημικός κίνδυνος για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στη νομισματική ζώνη δεν είναι βέβαιο ότι θα μειωθεί, συνεπώς

η επίδραση του περιορισμού της συναλλαγματικής αβεβαιότητας στην επενδυτική δραστηριότητα και στους ρυθμούς ανάπτυξης είναι αμφίβολη.

3.4 Πλεονεκτήματα της νομισματικής ένωσης και βαθμός ανοίγματος των χωρών

Τα παραπάνω πλεονεκτήματα που προκύπτουν από την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος στις χώρες-μέλη μιας νομισματικής ένωσης, σχετίζονται και με το βαθμό ανοίγματος κάθε χώρας. Για παράδειγμα, η εξάλειψη του κόστους συναλλαγών θα έχει μεγαλύτερη βαρύτητα σε χώρες όπου οι επιχειρήσεις και οι καταναλωτές της εμπορεύονται μεγάλο ποσοστό αγαθών και υπηρεσιών σε ξένες χώρες. Όσο μεγαλύτερη εξωστρέφεια παρουσιάζει η οικονομία μιας χώρας, τόσο μεγαλύτερα οφέλη ευημερίας θα καρπώνεται. Η ανάλυση του McKinnon (1963) υποδεικνύει ως αναγκαίο αλλά όχι και ικανό τον υψηλό βαθμό ανοίγματος μιας οικονομίας για την επωφελή ένταξη μιας χώρας σε ΝΕ.

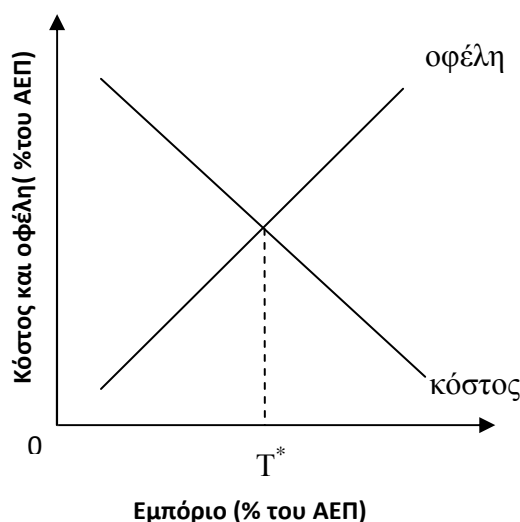
4. Σύγκριση κόστους και οφέλους νομισματικής ένωσης

Στα προηγούμενα κεφάλαια αναλύσαμε το κόστος και τα οφέλη μιας ΝΕ, σύμφωνα με τη ΘΑΝΠ. Στο παρόν κεφάλαιο θα ολοκληρώσουμε τη συζήτηση του θέματος με τη σύγκριση των συνεπειών του κοινού νομίσματος με μια συνθετική μέθοδο. Επίσης, θα προβούμε σε κάποιες διαπιστώσεις, σχετικά με την απόφαση των χωρών-μελών της ΕΕ να σχηματίσουν την Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση.

4.1 Σύγκριση κόστους – οφέλους και κριτήρια άριστων νομισματικών περιοχών

Ένας τρόπος σύγκρισης του κόστους και του οφέλους που προκύπτουν από την ένταξη σε ΝΕ, είναι μέσω του διαγράμματος των γραμμών κόστους και οφέλους, με κριτήριο το βαθμό ανοίγματος μιας χώρας στο διεθνές εμπόριο. Στο διάγραμμα (4.1) που εισηγήθηκε ο Krugman (1989), το σημείο τομής των δύο καμπυλών ορίζει το κρίσιμο ύψος της εξωστρέφειας μιας χώρας, πέραν του οποίου αξίζει να ενταχθεί σε ΝΕ.

Διάγραμμα 4.1 - Κόστος και οφέλη νομισματικής ένωσης



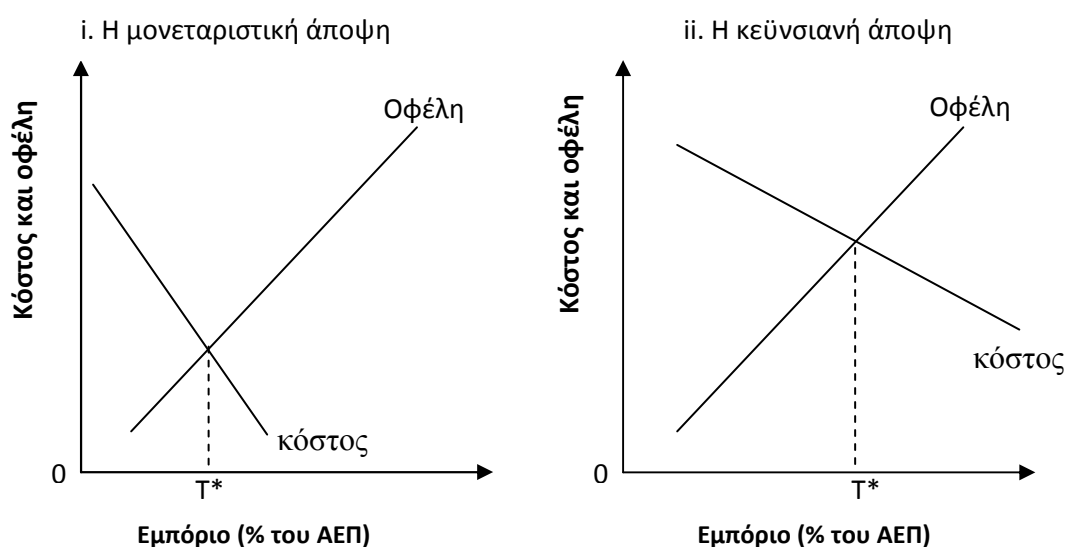
Πηγή: De Grauwe(2005)

Στα αριστερά αυτού του σημείου η χώρα έχει συμφέρον να διατηρήσει το εθνικό της νόμισμα, ενώ στα δεξιά του θα έχει όφελος από την αντικατάσταση του νομίσματός της. Το σχήμα και η θέση της καμπύλης κόστους, εξαρτώνται από το πόσο αποτελεσματική θεωρείται η χρήση της συναλλαγματικής πολιτικής, για την αντιμετώπιση των διαταραχών στην οικονομία.

Σύμφωνα με τη μονεταριστική άποψη, η χρήση της συναλλαγματικής ισοτιμίας τελικά επιδεινώνει τη θέση των χωρών, αφού δεν μπορεί να διορθώσει αποτελεσματικά τις διαφορετικές εξελίξεις στις επιμέρους χώρες. Διαγραμματικά η καμπύλη κόστους πλησιάζει την αρχή των αξόνων και έχει μεγαλύτερη κλίση (διάγραμμα 4.2i). Συνεπώς, πολλές χώρες θα ωφεληθούν αν εγκαταλείψουν το εθνικό τους νόμισμα και ενταχθούν σε μια ΝΕ.

Στο άλλο άκρο βρίσκεται η κεϋνσιανή άποψη. Σύμφωνα με αυτή, η χρήση της συναλλαγματικής ισοτιμίας εξαλείφει τις ακαμψίες στις αγορές εργασίας. Έτσι πολλές χώρες όχι μόνο θα είχαν κόστος από τη νομισματική ένωση αλλά ορισμένες μεγάλες, θα αποκτούσαν μεγαλύτερο όφελος από την έκδοση δύο ή περισσότερων νομισμάτων εντός της επικράτειάς τους. Η καμπύλη κόστους σε αυτή την περίπτωση, απέχει πολύ από την αρχή των αξόνων και παρουσιάζει μικρότερη κλίση (διάγραμμα 4.2ii).

Διάγραμμα 4.2 - Οι δύο απόψεις για το κόστος και τα οφέλη νομισματικής ένωσης



Πηγή: De Grauwe(2005)

Κατά το Mc Kinnon(1963), θεμελιωτή της ΘΑΝΠ, ο βαθμός ανοίγματος στο διεθνές εμπόριο, αποτελεί αναγκαία συνθήκη για την επωφελή ένταξη μιας χώρας σε ΝΕ. Ωστόσο είναι σαφές ότι από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 πολλοί οικονομολόγοι στράφηκαν υπέρ της μονεταριστικής άποψης, με αποτέλεσμα τη δημιουργία της ΕΝΕ στη δεκαετία του 1990. Εμπειρικά δεδομένα δείχνουν ότι οικονομικές αρχές χωρών όπως η Ιταλία, η Ελλάδα, η Γαλλία αλλά και άλλων, θεώρησαν επωφελή την ένταξή

τους στην ένωση παρά το χαμηλό ποσοστό των εμπορικών τους συναλλαγών (ως ποσοστό του ΑΕΠ) με τις υπόλοιπες χώρες-μέλη της ένωσης. Για αυτό και η σύγκριση κόστους-οφέλους σε νομισματική ένωση πρέπει να συνεκτιμήσει και άλλες σημαντικές παραμέτρους.

Μια από αυτές αποτελεί ο βαθμός ακαμψίας των μισθών και των τιμών. Όπως προέκυψε από την ανάλυση του κόστους νομισματικής ένωσης (κεφάλαιο 1), η αντιμετώπιση μόνιμων ασύμμετρων διαταραχών με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, καθιστά δυσκολότερη την προσαρμογή της οικονομίας στην ισορροπία. Για το λόγο αυτό, οι χώρες που έχουν οικονομίες με χαμηλό βαθμό ακαμψίας μισθών και τιμών, αντιμετωπίζουν χαμηλότερο κόστος όταν εντάσσονται σε μια ΝΕ. Συνεπώς μια μείωση της ακαμψίας των τιμών και των μισθών, όπως και η αύξηση στην κινητικότητα της εργασίας (Mundell 1961) μεταξύ των χωρών-μελών, μετατοπίζει την καμπύλη κόστους του διαγράμματος 4.1 προς τα κάτω και αριστερά και κάνει πιο ελκυστική μια ΝΕ.

4.2 Ασύμμετρες διαταραχές και βαθμός ευελιξίας αγορών εργασίας

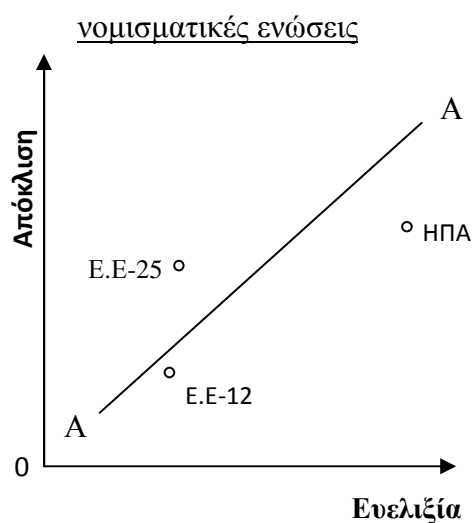
Ένας παράγοντας που αυξάνει τη κόστος ένταξης μιας χώρας σε ΝΕ, είναι οι ασύμμετρες διαταραχές στις οποίες υπόκεινται. Οι χώρες των οποίων οι βιομηχανικές δομές διαφέρουν πολύ, θα γνωρίζουν πολύ διαφορετικές διαταραχές ζήτησης και προσφοράς. Αυτό σημαίνει ότι στο πλαίσιο του διαγράμματος 4.1, η καμπύλη κόστους μετατοπίζεται προς τα πάνω και δεξιά, αφού η ΝΕ γίνεται λιγότερο ελκυστική.

Το κεντρικό συμπέρασμα της ΘΑΝΠ είναι ότι οι χώρες που παρουσιάζουν υψηλή απόκλιση στο ρυθμό μεγέθυνσης και απασχόλησης, χρειάζονται σημαντικό βαθμό ευελιξίας των αγορών εργασίας αν θέλουν να σχηματίσουν ΝΕ χωρίς να υπόκεινται σε ασύμμετρες διαταραχές ζήτησης ή προσφοράς. Το μέγεθος και η συχνότητα αυτών, εξαρτάται θετικά από το βαθμό ανομοιογένειας στη διάρθρωση της παραγωγής χωρών που πρόκειται να ενταχθούν σε νομισματική ένωση. Η σχέση ανάμεσα στην ευέλικτη αγορά εργασίας και τις ασύμμετρες διαταραχές, απεικονίζεται ως άξουσα γραμμική συνάρτηση (διάγραμμα 4.3). Στον κάθετο άξονα μετριέται η απόκλιση στους ρυθμούς αύξησης της παραγωγής και της απασχόλησης

ως αποτέλεσμα ασύμμετρων διαταραχών. Στον οριζόντιο άξονα μετριέται ο βαθμός ευελιξίας των μισθών και η κινητικότητα της εργασίας.

Οι χώρες που βρίσκονται κάτω από τη γραμμή AA, μπορούν να σχηματίσουν NE χωρίς μεγάλο κόστος προσαρμογής. Συνιστούν, δηλαδή, μια άριστη νομισματική περιοχή. Οι χώρες που βρίσκονται πάνω από τη γραμμή AA, καλό θα ήταν να διατηρήσουν κάποιο βαθμό ευελιξίας στη συναλλαγματική τους ισοτιμία, αφού το κόστος ένταξης σε NE θα ήταν μεγαλύτερο από το όφελος.

Διάγραμμα 4.3 - Πραγματική απόκλιση και ευελιξία στην αγορά εργασίας σε νομισματικές ενώσεις



Πηγή: De Grauwe(2005)

Εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι η διευρυμένη Ευρωπαϊκή Ένωση των 25 χωρών-μελών δεν αποτελεί άριστη νομισματική περιοχή. Από οικονομική άποψη το κόστος για πολλές από τις χώρες υπερβαίνει το όφελος της ένταξής τους σε μια NE. Έτσι στο διάγραμμα ευελιξίας-απόκλισης, τοποθετείται πάνω από την ευθεία AA. Άλλες εμπειρικές αναλύσεις, αποδεικνύουν ότι υποσύνολα της ΕΕ των 25 χωρών-μελών, όπως η ΕΕ των 12², συνιστούν μια άριστη νομισματική περιοχή. Το βασικότερο κριτήριο για το άριστο μέγεθος των NE, αποτελεί το μέγεθος και το είδος των ασύμμετρων διαταραχών. Όπως αναλύθηκε στο κεφάλαιο 1, η παρουσία χωρών-μελών με ανεξάρτητες πολιτικές δαπανών και φορολόγησης και με τις δικές τους ιδιαιτερότητες σε ότι αφορά τους οικονομικούς θεσμούς, δημιουργεί μια σημαντική πηγή ασύμμετρων διαταραχών. Στα πλαίσια, όμως, μιας NE οι διαταραχές αυτές μπορούν να περιοριστούν. Συγκεκριμένα, η μελέτη των Artis και Zhang (1995) δείχνει ότι οι επιχειρηματικοί κύκλοι των χωρών της ΕΕ επιδεικνύουν πολύ

² Ε.Ε.-12: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Πορτογαλία, Φινλανδία

μεγαλύτερη συσχέτιση από τις αρχές τις δεκαετίας του 1980. Συνεπώς, σήμερα, υπάρχουν λιγότερες προσωρινές ασύμμετρες διαταραχές μεταξύ των χωρών-μελών της ΕΕ, από ότι πριν 20 χρόνια.

Η δυσκολία της ποσοτικής μέτρησης του κόστους ένταξης μιας χώρας σε ΝΕ, δεν μπορεί να μας οδηγήσει σε απολύτως αντικειμενικά και σαφή συμπεράσματα. Οι απόψεις ακόμα και για το άριστο μέγεθος της ΕΕ των 12 χωρών-μελών (που εδώ τοποθετήσαμε κάτω από τη γραμμή ΑΑ), δίστανται. Όσο μεγαλύτερη απόκλιση παρουσιάζουν οι οικονομίες των χωρών-μελών μιας νομισματικής ένωσης, τόσο δυσκολότερη θα είναι και η άριστη ενοποίηση μεταξύ τους. Η πρόκληση για την ΕΕ των 25 να σχηματίσει μια ΝΕ λιγότερο δαπανηρή, μπορεί να επιτευχθεί μέσω πολιτικής ενοποίησης. Πέρα από την προσαρμογή στο θεσμικό και το νομικό πλαίσιο των αγορών, θα χρειαστεί περισσότερος συντονισμός στην ευθυγράμμιση της οικονομικής πολιτικής ώστε να μειωθούν οι ασύμμετρες διαταραχές.

4.3 Κόστος και οφέλη μακροχρονίως

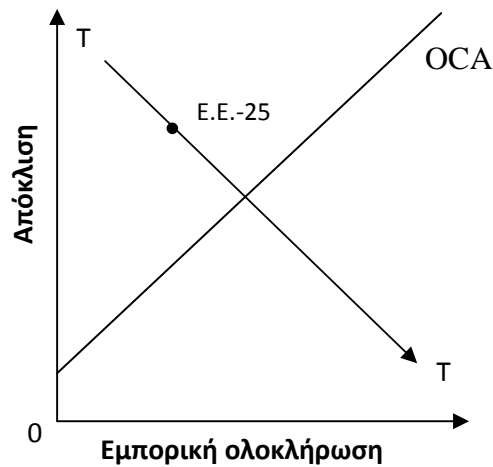
Στην ενότητα 2.1.1, συζητήσαμε τη σχέση ανάμεσα στο βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης και την εμφάνιση των ασύμμετρων διαταραχών. Τώρα, θα προσθέσουμε την ανάλυση κόστους-οφέλους ώστε να διαπιστώσουμε τη διαχρονική εξέλιξη του κόστους και των ωφελειών μιας ΝΕ.

Στο διάγραμμα 4.4 παρουσιάζουμε την άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σύμφωνα με την οποία όσο αυξάνεται η εμπορική ολοκλήρωση, οι χώρες γίνονται περισσότερο όμοιες και αντιμετωπίζουν λιγότερες ασύμμετρες διαταραχές. Η γραμμή ΟCA αντιπροσωπεύει όλα τα σημεία στα οποία το κόστος είναι ίσο με τα οφέλη. Σχεδιάσαμε τη γραμμή ΟCA με θετική κλίση για δύο λόγους: i) όσο αυξάνεται η εμπορική ολοκλήρωση, τα καθαρά κέρδη της ΝΕ αυξάνονται, ενώ ii) όταν αυξάνεται η οικονομική απόκλιση, το κόστος της ΝΕ αυξάνεται.

Όλα τα σημεία που βρίσκονται δεξιά της γραμμής ΟCA, είναι σημεία για τα οποία τα οφέλη της ΝΕ υπερβαίνουν το κόστος. Τοποθετήσαμε την Ε.Ε. των 25 πάνω στη γραμμή ΤΤ με αρνητική κλίση και προς τα αριστερά της γραμμής ΟCA, για να δείξουμε το συμπέρασμα που καταλήξαμε στην προηγούμενη ενότητα. Από το διάγραμμα είναι σαφές ότι, καθώς προχωρεί η εμπορική ολοκλήρωση, η ΕΕ των 25 θα περάσει αναπόφευκτα στα δεξιά της γραμμής ΟCA. Συνεπώς, σύμφωνα με αυτήν

την άποψη, η ΝΕ θα είναι διαχρονικά επωφελής για τις χώρες της Ευρωπαϊκής ένωσης.

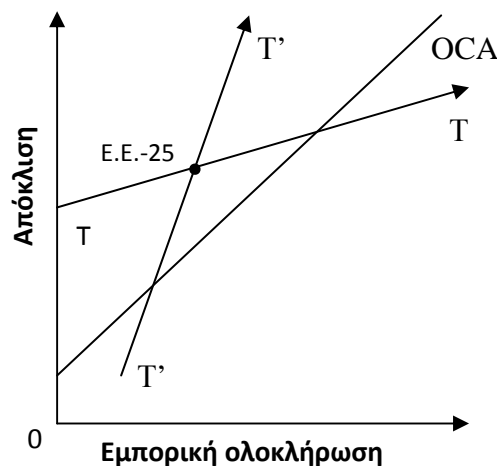
Διάγραμμα 4.4 - Νομισματική ολοκλήρωση κατά την Ευρωπαϊκή Επιτροπή



Πηγή: De Grauwe(2005)

Στο διάγραμμα 4.5 παρουσιάζουμε την άποψη του Krugman. Αξίζει να θυμηθούμε ότι στην ανάλυσή του, η οικονομική ολοκλήρωση οδηγεί σε μεγαλύτερη οικονομική απόκλιση, με συνέπεια οι χώρες να πλήττονται από περισσότερες ασύμμετρες διαταραχές. Αυτό διαγραμματικά απεικονίζεται σε δύο περιπτώσεις, με τις γραμμές ΤΤ και Τ'Τ' που έχουν –διαφορετική- θετική κλίση.

Διάγραμμα 4.5 - Νομισματική ολοκλήρωση κατά τον Krugman



Πηγή: De Grauwe(2005)

Τώρα έχουμε να εξετάσουμε δύο ενδεχόμενα για τις μακροχρόνιες προοπτικές της ένωσης. Το πρώτο, παρουσιάζεται από την ευθεία ΤΤ, που έχει μικρότερη κλίση από τη γραμμή ΟCA. Σε αυτήν την περίπτωση, η ΕΕ των 25 χωρών μελών, διαχρονικά, μπορεί να αποτελέσει μια άριστη νομισματική περιοχή. Παρά το ότι η μεγαλύτερη ολοκλήρωση οδηγεί σε περισσότερη εξειδίκευση και, συνεπώς, σε περισσότερες

ασύμμετρες διαταραχές, όσο μεγεθύνεται ο βαθμός ολοκλήρωσης τόσο αυξάνονται τα οφέλη της ΝΕ. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η μεγαλύτερη οικονομική ολοκλήρωση να μας οδηγεί στα δεξιά της γραμμής ΟCΑ.

Η δεύτερη περίπτωση παρουσιάζεται από την ευθεία Τ'Τ' που έχει μεγαλύτερη κλίση από τη γραμμή ΟCΑ. Εδώ, η άριστη νομισματική ολοκλήρωση είναι ανέφικτη. Ο βαθμός ολοκλήρωσης αυξάνεται ταχύτερα από τα οφέλη μιας ΝΕ, με συνέπεια το κόστος απόκλισης να την καθιστά ασύμφορη. Θα πρέπει να τονίσουμε ότι η περίπτωση αυτή οδηγεί και σε ένα παράδοξο αποτέλεσμα. Δείχνει ότι η μείωση της εμπορικής ολοκλήρωσης μεταξύ των χωρών της ΕΕ των 25, κάνει τη ΝΕ περισσότερο ελκυστική. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα, η θεωρητική υπόθεση στην οποία ο Krugman στηρίζει την άποψή του, δεν επιβεβαιώνεται από τα πρόσφατα αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών, σε αντίθεση με την άποψη που εκφράστηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Τέλος, ένα σημαντικό σημείο της μακροχρόνιας δυναμικής της νομισματικής ολοκλήρωσης, αποτελεί η ίδια η απόφαση μιας χώρας να ενταχθεί σε ΝΕ. Εφόσον το διάγραμμα 4.4 απεικονίζει ότι ακριβώς ισχύει σήμερα, η απόφαση μιας χώρας για ένταξή της σε νομισματική ένωση, ακόμα και αν δεν πληροί τις προϋποθέσεις του κριτηρίου ΟCΑ, θα επιταχύνει τη διαδικασία της οικονομικής ολοκλήρωσης. Μπορούμε να πούμε ότι τα κριτήρια της άριστης νομισματικής περιοχής έχουν ενδογενή στοιχεία. Όταν μια ομάδα χωρών αποφασίσει να δημιουργήσει ΝΕ, τα κριτήρια της άριστης νομισματικής περιοχής ικανοποιούνται ευκολότερα.

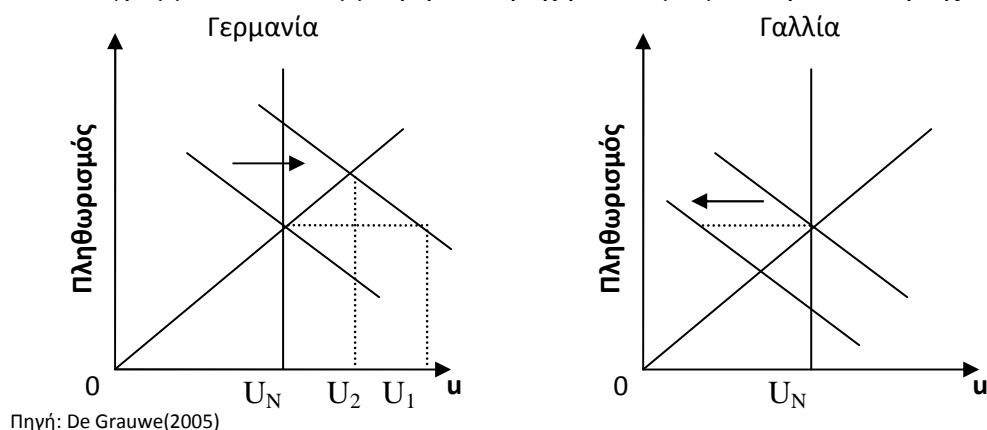
5. Νομισματική πολιτική στην Ευρωζώνη

Ο τρόπος με τον οποίο η ΕΚΤ ασκεί ενιαία νομισματική πολιτική στις χώρες της ευρωζώνης, παρουσιάζει αρκετά πρακτικά προβλήματα. Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε τη στρατηγική της ΕΚΤ και των θεσμικών της οργάνων, στις περιπτώσεις που η ένωση πλήττεται από ασύμμετρες διαταραχές. Επιπλέον θα παρουσιάσουμε τα μέσα που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής.

5.1 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και ασύμμετρες διαταραχές

Αρχικά θα αναλύσουμε τις επιπτώσεις μιας ασύμμετρης διαταραχής, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα των Barro-Gordon σε δύο χώρες. Υποθέτουμε ότι η Γερμανία πλήττεται από μια «γνήσια» ασύμμετρη διαταραχή. Δηλαδή, οι αρνητικές επιδράσεις στην οικονομία της, αντισταθμίζονται πλήρως από τις θετικές επιδράσεις που ασκούνται σε μια άλλη όπως, για παράδειγμα, αυτή της Γαλλίας. Η υπεύθυνη για τη σταθεροποίηση της οικονομίας στην ευρωζώνη ΕΚΤ, λαμβάνει υπόψη τις παραπάνω διακυμάνσεις. Όταν διαπιστώσει ότι οι μεταβολές στην οικονομία των δύο χωρών δεν επηρεάζουν τα συνολικά ποσοστά πληθωρισμού και ανεργίας στην ένωση, δε θα λάβει κανένα μέτρο για τη σταθεροποίηση της οικονομίας στις επιμέρους χώρες. Το αποτέλεσμα απεικονίζεται στο διάγραμμα 5.1. Η ανεργία στη Γερμανία θα αυξηθεί σε U_1 ενώ αντίστοιχα θα μειωθεί η ανεργία της Γαλλίας. Συνολικά, η ανεργία και η παραγωγή θα παρουσιάζει διακυμάνσεις γύρω από μια οριζόντια γραμμή.

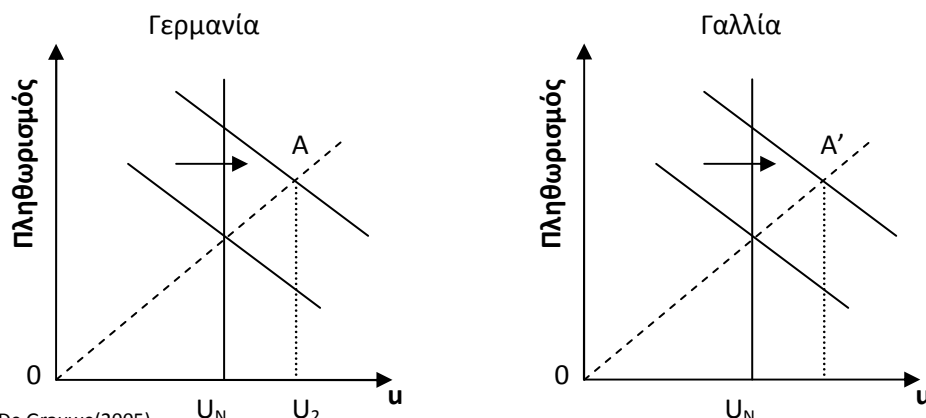
Διάγραμμα 5.1 - Ασύμμετρη διαταραχή και νομισματική πολιτική της ΕΚΤ



Διαφορετική θα ήταν η αντιμετώπιση της ΕΚΤ σε μια συμμετρική διαταραχή. Εάν, για παράδειγμα, υποθέσουμε ότι η βραχυχρόνια καμπύλη Phillips μετατοπίζεται προς

τα πάνω και δεξιά και στη Γερμανία και στη Γαλλία, παρατηρείται αύξηση της ανεργίας στη ζώνη του ευρώ συνολικά. Συνεπώς, η ΕΚΤ για να σταθεροποιήσει την οικονομία ασκεί επεκτατική νομισματική πολιτική. Σύμφωνα με την καμπύλη άριστης σταθεροποιητικής πολιτικής που έχει θετική κλίση, μετακινούμαστε στα σημεία A και A' (διάγραμμα 5.2), με συνέπεια να περιορίζεται ο βαθμός αύξησης της ανεργίας στις δύο χώρες.

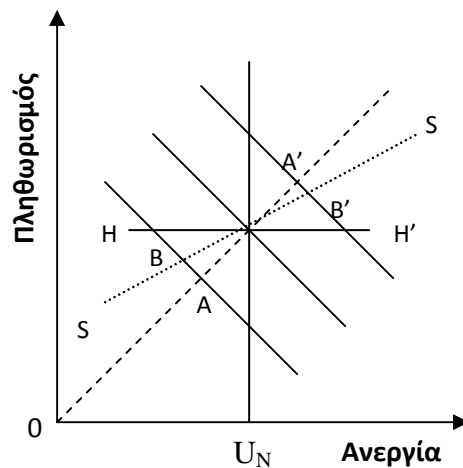
Διάγραμμα 5.2 - Συμμετρική διαταραχή και νομισματική πολιτική της ΕΚΤ



Πηγή: De Grauwe(2005)

Από τα παραπάνω, συμπεραίνουμε ότι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής που ασκεί η ΕΚΤ, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το είδος των διαταραχών που πλήττουν τις χώρες-μέλη της ένωσης. Συνήθως, όμως, οι διαταραχές εμπεριέχουν τόσο συμμετρικές όσο και ασύμμετρες συνιστώσες. Στο διάγραμμα 5.3, απεικονίζεται ο βαθμός σταθεροποίησης της οικονομίας που επιτυγχάνει η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ. Αν υποθέσουμε ότι η βραχυχρόνια καμπύλη Phillips μετακινείται προς τα πάνω ή προς τα κάτω με έναν απρόβλεπτο τρόπο, όταν οι διαταραχές είναι αμιγώς ασύμμετρες η ανεργία θα κυμαίνεται κατά μήκος της οριζόντιας γραμμής (H,H'). Όταν οι διαταραχές είναι αμιγώς συμμετρικές, η ανεργία θα κυμαίνεται –σύμφωνα με τη γραμμή άριστης σταθεροποίησης- μεταξύ των σημείων A και A'. Στην ενδιάμεση -και πιθανότερη- περίπτωση, η γραμμή SS αποτελεί τη γραμμή σταθεροποίησης που θα πετύχει η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ. Παρατηρούμε ότι ανεργία κυμαίνεται μεταξύ των σημείων B και B', άρα και η σταθεροποίηση της οικονομίας για κάθε χώρα είναι πολύ μικρή. Η συντηρητικός χαρακτήρας της ΕΚΤ, πιθανόν να δημιουργήσει προβλήματα στις χώρες-μέλη της ένωσης.

Διάγραμμα 5.3 - Νομισματική πολιτική ΕΚΤ στην πράξη



Πηγή: De Grauwe(2005)

Από την παραπάνω ανάλυση, επιβεβαιώνονται όσα ελέγχθησαν για τη ΘΑΝΠ στα προηγούμενα κεφάλαια. Μια ΝΕ που δεν αποτελεί άριστη νομισματική περιοχή θα αποδειχθεί ζημιογόνα για τα μέλη της, αφού η αντιμετώπιση των ασύμμετρων διαταραχών από την κεντρική της τράπεζα είναι πολύ περιορισμένη. Αντίθετα, χώρες που συνιστούν άριστη νομισματική περιοχή και άρα δεν πλήττονται συχνά από σοβαρές ασύμμετρες διαταραχές, βγαίνουν ωφελημένες από τη συμμετοχή τους στην ένωση και τη νομισματική πολιτική που η κεντρική τράπεζα της ένωσης ασκεί.

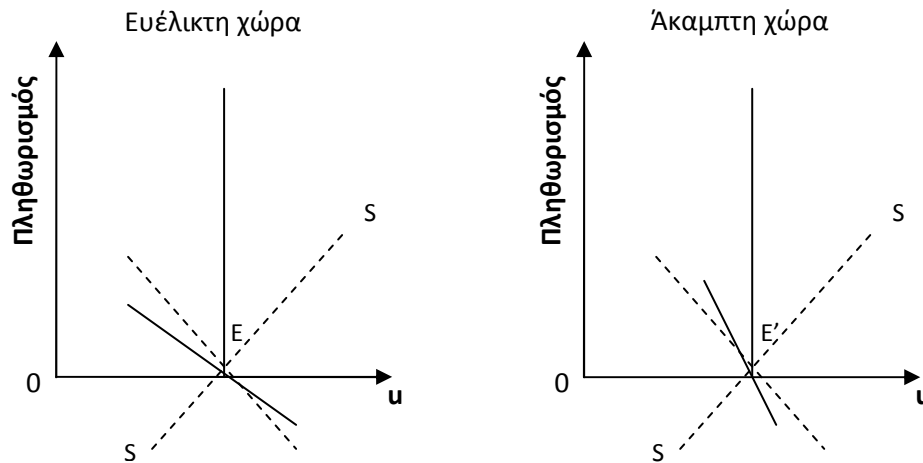
5.2 Ασύμμετρίες στη μετάδοση νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενα κεφάλαια, ίδιες οικονομικές διαταραχές ενδέχεται να επηρεάσουν διαφορετικά τις οικονομίες μιας ΝΕ. Αυτό οφείλεται στα διαφορετικά πολιτιστικά, κοινωνικά και νομικά συστήματα που συντελούν στην ύπαρξη οικονομιών με διαφορετικές δομές και θεσμούς. Στη συνέχεια, θα δείξουμε ότι οι ιδιαιτερότητες των εθνών-κρατών οδηγούν σε διαφορετικούς μηχανισμούς μετάδοσης και τελικά σε διαφορετικά αποτελέσματα νομισματικής πολιτικής που ασκεί η ΕΚΤ.

Θα υποθέσουμε ότι υπάρχουν δύο χώρες που διαφέρουν ως προς το βαθμό ακαμψίας στις αγορές εργασίας. Στα αριστερά του διαγράμματος 5.4 εμφανίζουμε μια «ευέλικτη» χώρα, που χαρακτηρίζεται από μια βραχυχρόνια καμπύλη Phillips με μικρή κλίση. Στα δεξιά βρίσκεται η «άκαμπτη» χώρα, που χαρακτηρίζεται από μια σχετικά κεκλιμένη καμπύλη. Η ΕΚΤ εκτιμά τη βραχυχρόνια καμπύλη Phillips στη ζώνη του ευρώ, που η κλίση της θα είναι ο μέσος όρος των κλίσεων των καμπυλών Phillips των δύο χωρών. Με την ανοδική γραμμή SS, ορίζουμε την άριστη καμπύλη

σταθεροποίησης της ΕΚΤ. Σε περίπτωση διαταραχών, η ισορροπία επιτυγχάνεται στα σημεία E και E'.

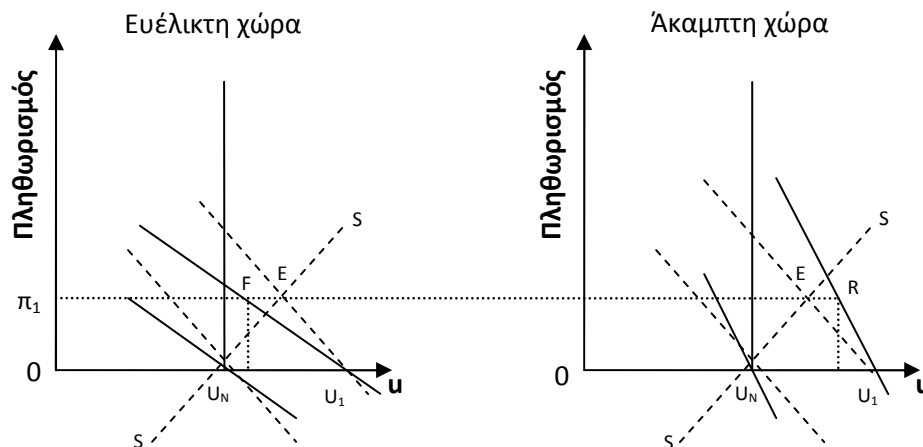
Διάγραμμα 5.4 - Νομισματική πολιτική και ασύμμετρη μετάδοση (1^η περίπτωση)



Πηγή: De Grauwe(2005)

Θα αναλύσουμε, τώρα, την περίπτωση μιας συμμετρικής διαταραχής. Υποθέτουμε ότι λόγω αυτής, οι βραχυχρόνιες καμπύλες Phillips μετατοπίζονται ισόποσα προς τα πάνω και δεξιά. Με δεδομένο ότι πρόκειται για την ίδια διαταραχή, η βραχυχρόνια καμπύλη Phillips της ζώνης ευρώ, μετατοπίζεται προς τα πάνω και δεξιά κατά το ίδιο ποσό.

Διάγραμμα 5.5 - Νομισματική πολιτική και ασύμμετρη μετάδοση (2^η περίπτωση)



Πηγή: De Grauwe(2005)

Από το σημείο E που βρίσκεται πάνω στη καμπύλη Phillips της ζώνης του ευρώ και στη γραμμή άριστης σταθεροποιητικής πορείας SS, ορίζεται το άριστο σημείο του πληθωρισμού (π_1). Το ποσοστό ανεργίας στην ευέλικτη χώρα ορίζεται στο σημείο F, ενώ της άκαμπτης στο σημείο R. Παρατηρούμε ότι η σταθεροποιητική πολιτική της ΕΚΤ είναι περισσότερο αποτελεσματική στην ευέλικτη παρά στην άκαμπτη χώρα. Οι

διαρθρωτικές διαφορές στον τρόπο λειτουργίας των αγορών εργασίας μεταξύ των δύο χωρών, έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία διαφορετικών μηχανισμών μετάδοσης των πολιτικών της ΕΚΤ για κάθε χώρα.

5.3 Η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Η νομική βάση για την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην Ευρωζώνη τέθηκε την 1η Ιουνίου 1998. Η ΕΚΤ και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), που αποτελείται από την ίδια και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών της ΕΕ, ασκούν νομισματική πολιτική με την πραγματοποίηση κύριων και ενδιάμεσων στόχων. Κύριος στόχος, όπως τέθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο τον Ιανουάριο του 1999, είναι η σταθεροποίηση των τιμών. Επιδιώκεται η «μεσοπρόθεσμη» σταθεροποίηση του ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού (ο οποίος υπολογίζεται βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή της ευρωζώνης) σε ποσοστό που δεν υπερβαίνει αλλά πλησιάζει το 2%. Ενδιάμεσος στόχος της, είναι η εκτίμηση της αναγκαίας νομισματικής επέκτασης.

Για την πραγματοποίηση των στόχων της νομισματικής πολιτικής, η ΕΚΤ βασίζεται τη στρατηγική της σε «δύο πυλώνες». Ο πρώτος πυλώνας είναι νομισματικός. Το ΕΣΚΤ ακολουθεί την ίδια διαδικασία με αυτήν την Bundesbank, χρησιμοποιώντας την εξίσωση ζήτησης χρήματος στη μορφή εισοδήματος του Cambridge:

$$\Delta m = \Delta p + \Delta y + \Delta v^3 \quad \{\text{σχέση 5.1}\}$$

Έτσι, εκτιμώντας το ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ, την ταχύτητα κυκλοφορίας του ευρώ και λαμβάνοντας υπόψη τον επιδιωκόμενο ρυθμό πληθωρισμού, εκτιμά ως «σημείο αναφοράς» την αναγκαία αύξηση της προσφοράς χρήματος για κάθε περίοδο. Για τη σχετική μέτρηση της προσφοράς χρήματος επιλέχτηκε το νομισματικό μέγεθος M_3 . Ωστόσο, εκτός από αυτό η ΕΚΤ παρακολουθεί και μια σειρά άλλων οικονομικών δεικτών μέχρι να καθοριστεί η τιμή-στόχος της προσφοράς χρήματος.

Ο δεύτερος πυλώνας στη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, καθορίζεται από μια σειρά οικονομικών μεταβλητών. Το κόστος και οι τιμές των

³ όπου m είναι η προσφορά χρήματος, p το επίπεδο των τιμών, y το πραγματικό ΑΕΠ και v η ταχύτητα του χρήματος.

προϊόντων, η συναλλαγματική ισοτιμία, οι μισθοί, δείκτες της δημοσιονομικής πολιτικής, οι τιμές και οι αποδόσεις των ομολόγων είναι μερικές από τις μεταβλητές που η παρακολούθησή τους βοηθά την ΕΚΤ στην εκτίμηση του προβλεπόμενου πληθωρισμού.

Ταυτόχρονα με τη σταθεροποίηση των τιμών, η ΕΚΤ επιδιώκει την υλοποίηση και άλλων στόχων, αν εκείνοι δεν εμποδίζουν τον κύριο. Σύμφωνα με τη θεωρία του Svensson (1995), η ευέλικτη στόχευση στον πληθωρισμό οδηγεί και σε σταθεροποίηση του συνολικού προϊόντος στο επίπεδο πλήρους απασχόλησης. Ωστόσο, κάτι τέτοιο ισχύει όταν η ασύμμετρη διαταραχή είναι από την πλευρά της ζήτησης, ή -διαφορετικά- όταν οι συνέπειες των διαταραχών δεν συνεπάγονται σχέση ανταλλαγής ανάμεσα στη σταθεροποίηση του επιπέδου τιμών και τη σταθεροποίηση του συνολικού προϊόντος. Συγκεκριμένα, όταν η οικονομία δέχεται τις επιδράσεις μιας αρνητικής διαταραχής της συνολικής προσφοράς, το συνολικό προϊόν μειώνεται ενώ το επίπεδο των τιμών αυξάνεται. Μια κεντρική τράπεζα που στοχεύει στον πληθωρισμό, θα περιορίσει τη συνολική ζήτηση. Έτσι, θα αντιμετωπιστούν οι πληθωριστικές πιέσεις αλλά θα αποσταθεροποιηθεί η παραγωγή και θα μειωθεί το συνολικό προϊόν.

5.4 Νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας: μια κριτική

Ο καθορισμός του στόχου για πληθωρισμό που δεν ξεπερνά το 2%, φαντάζει πολύ χαμηλός για το σύνολο των χωρών της ευρωζώνης, ειδικά όταν αυτός αποτελεί το ανώτατο όριο. Πρόσφατες έρευνες έδειξαν ότι συμβατικά μέτρα του πληθωρισμού όπως ο ρυθμός μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή, υπερεκτιμούν τον πραγματικό ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού κατά 0,5% έως 1,5%. Αυτό, εξηγείται από την αύξηση της ποιότητας των αγαθών και οφείλεται στην τεχνολογική πρόοδο.

Ο καθορισμένος στόχος για τον πληθωρισμό, δημιουργεί επίσης αρνητικές επιδράσεις στην ευκαμψία των πραγματικών μισθών. Το πρόβλημα εμφανίζεται στις περιπτώσεις που μεμονωμένοι κλάδοι ή επιχειρήσεις πλήττονται από κάποια διαταραχή και οι συνέπειές της αντιμετωπίζονται μόνο με μείωση των ονομαστικών μισθών. Όταν ο πληθωρισμός κινείται σε μηδενικά επίπεδα, η μείωση των μισθών επιτυγχάνεται μόνο με περικοπές στους ονομαστικούς μισθούς. Ο μηδενικός πληθωρισμός θα συμβεί αναπόφευκτα σε πολλές χώρες, προκειμένου να διατηρηθεί ο ρυθμός πληθωρισμού

της ευρωζώνης (μέσος όρος των εθνικών ρυθμών πληθωρισμού των χωρών/μελών) στο 2%. Όταν όμως ο πληθωρισμός είναι μεγαλύτερος, αρκεί μια αύξηση των ονομαστικών μισθών σε επίπεδα χαμηλότερα από το ρυθμό πληθωρισμού. Συνεπώς, σε ένα περιβάλλον μηδενικού ή πολύ χαμηλού πληθωρισμού, η ακαμψία των πραγματικών μισθών παρεμποδίζει την προσαρμογή του κόστους μετά από μια ασύμμετρη διαταραχή.

Τα παραπάνω στοιχεία, μας οδηγούν στη διαπίστωση ότι το 2% είναι πολύ χαμηλός στόχος για την πληθωρισμό της ευρωζώνης. Ο ρυθμός πληθωρισμού, θα μπορούσε να φτάσει στο 2,5% με 3,5% εάν η ΕΚΤ συνεκτιμούσε όλες τις παραμέτρους. Μάλιστα, κάτι τέτοιο θα αύξανε την αξιοπιστία της, αφού από την έναρξη της λειτουργίας του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (1^η Ιανουαρίου 1999) μέχρι το τέλος του 2008, ο ρυθμός πληθωρισμού συνήθως υπερέβαινε τον προβλεπόμενο όριο.

Για τον προσδιορισμό των επιτοκίων από την ΕΚΤ, χρήσιμος θα ήταν ο προσανατολισμός στον κανόνα του Taylor. Ο τελευταίος, θα μπορούσε να ταξινομηθεί ανάμεσα στους κανόνες νομισματικής πολιτικής που υπαγορεύουν μια συγκεκριμένη τιμή για το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο. Πιο συγκεκριμένα, όταν ο πληθωρισμός υπερβαίνει τον στόχο που έχει τεθεί για αυτόν ή όταν η παραγωγή υπερβαίνει το δυνητικό της επίπεδο ασκώντας πληθωριστικές πιέσεις, οι υποδείξεις που προκύπτουν από τον κανόνα του Taylor είναι μια συσταλτική νομισματική πολιτική υψηλών επιτοκίων. Αντίστοιχα, όταν ο πληθωρισμός κυμαίνεται σε επίπεδα χαμηλότερα του στόχου που έχει τεθεί ή όταν η παραγωγή δεν προσεγγίζει τα επίπεδα της δυνητικής παραγωγής, σύμφωνα με τον κανόνα, υποδεικνύεται μια επεκτατική νομισματική πολιτική χαμηλών επιτοκίων.

Ο κανόνας του Taylor προέκυψε από την εμπειρική μελέτη της πραγματικής νομισματικής πολιτικής της αμερικανικής κεντρικής τράπεζας, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1987 - 1992. Η συνεισφορά του κανόνα Taylor στην μακροοικονομική ανάλυση της νομισματικής πολιτικής, είναι ότι διευρύνει την έννοια ενός νομισματικού κανόνα και επιτρέπει την εισαγωγή ζητημάτων που θα αποκλείονταν σε άλλες περιπτώσεις κάτω από τη στενή έννοια του κανόνα. Αναγνωρίζοντας τη διεύρυνση αυτή, υπογραμμίζει ότι η έκφραση “κανόνων νομισματικής πολιτικής”, θα ήταν ορθότερο να διατυπώνεται ως “συστημική πολιτική” ή “σύστημα πολιτικής”, εφόσον ο όρος συστηματικός ορίζεται ως μεθοδικός και μη τυχαίος σχεδιασμός που

εμπεριέχει τις απαραίτητες ιδιότητες ενός νομισματικού κανόνα χωρίς να τον ταυτίζει με την μαθηματική αυστηρότητα των αλγεβρικών παραστάσεων.

Τέλος, σημαντικός παράγοντας στην εκτίμηση της προσφοράς χρήματος είναι οι εξελίξεις στις αγορές των χρηματοοικονομικών στοιχείων. Πολλές ενδείξεις μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα συμβάλλουν στη λανθασμένη εκτίμηση του προβλεπόμενου πληθωρισμού, όσο η στρατηγική μιας κεντρικής τράπεζας χρησιμοποιεί σαν ενδιάμεσο στόχο την εκτίμηση της προσφοράς χρήματος. Χαρακτηριστικότερο παράδειγμα είναι η περίπτωση των ΗΠΑ. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και ενώ η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα είχε κατορθώσει να σταθεροποιήσει το ρυθμό πληθωρισμού, η αγορά μετοχών υπέφερε από αναταράξεις που προκάλεσαν σοβαρή μακροοικονομική αστάθεια στην οικονομία της. Συνεπώς για την αποφυγή οικονομικών διαταραχών και κερδοσκοπικών κρίσεων η ΕΚΤ πέρα από τη στόχευση στον πληθωρισμό, οφείλει να παρακολουθεί και να προασπίζει τα συμφέροντά της στις χρηματοοικονομικές αγορές.

5.5 Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής

Τα εργαλεία που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ για να επιτύχει τους στόχους της νομισματικής πολιτικής, είναι: i) οι πράξεις ανοιχτής αγοράς, ii) οι οριακές πιστωτικές διευκολύνσεις και διευκολύνσεις καταθέσεων και iii) το ελάχιστο όριο υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων. Αναλυτικότερα, στο παράρτημα παρατίθενται οι πράξεις και τα λειτουργικά χαρακτηριστικά των, που αποσκοπούν στον καθορισμό των επιτοκίων και τον έλεγχο ρευστότητας χρήματος στην αγορά.

- i. Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς, αποτελούν το σημαντικότερο εργαλείο άσκησης νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ. Πρόκειται για αγοροπωλησίες κρατικών χρεογράφων που σκοπεύουν στην αύξηση ή στη μείωση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Κατά τη διενέργεια πράξεων ανοιχτής αγοράς, το ΕΣΚΤ είτε προχωρά σε απευθείας αγορά ή πώληση χρεογράφων, είτε πραγματοποιεί «κύριες παρεμβάσεις αναχρηματοδότησης» με σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο. Μέσω των τελευταίων έχει τη δυνατότητα να επηρεάζει και τα επιτόκια της αγοράς αφού πρόκειται για μια διαδικασία συναλλαγών βάσει προσφορών, που ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καλούνται να υποβάλλουν.

- ii. Οι οριακές πιστωτικές διευκολύνσεις και οι διευκολύνσεις καταθέσεων, είναι ένα πρόσθετο εργαλείο της ΕΚΤ με το οποίο καθορίζεται η ρευστότητα στην αγορά χρήματος με πιο άμεσο τρόπο. Μέσω των πάγιων πιστώσεων, εμπορικές τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να δανειστούν απεριόριστα ποσά - υπό την προϋπόθεση παροχής επαρκών εγγυήσεων- με επιτόκιο που λειτουργεί ως ανώτατο για αυτή τη μορφή συναλλαγών. Αντίστροφα μέσω των καταθετικών διευκολύνσεων, εμπορικές τράπεζες μπορούν να κάνουν καταθέσεις πολύ μικρής διάρκειας. Το επιτόκιο καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ και είναι συνήθως μια ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερο από το επιτόκιο που χρησιμοποιείται στις πάγιες πιστώσεις.
- iii. Το ελάχιστο όριο υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων, είναι το εργαλείο της ΕΚΤ που χρησιμοποιείται λιγότερο και αποσκοπεί στην εξομάλυνση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Με την αύξηση του ελαχίστου ορίου διαθεσίμων, αυξάνεται η έλλειψη ρευστότητας και περιορίζεται η προσφορά χρήματος. Αντίθετα, με τη μείωση του, αυξάνεται η ρευστότητα και η προσφορά χρήματος. Οι εμπορικές τράπεζες αντιτάχθηκαν στη χρήση του συγκεκριμένου εργαλείου, καθώς έκριναν ότι θα αποτελούσε συγκριτικό μειονέκτημα έναντι άλλων (π.χ. βρετανικών) τραπεζών. Για το λόγο αυτό, η ΕΚΤ έχει θεσπίσει σχετικό σύστημα ανταμοιβής τους.

6. Δημοσιονομικές πολιτικές σε νομισματικές ενώσεις

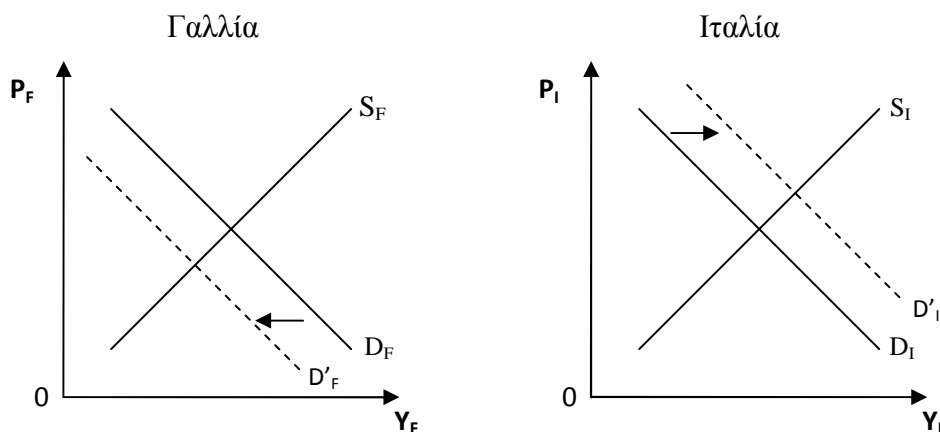
Όταν οι χώρες εντάσσονται σε ΝΕ χάνουν ένα σημαντικό εργαλείο άσκησης νομισματικής πολιτικής: τη συναλλαγματική ισοτιμία. Έτσι, το εργαλείο της δημοσιονομικής πολιτικής είναι το μόνο που απομένει, ώστε να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες μια αρνητικής διαταραχής στην οικονομία τους. Η παραδοσιακή ΘΑΝΠ εξετάζει ποικιλοτρόπως την εφαρμογή εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών σε μια ΝΕ. Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε το ρόλο, την αξιοπιστία της σε εθνικό επίπεδο αλλά και τον τρόπο άσκησης αποτελεσματικής δημοσιονομικής πολιτικής σε χώρες-μέλη νομισματικών ενώσεων.

6.1 Δημοσιονομικές πολιτικές στη θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών

Για να κατανοήσουμε καλύτερα τα συμπεράσματα της ΘΑΝΠ που αφορούν στην υλοποίηση των δημοσιονομικών πολιτικών, θα χρησιμοποιήσουμε το παράδειγμα της ασύμμετρης διαταραχής του 1^{ου} κεφαλαίου.

Υποθέτουμε, ξανά, ότι η οικονομία της Γαλλίας δέχεται τις αρνητικές επιδράσεις μιας διαταραχής της ζήτησης, που οφείλεται στη μεταβολή των προτιμήσεων των καταναλωτών προς τα ιταλικά προϊόντα.

Διάγραμμα 6.1- Ασύμμετρη διαταραχή στη Γαλλία και την Ιταλία



Πηγή: De Grauwe(2005)

Αρχικά, θα υποθέσουμε ότι οι δύο χώρες είναι μέλη μιας νομισματικής ένωσης και έχουν αναθέσει ένα τμήμα του προϋπολογισμού τους στην κεντρική ευρωπαϊκή εξουσία. Πιο συγκεκριμένα, θα υποθέσουμε ότι το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης

οργανώνεται σε ευρωπαϊκό επίπεδο και ότι η φορολογία εισοδήματος επιβάλλεται από την ευρωπαϊκή κεντρική κυβέρνηση.

Με τα παραπάνω δεδομένα, ο κεντρικός ευρωπαϊκός προϋπολογισμός βοηθά στην αντιμετώπιση της διαταραχής. Η ευρωπαϊκή κυβέρνηση εισπράττει λιγότερους φόρους εισοδήματος και λιγότερες εισφορές κοινωνικής ασφάλισης από τη Γαλλία, της οποίας το προϊόν μειώνεται. Επίσης, λόγω της αύξησης της ανεργίας αυξάνονται και τα επιδόματα ανεργίας που η ευρωπαϊκή κυβέρνηση καταβάλλει. Τα ακριβώς αντίθετα συμβαίνουν στην Ιταλία. Οι φόροι εισοδήματος και κοινωνικής ασφάλισης που η ευρωπαϊκή κυβέρνηση εισπράττει αυξάνονται, ενώ τα επιδόματα ανεργίας που πρέπει να της καταβάλλει μειώνονται. Εάν ο κεντρικός ευρωπαϊκός προϋπολογισμός μεταφέρει αυτόματα εισόδημα από την Ιταλία στη Γαλλία, δίνει τη δυνατότητα στην τελευταία να μετριάσει τις κοινωνικές συνέπειες της μείωσης της ζήτησης.

Τι θα συμβεί, εάν οι δύο χώρες συμμετείχαν σε ΝΕ χωρίς να υπάρχει κεντρική οργάνωση του κρατικού τους προϋπολογισμού; Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, τα φορολογικά έσοδα της Γαλλίας μειώνονται ενώ τα επιδόματα ανεργίας που καταβάλλει στην ευρωπαϊκή κυβέρνηση αυξάνονται. Εύκολα μπορεί κανείς να αντιληφθεί πως οι αρνητικές επιδράσεις της διαταραχής θα οδηγήσουν σε αύξηση του ελλείμματος του προϋπολογισμού της γαλλικής κυβέρνησης. Τα ποσά που δανείζεται θα αυξάνονται, με συνέπεια το εξωτερικό της χρέος να μεγαθύνεται συνεχώς. Οι μελλοντικές γενιές των Γάλλων πολιτών θα κληθούν να πληρώσουν για την κακή οικονομική συγκυρία του παρόντος. Από την άλλη, ο προϋπολογισμός της γερμανικής κυβέρνησης θα γνωρίσει αυξανόμενα πλεονάσματα (ή μειούμενα ελλείμματα). Η γερμανική οικονομία θα είναι σε θέση να δανείσει στη Γαλλία την απαραίτητη οικονομική ενίσχυση, με την προϋπόθεση ότι μελλοντικά θα επιστραφεί.

Από τη ΘΑΝΠ, προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα: i) Για την αποφυγή δραματικών μεταβολών στις επιμέρους εθνικές παραγωγές στο εισόδημα και την απασχόληση, είναι επιθυμητή η κεντρική υπερεθνική οργάνωση των προϋπολογισμών των χωρών-μελών μιας ΝΕ. Με τη συγκεντροποίηση, τουλάχιστον, της κοινωνικής ασφάλισης και της φορολογίας εισοδήματος, θα είναι δυνατή η αναδιανομή του προς τις χώρες-μέλη που αντιμετωπίζουν υποχώρηση της ζήτησης. ii) Αν αυτό δεν είναι δυνατό, οι εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές πρέπει να χρησιμοποιηθούν με ευέλικτο τρόπο. Στις χώρες που αντιμετωπίζουν τις αρνητικές διαταραχές της ζήτησης, θα πρέπει να

επιτρέπεται να δημιουργούν κρατικά ελλείμματα μέσω των ενσωματωμένων (ή αυτόματων) δημοσιονομικών σταθεροποιητών (μείωση δημοσίων εσόδων, αύξηση κοινωνικών δαπανών). Στη συνέχεια του κεφαλαίου, θα δούμε κατά πόσο αυτό είναι εφικτό.

6.2 Η διατήρηση των ελλειμμάτων στους αποκεντρωμένους εθνικούς προϋπολογισμούς

Το βασικότερο πρόβλημα στην ευέλικτη χρήση της δημοσιονομικής πολιτικής από τις χώρες-μέλη μιας ΝΕ, αφορά στη διατήρηση των ελλειμμάτων του κρατικού προϋπολογισμού. Εμπειρικά παραδείγματα, δείχνουν ότι χώρες που δημιούργησαν ελλείμματα στους κρατικούς προϋπολογισμούς τους, είδαν το δημόσιο χρέος τους να διογκώνεται. Αυτό είχε ως συνέπεια να αντιμετωπίσουν μεγαλύτερες οικονομικές διαταραχές στην προσπάθειά τους να το εξυπηρετήσουν.

Όταν το επιτόκιο δανεισμού μιας χώρας ξεπερνά το ρυθμό μεγέθυνσης της, δημιουργείται ένα διαρκώς αυξανόμενο κρατικό χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ. Αυτό αναλύεται ξεκινώντας από τον ορισμό του περιορισμού του κρατικού προϋπολογισμού, ως εξής:

$$G - T + rB = dB/dt + dM/dt \quad \text{\{σχέση 6.1\}}$$

Το αριστερό μέρος της σχέσης είναι το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού και αποτελείται από το ύψος των κρατικών δαπανών (G) και την καταβολή των τόκων για το δημόσιο χρέος (rB) αφαιρώντας τα φορολογικά έσοδα (T). Το δεξιό μέρος της σχέσης είναι η πλευρά της χρηματοδότησης που γίνεται είτε από την έκδοση χρέους (dB/dt), είτε από την έκδοση χρήματος υψηλής ισχύος (dM/dt). Εάν συμβολίσουμε το ρυθμό μεταβολής πάνω από μια μεταβλητή με μια κουκίδα (dB/dt = B και dM/dt = M), ο περιορισμός του κρατικού προϋπολογισμού μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$\dot{b} = (g - t) + (r - x)b - \dot{m} \quad \text{\{σχέση 6.2\}}$$

Όπου $g = G/Y$, $t = T/Y$, $x = \dot{Y}/Y$ και $\dot{m} = \dot{M}/Y$.

Από τη σχέση 6.2, βλέπουμε κάτω από ποιες συνθήκες ο λόγος χρέους προς το ΑΕΠ θα σταθεροποιηθεί σε μια τιμή. Αν θέσουμε για $\dot{b}=0$, παρατηρούμε ότι: θα πρέπει είτε το επιτόκιο δανεισμού να είναι μικρότερο του εθνικού ρυθμού μεγέθυνσης ($r < x$), είτε,

αν δε γίνεται αυτό, να δημιουργείται πρωτογενές πλεόνασμα ($t > g$). Διαφορετικά, για να διατηρηθεί ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ θα πρέπει η δημιουργία χρήματος να είναι αρκετά υψηλή. Η χρήση, όμως, της τελευταίας λύσης μπορεί να οδηγήσει σε φαινόμενα υπερπληθωρισμού, ενώ και η δυναμική της αλλάζει στα πλαίσια μιας ένωσης. Όταν μια χώρα ενταχθεί σε ΝΕ αντιμετωπίζει αυστηρότερους περιορισμούς στον προϋπολογισμό, αφού μειώνεται η ικανότητά της να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματά της με έκδοση νέου χρήματος.

Πως θα μπορούσε να λυθεί το πρόβλημα της διατήρησης των ελλειμμάτων του κρατικού προϋπολογισμού; Στην ΕΝΕ μετά τη υπογραφή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, οι χώρες επιδιώκουν δημοσιονομικές πολιτικές που στοχεύουν σε πρωτογενή πλεονάσματα ή, τουλάχιστον, σε ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς όταν ο ρυθμός μεγέθυνσης είναι μικρότερος του επιτοκίου δανεισμού ($r > x$). Ωστόσο, η επιβολή κανονισμών για την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής είναι ένα σύνθετο ζήτημα. Στη συνέχεια, θα δούμε εάν και μέχρι ποιο βαθμό δύναται να οργανωθούν οι εθνικοί προϋπολογισμοί των χωρών-μελών της ΕΝΕ σε κεντρικό ευρωπαϊκό επίπεδο, ώστε η δημοσιονομική πολιτική να αποτελεί ένα ευέλικτο εργαλείο στα χέρια των κυβερνήσεων.

6.3 Εφαρμογή κανονισμών για τα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού και δημοσιονομική πειθαρχία εντός νομισματικής ένωσης

Οι απόψεις που εκφράζονται για την εφαρμογή κανονισμών στην άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής στηρίζονται σε δύο βασικούς άξονες. Από τη μία, σύμφωνα με τη ΘΑΝΠ, οι εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές πρέπει να διατηρήσουν ένα σημαντικό βαθμό ευελιξίας και αυτονομίας. Από την άλλη στη Συνθήκη του Μάαστριχτ και το ΣΣΑ, εκφράστηκε η άποψη ότι η δημοσιονομική πολιτική στη μελλοντική ΝΕ θα πρέπει να πειθαρχεί στη βάση σαφών κανονισμών, σχετικά με το μέγεθος των εθνικών ελλειμμάτων προϋπολογισμού. Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε τα επιχειρήματα αυτών των απόψεων, λαμβάνοντας υπόψη τη μεταβολή στη δημοσιονομική πειθαρχία που προκύπτει από την ένταξη μιας χώρας σε ΝΕ.

Ορισμένοι οικονομολόγοι, θεωρούν ότι ένα συνεχώς αυξανόμενο δημόσιο χρέος θα δημιουργήσει αρνητικές επιπτώσεις στις υπόλοιπες χώρες της ένωσης. Όταν ο λόγος χρέους προς το ΑΕΠ μιας χώρας αυξάνεται συνεχώς, θα πρέπει να δανείζεται όλο και

πιο συχνά από τις κεφαλαιαγορές της ένωσης με επιτόκιο που θα ενσωματώνει τον κίνδυνο εξυπηρέτησης του χρέους της. Η αύξηση αυτή στο επιτόκιο, θα επηρεάσει αφενός τα επιτόκια που δανείζονται οι υπόλοιπες χώρες και αφετέρου θα δημιουργήσει προβλήματα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ. Έτσι, σύμφωνα με την άποψη αυτή, ένας μηχανισμός ελέγχου για τη μη διατηρήσιμη δημοσιονομική πολιτική μιας χώρας-μέλους θα λειτουργούσε προς όφελος της ΝΕ.

Ωστόσο, αν οι ιδιωτικές κεφαλαιαγορές λειτουργούν αποτελεσματικά δε θα υπάρχουν εξωτερικές οικονομικές επιπτώσεις από επεκτατικές εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές. Στην ΕΝΕ δεν υπάρχει ενιαίο επιτόκιο και οι αγορές τιμολογούν ανεξάρτητα κάθε κρατικό χρεόγραφο ανάλογα με την αμοιβή κινδύνου που ενσωματώνει. Μάλιστα, στη Συνθήκη του Μάαστριχτ υπεγράφη ειδική ρήτρα «περί μη διάσωσης μέσω παροχής οικονομικής βοήθειας» χώρας-μέλους που αδυνατεί να εξυπηρετήσει το χρέος της, ώστε οι αγορές να τιμολογούν σωστά κάθε κρατικό χρεόγραφο.

Εντούτοις, μια τέτοια ρήτρα είναι απίθανο να εφαρμοστεί στην πράξη. Στην περίπτωση ΝΕ, προκύπτει ένα πρόβλημα «ηθικού κινδύνου» που βασίζεται στην αναξιοπιστία αυτής της εγγύησης. Όταν μια χώρα αντιμετωπίσει το πρόβλημα της χρεοκοπίας θα συμφέρι τα μέλη της ένωσης να σπεύσουν σε οικονομική βοήθεια. Αυτό, διότι χρηματοοικονομικά ιδρύματα άλλων χωρών, μπορεί να έχουν στην κατοχή τους χαρτιά της υπό πτώχευση οικονομίας. Για να αποφευχθεί μια κρίση που θα ξεκινήσει από τη χρεοκοπία μιας χώρας-μέλους και θα διαχυθεί σε ολόκληρο το οικονομικό σύστημα, θεωρείται δεδομένο πως όταν παρουσιαστεί πραγματικά αδυναμία εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους κάποιας χώρας-μέλους, θα επιχειρηθεί η διάσωσή της.

Επιπλέον, με την ένταξη μιας χώρας σε ΝΕ ο κίνδυνος μελλοντικής υποτίμησης του νομίσματος περιορίζεται στο ελάχιστο. Τα νέα χρεόγραφα που εκδίδει σε «κοινό» νόμισμα “δανείζονται” από την αξιοπιστία της ένωσης, με αποτέλεσμα το επιτόκιο να κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα. Επομένως, οι ΝΕ λειτουργούν ως κίνητρο για υπερβολικά ελλείμματα προϋπολογισμών των χωρών-μελών τους. Όσο αυξάνονται αυτά τα κίνητρα, τόσο πιο επιθυμητή γίνεται η επιβολή κανόνων για τον περιορισμό τους.

Κατά συνέπεια, θεωρητικά αλλά και εμπειρικά, η κεντρική οργάνωση του ευρωπαϊκού προϋπολογισμού θα λειτουργούσε προς όφελος της ένωσης. Με αυτόν τον τρόπο θα ασκηθεί καλύτερος δημοσιονομικός έλεγχος κάθε χώρας-μέλους, ενώ οι μεταβιβαστικές πληρωμές θα περατωθούν από υπερεθνικό όργανο. Οι τελευταίες θα πρέπει να χρησιμοποιούνται μόνιμα για την αντιμετώπιση ασύμμετρων διαταραχών και αντίθετα. Και αυτό, διότι στην ΕΝΕ όπου δεν υπάρχει κοινό αίσθημα εθνικής ταυτότητας, οι περιφερειακές μεταβιβάσεις θα δημιουργήσουν εντάσεις ανάμεσα στις εθνικές κυβερνήσεις, με κίνδυνο την ίδια την ενότητα της ΕΕ.

6.4 Ανάλυση και αξιολόγηση Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ)

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 17 Ιουνίου 1997 προχώρησε στο ψήφισμα του ΣΣΑ, το οποίο είχε ως μεσοπρόθεσμο στόχο μια σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική κατάσταση των κρατών-μελών της ένωσης. Οι αρχηγοί των κρατών συμφώνησαν να εφαρμοστεί κατά την έναρξη της λειτουργίας της ΕΝΕ, μετά από επίμονες πιέσεις της Γερμανίας.

Οι βασικοί κανόνες του ΣΣΑ είναι οι εξής: i) Οι χώρες-μέλη της ένωσης, θα πρέπει να στοχεύουν σε ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς στη μεσοπρόθεσμη περίοδο κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. ii) Οι χώρες-μέλη που παρουσιάζουν έλλειμμα μεγαλύτερο του 3%, θα πληρώνουν πρόστιμο. iii) Απαλλαγή προστίμου έχουν τη δυνατότητα να επικαλεστούν χώρες-μέλη της ένωσης που αντιμετωπίζουν αντίξοες συνθήκες, όπως φυσικές καταστροφές ή μείωση του ΑΕΠ τους μεγαλύτερη του 2%. Αν η ετήσια ποσοστιαία μείωση του ΑΕΠ μιας χώρας-μέλους είναι μεταξύ 0,75% - 2%, μπορεί να επικαλεστεί τις ειδικές οικονομικές συνθήκες και στη συνέχεια το Συμβούλιο Υπουργών αποφασίζει για την επιβολή του προστίμου. Τέλος, αν η ετήσια ποσοστιαία μείωση του ΑΕΠ είναι μικρότερη του 0,75%, οι οικονομικές αρχές της δεν μπορούν να επικαλεστούν την ύπαρξη ειδικών συνθηκών.

Παρατηρώντας κανείς τους κανονισμούς του ΣΣΑ, αντιλαμβάνεται το δογματικό και συντηρητικό χαρακτήρα των υπερεθνικών οργάνων της ΕΝΕ. Μπορεί, θεωρητικά, η πρόθεση για την αντιμετώπιση των μη διατηρήσιμων δημοσίων χρεών από τις χώρες-μέλη να είναι σωστή, ωστόσο η επιβολή κυρώσεων στους αυστηρούς κανόνες του ΣΣΑ δεν είναι μια καλή ιδέα. Συγκεκριμένα, η υποχρέωση των χωρών για περιορισμό των ελλειμμάτων στους προϋπολογισμούς τους κατά 3% του ΑΕΠ είναι παντελώς

αυθαίρετη, αφού δε συμψηφίζει ούτε το υπάρχον μέγεθος του δημόσιου χρέους ούτε τις ιδιαίτερες οικονομικές συνθήκες για κάθε χώρα-μέλος της ένωσης. Ο περιορισμός του 3% για το έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ, δεν επιτρέπει στις κυβερνήσεις (που δεν έχουν μεγάλο χρέος) να πραγματοποιούν μακροπρόθεσμες επενδύσεις με σκοπό τη μεγέθυνση στο απώτερο μέλλον. Συνεπώς, για αυτές, το ΣΣΑ αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα ανάπτυξης. Ταυτόχρονα, το ΣΣΑ όχι μόνο εμποδίζει τις χώρες που πλήττονται από μια ύφεση να μετριάσουν τα προβλήματά τους αλλά επιβάλλει πρόστιμα την ώρα που αγωνίζονται να αντιμετωπίσουν τα οικονομικά τους προβλήματα. Αυτό, δεδομένα, δεν προαγάγει τον ενθουσιασμό για την ευρωπαϊκή ενοποίηση.

Τελικώς, το ΣΣΑ φαίνεται πως προέκυψε περισσότερο από το φόβο των μη διατηρήσιμων χρεών, παρά από την ανάγκη για ευελιξία των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών. Για αυτό και κατά την εφαρμογή του έγιναν παρατυπίες, που καταδεικνύουν τη δυσκολία επιβολής κανόνων δημοσιονομικής πολιτικής σε νομισματικές ενώσεις. Το φαινόμενο παρατηρήθηκε αρχικά το 1986, όταν στις ΗΠΑ εγκρίθηκε νομοσχέδιο που καθόριζε στόχους για το έλλειμμα προϋπολογισμού της ομοσπονδιακής αμερικανικής κυβέρνησης. Τότε, οι Πολιτείες κατέφυγαν στην τεχνική της «δημιουργικής λογιστικής». Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την παραποίηση των πραγματικών στοιχείων του προϋπολογισμού. Κάτι αντίστοιχο συνέβη και στην Ευρώπη με τους κανόνες του ΣΣΑ. Κυβερνήσεις, όπως και η Ελληνική, «υποχρεώθηκαν» να καταφύγουν στην τεχνική της «δημιουργικής λογιστικής» ή και σε καθαρές παραποιήσεις αναφερόμενων στοιχείων, ώστε τα ελλείμματα στους προϋπολογισμούς να εμφανίζονται μικρότερα ή κοντά στο 3%. Για το λόγο αυτό κατά τη διετία 2004-05, Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποδέχτηκαν προτάσεις που διεύρυναν τους αρχικούς όρους του Συμφώνου, δίνοντας μεγαλύτερη έμφαση στο επίπεδο του δημόσιου χρέους κατά την αξιολόγηση της δημοσιονομικής κατάστασης των χωρών-μελών. Με το νέο ΣΣΑ, το όριο του 3% για τα ελλείμματα των εθνικών προϋπολογισμών εφαρμόζεται με μεγαλύτερη ελαστικότητα.

8. Συμπεράσματα

Η λειτουργία και η βιωσιμότητα μιας νομισματικής ένωσης αποτελούν αλληλοεξαρτώμενα τμήματα της οικονομικής θεωρίας και της καθημερινότητας των Ευρωπαίων πολιτών. Μέσω της ανάλυσης που προηγήθηκε, μας δίνεται η δυνατότητα να εξετάσουμε πτυχές της οικονομικής θεωρίας καθώς και πρόσφατα ζητήματα που αφορούν την ΟΝΕ και την Ελλάδα.

Στην παραδοσιακή ΘΑΝΠ, σημαντική βαρύτητα δίδεται στον παράγοντα κόστους μιας χώρας που εντάσσεται σε ΝΕ. Η απώλεια συναλλαγματικής πολιτικής, τα κριτήρια ευέλικτων μισθών και παραγωγικών συντελεστών, η έλλειψη κοινοτικού προϋπολογισμού και οι δομικές διαφορές των επιμέρους οικονομιών συνθέτουν μια, μάλλον, απαισιόδοξη άποψη για τη νομισματική ολοκλήρωση στην Ευρωζώνη. Επιπλέον, το εγχείρημα της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης ήταν και παραμένει μια πολύπλευρη και σύνθετη διαδικασία. Η άριστη ενοποίηση των μελών της Ευρωζώνης περικλείει ως υποσύνολα πολλές ολοκληρώσεις/ενοποιήσεις. Μαζί με τη νομισματική εξίσου σημαντικές είναι η πολιτική, η κοινωνική, η πολιτισμική, ως και η ενοποίηση σε ζητήματα δικαιοσύνης και εσωτερικών υποθέσεων. Διαχρονικά η ΟΝΕ μέσα από εσωτερικές κρίσεις, αντιπαλότητες και αδυναμίες εισχωρεί σε αυτό το πλαίσιο των πολλαπλών ολοκληρώσεων.

Η κριτική προσέγγιση της ΘΑΝΠ, συνέβαλε στη διαφοροποίηση από τις απόψεις των Mundell και McKinnon δημιουργώντας την τάση που επικράτησε στην Ευρώπη τις δεκαετίες '80 και '90. Τα οφέλη ΝΕ φάνηκε πως αρκούσαν ώστε να εκκινήσει η διαδικασία οικονομικής και νομισματικής ολοκλήρωσης από το 1990. Βεβαίως, η ΟΝΕ ως μορφή περιφερειακής ολοκλήρωσης δημιουργεί ευκαιρίες ανάπτυξης αφού προσδιορίζει την ενσωμάτωση κάθε ευρωπαϊκής οικονομίας στο παγκόσμιο πλέγμα οικονομικών σχέσεων. Όμως, οι συνέπειες της ένταξης μιας χώρας σε αυτήν εξαρτώνται από τις οικονομικές δομές, τη θεσμική τους συγκρότηση και τη δυνατότητα της να αξιοποιήσει τις νέες ευκαιρίες που δημιουργεί η ενιαία αγορά. Οι παράγοντες αυτοί θα καθορίσουν σε μεγάλο βαθμό τα αποτελέσματα και την αποτελεσματικότητα της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής που τελικά θα αποκομίσει κάθε εθνική οικονομία από τη συμμετοχή της.

Η Ελλάδα ως περιφέρεια της Ευρωζώνης παρουσιάζει τις δικές της ιδιομορφίες. Οι συνέπειες ένταξης της στην ΟΝΕ, ξεκίνησαν από τα μέσα της δεκαετίας του '90. Η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στη συνέχεια η συμμετοχή της χώρας στη ζώνη του ευρώ οδήγησαν σε μεγάλη μείωση του κόστους δανεισμού, σε ταχεία επέκταση των πιστώσεων και τελικά σε άνοδο των επενδύσεων και της κατανάλωσης. Ωστόσο, η μακροοικονομική πολιτική που ακολούθησε κατά το διάστημα αυτό, έθεσε υπερβολικό βάρος στην σταθεροποίηση της οικονομίας με νομισματικά μέσα, χωρίς να προωθήσει τη δημοσιονομική προσαρμογή και τις διαρθρωτικές αλλαγές. Το μείγμα μακροοικονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκε κατάφερε μεν να επιτύχει θετικά αποτελέσματα στον τομέα της ονομαστικής σύγκλισης και της ανάπτυξης, αλλά δημιούργησε σοβαρές παρενέργειες στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, ανάμεσα στις οποίες ήταν και η σημαντική μείωση της Ελληνικής ανταγωνιστικότητας. Η πολιτική χαμηλών επιτοκίων δανεισμού της ΕΚΤ στο διάστημα 2002-2007, οδήγησε την ήδη υψηλά αναπτυσσόμενη Ελληνική οικονομία σε υπερθέρμανση, με άμεσες συνέπειες στους ρυθμούς πληθωρισμού. Στα τέλη της δεκαετίας, τα διαρθρωτικά προβλήματα και τα δημοσιονομικά δεδομένα της χώρας μας είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία μηχανισμού στήριξης, με σύμπραξη της ΟΝΕ και του ΔΝΤ. Η εμπλοκή του τελευταίου και οι “εγγυήσεις” που ως φορέας επετράπη να παρέχει στην Ελληνική οικονομία, καταδεικνύουν την κατ’ αρχήν αδυναμία της ίδιας της ένωσης να προστατέψει τα μέλη της. Οι παραπάνω εξελίξεις, φανέρωσαν αδυναμίες της ένωσης σε θέματα όπως η αποτελεσματικότητα ενιαίας νομισματικής πολιτικής και η εποπτεία των χρηματαγορών.

Ταυτόχρονα με την σταθεροποίηση της οικονομίας, η ΟΝΕ καλείται να αντιμετωπίσει το έλλειμμα των ενοποιήσεων που ακόμη δεν έχουν επιτευχθεί σε καίριους τομείς, πέραν της οικονομίας. Από την ανάλυση της ΘΑΝΠ, γνωρίζαμε ότι η συμμετοχή χώρας σε ΝΕ συνεπάγεται και την απώλεια στην κυριαρχία άσκησης νομισματικής πολιτικής. Μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, μπορούμε να πούμε ότι η ένταξη σε ΝΕ, εκ των πραγμάτων συνεπάγεται κάποια απώλεια στην ανεξαρτησία της πολιτικής γενικότερα, εκτός της νομισματικής. Για τη δημιουργία μιας ζώνης νομισματικής σταθερότητας στον Ευρωπαϊκό χώρο, σκόπιμη είναι η επανεξέταση των στόχων της και η στόχευση στην οικονομική θεωρία βάση της οποίας το εγχείρημα ολοκλήρωσης πραγματοποιείται.

Παράρτημα

Chapter 3:

OPEN MARKET OPERATIONS

Open market operations play an important role in the Eurosystem's monetary policy. They are used for steering interest rates, managing the liquidity situation in the market and signalling the stance of monetary policy. With regard to their aims, regularity and procedures, Eurosystem open market operations can be divided into four categories: main refinancing operations, longer-term refinancing operations, fine-tuning operations and structural operations. As for the instruments used, reverse transactions are the main open market instrument of the Eurosystem and can be employed in all four categories of operations, whereas ECB debt certificates may be used for structural absorption operations. Structural operations may also be conducted by means of outright transactions i.e. purchases and sales. In addition, the Eurosystem has two other instruments available for the conduct of fine-tuning operations: foreign exchange swaps and the collection of fixed-term deposits. In the following sections, specific features of the different types of open market instruments used by the Eurosystem are presented in detail.

3.1 Reverse transactions

3.1.1 General considerations

Type of instrument

Reverse transactions refer to operations where the Eurosystem buys or sells eligible assets under repurchase agreements or conducts credit operations against eligible assets as collateral. Reverse transactions are used for main refinancing operations and longer-term refinancing operations. In addition, the Eurosystem can use reverse transactions for structural and fine-tuning operations.

Legal nature

The national central banks may execute reverse transactions either in the form of repurchase agreements (i.e. the ownership of the asset is transferred to the creditor, while the parties agree to reverse the transaction through a re-transfer of the asset to the debtor at a future point in time) or as collateralised loans (i.e. an enforceable security interest is provided over the assets but, assuming fulfilment of the debt obligation, the ownership of the asset is retained by the debtor). Further provisions for reverse transactions based on repurchase agreements are specified in the contractual arrangements applied by the respective national central bank (or the ECB). Arrangements for reverse transactions based on collateralised loans take account of the different procedures and formalities required to enable the establishment and subsequent realisation of a relevant interest in the collateral (e.g. a pledge, an assignment or a charge) which apply in different jurisdictions.

Interest terms

The difference between the purchase price and the repurchase price in a repurchase agreement corresponds to the interest due on the amount of money borrowed or lent over the maturity of the operation, i.e. the repurchase price includes the respective interest to be paid. The interest rate on a reverse transaction in the form of a collateralised loan is determined by applying the specified interest rate on the credit amount over the maturity of the operation. The interest rate applied to Eurosystem reverse open market operations is a simple interest rate based on the day-count convention 'actual/360'.

3.1.2 Main refinancing operations

The main refinancing operations are the most important open market operations conducted by the Eurosystem, playing a pivotal role in pursuing the aims of steering interest rates, managing the liquidity situation in the market and signalling the stance of monetary policy. The operational features of the main refinancing operations can be summarised as follows:

- they are liquidity-providing reverse operations;
- they are executed regularly each week⁴;
- they normally have a maturity of one week⁵;
- they are executed in a decentralised manner by the national central banks;
- they are executed through standard tenders (as specified in Section 5.1);
- all counterparties fulfilling the general eligibility criteria (as specified in Section 2.1) may submit bids for the main refinancing operations; and
- marketable and non-marketable assets (as specified in Chapter 6) are eligible as underlying assets for the main refinancing operations.

3.1.3 Longer-term refinancing operations

The Eurosystem also executes regular refinancing operations, normally with three-month maturities, which are aimed at providing additional longer-term refinancing to the financial sector. In these operations, the Eurosystem does not, as a rule, intend to send signals to the market and therefore normally acts as a rate taker. Accordingly, longer-term refinancing operations are usually executed in the form of variable rate tenders and, from time to time, the ECB indicates the operation volume to be allotted in forthcoming tenders. Under exceptional circumstances, the Eurosystem may also execute longer-term refinancing operations through fixed rate tenders.

The operational features of the longer-term refinancing operations can be summarised as follows:

- they are liquidity-providing reverse operations;
- they are executed regularly each month⁶;
- they normally have a maturity of three months⁷;
- they are executed in a decentralised manner by the national central banks;
- they are executed through standard tenders (as specified in Section 5.1);
- all counterparties fulfilling the general eligibility criteria (as specified in Section 2.1) may submit bids for the longer-term refinancing operations; and
- marketable and non-marketable assets (as specified in Chapter 6) are eligible as underlying assets for the longer-term refinancing operations.

3.1.4 Fine-tuning reverse operations

The Eurosystem can execute fine-tuning operations in the form of reverse open market transactions. Fine-tuning operations aim to manage the liquidity situation in the market and to steer interest rates, in particular in order to smooth the effects on interest rates caused by unexpected liquidity fluctuations in the market. Fine-tuning operations may be conducted on the last day of a reserve maintenance period to counter liquidity imbalances which may have accumulated since the allotment of the last main refinancing operation. The potential need for

⁴ The main and the longer-term refinancing operations are executed in accordance with the Eurosystem's pre announced tender operations calendar (see also Section 5.1.2), which can be found on the ECB's website (www.ecb.europa.eu), as well as on the Eurosystem websites (see Appendix 5).

⁵ The maturity of the main and the longer-term refinancing operations may occasionally vary depending on, inter alia, bank holidays in Member States.

⁶ See footnote 1 above.

⁷ See footnote 2 above.

rapid action in the case of unexpected market developments makes it desirable to retain a high degree of flexibility in the choice of procedures and operational features in the conduct of these operations.

The operational features of the fine-tuning reverse operations can be summarised as follows:

- they can take the form of liquidity-providing or liquidity-absorbing operations;
- their frequency is not standardised;
- their maturity is not standardised;
- liquidity-providing fine-tuning reverse transactions are normally executed through quick tenders, although the possibility of using bilateral procedures is not excluded (see Chapter 5);
- liquidity-absorbing fine-tuning reverse transactions are executed, as a rule, through bilateral procedures (as specified in Section 5.2);
- they are normally executed in a decentralised manner by the NCBs (the Governing Council of the ECB can decide that, under exceptional circumstances, bilateral fine-tuning reverse operations may be executed by the ECB);
- the Eurosystem may select, according to the criteria specified in Section 2.2, a limited number of counterparties to participate in fine-tuning reverse operations; and
- marketable and non-marketable assets (as specified in Chapter 6) are eligible as underlying assets for fine-tuning reverse operations.

3.1.5 Structural reverse operations

The Eurosystem may execute structural operations in the form of reverse open market transactions aimed at adjusting the structural position of the Eurosystem vis-à-vis the financial sector.

The operational features of these operations can be summarised as follows:

- they are liquidity-providing operations;
- their frequency can be regular or non-regular;
- their maturity is not standardised a priori;
- they are executed through standard tenders (as specified in Section 5.1);
- they are executed in a decentralised manner by the national central banks;
- all counterparties fulfilling the general eligibility criteria (as specified in Section 2.1) may submit bids for structural reverse operations; and
- marketable and non-marketable assets (as specified in Chapter 6) are eligible as underlying assets for structural reverse operations.

3.2 Outright transactions

Type of instrument

Outright open market transactions refer to operations where the Eurosystem buys or sells eligible assets outright on the market. Such operations are executed only for structural purposes.

Legal nature

An outright transaction implies a full transfer of ownership from the seller to the buyer with no connected reverse transfer of ownership. The transactions are executed in accordance with the market conventions for the debt instrument used in the transaction.

Price terms

In the calculation of prices, the Eurosystem acts in accordance with the most widely accepted market convention for the debt instruments used in the transaction.

Other operational features

The operational features of Eurosystem outright transactions can be summarised as follows:

- they can take the form of liquidity-providing (outright purchase) or liquidity-absorbing (outright sale) operations;
- their frequency is not standardised;
- they are executed through bilateral procedures (as specified in Section 5.2);
- they are normally executed in a decentralised manner by the NCBs (the Governing Council of the ECB can decide that, under exceptional circumstances, outright transactions may be executed by the ECB);
- no restrictions are placed a priori on the range of counterparties to outright transactions; and
- only marketable assets (as specified in Chapter 6) are used as underlying assets in outright transactions.

3.3 Issuance of ECB debt certificates

Type of instrument

The ECB may issue debt certificates with the aim of adjusting the structural position of the Eurosystem vis-à-vis the financial sector so as to create (or enlarge) a liquidity shortage in the market.

Legal nature

ECB debt certificates constitute a debt obligation of the ECB vis-à-vis the holder of the certificate. They are issued and held in book-entry form in securities depositories in the euro area. The ECB does not impose any restrictions on the transferability of the certificates. Further provisions related to ECB debt certificates will be contained in the terms and conditions for such certificates.

Interest terms

ECB debt certificates are issued at a discount, i.e. they are issued at below the nominal amount and are redeemed at maturity at the nominal amount. The difference between the issue amount and the redemption amount equals the interest accrued on the issue amount, at the agreed interest rate, over the maturity of the certificate. The interest rate applied is a simple interest rate based on the day-count convention 'actual/360'. The calculation of the issue amount is shown in Box 1.

Box 1 Issuance of ECB debt certificates

The issue amount is:

$$P_T = N \times \frac{1}{1 + \frac{r_1 \times D}{36,000}}$$

Where:

N= nominal amount of the ECB debt certificate

r_1 = interest rate (in %)

D= maturity of the ECB debt certificate (in days)

P_T = issue amount of the ECB debt certificate

Other operational features

The operational features of the issuance of ECB debt certificates can be summarised as follows:

- the certificates are issued in order to absorb liquidity from the market;

- the certificates can be issued on a regular or non-regular basis;
- the certificates have a maturity of less than 12 months;
- the certificates are issued through standard tenders (as specified in Section 5.1);
- the certificates are tendered and settled in a decentralised manner by the national central banks; and
- all counterparties fulfilling the general eligibility criteria (as specified in Section 2.1) may submit bids for the subscription of ECB debt certificates.

3.4 Foreign exchange swaps

Type of instrument

Foreign exchange swaps executed for monetary policy purposes consist of simultaneous spot and forward transactions in euro against a foreign currency. They are used for fine-tuning purposes, mainly with the aim of managing the liquidity situation in the market and steering interest rates.

Legal nature

Foreign exchange swaps executed for monetary policy purposes refer to operations where the Eurosystem buys (or sells) euro spot against a foreign currency and, at the same time, sells (or buys) it back in a forward transaction on a specified repurchase date. Further provisions for foreign exchange swaps are specified in the contractual arrangement applied by the respective national central bank (or the ECB).

Currency and exchange rate terms

As a rule, the Eurosystem operates only in widely traded currencies and in accordance with standard market practice. In each foreign exchange swap operation, the Eurosystem and the counterparties agree on the swap points for the transaction. The swap points are the difference between the exchange rate of the forward transaction and the exchange rate of the spot transaction. The swap points of the euro vis-à-vis the foreign currency are quoted according to general market conventions. The exchange rate terms of foreign exchange swaps are specified in Box 2.

Other operational features

The operational features of foreign exchange swaps can be summarised as follows:

- they can take the form of liquidity-providing or liquidity-absorbing operations;
- their frequency is not standardised;
- their maturity is not standardised;
- they are executed through quick tenders or bilateral procedures (see Chapter 5);
- they are normally executed in a decentralised manner by the NCBs (the Governing Council of the ECB can decide that, under exceptional circumstances, bilateral foreign exchange swaps may be executed by the ECB); and
- the Eurosystem may select, according to the criteria specified in Section 2.2 and Appendix 3, a limited number of counterparties to participate in foreign exchange swaps.

Box 2 Foreign exchange swaps

S= spot (on the transaction date of the foreign exchange swap) of the exchange rate between the euro (EUR) and a foreign currency ABC

$$S = \frac{x \times ABC}{1 \times EUR}$$

FM= forward exchange rate between the euro and a foreign currency ABC on the repurchase date of the swap (M)

$$F_M = \frac{y \times ABC}{1 \times EUR}$$

ΔM = forward points between the euro and ABC at the repurchase date of the swap (M)

$$\Delta M = F_M - S$$

N(.) = spot amount of currency; N(.)_M is the forward amount of currency:

$$N(ABC) = N(EUR) \times S \quad \text{or} \quad N(EUR) = \frac{N(ABC)}{S}$$

$$N(ABC)_M = N(EUR)_M \times F_M \quad \text{or} \quad N(EUR)_M = \frac{N(ABC)_M}{F_M}$$

3.5 Collection of fixed-term deposits

Type of instrument

The Eurosystem may invite counterparties to place remunerated fixed-term deposits with the national central bank in the Member State in which the counterparty is established. The collection of fixed-term deposits is envisaged only for fine-tuning purposes in order to absorb liquidity in the market.

Legal nature

The deposits accepted from counterparties are for a fixed term and with a fixed rate of interest. No collateral is given by the national central banks in exchange for the deposits.

Interest terms

The interest rate applied to the deposit is a simple interest rate based on the day-count convention 'actual/360'. Interest is paid at maturity of the deposit.

Other operational features

The operational features of the collection of fixed-term deposits can be summarised as follows:

- the deposits are collected in order to absorb liquidity;
- the frequency with which deposits are collected is not standardised;
- the maturity of the deposits is not standardised;
- the collection of deposits is normally executed through quick tenders, although the possibility of using bilateral procedures is not excluded (see Chapter 5);

- the collection of deposits is normally executed in a decentralised manner by the NCBs (the
- Governing Council of the ECB can decide that, under exceptional circumstances, the bilateral collection of fixed-term deposits⁸ may be executed by the ECB); and
- the Eurosystem may select, according to the criteria specified in Section 2.2, a limited number of counterparties for the collection of fixed-term deposits.

⁸ Fixed-term deposits are held on accounts with the NCBs; this would be the case even if such operations were to be executed in a centralised manner by the ECB.

Βιβλιογραφία

- De Grauwe P. (2008), «Τα οικονομικά της νομισματικής ένωσης», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα
- Krugman, P. and M. Obstfeld (2009), «International Economics, Theory and Policy» 8th edition, Pearson Addison-Wesley
- Θαλασσινός,Ε. και Θ.Β.Σταματόπουλος (1998), « Διεθνή Οικονομικά», εκδόσεις Α.Σταμούλης
- Τράπεζα της Ελλάδος, «Εκθέσεις διοικητή», (1998-2010)
- Angeloni I., and Ehrmann M. (2003), «Monetary policy transmission in the euro area: early evidence»
- Τράπεζα της Ελλάδος, «Νομισματική πολιτική» (1998-2009)
- European central bank, working paper series, May 2004: «The longer term refinancing operation», by Tobias Linzert, Dieter Nautz and Ulrich Bindseil
- Taylor, J.B. (1993), «Discretion versus Policy Rules in Practice», Carnegie-Rochester, Conference Series on Public Policy
- European Central Bank/Eurosystem (2/2011), «The implamation of monetary policy in the euro area» (General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures)

Ηλεκτρονικές πηγές

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

www.cepii.fr

<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>

<http://www.imf.org/external/index.htm>

<http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE>

http://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page

<http://www.economist.com/>

www.capital.gr/