

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ»**

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΑ: ΒΑΡΔΑΚΗ ΕΛΕΝΗ**

**Αν Καθ Θ.Β. ΣΤΑΜΑΤΟΠΟΥΛΟΣ**

**Ηράκλειο, Φεβρουάριος 2011**

**ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ**

(άρθρο 8 Ν.1599/1986)

Η ακρίβεια των στοιχείων που υποβάλλονται με αυτή τη δήλωση μπορεί να ελεγχθεί με βάση το αρχείο άλλων υπηρεσιών (άρθρο 8 παρ. 4 Ν. 1599/1986)

ΠΡΟΣ <sup>(1)</sup> :	<b>ΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ</b>						
Ο – Η Όνομα:	<b>ΕΛΕΝΗ</b>			Επώνυμο:	<b>ΒΑΡΔΑΚΗ</b>		
Όνομα και Επώνυμο Πατέρα:	<b>ΧΑΡΙΔΗΜΟΣ ΒΑΡΔΑΚΗΣ</b>						
Όνομα και Επώνυμο Μητέρας:	<b>ΙΩΑΝΝΑ ΒΑΡΔΑΚΗ</b>						
Ημερομηνία γέννησης	<b>24-07-1982</b>						
Τόπος Γέννησης:	<b>ΗΡΑΚΛΕΙΟ</b>						
Αριθμός Δελτίου Ταυτότητας:	<b>Σ 428436</b>			Τηλ:	<b>6973488895</b>		
Τόπος Κατοικίας:	<b>ΜΑΡΑΘΟΣ</b>	Οδός:		Αριθ:		TK:	<b>71500</b>
Αρ. Τηλεομοιοτύπου (Fax):				Δ/ση Ηλεκτρ. Ταχυδρομείου (Email):	<b>elevardaki@yahoo.gr</b>		

Με ατομική μου ευθύνη και γνωρίζοντας τις κυρώσεις <sup>(3)</sup>, που προβλέπονται από τις διατάξεις της παρ. 6 του άρθρου 22 του Ν. 1599/1986, δηλώνω ότι:

Δεν έχω αντιγράψει στην παρούσα πτυχιακή εργασία κανένα τμήμα άλλου δημόσιου έργου ενώ όπου έχω αντλήσει γνώση ή στοιχεία αναφέρεται ρητά η πηγή τους. (4)

Ημερομηνία: 18-02-2011

Η Δηλούσα.

(Υπογραφή)

(1) Αναγράφεται από τον ενδιαφερόμενο πολίτη ή Αρχή ή η Υπηρεσία του δημόσιου τομέα, που απευθύνεται η αίτηση.

(2) Αναγράφεται ολογράφως.

(3) «Όποιος εν γνώσει του δηλώνει ψευδή γεγονότα ή αρνείται ή αποκρύπτει τα αληθινά με έγγραφη υπεύθυνη δήλωση του άρθρου 8 τιμωρείται με φυλάκιση τουλάχιστον τριών μηνών. Εάν ο υπαίτιος αυτών των πράξεων σκόπευε να προσπορίσει στον εαυτόν του ή σε άλλον περιουσιακό όφελος βλάπτοντας τρίτον ή σκόπευε να βλάψει άλλον, τιμωρείται με κάθειρξη μέχρι 10 ετών.

(4) Σε περίπτωση ανεπάρκειας χώρου η δήλωση συνεχίζεται στην πίσω όψη της και υπογράφεται από τον δηλούντα ή την δηλούσα.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	5
1. ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΠΛΗΡΩΜΩΝ Ή ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ ..	6
1.1 Κανόνας Χρυσού (1870-1914) .....	6
1.1.1 Μηχανισμός Προσαρμογής του Ισοζυγίου Πληρωμών στο Καθεστώς του Κανόνα Χρυσού .....	7
1.2 Σύστημα Μεσοπολέμου (1914-1938).....	8
1.3 Το Σύστημα του BRETTON WOODS .....	10
1.4 Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (1946-1971).....	14
1.5 Σύστημα Κυμαινόμενων Ισοτιμιών (1973-σήμερα).....	15
1.6 Άριστες Νομισματικές Περιοχές.....	18
2. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΈΝΩΣΗ.....	20
2.1 .Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα.....	20
2.2 Η Συνθήκη του Μάαστριχτ.....	23
2.3 Ο Νέος Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών .....	27
2.4 Η Οργάνωση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών .....	28
2.5 Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής και το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.....	31
2.5.1 Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.....	31
2.5.2 Το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.....	32
3 ΤΟ ΠΑΡΟΝ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .....	42
3.1 Η λειτουργία του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος .....	42
3.1.1 Οι Μεγάλες Διακυμάνσεις των Ισοτιμιών .....	42
3.1.2. Το Νομισματικό Σύστημα και ο Πληθωρισμός.....	43
3.2. Νομισματικές Κρίσεις .....	45
3.3. Η Θεωρία της Ισοδυναμίας Αγοραστικών Δυνάμεων και το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα .....	47
3.4 Το Κοινό Νόμισμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης .....	48
3.4.1. Τα Οφέλη του Κοινού Νομίσματος.....	48
3.4.2 Τα Μειονεκτήματα του Ευρώ.....	49
3.5. Ανάγκη για Μεταρρύθμιση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος ...	50
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	53

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η παρούσα πτυχιακή εργασία έχει ως αντικείμενο την παρουσίαση του Διεθνές Νομισματικού Συστήματος δηλαδή μία σύντομη ιστορική αναδρομή των εξελίξεων (από τις αρχές του περασμένου αιώνα μέχρι σήμερα), όπου οδήγησαν στη σημερινή μορφή του νομισματικού συστήματος.

Το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα είναι ένα σύνολο κανόνων ή θεσμικών ρυθμίσεων που καθορίζουν τις νομισματικές και τις χρηματοοικονομικές σχέσεις μεταξύ των χωρών του κόσμου. Το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα έχει περάσει από διάφορα στάδια εξελικτικής διαδικασίας και πολλές μεταρρυθμίσεις ολικές ή μερικές για να φτάσει στην σημερινή του μορφή.

Η εργασία διαρθρώνεται σε τρία κεφάλαια

Στο 1<sup>ο</sup> κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συστήματα Διεθνών Πληρωμών ή Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Πιο συγκεκριμένα παρουσιάζεται το νομισματικό σύστημα του κανόνα χρυσού το οποίο ίσχυσε στην διεθνή οικονομία την περίοδο 1870-1914, το σύστημα Bretton Woods και η κατάρρευση του την περίοδο 1944-1971, επίσης γίνεται αναφορά για το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο το οποίο ιδρύθηκε το 1944. Επιπλέον παρουσιάζεται το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών και η σύγκριση συστημάτων σταθερών και κυμαινόμενων ισοτιμιών. Τέλος παρουσιάζεται η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών.

Στο 2<sup>ο</sup> κεφάλαιο παρουσιάζεται η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Πιο συγκεκριμένα αναφέρεται το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα το οποίο δημιουργήθηκε το 1978 προκειμένου να εξασφαλισθεί μια σχετική σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, η υιοθέτηση του προγράμματος του ενιαίου νομίσματος στο τέλος της δεκαετίας του 1980, η συνθήκη του Μάαστριχτ. Επίσης παρουσιάζεται ο νέος μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ο οποίος συνδέει τα νομίσματα των εκτός ζώνης ευρώ κρατών-μελών με το ευρώ. Έπειτα παρουσιάζεται η Οργάνωση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (Ε.Σ.Κ.Τ.) το οποίο αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ) των 15 κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και τέλος παρουσιάζεται η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής και το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.

Στο κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> παρουσιάζεται το παρόν και το μέλλον του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος, η λειτουργία του Διεθνές Νομισματικού Συστήματος, αναφέρονται οι νομισματικές κρίσεις, η θεωρία της Ισοδυναμίας Αγοραστικών Δυνάμεων και το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα. Επιπλέον παρουσιάζεται το κοινό νόμισμα της ΕΕ όπου αναλύονται τα οφέλη του κοινού νομίσματος και τα πλεονεκτήματα. Τέλος παρουσιάζεται η ανάγκη για μεταρρύθμιση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος.

## **1.ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΠΛΗΡΩΜΩΝ Ή ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ**

### **1.1 Κανόνας Χρυσού (1870-1914)**

Το νομισματικό σύστημα του χρυσού κανόνα βασίζεται στη χρήση του χρυσού ως το μόνο μέσο διεθνών πληρωμών. Η χρηματική κυκλοφορία κάθε χώρας προϋποθέτει συγκεκριμένο αντίκρισμα χρυσού. Ο λόγος αποθεμάτων χρυσού και προσφοράς χρήματος είναι σταθερός και αμετάβλητος, ενώ τα τραπεζογραμμάτια που εκδίδονται από τις τράπεζες μπορούν να εξαργυρωθούν σε χρυσό, δηλαδή έχουν πλήρη μετατρεψιμότητα. Οι χρηματικές μονάδες όλων των χωρών συνδέονται διαμέσου του χρυσού που είναι ο κοινός παρανομαστής. Η αυστηρά προκαθορισμένη σχέση χρηματικής κυκλοφορίας και χρυσού και η σταθερή σχέση μεταξύ των νομισματικών μονάδων των διάφορων χωρών αποτέλεσαν τη βάση της επιτυχίας του νομισματικού αυτού συστήματος στην τεσσαρακονταπενταετία (1870-1914) πριν από τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο.

Πολλοί ερευνητές και ιστορικοί οικονομολόγοι αναζήτησαν τους λόγους, που το νομισματικό σύστημα κυκλοφορίας του χρυσού λειτούργησε τόσο καλά την περίοδο αυτή. Μερικοί από τους λόγους που εξηγούν την εύρυθμη λειτουργία του νομισματικού αυτού συστήματος στην περίοδο αυτή είναι:

α) το ενιαίο της νομισματικής κυκλοφορίας ήταν παράγοντας οικονομικής σταθερότητας. Το σύστημα είναι βασικά απελευθερωμένο από κάθε κερδοσκοπική δραστηριότητα, που προκαλεί ανωμαλίες στη διεθνή χρηματαγορά.

β) η διεθνής χρηματαγορά και κεφαλαιαγορά στην περίοδο αυτή ήταν πιο ενοποιημένη από ότι στη μεταπολεμική περίοδο. Αυτό είναι απόρροια της σύνδεσης της χρηματικής κυκλοφορίας των χωρών μέσω του χρυσού.

γ) τόσο στην κεφαλαιαγορά όσο και στην αγορά προϊόντων, ο μηχανισμός της προσφοράς-ζήτησης ήταν ο καθοριστικός παράγοντας στη διαμόρφωση των τιμών. Η ροή κεφαλαίων δείχνει αξιοσημείωτη ανταπόκριση στις μεταβολές του επιτοκίου, ενώ οι τιμές αγαθών, υπηρεσιών και παραγωγικών συντελεστών δείχνουν ευκαμψία.

Ενώ ο χρυσός χρησιμοποιήθηκε ως αποθεματικό στοιχείο και ως μέσο πληρωμών ο κανόνας χρυσού υιοθετήθηκε ως νομισματικό σύστημα στη δεκαετία του 1870, με εξαίρεση την Αγγλία η οποία είχε καθιερώσει τον κανόνα χρυσού από το 1819. Η Γαλλία εγκατέλειψε τον διμεταλλισμό υπέρ του χρυσού περί τα μέσα της δεκαετίας του 1870. Η Γερμανία έπαυσε να χρησιμοποιεί τον άργυρο ως βάση δημιουργίας χρήματος και υιοθέτησε τον κανόνα χρυσού από τον γαλλοπρωσικό πόλεμο του 1871. Οι Η.Π.Α μετά την αναστολή της μετατρεψιμότητας του αμερικανικού νομίσματος σε χρυσό στη διάρκεια του εμφύλιου πολέμου, επανήλθαν στον κανόνα χρυσού το 1879. Στα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα οι περισσότερες

χώρες σχεδόν του κόσμου είχαν υιοθετήσει το καθεστώς του κανόνα χρυσού. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1870, οι Ευρωπαϊκές χώρες και Η.Π.Α διατήρησαν τις επίσημες ισοτιμίες του χρυσού χωρίς διακοπή για 35 χρόνια περίπου μέχρι το 1914.

Η λειτουργία του κανόνα χρυσού διέπεται από τρεις βασικές αρχές, οι οποίες εξασφαλίζουν τη μετατρεψιμότητα του εγχώριου νομίσματος αφενός σε χρυσό σε μια σταθερή ισοτιμία και αφετέρου επιτρέποντας την ελεύθερη διακύμανση του χρυσού μεταξύ των χωρών σε ξένα νομίσματα μέσα σε στενά όρια. Οι τρεις βασικές αρχές είναι:

- α) κάθε χώρα καθορίζει την αξία του νομίσματος της σε χρυσό. Στην επίσημη αυτή ισοτιμία χρυσού-νομίσματος η κεντρική Τράπεζα είναι υποχρεωμένη να αγοράζει από το κοινό ή να πωλεί προς αυτό οποιαδήποτε ποσότητα χρυσού.
- β) επιτρέπεται η εξαγωγή χρυσού ελεύθερα χωρίς περιορισμούς.
- γ) υπάρχει μια σταθερή σχέση μεταξύ της ποσότητας χρήματος και του αποθέματος χρυσού.

### **1.1.1 Μηχανισμός Προσαρμογής του Ισοζυγίου Πληρωμών στο Καθεστώς του Κανόνα Χρυσού**

Η λειτουργία του κανόνα χρυσού εξασφαλίζει τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών και την αυτόματη αποκατάσταση της ισορροπίας του ισοζυγίου πληρωμών μέσω του μηχανισμού των τιμών (price-specie flow mechanism). Ο αυτόματος αυτός εξισορροπητικός μηχανισμός προϋποθέτει ότι ένα έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών θα καλυφθεί με εκροή χρυσού, η οποία συνεπάγεται τη μείωση της προσφοράς χρήματος. Η μείωση της προσφοράς χρήματος θα προκαλέσει μέσω της αντιπληθωριστικής διαδικασίας (αύξηση των επιτοκίων, μείωση των επενδύσεων και πολλαπλασιαστικά του εισοδήματος και της απασχόλησης, δηλ. αύξηση της ανεργίας), πτώση του επιπέδου των τιμών και συνεπώς βελτίωση της ανταγωνιστικής θέσης της χώρας, με συνέπεια την αύξηση των εξαγωγών, την μείωση των εισαγωγών και την βαθμιαία εξάλειψη του ελλείμματος του ισοζυγίου πληρωμών. Στην περίπτωση ενός πλεονασματικού ισοζυγίου πληρωμών θα έχουμε εισροή χρυσού, αύξηση της προσφοράς χρήματος και αύξηση των τιμών η οποία θα οδηγήσει στην εξάλειψη του πλεονάσματος του ισοζυγίου πληρωμών.

Ο παραπάνω εξισορροπητικός μηχανισμός βασίζεται στην υπόθεση της ευκαμψίας των τιμών και επικεντρώνεται στη διαδικασία εξισορρόπησης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Ένας παρόμοιος εξισορροπητικός μηχανισμός μπορεί να λειτουργήσει και μέσω της κίνησης κεφαλαίων.

Υπό το καθεστώς του κανόνα χρυσού λειτουργούν διάφοροι μηχανισμοί μέσω των οποίων εξασφαλίζεται η εξισορρόπηση του ισοζυγίου πληρωμών. Οι μηχανισμοί αυτοί βασίζονται στην υπόθεση ότι υπάρχει μια σταθερή σχέση μεταξύ της προσφοράς χρήματος και του αποθέματος

χρυσού. Μια τέτοια σχέση δεν φαίνεται να ίσχυε στην πράξη σε όλη την διάρκεια του κανόνα χρυσού (1870-1914). Προκειμένου να αποφύγουν την νομισματική πειθαρχία που επέβαλε ο κανόνας χρυσού, οι νομισματικές αρχές σε μερικές χώρες δεν εφαρμόζαν τους «κανόνες του παιχνιδιού», ενώ σε μερικές άλλες κατά διαστήματα εγκατέλειπαν τον κανόνα χρυσού (Ford, 1962).

Οι κεντρικές τράπεζες συχνά ασκούσαν πολιτική αντιστάθμισης (sterilization policy), εν μέρει των επιδράσεων των ροών χρυσού επί της προσφοράς χρήματος μέσω της πολιτικής της ανοικτής αγοράς. Οι κεντρικές τράπεζες πολλές φορές, αντιδρώντας στις μεταβολές των νομισματικών μεγεθών που συνεπάγονταν οι ροές χρυσού, χρησιμοποιούσαν την πολιτική του προεξοφλητικού επιτοκίου για να επηρεάσουν την εγχώρια πιστωτική επέκταση.

## **1.2 Σύστημα Μεσοπολέμου (1914-1938)**

Οι κυβερνήσεις εγκατέλειψαν το σύστημα του χρυσού κανόνα στη διάρκεια του πρώτου Παγκόσμιου Πολέμου και χρηματοδότησαν μέρος των τεράστιων πολεμικών δαπανών τους με την έκδοση νέου χρήματος (νομισματοκοπή). Επιπλέον το εργατικό δυναμικό και η παραγωγική ικανότητα μειώθηκαν σημαντικά λόγω των απωλειών του πολέμου. Ως αποτέλεσμα, τα επίπεδα τιμών ήταν παντού υψηλότερα με το τέλος του πολέμου.

Αρκετές χώρες αντιμετώπισαν καλπάζοντα πληθωρισμό καθώς οι κυβερνήσεις τους προσπάθησαν να βοηθήσουν την διαδικασία ανοικοδόμησης μέσω δημοσίων δαπανών. Οι κυβερνήσεις αυτές χρηματοδότησαν τις αγορές τους απλώς εκδίδοντας την ποσότητα χαρτονομίσματος που χρειαζόνταν. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την κατακόρυφη αύξηση της προσφοράς χρήματος και την άνοδο των τιμών.

Οι Η.Π.Α ήταν η πρώτη χώρα που επανήλθε στον κανόνα χρυσού το 1919. Από τις αρχές της δεκαετίας του '20, άλλες χώρες αναπολούσαν όλο και περισσότερο την χρηματοοικονομική σταθερότητα της εποχής του χρυσού κανόνα. Το 1922 σε μια συνδιάσκεψη στη Γένοβα της Ιταλίας, μια ομάδα κρατών, αποτελούμενη από τη Βρετανία, τη Γαλλία και την Ιαπωνία, συμφώνησαν σε ένα πρόγραμμα που καλούσε σε μια γενική επιστροφή στον χρυσό κανόνα και σε συνεργασία μεταξύ των κεντρικών τραπεζών για την επίτευξη των εσωτερικών και εξωτερικών οικονομικών στόχων.

Οι συμμετέχοντες στη συνδιάσκεψη της Γένοβας, αντιλαμβανόμενοι ότι η προσφορά χρυσού θα μπορούσε να αποδειχτεί ανεπαρκής για την ικανοποίηση της ζήτησης διεθνών διαθεσίμων από τις κεντρικές τράπεζες, ενέκριναν την καθιέρωση ενός μερικού χρυσού συναλλαγματικού κανόνα, στα πλαίσια του οποίου οι μικρότερες χώρες θα μπορούσαν να έχουν ως διαθέσιμα τα νομίσματα κάποιων μεγάλων



χωρών όπου τα δικά τους διαθέσιμα θα αποτελούσαν αποκλειστικά από χρυσό.

Το 1925 η Βρετανία επέστρεψε στον χρυσό κανόνα προσδένοντας την στερλίνα στον χρυσό στην προπολεμική τιμή. Ο υπουργός των οικονομικών Winston Churchill, υποστήριξε ότι κάθε απόκλιση από την προπολεμική τιμή θα υπέσκαπτε την διεθνή εμπιστοσύνη στη σταθερότητα των βρετανικών χρηματοοικονομικών θεσμών, οι οποίοι έπαιξαν ηγετικό ρόλο στις διεθνείς χρηματοοικονομικές σχέσεις την εποχή του χρυσού κανόνα. Η τράπεζα της Αγγλίας, για να επαναφέρει την τιμή του χρυσού σε στερλίνες στο προπολεμικό της επίπεδο, αναγκάστηκε να ακολουθήσει περιοριστικές νομισματικές πολιτικές που οδήγησαν σε σοβαρή ανεργία.

Η στασιμότητα της βρετανικής οικονομίας κατά τη δεκαετία του '20 επιτάχυνε την παρακμή του Λονδίνου ως παγκόσμιου χρηματοοικονομικού κέντρου. Η αποδυνάμωση της βρετανικής οικονομίας κατέστησε προβληματική τη σταθερότητα της επιστροφής στον χρυσό κανόνα. Η απαρχή της Μεγάλης Οικονομικής κρίσης μετά το 1929 συνοδεύτηκε από χρεοκοπίες τραπεζών σε παγκόσμιο επίπεδο. Η Βρετανία αναγκάστηκε να εγκαταλείψει τον χρυσό το 1931, όταν οι ξένοι κάτοχοι στερλινών (περιλαμβανόμενων αρκετών κεντρικών τραπεζών) έχασαν την εμπιστοσύνη τους στη δυνατότητα της Βρετανίας να ανταποκριθεί στην υποχρέωσή της να διατηρεί σταθερή την αξία του νομίσματός της και άρχισαν να μετατρέπουν τις στερλίνες τους σε χρυσό.

Καθώς η κρίση συνεχιζόταν πολλές χώρες εγκατέλειψαν τον χρυσό κανόνα και άφησαν τα νομίσματά τους να διακυμαίνονται ελεύθερα στην αγορά συναλλάγματος. Οι Ηνωμένες Πολιτείες εγκατέλειψαν τον χρυσό κανόνα το 1933 αλλά επέστρεψαν σε αυτόν το 1934. Πολλές άλλες χώρες επέστρεψαν επίσης σε κάποια μορφή του χρυσού κανόνα, αφού υποτίμησαν τα νομίσματά τους. Την «ανταγωνιστική υποτίμηση» την χρησιμοποίησαν όλες οι χώρες με την ελπίδα να διαφυλάξουν το απόθεμα χρυσού που είχαν και να επιτύχουν τη στροφή της διεθνούς ζήτησης προς τα προϊόντα τους.

Οι περιορισμοί στη διεξαγωγή του διεθνούς εμπορίου και στις διεθνείς πληρωμές προκάλεσαν σημαντικές οικονομικές ζημιές που πολλαπλασιάστηκαν καθώς οι χώρες προσπαθούσαν να αποθαρρύνουν τις εισαγωγές και να εγκλωβίσουν τη συνολική ζήτηση στα σύνορα της χώρας τους. Ο δασμός Smoot-Hawley που επέβαλαν οι Ηνωμένες Πολιτείες το 1930, επέδρασε αρνητικά στην απασχόληση των άλλων οικονομιών. Η αντίδραση των άλλων χωρών εκδηλώθηκε με περιορισμούς στο διεθνές εμπόριο και εμπορικές συμφωνίες προτίμησης μεταξύ τους.

Η αβεβαιότητα για τις κυβερνητικές πολιτικές οδήγησε σε απότομες μετακινήσεις των διαθεσίμων των χωρών, που είχαν σταθερές ισοτιμίες και σε απότομες μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών των

νομισμάτων των χωρών που υιοθέτησαν τις ελεύθερα μεταβλητές ισοτιμίες. Οι απαγορεύσεις των συναλλαγών ιδιωτικών κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκαν από πολλές χώρες για τον περιορισμό των επιπτώσεων αυτών των εξελίξεων των αγορών συναλλάγματος. Κάποιες κυβερνήσεις χρησιμοποίησαν και διοικητικές μεθόδους ή σύστημα πολλαπλών συναλλαγματικών ισοτιμιών για την κατανομή των λιγοστών διεθνών διαθεσίμων μεταξύ ανταγωνιστικών χρήσεων.

Τα εμπόδια που παρεμβάλλονταν στη διεξαγωγή του διεθνούς εμπορίου και η συνεχής πτώση των τιμών στις βιομηχανικές οικονομίες της Αμερικής και της Ευρώπης οδήγησαν σε μαζική άρνηση αποπληρωμής των χρεών, ειδικότερα εκ μέρους των χωρών της Λατινικής Αμερικής οι οποίες έχασαν τις διεθνείς αγορές τους.

Η αναταραχή των διεθνών αγορών συνεχίστηκε μέχρι τις αρχές του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου το 1939. Η μεγάλη οικονομική κρίση ανάγκασε πολλές χώρες να λύσουν το πρόβλημα της επιλογής μεταξύ της εξωτερικής και της εσωτερικής ισορροπίας, κόβοντας τις εμπορικές διασυνδέσεις τους με τον υπόλοιπο κόσμο και εκμηδενίζοντας την πιθανότητα κάθε σημαντικής εξωτερικής ανισορροπίας. Αυτή η επιλογή, όμως μειώνοντας τα κέρδη από το διεθνές εμπόριο, είχε σημαντικό κόστος για την παγκόσμια οικονομία και συνέβαλε στον αργό ρυθμό της παγκόσμιας ανάκαμψης από την ύφεση. Όλες οι χώρες θα ήταν σε καλύτερη οικονομική κατάσταση αν το διεθνές εμπόριο ήταν ελεύθερο, υπό τον όρο ότι η διεθνής οικονομική συνεργασία θα βοηθούσε κάθε χώρα να διατηρήσει την ισορροπία του εξωτερικού τομέα της και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα της χωρίς να θυσιάσει τους εσωτερικούς στόχους πολιτικής.

### **1.3 Το Σύστημα του BRETTON WOODS**

Το μεταπολεμικό διεθνές νομισματικό σύστημα προέκυψε από την διεθνή διάσκεψη στο Bretton Woods του New Hampshire τον Ιούλιο του 1944. εν όψει του τερματισμού του Πολέμου, 44 έθνη συμφώνησαν στις βασικές αρχές του διεθνούς νομισματικού συστήματος, προκειμένου να αποφευχθούν οι αποτυχίες της περιόδου του μεσοπολέμου.

Παράλληλα συμφωνήθηκε η ίδρυση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Διεθνούς Τράπεζας. Πρόκειται για μια από τις πιο σπάνιες περιπτώσεις επιτυχίας μιας διεθνούς νομισματικής διάσκεψης, κυρίως λόγω του μεγάλου ειδικού βάρους των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής που επέβαλαν τις απόψεις τους.

Ανάλογες νομισματικές διασκέψεις στην περίοδο του μεσοπολέμου δεν είχαν επιτυχία λόγω της μεγαλύτερης συμμετρίας του παγκόσμιου νομισματικού συστήματος, καθώς τόσο το δολάριο, όσο και η στερλίνα και το γαλλικό φράγκο ήταν διεθνή αποθεματικά νομίσματα. Οι διαφωνίες μεταξύ των κυβερνήσεων και των Κεντρικών Τραπεζών των τριών αυτών

χωρών Η.Π.Α, Βρετανίας και Γαλλίας συχνά οδηγούσαν τις διασκέψεις του μεσοπολέμου σε αδιέξοδο<sup>1</sup>.

Αυτό που προέκυψε από την συμφωνία του Bretton Woods ήταν η υιοθέτηση ενός συστήματος *σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών*, οι οποίες θα μπορούσαν να μεταβληθούν κάτω από ορισμένες συνθήκες.

Οι χώρες που είχαν «προσωρινά» ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών είχαν την δυνατότητα δανεισμού από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έτσι ώστε να υποβοηθείται η διατήρηση των σταθερών ισοτιμιών. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο είχε ως στόχο να βοηθήσει στην προοδευτική κατάργηση των συναλλαγματικών περιορισμών, ώστε να προωθηθούν οι ελεύθερες διεθνείς εμπορικές συναλλαγές.

Σημαντικότερη, όμως ήταν η πρόβλεψη της δυνατότητας εφάπαξ αναπροσαρμογής των ισοτιμιών σε περιπτώσεις *“θεμελιώδους δηλ. μόνιμης ανισορροπίας”* στο ισοζύγιο πληρωμών.

Οι χώρες είχαν την δυνατότητα να προχωρήσουν σε αναπροσαρμογή (κυρίως υποτίμηση) των ισοτιμιών των νομισμάτων τους σε περιπτώσεις *“θεμελιώδους ανισορροπίας”*<sup>2</sup>, ειδοποιώντας το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Η ειδοποίηση αυτή είχε τη μορφή αίτησης αν και στην πραγματικότητα η απόφαση για αναπροσαρμογή της ισοτιμίας ήταν εθνική απόφαση.

Η δυνατότητα αναπροσαρμογής των ισοτιμιών χρησίμευε ως βαλβίδα ασφαλείας για το σύστημα, καθώς απέτρεπε τη συσσώρευση χρόνιων ανισορροπιών. Χρησιμοποιήθηκε ευρύτατα ακόμη και από μεγάλες οικονομίες όπως η Γερμανία, η Βρετανία και η Γαλλία, σε όλη τη διάρκεια της λειτουργίας του συστήματος. Το σύστημα του Bretton Woods λειτούργησε ως εξής: οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής ανέλαβαν την υποχρέωση να διατηρούν σταθερή την ισοτιμία του δολαρίου ως προς τον χρυσό. Η τιμή που καθορίστηκε ήταν τα 35\$ η ουγκιά.

Ήταν υποχρέωση των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής να παρεμβαίνουν με αγοραπωλησίες στην αγορά χρυσού και να στηρίζουν αυτή την τιμή. Ωστόσο θεσπίστηκε ο διαχωρισμός μεταξύ των κεντρικών τραπεζών.

---

<sup>1</sup> Ήδη από το 1943, τόσο η Μεγάλη Βρετανία όσο και οι Η.Π.Α είχαν δημοσιεύσει τα δικά τους σχέδια για τη μορφή του μεταπολεμικού νομισματικού συστήματος. Το βρετανικό σχέδιο οφειλόταν στον John Maynard Keynes και προέβλεπε τον σχηματισμό μιας διεθνούς κεντρικής τράπεζας που θα λειτουργούσε ως εκδότης μιας διεθνούς νομισματικής μονάδας (bancor) και ως γραφείο συμψηφισμών. Η αξία του bancor θα οριζόταν σε σχέση με το χρυσό και η προσφορά του θα καθοριζόταν ανάλογα με τη διεθνή ζήτηση για χρηματικά διαθέσιμα. Το αμερικάνικο σχέδιο, του οποίου οι βασικές γραμμές υιοθετήθηκαν τελικά, οφειλόταν στον Harry Dexter White.

<sup>2</sup> όρος *“θεμελιώδης ανισορροπία”* δεν οριζόταν ρητά, κάτι που άφηνε σημαντική διακριτική ευχέρεια τόσο στο ΔΝΤ όσο και στις διάφορες χώρες

Όλες οι άλλες χώρες ανέλαβαν την υποχρέωση να διατηρούν σταθερή την ισοτιμία των νομισμάτων τους έναντι του δολαρίου ή του χρυσού. Οι χώρες όριζαν μια κεντρική ισοτιμία και περιόριζαν μέσω αγοραπωλησιών δολαρίων τις διακυμάνσεις των τρεχουσών ισοτιμιών τους στο  $\pm 1\%$  γύρω από τη διμερή κεντρική ισοτιμία. Η τελευταία προέκυπτε ως σταυροειδής από τις κεντρικές απέναντι στο χρυσό. Αυτό ήταν το μέγιστο της επιτρεπόμενης διακύμανσης ενός νομίσματος ως προς το δολάριο.

Καθώς η μέγιστη επιτρεπόμενη διακύμανση κάθε νομίσματος ως προς το δολάριο ήταν  $\pm 1\%$ , η μέγιστη επιτρεπόμενη διακύμανση της ισοτιμίας μεταξύ οποιοδήποτε δύο άλλων νομισμάτων ήταν ουσιαστικά  $\pm 2\%$ . Αν δηλαδή η ισοτιμία στερλίνας / δολαρίου έπεφτε στο  $1\%$  κάτω από την διμερή κεντρική ισοτιμία και η ισοτιμία μάρκου / δολαρίου ανέβαινε  $1\%$  πάνω από την αντίστοιχη διμερή κεντρική ισοτιμία, η ισοτιμία της στερλίνας / μάρκου έπεφτε  $2\%$  κάτω από το διμερές κεντρικό της επίπεδο.

Το σύστημα αυτό των παρεμβάσεων συνιστά βασική διαφορά του συστήματος του Bretton Woods από τον αμιγή κανόνα χρυσού. Στο σύστημα του κανόνα χρυσού, κάθε χώρα όριζε μια κεντρική ισοτιμία ως προς το χρυσό και περιόριζε τις διακυμάνσεις του νομίσματός της γύρω από αυτή την κεντρική ισοτιμία με παρεμβάσεις στην αγορά χρυσού.

Το εύρος των διακυμάνσεων περιοριζόταν από τα λεγόμενα "σημεία χρυσού" που κυρίως καθορίζονταν από το κόστος μεταφοράς του χρυσού από χώρα σε χώρα. Το σύστημα του Bretton Woods ήταν μια παραλλαγή του κανόνα χρυσού- συναλλάγματος όπως στην εποχή του μεσοπολέμου. Ωστόσο σε αντίθεση με την εποχή του μεσοπολέμου, το σύστημα προέβλεπε μηχανισμούς χρηματοδότησης και προσαρμογής στο ισοζύγιο πληρωμών, μέσω του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Εκεί που το σύστημα διέφερε ριζικά από τον κανόνα χρυσού, ήταν στο θέμα της μετατρεψιμότητας. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες δεν είχαν επιπλέον την υποχρέωση της μετατρεψιμότητας των νομισμάτων τους σε χρυσό ή ξένο συνάλλαγμα στο εσωτερικό της χώρας. Δυνατότητα μετατρεψιμότητας σε χρυσό υπήρχε μόνο μεταξύ των κεντρικών τραπεζών. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών που συμμετείχαν στο σύστημα είχαν την υποχρέωση να καταθέτουν, με τη μορφή χρυσού, στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο το  $25\%$  της μερίδας τους (quotas) ή το  $10\%$  των αποθεμάτων τους σε χρυσό και δολάρια. Η Μετατρεψιμότητα για τον ιδιωτικό τομέα υπήρχε μόνο στο ξένο συνάλλαγμα.

Αυτή όμως είχε ως προϋπόθεση τη χρηματοδότηση διεθνών εμπορικών συναλλαγών, δηλαδή οι εγχώριοι εισαγωγείς αγαθών και υπηρεσιών μπορούσαν να αγοράσουν ξένο συνάλλαγμα, ενώ ο χρυσός και το ξένο συνάλλαγμα χρησιμοποιούνταν για την χρηματοδότηση των ελλειμμάτων στο «βασικό ισοζύγιο» από την Κεντρική Τράπεζα, αφού το τελευταίο δεν είναι δομικό (ισοζύγιο) αλλά ορισμός της εξωτερικής ανισορροπίας της χώρας.

Ακόμη και αυτή η περιορισμένη μετατρεψιμότητα δεν κατέστη εφικτή πριν από το 1958, καθώς οι περισσότερες χώρες συνέχισαν να διατηρούν σημαντικούς περιορισμούς στη χρηματοδότηση των εισαγωγών. Η περιορισμένη μετατρεψιμότητα που προέβλεπε το σύστημα βοήθησε ίσως στη μακροβιότητα του, καθώς με τον τρόπο αυτό περιορίζονταν οι κερδοσκοπικές πιέσεις στις ισοτιμίες, ακόμη και όταν ήταν προφανές ότι οι ισοτιμίες αυτές δεν ήταν διατηρήσιμες<sup>3</sup>.

## Η Κατάρρευση του Συστήματος BRETTON WOODS

Κατά την εικοσαετία 1946-1965 το σύστημα Bretton Woods επέδειξε αξιοσημείωτη σταθερότητα, συμβάλλοντας στην ταχεία και απρόσκοπτη πρόοδο της παγκόσμιας οικονομίας, δηλ. την ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών. Η σταθερότητα του συστήματος οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι κατά την περίοδο αυτή οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ως κεντρική χώρα του συστήματος ακολούθησαν μη-πληθωριστική οικονομική πολιτική, την οποία εισήγαγαν οι άλλες χώρες του κόσμου μέσω της σύνδεσης των νομισμάτων τους με το αμερικάνικο δολάριο. Σε κάποιο βαθμό όμως η σταθερότητα αυτή μπορεί να οφείλεται και στις περιορισμένες διαταραχές που εκδηλώθηκαν κατά την ίδια περίοδο.

Από το 1965 και μετά οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής άρχισαν να εφαρμόζουν επεκτατική νομισματική πολιτική, που συνδεόταν με την χρηματοδότηση του πολέμου του Βιετνάμ και των αυξημένων δαπανών των κοινωνικών προγραμμάτων. Η επεκτατική αυτή πολιτική οδήγησε σε αύξηση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου πληρωμών και σε επιτάχυνση του ρυθμού πληθωρισμού, με αποτέλεσμα την εξασθένηση της εξωτερικής αξίας του δολαρίου. Αυτό είχε σαν συνέπεια τον κλονισμό της εμπιστοσύνης των κεντρικών τραπεζών διάφορων χωρών ως προς την ικανότητα των Η.Π.Α να μετατρέπουν τα δολάρια σε χρυσό και την απροθυμία να διακρατούν το δολάριο ως αποθεματικό μέσο.

Οι πρώτες ενδείξεις για την επερχόμενη κρίση του διεθνούς νομισματικού συστήματος άρχισαν να εκδηλώνονται στις αρχές του 1968, όταν οι κερδοσκόποι, θεωρώντας πιθανή μια υποτίμηση του δολαρίου (δηλαδή μια αύξηση της επίσημης τιμής του χρυσού), άρχισαν να αγοράζουν μεγάλες ποσότητες χρυσού. Η υποτίμηση της στερλίνας το 1967 αποτέλεσε την απαρχή των νομισματικών διαταραχών στη διεθνή αγορά. Μετά την υποτίμηση αυτή το δολάριο άρχισε να δέχεται ισχυρές πιέσεις μέσω της αγοράς χρυσού, με αποτέλεσμα η κοινοπραξία χρυσού να αναγκαστεί να πωλήσει σημαντικό μέρος των αποθεμάτων της χρυσού για να συγκρατήσει την τιμή του.

Η συνέχιση των πιέσεων στην αγορά χρυσού είχε σαν αποτέλεσμα την διάλυση της κοινοπραξίας το 1968 και την εγκαθίδρυση του συστήματος

---

<sup>3</sup> Η υιοθέτηση του συστήματος Bretton Woods σηματοδότησε την πτώση της σημασίας του χρυσού για το ΔΝΣ

της διπλής τιμής, μιας επίσημης τιμής για τις συναλλαγές μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και μιας αγοραίας τιμής βάσει της ιδιωτικής προσφοράς και ζήτησης.

Η επεκτατική νομισματική πολιτική των Η.Π.Α στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '60 και στις αρχές της δεκαετίας του '70, επηρέασε την εξέλιξη του πληθωρισμού όχι μόνο στις Η.Π.Α, αλλά και με κάποια χρονική υστέρηση και στις άλλες χώρες. Έτσι, η αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων σε δολάρια της Γερμανίας, της Ιαπωνίας και των άλλων χωρών με πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καθιστούσε ιδιαίτερα δυσχερή την εξουδετέρωση των επιδράσεων των διαθεσίμων αυτών στην προσφορά χρήματος μέσω της πολιτικής αντιστάθμισης. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση της εγκώριας προσφοράς χρήματος και την επιτάχυνση του ρυθμού πληθωρισμού(διεθνής πληθωρισμός).

Οι νομισματικές εξελίξεις στη Γερμανία σε μεγάλο βαθμό υπήρξαν αποτέλεσμα των παρεμβάσεων της Bundesbank η οποία αγόραζε μεγάλες ποσότητες δολαρίων για να αποτρέψει την ανατίμηση του μάρκου έναντι του δολαρίου. Παρά τις έντονες παρεμβάσεις το δολάριο εξακολούθησε να δέχεται ισχυρές πιέσεις, οι οποίες είχαν σαν αποτέλεσμα η κεντρική τράπεζα της Γερμανίας να αναστείλει την παρέμβαση και να επιτρέψει την ελεύθερη διακύμανση του μάρκου. Το παράδειγμα της Γερμανίας ακολούθησαν η Αυστρία, το Βέλγιο, η Ελβετία και η Ολλανδία.

Η γενική δυσπιστία προς το δολάριο και η σημαντική μείωση των αποθεμάτων χρυσού της ομοσπονδιακής Τράπεζας σε σχέση με τις εξωτερικές υποχρεώσεις της ανάγκασαν την αμερικάνικη κυβέρνηση να αναστείλει το 1971 τη μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό<sup>4</sup>. Η αναστολή της μετατρεψιμότητας ουσιαστικά σήμανε το τέλος του συστήματος του Bretton Woods και την αντικατάστασή του με ένα σύστημα που βασιζόταν στον κανόνα δολαρίου.

#### **1.4 Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (1946-1971)**

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ιδρύθηκε το 1944. Έχει ως κύριο σκοπό την εξασφάλιση συνθηκών σταθερότητας στις διεθνείς πληρωμές, με την παροχή βραχυπρόθεσμων δανείων στις χώρες-μέλη και τη σταθεροποίηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Όταν μία χώρα έχει έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών της μπορεί να ζητήσει βραχυπρόθεσμα δάνεια από το Ταμείο.

Αυτό της επιτρέπει μέσα στα όρια των «δικαιωμάτων αγοράς» που της έχει εγκρίνει, να αγοράσει με το νόμισμα της ορισμένη ποσότητα δολαρίων

---

<sup>4</sup> η απόφαση για αναστολή της μετατρεψιμότητας συνοδεύτηκε από μία δέσμη μέτρων πολιτικής που περιλάμβανε μέτρα αυστηρής δημοσιονομικής διαχείρισης, το πάγωμα των μισθών-τιμών για τρεις μήνες και την επιβολή φόρου 10% επί των εισαγωγών.

από τα αποθέματα του Ταμείου. Όταν τακτοποιηθεί αργότερα το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών της, η χώρα θα πρέπει να ξαναγοράσει από το Ταμείο το νόμισμά της που του είχε δώσει, πληρώνοντας γι' αυτό με χρυσό, με δολάρια ή με SDR' s.

Το Ταμείο δεν περιορίζεται στη χορήγηση βραχυπρόθεσμων δανείων για προσωρινή τακτοποίηση συναλλαγματικών ελλειμμάτων των χωρών-μελών. Προσπαθεί να επιβάλλει και την τήρηση ορισμένων κανόνων που θα υποχρεώνουν τις χώρες-μέλη να ελέγχουν τη διεθνή τους ρευστότητα. Αν μια χώρα δημιουργεί συνέχεια χρέη, το Ταμείο στέλνει εκπροσώπους του για να εξετάσουν επί τόπου την κατάστασή και να συμβουλευθούν τη χώρα, αν αυτή εξακολουθεί ακατάλληλη πολιτική, τότε της επιβάλλει ορισμένες κυρώσεις. Αν τα συναλλαγματικά προβλήματα της χώρας εξακολουθούν, βάσει της Συμφωνίας του Bretton Woods, το Ταμείο μπορούσε να επιτρέψει τη μεταβολή της ισοτιμίας του νομίσματος της μέχρι 10%. Αν η μεταβολή αυτή δεν επαρκούσε, το Ταμείο, αφού επανεξέταζε την περίπτωση, μπορούσε να επιτρέψει και νέα μεταβολή της ισοτιμίας του νομίσματος της. Στη δεκαετία 1960-1970 το Ταμείο άρχισε να πιέζει και τις χώρες με μόνιμα πλεονάσματα στο ισοζύγιο πληρωμών τους, όπως ήταν τότε η Δυτική Γερμανία, για να παίρνουν μέτρα για την μείωση των πλεονασμάτων αυτών, ώστε να διευκολύνεται η τακτοποίηση των ελλειμμάτων άλλων χωρών (π.χ. ανατίμηση του νομίσματος, μείωση των δασμών και των εξαγωγικών επιδοτήσεων κλπ.)

Στα πρώτα χρόνια της λειτουργίας του Ταμείου η σοβαρότητα της διαταράξεως των διεθνών συναλλαγών ήταν τέτοια, ώστε οι πόροι του Ταμείου αποδείχτηκαν ανεπαρκείς για την λύση των σχετικών προβλημάτων. Από τα μέσα της δεκαετίας 1950-1960 ο ρόλος του Ταμείου ενισχύθηκε.

Στη δεκαετία 1960-1970 παρουσιάστηκαν και πάλι σοβαρά προβλήματα στις διεθνείς πληρωμές και το Ταμείο δεν ήταν σε θέση να τα λύσει. Γι' αυτό το λόγο έγιναν οι διάφορες τροποποιήσεις του διεθνούς συστήματος πληρωμών.

### **1.5 Σύστημα Κυμαινόμενων Ισοτιμιών (1973-σήμερα)**

Προκειμένου να αναλύσουμε το καθεστώς της διολίσθησης, είναι αναγκαίο να εξετάσουμε πρώτα την εξέλιξη του διεθνούς νομισματικού συστήματος μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods. Επίσης, χρειάζεται να αναλυθούν οι επιδράσεις που είχαν στη διεθνή οικονομία οι πετρελαϊκές διαταραχές της δεκαετίας του 1970, καθώς αυτές επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό και την εξέλιξη του νομισματικού συστήματος.

Για ένα διάστημα, μετά την κατάρρευση της Σμιθσόνιας<sup>5</sup> συμφωνίας το 1973, κάθε μία από τις μεγάλες βιομηχανικές οικονομίες ακολούθησε τη δική της νομισματική πολιτική, στα πλαίσια κυμαινόμενων ισοτιμιών.

Εξαιρέση αποτέλεσαν οι χώρες της ΕΟΚ, οι οποίες προσπάθησαν να συντονίσουν τις νομισματικές πολιτικές, στα πλαίσια του «φιδιού στο τούνελ»<sup>6</sup>. Ωστόσο, τόσο η Βρετανία όσο η Γαλλία και η Ιταλία αντιμετώπιζαν προβλήματα στην προσπάθεια διατήρησης των στενών περιθωρίων διακύμανσης των ισοτιμιών που απαιτούσε το σύστημα αυτό.

Η επισημοποίηση του συστήματος των ελεύθερα μεταβλητών ισοτιμιών έγινε το 1976, σε μια διάσκεψη των κυριότερων μελών του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου στην Ιαμαϊκή. Οι αποφάσεις της διάσκεψης αυτής ήταν συνοπτικά οι εξής:

1. Επισημοποιήθηκε το σύστημα των ελεύθερα μεταβλητών ισοτιμιών.
2. Υποβαθμίστηκε ο ρόλος του χρυσού ως διεθνούς αποθεματικού μέσου.
3. Αυξήθηκαν τα μερίδια των μελών του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και ακόμη περισσότερο των μελών του Οργανισμού Πετρελαϊοεξαγωγικών Χωρών (Ο.Π.Ε.Χ.).
4. Αυξήθηκε η χρηματοδότηση για τις αναπτυσσόμενες χώρες.
5. Η ευθύνη της ισοτιμίας ενός νομίσματος πέρασε στην εκδότρια χώρα. Η αυτονομία της εγχώριας νομισματικής πολιτικής υπερίσχυσε των διεθνών κανόνων.

Πολλοί θεώρησαν την εποχή εκείνη ότι η οικονομία των νομισματικών πολιτικών θα επέτρεπε την απεξάρτηση των εθνικών οικονομιών, οι οποίες θα μπορούσαν πλέον να επιδιώκουν αυτόνομα τους στόχους τους, χωρίς εξωτερικούς περιορισμούς. Ωστόσο, η πραγματικότητα ήταν αρκετά διαφορετική καθώς ούτε το σύστημα των ελεύθερα μεταβλητών ισοτιμιών εξασφαλίζει αυτόματη εξωτερική ισορροπία, ενώ οι περισσότερες χώρες υιοθέτησαν κάποιους κανόνες παρέμβασης, ώστε να παρεμβαίνουν στην εξέλιξη των ισοτιμιών του νομίσματος τους. Τόσο στη δεκαετία του 1970, όσο και στη δεκαετία του 1980, το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών οδήγησε σε σημαντικές και έμμονες διακυμάνσεις των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών και των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών, ένα φαινόμενο που δεν ήταν συνεπές με την θεωρία της ισοδυναμίας των αγοραστικών δυνάμεων και της εξισορρόπησης του ισοζυγίου πληρωμών που προέβλεπαν πολλοί από τους υποστηρικτές του νέου συστήματος.

Τα φαινόμενα αυτά θεωρήθηκαν ως φαινόμενα ανισορροπίας, που σχετιζόνταν με την ταχεία προσαρμογή των προσδοκιών και των τιμών

---

<sup>5</sup> Το Δεκέμβριο του 1971 οι δυτικοευρωπαϊκές κυβερνήσεις συμφώνησαν: α) ανατίμηση της επίσημης τιμής του χρυσού σε 38 USD ή ουγγιά β) κατάργηση του εισαγωγικού δασμού του 10% των Η.Π.Α συνολική επανευθυγράμμιση των διμερών ισοτιμιών και δ) επέκταση της διακύμανσης των διμερών ισοτιμιών του δολαρίου στο  $\pm 2,25\%$

<sup>6</sup> Το 1972 οι χώρες της ΕΟΚ αποφάσισαν να περιορίσουν το εύρος διακύμανσης μεταξύ των ισοτιμιών των νομισμάτων τους



στις αγορές συναλλάγματος, την ίδια στιγμή που η προσαρμογή των τιμών των αγαθών, υπηρεσιών και των ονομαστικών μισθών, ήταν βραβεία<sup>7</sup>.

Γενικότερα όμως στο σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών υπήρχε κάποια άτυπη προσπάθεια συντονισμού των νομισματικών πολιτικών των κυριότερων βιομηχανικών χωρών, στα πλαίσια των συναντήσεων των ηγετών, των υπουργών Οικονομικών και των Διοικητών των Κεντρικών Τραπεζών των επτά μεγαλύτερων βιομηχανικών χωρών (G-7, σύστημα διοικητικά καθοριζόμενων ισοτιμιών). Αυτές οι συναντήσεις κορυφής ξεκίνησαν με πρωτοβουλία του προέδρου Vallery Giscard D'Estaing το 1975 στο Rambouillet και εξελίχθηκαν σε ετήσιο θεσμό άτυπου συντονισμού των μακροοικονομικών και άλλων πολιτικών της ομάδας των Επτά.

Οι πρώτες τέσσερις συναντήσεις κορυφής, την περίοδο 1975-1978, υπήρξαν αρκετά φιλόδοξες. Οι επτά χώρες προσπάθησαν, χωρίς όμως ιδιαίτερη επιτυχία, να συντονίσουν την μακροοικονομική τους πολιτική, προκειμένου να μεγιστοποιηθούν οι ευκαιρίες από την παγκόσμια ανάκαμψη. Οι επόμενες τέσσερις συναντήσεις, το 1979-1982, ασχολήθηκαν με την αντιμετώπιση των συνεπειών της δεύτερης πετρελαϊκής διαταραχής της δεκαετίας του 1970, αλλά χωρίς τις φιλόδοξες προσπάθειες συντονισμού που χαρακτήρισαν την τετραετία 1975-1978.

Στη περίοδο 1983-1986 εμπεδώθηκε το καθεστώς του χαλαρού συντονισμού της προηγούμενης τετραετίας, αν και το 1978, μετά την συντονισμένη προσπάθεια *‘ομαλής προσγείωσης’* του δολαρίου το 1985, με την συμφωνία του Λούβρου, φάνηκε προς στιγμήν ότι υπήρχε προσπάθεια επανόδου σε ένα καθεστώς περιορισμού των διακυμάνσεων των ισοτιμιών μεταξύ των τριών κύριων νομισμάτων, του δολαρίου, του μάρκου και του γεν.

Έκτοτε, οι σύνοδοι κορυφής περιορίζονται σε ένα χαλαρό συντονισμό των δημοσιονομικών πολιτικών, με κύρια έμφαση στον περιορισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την καταπολέμηση του πληθωρισμού.

Την ίδια περίοδο, στην Ευρώπη έχουμε την μετεξέλιξη του *‘φιδιού στο τούνελ’* στο *Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ)*, το πρόγραμμα της ενιαίας αγοράς και την πορεία προς την Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

---

<sup>7</sup> Όπως έδειξε ο Dornbusch (1976), ο συνδυασμός ταχείας προσαρμογής των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών και βραδείας προσαρμογής των τιμών των αγαθών οδηγεί σε φαινόμενα *‘υπερακόντισης’* των μεταβολών των ονομαστικών και πραγματικών ισοτιμιών.

## 1.6 Άριστες Νομισματικές Περιοχές

Τα βασικά στοιχεία της οποίας αναπτύχθηκαν από τους Mundell(1961), McKinnon (1963), Kenen (1969) και Krugman (1989), συνδέεται με το πρόβλημα της επιλογής του προσφορότερου συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η άριστες νομισματικές περιοχές αναφέρονται σε μια ομάδα χωρών, των οποίων τα νομίσματα συνδέονται μεταξύ τους με αμετάκλητα σταθερές ισοτιμίες, ενώ έναντι των νομισμάτων άλλων χωρών, μπορούν να διακυμαίνονται ελεύθερα. Η εγκαθίδρυση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (Ε.Ν.Σ), το οποίο σχεδιάστηκε ως σύστημα σταθερών αλλά προσαρμόσιμων ισοτιμιών, μπορεί να θεωρηθεί ως μια πρώτη προσπάθεια των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας να δημιουργήσουν μια τέτοια άριστη νομισματική περιοχή. Η σχετική επιτυχία του Ε.Ν.Σ οδήγησε στη συνθήκη του Μάαστριχτ, η οποία αναφέρεται στη σταδιακή δημιουργία της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης (EMU),, καθώς και στις προϋποθέσεις, για την συμμετοχή των κρατών-μελών στην νομισματική ένωση, που χαρακτηρίζεται από ένα κοινό νόμισμα και την ενιαία νομισματική πολιτική την οποία ασκεί ο υπερεθνικός θεσμός, (το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), με εκτελεστικό όργανο την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)).

Η δημιουργία μιας άριστης νομισματικής περιοχής αποβλέπει στη μεγιστοποίηση των ωφελειών που προκύπτουν από τον καθορισμό αμετάκλητα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ή την υιοθέτηση κοινού νομίσματος και στην ελαχιστοποίηση του κόστους που συνεπάγεται η εγκατάλειψη της νομισματικής πολιτικής.

- Τα κύρια οφέλη της νομισματικής ενοποίησης, τα οποία προκύπτουν από τη βελτίωση των λειτουργιών του χρήματος (ενιαίου νομίσματος), περιλαμβάνουν:
  - α) την εξάλειψη της αβεβαιότητας που συνδέεται με τις συνεχείς διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, με αποτέλεσμα να ενθαρρύνεται η εξειδίκευση της παραγωγής και το εμπόριο μεταξύ των χωρών,
  - β) την εξάλειψη του κόστους που συνεπάγεται τόσο η μετατροπή ενός νομίσματος σε ένα άλλο όσο και η κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου, εφόσον καθιερωθεί ένα κοινό νόμισμα,
  - γ) τη μεγαλύτερη ενδεχομένως σταθερότητα των τιμών, εξαιτίας του γεγονότος ότι οι διαταραχές στις διάφορες περιοχές ή χώρες εντός του ευρύτερου νομισματικού χώρου θα τείνουν να αλληλοεξουδετερώνονται και
  - δ) την δυνατότητα των επιχειρήσεων να επωφελούνται των οικονομιών κλίμακας παραγωγής, εφόσον η ευρύτερη νομισματική περιοχή μπορεί να θεωρηθεί ως μια ενιαία αγορά.
- Το μεγαλύτερο ίσως μειονέκτημα μιας άριστης νομισματικής περιοχής είναι ότι μια χώρα-μέλος δεν έχει τη δυνατότητα να ασκήσει αυτόνομη νομισματική και συναλλαγματική πολιτική. Η

απώλεια ενός μέσου πολιτικής, όπως η μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, είναι δυνατό να δημιουργήσει σοβαρά προβλήματα σε ορισμένες χώρες, αν οι μισθοί, η παραγωγικότητα και οι τιμές έχουν διαφορετικές τάσεις στις διάφορες χώρες-μέλη.

Ο σχηματισμός μιας άριστης νομισματικής περιοχής εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, οι σημαντικότεροι από τους οποίους είναι ο βαθμός κινητικότητας των συντελεστών παραγωγής (Mundell, 1961) μεταξύ των χωρών που συμμετέχουν στην νομισματική ένωση, η εξάρτηση μιας χώρας από τις εξωτερικές συναλλαγές (McKinnon, 1963) και ο βαθμός διαφοροποίησης της παραγωγής και του εμπορίου (Kenen, 1969).

## **2. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΈΝΩΣΗ**

Από την 1 Ιανουαρίου 1993 η Ευρωπαϊκή Κοινότητα αποτελεί μια ενιαία αγορά. Έπειτα από την δημιουργία της ενιαίας αγοράς ως επόμενο στάδιο της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης θεωρήθηκε η οικονομική και νομισματική ένωση. Οι διεργασίες προς την κατεύθυνση της οικονομικής και νομισματικής ένωσης άρχισαν την 1<sup>η</sup> Ιουλίου 1990, ενώ η Συνθήκη του Μάαστριχτ δημιούργησε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για τα επόμενα στάδια της ευρωπαϊκής ενοποίησης. Οι πρώτες προσπάθειες της Κοινότητας για την πραγματοποίηση της οικονομικής και νομισματικής ένωσης ξεκίνησαν όταν άρχισε να κλονίζεται το σύστημα των σταθερών αλλά προσαρμόσιμων συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods. Το 1970 συντάχθηκε η έκθεση Werner η οποία πρότεινε την δημιουργία της νομισματικής ένωσης σε τρία στάδια μέχρι το 1980. Η κρίση όμως του διεθνούς νομισματικού συστήματος την περίοδο εκείνη και η διαφορετική στάση των κρατών- μελών απέναντι στην κρίση είχαν σαν αποτέλεσμα την αναστολή της διαδικασίας υλοποίησης του σχεδίου Werner(δημιουργία του νομισματικού «φιδιού» το 1972).

Ένα σημαντικό βήμα προς την νομισματική ένωση ήταν η ίδρυση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος το οποίο αντικατέστησε το νομισματικό «φίδι». Επίσης μια σημαντική προσπάθεια της Ευρωπαϊκής Κοινότητας έγινε στη σύνοδο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου τον Ιούνιο του 1988, όπου ανατέθηκε σε επιτροπή υπό τον Jacques Delors να διερευνήσει και να προτείνει τα στάδια υλοποίησης του στόχου της οικονομικής και νομισματικής ένωσης.

### **2.1 .Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα**

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα δημιουργήθηκε το 1978, προκειμένου να εξασφαλισθεί μια σχετική σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα. Η σταθερότητα αυτή θεωρήθηκε απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτελεσματική λειτουργία των υπόλοιπων μηχανισμών της κοινότητας, όπως το ελεύθερο διακοινοτικό εμπόριο, η Κοινή Αγροτική Πολιτική, η περιφερειακή και διαρθρωτική πολιτική και πιο πρόσφατα το πρόγραμμα της Ενιαίας Αγοράς. Η πρωτοβουλία ανήκε στον άξονα της Γαλλίας και της Γερμανίας και οι λεπτομέρειες καθορίστηκαν σε δύο Ευρωπαϊκά συμβούλια, της Βρέμης (Ιούλιος 1978) και των Βρυξελλών (Δεκέμβριος 1978).

Το πρώτο στοιχείο του ΕΝΣ είναι η Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα, το ECU (European Currency Unit), που αντικατέστησε την Ευρωπαϊκή Λογιστική Μονάδα του φιδιού. Η ECU ήταν μια σύνθετη λογιστική μονάδα, που αποτελούνταν από σταθερά ποσά των νομισμάτων των κρατών- μελών της Κοινότητας.

Το δεύτερο στοιχείο του ΕΝΣ είναι ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ). Για τα νομίσματα που συμμετέχουν στο ΜΣΙ, οι εθνικές

κεντρικές τράπεζες αναλαμβάνουν να διατηρούν τις αγοραίες ισοτιμίες έναντι οποιουδήποτε άλλου νομίσματος του συστήματος, εντός των προκαθορισμένων ορίων από τις διμερείς κεντρικές ισοτιμίες. Τα όρια αυτά, έως το 1993, ήταν  $\pm 2,25\%$ . Για ορισμένα νομίσματα επιτρέπονταν ευρύτερα όρια, της τάξεως του  $\pm 6\%$ . Ο τρόπος με τον οποίο διατηρούνταν οι διμερείς ισοτιμίες εντός των προκαθορισμένων ορίων ήταν οι παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών στις αγορές συναλλάγματος, μέσω αγοραπωλησιών νομισμάτων.

Οι παρεμβάσεις που γίνονται όταν μια διμερής ισοτιμία φθάσει το επιτρεπόμενο όριο, καλούνται οριακές και πρέπει να γίνουν και από τις δύο εμπλεκόμενες κεντρικές τράπεζες. Στις οριακές παρεμβάσεις η κεντρική τράπεζα του ισχυρότερου νομίσματος αναλαμβάνει να παρέχει στην κεντρική τράπεζα του ασθενέστερου πιστώσεις χωρίς όρια, αλλά και η κεντρική τράπεζα του ασθενέστερου νομίσματος πρέπει να χρησιμοποιήσει όλα τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα. Εκτός από τις οριακές παρεμβάσεις, υπάρχουν και οι ενδο-οριακές, που δεν είναι υποχρεωτικές, αλλά απαιτούν έγκριση της κεντρικής τράπεζας της οποίας το νόμισμα χρησιμοποιείται για παρεμβάσεις. Ένα άλλο στοιχείο του μηχανισμού παρεμβάσεων είναι ο δείκτης αποκλίσεων (divergence indicator), ένας σταθμικός μέσος όρος των αποκλίσεων, που απομονώνει το νόμισμα εκείνο που αποκλίνει από το μέσο όρο. Ωστόσο, ο δείκτης αυτός δεν έπαιξε ουσιαστικό ρόλο στο σύστημα.

Το τρίτο στοιχείο του ΕΝΣ είναι οι χρηματοδοτικές διευκολύνσεις που διακρίνονται σε τρία είδη: α) η πολύ Βραχυχρόνια Χρηματοδοτική Διευκόλυνση, β) η Βραχυχρόνια Νομισματική Υποστήριξη και γ) η Μεσοχρόνια Χρηματοδοτική Βοήθεια. Η διαχείριση των πρώτων δύο ανήκει στη δικαιοδοσία των κεντρικών τραπεζών, ενώ η τρίτη ανήκει στη δικαιοδοσία του Συμβουλίου Υπουργών. Η Βραχυχρόνια Νομισματική Υποστήριξη παρέχει βραχυχρόνιες πιστώσεις για τις ανάγκες του ισοζυγίου πληρωμών, ενώ η Πολύ Βραχυχρόνια Χρηματοδοτική Διευκόλυνση αποσκοπεί στη χρηματοδότηση παρεμβάσεων στα πλαίσια του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.

Από την έναρξη της λειτουργίας του, το ΕΝΣ περιόρισε τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Ευρώπη, συμβάλλοντας έτσι στην σταθεροποίηση των σχετικών τιμών. Ωστόσο, παρά τον συμμετρικό σχεδιασμό του, το ΕΝΣ λειτουργούσε ασύμμετρα. Οι ασυμμετρίες του προέρχονταν από το γεγονός ότι η νομισματική πολιτική στη Γερμανία ήταν συστηματικά πιο περιοριστική από ότι το γερμανικό μάρκο είναι διεθνές νόμισμα σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από τα υπόλοιπα νομίσματα της Κοινότητας.

Η πιο περιοριστική νομισματική πολιτική της Γερμανικής Bundesbank είχε ως συνέπεια την ανάγκη ενδοοριακών παρεμβάσεων από τις υπόλοιπες κεντρικές τράπεζες, με αποτέλεσμα να γίνεται περισσότερο περιοριστική η νομισματική πολιτική σε όλες τις χώρες του συστήματος. Σε αντίθετες περιπτώσεις, η πίεση στα ασθενή νομίσματα γινόταν τόσο

ισχυρή, ώστε να δημιουργείται ανάγκη αναδιάρθρωσης των ισοτιμιών. Ωστόσο, λόγω της συλλογικότητας των αποφάσεων για αναδιάρθρωσεις, οι υποτιμήσεις των χωρών με χαλαρή νομισματική πολιτική και υψηλό πληθωρισμό, ποτέ δεν ήταν ίσες με τη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της οικονομίας με το ασθενές νόμισμα και της Γερμανίας.

Έτσι το σύστημα κατέληξε σε μια ευρεία ζώνη μάρκου, όπου η νομισματική πολιτική καθοριζόταν ουσιαστικά από την Bundesbank. Οι υπόλοιπες χώρες του συστήματος 'αγόραζαν' την αντιπληθωριστική φήμη της Bundesbank και έτσι κατέληγαν με χαμηλό πληθωρισμό.

Παράλληλα, η Γερμανία κέρδιζε σε ανταγωνιστικότητα, καθώς είχε χαμηλότερο πληθωρισμό από τους υπόλοιπους και οι τυχόν αναδιάρθρωσεις δεν κάλυπταν πλήρως αυτή τη διαφορά πληθωρισμού. Κατά συνέπεια, όλοι έβγαίναν κερδισμένοι από το σύστημα, αν και η επιμονή των άλλων χωρών για την προώθηση της πλήρους νομισματικής ένωσης δείχνει ότι η Γερμανία μάλλον ήταν η περισσότερη κερδισμένη χώρα <sup>8</sup>.

Η δεύτερη ασυμμετρία, αυτή που προκύπτει από τη διεθνή θέση του Γερμανικού μάρκου, έχει ως συνέπεια να ασκούνται πιέσεις στο σύστημα, όταν υπάρχουν διεθνείς διαταραχές που επηρεάζουν την ισοτιμία του μάρκου με το δολάριο ή το γεν. Ο λόγος είναι ότι όποτε υπάρχει φυγή προς το δολάριο, για παράδειγμα εξαιτίας μεταβολής της διαφοράς ευρωπαϊκών και αμερικανικών επιτοκίων, η φυγή αυτή είναι κυρίως από το μάρκο και όχι αναλογικά από όλα τα ευρωπαϊκά νομίσματα. Και αυτό γιατί το μάρκο, ως δεύτερο σε σημασία διεθνές αποθεματικό νόμισμα, είναι το ευρωπαϊκό νόμισμα που διακρατούν οι διεθνείς επενδυτές.

Αντίστροφα, όταν υπάρχει φυγή από το δολάριο, οι διεθνείς επενδυτές καταφεύγουν κυρίως σε μάρκα και όχι αναλογικά από όλα τα ευρωπαϊκά νομίσματα. Οι κινήσεις αυτές δημιουργούν πιέσεις στο σύστημα, γιατί το μάρκο ζητείται ή προσφέρεται σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από τα υπόλοιπα νομίσματα του ΕΝΣ με αποτέλεσμα την εμφάνιση τάσεων ανατίμησης ή υποτίμησης του όχι μόνο έναντι του δολαρίου αλλά και απέναντι των νομισμάτων του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος.

Ο μηχανισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών υπέστη πολλές πιέσεις στην ιστορία του ΕΝΣ. Όλες οι περίοδοι πιέσεων συνέπεσαν με διεθνείς νομισματικές αναταραχές, που οφείλονταν στην έλλειψη συντονισμού των μακροοικονομικών πολιτικών μεταξύ ΗΠΑ και οικονομιών του ΕΝΣ, ή στην έλλειψη συντονισμού των μακροοικονομικών πολιτικών μεταξύ των ίδιων των οικονομιών της ΕΟΚ. Έτσι είχαμε τις πιέσεις του 1981-83, που προκλήθηκαν από τη διεθνή ανατίμηση του δολαρίου και την επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική της Γαλλίας στις αρχές της προεδρίας Mitterand και τις πιέσεις του 1986 που

---

<sup>8</sup> Βλ. Giavazzi and Giovannini (1989) για μία εκτεταμένη περιγραφή και ανάλυση της λειτουργίας και των ιδιοτήτων του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος.

προκλήθηκαν από την διεθνή υποτίμηση του δολαρίου. Ο τρόπος με τον οποίο γινόταν η εκτόνωση των πιέσεων ήταν οι αναδιατάξεις των ισοτιμιών και στις περιπτώσεις που υπήρχε έλλειψη του συντονισμού των μακροοικονομικών πολιτικών των ευρωπαϊκών χωρών, με την προσαρμογή των υπολοίπων χωρών προς την πολιτική της Γερμανίας.

## **2.2 Η Συνθήκη του Μάαστριχτ**

### **• Πρώτο Στάδιο: 1990-1993**

Με βάση την Έκθεση Delors, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε τον Ιούνιο του 1989 ότι το πρώτο στάδιο υλοποίησης της ευρωπαϊκής και νομισματικής ένωσης θα ξεκινούσε την 1<sup>η</sup> Ιουλίου 1990, ημερομηνία κατά την οποία καταργήθηκαν όλοι οι περιορισμοί στην κυκλοφορία κεφαλαίων ανάμεσα στα κράτη-μέλη. Την ίδια εποχή εκχωρήθηκαν πρόσθετες αρμοδιότητες στην Επιτροπή των Διοικητών των κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, η οποία από τη σύστασή της το Μάιο του 1964, είχε σημαντικό ρόλο στη νομισματική συνεργασία. Αυτές οι αρμοδιότητες καθορίστηκαν με απόφαση του Συμβουλίου της 12<sup>ης</sup> Μαρτίου 1990 και αφορούσαν την διεξαγωγή διαβουλεύσεων και την προώθηση του συντονισμού στον τομέα της νομισματικής πολιτικής των κρατών- μελών, με στόχο την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Επειδή το διαθέσιμο χρονικό διάστημα ήταν σχετικά σύντομο και τα καθήκοντα που έπρεπε να αναληφθούν πολύπλοκα, η Επιτροπή των Διοικητών ανέλαβε και αυτή με την σειρά της προπαρασκευαστικές εργασίες για το επόμενο στάδιο της Ευρωπαϊκής και Νομισματικής Ένωσης (ΕΝΕ). Πρώτα έπρεπε να εντοπιστούν όλα τα θέματα που έπρεπε να τεθούν υπό εξέταση σε αρχικό στάδιο, να θεσπιστεί ένα πρόγραμμα εργασίας μέχρι τα τέλη του 1993 και να προσδιοριστούν κατάλληλα τα καθήκοντα που θα αναλάμβαναν οι υπάρχουσες υπό-επιτροπές και ομάδες εργασίας οι οποίες είχαν συσταθεί για αυτό το σκοπό.

Για την υλοποίηση του Δεύτερου και του Τρίτου Σταδίου, ήταν απαραίτητη η αναθεώρηση της Συνθήκης περί ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (η «Συνθήκη της Ρώμης»), προκειμένου να θεσπιστεί η απαραίτητη θεσμική δομή. Για το σκοπό αυτό, συγκλήθηκε μια Διακυβερνητική Διάσκεψη για την ΕΝΕ, η οποία πραγματοποιήθηκε το 1991 παράλληλα με τη Διακυβερνητική Διάσκεψη για τη πολιτική ένωση. Οι διαπραγματεύσεις κατέληξαν στη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, η οποία εγκρίθηκε το Δεκέμβριο του 1991 και υπογράφηκε στο Μάαστριχτ στις 7 Φεβρουαρίου το 1992. Ωστόσο, επειδή καθυστέρησε η διαδικασία κύρωσης, η Συνθήκη (η οποία τροποποίησε τη Συνθήκη περί ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, μετονομάζοντάς την σε Συνθήκη περί ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και εισήγαγε, μεταξύ άλλων, το Πρωτόκολλο για το καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και το Πρωτόκολλο για το καταστατικό του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος) τέθηκε τελικά σε ισχύ την 1<sup>η</sup> Νοεμβρίου 1993.

## • Δεύτερο Στάδιο: 1994-1998

Η ίδρυση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ινστιτούτο (ΕΝΙ) την 1η Ιανουαρίου 1994 σηματοδότησε την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου της ΕΝΕ και κατά συνέπεια τη διάλυση της Επιτροπής των Διοικητών. Το ΕΝΙ αποτέλεσε ένα μεταβατικό στάδιο, το οποίο αντανάκλουσε επίσης την κατάσταση της νομισματικής ολοκλήρωσης στο εσωτερικό της Κοινότητας. Το ΕΝΙ δεν έφερε καμία ευθύνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αφού αυτή αποτελούσε αποκλειστικό δικαίωμα των εθνικών αρχών. Επιπλέον, δεν είχε καμία αρμοδιότητα παρέμβασης στις αγορές συναλλάγματος.

Τα δύο κύρια καθήκοντα του ΕΝΙ ήταν:

- α) η ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και ο συντονισμός της νομισματικής πολιτικής
- β) η εκτέλεση των απαραίτητων προπαρασκευαστικών εργασιών για την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και για την δημιουργία του ενιαίου νομίσματος στο Τρίτο Στάδιο.

Σύμφωνα με τα όσα ορίζει η Συνθήκη, το ΕΝΙ ανέλαβε κυρίως

- Να προετοιμάσει μια σειρά μέσων και διαδικασιών για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη μελλοντική ζώνη του ευρώ και να αναλύσει τις ενδεχόμενες στρατηγικές νομισματικής πολιτικής,
- Να προωθήσει την εναρμόνιση στον τομέα της συλλογής, επεξεργασίας και διανομής κατάλληλα διαρθρωμένων στατιστικών στοιχείων για τη ζώνη του ευρώ όσον αφορά νομισματικά και τραπεζικά δολάρια, δεδομένα του ισοζυγίου πληρωμών, καθώς και άλλα χρηματοοικονομικά δεδομένα,
- να αναπτύξει το πλαίσιο για τη διεξαγωγή πράξεων συναλλάγματος, καθώς και για την τήρηση και τη διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών που συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ,
- να προωθήσει την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών εκτέλεσης διασυννοριακών πληρωμών και διακανονισμού χρεογράφων, προκειμένου να στηρίξει την ολοκλήρωση της χρηματαγοράς του ευρώ, κυρίως με την ανάπτυξη της τεχνικής υποδομής (το σύστημα TARGET), ώστε η επεξεργασία διασυννοριακών πληρωμών σε ευρώ να πραγματοποιείται το ίδιο ομαλά όπως οι εγχώριες πληρωμές
- να αναλάβει τις προετοιμασίες για τα τραπεζογραμμάτια ευρώ, συμπεριλαμβανομένης της σχεδιάσής τους και των τεχνικών προδιαγραφών τους.

Για το σκοπό αυτό, το ΕΝΙ αποτέλεσε ένα βήμα διαβουλεύσεων, καθώς και ανταλλαγής απόψεων και πληροφοριών για θέματα πολιτικής. Επιπλέον, προσδιόρισε το κανονιστικό, οργανωτικό και υλικοτεχνικό



πλαίσιο που χρειαζόταν το ΕΣΚΤ, για την άσκηση των καθηκόντων στο Τρίτο Στάδιο. Το Δεκέμβριο του 1995, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο συμφώνησε να ονομάσει «ευρώ» την ευρωπαϊκή νομισματική μονάδα, η οποία επρόκειτο να εισαχθεί κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου και επιβεβαίωσε ότι το Τρίτο Στάδιο της ΕΝΕ θα ξεκινούσε την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999. Προαναγγέλθηκε ένα σχεδιάγραμμα για τη μετάβαση του ευρώ, το οποίο βασίστηκε κυρίως σε αναλυτικές προτάσεις που εκπόνησε το ΕΝΙ. Παράλληλα το ΕΝΙ ανέλαβε να εκτελέσει προπαρασκευαστικές εργασίες για τις νομισματικές και συναλλαγματικές σχέσεις που θα επικρατούσαν στο μέλλον ανάμεσα στη ζώνη του ευρώ και σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το Δεκέμβριο του 1996, το ΕΝΙ υπέβαλε μια έκθεση στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, η οποία αποτέλεσε τη βάση ενός ψηφίσματος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για τις αρχές και τα θεμελιώδη στοιχεία του νέου μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών(ΜΣΙ ΙΙ), το οποίο εγκρίθηκε τον Ιούνιο του 1997.

Το Δεκέμβριο του 1996, το ΕΝΙ παρουσίασε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και στη συνέχεια στο ευρύτερο κοινό, την επιλεχθείσα σειρά σχεδίων για τα τραπεζογραμμάτια ευρώ, τα οποία πρόκειται να τεθούν σε κυκλοφορία την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2002.

Προκειμένου να συμπληρώσει και να προσδιορίσει τις διατάξεις της Συνθήκης για την ΕΝΕ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ενέκρινε τον Ιούνιο του 1997 το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Δύο κανονισμοί αποτελούν μέρος του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, που αποσκοπεί στη διασφάλιση δημοσιονομικής πειθαρχίας όσον αφορά την ΕΝΕ. Με δήλωση του Συμβουλίου το Μάιο του 1998, το Σύμφωνο συμπληρώθηκε και ενισχύθηκαν οι αντίστοιχες δεσμεύσεις.

Στις 2 Μαΐου 1998, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (σε επίπεδο αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων) αποφάσισε ομόφωνα ότι έντεκα κράτη μέλη (Βέλγιο, Γερμανία, Ισπανία, Γαλλία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες, Πορτογαλία και Φινλανδία) πληρούσαν τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999. Επομένως, οι χώρες αυτές επρόκειτο να συμμετέχουν στο Τρίτο Στάδιο της ΕΝΕ. Επιπλέον, οι αρχηγοί κρατών ή κυβερνήσεων κατάληξαν σε συμφωνία σε πολιτικό επίπεδο για τις προσωπικότητες που επρόκειτο να προταθούν ως μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

Παράλληλα, οι Υπουργοί Οικονομικών των κρατών-μελών που υιοθέτησαν το ενιαίο νόμισμα συμφώνησαν μαζί με τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των εν λόγω κρατών-μελών, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΕΝΙ ότι οι τρέχουσες διμερείς κεντρικές ισοτιμίες των νομισμάτων των συμμετεχόντων κρατών μελών, στο πλαίσιο του ΜΣΙ, θα χρησιμοποιούνταν για τον καθορισμό των αμετάκλητων συντελεστών μετατροπής του ευρώ. Στις 25 Μαΐου 1998, οι κυβερνήσεις των έντεκα συμμετεχόντων κρατών μελών διόρισαν τον πρόεδρο, τον αντιπρόεδρο και τα τέσσερα άλλα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ. Οι οποίοι ανέλαβαν τα καθήκοντά τους την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1998, γεγονός που

σηματοδότησε την ίδρυση της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των συμμετεχόντων κρατών μελών αποτελούν το Ευρωσύστημα, το οποίο διαμορφώνει και προσδιορίζει την ενιαία νομισματική πολιτική στο Τρίτο Στάδιο της ΕΝΕ. Με την ίδρυση της ΕΚΤ το ΕΝΙ ολοκλήρωσε τα καθήκοντά του.

- **Τρίτο Στάδιο: 1999**

Την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999 άρχισε το τρίτο και τελικό στάδιο της ΕΝΕ με τον αμετάκλητο καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των 11 κρατών μελών που συμμετείχαν αρχικά στη Νομισματική Ένωση και με την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής υπό την ευθύνη της ΕΚΤ.

Επίσης καταργήθηκε το ΕΝΙ και άρχισε η λειτουργία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας που μαζί με τις Κεντρικές Τράπεζες των κρατών-μελών συγκροτεί το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ).

Η ΕΚΤ περιελάμβανε τη ρήτρα εξαίρεσης σύμφωνα με την οποία κάποιες χώρες έχουν το δικαίωμα να παραμείνουν εκτός της ΕΝΕ εάν το αποφασίσουν ανεξάρτητα από το αν πληρούν ή όχι τα κριτήρια σύγκλισης. Παράλληλα, αποφασίσθηκε ότι η συναλλαγματική ισοτιμία δραχμής-ευρώ θα είναι ίση με την τρέχουσα κεντρική ισοτιμία του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ ΙΙ).

Ο αριθμός των συμμετεχόντων κρατών μελών θα φθάσει τα 12 την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2001, όταν θα εισέλθει η Ελλάδα στο Τρίτο Στάδιο της ΕΝΕ. Από την ημέρα εκείνη, η Τράπεζα της Ελλάδας θα αποτελεί μέρος του Ευρωσυστήματος και η δραχμή νομισματική έκφραση του ευρώ. Η συμμετοχή της Ελλάδας κατέστη εφικτή κατόπιν της απόφασης που έλαβε στις 19 Ιουνίου 2000 το Συμβούλιο της ΕΕ, ότι η Ελλάδα πληροί τα κριτήρια σύγκλισης.

Τα κριτήρια σύγκλισης είναι μεταβλητές οι οποίες χρησιμοποιούνται για να εκφράσουν τον βαθμό ομοιογένειας των οικονομιών.

Τα ονομαστικά κριτήρια σύγκλισης είναι τα ακόλουθα:

*Πληθωρισμός:* Το μέσο ποσοστό του πληθωρισμού θα πρέπει να είναι ίσο ή μικρότερο του 1,5% του μέσου όρου της τιμής των τριών Κρατών Μελών που έχουν τον μικρότερο πληθωρισμό.

*Επιτόκια:* Οι χώρες που επιχειρούν να προσχωρήσουν στο Ευρώ θα πρέπει να έχουν μέσο όρο ονομαστικών επιτοκίων μικρότερο ή ίσο του 2% του μακροπρόθεσμου μέσου ονομαστικού επιτοκίου των τριών κρατών μελών με τον χαμηλότερο πληθωρισμό. Τα επιτόκια υπολογίζονται βάσει μακροπρόθεσμων ομολόγων του δημοσίου με σταθερό τοκομερίδιο ή συγκρίσιμων χρεογράφων, λαμβάνοντας υπόψη τις διαφορές των εθνικών ορισμών.

*Δημόσιο έλλειμμα:* Το δημόσιο έλλειμμα δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 3% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ).

*Δημόσιο χρέος:* Σύμφωνα με το κριτήριο αυτό, οι χώρες που στοχεύουν την ένταξή τους θα πρέπει να προσαρμόσουν τις δημόσιες οφειλές ώστε να μην υπερβαίνουν το 60% του ΑΕΠ τους. Σε περίπτωση που δεν συμβαίνει αυτό, εξαιρέσεις μπορούν να γίνουν για χώρες οι οποίες έχουν μειώσει το χρέος τους και επιτυγχάνουν έναν ρυθμό ο οποίος θα τους φέρει κοντά στο καθορισμένο ποσοστό.

*Συναλλαγματικές Ισοτιμίες:* Τα διάφορα νομίσματα των χωρών που υιοθετούν το Ευρώ θα πρέπει κατά τη διάρκεια μίας ελάχιστης περιόδου 2 χρόνων πριν από την εξέταση τους να παραμείνουν μέσα στα πλαίσια των περιθωρίων αυξομείωσης του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος. Όλα αυτά είναι σταθερές που χρησιμεύουν για να εκφραστεί επαρκώς ο βαθμός ομοιογένειας των οικονομιών, παρόλο που η εκπλήρωση τους εντός των καθορισμένων ορίων δεν υποδηλώνει ότι έχει λάβει χώρα πραγματική σύγκλιση, δηλαδή η σύγκλιση που αντανακλάται από τους δείκτες ανεργίας, το κατά κεφαλήν εισόδημα και τις δημόσιες δαπάνες.

### **2.3 Ο Νέος Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών**

Σύμφωνα με το ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου κατά τη σύνοδο του Άμστερνταμ στις 16 και 17 Ιουνίου, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα με το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΕΝΣ/ ΜΣΙΙ), που έπαιξε καθοριστικό ρόλο στη πορεία προς την ΕΝΕ, αντικαταστήθηκε από νέο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ΙΙ (ΜΣΙ ΙΙ) από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου. Ο νέος αυτός μηχανισμός συνδέει τα νομίσματα των εκτός ζώνης ευρώ κρατών-μελών με το ευρώ. Οι λειτουργικές διαδικασίες του νέου αυτού μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών καθορίστηκαν με Συμφωνία μεταξύ της ΕΚΤ και των ΕθνΚΤ των εκτός ζώνης ευρώ κρατών- μελών (Συμφωνία Κεντρικών Τραπεζών), την οποία υπέγραψαν ο Πρόεδρος της ΕΚΤ και οι διοικητές των τεσσάρων ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ την 1<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου 1998. Η Συμφωνία αυτή αντικαθιστά, από 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999, τη Συμφωνία της 13<sup>ης</sup> Μαρτίου 1979, όπως αυτή είχε τροποποιηθεί από τις Πράξεις της 10<sup>ης</sup> Ιουνίου 1985 και της 10<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 1987 αντίστοιχα, που όριζε τις λειτουργικές διαδικασίες του ΜΣΙ του ΕΝΣ.

Η συμμετοχή στον ΜΣΙ ΙΙ είναι προαιρετική για όλα τα κράτη-μέλη που βρίσκονται εκτός ζώνης ευρώ. Για τα κράτη-μέλη η συμμετοχή αυτή θεωρείται ως συνέχεια της συμμετοχής τους στο ΜΣΙ του ΕΝΣ και ως προοίμιο της πιθανής μελλοντικής συμμετοχής τους στο Τρίτο Στάδιο της ΕΝΕ. Ένας από τους κύριους στόχους του ΜΣΙ ΙΙ είναι η διατηρήσιμη σύγκλιση των οικονομικών επενδύσεων και πολιτικών στα εκτός ζώνης ευρώ συμμετέχοντα κράτη-μέλη, ιδίως στον τομέα της σταθερότητας των τιμών.

Αυτού του είδους η σύγκλιση θεωρείται προαπαιτούμενο για τη διατηρήσιμη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ενώ τέτοιου είδους σταθερότητα οδηγεί με τη σειρά της σε μεγαλύτερη σύγκλιση. Ο προσανατολισμός του ΜΣΙ ΙΙ στη σύγκλιση δεν αντικατοπτρίζεται μόνο στον κεντρικό ρόλο που έχει ανατεθεί στο ευρώ, αλλά και στη δυνατότητα στενότερης συνεργασίας των αντίστοιχων χωρών με την ΕΚΤ στον τομέα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ανάλογα με την πρόοδο που θα σημειώνουν στην οικονομική σύγκλιση προς τη ζώνη του ευρώ.

Ο νέος μηχανισμός βασίζεται στις κεντρικές ισοτιμίες έναντι του ευρώ με κανονική ζώνη διακύμανσης γύρω από τις κεντρικές ισοτιμίες  $\pm 15\%$  ή με στενότερες ζώνες διακύμανσης, ανάλογα με τη πρόοδο προς τη σύγκλιση που έχουν επιτύχει τα αντίστοιχα κράτη-μέλη. Οι παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος καθώς και η χρηματοδότηση στα περιθώρια της κανονικής ζώνης ή των στενότερων ζωνών διακύμανσης πολύ βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Η ΕΚΤ και οι εκτός ζώνης ευρώ συμμετέχουσες ΕθνΚΤ θα μπορούσαν όμως να αναστείλουν την αυτόματη παρέμβαση, εάν αυτή ερχόταν σε αντίθεση με τον πρωταρχικό τους σκοπό, δηλ. τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.

Ο νέος μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν περιλαμβάνει το μηχανισμό Βραχυπρόθεσμης Νομισματικής Στήριξης ούτε τις πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων (δημιουργία επίσημων ECU έναντι διαθέσιμων σε δολάρια ΗΠΑ και σε χρυσό), όπως προβλεπόταν από το ΕΝΣ/ΜΣΙ. Οι δύο αυτοί μηχανισμοί είχαν καταργηθεί μέχρι τη τελευταία μέρα του Δεύτερου Σταδίου.

## **2.4 Η Οργάνωση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών**

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ) των 16 κρατών μελών της Ευρωζώνης. Με τον όρο «Ευρωσύστημα» γίνεται αναφορά στην ΕΚΤ και στις ΕθνΚΤ των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Ωστόσο, οι ΕθνΚΤ των κρατών μελών που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ είναι μέλη του ΕΣΚΤ με *ειδικό καθεστώς*, επιτρέπεται να ασκούν την εθνική νομισματική πολιτική τους, αλλά δεν συμμετέχουν στη λήψη αποφάσεων που αφορούν την ενιαία νομισματική πολιτική για τη ζώνη του ευρώ ούτε στην εφαρμογή των αποφάσεων αυτών.

Σύμφωνα με τη Συνθήκη ίδρυσεως των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, πρωταρχικός στόχος του Ευρωσυστήματος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Με την επιφύλαξη αυτού του στόχου, το Ευρωσύστημα στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα και ενεργεί σύμφωνα με τις αρχές της οικονομίας της ανοικτής αγοράς.

Τα βασικά καθήκοντα του Ευρωσυστήματος είναι:

- ❖ να χαράζει και να εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική της ζώνης του ευρώ.
- ❖ να διενεργεί πράξεις συναλλάγματος,
- ❖ να κατέχει και να διαχειρίζεται τα επίσημα συναλλαγματικά διαθέσιμα των κρατών-μελών και
- ❖ να προωθεί την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών

Επιπλέον, το Ευρωσύστημα συμβάλλει στην ομαλή άσκηση των πολιτικών των αρμοδίων αρχών όσον αφορά την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ΕΚΤ έχει συμβουλευτικό ρόλο έναντι της Κοινότητας και των εθνικών αρχών για θέματα που εμπίπτουν στο πεδίο των αρμοδιοτήτων της, ιδίως σε ότι αφορά την κοινοτική ή εθνική νομοθεσία. Τέλος, προκειμένου να εκπληρώσει τα καθήκοντά του ΕΣΚΤ, η ΕΚΤ, με τη βοήθεια των ΕθνΚΤ, συλλέγει τις αναγκαίες στατιστικές πληροφορίες είτε από τις αρμόδιες εθνικές αρχές είτε απευθείας από οικονομικούς παράγοντες.

Οι αποφάσεις εντός του Ευρωσυστήματος λαμβάνονται συγκεντρωτικά μέσω των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ, δηλαδή το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή. Όσο υπάρχουν κράτη μέλη που δεν έχουν ακόμα υιοθετήσει το ευρώ, θα υπάρχει και ένα τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο απαρτίζεται από όλα τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των ΕθνΚΤ των κρατών μελών χωρίς παρέκκλιση, δηλαδή των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Τα κύρια καθήκοντα του Διοικητικού Συμβουλίου είναι:

- ❖ να καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και να λαμβάνει τις αποφάσεις οι οποίες είναι απαραίτητες για την εκπλήρωση των καθηκόντων που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα,
- ❖ να διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική της ζώνης του ευρώ, (όπου χρειάζεται), συμπεριλαμβανομένων αποφάσεων σχετικών με ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους, βασικά επιτόκια και προσφορά διαθεσίμων στο Ευρωσύστημα και
- ❖ να χαράζει τις απαραίτητες κατευθυντήριες γραμμές για την εκτέλεσή τους

Η Εκτελεστική Επιτροπή απαρτίζεται από τον πρόεδρο, τον αντιπρόεδρο και τέσσερα άλλα μέλη, που επιλέγονται μεταξύ προσώπων αναγνωρισμένου κύρους και επαγγελματικής εμπειρίας σε νομισματικά ή τραπεζικά θέματα. Διορίζονται με κοινή συμφωνία των κυβερνήσεων των κρατών-μελών σε επίπεδο αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων, κατόπιν σύστασης του Συμβουλίου της ΕΕ, έπειτα από διαβουλεύσεις με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Τα κύρια καθήκοντα της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι:

- ❖ να θέτει σε εφαρμογή τη νομισματική πολιτική σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις που θεσπίζονται από

το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ενεργώντας κατά αυτό τον τρόπο, να δίνει τις απαραίτητες οδηγίες στις ΕθνΚΤ και

- ❖ να ασκεί τις εξουσίες που τις μεταβιβάζει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ

Το Γενικό Συμβούλιο αποτελείται από τον πρόεδρο, τον αντιπρόεδρο και του διοικητές των ΕθνΚΤ και των 15 κρατών-μελών. Το Γενικό Συμβούλιο ασκεί τα καθήκοντα τα οποία ανέλαβε η ΕΚΤ από το ΕΝΙ και τα οποία πρέπει να συνεχίσουν να ασκούνται κατά το Τρίτο Στάδιο της Ευρωπαϊκής και Νομισματικής Ένωσης (ΕΝΕ), λόγω της ύπαρξης ενός ή περισσότερων κρατών-μελών με παρέκκλιση. Επίσης, το Γενικό Συμβούλιο συμβάλλει:

- ❖ στις συμβουλευτικές λειτουργίες της ΕΚΤ,
- ❖ στη συλλογή στατιστικών πληροφοριών,
- ❖ στη προετοιμασία των ετήσιων εκθέσεων της ΕΚΤ,
- ❖ στη θέσπιση των κανόνων που είναι αναγκαίοι για τη τυποποίηση της λογιστικής παρακολούθησης και της υποβολής εκθέσεων σχετικά με τις πράξεις των ΕθνΚΤ,
- ❖ στη λήψη μέτρων που αφορούν τον καθορισμό της κλειδας κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ, εκτός εκείνων που έχουν ήδη καθοριστεί στη Συνθήκη,
- ❖ στη θέσπιση των όρων απασχόλησης του προσωπικού της ΕΚΤ και
- ❖ στις αναγκαίες προετοιμασίες για τον αμετάκλητο καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των κρατών-μελών με παρέκκλιση έναντι του ευρώ.

Το Ευρωσύστημα είναι **ανεξάρτητο** της πολιτικής εξουσίας της ΕΕ. Κατά την εκτέλεση των καθηκόντων που αφορούν το Ευρωσύστημα, ούτε η ΕΚΤ ούτε οι ΕθνΚΤ ούτε κανένα μέλος των οργάνων λήψης αποφάσεων τους δεν επιτρέπεται να ζητεί ή να δέχεται υποδείξεις από οποιονδήποτε άλλο οργανισμό. Τα κοινοτικά όργανα ή οργανισμοί, καθώς και οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών δεν επιτρέπεται να επιδιώκουν να επηρεάζουν τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ ή των ΕθνΚΤ κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Προκειμένου να διασφαλίσει τη θητεία των διοικητών των ΕθνΚΤ και των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής, το Καταστατικό προβλέπει τα ακόλουθα μέτρα:

- ❖ η θητεία των διοικητών να είναι τουλάχιστον πενταετής και ανανεώσιμη,
- ❖ η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής να είναι τουλάχιστον οκταετής και μη ανανεώσιμη και
- ❖ η απαλλαγή μέλους από τα καθήκοντά του να είναι δυνατή μόνο σε περίπτωση ανικανότητας ή σοβαρού παραπτώματος. Στην περίπτωση αυτή, αρμόδιο για την επίλυση οποιασδήποτε διαφοράς είναι το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

Το αρχικό συνολικό κεφάλαιο της ΕΚΤ ανέρχεται σε 5 δισεκατομμύρια ευρώ. Οι ΕθνΚΤ είναι οι μόνοι εγγεγραμμένοι μεριδιούχοι και κάτοχοι του κεφαλαίου της ΕΚΤ. Η εγγραφή στο κεφάλαιο πραγματοποιείται με βάση τη κλειδα κατανομής που καθορίζεται σύμφωνα με τα αντίστοιχα μερίδια συμμετοχής των κρατών-μελών της ΕΕ στο ΑΕΠ και στον πληθυσμό της Κοινότητας. Οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έχουν καταβάλει πλήρως τις εισφορές τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ. Οι ΕθνΚΤ

των μη συμμετεχόντων χωρών έχουν καταβάλλει το 5% της αντίστοιχης εισφοράς τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ ως συμμετοχή στα λειτουργικά έξοδα της ΕΚΤ. Κατά συνέπεια, η ΕΚΤ διαθέτει αρχικό κεφάλαιο κατά τι μικρότερο των 4 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Επιπλέον, οι ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ μεταβίβασαν στην ΕΚΤ συναλλαγματικά διαθέσιμα μέχρι ποσού ισοδύναμου προς 40 δισεκατομμύρια ευρώ περίπου. Οι εισφορές κάθε ΕθνΚΤ ορίστηκαν κατ' αναλογία με το μερίδιο συμμετοχής της στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ, ενώ, σε αντάλλαγμα κάθε ΕθνΚΤ πιστώθηκε από την ΕΚΤ με μια απαίτηση σε ευρώ ισοδύναμη προς την εισφορά της. Το 15% των εισφορών καταβλήθηκε σε χρυσό και το υπόλοιπο 85% σε δολάρια ΗΠΑ και γεν Ιαπωνίας.

## **2.5 Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής και το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος**

### **2.5.1 Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος**

Πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτός ο σκοπός, οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής λαμβάνονται από μια σκοπιά στραμμένη στο μέλλον βάσει μιας στρατηγικής με προσανατολισμό στη σταθερότητα. Αυτή η στρατηγική υιοθετήθηκε τον Οκτώβριο του 1998. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε έναν ποσοτικό ορισμό της σταθερότητας των τιμών, δηλ. ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) με ρυθμό μικρότερο του 2% για τη ζώνη του ευρώ. Η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα. Προκειμένου να αξιολογηθούν οι προοπτικές για την εξέλιξη των τιμών και οι κίνδυνοι για τη μελλοντική σταθερότητα των τιμών, υιοθετήθηκε μία προσέγγιση που περιλαμβάνει δύο πυλώνες. Ο πρώτος πυλώνας αναθέτει πρωτεύοντα ρόλο στην ποσότητα χρήματος, ο οποίος σηματοδοτείται από την ανακοίνωση τιμής αναφοράς για το ρυθμό αύξησης ενός ευρέως νομισματικού μεγέθους. Το Δεκέμβριο του 1998 η τιμή αναφοράς ορίστηκε σε ετήσιο ρυθμό αύξησης 4,5%. Οι νομισματικές εξελίξεις σε σχέση με την τιμή αναφοράς αναλύονται σε διαρκή βάση για τις πληροφορίες που περιέχουν όσον αφορά τις προοπτικές για την εξέλιξη των τιμών μεσοπρόθεσμα. Στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα, διενεργείται αξιολόγηση, σε ευρεία βάση, άλλων δεικτών που περιέχουν πληροφορίες σχετικά με τις προοπτικές εξέλιξης των τιμών και τους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Αυτή η αξιολόγηση καλύπτει ένα ευρύ φάσμα δεικτών για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και άλλων οικονομικών δεικτών, συμπεριλαμβανομένων και προβλέψεων. Με βάση την ανάλυση των πληροφοριών που προκύπτουν από τους δύο πυλώνες της στρατηγικής του, το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει τα επιτόκια των μέσων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος στο επίπεδο που εξυπηρετεί καλύτερα τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Τα επιτόκια των τριών βασικών μέσων νομισματικής πολιτικής κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της Ευρωπαϊκής και Νομισματικής Ένωσης (ΕΝΕ) ανακοινώθηκαν επίσημα στις 22 Δεκεμβρίου 1998. Πριν από την απόφαση είχε πραγματοποιηθεί συντονισμένη μείωση των επιτοκίων από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, η οποία αποφασίστηκε νωρίτερα το Δεκέμβριο του 1998 και με την οποία σχεδόν ολοκληρωνόταν η διαδικασία σύγκλισης των επίσημων επιτοκίων στις χώρες που σήμερα συνιστούν τη ζώνη του ευρώ. Στις 22 Δεκεμβρίου 1998 το επιτόκιο της πρώτης πράξης κύριας αναχρηματοδότησης, η οποία επρόκειτο να διενεργηθεί το 1999, καθορίστηκε σε 3,0%. Επιπλέον, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης καθορίστηκε σε 4,5% και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε 2,0%, με ισχύ από 1<sup>ης</sup> Ιανουαρίου 1999 και στις δύο περιπτώσεις. Ως προσωρινό μέτρο για την ομαλή μετάβαση στην ενιαία χρηματαγορά, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υιοθέτησε ένα "μικρό εύρος διακύμανσης" για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς από τις 4 έως τις 21 Ιανουαρίου 1999 καθορίζοντας τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε 3,25% και 2,75% αντίστοιχα.

### **2.5.2 Το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος**

Το λειτουργικό πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος περιέχει ένα ευρύ φάσμα χρηματοδοτικών μέσων τα οποία επελέγησαν ενόψει της ανάγκης να τηρηθούν οι αρχές του προσανατολισμού προς την αγορά, της λειτουργικής αποτελεσματικότητας της ίσης μεταχείρισης, της απλότητας, της διαφάνειας και της εύλογης σχέσης κόστους-ωφέλειας. Επιπλέον, ενώ οι σχετικές αποφάσεις λαμβάνονται από τα διοικητικά όργανα της ΕΚΤ, εφαρμόζονται κατά έναν αποκεντρωμένο τρόπο από τις 11 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος. Η ποικιλία των διαθέσιμων μέσων είναι τέτοια ώστε τα διοικητικά όργανα της ΕΚΤ να μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν σε συνδυασμούς που ενδείκνυνται για τις εκάστοτε περιστάσεις. Γενικά, κατά το πρώτο έτος άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος εφαρμόστηκε ομαλά.

Ένα στοιχείο του λειτουργικού πλαισίου του Ευρωσυστήματος είναι το *σύστημα τήρησης ελάχιστων αποθεματικών*, σύμφωνα με το οποίο τα πιστωτικά ιδρύματα υποχρεούνται να τηρούν υπόλοιπα σε μετρητά στις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος ύψους ίσου με 2% της σχετικής βάσης υπολογισμού, η οποία περιλαμβάνει μία σειρά βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Το γεγονός ότι η εν λόγω υποχρέωση πρέπει να εκπληρώνεται κατά μέσο όρο σε περιόδους τήρησης ενός μηνός συμβάλλει σημαντικά ώστε να εξομαλύνεται η ζήτηση αποθεμάτων από τα πιστωτικά ιδρύματα και ως εκ τούτου και η συμπεριφορά των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της χρηματαγοράς. Αυτός ο παράγοντας επέτρεψε στο Ευρωσύστημα να ασκήσει αποτελεσματικά τη νομισματική πολιτική καταφεύγοντας σε έναν περιορισμένο μόνο αριθμό διαθέσιμων



χρηματοδοτικών μέσων κατά το πρώτο έτος εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής.

Όσο αφορά τη διαχείριση ρευστότητας, η ΕΚΤ επικεντρώνεται στη *διατραπεζική αγορά αποθεματικών*, τα οποία νοούνται ως οι καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ στις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος. Η προσφορά αυτών των αποθεματικών καθορίζεται από την καθαρή επίδραση της ρευστότητας που παρέχεται μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής και από τη ρευστότητα που απορροφάται ή χορηγείται από τους *αυτόνομους παράγοντες*. (δηλ. κονδύλια της λογιστικής κατάστασης του Ευρωσυστήματος το ύψος των οποίων δεν εξαρτάται από τις πράξεις νομισματικής πολιτικής της κεντρικής τράπεζας όπως τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία, καταθέσεις Δημοσίου και καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού). Η ζήτηση αποθεματικών καθορίζεται από την ανάγκη των πιστωτικών ιδρυμάτων για εκπλήρωση της υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών και επιπλέον από κάποια περιορισμένη ζήτηση για πλεονάζοντα αποθεματικά. Η τιμή αγοράς των αποθεματικών είναι το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό επιτόκιο, οπότε η διάρκεια μίας ημέρας παίζει καθοριστικό ρόλο όσον αφορά τον όγκο και συχνά αποτελεί σημείο αναφοράς εφόσον είναι η βραχύτερη σχετική διάρκεια, άρα και το αρχικό σημείο της καμπύλης αποδόσεων. Το ευρέως χρησιμοποιούμενο επιτόκιο αναφοράς για τις καταθέσεις ευρώ μίας ημέρας, το επιτόκιο EONIA (μέσος όρος του δείκτη επιτοκίων μίας ημέρας στη ζώνη του ευρώ), είναι ένα σταθμικό επιτόκιο μίας ημέρας το οποίο υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των πράξεων δανεισμού μίας ημέρας χωρίς παροχή ασφάλειας από μία ομάδα 57 τραπεζών στη διατραπεζική αγορά.

Η διαχείριση ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων στη ζώνη του ευρώ καθοδηγείται με γνώμονα την ελαχιστοποίηση του κόστους διακράτησης των υποχρεωτικών αποθεματικών κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης. Το κόστος που επωμίζονται τα πιστωτικά ιδρύματα για τη διακράτηση των αποθεματικών σε μια δεδομένη ημέρα μπορεί να υπολογιστεί με βάση τη διαφορά μεταξύ του διατραπεζικού επιτοκίου μίας ημέρας και του επιτοκίου που καταβάλλεται επί των υποχρεωτικών αποθεματικών (το επιτόκιο *πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης* (ΠΚΑ)) εκείνη την ημέρα. Γι. αυτό, τα πιστωτικά ιδρύματα θα προσπαθούν να δημιουργούν πλεονάζοντα αποθεματικά όταν αυτή η διαφορά είναι μικρή, σε σχέση με τις μελλοντικές αναμενόμενες διαφορές εντός της ίδιας περιόδου τήρησης, και αντιστρόφως. Αυτή η συμπεριφορά τείνει να σταθεροποιήσει τα επιτόκια της αγοράς δεδομένου ότι, για να γίνει εκκαθάριση στο πλαίσιο της αγοράς, τα επιτόκια μίας ημέρας θα τείνουν να ευθυγραμμιστούν με τα μελλοντικά αναμενόμενα επιτόκια εντός της περιόδου τήρησης. Συνεπώς, τα διατραπεζικά επιτόκια θα καθοριστούν από τις παρελθούσες, τρέχουσες και αναμενόμενες μελλοντικές συνθήκες ρευστότητας στην περίοδο τήρησης. Επιπλέον, το διατραπεζικό επιτόκιο μίας ημέρας επηρεάζεται από τις προσδοκίες της αγοράς για τις μεταβολές του επιτοκίου ΠΚΑ που θα αποφασίσει στο μέλλον η ΕΚΤ.

Συνεπώς, η ΕΚΤ επηρεάζει το διατραπεζικό επιτόκιο μίας ημέρας όχι μόνο μέσω των αποφάσεων που πράγματι λαμβάνει, αλλά και μέσω των προσδοκιών που δημιουργεί αναφορικά με το επιτόκιο της και την πολιτική της για την κατανομή ρευστότητας στις πράξεις ανοικτής αγοράς.

Η ποσότητα των αποθεματικών που είναι διαθέσιμα για τα πιστωτικά ιδρύματα δεν επηρεάζεται μόνο από τις πράξεις νομισματικής πολιτικής, αλλά και από διακυμάνσεις σε άλλα κονδύλια της λογιστικής κατάστασης του Ευρωσυστήματος, δηλαδή τους αυτόνομους παράγοντες. Οι επιπτώσεις των αυτόνομων παραγόντων στη ρευστότητα είναι ενίοτε σημαντικές και ημερήσιες μεταβολές των αυτόνομων παραγόντων της τάξεως των 10 δισεκ. ευρώ είναι σχετικά συχνές. Στην περίπτωση του Ευρωσυστήματος, ο πιο ασταθής αυτόνομος παράγων είναι οι καταθέσεις του Δημοσίου στις ΕθνΚΤ. Η αστάθεια των ημερήσιων μεταβολών στις καταθέσεις του Δημοσίου (μετρούμενη με βάση την τυπική απόκλιση της) ανήλθε σε περισσότερο από 5 δισεκ. ευρώ, έναντι περίπου 1 εκατ. ευρώ για τα τραπεζογραμμάτια. Το 1999 το σύνολο των υποχρεωτικών αποθεματικών των πιστωτικών ιδρυμάτων στη ζώνη του ευρώ κυμάνθηκε μεταξύ 98,2 δισεκ. ευρώ (την πρώτη περίοδο τήρησης) και 105 δισεκ. ευρώ (κατά την περίοδο τήρησης που έληγε στις 23 Δεκεμβρίου). Τα τηρούμενα αποθεματικά των τραπεζών κυμάνθηκαν μεταξύ 63,0 δισεκ. ευρώ και 126,4 δισεκ. ευρώ κατά τη διάρκεια του έτους χωρίς να ασκούν σημαντικές πιέσεις στα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς, καταδεικνύοντας ότι τα αποθέματα ρευστότητας ασφαλείας του συστήματος δεν εξαντλήθηκαν ποτέ.

- **Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης**

Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) είναι οι σημαντικότερες πράξεις ανοικτής αγοράς που διενεργεί το Ευρωσύστημα και παίζουν κεντρικό ρόλο στον καθορισμό των συνθηκών ρευστότητας και στη σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Παρέχουν τον κύριο όγκο ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Είναι τακτικές αντιστρεπτές συναλλαγές που παρέχουν ρευστότητα και διενεργούνται ως τυποποιημένες δημοπρασίες, με συχνότητα μία φορά την εβδομάδα και διάρκεια δύο εβδομάδων. Το 1999 το Ευρωσύστημα διενήργησε συνολικά 52 ΠΚΑ. Οι όγκοι που κατανεμήθηκαν κυμάνθηκαν μεταξύ 39 δισεκ. ευρώ και 102 δισεκ. Ευρώ και ο μέσος όρος τους ανήλθε σε 69 δισεκ. ευρώ.

Το λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος προβλέπει τη δυνατότητα διενέργειας δημοπρασιών είτε καθορισμένου είτε μεταβλητού επιτοκίου. Η ΕΚΤ έχει μέχρι σήμερα εφαρμόσει μόνο δημοπρασίες καθορισμένου επιτοκίου στις ΠΚΑ του Ευρωσυστήματος. Οι δημοπρασίες καθορισμένου επιτοκίου διενεργούνται κατά τρόπο που επιτρέπει στην ΕΚΤ να δώσει σαφή ένδειξη της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και να καταλείψει την ποσότητα ρευστότητας που θεωρεί απαραίτητη με δεδομένες τις προβλεπόμενες ροές των αυτόνομων

παραγόντων. Στις ΠΚΑ που διενεργούνται μέσω δημοπρασιών καθορισμένου επιτοκίου, το επιτόκιο της πράξης ανακοινώνεται εκ των προτέρων. Οι αντισυμβαλλόμενοι υποβάλλουν προσφορές με το προαναγγελθέν επιτόκιο. Κατόπιν η ΕΚΤ συγκρίνει τις προσφορές με τις δικές της εκτιμήσεις για τις ανάγκες ρευστότητας του τραπεζικού τομέα, οι οποίες καθορίζονται κυρίως από τα υποχρεωτικά αποθεματικά και τις προβλέψεις για τους αυτόνομους παράγοντες. Εάν οι προσφορές είναι υψηλότερες από τις προβλεπόμενες ανάγκες ρευστότητας, όπως συνήθως συμβαίνει, η ΕΚΤ κατά κανόνα καθορίζει ένα συντελεστή αναλογικής κατανομής μικρότερο του 100%.

Το μέσο ποσό των προσφορών που υποβλήθηκαν στις ΠΚΑ που διενεργήθηκαν το 1999 ήταν 954 δισεκ. ευρώ και το μέσο ποσό που κατανεμήθηκε ήταν 69 δισεκ. ευρώ. Ο μέσος συντελεστής αναλογικής κατανομής (δηλ. ο μέσος όρος των λόγων της ρευστότητας που πράγματι κατανεμήθηκε από την ΕΚΤ προς το συνολικό ποσό των προσφορών σε μεμονωμένες δημοπρασίες) ήταν 10,8%. Το μικρότερο ποσό προσφορών, 67,4 δισεκ. ευρώ, καταγράφηκε στην πράξη της 6ης Απριλίου 1999, εν μέσω έντονων προσδοκιών για μείωση του επιτοκίου των ΠΚΑ εντός της ίδιας περιόδου τήρησης. Η ΕΚΤ ικανοποίησε τότε όλες τις προσφορές και ο συντελεστής αναλογικής κατανομής διαμορφώθηκε σε 100%. Το υψηλότερο ποσό προσφορών, 2.344 δισεκ. ευρώ, σημειώθηκε στις 2 Νοεμβρίου 1999, σε ένα περιβάλλον έντονων προσδοκιών για αύξηση του επιτοκίου των ΠΚΑ εντός της ίδιας περιόδου τήρησης. Ο επιλεγείς όγκος κατανομής των 66 δισεκ. ευρώ υποδήλωνε συντελεστή κατανομής 2,82%, το μικρότερο συντελεστή που έχει ποτέ σημειωθεί. Ενώ το μέσο ποσό των προσφορών αυξήθηκε τα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους (το μέσο ποσό των συνολικών προσφορών ήταν 674 δισεκ. ευρώ, 763 δισεκ. ευρώ και 1.274 δισεκ. ευρώ το α', β' και γ' τρίμηνο αντίστοιχα), μειώθηκε ελαφρώς το τέταρτο τρίμηνο φθάνοντας σε ένα μέσο συνολικό όγκο 1.104 δισεκ. ευρώ.

Η εξέλιξη του όγκου των προσφορών που υποβλήθηκαν μπορεί να αποδοθεί στις προσδοκίες που επικρατούσαν μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων όσον αφορά το σχετικό κόστος άντλησης κεφαλαίων στη διατραπεζική αγορά, σε σύγκριση με το επιτόκιο των ΠΚΑ. Πρέπει να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ του αναμενόμενου κόστους αναχρηματοδότησης από την κεντρική τράπεζα και του αναμενόμενου κόστους άντλησης κεφαλαίων από τη διατραπεζική αγορά (το τελευταίο περιλαμβάνει και ασφάλιστρο, λόγω της μεγαλύτερης αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει τη χρηματοδότηση από την αγορά) ώστε να προληφθεί είτε κλιμάκωση είτε εξάντληση των προσφορών των τραπεζών. Οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να ελέγχουν το μέσο επιτόκιο μίας ημέρας καθορίζοντας την ποσότητα των αποθεματικών των τραπεζών. Με αυτό τον τρόπο, είναι σε θέση γενικά (δηλ. εφόσον δεν υπάρχουν έντονες προσδοκίες για μεταβολές των επιτοκίων) να εξασφαλίζουν αυτή την ισορροπία για οποιοδήποτε επιτόκιο δημοπρασίας εντός του εύρους διακύμανσης των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς, όπως οριοθετείται από τις πάγιες διευκολύνσεις.

Η ΕΚΤ έτεινε να προσανατολίζει τις αποφάσεις της για την κατανομή ρευστότητας έτσι ώστε να εξασφαλίζει ότι το μέσο διατραπεζικό επιτόκιο μίας ημέρας θα διαμορφωθεί σε επίπεδο παραπλήσιο του επιτοκίου δημοπρασίας. Αποτέλεσμα της πολιτικής αυτής ήταν ότι, κατά μέσο όρο το 1999, το επιτόκιο ΕΟΝΙΑ ήταν κατά 0,025 της εκατοστιαίας μονάδας υψηλότερο από το επιτόκιο των ΠΚΑ. Επιπλέον, η αστάθεια του επιτοκίου ΕΟΝΙΑ ήταν χαμηλή σε όλη τη διάρκεια του έτους, αν και αυξανόταν στη λήξη των περιόδων τήρησης των υποχρεωτικών αποθεματικών.

- **Οι πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης**

Εκτός από τις ΠΚΑ, το Ευρωσύστημα διενεργεί και πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΧ), οι οποίες είναι τακτικές αντιστρεπτές συναλλαγές που παρέχουν ρευστότητα και διενεργούνται ως κανονικές δημοπρασίες με συχνότητα μία φορά το μήνα και διάρκεια τριών μηνών. Παρέχουν μόνο ένα περιορισμένο μέρος του συνολικού όγκου χρηματοδότησης και κατά κανόνα δεν διενεργούνται με σκοπό να επηρεάσουν την κατάσταση ρευστότητας, να αποστείλουν μηνύματα προς την αγορά ή να κατευθύνουν τα επιτόκια της αγοράς. Προκειμένου το Ευρωσύστημα να ενεργήσει ως τιμολήπτης (rate taker), οι ΠΠΜΧ διενεργούνται συνήθως με τη μορφή δημοπρασιών μεταβλητού επιτοκίου με προαναγγελθέντες όγκους κατανομής. Αυτό συνέβη και στις 14 ΠΠΜΧ που πραγματοποιήθηκαν το 1999. Οι προς κατανομή όγκοι προαναγγέλθηκαν μέσω δελτίων τύπου για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα και κατόπιν επιβεβαιώθηκαν στις ανακοινώσεις δημοπρασίας μία ημέρα πριν από την απόφαση κατανομής. Ενώ οι 11 πρώτες ΠΠΜΧ το 1999 είχαν όγκο 15 δισεκ. ευρώ, οι τρεις τελευταίες ανήλθαν σε 25 δισεκ. ευρώ, γεγονός που συνέβαλε στην ομαλή μετάβαση στο έτος 2000. Κατά μέσο όρο καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, παρασχέθηκε όγκος ρευστότητας 49 δισεκ. ευρώ μέσω πράξεων αυτού του είδους και προσφορές υπέβαλαν 316 αντισυμβαλλόμενοι.

Οι τρεις πρώτες ΠΠΜΧ του έτους είχαν την ιδιαιτερότητα ότι διενεργήθηκαν παράλληλα στις 14 Ιανουαρίου και δύο από αυτές είχαν μικρότερη διάρκεια (42 και 70 ημερών αντίστοιχα) προκειμένου να εισαχθούν σταδιακά τρεις εκκρεμείς ΠΠΜΧ χωρίς καθυστέρηση. Ενώ οι τέσσερις πρώτες ΠΠΜΧ διεξήχθησαν ως δημοπρασίες ενιαίου επιτοκίου (.ολλανδικού τύπου.), από το Μάρτιο και μετά όλες οι ΠΠΜΧ διεξήχθησαν ως δημοπρασίες πολλαπλού επιτοκίου (δημοπρασίες .αμερικανικού τύπου.) ώστε να προσανατολιστούν προς τις συνήθειες πρακτικές της αγοράς.

Για όλες τις πράξεις που διεξήχθησαν από το Μάρτιο έως το Σεπτέμβριο, τα μέσα σταθμικά επιτόκια των ΠΠΜΧ που διενεργήθηκαν μέσω δημοπρασίας πολλαπλού επιτοκίου ήταν 0,01 της εκατοστιαίας μονάδας άνω του οριακού επιτοκίου, αντανakλώντας χαμηλή και σταθερή διασπορά προσδοκιών. Η εικόνα ήταν διαφορετική στην ΠΠΜΧ που

διακανονίστηκε στις 28 Οκτωβρίου, όταν το οριακό επιτόκιο ήταν 0,23 της εκατοστιαίας μονάδας χαμηλότερο του μέσου σταθμικού επιτοκίου, αντανakλώντας ανομοιογενείς αλλά αυξανόμενες προσδοκίες για συνεχή άνοδο του επιτοκίου των ΠΚΑ καθώς επίσης και ανομοιογενείς προτιμήσεις τις οποίες προκάλεσε το γεγονός ότι η πράξη έληγε μετά τη μετάβαση στο έτος 2000. Στις πράξεις που διενεργήθηκαν στις 24 Νοεμβρίου και στις 22 Δεκεμβρίου, η κατάσταση εν μέρει εξομαλύνθηκε και η διαφορά μεταξύ του οριακού και το σταθμικού επιτοκίου μειώθηκε σε 0,09 και 0,03 της εκατοστιαίας μονάδας αντίστοιχα.

- **Άλλες πράξεις ανοικτής αγοράς**

Πέραν των δύο τακτικών αντιστρεπτών πράξεων, το λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος προβλέπει έκτακτες πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας και διαρθρωτικές πράξεις. Αυτές οι πράξεις μπορεί να διενεργούνται και με τη μορφή αντιστρεπτών πράξεων, αλλά το Ευρωσύστημα διαθέτει πολλούς και ποικίλους τρόπους για να πραγματοποιεί τέτοιες έκτακτες πράξεις, δηλ. οριστικές συναλλαγές, πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων, έκδοση χρεογράφων και αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας. Τα μέσα και οι διαδικασίες που εφαρμόζονται για τη διενέργεια των πράξεων εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας μπορούν να προσαρμόζονται ανάλογα με το είδος της συναλλαγής και τους εκάστοτε επιδιωκόμενους στόχους.

Το 1999 το Ευρωσύστημα δεν διεξήγαγε πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας ούτε διαρθρωτικές πράξεις, αλλά για τη διαχείριση της ρευστότητάς του βασίστηκε αποκλειστικά στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, καθώς επίσης και στις διαθέσιμες πάγιες διευκολύνσεις, επωφελούμενο από τη δυνατότητα τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών κατά μέσο όρο στη διάρκεια της περιόδου τήρησης, όπως προβλέπει το σύστημα ελάχιστων αποθεματικών. Στις αρχές του 2000, έκτακτες συνθήκες στην αγορά ώθησαν το Ευρωσύστημα να διενεργήσει μία πράξη εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας. Η πράξη αυτή απέβλεπε στην απορρόφηση ρευστότητας και συνίστατο στην αποδοχή καταθέσεων ύψους 14,2 δισεκ. ευρώ διάρκειας μίας εβδομάδας μέσω ταχείας δημοπρασίας κυμαινόμενου επιτοκίου με σκοπό να απορροφηθεί η πλεονάζουσα ρευστότητα που είχε συσσωρευτεί στα τέλη του 1999 λόγω γεγονότων που συνδέονταν με τη μετάβαση στο έτος 2000.

- **Πάγιες διευκολύνσεις**

Σκοπός των πάγιων διευκολύνσεων είναι η παροχή και η απορρόφηση ρευστότητας μιας ημέρας, η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και η οροθέτηση των επιτοκίων μίας ημέρας της αγοράς. Οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι έχουν στην διάθεσή τους δύο

πάγιες διευκολύνσεις τις οποίες οι ΕθνΚΤ διαχειρίζονται με αποκεντρωμένο τρόπο.

Η πρώτη από τις πάγιες διευκολύνσεις είναι η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης η οποία χρησιμοποιείται από τους αντισυμβαλλόμενους για την απόκτηση ρευστότητας μιας ημέρας από τις ΕθνΚΤ έναντι επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων.

Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να χρησιμοποιούν τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων για να πραγματοποιούν καταθέσεις μιας ημέρας στις ΕθνΚΤ.

- **Το σύστημα ελάχιστων αποθεματικών**

Στη διάρκεια του 1999 εκπληρώθηκαν επιτυχώς οι δύο κύριες λειτουργίες του συστήματος υποχρεωτικών καταθέσεων, δηλ. η σταθεροποίηση των επιτοκίων της χρηματαγοράς και η διεύρυνση του διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας του τραπεζικού τομέα. Η προαναφερόμενη εξομαλυντική επίδραση του συστήματος ελάχιστων αποθεματικών στο επιτόκιο ΕΟΝΙΑ συνδέεται κατά κύριο λόγο με το σταθεροποιητικό ρόλο που έπαιξε η δυνατότητα τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών κατά μέσο όρο. Όσον αφορά τη διεύρυνση του ελλείμματος διαρθρωτικής ρευστότητας, τα ελάχιστα αποθεματικά συνήθως ανέρχονταν σε 50% και πλέον των συνολικών αναγκών αναχρηματοδότησης του τραπεζικού τομέα (δηλ. του συνολικού ανεξόφλητου ποσού των τακτικών πράξεων ανοικτής αγοράς).

Με δεδομένη την ομαλή λειτουργία του συστήματος ελάχιστων αποθεματικών, τα κύρια χαρακτηριστικά του (δηλ. η δυνατότητα τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών κατά μέσο όρο, η διάρκεια της περιόδου τήρησης και οι τόκοι που καταβάλλονται επί των υποχρεωτικών αποθεματικών) δεν μεταβλήθηκαν το 1999. Παρομοίως, δεν σημειώθηκαν μεταβολές στο ποσοστό των ελάχιστων αποθεματικών, στη βάση υπολογισμού τους και στο ύψος του εφάπαξ ποσού (100.000 ευρώ) που αφαιρείται από αυτά. Το μόνο στοιχείο που τροποποιήθηκε κατά τη διάρκεια του 1999 ήταν η πάγια μείωση από τη βάση υπολογισμού των ελάχιστων αποθεματικών που εφαρμόζεται από κάθε μεμονωμένο πιστωτικό ίδρυμα για τις υποχρεώσεις έναντι άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ που υπόκεινται στα ελάχιστα αποθεματικά της ΕΚΤ. Στην περίπτωση υποχρεώσεων υπό τη μορφή χρεογράφων με ορισμένη διάρκεια έως δύο έτη και τίτλων της χρηματαγοράς, τα πιστωτικά ιδρύματα είχαν τη δυνατότητα, κατά τη διάρκεια του 1999, να αφαιρούν από τη βάση υπολογισμού ένα πάγιο ποσοστό 10% εάν δεν μπορούσαν να παρέχουν αποδείξεις γι. αυτό το είδος των υποχρεώσεων τους έναντι άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ. Αφού μελέτησε τα στατιστικά στοιχεία που ήταν διαθέσιμα για το 1999, η ΕΚΤ αποφάσισε στις 2 Δεκεμβρίου να αυξήσει το πάγιο αυτό ποσοστό στο 30%, με ισχύ από τον Ιανουάριο του 2000. Τα πιστωτικά ιδρύματα προσαρμόστηκαν γρήγορα στα νέα συστήματα ανακοίνωσης στοιχείων και στις μεθόδους υπολογισμού των ελάχιστων αποθεματικών. Γι. αυτό, οι περιπτώσεις μη συμμόρφωσης ήταν μάλλον

περιορισμένες στη διάρκεια του 1999. Μετά από μια τρίμηνη περίοδο χάριτος, προκειμένου να μπορέσουν τα πιστωτικά ιδρύματα να προσαρμοστούν στη νέα ενιαία νομισματική πολιτική, η ΕΚΤ επέβαλε ένα πλαίσιο κυρώσεων για όσα ιδρύματα παραβαίνουν τις υποχρεώσεις τους όσον αφορά τα ελάχιστα αποθεματικά.

- **Τα επιλέξιμα ενέχυρα του Ευρωσυστήματος και η χρήση τους στις πιστωτικές πράξεις**

Όλες οι πιστωτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος, ενδοημερήσια πίστωση και πράξεις νομισματικής πολιτικής, πρέπει να βασίζονται σε επαρκή ασφάλεια που παρέχουν οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος. Προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι διαφορές στη χρηματοπιστωτική διάρθρωση των κρατών- μελών, τα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται δεκτά για τις πιστωτικές πράξεις συμπεριλαμβάνουν πολλά και ποικίλα χρηματοδοτικά μέσα. Τα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται δεκτά για τις πιστωτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: την .πρώτη βαθμίδα. και τη .δεύτερη βαθμίδα.. Η διάκριση αυτή γίνεται αποκλειστικά για εσωτερικούς σκοπούς του Ευρωσυστήματος και δεν έχει συνέπειες για την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων και την επιλεξιμότητά τους για τα διάφορα είδη πράξεων, εκτός από το ότι τα στοιχεία της δεύτερης βαθμίδας κανονικά δεν χρησιμοποιούνται από το Ευρωσύστημα σε οριστικές συναλλαγές.

Η πρώτη βαθμίδα περιλαμβάνει εμπορεύσιμα χρεόγραφα που πληρούν τα κοινά για ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ κριτήρια επιλεξιμότητας, τα οποία έχουν οριστεί από την ΕΚΤ. Η δεύτερη βαθμίδα περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν ιδιαίτερη σημασία για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα τραπεζικά συστήματα των επιμέρους χωρών και για τα οποία τα κριτήρια επιλεξιμότητας καθορίζονται από τις ΕθνΚΤ και υπόκεινται στην έγκριση της ΕΚΤ.

Έως τα μέσα Δεκεμβρίου 1999, τα εμπορεύσιμα επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία που διέθετε το Ευρωσύστημα για τις πράξεις του αντιπροσώπευαν ποσό 5.700 δισεκ. Ευρώ (έναντι 5.300 δισεκ. ευρώ τον Ιανουάριο του 1999). Από το ποσό αυτό, το συντριπτικά το μεγαλύτερο ποσοστό (96%) αφορούσε στοιχεία της πρώτης βαθμίδας. Με βάση τη σύνθεσή τους κατά εκδότη, το 62,7% των εμπορεύσιμων στοιχείων της πρώτης βαθμίδας αφορούσε κρατικούς τίτλους, το 32,8% τίτλους που είχαν εκδοθεί από πιστωτικά ιδρύματα και το 4,2% εταιρικούς τίτλους. Όσον αφορά τη διάρκειά τους, το 93% αυτών των στοιχείων ήταν μακροπρόθεσμα ομόλογα και μεσοπρόθεσμα γραμμάτια, ενώ το 6,5% αφορούσε βραχυπρόθεσμους τίτλους. Το ύψος των μετοχών και των άλλων επιλέξιμων στοιχείων της δεύτερης βαθμίδας ήταν αμελητέο (0,3% και 0,2% αντίστοιχα).

Οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος μπορούν να χρησιμοποιούν επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία σε διασυνοριακή βάση, δηλ. να αποκτούν κεφάλαια από την ΕθνΚΤ του κράτους-μέλους όπου εδρεύουν,

χρησιμοποιώντας περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται σε άλλο κράτος-μέλος.

Στη διάρκεια του 1999, κατόπιν αιτήματος αρκετών ΕθνΚΤ, η ΕΚΤ προέβη σε αξιολόγηση των νέων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων που είτε δεν υπήρχαν το 1998 είτε υπέστησαν στη διάρκεια του 1999 μεταβολές προκειμένου να συμμορφωθούν με τα ελάχιστα κριτήρια επιλεξιμότητας της ΕΚΤ. Κατόπιν τούτου, οι κατηγορίες αυτές προστέθηκαν στον κατάλογο των επιλέξιμων ενεχύρων για τις πιστωτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος.

- **Συμμετοχή των αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος στις πράξεις νομισματικής πολιτικής**

Το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος σχεδιάζεται με στόχο να διασφαλιστεί η συμμετοχή πολλών αντισυμβαλλομένων. Τα ιδρύματα που υπόκεινται στο σύστημα ελάχιστων αποθεματικών του Ευρωσυστήματος είναι επιλέξιμα ως αντισυμβαλλόμενοι στις πράξεις ανοικτής αγοράς (ΠΑΑ) που διενεργούνται με κανονικές δημοπρασίες και για την πρόσβαση στις πάγιες διευκολύνσεις. Στα τέλη Δεκεμβρίου 1999, περίπου 7.900 πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ υπάγονταν στην υποχρέωση ελάχιστων αποθεματικών. Από αυτά, περίπου 4.100 είχαν άμεση ή έμμεση πρόσβαση σε ένα σύστημα ακαθάριστου διακανονισμού σε συνεχή χρόνο, που αποτελεί λειτουργική προϋπόθεση για τη συμμετοχή στις πράξεις νομισματικής πολιτικής. Περίπου 3.800 πιστωτικά ιδρύματα είχαν πρόσβαση στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και 3.200 στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης. Προκειμένου να έχουν πρόσβαση στις ΠΑΑ, οι αντισυμβαλλόμενοι μπορεί επίσης να χρειάζεται να έχουν πρόσβαση στα εθνικά συστήματα δημοπρασιών, όπως έγινε με 2.500 αντισυμβαλλόμενους που μπορούσαν να συμμετέχουν στις ΠΑΑ το 1999. Το Ευρωσύστημα επέλεξε 200 περίπου πιστωτικά ιδρύματα για πιθανές πράξεις για την εξομάλυνση των βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας μέσω ταχειών δημοπρασιών ή διμερών διαδικασιών.

Ο αριθμός των αντισυμβαλλομένων που όντως συμμετείχαν στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) κυμάνθηκε μεταξύ 1.068 (τον Ιανουάριο του 1999) και 302 (τον Απρίλιο του 1999) ενώ ο αριθμός των συμμετεχόντων στις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) κυμάνθηκε μεταξύ 466 (τον Ιανουάριο του 1999) και 198 (το Σεπτέμβριο του 1999). Στο δεύτερο εξάμηνο του 1999 υπήρξε μια τάση μείωσης του αριθμού των αντισυμβαλλομένων που συμμετείχαν στις πράξεις του Ευρωσυστήματος σε σύγκριση με το πρώτο εξάμηνο του έτους. Παράλληλα, στη διάρκεια του έτους παρατηρήθηκε μείωση του ποσοστού των μικρών ιδρυμάτων που συμμετείχαν στις ΠΚΑ, σε σχέση με τα μεγαλύτερα ιδρύματα, εξέλιξη που φαίνεται να υποδηλώνει ότι έχουν περιοριστεί τα κίνητρα των μικρών ιδρυμάτων να συμμετέχουν στις ΠΚΑ. Οι εξελίξεις αυτές μπορούν να αποδοθούν σε διάφορους



παράγοντες, μεταξύ άλλων στη διαδικασία ενοποίησης του τραπεζικού τομέα που έχει ήδη ξεκινήσει και στην εκτίμηση των αντισυμβαλλομένων ότι η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων που εφαρμόζει το Ευρωσύστημα στις πράξεις του και των επιτοκίων ΕΟΝΙΑ ήταν μάλλον χαμηλή.

- **Εξελίξεις στις χρηματαγορές**

Μετά την εισαγωγή του ευρώ και του νέου πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής, οι χρηματαγορές στη ζώνη του ευρώ εισήλθαν σε μια διαδικασία βαθιάς ενοποίησης. Όμως, αυτή η ενοποίηση δεν ήταν ομοιογενής σε όλα τα τμήματα της αγοράς: η ενοποίηση στην αγορά καταθέσεων χωρίς παροχή ασφάλειας, όπου οι τράπεζες ανταλλάσσουν βραχυχρόνια ρευστότητα χωρίς εγγύηση υπό μορφή ενεχύρου, και στις αγορές παραγώγων υπήρξε ταχύτερη, ενώ πολλά μπορούν ακόμη να γίνουν για την ενοποίηση των αγορών συμφωνιών επαναγοράς (REPOS), όπου οι συμμετέχοντες ανταλλάσσουν βραχυχρόνια ρευστότητα έναντι ενεχύρου, και της αγοράς βραχυπρόθεσμων χρεογράφων (τίτλων του Δημοσίου, μετοχών και πιστοποιητικών καταθέσεων). Ήδη από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της ΕΝΕ, οι διασυννοριακές συναλλαγές στις χρηματαγορές της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν σημαντικά και σήμερα αντιστοιχούν σε πλέον του 50% της συνολικής δραστηριότητας σε όλα τα τμήματα της χρηματαγοράς. Η εξέλιξη αυτή ενισχύθηκε από την ομαλή λειτουργία του συστήματος TARGET για τη μεταφορά κεφαλαίων μεγάλης αξίας σε όλη την ζώνη του ευρώ και στις άλλες χώρες της ΕΕ. Το TARGET αποδείχθηκε βασικό στοιχείο για τη διασφάλιση αποτελεσματικής αναδιανομής της ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ.

Τα τμήματα της χρηματαγοράς που αφορούν τις συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας και τις πράξεις ανταλλαγής ήταν εκείνα που γνώρισαν τις πιο βαθιές μεταβολές, συμπεριλαμβανομένης της σημαντικής αύξησης των διασυννοριακών συναλλαγών η οποία μπορεί να θεωρηθεί τόσο ως απόρροια όσο και ως αίτιο αυτών των μεταβολών. Η αύξηση των διασυννοριακών συναλλαγών εξηγεί επίσης την ομοιογένεια και το υψηλό επίπεδο ρευστότητας των αγορών αυτών. Αυτή η ομοιογένεια είναι ιδίως έκδηλη στη διάρκεια μίας ημέρας, όπως αποδεικνύεται από τις πολύ μικρές διαφορές μεταξύ των επιτοκίων μίας ημέρας στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ.

Άλλες διαρθρωτικές αλλαγές που παρατηρήθηκαν στις χρηματαγορές της ζώνης του ευρώ μετά την εισαγωγή του ευρώ ήταν οι εξής: η θεαματική άνοδος της ρευστότητας των δευτερογενών αγορών, η αυξημένη συγκέντρωση των δραστηριοτήτων διαχείρισης διαθεσίμων σε ευρώ σε σύγκριση με την κατάσταση που επικρατούσε στις άλλοτε κατατεταγμένες χρηματαγορές, η αυξημένη ανταγωνιστικότητα και η άνοδος του αριθμού των συμβαλλομένων που είναι διαθέσιμοι να συμμετάσχουν στις σχετικές συναλλαγές με τις επιμέρους τράπεζες (περιγραφή των διαρθρωτικών εξελίξεων στις κεφαλαιαγορές της ζώνης του ευρώ).

### **3 ΤΟ ΠΑΡΟΝ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ**

#### **3.1 Η λειτουργία του Διεθνές Νομισματικού Συστήματος**

##### **3.1.1 Οι Μεγάλες Διακυμάνσεις των Ισοτιμιών**

Με κριτήριο τη σταθερότητα ή μη των ισοτιμιών, πόσο καλά λειτούργησε το τρέχον νομισματικό σύστημα στις δεκαετίες που ακολούθησαν τη μεταρρύθμιση; Δεν υπάρχει γενική συμφωνία μεταξύ οικονομολόγων στο θέμα αυτό. Για τη δεκαετία του 1970 το σύστημα ελεγχόμενης διακύμανσης λειτούργησε κάτω από συνθήκες αστάθειας της διεθνούς ανταλλαγής στον εμπορευματικό τομέα. Οι εξωτερικές επιδράσεις ήταν εξαιρετικά έντονες και αντίξοες. Ο τετραπλασιασμός της τιμής πετρελαίου το 1974 και γενικά η κρίση που ακολούθησε στην αγορά του εμπορεύματος αυτού ήταν ο κύριος παράγοντας σοβαρής αστάθειας στην περίοδο αυτή.

Τα νομίσματα των βιομηχανικών χωρών της Ευρώπης κάτω από το σχήμα του "ευρωπαϊκού φιδιού" κράτησαν σχετικά σταθερές τις αποστάσεις μεταξύ τους. Η ανατίμηση του γερμανικού μάρκου (Μάρτιος και Ιούνιος 1973, Οκτώβριος 1976 και Οκτώβριος 1978) που ήταν επιτακτική, δημιούργησε προβλήματα για τις άλλες χώρες του "φιδιού" (Γαλλία, Ολλανδία, Βέλγιο, Λουξεμβούργο, Δανία, Νορβηγία και Σουηδία), αλλά γενικά η σταθερότητα των ισοτιμιών στην Ευρώπη ήταν μάλλον αξιοπρόσεκτη. Η Γαλλία ήταν η μόνη χώρα που έδειξε σπασμωδικές αντιδράσεις στη ρευστή κατάσταση της διεθνούς χρηματαγοράς. Τον Ιανουάριο του 1974 εγκατέλειψε το "φίδι" και ξαναγύρισε τον Ιούλιο του 1975, ενώ το Μάρτιο του 1976 ξαναβγήκε από την κοινή διακύμανση των νομισμάτων του "φιδιού". Επίσης, η Σουηδία το 1977 και η Νορβηγία το 1978 εγκατέλειψαν το "φίδι" κάτω από την πίεση μεγάλων ελλειμμάτων στο ισοζύγιο εξωτερικών πληρωμών. Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος από τις χώρες της ΕΟΚ το 1979 εξασφάλισε τη σχετική σταθερότητα μεταξύ των νομισμάτων των χωρών-μελών της Κοινότητας.

Πολλές χώρες με λιγότερο ισχυρά νομίσματα κράτησαν σταθερή ισοτιμία με ένα από τα πιο δυνατά νομίσματα, κυρίως το δολάριο. Τα νομίσματα αυτά, που είναι προσδεμένα στο άρμα του δολαρίου ακολουθούν παθητικά την πορεία των πραγμάτων χωρίς να επηρεάζουν καταστάσεις. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν τα νομίσματα των αναπτυσσόμενων χωρών, οι οποίες δεν έχουν οργανωμένες αγορές συναλλάγματος, αλλά και δεν μπορούν να εξασκήσουν επιρροή στη διαμόρφωση καταστάσεων στον τομέα αυτό.

Διαπιστώνεται στην περίοδο αυτή (μετά το 1980) σχετική μεγάλη διακύμανση της (σταθμισμένης) ονομαστικής ισοτιμίας του. Η μεγάλη ανατιμητική δραστηριότητα του δολαρίου στην πρώτη πενταετία 1980-1985 ακολουθείται από έντονα πτωτική πορεία στη διετία 1985-87. Από

το Φεβρουάριο του 1985 μέχρι τον Αύγουστο του ίδιου έτους το δολάριο υποτιμήθηκε κατά 13%.

Τα άλλα κυρία νομίσματα κινήθηκαν προς την αντίθετη κατεύθυνση στις περιόδους αυτές. Πως αντιμετωπίστηκε η κατάσταση αυτή αστάθειας απ το σύστημα ελεύθερης διακύμανσης; Θεωρήθηκε ότι η παρέμβαση στην αγορά ήταν απαραίτητη για να προληφθεί περαιτέρω αστάθεια στην διεθνή αγορά. Στις 22 Σεπτεμβρίου του 1985 πραγματοποιήθηκε η Συμφωνία της Πλάζας στο ξενοδοχείο Plaza της Ν. Υόρκης με τη συμμετοχή των υπουργών οικονομικών και διοικητών των τραπεζών του Γκρουπ των 5 (G-5). Το G-5 περιλαμβάνει τις χώρες ΗΠΑ, Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία και Βρετανία. Το δολάριο συνέχισε την πτωτική του πορεία και μετά τη συνάντηση του Σεπτεμβρίου 1985. Τον Φεβρουάριο του 1987 πραγματοποιείται συνάντηση των G-7 στο Λούβρο του Παρισιού για τη σταθεροποίηση του δολαρίου. Μετά από μια περίοδο σχετικής ευστάθειας ισορροπίας στη διεθνή αγορά, στο δεύτερο μέρος της δεκαετίας του 1980 η αγορά επανέρχεται σε νέες διακυμάνσεις.

Στα δύο τελευταία χρόνια έχουμε ισχυροποίηση του ευρώ και υποτιμητική πορεία για το δολάριο. Όμως, ιδιαίτερα μεγάλη ήταν η πτωτική διακύμανση του ευρώ έναντι του δολαρίου το έτος 2000. Στις 22 Σεπτεμβρίου 2000 κρίθηκε αναγκαία η παρέμβαση από τις κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, Καναδά, Ιαπωνίας και Αγγλίας για τη στήριξη του ΕΥΡΩ.

### **3.1.2. Το Νομισματικό Σύστημα και ο Πληθωρισμός**

Το σύστημα σταθερών ισοτιμιών υπονοεί πειθαρχία στην άσκηση οικονομικής πολιτικής από τις κεντρικές αρχές μιας χώρας για την καταπολέμηση της ανεργίας και την οικονομική μεγέθυνση. Η διασταλτική πολιτική συνεπάγεται συνήθως πληθωριστικές πιέσεις με συνέπεια να προκύψει απώλεια συναλλαγματικών αποθεμάτων και έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών. Τώρα, στο μέτρο που η πολιτική πλήρους απασχόλησης επιδιώκεται με διασταλτικά μέτρα κάτω από το σύστημα σταθερής ισοτιμίας, θα έχουμε ως συνέπεια "εξαγωγή" πληθωρισμού στο εξωτερικό, αφού η απώλεια συναλλαγματικών αποθεμάτων από τη χώρα που επιδιώκει πλήρη απασχόληση συνεπάγεται αύξηση της ζήτησης στη διεθνή αγορά.

Αντίθετα, στο σύστημα ελεύθερης διακύμανσης της ισοτιμίας, η υποτίμηση υποτίθεται ότι προκαλεί πληθωριστικά κύματα στο εσωτερικό της χώρας, της οποίας το νόμισμα υποτιμάται. Η υποτίμηση του νομίσματος, οδηγεί σε αύξηση του κόστους παραγωγής, είτε γιατί πρώτες ύλες εισάγονται από το εξωτερικό σε υψηλότερες τιμές, είτε γιατί η εγχώρια παραγωγή που αντικαθιστά σε μεγάλο βαθμό τις εισαγωγές είναι αντιοικονομική.

Με την παραπάνω αυτή διάκριση, πως μπορεί να εξηγηθεί ο πληθωρισμός που χαρακτηρίζει τη δεκαετία του 1970 κάτω από το νομισματικό σύστημα ελεγχόμενης **διακύμανσης**. Επιπλέον το

φαινόμενο της εξαγωγής πληθωρισμού απαντάται και στην τρέχουσα πραγματικότητα κυμαινόμενης ισοτιμίας. Μια εξήγηση είναι ότι αν οι περισσότερες οικονομίες υιοθετήσουν πολιτική πλήρους απασχόλησης και δεν καταπολεμήσουν τον πληθωρισμό αποτελεσματικά στο εσωτερικό της χώρας, μπορούμε να δούμε ότι το σύνολο των "εγχώριων" πληθωρισμών συνθέτει το διεθνή πληθωρισμό. Αλλά η εξήγηση των πληθωριστικών πιέσεων, σε διεθνές επίπεδο, μπορεί να θεμελιωθεί κατά ορισμένους οικονομολόγους και σε διαφορετική βάση που είναι σε άμεση συσχέτιση με το θεσμικό και δομικό πλαίσιο του νομισματικού συστήματος.

Μετά το 1973 που ο περιορισμός της σταθερής ισοτιμίας έπαψε να υπάρχει εξέλιπε και η "δημοσιονομική πειθαρχία". Στο μέτρο που η διακύμανση της ισοτιμίας θα εξασφάλιζε ισορροπία στον εξωτερικό τομέα, οι οικονομίες θα ήταν ελεύθερες να επιδιώξουν πλήρη απασχόληση μέσω διασταλτικής πολιτικής. Αυτό έγινε σε μεγάλο βαθμό ιδιαίτερα στη δεκαετία του 1970. Μαζί με την αύξηση των τιμών καυσίμων, η έλλειψη δημοσιονομικής πειθαρχίας αποτέλεσε βασικό αίτιο για τις έντονες πληθωριστικές πιέσεις στη διεθνή οικονομία στην περίοδο αυτή. Όμως, η αύξηση των τιμών δημιουργεί υποτιμητικές τάσεις. Και στο μέτρο που οι κεντρικές νομισματικές και δημοσιονομικές αρχές δεν παρεμβάλλονται για να αποφευχθεί η διολίσθηση της ισοτιμίας, το φαινόμενο μπορεί να γενικευτεί και να οδηγήσει σε ανταγωνιστικές υποτιμήσεις από άλλες χώρες προκειμένου να προστατευθεί η ανταγωνιστικότητά τους. Αυτό βέβαια θα προκαλέσει πληθωριστικές πιέσεις και στις χώρες αυτές. Έτσι, ο πληθωρισμός εξάγεται και με το σύστημα ελεύθερης διακύμανσης μέσω της ανταγωνιστικής υποτίμησης.

Στη δεκαετία του 1980 υπήρχε μεγαλύτερη συνεργασιμότητα μεταξύ των βιομηχανικών χωρών στον τομέα της οικονομικής πολιτικής. Στο μεταξύ, η κρίση της ενέργειας αμβλύθηκε σημαντικά. Έτσι, στα μέσα της δεκαετίας του 1980 παρατηρείται μεγαλύτερη νομισματική σταθερότητα, ενώ ο πληθωρισμός δαμάστηκε από όλες σχεδόν τις μεγάλες βιομηχανικές χώρες. Οι μικρές ανοιχτές οικονομίες, ιδιαίτερα αυτές με χαμηλό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν προβλήματα πληθωρισμού και μεγάλων διακυμάνσεων στις ισοτιμίες τους. Οι οικονομίες αυτές φαίνεται ότι υπόκεινται σε μεγάλο βαθμό στο φαινόμενο του φαύλου κύκλου υποτίμησης και πληθωρισμού. Οι πληθωριστικές της επιδράσεις (αυξήσεις τιμών εισαγομένων προϊόντων, αύξηση τιμών εγχώρια με την τόνωση της ζήτησης για εγχώρια προϊόντα κ.λ.π.) οδηγούν σε αυξητικές προσαρμογές στους μισθούς και γενικά στο κόστος, ώστε η τελική αύξηση των τιμών να υπεραντισταθμίζει τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας μέσω της υποτίμησης.

### 3.2. Νομισματικές Κρίσεις

Το διεθνές νομισματικό στερέωμα είναι ευάλωτο σε νομισματικές κρίσεις, από το 1997, όταν εκδηλώθηκε η νομισματική κρίση της Νοτιο-Ανατολικής Ασίας, μέχρι το 2002 (κρίση της Αργεντινής) η διεθνής αγορά κεφαλαίου υπέφερε από φοβία νομισματικών κρίσεων. Πριν το 1977 υπήρξαν δυο ακόμη σοβαρές νομισματικές κρίσεις, η μια το 1992 που εκδηλώθηκε με κερδοσκοπική επίθεση κατά των Ευρωπαϊκών Νομισμάτων και ειδικά της βρετανικής στερλίνας και απείλησε την ευστάθεια του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος και η άλλη το 1994 όταν η μεγάλη διακύμανση του μεξικανικού Πέσο επηρέασε το σύνολο της νοτιοαμερικάνικης οικονομίας. Στα παραπάνω προστίθενται και οι κρίσεις της Ρωσίας το 1998 και της Βραζιλίας το 1999. Κοινό χαρακτηριστικό των παραπάνω κρίσεων είναι η μεγάλη μεταδοτικότητα τους τόσο στην άμεση περιοχή που συμβαίνουν όσο και διεθνώς.

Ποια είναι η μορφή της νομισματικής κρίσης και πως προκαλείται; Η τραπεζική κρίση, εκδηλώνεται συνήθως όταν το τραπεζικό σύστημα δεν επιτελεί το κατ' εξοχήν έργο του που είναι η *μεσολάβηση* μεταξύ ελλειμματικών και πλεονασματικών αποταμιευτικών μονάδων δηλαδή ο δανεισμός. Αυτό μπορεί να προκύψει από πολλούς λόγους αλλά το πρόβλημα είναι ότι τα τραπεζικά ενεργητικά στοιχεία υπολείπονται των παθητικών ώστε οι τράπεζες να αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας στον ενδιάμεσο ρόλο τους ως δανειστριών και αποδεκτών καταθέσεων. Βέβαια, το πρόβλημα μπορεί να προκύψει επειδή οι δανειζόμενοι από τις τράπεζες, αδυνατούν να εξοφλήσουν κανονικά τις υποχρεώσεις τους. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο ότι μια οικονομία είναι σε ύφεση διάρκειας ώστε τα έσοδα των επιχειρήσεων να σημειώσουν δραματική μείωση. Η πραγματική αιτία της κρίσης επομένως μπορεί να είναι τα διαρθρωτικά προβλήματα που αντιμετωπίζει μια μεγάλη οικονομία. Από την άλλη μεριά, η κρίση μπορεί να έχει καθαρά "τραπεζικό" χαρακτήρα και να προκύψει από κακούς χειρισμούς στην τραπεζική δραστηριότητα μιας χώρας ή περιοχής.

Η κρίση ισοτιμίας, εκδηλώνεται συνήθως με πολύ μεγάλη πτώση της ισοτιμίας μιας χώρας εάν το νομισματικό σύστημα είναι αυτό της ελεύθερης διακύμανσης ώστε η αγοραστική αξία του συγκεκριμένου νομίσματος να μειωθεί δραστικά. Στην περίπτωση του συστήματος σταθερής ισοτιμίας το τελικό αποτέλεσμα θα είναι και πάλι η μεγάλη υποτίμηση του νομίσματος. Και εδώ η αιτία, μπορεί να είναι η κατάσταση της οικονομίας ή των οικονομιών μιας περιοχής. Για το λόγο αυτό ή για άλλους λόγους, μπορεί να λάβει χώρα μαζική απόσυρση καταθέσεων από ξένες επιχειρήσεις οι οποίες είχαν προγραμματίσει επενδύσεις στην υπ' όψη χώρα ή περιοχή. Η κρίση της Ανατολικής Ασίας εμπίπτει σε αυτόν τον τύπο από πλευράς αιτίας πρόκλησης της,

Οι κρίσεις που ανάγονται σε διαρθρωτικά προβλήματα και *μακροοικονομικές ανισορροπίες* (υποδείγματα 1<sup>ης</sup> γενιάς), προκαλούνται πολλές φορές από κακή δημοσιονομική διαχείριση. Σύνηθες φαινόμενο είναι η αναπτυξιακή πολιτική που στηρίζεται σε ελλειμματικούς προϋπολογισμούς. Όταν κάτι τέτοιο γίνεται οι επενδυτές, μεγάλοι

διεθνείς τραπεζικοί όμιλοι, χάνουν την εμπιστοσύνη τους στον δημόσιο τομέα και αρνείται να τον χρηματοδοτήσει αγοράζοντας ομολογίες του κράτους. Το τελευταίο, στο μέτρο που καταφεύγει στην κεντρική τράπεζα για δανεισμό, προκαλεί αύξηση στην προσφορά του χρήματος και στη συνέχεια πληθωριστικές πιέσεις στην οικονομία με την αναμενόμενη συνέπεια να προκύπτει δυσεπίλυτο οικονομικό πρόβλημα που έχει φαύλο κυκλικό χαρακτήρα. Μεταξύ άλλων, ο πληθωρισμός επηρεάζει αρνητικά το ισοζύγιο πληρωμών πράγμα που οδηγεί σε δανεισμό από το εξωτερικό και απώλεια από το κοινό της εμπιστοσύνης στο ανατιμημένο νόμισμα ώστε η φυγή συναλλάγματος να ακολουθεί μαζικά.

Σε μια τέτοια περίπτωση, ο κρατικός τομέας μπορεί να ακολουθήσει εσφαλμένα "απλόχερη" πολιτική στήριξης των επιχειρήσεων προκειμένου να διατηρηθεί το επίπεδο των επενδύσεων και της απασχόλησης. Αυτό με τη σειρά του οδηγεί σε χαλαρότητα στην πολιτική των χρηματοδοτικών ιδρυμάτων ώστε να προκύπτει το πρόβλημα του *ηθικού κινδύνου*. Ιδιαίτερα στην περίπτωση όπου η κυβέρνηση παρεμβάλλεται στο έργο κρατικών τραπεζών για να χρηματοδοτήσει συγκεκριμένες αναπτυξιακές δραστηριότητες ανεξάρτητα από την κατάσταση που επικρατεί στην αγορά χρήματος, δημιουργείται η εντύπωση στους φορείς που εμπλέκονται ότι υπάρχει δεδομένη στήριξη και εγγύηση από τον κρατικό τομέα σε περίπτωση αποτυχίας. Αυτό, μεταξύ άλλων, οδηγεί σε ανορθολογική επιλογή επενδύσεων με την ανάληψη υψηλών κινδύνων.

Το παραπάνω πρόβλημα του ηθικού κινδύνου είναι δύσκολο να καταπολεμηθεί. Από την άλλη μεριά στο μέτρο που είναι υπαρκτό σε μια χώρα και μπορεί να συμβάλλει στη δημιουργία χρηματοοικονομικής κρίσης που αφορά και άλλες χώρες, θα δικαιολογούταν "εκ των έξω" παρέμβαση. Έτσι η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements, BIS) υιοθέτησε πρόσφατα (2001) στην Βασιλεία της Ελβετίας την Νέα Συμφωνία της Βασιλείας (Βασιλεία II) προκειμένου να υιοθετηθούν από μεγάλες διεθνείς τράπεζες νέοι αυστηρότεροι κανόνες στην διεθνή τραπεζική που περιλαμβάνουν επίβλεψη και έλεγχο. Μέχρι τότε ίσχυε η παλιά συμφωνία της Βασιλείας του 1989(Βασιλεία I) των οποίων είχαν υιοθετήσει εκατό χώρες.

### **3.3. Η Θεωρία της Ισοδυναμίας Αγοραστικών Δυνάμεων και το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα**

Το διεθνές νομισματικό σύστημα της ελεγχόμενης ή περιορισμένης διακύμανσης των ισοτιμιών μετά από τριάντα σχεδόν χρόνια λειτουργίας βρίσκεται σε φάση που προκαλεί προβληματισμό. Οι υποστηρικτές του συστήματος στο παρελθόν αναγνωρίζουν τώρα ότι το σύστημα αδυνατεί να λειτουργήσει ικανοποιητικά στον τομέα, όπου υποτίθεται ότι έχει και το κύριο πλεονέκτημα έναντι του συστήματος σταθερών ισοτιμιών, δηλαδή στον προσδιορισμό ισοτιμιών ισορροπίας.

Πολλοί οικονομολόγοι, κυρίως της μονεταριστικής σχολής, εξέφρασαν την πεποίθησή τους στην αρχή της λειτουργίας του συστήματος, ότι οι ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων βιομηχανικών χωρών θα αντανακλούσαν την αγοραστική αξία του νομίσματος σε κάθε χώρα. Η αντιστοιχία αυτή είναι η Θεωρία της Ισοδυναμίας των Αγοραστικών Δυνάμεων. Κατά τη θεωρία αυτή, η ακριβής ή "σωστή" ισοτιμία των νομισμάτων βασίζεται στην αγοραστική αξία τους. Έτσι, η ισοτιμία  $1 \text{ £} = 2 \text{ \$}$  θα έπρεπε να σημαίνει ότι στην Αγγλία αγοράζεις με μια στερλίνα ότι αγοράζεις στις ΗΠΑ με 2 δολάρια. Εάν λόγω πληθωρισμού στην Αγγλία η αγοραστική αξία της στερλίνας έπεφτε, αυτό θα έπρεπε να επηρεάσει αμέσως την ισοτιμία με ανατίμηση του δολαρίου, εάν το επίπεδο τιμών μένει σταθερό στις ΗΠΑ.

Σε τι βαθμό ανταποκρίνεται αυτό στην πραγματικότητα κάτω από το τρέχον σύστημα; Η απάντηση είναι ότι στη διάρκεια της πρώτης εικοσαετίας του συστήματος είχαμε σοβαρές αποκλίσεις των ισοτιμιών από αυτές, που θα έπρεπε να μας δίνουν οι πραγματικές οικονομικές καταστάσεις σε κάθε χώρα. Για μεγάλα χρονικά διαστήματα είχαμε υπερτίμηση του δολαρίου, καθώς και άλλων νομισμάτων, ως συνέπεια, το αμερικανικό ισοζύγιο πληρωμών είχε συσσώρευση πολύ μεγάλων ελλειμμάτων με αντίστοιχα πλεονάσματα σε άλλες χώρες, όπως η Ιαπωνία και η Δ. Γερμανία. Βλέπουμε λοιπόν ότι η παρουσία αυτών των ανισορροπιών έχει ως συνέπεια την ανεπάρκεια του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Η υποτιθέμενη ευελιξία του στο σημείο αυτό αποδεικνύεται μειωμένη ή και ανύπαρκτη.

Σύμφωνα με τη Θεωρία της Ισοδυναμίας Αγοραστικών Δυνάμεων οι αποκλίσεις αυτές μπορεί να είναι αναπόφευκτες βραχυχρόνια. Μακροχρόνια όμως θα πρέπει να υπάρχει σύγκλιση των τρεχουσών ισοτιμιών, σύμφωνα με αυτά που υπαγορεύει η θεωρία αυτή. Η εμπειρία του συστήματος έδειξε ότι η θεωρία επαληθεύεται μόνο στο επίπεδο της τάσης για σύγκλιση ισοτιμίας και αντιστοιχίας αγοραστικής δύναμης.

### **3.4 Το Κοινό Νόμισμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης**

#### **3.4.1. Τα Οφέλη του Κοινού Νομίσματος**

Τα οφέλη του ενιαίου νομίσματος προκύπτουν από τη βελτίωση των λειτουργιών του χρήματος, είναι πολλά και οφείλονται στο γεγονός ότι η 1/1/2002 είναι η ημέρα έναρξης της λειτουργίας μιας ενιαίας αγοράς, τόσο στον πραγματικό όσο και στο νομισματικό τομέα. Η ομοιογένεια της αγοράς χρήματος της Ευρωπαϊκής και Νομισματικής Ενοποίησης (ΕΝΕ) που επιτυγχάνεται με το κοινό νόμισμα είναι καθοριστικής σημασίας για την αποτελεσματική λειτουργία της ευρύτερης Ενιαίας Αγοράς.

Και αυτό γιατί διευκολύνεται σε μεγάλο βαθμό η χρηματοοικονομική διαχείριση γενικά των συναλλαγών, τόσο για τις οικονομικές μονάδες όσο και για τους ιδιώτες. Οι πηγές εξοικονόμησης είναι το κόστος μεταφοράς από νόμισμα σε νόμισμα, ο χρόνος που αναλίσκεται στις τράπεζες και η δυσκολία στη σύγκριση τιμών στις διάφορες χώρες. Οι επιχειρήσεις από την άλλη μεριά έχουν ακόμη πιο πολλές πηγές εξοικονόμησης κόστους χρήματος και χρόνου. Έτσι, σε κόστος χρόνου και χρήματος μεταφράζεται η ανάγκη παρακολούθησης της αγοράς συναλλάγματος, οι καθυστερήσεις στα εμβάσματα, η διατήρηση λογαριασμών σε πολλά νομίσματα. Η παρακολούθηση συναλλαγματικών κινδύνων και το κόστος κάλυψης για τις επιχειρήσεις αλλά και τους ιδιώτες αποτελούν επίσης σημαντικές πηγές εξοικονόμησης χρόνου και χρήματος.

Με την ενοποίηση της αγοράς χρήματος προκύπτουν οφέλη από το ύψος των κοινών επιτοκίων, τα οποία αντανακλούν σε χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού και οικονομική σταθερότητα. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος εκλείπει με σημαντικές θετικές επιπτώσεις στην ενοποιημένη αγορά χρήματος. Στην αγορά κεφαλαίων τα οφέλη είναι μεγάλα από τη δημιουργία μιας ευρωπαϊκής αγοράς ομολόγων και τη διεύρυνση του φάσματος διαφόρων τίτλων σε απόδοση και χρονική διάρκεια. Η ενιαία κεφαλαιαγορά θα οδηγήσει τελικά σε ενοποίηση και στον χρηματιστηριακό χώρο με δυνατότητα μεγαλύτερης πρόσβασης σε μεγαλύτερη γκάμα επενδύσεων εκφρασμένων στο ίδιο νόμισμα. Ο μεγαλο-επενδυτής πρώτα και στη συνέχεια και ο μικρός επενδυτής στο χρηματιστήριο θα ενδιαφέρονται για επενδύσεις στην ΕΕ γενικά και θα αποφασίζουν με βάση τον πανευρωπαϊκό δείκτη τιμών μετοχών κατά κλάδους επιχειρήσεων και όχι κατά χώρα. Η αναμενόμενη πρόσβαση σε πληρέστερη πληροφόρηση θα επιτρέψει συγκρισιμότητα εναλλακτικών μορφών επενδύσεων με βάση τυποποιημένους και πανευρωπαϊκά χρησιμοποιούμενους δείκτες για την οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων, την πιστοληπτική ικανότητα, ρευστότητα, φερεγγυότητα και άλλα κριτήρια που είναι σχετικά για νέες εκδόσεις μετοχών και ομολόγων.



### 3.4.2 Τα Μειονεκτήματα του Ευρώ

Τα μειονεκτήματα της ένταξης μιας χώρας-μέλος στο ευρώ προκύπτουν από την παραχώρηση της νομισματικής της πολιτικής στον υπερεθνικό θεσμό της ΕΝΕ.

Μια προϋπόθεση για να έχουμε άριστη νομισματική περιοχή είναι ο *συχρονισμός του οικονομικού κύκλου* των χωρών της περιοχής. Σε μια τέτοια περίπτωση η διασταλτική, συσταλτική ή ουδέτερη οικονομική πολιτική εξυπηρετεί τις οικονομικές ανάγκες όλων των χωρών και επομένως μπορεί να είναι ενιαία. Τώρα, το ενιαίο του οικονομικού κύκλου μεταξύ άλλων προϋποθέτει μεγάλη κινητικότητα του εργατικού δυναμικού στη περιοχή. Αυτό επιτρέπει την άμβλυση των τυχόν διαφορών στις φάσεις του κύκλου των χωρών-μελών. Έτσι, εάν σε μία χώρα η μετάβαση από την ύφεση στην άνθηση πραγματοποιείται με σημαντική χρονική υστέρηση σε σχέση με τις άλλες χώρες της περιοχής, θα είχαμε μετακίνηση του εργατικού δυναμικού από τη χώρα αυτή στις άλλες. Εάν η προϋπόθεση της κινητικότητας εργασίας δεν συντρέχει και δεν υπάρχει συγχρονισμός των οικονομικών διακυμάνσεων, η κοινή νομισματική πολιτική θα ευνοεί ορισμένες χώρες σε βάρος των υπολοίπων.

Ο μη συγχρονισμός του οικονομικού κύκλου μπορεί να οφείλεται σε εξωτερικές ή εσωτερικές αιτίες. Τα εξωτερικά σοκ που μπορεί να δεχτεί μια οικονομία (π.χ. καιρικές συνθήκες, πολεμικές συρράξεις, ενεργειακές συγκυρίες κ.λ.π.) είναι συνήθως εκτός ελέγχου και προληπτικής πολιτικής. Οι εσωτερικές δυσλειτουργίες όμως που ανάγονται σε διαρθρωτικά προβλήματα και στρεβλώσεις μπορεί να αποτελέσουν αντικείμενο κατασταλτικής επέμβασης για την καταπολέμηση τους αλλά και προληπτικής οικονομικής πολιτικής. Στα πλαίσια αυτού του σκεπτικού, και προκειμένου η ΕΕ να εξασφαλίσει ένα όσο το δυνατό πιο ομαλό ξεκίνημα την 1 Ιανουαρίου του 2002 με την είσοδο του ευρώ, πρόβλεψε έγκαιρα να εισάγει μία διαδικασία σύγκλισης των οικονομιών των χωρών-μελών η οποία άρχισε δέκα χρόνια ενωρίτερα με τη συνθήκη των Μάαστριχ. Τα "κριτήρια σύγκλισης" που υιοθετήθηκαν καλύπτουν όλες τις βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές ως ακολούθως: 1. Σταθερότητα ισοτιμιών με το μηχανισμό καθορισμού ισοτιμίας. 2. Έλεγχος πληθωρισμού: μείωση σε λιγότερο από 1,5% πάνω από τον μέσο όρο των τριών χαμηλότερων ποσοστών στην ΕΕ. 3. εναρμόνιση επιτοκίων, με επιτρεπτή διακύμανση προς τα πάνω μέχρι 2% του μέσου όρου των τριών χαμηλότερων ποσοστών. 4. Κρατικά Ελλείμματα: μείωση σε λιγότερο από 3% του ΑΕΠ, 5, Δημόσιο χρέος: μείωση σε ποσοστό μικρότερο από 60% του ΑΕΠ.

Η διορθωτική αυτή επέμβαση, θεωρήθηκε απαραίτητη δεδομένου ότι α) η ΕΕ περιλαμβάνει χώρες διαφορετικού επιπέδου οικονομικής ανάπτυξης, β) η εμπειρία του παρελθόντος δείχνει ότι ο οικονομικός κύκλος των βιομηχανικά αναπτυγμένων χωρών δεν είναι συγχρονισμένος και γ) παρ' ότι η ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη εγγυάται την ελευθερία

κίνησης του εργατικού δυναμικού η κινητικότητα που παρατηρείται είναι μειωμένη. Ως μέτρο σύγκρισης χρησιμοποιείται συνήθως η κινητικότητα των εργαζομένων στις ΗΠΑ η οποία είναι πολύ μεγαλύτερη αυτής της Ευρώπης.

Σχετικά με τη διαφορά ΗΠΑ-ΕΕ στην κινητικότητα της εργασίας, αυτή ανάγεται βασικά στο γεγονός της μικρότερης ομοιογένειας γενικά που παρατηρείται στην Ευρώπη. Υπάρχουν διαφορές στο θέμα της γλώσσας και κουλτούρας. Επίσης τα ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά διαφέρουν από χώρα σε χώρα ενώ τις εργασιακές σχέσεις χαρακτηρίζει μεγαλύτερη δυσκαμψία και ανελαστικότητα στη διαμόρφωση των αμοιβών.

Η δυσκαμψία αυτή στην αγορά της εργασίας φαίνεται να επηρεάζει τη μετανάστευση του πραγματικού κεφαλαίου η οποία είναι επιλεκτική. Πράγματι, η διασυννοριακή κυκλοφορία των άμεσων επενδύσεων, παρ' ότι έχει αυξηθεί μετά τη δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς, είναι αφ' ενός μικρότερη της αναμενόμενης και αφ' ετέρου εκδηλώνει σαφείς προτιμήσεις για τις αναπτυγμένες χώρες με καλύτερη υποδομή και μεγαλύτερες δυνατότητες πραγματοποίησης εξωτερικών οικονομιών για τις νέες επιχειρήσεις.

Το ερώτημα που προκύπτει από τα παραπάνω είναι κατά πόσο με τη χρήση του κοινού νομίσματος οι περιφερειακές ανισότητες αναμένεται να σμικρυνθούν ή να αυξηθούν. Η άσκηση διασταλτικής οικονομικής πολιτικής για την καταπολέμηση αντίξων οικονομικών συγκυριών δεν είναι δυνατή για τις ίδιες τις χώρες της ΕΕ σύμφωνα με το Σύμφωνο Σταθερότητας. Ο ρόλος της δημοσιονομικής πολιτικής περιορίζεται δραστικά ενώ η κοινή νομισματική πολιτική υπονοεί έλλειψη δυνατότητας για μεταβολές στα επιτόκια, την ποσότητα χρήματος και την συναλλαγματική ισοτιμία για την αντιμετώπιση των οικονομικών προβλημάτων ενός κράτους. Η οικονομική πολιτική θα απευθύνεται σε "μέσους όρους" και όχι στις ιδιαιτερότητες και ιδιομορφίες ή ειδικές ανάγκες κάθε κράτους-μέλους.

### **3.5. Ανάγκη για Μεταρρύθμιση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος**

Εδώ και αρκετά χρόνια πολλοί ακαδημαϊκοί οικονομολόγοι προάγουν την επιχειρηματολογία ότι με το σύστημα (περιορισμένης) διακύμανσης υπάρχει ανάγκη για τη μεταρρύθμιση του. Σύμφωνα με την επιχειρηματολογία αυτή μερικές από τις ατέλειες του συστήματος προϋπήρχαν στο προηγούμενο σύστημα σταθερών ισοτιμιών. Το πρόβλημα όμως στο τρέχον σύστημα είναι η αστάθεια των ισοτιμιών, η οποία προκαλεί την αβεβαιότητα και την κερδοσκοπία. Το σύστημα, σε αντίθεση με αυτά που πρέσβευαν οι αρχικοί υποστηρικτές του, πάσχει από μεγάλη μεταβίβαση του πληθωρισμού από χώρα σε χώρα. Τέλος, το δολάριο συνέχισε να παίζει τον ίδιο ρόλο και με το παρόν σύστημα όπως και με το προηγούμενο με τα γνωστά προβλήματα έστω και σε μικρότερη κλίμακα.

Επίσης οι αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες δεν διαθέτουν αυτάρκεια σε οργανωμένες χρηματαγορές και δεν εκπροσωπούνται στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο με αρκετές ψήφους, είναι παθητικοί παρατηρητές των εξελίξεων περισσότερο από τις αναπτυγμένες χώρες, πληρώνουν το τίμημα της έλλειψης νομισματικής σταθερότητας στη διεθνή οικονομία. Τέλος, το σύστημα περιορισμένης διακύμανσης δεν έχει απαλλαγεί εξ' ολοκλήρου από το χρυσό αφού η απονομισματοποίησή του δεν έχει ολοκληρωθεί. Την επιχειρηματολογία αυτή ενδυνάμωσαν οι νομισματικές κρίσεις στο δεύτερο μέρος της δεκαετίας του 1990. Τόσο οι χώρες της Λατινικής Αμερικής όσο και οι εκβιομηχανοποιούμενες χώρες της Ασίας αλλά και οι υπό μετάβαση χώρες αποδείχτηκαν ευάλωτες στην ενοποίηση της αγοράς κεφαλαίου η οποία έχει προκαλέσει κύματα κερδοσκοπίας που έπληξαν το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας. Έτσι, οι τελευταίες δύο νομισματικές κρίσεις της Ασίας και της Ρωσίας είχαν όντως παγκόσμια εμβέλεια, χρηματιστηριακά και αλλιώς πως. Είναι γενική η παραδοχή πλέον ότι στη βάση της αστάθειας του συστήματος είναι η απελευθέρωση της αγοράς κεφαλαίων και η μεγάλη κινητικότητα που χαρακτηρίζει την αγορά αυτή στα τελευταία χρόνια.

Ποιο το μέλλον του σημερινού Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος; Ήδη το θέμα απασχολεί τις κυβερνήσεις των αναπτυγμένων χωρών, αλλά και τους ακαδημαϊκούς οικονομολόγους.

Το νομισματικό σύστημα αποδείχθηκε πολύ ευάλωτο χωρίς την έλλειψη συνεργασίας και συντονισμού οικονομικής πολιτικής μεταξύ των χωρών-μελών του ΔΝΤ και ιδιαίτερα των βιομηχανικών χωρών. Τα παραδείγματα των συμφωνιών της Πλάζας και του Λούβρου αλλά και η παρέμβαση για τη στήριξη του ΕΥΡΩ τον Σεπτέμβριο του 2000 είναι χαρακτηριστικές περιπτώσεις επιβεβλημένης οικονομικής συνεργασίας μεταξύ των βιομηχανικών χωρών. Δεν είναι τυχαίο βέβαια ότι στις συχνές συναντήσεις των G-7 (των επτά πλέον αναπτυγμένων χωρών) στις οποίες προστίθεται τώρα και η Ρωσία μόνιμο θέμα στην ημερησία διάταξη είναι η πορεία του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

Η αυτονομία του εξωτερικού τομέα, την οποία υποτίθεται ότι προάγει το σύστημα ελεύθερης διακύμανσης αποδεικνύεται ανεπαρκής, ενώ η διεθνής οικονομία πληρώνει το τίμημα της οικονομικής πολιτικής πλήρους απασχόλησης, την οποία ακολούθησαν πολλές χώρες στο παρελθόν. Το σύστημα ελεύθερης διακύμανσης "λύνει τα χέρια" του κρατικού τομέα για την άσκηση διασταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής. Έτσι, αυξήσεις στο επίπεδο τιμών που αναμένεται να προκαλέσει η πολιτική του τύπου αυτού, μπορεί να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στο ισοζύγιο πληρωμών. Επομένως, στη μεταβολή της ισοτιμίας για την αποκατάσταση της ισορροπίας στον εξωτερικό τομέα. Όμως, οι τελευταίες δεκαετίες δείχνουν συνύπαρξη μεγάλων ελλειμμάτων στο δημοσιονομικό τομέα και στο ισοζύγιο πληρωμών. Επιπλέον, οι αποκλίσεις των ονομαστικών ισοτιμιών από τα επίπεδα που υπαγορεύουν οι πραγματικές οικονομικές καταστάσεις στις διάφορες χώρες είναι σημαντικές.

Η ανάγκη για μεταρρύθμιση του συστήματος διεθνών πληρωμών έχει γίνει αντικείμενο έντονων συζητήσεων από τα μέσα της δεκαετίας του 1980. Ο προβληματισμός που επικράτησε στο διάστημα αυτό ήταν βασικά πάνω στο βαθμό επέμβασης. Εάν δηλαδή θα αρκούσαν ορισμένες αλλαγές στα πλαίσια του ήδη υπάρχοντος θεσμικού πλαισίου ή θα επιβαλλόταν μια πιο ριζική αντιμετώπιση του προβλήματος. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι μεταβολές ήταν οριακής σημασίας και απέβλεπαν στη δυνατότητα μεγαλύτερης επέμβασης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), με ένα σύστημα επιτήρησης της πολιτικής ισοτιμιών των κρατών-μελών. Η επιδίωξη μεγαλύτερης δημοσιονομικής πειθαρχίας τόσο από τις βιομηχανικές όσο και τις αναπτυσσόμενες χώρες είναι βασικός στόχος του Ταμείου.

Σε ό,τι αφορά την επιδίωξη μιας πιο ουσιαστικής μεταρρύθμισης, ο στόχος είναι ο ίδιος που επιδιώχθηκε το 1973, δηλαδή ο συνδυασμός των πλεονεκτημάτων του συστήματος σταθερών ισοτιμιών και της ευελιξίας του τωρινού συστήματος. Ήδη, η πλάστιγγα κλίνει προς μεγαλύτερη σταθερότητα και αποφυγή μεγάλης κλίμακας διακύμανσης των ισοτιμιών. Στα πλαίσια αυτά προωθείται η πρόταση καθορισμού ενός στόχου όχι σταθερής ισοτιμίας, αλλά μιας ζώνης (target zone) μέσα στην οποία μπορεί να κυμαίνεται η ισοτιμία με δυνατότητα παρέμβασης όταν η διακύμανση πλησιάζει στα όρια. Για παράδειγμα, η ζώνη δολαρίου ΗΠΑ και στερλίνες μπορεί να οριστεί μεταξύ 1,7 και 2,2 \$/£. Η ζώνη αυτή μπορεί μελλοντικά να αναθεωρηθεί σύμφωνα με τις μεταβολές στα πραγματικά οικονομικά δεδομένα κάθε οικονομίας.

Θα πρέπει τέλος να αναφερθεί η προτίμηση των αναπτυσσόμενων χωρών για μεγαλύτερη σταθερότητα των ισοτιμιών. Οι λιγότερο αναπτυγμένες χώρες είναι παθητικοί παρατηρητές των εξελίξεων στα διεθνή νομισματικά. Η κάθε άλλο παρά την ευνοϊκή θέση τους στο εμπόριο με τις βιομηχανικές χώρες χειροτερεύει, με την αβεβαιότητα που συνεπάγονται οι συχνές και μεγάλες διακυμάνσεις των ισοτιμιών.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα έχει περάσει από διάφορα στάδια και πολλές μεταρρυθμίσεις για να φθάσει στην σημερινή του μορφή.

Το πρώτο σύστημα το οποίο εφαρμόστηκε στην διεθνή οικονομία ήταν το σύστημα κανόνα χρυσού το οποίο βασιζόταν στην χρήση του χρυσού ως το μόνο μέσο διεθνών πληρωμών. Έπειτα υπήρχε το σύστημα του Bretton Woods το οποίο βασιζόταν στον κανόνα συναλλάγματος –χρυσού αντί για τον κανόνα χρυσού, όμως το 1971 έγινε η κατάρρευση του συστήματος και αντικαταστήθηκε από το σύστημα κανόνα δολαρίου. Έπειτα το 1976 υιοθετήθηκε το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών και το 1978 ιδρύθηκε το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα στο οποίο οι χώρες-μέλη της ΕΚ διατηρούν τις ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων τους σταθερές με μικρό περιθώριο διακύμανσης, αλλά επιτρέπουν στα νομίσματά τους να διακυμαίνονται ελεύθερα έναντι των νομισμάτων των άλλων χωρών. Το 1980 υιοθετήθηκε το πρόγραμμα του ενιαίου νομίσματος όπου τα εθνικά νομίσματα των χωρών της ΕΟΚ θα αντικαθίστανται από το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα το οποίο ονομάστηκε «ευρώ». Από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου του 2002 το ευρώ ήταν το μοναδικό νόμισμα στις χώρες που συμμετέχουν στην ΕΝΕ. Με την εισαγωγή του το ευρώ στις χώρες που συμμετέχουν στην ΕΝΕ δημιουργήθηκαν πολλά πλεονεκτήματα στην ΝΕ ένα από τα οποία είναι η κοινή νομισματική πολιτική η οποία θα οδηγήσει στην σταθερότητα των τιμών στον ευρωπαϊκό ενιαίο οικονομικό χώρο. Επίσης θα υπάρξει μείωση του κόστους των συναλλαγών, εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου και των νομισματικών κρίσεων. Όμως παρά τα πλεονεκτήματα υπάρχουν και μειονεκτήματα όπως ότι το κράτος δεν μπορεί πλέον να εξασκεί Νομισματική Πολιτική (αύξηση / μείωση επιτοκίων) ή αλλαγή συναλλαγματικών ισοτιμιών (υποτίμηση / ανατίμηση) για να δώσει λύση σε μια προσωρινή οικονομική κρίση.

Το σύστημα ελεγχόμενης διακύμανσης λειτούργησε τη δεκαετία του 1970 κάτω από συνθήκες αστάθειας της διεθνούς ανταλλαγής στον εμπορευματικό τομέα. Οι εξωτερικές επιδράσεις ήταν έντονες και αντίξοες όπως ο τετραπλασιασμός της τιμής πετρελαίου το 1974 και γενικά η κρίση που ακολούθησε στην αγορά του εμπορεύματος ήταν ο κύριος παράγοντας σοβαρής αστάθειας στην περίοδο αυτή.

Το νομισματικό σύστημα αποδείχθηκε πολύ ευάλωτο χωρίς την έλλειψη συνεργασίας και συντονισμού οικονομικής πολιτικής μεταξύ των χωρών-μελών του ΔΝΤ και ιδιαίτερα των βιομηχανικών χωρών.

Συμπεραίνοντας, υπάρχει η ανάγκη για μεταρρύθμιση του συστήματος διεθνών πληρωμών δηλαδή μια ουσιαστική μεταρρύθμιση στο σύστημα όπως μεγαλύτερη σταθερότητα και αποφυγή μεγάλης κλίμακας διακύμανσης των ισοτιμιών. Προτείνεται η πρόταση καθορισμού ενός στόχου όχι σταθερής ισοτιμίας, αλλά μιας ζώνης (target zone) μέσα στην οποία να μπορεί κυμαίνεται η ισοτιμία με δυνατότητα παρέμβασης όταν η διακύμανση πλησιάζει στα όρια. Για παράδειγμα, η ζώνη δολαρίου ΗΠΑ και στερλίνες να μπορεί να οριστεί μεταξύ 1,7 και 2,2 \$/£. Η ζώνη αυτή μπορεί μελλοντικά να αναθεωρηθεί σύμφωνα με τις μεταβολές στα πραγματικά οικονομικά δεδομένα κάθε οικονομίας.

Θα πρέπει τέλος να αναφερθεί η προτίμηση των αναπτυσσόμενων χωρών για μεγαλύτερη σταθερότητα των ισοτιμιών όμως οι λιγότερο αναπτυγμένες χώρες είναι παθητικοί παρατηρητές των εξελίξεων στα διεθνή νομισματικά.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- [1] Αλογοσκούφης Γ. και Σ. Λαζαρέτου, Η ΔΡΑΧΜΗ, Εκδ. Αθηναϊκή Οικονομική, 1997
- [2] Ζαχαριάδης Δ.- Σούρας, ΧΡΗΜΑ-ΠΙΣΤΗ- ΤΡΑΠΕΖΕΣ, Εκδ. Αθ. Σταμούλης, 1993
- [3] Θαλασσινός Ε. Ι. και Σταματόπουλος Θ.Β., ΔΙΕΘΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ, Εκδ. Αθ. Σταμούλης, 1998,
- [4] Καρφάκης Κ., ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ, 1995,
- [5] Κορλίρα Π. Γ., ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ, Εκδ. ΚΒΠ Σπίλιας ΑΕΒΕ, 1998,
- [6] Krugman P and Obstfeld M, 1999, 1995, (Τόμος Α και Τόμος Β)
- [7] Λεβεντάκης Ι., ΔΙΕΘΝΗΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ, Εκδ. Αθ. Σταμούλης, 2003,
- [8] Paul De Grauwe, Τα οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Εκδ. Παπαζήση, 2008
- [9] Πουρναράκης Ε., ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ, 1996
- [10] Πουρναράκης Ε., ΔΙΕΘΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ, ΜΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ, 1991
- [11] Πουρναράκης Ε., ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ, ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ, 1981,