

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«Η ευπάθεια των ατελών νομισματικών ενώσεων»

Των φοιτητών

**ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Α.Μ. 10044
ΑΝΑΠΛΙΩΤΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ-ΡΑΦΑΗΛ Α.Μ. 10377
ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ ΧΡΗΣΤΟΣ Α.Μ. 10378**

Επιβλέπων: Καθηγητής Θ.Β. Σταματόπουλος

**Ηράκλειο
Ιούλιος, 2019**

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θέλουμε να ευχαριστήσουμε τον επιβλέποντα καθηγητή της πτυχιακής μας εργασίας κ. Θεόδωρο Σταματόπουλο για την άψογη ακαδημαϊκή καθοδήγηση μέσω των γραπτών οδηγιών συγγραφής πτυχιακής που μας παρείχε κατά την ανάληψη της εργασίας και τις σημαντικές παρατηρήσεις και διορθώσεις που μας προσέφερε μέχρι την ολοκλήρωση της ερευνητικής μας προσπάθειας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός: Διερευνούμε εάν η ευπάθεια της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (E-ONE) συνέβαλλε στη διόγκωση του προβλήματος της υπερχρέωσης του Ελληνικού δημόσιου τομέα, με αποτέλεσμα τις ολέθριες επιλογές μετά το 2010.

Μεθοδολογία: Αναλύουμε τη σχετική θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών (ΑΝΠ) καθώς και τα σχετικά υποδείγματα ευπάθειας των Ατελών Νομισματικών Ενώσεων, τα συνθέτουμε με τα γεγονότα και παρουσιάζουμε τις κρίσεις μας επί του θέματος.

Ευρήματα: Η κρίση δημόσιου χρέους που αντιμετώπισε η Ελλάδα εντός της E-ONE προκάλεσε «οιονεί-έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωζώνη». Επίσης, η Ελλάδα δεν ήταν δημοσιονομικά ώριμη για να ενταχθεί σε μια ατελή νομισματική ένωση, όπου η «δημοσιονομική πειθαρχία», στη λογική των πολιτικών there is no-alternative (TINA), ήταν ο μόνος ουσιαστικός προστατευτικός μηχανισμός διόγκωσης χρέους και ελλειμάτων. Τέλος, διαπιστώσαμε ότι η απουσία ουσιαστικού «δανειστή εσχάτης ανάγκης», απέκλεισε ουσιαστικά το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα από τη «φυσική ροή» αναχρηματοδότησης του από τη διατραπεζική της Ευρωζώνης με αναπόφευκτο άμεσο στραγγαλισμό των ελληνικών επιχειρήσεων. Επομένως, το βασικό μας συμπέρασμα είναι πως οι πολιτικές λιτότητας «έδωσαν φάρμακο χειρότερο της ασθένειας της Ελληνικής οικονομίας».

Περιορισμοί: Η εμπειρική μας διερεύνηση είναι στο πεδίο μόνο της περιγραφικής στατιστικής, με αποτέλεσμα τα συμπεράσματά μας να αφορούν μόνο τα δεδομένα μας, χωρίς δυνατότητα προβλέψεων.

Επιπτώσεις πολιτικής: Εκτιμούμε ότι οι πολιτικές λιτότητας που εφαρμόστηκαν στη χώρα μας εν είδει «πειραματόζωου» στην Ευρωζώνη, δεδομένων και των πρόσφατων απολογητικών εκθέσεων του ΔΝΤ, θα πρέπει να λειτουργούν ως «παράδειγμα προς αποφυγή».

ABSTRACT

Purpose: We investigate whether the vulnerability of the European Economic and Monetary Union (E-EMU) contributed to the expansion of the issue of excessive indebtedness of the Greek public sector, resulting in disastrous choices in the following years after 2010.

Methodology: We analyse the relevant theories of the Optimum Currency Areas (OCA) as well as the vulnerabilities of an imperfect monetary union, we compose them in adjunction with facts and present our judgments on the subjects.

Findings: The sovereign debt crisis Greece faced within the E-EMU caused "quasi-exodus of Greece from the eurozone". Also, Greece was not financially mature to join an imperfect monetary union, where "fiscal discipline", in the logic of policies there is no-alternative (TINA), was the only essential protective mechanism against the increase of public debt and deficits. Finally, we found that the absence of a substantial "lender of emergency", effectively ruled out the Greek banking system from its "natural flow" of refinancing from the euro area interbank with the inevitable direct strangulation of the Greek business sector. Therefore, our main conclusion is that austerity policies "gave a drug worse than the disease facing the Greek economy".

Limitations: Our empirical investigation is in the field of descriptive statistics, therefore this means that our findings relate only to our data, without predictability.

Policy implications: We believe that the austerity policies implemented in our country made us a "guinea pig" of the eurozone, given the recent IMF reports and should be viewed from now on as a bad example to follow when a country is faced with a similar crisis.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	1
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	2
ABSTRACT.....	3
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	4
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	6
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	8
Μέρος Ι Θεωρητική Θεμελίωση.....	11
Κεφάλαιο 1: Περί οικονομικών των νομισματικών ενώσεων.....	12
1.1 Η Παραδοσιακή Θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών (ΑΝΠ).....	12
1.1.1 Η αρχική προσέγγιση του Mundell στην θεωρία των ΑΝΠ.....	12
1.1.2 Η προσθήκη του McKinnon στην θεωρία των ΑΝΠ.....	16
1.1.3 Η προσθήκη του Kenen στην θεωρία των ΑΝΠ.....	17
1.1.4 Τα Βασικά Κριτήρια της Παραδοσιακής Θεωρίας των ΑΝΠ.....	18
1.2 Η Νέα Θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών.....	19
1.2.1 Αποτελεσματικότητα και αξιοπιστία Νομισματικής Πολιτικής.....	20
1.2.2 Ενδογένεια εναντίον Εξειδίκευσης.....	22
1.2.3 Τριβές αγοράς εργασίας.....	24
1.2.4 Πραγματική οικονομική σύγκλιση.....	25
1.2.5 Τα Κριτήρια της Νέας Θεωρίας των ΑΝΠ.....	26
Κεφάλαιο 2: Καθεστώτα καθορισμένων και σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ως ατελείς νομισματικές ενώσεις.....	29
2.1 Θεωρητική προσέγγιση της ευπάθειας των συστημάτων καθορισμένων και σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.....	29
2.1.1 Το Υπόδειγμα Υποτίμησης De Grauwe πρώτης γενιάς.....	29
2.1.2 Το Υπόδειγμα Υποτίμησης De Grauwe δεύτερης γενιάς.....	31
2.2 Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ), ως μια ατελή νομισματική ένωση.....	33
2.2.1 Η δομή του ΕΝΣ και ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ΜΣΙ.....	33
2.2.2 Η διαχρονική λειτουργία του ΕΝΣ.....	35
Κεφάλαιο 3: Νομισματική ένωση χωρίς δημοσιονομική ένωση.....	40

3.1 Θεωρητική προσέγγιση της ευπάθειας των Νομισματικών Ενώσεων χωρίς δημοσιονομική ένωση	40
3.1.1 Υπόδειγμα Χρεοκοπίας De Grauwe	40
3.1.2 Πολιτικές αντιμετώπισης της ευπάθειας των ατελών νομισματικών ενώσεων που δεν διαθέτουν δημοσιονομική ένωση.	44
3.2 Κακές ισορροπίες: τραπεζικές κρίσεις και αυτόματοι σταθεροποιητές	45
3.2.1 Εναγκαλισμός τραπεζικού συστήματος με το κρατικό χρέος.....	45
3.2.2 Απενεργοποίηση αυτόματων σταθεροποιητών σε πρότυπα αναγκαστικής λιτότητας..	46
Μέρος II Εμπειρική διερεύνηση	47
Κεφάλαιο 4: Η Ελληνική εμπειρία εντός της Ευρωζώνης.....	48
4.1 Αξιολόγηση βασικών οικονομικών μεγεθών της Ευρωζώνης	48
4.2 Κινητικότητα Εργασίας και Ευελιξία Μισθών.....	55
4.2.1 Ποσοστά Ανεργίας	55
4.2.2 Ανταγωνιστικότητα Εργασίας	58
4.3 Ολοκλήρωση Κεφαλαιαγορών και Χρηματαγορών.....	62
4.4 Ανοικτή Οικονομία.....	64
4.5 Επίπεδο Τιμών	66
4.6 Δημοσιονομική Σύγκλιση.....	67
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	71
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	73

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1.1: Τα βασικά κριτήρια της Παραδοσιακής Θεωρίας των Άριστων Νομισματικών Περιοχών	19
Πίνακας 1.2: Τα κριτήρια της Νέας Θεωρίας των Άριστων Νομισματικών Περιοχών.	26
Πίνακας 4.1: Ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις χώρες της Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2007 – 2018	49
Πίνακας 4.2: Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία (REER) στις χώρες της Ευρωζώνης των 19, Δείκτης με βάση 100 το 2010, για την περίοδο 2005 – 2018	51
Πίνακας 4.3: Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών ως ποσοστό επί του ΑΕΠ των χωρών της Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2005 – 2018	52

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 2.1: Όφελος και Κόστος Υποτίμησης	30
Διάγραμμα 2.2: Διπλή ισορροπία βάσει προσδοκιών υποτίμησης	32
Διάγραμμα 3.1: Διπλή ισορροπία βάσει προσδοκιών χρεοκοπίας	41
Διάγραμμα 4.1 Ποσοστό Ανεργίας επί του Ενεργού Πληθυσμού, σε επιλογή χωρών Ευρωζώνης για την περίοδο 2005-2018	55
Διάγραμμα 4.2 Ποσοστό Μακροχρόνιας Ανεργίας επί του Ενεργού Πληθυσμού, σε επιλογή χωρών Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2005-2018	56
Διάγραμμα 4.3 Ανταγωνιστικότητα Εργασίας στην Ελλάδα με παρουσίαση Δεικτών: Παραγωγικότητας MFP, Ονομαστικών Μισθών, Μοναδιαίου Κόστους Εργασίας ULC, με βάση 100 το 2005, για την περίοδο 2005 με 2016.	58
Διάγραμμα 4.4 Ανταγωνιστικότητα Εργασίας στην Γερμανία με παρουσίαση Δεικτών: Παραγωγικότητας MFP, Ονομαστικών Μισθών, Μοναδιαίο Κόστος Εργασίας ULC, με βάση 100 το 2005, για την περίοδο 2005 με 2016.	59
Διάγραμμα 4.5 Επιτόκιο Μακροπρόθεσμου Κυβερνητικού Δανεισμού, σε Ελλάδα, Γερμανία, και Ευρωζώνη των 19, για την περίοδο 2002-2018	61
Διάγραμμα 4.6 Λόγος ανοίγματος οικονομίας ως άθροισμα Εξαγωγών και Εισαγωγών προς ΑΕΠ, σε Ελλάδα, Γερμανία, και Ευρωζώνη των 19, για την περίοδο 2002-2018	62
Διάγραμμα 4.7 Επίπεδο ανοικτής οικονομίας ως προς το άθροισμα Εξαγωγών και Εισαγωγών προς ΑΕΠ εντός Ευρωζώνης, σε Ελλάδα και Γερμανία, για την περίοδο 2002-2018	64
Διάγραμμα 4.8 Ρυθμός Πληθωρισμού σε Ελλάδα, Γερμανία, και Ευρωζώνη των 19, για την περίοδο 2002-2018	65
Διάγραμμα 4.9 Έλλειμα ή Πλεόνασμα Κρατικού Προϋπολογισμού σε Ελλάδα, Γερμανία, και Ευρωζώνη των 19, για την περίοδο 2002-2018	66
Διάγραμμα 4.10 Συνολικό Κρατικό Χρέος προς ΑΕΠ στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες χώρες της Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2002-2018	67

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο επίσημος πολιτικός λόγος για την υιοθέτηση ενός κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος από τις δεκαετίες του 1980 και 1990 ήταν, πως το ευρώ αναμενόταν να αυξήσει το εμπόριο καθώς και την οικονομική σύγκλιση μεταξύ των κρατών-μελών της E-ONE. Η μείωση του κόστους των συναλλαγών εξαιτίας της κατάργησης των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε μια σειρά διαφορετικών ευρωπαϊκών νομισμάτων και οι υποχρεώσεις οικονομικής σύγκλισης που εφαρμόστηκαν ως προαπαιτούμενα για την ένταξη στην λεγόμενη Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση (E-ONE) αναμενόταν να βοηθήσουν στην οικονομική ανάπτυξη και να βελτιώσουν το επίπεδο ανταγωνιστικότητας των χωρών της ένωσης.

Για την υποστήριξη αυτής της ρητορικής, πολλοί οικονομολόγοι αλλά και πολιτικοί επικαλούνται τη θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών (ΑΝΠ), τόσο όσον αφορά στην αρχική προσέγγιση του Mundell (1961), του McKinnon (1963), και του Kenen (1969) όσο και με βάση την Νέα Θεωρία των ΑΝΠ που αναφέρεται, μεταξύ άλλων, κατά τους Frankel και Rose (1998), στην ενδογένεια των νομισματικών περιοχών. Ωστόσο, συγχρόνως, ένας σημαντικός αριθμός οικονομολόγων επεσήμαναν επικριτικά ότι η E-ONE δεν αποτελούσε μια ΑΝΠ κατά την δημιουργία της.

Η E-ONE με βάση την ανάλυση του De Grauwe (2018), αποτελεί μια ατελή νομισματική ένωση, επειδή τα κράτη-μέλη αναγκάζονται να αλλάξουν την φύση του δημόσιου χρέους τους κατά θεμελιώδη τρόπο. Τα κράτη-μέλη της E-ONE παύουν να έχουν τον έλεγχο του νομίσματος στο οποίο εκδόθηκε ή εκδίδεται το χρέος τους και ως αποτέλεσμα οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν την δυνατότητα να αναγκάσουν μια χώρα σε υποχρεωτική χρεοκοπία. Αυτή η διαπίστωση καθιστά την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση ευάλωτη στα μεταβαλλόμενα συναισθήματα της αγοράς, με τις διαταραχές να εμφανίζουν χαρακτηριστικά αυτοεκπληρώσεων βάσει των προσδοκιών των οικονομικών παραγόντων.

Στόχος της εργασίας μας είναι σε αρχικό στάδιο η θεωρητική κατανόηση των οικονομικών μιας νομισματικής ένωσης τόσο στην ανάλυση της θεωρίας των ΑΝΠ όσο

και στις ευπάθειες που δημιουργούνται σε μια ατελή νομισματική ένωση. Ενώ, σε δεύτερο στάδιο θέλουμε να καταγράψουμε την πορεία της Ελλάδας στην E-ONE, σε γενικό οικονομικό επίπεδο και σε ειδικούς παράγοντες που θεωρούνται κριτήρια νομισματικής ένωσης.

Για την ποσοτική οικονομική ανάλυση της ελληνικής εμπειρίας στην E-ONE διερευνούμε αρχικώς συγκριτικά διαχρονικά μεταβλητές οικονομικής ανάπτυξης ανταγωνιστικότητας, και εμπορίου, για την διαπίστωση του επιπέδου οικονομικής σύγκλισης των χωρών της ευρωζώνης. Σε δεύτερο στάδιο, προχωράμε σε επιλεγμένη συγκριτική ανάλυση της Ελλάδας με την Γερμανία και τον μέσο όρο της Ευρωζώνης μέσω κριτηρίων αποτελεσματικότητας των νομισματικών περιοχών. Πιο συγκεκριμένα αναλύουμε την δυναμική κινητικότητα και την ευκαμψία της αγοράς εργασίας, την ενοποίηση των κεφαλαιαγορών, το επίπεδο των τιμών, το εμπορικό άνοιγμα της οικονομίας, και την δημοσιονομική σύγκλιση.

Η βασική διαπίστωση της εργασίας μας είναι πως η κρίση δημόσιου χρέους που αντιμετώπισε η Ελλάδα εντός της E-ONE από το 2010, απομόνωσε οικονομικά την χώρα μας συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, δηλαδή προκάλεσε «οιονεί-έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωζώνη». Επίσης, σημαντικό εύρημα της έρευνάς μας είναι ότι η χώρα μας δεν ήταν δημοσιονομικά ώριμη για να ενταχθεί σε μια ατελή νομισματική ένωση, όπου η «δημοσιονομική πειθαρχία», στη λογική των πολιτικών *there is no-alternative (TINA)*, ήταν ο μόνος ουσιαστικός προστατευτικός μηχανισμός ενάντια στη μεγέθυνση των ελλειμμάτων και του χρέους. Τέλος, διαπιστώσαμε ότι η απουσία «δανειστή εσχάτης ανάγκης», αρμοδιότητα των κεντρικών τραπεζών, αλλά όχι και της Ευρωπαϊκής (ΕΚΤ) λόγω περιορισμών της συνθήκης για την ΕΕ (1992), στην λειτουργία της Ευρωζώνης απέκλεισε ουσιαστικά το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα και από τη «φυσική ροή» αναχρηματοδότησης του από τη διατραπεζική της Ευρωζώνης με αναπόφευκτο άμεσο στραγγαλισμό των ελληνικών επιχειρήσεων και τη μαζική τους είτε μετανάστευση είτε χρεοκοπία. Έτσι, η κρίση δημόσιου χρέους, που θα μπορούσε κάλλιστα να αποφευχθεί, μεταφέρθηκε όπως ήταν αναμενόμενο και στον ιδιωτικό και εξωτερικό τομέα της οικονομικής δραστηριότητας της χώρα. Το πρόδηλο αποτέλεσμα της

καταστροφής της πλειονότητας του παραγωγικού μηχανισμού της χώρας το ζούμε όλοι και δεν χρειάζονται «τεκμήρια» Επομένως, εκ του αποτελέσματος, οι πολιτικές λιτότητας «έδωσαν φάρμακο χειρότερο της ασθένειας της Ελληνικής οικονομίας».

Στο πρώτο μέρος της εργασίας μας ασχολούμαστε με την θεωρητική θεμελίωση των νομισματικών ενώσεων και την ευπάθεια των ατελών μορφών τους. Πιο συγκεκριμένα στο πρώτο κεφάλαιο προχωρούμε σε μια αναλυτική παρουσίαση της θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών. Ενώ, στο δεύτερο κεφάλαιο εξειδικεύουμε την θεωρία στην περίπτωση των νομισματικών καθεστώτων σταθερής ισοτιμίας. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύουμε την ευπάθεια των νομισματικών ενώσεων που δεν διαθέτουν δημοσιονομική ένωση, όπως η Ευρωζώνη. Στην συνέχεια, στο δεύτερο μέρος της εργασίας μας προχωράμε στην εμπειρική διερεύνηση των ευπαθειών της Ευρωζώνης, σε ελληνικό επίπεδο, υπό την ανάλυση των διαφοροποιήσεων μεταξύ των χωρών σε βασικά οικονομικά μεγέθη και την επιμέρους ανάλυση μερικών προϋποθέσεων για την εύρυθμη λειτουργία μιας νομισματικής ένωσης.

Μέρος Ι
Θεωρητική Θεμελίωση

Κεφάλαιο 1: Περί οικονομικών των νομισματικών ενώσεων

1.1 Η Παραδοσιακή Θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών (ΑΝΠ)

1.1.1 Η αρχική προσέγγιση του Mundell στην θεωρία των ΑΝΠ

Ο Mundell (1961) όρισε την Άριστη Νομισματική Περιοχή ως μια γεωγραφική περιοχή, που δεν είναι απαραίτητο να είναι μια ολόκληρη χώρα, στην οποία οι στόχοι της εσωτερικής ισορροπίας (πλήρης απασχόληση που συνδέεται με σταθερές τιμές, δηλαδή χαμηλός πληθωρισμός) και εξωτερικό ισοζύγιο (βιώσιμο ισοζύγιο πληρωμών) μπορούν να επιτευχθούν εύκολα. Έδωσε τρία παραδείγματα για να εξηγήσει αυτή την υπόθεση η οποία ουσιαστικά προτείνει την εισαγωγή ενός κοινού νομίσματος.

Στο πρώτο παράδειγμα υπάρχουν δύο χώρες, η χώρα Α και η χώρα Β, όπου η χώρα Β επηρεάζεται αρνητικά από μια διαταραχή ασύμμετρης ζήτησης. Στο βαθμό που οι τιμές μπορούν να αυξηθούν στη χώρα Α, οι αλλαγές στο εμπόριο θα συμβάλουν στη μείωση του φόρτου προσαρμογής στην χώρα Β. Ωστόσο, εάν η κεντρική τράπεζα της χώρας Α μειώσει την πίστωση για να περιορίσει τις πληθωριστικές πιέσεις, η αύξηση των τιμών στην χώρα Α δεν θα συμβάλει στη μείωση της ανεργίας στην χώρα Β. Σε αυτή την περίπτωση, η χώρα Β θα πρέπει να πρέπει να επιφορτιστεί το σύνολο του φόρτου προσαρμογής μέσω της μείωσης του επιπέδου απασχόλησής της.

Στο δεύτερο παράδειγμα, υφίσταται μια κατάσταση όπου μια χώρα χωρίζεται σε δύο περιφέρειες, την περιοχή Α και την περιοχή Β, και μια ασύμμετρη διαταραχή ζήτησης επηρεάζει αρνητικά την περιοχή Β. Αυτό οδηγεί σε πληθωριστική πίεση στην περιοχή Α και δημιουργεί πίεση ανεργίας στην περιοχή Β. Εάν η κεντρική τράπεζα αυξήσει την προσφορά χρήματος στο σύνολο της χώρας, η πληθωριστική πίεση στην περιοχή Α θα επιδεινωθεί και οι αρνητικοί όροι του εμπορίου για την περιοχή Β θα διορθώσουν το πρόβλημα της απασχόλησης που αντιμετωπίζει.

Το τρίτο παράδειγμα του Mundell αναφέρεται σε ένα υπόδειγμα δύο χωρών, τις ΗΠΑ και τον Καναδά, με ανεξάρτητα νομίσματα και δύο περιοχές ανά χώρα, την Ανατολική

περιοχή και τη Δυτική περιοχή. Ανατολικά, και στις δύο χώρες, παράγεται ξυλεία, ενώ Δυτικά κατασκευάζουν αυτοκίνητα. Υποθέτοντας ότι η Ανατολική περιοχή βιώνει αύξηση της παραγωγικότητας, λόγω ασύμμετρης διαταραχής ζήτησης. Αυτό θα οδηγήσει σε υπερβάλλουσα προσφορά του προϊόντος της Ανατολής και σε υπερβάλλουσα ζήτηση για το προϊόν της Δύσης. Με άλλα λόγια, διαταραχές της παραγωγικότητας προκαλούν αύξηση την ανεργίας στην Ανατολική περιοχή, πληθωρισμό στη Δυτική περιοχή, εμπορικό έλλειμμα στην Ανατολική περιοχή και ένα εμπορικό πλεόνασμα στη Δυτική, άρα εσωτερική και εξωτερική ανισορροπία. Οι κεντρικές τράπεζες και στις δύο χώρες επιχειρούν να ανακουφίσουν την πίεση ανεργίας στην ανατολική περιοχή, όπου αν αποτραπεί η ανεργία και στις δύο περιοχές, δεν μπορεί να αποφευχθεί ο πληθωρισμός και στις δύο περιοχές, όπου ισχύει και το αντίστροφο. Η συγκεκριμένη κατάσταση δεν υποδεικνύει ξεκάθαρα ποια χώρα πρέπει να προχωρήσει σε υποτίμηση του νομίσματος της, πράγμα που σημαίνει, ότι οι μεταβαλλόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν βοηθούν στην επαναφορά της ισορροπίας. Επομένως, κατά τον Mundell, στο συγκεκριμένο παράδειγμα οι ΗΠΑ και ο Καναδάς δεν αποτελούν Άριστη Νομισματική Περιοχή. Το ίδιο συμπέρασμα εξακολουθεί να ισχύει όταν τα νομίσματα οργανώνονται σε περιφερειακό επίπεδο, δηλαδή αν δύο περιφέρειες έχουν σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, τότε απαιτείται ένας διαφορετικός μηχανισμός προσαρμογής για να επανέλθει η οικονομία σε ισορροπία.

Ο Mundell προτείνει τρία κριτήρια για να θεωρηθεί μια περιοχή ως Άριστη Νομισματική Περιοχή: α) η κινητικότητα της εργασίας, β) η ευκαμψία μισθών και τιμών, και γ) την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών.

Πρώτον, προσδιόρισε την κινητικότητα της εργασίας ως βασικό χαρακτηριστικό μιας Άριστης Νομισματικής Περιοχής. Η ύπαρξη υψηλής κινητικότητας στο πλαίσιο των δύο περιοχών θα μετατοπίσει την εργασία από την Ανατολή στη Δύση, με αποτέλεσμα να μην υπάρξει ανεργία στην Ανατολή και καμία πληθωριστική πίεση στη Δύση. Αυτό σημαίνει ότι δεν θα χρειαστεί οι δυο περιοχές να έχουν διαφορετικές συναλλαγματικές ισοτιμίες, αλλά μια κοινή νομισματική πολιτική θα είναι ικανοποιητική και για τις δύο περιφέρειες. Επομένως, οι δύο περιφέρειες πρέπει να έχουν μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία

εντός των συνόρων τους, αλλά μια μεταβαλλόμενη συναλλαγματική ισοτιμία με τον υπόλοιπο κόσμο.

Δεύτερον, ο Mundell τονίζει τη σημασία της ευκαμψίας μισθών και τιμών, ως μηχανισμών για την αντιμετώπιση των ιδιότυπων διαταραχών της ζήτησης. Εφόσον δεν υπάρχει ακαμψία μισθών και στις δύο χώρες, η υπερβάλλουσα ζήτηση στη Δύση, που προκαλείται από μια διαταραχή παραγωγικότητας στην Ανατολή, θα αυξήσει τους μισθούς σε αυτή τη περιοχή, οδηγώντας σε αρνητική μετατόπιση προς τα αριστερά της καμπύλης συνολικής προσφοράς, δηλαδή στην μείωση της συνολικής προσφοράς αγαθών και υπηρεσιών και, ως εκ τούτου, σε αύξηση του επιπέδου των τιμών. Επίσης, η υπερβάλλουσα προσφορά στην Ανατολή θα μείωνε τους μισθούς σε αυτή τη περιοχή, οδηγώντας σε μια θετική μετατόπιση προς τα δεξιά στη καμπύλη συνολικής προσφοράς, δηλαδή σε αύξηση της συνολικής προσφοράς αγαθών και υπηρεσιών, και επομένως, σε μείωση του επιπέδου των τιμών στη περιοχή αυτή. Οι οικονομικοί παράγοντες και στις δύο περιοχές θα αγοράσουν μικρότερο αριθμό παραγόμενων προϊόντων από τη Δύση και μεγαλύτερο αριθμό παραγόμενων προϊόντων από την Ανατολή, αποκαθιστώντας έτσι την ισορροπία.

Τρίτον, εάν δύο χώρες έχουν μεταβαλλόμενες ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες, και ως εκ τούτου ανεξάρτητες νομισματικές πολιτικές, αντιμετωπίσουν οικονομικές διαταραχές όπου απαιτούνται πολιτικές που προκαλούν μείωση της οικονομικής δραστηριότητας σε μία περιοχή και στις δύο χώρες και ταυτόχρονα προκαλούν τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας στην άλλη περιοχή των δύο χωρών, υπάρχει ένα επιχείρημα για τη διαμόρφωση δύο νομισματικών περιοχών, μία που αποτελείται από τις περιοχές των δύο χωρών που αντιμετωπίζουν οικονομική ύφεση και την άλλη που αποτελείται από τις περιφέρειες των δύο χωρών που έχουν οικονομική άνθηση. Ο Mundell συμπεραίνει πως ελλείψει κινητικότητας της εργασίας ή/και ευελιξίας στου μισθούς και τις τιμές, η συχνότητα εμφάνισης των ασύμμετρων διαταραχών μεταξύ των περιφερειών θα πρέπει να αποτελεί κριτήριο για την αξιολόγηση του βέλτιστου χαρακτήρα της Άριστης Νομισματικής Περιοχής.

Στην μικροοικονομική διάσταση, ο Mundell σημειώνει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας του χρήματος, από την άποψη χρήσης του ως μέσο συναλλαγών και ως μονάδα μέτρησης αξιών, και του αριθμού των νομισμάτων με μεταβαλλόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των νομισμάτων, τόσο υψηλότερο είναι το κόστος συναλλαγών και το κόστος πληροφόρησης του χρήματος. Επίσης, ένας μεγάλος αριθμός μικρών νομισματικών περιοχών θα μπορούσε να οδηγήσει σε μικρής δυναμικής αγορές συναλλάγματος, καθιστώντας έτσι ευκολότερο για τους κερδοσκόπους να επηρεάσουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες της αγοράς και, επομένως, να παρεμποδιστεί η αποτελεσματική διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής.

Οι απόψεις του Mundell (1973), εξελίχθηκαν από τις επιρροές της δεκαετίας του 1970 ως προς την κινητικότητα των κεφαλαίων, όπου στη παρουσία ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων, η συναλλαγματική ισοτιμία μετατρέπεται σε στόχο αποσταθεροποιητικών κερδοσκοπικών επιθέσεων και, ως εκ τούτου, μετατρέπεται σε πηγή ασύμμετρων διαταραχών μεγάλης κλίμακας. Έτσι, σε αυτό το σημείο ο Mundell εγκαταλείπει την αρχική του άποψη πως η ισοτιμία μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εργαλείο σταθεροποίησης της οικονομίας μετά από ασύμμετρη διαταραχή.

Στον κόσμο της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων, η ένταξη σε μια Νομισματική Ένωση με την αντίστοιχη απώλεια του επηρεασμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως μηχανισμού προσαρμογής δεν θα πρέπει να θεωρείται ως μειονέκτημα, αλλά μάλλον ως όφελος, επειδή απενεργοποιείται, κατά τον Mundell, μια πηγή ασύμμετρης διαταραχής, δηλαδή η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η συγκεκριμένη προσέγγιση βασίζεται στην ιδέα ότι οι Αγορές Συναλλάγματος δεν είναι αποτελεσματικές και, επομένως, δεν πρέπει να θεωρούνται ως αξιόπιστο μέσο καθοδήγησης των χωρών σε μακροοικονομική ισορροπία.

Επίσης, ο Mundell (1973), υπογραμμίζει τη σημαντικότητα των κεφαλαιαγορών ως μηχανισμού προστασίας ενάντια στις ασύμμετρες διαταραχές, όπου αυτό είναι εφικτό μόνο εντός μιας Νομισματικής Ένωσης. Μια χώρα που μένει εκτός της Νομισματικής Ένωσης θα πρέπει να αντιμετωπίσει μεγάλες ασύμμετρες διαταραχές που προκύπτουν

από την αστάθεια των διεθνών ροών κεφαλαίων. Έτσι, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι σε αυτό το σημείο ο Mundell έγινε μεγάλος υποστηρικτής των Νομισματικών Ενώσεων σε πολλά μέρη του κόσμου, συμπεριλαμβανομένης και της Ευρώπης.

1.1.2 Η προσθήκη του McKinnon στην θεωρία των ΑΝΠ

Η δεύτερη σημαντική προσθήκη στη θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών προέρχεται από τον McKinnon (1963), ο οποίος τόνισε πως ο βαθμός ανοίγματος και το μέγεθος της οικονομίας αποτελούν κρίσιμα κριτήρια για την ένταξη στην ΑΝΠ. Υποθέτοντας ότι η παραγωγή μιας οικονομίας χωρίζεται σε εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα αγαθά, ο McKinnon ορίζει το άνοιγμα της οικονομίας ως την αναλογία των εμπορεύσιμων αγαθών προς τα μη εμπορεύσιμα αγαθά. Υποστηρίζει ότι οι πιο ανοικτές οικονομίες ευνοούν τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, ενώ οι ελεύθερες συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι περισσότερο επωφελείς για τις πιο κλειστές οικονομίες.

Για να εξηγηθεί η συγκεκριμένη προσέγγιση, ο McKinnon προχωράει σε ένα υποθετικό παράδειγμα μιας οικονομίας που βιώνει μια αρνητική διαταραχή στους όρους εμπορίου, με αποτέλεσμα να προσχωρήσει σε υποτίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Εάν οι αρχές της εν λόγω οικονομίας στοχεύσουν στη σταθεροποίηση του γενικού επιπέδου των τιμών, η αύξηση της τιμής των εμπορεύσιμων αγαθών, λόγω της υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας, απαιτεί συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης για να ωθήσει προς τα κάτω την τιμή των μη εμπορεύσιμων αγαθών. Όσο πιο ανοικτή είναι η οικονομία, δηλαδή, όσο μεγαλύτερο είναι το μερίδιο των εμπορεύσιμων αγαθών στην παραγωγή, τόσο μεγαλύτερη είναι η απαιτούμενη συστολή της οικονομίας, με όλες τις υπόλοιπες μεταβλητές ανεπηρέαστες. Επίσης, κατά τον McKinnon (1963) όσο πιο ανοικτή είναι μια οικονομία, τόσο αυξάνει η πιθανότητα να κατηγοριοποιείται ως μικρή οικονομία βάσει του συνολικού ΑΕΠ. Επομένως, οι μικρότερες οικονομίες είναι πιο κατάλληλα μέλη Νομισματικών Ενώσεων.

Επίσης, ο McKinnon υποστηρίζει πως οι αλλαγές στις ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες σε μια σχετικά πιο ανοικτή οικονομία είναι λιγότερο αποτελεσματικές στην

αλλαγή των όρων εμπορίου και λιγότερο χρήσιμες ως μηχανισμός προσαρμογής, διότι οι αλλαγές αυτές θα οδηγήσουν σε γρήγορες και έντονα αρνητικές μεταβολές στο εγχώριο επίπεδο μισθών και τιμών. Οι μεταβολές στις ξένες τιμές των εμπορεύσιμων αγαθών μεταφέρονται στο εγχώριο κόστος διαβίωσης. Με άλλα λόγια, οι μισθολογικές συμβάσεις και οι τιμές θα επηρεαστούν ιδιαίτερος από τις αλλαγές στις τιμές των εμπορικών συναλλαγών μέσω των μεταβολών στην συναλλαγματική ισοτιμία. Αυτό θα οδηγήσει σε μείωση της «αξίας του χρήματος». Σε τέτοιες περιπτώσεις μικρών ανοικτών οικονομιών που αντιμετωπίζουν προβλήματα ισοζυγίου πληρωμών, ο McKinnon προτείνει οι οικονομίες αυτές να βασίζονται περισσότερο σε εναλλακτικά μέσα αντιμετώπισης του προβλήματος, όπως για παράδειγμα η εφαρμογή μια διαφορετικής δημοσιονομικής πολιτικής.

1.1.3 Η προσθήκη του Kenen στην θεωρία των ΑΝΠ

Ο Kenen (1969), είναι ο τρίτος θεωρητικός που έκανε προσθήκες στην αρχική θεωρία των ΑΝΠ. Στην δημοσίευση του ανέλυσε τις επιπτώσεις των διαταραχών σε συγκεκριμένα εξαγωγίμα προϊόντα, δηλαδή ανέλυσε τις διαταραχές συγκεκριμένων κλάδων ή βιομηχανιών. Μέσα από την έρευνα του ο Kenen (1969) συνεισέφερε τρία νέα στοιχεία στη θεωρία των ΑΝΠ, την δημοσιονομική ολοκλήρωση ή ενοποίηση, την ομοιότητα των δομών παραγωγής, και την διαφοροποίηση της παραγωγής.

Πρώτον, κατά τον Kenen, η Δημοσιονομική Ολοκλήρωση είναι ένα σημαντικό κριτήριο για να κρίνουμε τη δυνατότητα βελτιστοποίησης μιας ΑΝΠ. Όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο της δημοσιονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ δύο περιφερειών, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητά τους να εξομαλύνουν τις ασύμμετρες διαταραχές μέσω δημοσιονομικών μεταβιβάσεων από μια περιοχή χαμηλής ανεργίας σε μια περιοχή υψηλής ανεργίας.

Δεύτερον, δύο χώρες με παρόμοιες δομές παραγωγής και υψηλή κινητικότητα εργασίας είναι ιδανικά μέλη για μια Νομισματική Ένωση αποτελούμενη από αυτές τις δύο χώρες,

δεδομένου ότι μια διαταραχή στους όρους εμπορίου, ειδικά όταν αφορά έναν συγκεκριμένο τομέα, είναι πιθανότερο να επηρεάσει τις δύο χώρες με συμμετρικό τρόπο.

Τρίτον, δεδομένου ότι σπάνια υπάρχει τέλεια κινητικότητα εργασίας, πρέπει να χρησιμοποιηθεί ένα κριτήριο «διαφοροποίησης της παραγωγής» για να προσδιοριστεί κατά πόσον μια οικονομία πρέπει να έχει σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία ή ελεύθερη συναλλαγματική ισοτιμία. Αν υποθέσουμε, κατά τον Kenen, ότι μια λιγότερο διαφοροποιημένη χώρα που παράγει μόνο ένα προϊόν, το οποίο επίσης εξάγει, έχει πληγεί από μια αρνητική διαταραχής ζήτησης, με αποτέλεσμα τη μείωση των εξαγωγών της. Αυτή η μείωση των εσόδων από το εξωτερικό μπορεί να αντιμετωπιστεί από μια ελεύθερη συναλλαγματική ισοτιμία. Αυτό θα συμβεί μέσω της υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος που προκαλείται από την πτώση της ζήτησης εξαγωγών κατά τη μείωση της ζήτησης για το εγχώριο νόμισμα. Εάν η οικονομία βρίσκεται υπό καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, αυτός ο μηχανισμός δεν μπορεί να αξιοποιηθεί, και η προσαρμογή θα πρέπει να γίνει μέσω της μείωσης των μισθών και των τιμών ή μέσω της αυξημένης ανεργίας, γνωστή και ως εσωτερική υποτίμηση. Από την άλλη πλευρά, αν υποθέσουμε ότι μια επαρκώς διαφοροποιημένη οικονομία με εξαιρετικά διαφοροποιημένο τομέα εξαγωγών αντιμετωπίσει δυο διαταραχές που δεν σχετίζονται μεταξύ τους: μια θετική διαταραχή σε έναν κλάδο/τομέα και μια αρνητική διαταραχή σε έναν άλλο κλάδο/τομέα. Οι διαταραχές αυτές θα ακυρωθούν μεταξύ τους, διότι η διαφοροποίηση θα παρέχει κάποια σχετική προστασία στην οικονομία και δεν θα υπάρχει ανάγκη συχνών αλλαγών στους όρους εμπορίου μέσω της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Έτσι, οι άκρως διαφοροποιημένες οικονομίες είναι καλύτερες υποψήφιος για μέλη Νομισματικών Ενώσεων από ότι οι λιγότερο διαφοροποιημένες οικονομίες.

1.1.4 Τα Βασικά Κριτήρια της Παραδοσιακής Θεωρίας των ΑΝΠ

Έχοντας αναλύσει τις συνεισφορές των τριών βασικών θεωρητικών της παραδοσιακής θεωρίας των ΑΝΠ, παρουσιάζουμε στον Πίνακα 1.1, τα βασικά 7 κριτήρια για την διαμόρφωση μιας ΑΝΠ, καθώς και τα αποτελέσματα που προκαλούν, βασιζόμενοι στην ανάλυση του Broz (2005), και του Handler(2013).

Πίνακας 1.1: Τα βασικά κριτήρια της Παραδοσιακής Θεωρίας των Άριστων Νομισματικών Περιοχών

Κριτήριο	Αποτέλεσμα
Κινητικότητα Εργασίας	Όσο μεγαλύτερη είναι η κινητικότητα της εργασίας (όταν οι μισθοί και οι τιμές παρουσιάζουν ακαμψία) τόσο ευκολότερη είναι η ένταξη σε μια Κοινή Νομισματική Περιοχή.
Ευελιξία Τιμών και Μισθών	Εάν υπάρχει ευελιξία μισθών και τιμών σε μια Κοινή Νομισματική Περιοχή, θα είναι ευκολότερο να ξεπεραστούν οι ασύμμετρες διαταραχές και η Κοινή Νομισματική Περιοχή θα είναι σταθερότερη.
Ανοικτή Οικονομία	Όσο πιο ανοικτή είναι η οικονομία, τόσο αυξάνονται τα κίνητρα προσχώρησης/σχηματισμού Κοινής Νομισματικής Περιοχής.
Διαφοροποίηση Παραγωγής/εξαγωγών	Όσο πιο διαφοροποιημένη είναι η οικονομία, τόσο πιο ελκυστική είναι μια Κοινή Νομισματική Περιοχή.
Μέγεθος Οικονομίας	Όσο μεγαλύτερη είναι η οικονομία, τόσο πιο ελκυστικό είναι το σύστημα ελεύθερων ισοτιμιών.
Διαφορικός Πληθωρισμός	Εάν υπάρχει διαφορικός πληθωρισμός μεταξύ των χωρών, θα είναι δυσκολότερο να διατηρηθεί μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.
Κινητικότητα Κεφαλαίου	Όσο μεγαλύτερη είναι η κινητικότητα του κεφαλαίου, τόσο δυσκολότερο είναι να διατηρηθεί μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, εκτός αν η χώρα ενταχθεί σε μια Κοινή Νομισματική Περιοχή.

Πηγή: Broz (2005), Handler (2013)

1.2 Η Νέα Θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών

Η εξέλιξη της θεωρίας των ΑΝΠ στις δεκαετίες του 1970 και 1980 δεν ήταν ακριβώς ομαλή λόγω των ανακολουθιών της θεωρίας, όπου για παράδειγμα ο ορισμός της

περιφέρειας με βάση τον Mundell μπορεί να θεωρηθεί ως ιδιαίτερα ευρύς με αποτέλεσμα να έχει μικρή πρακτική εφαρμογή, ενώ η ιδέα της κινητικότητας των συντελεστών παραγωγής υπονοεί ότι σε μακροπρόθεσμο επίπεδο όλος ο κόσμος είναι μια ΑΝΠ, γεγονός που αντιτίθεται στη άποψη του ίδιου του Mundell πως όλος ο κόσμος δεν μπορεί να αποτελέσει ΑΝΠ.

Όμως, η θεωρία των ΑΝΠ άρχισε να αναζωογονείται στις αρχές του 1990 εξαιτίας των εξελίξεων σε πραγματικό επίπεδο, όπου σύμφωνα με τον De Grauwe (2018), η εντατικοποίηση των προσπαθειών νομισματικής ολοκλήρωσης στην Ευρωπαϊκή περιοχή βοήθησε στην ανανέωση του ενδιαφέροντος στην θεωρία των ΑΝΠ. Ο De Grauwe (2018) κατηγοριοποίησε τις συγκεκριμένες προσθήκες ως Νέα Θεωρία των ΑΝΠ. Η νέα θεωρία των ΑΝΠ έχει μετατοπίσει το ενδιαφέρον προς τα εξής ζητήματα:

- Αξιοπιστία και αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής
- Ενδογένεια των ΑΝΠ
- Συγχρονισμός επιχειρηματικών κύκλων
- Σύγκλιση των οικονομιών
- Εμπορικά πρότυπα και εξειδίκευση παραγωγής βάσει συγκριτικού πλεονεκτήματος
- Τριβές στην αγορά εργασίας
- Ρόλος των πολιτικών παραγόντων στις νομισματικές ενοποιήσεις

1.2.1 Αποτελεσματικότητα και αξιοπιστία Νομισματικής Πολιτικής

Σύμφωνα με τον Corden (1972), η προγενέστερη επιστημονική βιβλιογραφία είχε αποδεχθεί την σταθερότητα της μακροπρόθεσμης καμπύλης Phillips, υπονοώντας ότι η απώλεια της ανεξαρτησίας της νομισματικής πολιτικής θα επιβάλει τεράστιο κόστος στην οικονομία. Αντίθετα, η πρόσφατη βιβλιογραφία πιστεύει ότι η πρόληψη του πληθωρισμού αποτελεί τον κύριο μακροοικονομικό στόχο μιας Κεντρικής Τράπεζας, με δευτερεύοντα στόχο την άμβλυνση των διακυμάνσεων του επιχειρηματικού κύκλου. Για παράδειγμα, οι Alesina et al. (2002) υποστηρίζουν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η σύνδεση

των διαταραχών μεταξύ των χωρών, τόσο χαμηλότερο είναι το κόστος της απώλειας της ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής, ενώ οι Calvo και Reinhard (2002) τονίζουν ότι η απώλεια της νομισματικής πολιτικής δεν έχει σημαντικό κόστος εάν η νομισματική αρχή μιας χώρας αδυνατεί να την χρησιμοποιήσει με αποτελεσματικό τρόπο εξ αρχής. Το τελευταίο συμπέρασμα προέρχεται από μια ερευνητική τάση που αποκαλείται γενικότερα «φοβία ελεύθερης ισοτιμίας» όπου πρωτοπόροι της τάσης θεωρούνται οι Kydland και Prescott (1977), και οι Barro και Gordon (1983), οι οποίοι ασχολήθηκαν με την αξιοπιστία και την προαιρετική άσκησης νομισματικής πολιτική.

Η παραδοσιακή θεωρία των ΑΝΠ έχει αναπτυχθεί μέσα σε ένα ακαδημαϊκό και πολιτικό περιβάλλον το οποίο έδωσε σημαντικό βάρος στην ικανότητα των νομισματικών αρχών μιας οικονομίας να επιτύχουν ένα επιθυμητό σημείο κατά μήκος της βραχυχρόνιας καμπύλης Phillips. Αυτό σημαίνει ότι σε ένα τέτοιο περιβάλλον, η απώλεια της νομισματικής πολιτικής αποτελεί τεράστιο κόστος για την συγκεκριμένη οικονομία. Ωστόσο, κάθε φορά που οι νομισματικές αρχές προσπαθούν να μειώσουν την ανεργία αυξάνοντας τον πληθωρισμό κατά μήκος της βραχυπρόθεσμης καμπύλης Phillips, θα καταλήξουν με υψηλότερο πληθωρισμό μελλοντικά με το ίδιο ποσοστό ανεργίας. Οι οικονομικοί παράγοντες (ιδιώτες) οι οποίοι καθορίζουν τις προσδοκίες τους σχετικά με τον αναμενόμενο πληθωρισμό και σχηματίζουν μισθολογικά συμβόλαια βάσει αυτών των προσδοκίες θα νιώσουν πως εξαπατήθηκαν μόλις συνειδητοποιήσουν το παιχνίδι που παίζεται εκ μέρους των νομισματικών αρχών και ενσωματώσουν την συγκεκριμένη πληροφορία στις προσδοκίες τους για τον αναμενόμενο πληθωρισμό. Το πρόβλημα του «μεροληπτικού πληθωρισμού» μιας προαιρετικής νομισματικής πολιτικής που είναι πως θέτει σε κίνδυνο την αξιοπιστία των νομισματικών αρχών. Η εναλλακτική λύση κατά τους Alesina et al. (2002), είναι η ένταξη σε ένα αξιόπιστο σταθερό καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών. Άρα, η παρουσία υψηλής κεφαλαιακής κινητικότητας, προκαλεί την ύπαρξη μόνο δύο βιώσιμων επιλογών στις άκρες ενός θεωρητικού φάσματος, την ελεύθερη μεταβολή ισοτιμιών ή την νομισματική ένωση, χωρίς να υπάρχει δυνατότητα ενδιάμεσης λύσης.

Η υπόθεση του φυσικού ποσοστού ανεργίας υποδηλώνει, κατά τον Friedman (1995), ότι στην παρουσία μακροπρόθεσμων και μεταβλητών χρονικών υστερήσεων που συνδέονται με δράσεις νομισματικής πολιτικής και μακροπρόθεσμη ουδετερότητα του χρήματος, το καλύτερο που μπορεί να επιτύχει μια μακροοικονομική πολιτική είναι η σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Επομένως, κατά τους Larrain και Velasco (2001), αυτό σημαίνει ότι μια οικονομία που πλήττεται από μια εξωτερική διαταραχή θα πρέπει να επιτρέψει την μεταβολή της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας προκειμένου να προσαρμοστεί στο νέο επίπεδο ισορροπίας εφόσον η διαταραχή έχει καταστήσει άχρηστο το προηγούμενο σύστημα σχετικών τιμών.

Επιπλέον, χώρες με ιστορικό υψηλού πληθωρισμού μπορούν να ενταχθούν σε μια Νομισματική Ένωση η οποία συμπεριλαμβάνει μια αξιόπιστη χώρα ή μια σειρά αξιόπιστων χωρών, και να κερδίσουν τη φήμη του χαμηλού πληθωρισμού σε μια νύκτα. Επομένως, με βάση τον Gandolfo (1992), παρόμοιο ποσοστό πληθωρισμού μπορεί να προκύψει από τη ίδια την συμμετοχή σε μια Νομισματική Ένωση και δεν αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση ένταξης.

1.2.2 Ενδογένεια εναντίον Εξειδίκευσης

Η αρχική θεωρία των ΑΝΠ υποστήριξε ότι μια οικονομική περιοχή πρέπει να είναι άριστη πριν τη χρήση ενός κοινού νομίσματος ή ενός μηχανισμού σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Με τις μετέπειτα προσθήκες του Mundell (1973) στην θεωρία, η αιτιότητα αντιστρέφεται, δεδομένου ότι η χρήση ενός κοινού νομίσματος ή η συμμετοχή σε έναν μηχανισμό σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να βοηθήσει μια οικονομική περιοχή στο να γίνει άριστη. Ο Mundell υποστήριξε ότι επιτυγχάνεται άριστη κατανομή του κινδύνου όταν οι χώρες παρουσιάζουν ένα μεγάλο βαθμό ετερογένειας μεταξύ τους. Επιπλέον, ο Mundell κατέδειξε πώς η ύπαρξη ενός κοινού νομίσματος σε όλες τις χώρες μπορεί να μετριάσει της εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών μέσω της καλύτερης συγκέντρωσης αποθεματικών και της διαφοροποίησης κινδύνου. Όπου, στο πλαίσιο ενός κοινού νομίσματος, μια χώρα που αντιμετωπίζει μια δυσμενή διαταραχή μπορεί να

μοιραστεί την απώλεια που αντιμετωπίζει με έναν εμπορικό εταίρο, επειδή και οι δύο χώρες κατέχουν αξιώσεις στην μεταξύ τους παραγωγή.

Τα σύνορα και η ύπαρξη μεγάλου αριθμού νομισμάτων αποτελούν εμπόδιο στο εμπόριο. Οι Νομισματικές Ενώσεις περιορίζουν στην ουσία τις αποστάσεις και αυξάνουν τα κίνητρα των οικονομικών παραγόντων να εμπορεύονται μεταξύ τους εντός μιας Νομισματικής Ένωσης. Άρα, η εισαγωγή ενός ενιαίου νομίσματος μειώνει το κόστος συναλλαγής, μειώνει τον κατακερματισμό των αγορών, εξαλείφει την αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών και ενθαρρύνει τον ανταγωνισμό μέσω της αύξησης της διαφάνειας των τιμών. Άρα, κατά τους De Grauwe και Mongelli (2005), οι Νομισματικές Ενώσεις προωθούν το αμοιβαίο εμπόριο, την οικονομική και χρηματοοικονομική ολοκλήρωση και τη συγκέντρωση της γνώσης και της τεχνολογίας.

Η ύπαρξη υψηλών εμπορικών συναλλαγών στο πλαίσιο μιας Νομισματικής Ένωσης δημιουργεί δύο ειδικά θέματα. Αρχικώς, μπορεί να προκαλέσει αυξημένη βιομηχανική εξειδίκευση μεταξύ των περιοχών στα προϊόντα στα οποία έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα, οδηγώντας σε μη συγχρονισμένους επιχειρηματικά κύκλους που οδηγούν σε διαταραχές του συγκεκριμένου κλάδου. Κατά δεύτερον, οι αυξημένες συναλλαγές μπορεί να οδηγήσουν σε αυξημένη συσχέτιση μεταξύ των επιχειρηματικών κύκλων των μελών της Νομισματικής Ένωσης, εάν επικρατούν κοινές διαταραχές ζήτησης ή εάν το ενδοκλαδικό εμπόριο αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο ποσοστό εμπορίου.

Οι Frankel και Rose (1998) πιστεύουν στην δεύτερη περίπτωση και υποστηρίζουν ότι τα διεθνή εμπορικά πρότυπα και η συσχέτιση του διεθνούς επιχειρηματικού κύκλου είναι ενδογενείς. Κατά τη γνώμη τους, η συμμετοχή σε μια Νομισματική Ένωση μετακινεί τις χώρες πιο κοντά στην εκπλήρωση των κριτηρίων των ΑΝΠ, με την συγκεκριμένη παρατήρηση να χαρακτηρίζεται ως αποτέλεσμα της ενδογένειας των ΑΝΠ. Επιπλέον, οι χώρες που συμμετέχουν στην E-ONE, ανεξάρτητα από το κίνητρό τους, μπορούν να ικανοποιήσουν τις ιδιότητες της ΑΝΠ εκ των υστέρων, ακόμη και αν δεν είναι τις ικανοποιούν εκ των προτέρων. Πιο διεξοδικά, απορρίπτει την εστίαση της αρχικής προσέγγισης των ΑΝΠ στον αριθμό και τη σοβαρότητα των ασύμμετρων διαταραχών

μεταξύ των οικονομιών ως κριτήριο για την επιλογή των δυνητικών μελών σε μια Νομισματική Ένωση υπέρ της ενδογενούς θεωρίας των ΑΝΠ, η οποία υποδηλώνει ότι η Νομισματική Ένωση μειώνει τη συχνότητα των ασύμμετρων διαταραχών μεταξύ των μελών της Νομισματικής Ένωσης. Άρα, η παρουσία ενδογένειας μειώνει την ανάγκη για ύπαρξη διαφορετικής νομισματικής πολιτικής σε κάθε χώρα και μειώνει το κόστος της απώλειας μιας προσαρμοσμένης νομισματικής πολιτικής στις ανάγκες κάθε χώρας.

Η βασική θεωρία εμπορίου προβλέπει ότι, καθώς μια οικονομία γίνεται πιο ανοικτή στο εμπόριο, αναμένεται να εξειδικευτεί στη γραμμή παραγωγής στην οποία διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα, οδηγώντας σε υψηλότερα ενδοκλαδικά πρότυπα εμπορίου. Κατά τον Krugman (1993), ακόμη και μια επιτυχημένη Οικονομική και Νομισματική Ένωση (E-ONE) μπορεί να αποδυναμωθεί ως ΑΝΠ με την πάροδο του χρόνου, καθώς οι περιφέρειές της εξειδικεύονται στα αγαθά που παράγουν. Άρα, πλέον οι χώρες δεν μπορούν να ικανοποιήσουν τα κριτήρια μιας ΑΝΠ εκ των υστέρων, παρόλο που τα ικανοποιούσαν εκ των προτέρων.

1.2.3 Τριβές αγοράς εργασίας

Ένα ζήτημα που πρέπει να προσδιορίσει μια χώρα πριν εισέλθει σε μια Νομισματική Ένωση είναι οι διαφορές που υπάρχουν στους θεσμούς της αγοράς εργασίας. Ο De Grauwe (2003), διακρίνει τρία επίπεδα συγκεντρωτισμού των διαπραγματεύσεων στην αγορά εργασίας και τις αντίστοιχες συνέπειες που προκύπτουν κατά την ένταξη σε μια Νομισματική Ένωση.

Πρώτον, υπάρχουν αγορές εργασίας με κεντρικά σωματεία εργαζομένων, όπου γίνονται συλλογικές διαπραγματεύσεις μισθών, όπου αν μια τέτοια οικονομία αντιμετωπίσει διαταραχής προσφοράς, οι ονομαστικοί μισθοί δεν θα αυξηθούν πολύ επειδή οι συνδικαλιστικές οργανώσεις γνωρίζουν ότι οι υπερβολικές μισθολογικές αυξήσεις θα οδηγήσουν σε μεγαλύτερο πληθωρισμό, αφήνοντας τους πραγματικούς μισθούς όπως και πριν.

Κατά δεύτερον, υπάρχουν αγορές εργασίας με αποκεντρωμένα σωματεία, όπου διαπραγματεύσεις μισθών συμβαίνουν σε εταιρικό επίπεδο, όπου αν μια τέτοια χώρα πληγεί από διαταραχή προσφοράς, οι υπερβολικές μισθολογικές αυξήσεις θα οδηγήσουν σε απώλεια της ανταγωνιστικότητας της εταιρείας. Έτσι, αν ένα σωματείο εργαζομένων πιέζει πολύ σκληρά σε αυξήσεις, αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε απολύσεις. Επομένως, όπως ακριβώς και στις αγορές εργασίας με κεντρικά σωματεία, οι αγορές με εταιρικά σωματεία μπορούν επίσης να μην έχουν κίνητρο να ζητήσουν υπερβολικές μισθολογικές αυξήσεις.

Τρίτον, υπάρχουν αγορές εργασίας με ενδιάμεσο συγκεντρωτισμό σωματείων, όπου οι αγορές αυτές έχουν διαφορετική προσέγγιση όσον αφορά της διαταραχές προσφοράς. Γνωρίζοντας πως οι ενέργειές τους θα έχουν μικρό αντίκτυπο στον συνολικό πληθωρισμό, ένα μεμονωμένο σωματείο θα ξεκινήσει τη διαδικασία διαπραγμάτευσης και στην συνέχεια αλλά συνδικάτα θα κάνουν το ίδιο γιατί αν δεν το κάνουν, τα μέλη τους θα καταλήξουν με χαμηλότερους πραγματικούς μισθούς. Το αποτέλεσμα αυτής της αλληλουχίας είναι η εμφάνιση υψηλότερων ονομαστικών μισθών μαζί με υψηλότερο πληθωρισμό, δηλαδή το ίδιο επίπεδο πραγματικών μισθών με προηγουμένως.

Το κύριο συμπέρασμα της ανάλυσης του De Grauwe (2003), είναι πως χώρες με διαφορετική σωματειακή-συνδικαλιστική-θεσμική οργάνωση στην αγοράς εργασίας θα αντιμετωπίσουν προβλήματα στον σχηματισμό Νομισματικής Ένωσης.

1.2.4 Πραγματική οικονομική σύγκλιση

Πριν από την είσοδο στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) πίεσαν τα νεοεισερχόμενα μέλη στη ζώνη του ευρώ να επιτύχουν έναν βαθμό πραγματικής σύγκλισης των μακροοικονομικών μεταβλητών τους. Κατά τους Dellas και Tavlas (2009), για να αναλυθεί ο ρόλος που διαδραματίζει η σύγκλιση των οικονομιών σε μια Νομισματική Ένωση, πρέπει να εξεταστεί το ενδεχόμενο δύο οικονομιών σε διαφορετικά στάδια της οικονομικής ανάπτυξης, όπου η μία έχει υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα και η άλλη ένα σχετικά χαμηλό κατά κεφαλήν εισόδημα

και επιλέγουν να σχηματίσουν μια Νομισματική Ένωση. Σε μια τέτοια Νομισματική Ένωση, όπου στην Κεντρική Τράπεζα έχει ανατεθεί ο στόχος της σταθερότητας των τιμών, η λιγότερο ανεπτυγμένη οικονομία αντιμετωπίζει τις ακόλουθες καταστάσεις: α) σχετικά υψηλό αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης των επενδύσεων, β) χαμηλά πραγματικά (και ονομαστικά) επιτόκια λόγω του χαμηλού ποσοστού πληθωρισμού σε επίπεδο ένωσης που διατηρείται από την Κεντρική Τράπεζα, γ) υπερβολικά αισιόδοξες προσδοκίες για το εισόδημα και υπερβάλλουσα εγχώριας ζήτησης λόγω της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων, και δ) η λιγότερο ανεπτυγμένη οικονομία μπορεί τελικά να αντιμετωπίσει την ανάγκη να υποστεί παρατεταμένο αποπληθωρισμό για να ανακτήσει την ανταγωνιστικότητά της. Οι προηγούμενες παρατηρήσεις υποδεικνύουν ότι ο βαθμός πραγματικής σύγκλισης θα πρέπει να αποτελεί σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα που διέπει την επιλογή του καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών. Επομένως, οι χώρες που αντιμετωπίζουν πανομοιότυπες διαταραχές ενδέχεται να χρειαστούν διαφορετικές πολιτικές αντιδράσεις λόγω διαφορών στις αρχικές οικονομικές τους θέσεις. Το συμπέρασμα της συγκεκριμένης ανάλυσης της πραγματικής σύγκλισης είναι ότι η θεωρία των ΑΝΠ δεν εξετάζει την καταλληλότητα μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε χώρες όπου υπάρχουν διαφορετικά επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης.

1.2.5 Τα Κριτήρια της Νέας Θεωρίας των ΑΝΠ

Έχοντας αναλύσει εν μέρει μερικά από τα κυριότερα χαρακτηριστικά της Νέας Θεωρίας των ΑΝΠ, παρουσιάζουμε στον Πίνακα 1.2 σε αναλυτικότερο βαθμό τα κριτήρια για την διαμόρφωση μιας ΑΝΠ εντός του συγκεκριμένου πλαισίου, καθώς και τα αποτελέσματα που προκαλούν, βασισμένοι στην ανάλυση του Broz (2005), και του Handler (2013).

Πίνακας 1.2: Τα κριτήρια της Νέας Θεωρίας των Άριστων Νομισματικών Περιοχών.

Κριτήριο	Αποτέλεσμα
Διεθνής καταμερισμός κινδύνου	Εάν μια χώρα μπορεί να μοιραστεί τον κίνδυνο με τους εταίρους της σε μια Κοινή Νομισματική Περιοχή, αυτό το

	καθεστώς θα μπορούσε να βελτιώσει άλλες δυσκαμψίες της Νομισματικής Περιοχής.
Χρησιμότητα χρήματος	Η ένταξη στην περιοχή του κοινού νομίσματος ενισχύει τη χρησιμότητα του χρήματος, με το αποτέλεσμα να είναι ισχυρότερο όσο μικρότερη και πιο ανοιχτή είναι η οικονομία.
Αποτελεσματικότητα Νομισματικής Πολιτικής	Εάν η νομισματική πολιτική δεν είναι αποτελεσματική, τότε η απώλεια της νομισματικής ανεξαρτησίας δεν έχει υψηλό κόστος.
Αξιοπιστία Νομισματικών Αρχών	Εάν οι νομισματικές αρχές δεν έχουν αξιοπιστία στον έλεγχο του πληθωρισμού, τότε η ύπαρξη σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας ως ονομαστικός σταθεροποιητής θα είναι επωφελής.
Ενδογένεια	Μια χώρα είναι πιθανότερο να ικανοποιήσει τα κριτήρια για την ένταξη σε μια Κοινής Νομισματικής Περιοχή εκ των υστέρων από ότι εκ των προτέρων λόγω της αυξημένης συσχέτισης του οικονομικού κύκλου.
Εξειδίκευση	Μια χώρα είναι πιθανότερο να ικανοποιήσει τα κριτήρια για την ένταξη σε μια Κοινή Νομισματική Περιοχή εκ των προτέρων παρά εκ των υστέρων λόγω της αυξημένης εξειδίκευσης των χωρών που δημιουργούν την Περιοχή.
Ομοιότητα Διαταραχών	Το κόστος της απώλειας της ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής είναι χαμηλότερο όσο υψηλότερη είναι η ομοιότητα των διαταραχών μεταξύ του δυνητικού μέλους μιας Κοινής Νομισματικής Περιοχής και της ισχυρότερης οικονομίας της Περιοχής.
Νομισματικές Διαταραχές	Εάν μια χώρα αντιμετωπίζει νομισματικές διαταραχές, τότε η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία θα είναι ελκυστική.
Διαταραχές	Εάν αυτό που αντιμετωπίζει μια χώρα είναι διαταραχές

Πραγματικών Μεγεθών	πραγματικών μεγεθών (στο εσωτερικό ή από το εξωτερικό) τότε μια ελεύθερη συναλλαγματική ισοτιμία θα είναι πιο αποτελεσματική.
Εξωτερικές Διαταραχές Ονομαστικών Μεγεθών	Αν αυτό που αντιμετωπίζει μια χώρα είναι εξωτερικές διαταραχές ονομαστικών μεγεθών, τότε μια ελεύθερη συναλλαγματική ισοτιμία θα είναι ελκυστικότερη.
Η αποτελεσματικότητα των προσαρμογών της συναλλαγματικής ισοτιμίας	Εάν οι προσαρμογές της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν είναι αποτελεσματικές, τότε το κόστος της απώλειας του μηχανισμού προσαρμογής δεν είναι σημαντικό.
Διαπραγματευτικοί μηχανισμοί αγοράς εργασίας	Εάν οι χώρες έχουν διαφορετικούς μηχανισμούς συλλογικών διαπραγματεύσεων στην αγορά εργασίας, τότε θα είναι δύσκολο να προσαρμοστούν με παρόμοιο τρόπο σε μια διαταραχή της Κοινής Νομισματικής Περιοχής.
Συγχρονισμός Επιχειρηματικών Κύκλων	Εάν οι χώρες που αποτελούν την Κοινή Νομισματική Περιοχή έχουν συγχρονίσει τους επιχειρηματικούς κύκλους των οικονομιών τους, δεν χρειάζονται ελεύθερες συναλλαγματικές ισοτιμίες ως μηχανισμός προσαρμογής.
Κυρίαρχος εμπορικός εταίρος	Εάν μια χώρα διαθέτει ένα κυρίαρχο εμπορικό εταίρο, τότε είναι ωφέλιμο να σχηματιστεί μια Κοινή Νομισματική Περιοχή.

Πηγή: Broz (2005), Handler(2013)

Κεφάλαιο 2: Καθεστώτα καθορισμένων και σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ως ατελείς νομισματικές ενώσεις.

2.1 Θεωρητική προσέγγιση της ευπάθειας των συστημάτων καθορισμένων και σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών

2.1.1 Το Υπόδειγμα Υποτίμησης De Grauwe πρώτης γενιάς

Το υπόδειγμα πρώτης γενιάς του De Grauwe (2018) βασίζεται στην δημοσίευση του Krugman (1979), ενώ στηρίζεται στο γεγονός ότι οι οικονομικές αρχές αντιμετωπίζουν δυο ευπάθειες εντός ενός συστήματος καθορισμένων ή σταθερών ισοτιμιών: το πρόβλημα της αξιοπιστίας και την ανεπάρκεια των συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Το υπόδειγμα έχει τις εξής αρχικές υποθέσεις:

- Οι οικονομικές αρχές έχουν καθορίσει σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες στο εθνικό νόμισμα της χώρας.
- Οι οικονομικές εξελίξεις είναι ομαλές μέχρι το σημείο όπου μια ασύμμετρη διαταραχή επιδεινώνει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της χώρας.

Το υπόδειγμα προτείνει δυο εναλλακτικούς τρόπους αντιμετώπισης της αύξησης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών:

- Οι οικονομικές αρχές κρατούν σταθερή την ισοτιμία του νομίσματος με εφαρμογή συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής, δηλαδή αύξηση φορολογίας ή/και μείωση κρατικών δαπανών, μέτρα που έχουν υψηλό πολιτικό κόστος και μπορούν να οδηγήσουν σε οικονομική ύφεση λόγω της μείωσης του ΑΕΠ και αύξησης της ανεργίας.

- Οι οικονομικές αρχές υποτιμούν το εθνικό νόμισμα, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ανταγωνιστικότητα της χώρας και να αντιμετωπίζεται το ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών με την αναμενόμενη αύξηση των εξαγωγών, η συγκεκριμένη λύση έχει αισθητά χαμηλότερο πολιτικό κόστος από την πρώτη εναλλακτική.

Στο Διάγραμμα 2.1 παρουσιάζεται αναλυτικά η λογική του υποδείγματος πρώτης γενιάς των σταθερών και προκαθορισμένων ισοτιμιών του De Grauwe (2018). Στον κάθετο άξονα μετρούνται το κόστος C και το όφελος B της υποτίμησης του νομίσματος και στον οριζόντιο άξονα το μέγεθος του ελλείματος του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών ως ϵ .

Η υποτίμηση του νομίσματος δημιουργεί σημαντικά οφέλη για τις οικονομικές αρχές επειδή μπορούν να αποφύγουν τη λήψη επώδυνων μέτρων που μπορούν να προκαλέσουν μείωση του ΑΕΠ, αύξηση της ανεργίας, και γενικότερη οικονομική ύφεση. Η αύξουσα θετική κλίση της καμπύλης οφέλους B εξηγείται από το γεγονός ότι όσο μεγαλώνει το έλλειμα του ΙΤΣ ϵ τόσο πιο ελκυστική γίνεται η επιλογή της υποτίμησης μιας και η σκληρότητα των απαιτούμενων μέτρων μεγαλώνει δυσανάλογα του επιδιωκόμενου στόχου. Συγχρόνως, υπάρχει η οριζόντια ευθεία κόστους C_0 που υποθέτετε πως παραμένει σταθερή σε όλα τα επίπεδα αύξησης του ελλείματος του ΙΤΣ ϵ και συμβολίζει την απώλεια αξιοπιστίας των οικονομικών αρχών της χώρας, λόγω αθέτησης της υπόσχεσης διατήρησης σταθερής ισοτιμίας.



Επομένως, υπάρχει ένα επίπεδο αύξηση του ελλείματος του ΙΤΣ ε_0 , όπου το κόστος και το όφελος των οικονομικών αρχών από την υποτίμηση του εθνικού νομίσματος βρίσκονται σε ισορροπία. Άρα, αν η οικονομία αντιμετωπίσει μια ήπια διαταραχή που προκαλεί σχετικά μικρή αύξηση του ελλείματος του ΙΤΣ τότε θα ισχύει $\varepsilon < \varepsilon_0$ και οι οικονομικές αρχές θα έχουν συμφέρον να διατηρήσουν την αξιοπιστία τους. Αντιθέτως, αν η οικονομία αντιμετωπίσει μια σοβαρή διαταραχή τότε η αύξηση του ελλείματος του ΙΤΣ θα είναι μεγάλη με αποτέλεσμα το $\varepsilon > \varepsilon_0$ και πλέον οι οικονομικές αρχές θα έχουν συμφέρον να απωλέσουν την αξιοπιστία τους μιας και το όφελος υποτίμησης ξεπερνά το κόστος. Με βάση τον De Grauwe (2018), η πιθανότητα εμφάνισης διαταραχής που θα προκαλέσει μεγάλη αύξηση του ελλείματος του ΙΤΣ θεωρείται σίγουρη με την πάροδο του χρόνου. Άρα, η υπόσχεση των οικονομικών αρχών για διατήρηση μιας σταθερής ισοτιμίας αξιωματικά χάνει την αξιοπιστία της με το πέρασμα του χρόνου.

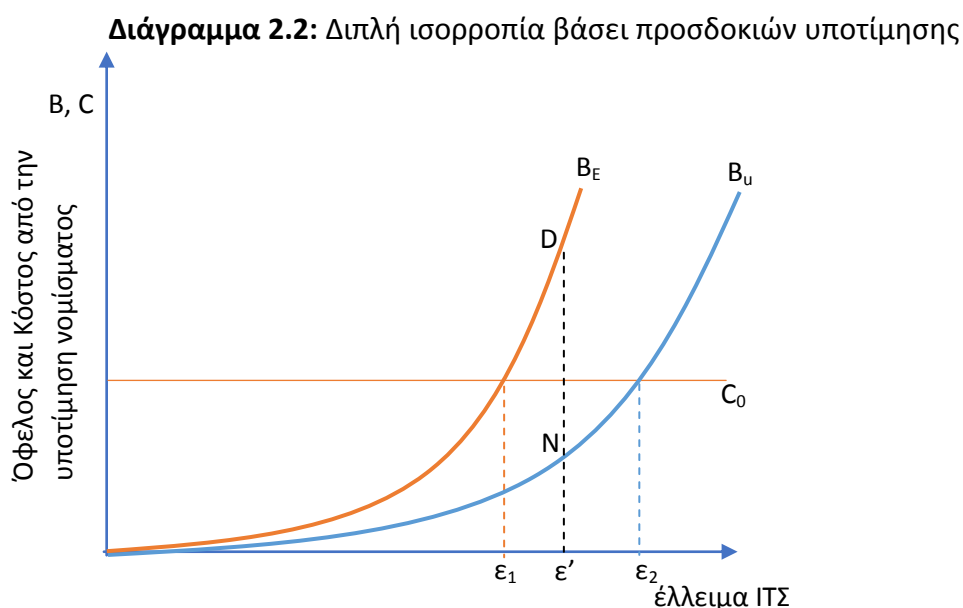
2.1.2 Το Υπόδειγμα Υποτίμησης De Grauwe δεύτερης γενιάς

Το υπόδειγμα δεύτερης γενιάς του De Grauwe (2018), το οποίο βασίζεται στην δημοσίευση του Obstfeld (1986), διατηρεί τις ίδιες αρχικές υποθέσεις του αρχικού υποδείγματος πρώτης γενιάς που αναλύθηκε προηγουμένως, με τις δύο εναλλακτικές επιλογές λήψης σκληρών μέτρων λιτότητας ή υποτίμησης του εθνικού νομίσματος, ενώ εισάγει τον καθοριστικό παράγοντα των προσδοκιών των επενδυτών-κερδοσκόπων ως προς τις αναμενόμενες προθέσεις υποτίμησης ή μη των οικονομικών αρχών.

Στο Διάγραμμα 2.2 παρουσιάζεται αναλυτικά η λογική του υποδείγματος δεύτερης γενιάς των σταθερών και προκαθορισμένων ισοτιμιών του De Grauwe (2018). Στον κάθετο άξονα μετρούνται το κόστος C και το όφελος B της υποτίμησης του νομίσματος και στον οριζόντιο άξονα το μέγεθος του ελλείματος του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών ως ε .

Η ιδιαιτερότητα του υποδείγματος δεύτερης γενιάς είναι η ύπαρξη δυο εναλλακτικών καμπυλών οφέλους από την υποτίμηση του εθνικού νομίσματος βάσει των προσδοκιών των επενδυτών-κερδοσκόπων, όπου στην καμπύλη B_E οι διεθνείς επενδυτές αναμένουν υποτίμηση του εθνικού νομίσματος για δικούς τους λόγους και αντιθέτως στην καμπύλη

Β_υ οι διεθνείς επενδυτές δεν αναμένουν υποτίμηση. Η διαφορετικότητα του ύψους των δύο εναλλακτικών καμπυλών οφέλους Β οφείλεται στο γεγονός πως σε περίπτωση που οι διεθνείς επενδυτές αναμένουν υποτίμηση (καμπύλη Β_ε) θα προχωρήσουν σε κερδοσκοπική επίθεση και το κόστος διατήρησης της σταθερής ή προκαθορισμένης ισοτιμίας θα είναι ιδιαίτερα επώδυνο από άποψη μέτρων λιτότητας, άρα αναλογικά τα οφέλη της υποτίμησης θα αυξάνονται πιο έντονα με την αύξηση του ελλείματος του ΙΤΣ.



Επομένως, η προσδοκία των διεθνών επενδυτών προς την υποτίμηση του εθνικού νομίσματος, αυτομάτως αυξάνει και το όφελος που προσφέρει η υποτίμηση στις οικονομικές αρχές της οικονομίας, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η ένταση της διαταραχής που αύξησε το έλλειμα του ΙΤΣ.

Η περαιτέρω ανάλυση του Διαγράμματος 2.2 προσφέρει αρχικά μια ξεκάθαρη εικόνα σε περίπτωση που η οικονομία αντιμετωπίσει ήπια διαταραχή η οποία θα προκαλέσει σχετικά μικρή αύξηση του ελλείματος του ΙΤΣ και θα ισχύει $\varepsilon < \varepsilon_1$, επομένως σε αυτό το σημείο οι οικονομικές αρχές έχουν συμφέρον να διατηρήσουν την αξιοπιστία τους. Επίσης, είναι σαφής η ανάλυση της περίπτωσης που η οικονομία αντιμετωπίσει μια σοβαρή διαταραχή η οποία θα προκαλέσει μεγάλη αύξηση του ελλείματος του ΙΤΣ και θα

ισχύει $\varepsilon > \varepsilon_2$, όπου σε αυτήν περίπτωση οι αρχές θα έχουν ξεκάθαρο όφελος να προχωρήσουν σε υποτίμηση. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον υπάρχει όταν η αύξηση του ελλείματος του ΙΤΣ βρίσκεται ανάμεσα στα δύο όρια ε_1 και ε_2 , δηλαδή ισχύει $\varepsilon_1 < \varepsilon < \varepsilon_2$, κατά την εμφάνιση μιας μέτριας οικονομικής διαταραχής. Σε αυτήν την περίπτωση υπάρχει εναλλακτική ισορροπία κόστους και οφέλους υποτίμησης με βάση τις προσδοκίες των διεθνών επενδυτών-κερδοσκόπων, όπου η προσδοκία υποτίμησης οδηγεί την ισορροπία στην περίπτωση του ε' στην θέση D που συνεπάγεται υποτίμηση, ενώ η μη προσδοκία υποτίμησης στην ίδια περίπτωση οδηγεί στην θέση N που συνεπάγεται διατήρηση της αξιοπιστίας των οικονομικών αρχών.

Άρα, το υπόδειγμα De Grauwe δεύτερης γενιάς δείχνει πως η ξεχωριστή προσδοκία των επενδυτών-κερδοσκόπων μπορεί να καθορίσει πέραν των πραγματικών μεγεθών το όφελος της υποτίμησης, προκαλώντας αναγκαστική υποτίμηση ακόμη και στην εμφάνιση μια διαταραχής μέτριας έντασης, με το γεγονός αυτό να οφείλεται κατά τον De Grauwe (2018), αποκλειστικά στην ανεπάρκεια των συναλλαγματικών διαθεσίμων.

2.2 Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ), ως μια ατελή νομισματική ένωση

2.2.1 Η δομή του ΕΝΣ και ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ΜΣΙ

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) ήταν ένα προαιρετικό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών που πρόσφερε μια εν μέρει αυτόματη υποχρεωτική παρέμβαση για τη μείωση των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το ΕΝΣ λειτούργησε από την 1^η Μαρτίου 1979 μέχρι το σημείο όπου οι συναλλαγματικές ισοτιμίες για τις χώρες του ευρώ είχαν καθορισθεί στο τέλος του 1998.

Το σημαντικότερο κομμάτι του ΕΝΣ ήταν ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ), αν και τα κράτη μέλη μπορούσαν να εξαιρεθούν από τον ΜΣΙ αν είχαν βάσιμους λόγους. Το σκεπτικό πίσω από την λειτουργία του ΜΣΙ ήταν η πρόσδεση των εθνικών συναλλαγματικών ισοτιμιών σε μια εσωτερική λογιστική μονάδα χρήματος που ονομάστηκε Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (ΕΝΜ) ή ECU με πιθανή $\pm 2,25\%$ απόκλιση

από την αντίστοιχη ισοδυναμία με το ECU. Οι συγκεκριμένες αποδεκτές «ζώνες διακύμανσης» $\pm 2,25\%$ δεν ίσχυαν καθολικά για όλα τα συμμετέχοντα νομίσματα, όπου στη λίρα Ιταλίας και αργότερα στο εσκούδο Πορτογαλίας, στην Ισπανική πεσέτα και στη στερλίνα Βρετανίας, χρησιμοποιήθηκε ένα ευρύτερο περιθώριο $\pm 6\%$. Τον Αύγουστο του 1993, το επιτρεπόμενο εύρος του πλάτους διευρύνθηκε σε 15% προς κάθε πλευρά για όλα τα συμμετέχοντα νομίσματα στον μηχανισμό.

Οι συμμετέχουσες Κεντρικές Τράπεζες του ΜΣΙ είχαν δύο εργαλεία πολιτικής για να διατηρήσουν τη δική τους και τις υπόλοιπες συναλλαγματικές ισοτιμίες σταθερές εντός των καθορισμένων αποδεκτών περιθωρίων διακύμανσης. Αρχικώς, υπήρχε η υποχρεωτική παρέμβαση, όπου εάν η ισοτιμία στην αγορά συναλλάγματος έφθανε στα όρια των ζωνών διακύμανσης (τα ανώτερα ή κατώτερα σημεία παρέμβασης), οι Κεντρικές Τράπεζες ήταν αναγκασμένες να παρέμβουν στις αγορές συναλλάγματος για να διατηρήσουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες εντός των αποδεκτών ορίων διακύμανσης. Κατά δεύτερον, εάν η ισοτιμία έφτανε στο 75% του αποδεκτού περιθωρίου διακύμανσης της ισοδυναμίας με το ECU, τα θιγόμενα κράτη μέλη και οι κεντρικές τράπεζες αναμενόταν να εκτελέσουν τις γνωστές οριακές παρεμβάσεις. Θεωρητικά, το απαιτούμενο κεφάλαιο για τις υποχρεωτικές παρεμβάσεις ήταν απεριόριστο και βάσει αρχής έπρεπε να συνεχισθεί μέχρι το σημείο που η εν λόγω συναλλαγματική ισοτιμία είχε σταθεροποιηθεί ή είχε γίνει επαναδιαπραγμάτευση της επιτρεπόμενης διακύμανσης της ισοτιμίας.

Οι παρεμβάσεις γινόντουσαν συμμετρικά από τις κεντρικές τράπεζες, των οποίων οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είχαν επηρεαστεί από την αγορά συναλλάγματος. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών των οποίων τα νομίσματα είχαν φτάσει στα κατώτερα σημεία παρέμβασης έπρεπε να αγοράσουν το νόμισμά τους πουλώντας ξένα νομίσματα, ενώ οι κεντρικές τράπεζες των χωρών των οποίων τα νομίσματα είχαν φτάσει στα ανώτερα σημεία παρέμβασης έπρεπε να αγοράσουν ξένα νομίσματα. Για να βεβαιωθεί ότι οι εθνικές κεντρικές τράπεζες είχαν επαρκείς ικανότητες για τέτοιες πράξεις αγοράς, οι ευρωπαϊκές πιστωτικές διευκολύνσεις παρατείνονται με τη βοήθεια του Ευρωπαϊκού Ταμείου Νομισματικής Συνεργασίας (EMCF).

Το πραγματικό προαιρετικό κομμάτι του ΕΝΣ ήταν η ικανότητά λειτουργίας που επέτρεπε την προσαρμογή των ισοδυναμιών μεταξύ των μεμονωμένων νομισμάτων, καθώς και μεταξύ των νομισμάτων και της νομισματικής μονάδας ECU. Ενώ, η προαναφερθείσα υποχρεωτική παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών λάμβανε χώρα από πραγματικά περιστατικά στην αγορά συναλλάγματος, η αναπροσαρμογή των συναλλαγματικών ισοδυναμιών δεν υπόκειτο σε κάποια συγκρίσιμη εν μέρει αυτόματη διαδικασία. Η άδεια για την τροποποίηση των ισοδυναμιών, για την πραγματοποίηση ανατιμήσεων και υποτιμήσεων των νομισμάτων του ΕΝΣ πέραν των αποδεκτών ορίων διακύμανσης, έπρεπε να δοθεί από το Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών υποθέσεων (γνωστό ως ECOFIN) και έπρεπε να χορηγηθεί με ομοφωνία. Επομένως, ο ΕΝΣ συνδύαζε στοιχεία τόσο από σταθερά όσο και από ελεύθερα συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπου οι βραχυπρόθεσμες νομισματικές διακυμάνσεις μειωνόντουσαν με τη βοήθεια των νομισματικών παρεμβάσεων, αλλά αν οι ζώνες διακύμανσης ήταν ανέφικτες στην πράξη λόγω βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων, θα μπορούσαν να προσαρμοστούν με μια προαιρετική κατά περίπτωση πολιτική παρέμβαση, ένα μέτρο που έπρεπε να χρησιμοποιηθεί συχνά κατά την λειτουργία του μηχανισμού.

2.2.2 Η διαχρονική λειτουργία του ΕΝΣ

Οι αρχιτέκτονες του ΕΝΣ δημιούργησαν ένα νομισματικό καθεστώς βασισμένο στην αμοιβαία υποχρέωση παρέμβασης και αρωγής για τις συμμετέχουσες χώρες. Επιπλέον, οι εμπλεκόμενες χώρες είχαν την ευκαιρία να αντιμετωπίσουν τη ριζική αιτία της ανισορροπίας, για παράδειγμα, μέσω μέτρων όπως ο εσωτερικός αποπληθωρισμός. Εάν τα εν λόγω μέτρα δεν είχαν λειτουργήσει ή δεν είχαν πραγματοποιηθεί καθόλου, υπήρχε επίσης η δυνατότητα επίτευξης αμοιβαίας συμφωνίας σχετικά με τις αναπροσαρμογές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Συνολικά 62 υποτιμήσεις και ανατιμήσεις διαπραγματεύτηκαν στο ΕΝΣ σε 17 διαφορετικά χρονικά σημεία. Επιπλέον, διάφορες χώρες προσχώρησαν και άφησαν προσωρινά το ΕΝΣ.

Οι προσαρμογές των ισοτιμιών δεν κατανεμήθηκαν τυχαία κατά τη διάρκεια λειτουργίας του μηχανισμού και ως προς τις εμπλεκόμενες χώρες. Είναι δυνατόν να εντοπιστούν

ταραχώδεις περίοδοι, (σχετικά) ήσυχες φάσεις, και χώρες που κυρίως ανατιμήθηκε η ισοτιμία τους και αντίστοιχα χώρες που τυπικά υποτιμήθηκε η ισοτιμία τους. Στην ανάλυση των χωρών, η Γερμανία και η Ολλανδία παρουσίασαν μόνο ανατίμηση, ενώ άλλες χώρες όπως το Βέλγιο, η Δανία και το Λουξεμβούργο έχουν ανατιμηθεί αναλογικά περισσότερο από ό,τι έχουν υποτιμήσει. Αντίθετα, στην περίπτωση της Ιταλίας, οι αναπροσαρμογές των συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν πάντοτε προς τα κάτω. Το ίδιο ίσχυε σε μεγάλο βαθμό για την Ισπανία και την Πορτογαλία, που εντάχθηκαν στον ΜΣΙ το 1989 και το 1992 αντίστοιχα. Η Γαλλία ως χώρα συνολικά κατηγοριοποιείται ως υποτιμημένη στον μηχανισμό, αλλά είναι ενδιαφέρον ότι όλες οι γαλλικές υποτιμήσεις έλαβαν χώρα κατά το πρώτο μισό της συνολικής λειτουργίας του ΕΝΣ.

Τα πρώτα τέσσερα χρόνια του ΕΝΣ σημαδεύτηκαν από σημαντική αστάθεια και δημιούργησαν αμφιβολίες ως προς το αν μια αυξημένη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των συμμετεχουσών χωρών ήταν εφικτή. Τα ποσοστά πληθωρισμού ήταν τόσο ετερογενή που η διατήρηση των ισοτιμιών εντός των καθορισμένων διακυμάνσεων δεν φαινόταν εφικτή, αλλά ούτε και επιθυμητή. Σε αυτή την πρώιμη φάση του ΕΝΣ πραγματοποιήθηκαν 23 από τις 62 συνολικές αναπροσαρμογές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Επίσης, αξιοσημείωτο είναι το γενικευμένο πεδίο εφαρμογής των αναπροσαρμογών συναλλαγματικών ισοτιμιών, που σε πολλές περιπτώσεις ήταν πάνω από 5%. Η Γαλλία πραγματοποίησε τρεις υποτιμήσεις στην αρχική περίοδο λειτουργίας του μηχανισμού.

Για το ΕΝΣ, το τέλος της επεκτατικής πολιτικής της Γαλλίας και η επακόλουθη πολιτική ανταγωνιστικού αποπληθωρισμού, συνεπάγονται μεγαλύτερη σύγκλιση του πληθωρισμού με τις υπόλοιπες χώρες του μηχανισμού. Προγράμματα εναντίον του πληθωρισμού εφαρμόστηκαν επίσης στην Ιταλία, η οποία ως συμμετέχουσα χώρα αντιμετώπιζε το υψηλότερο επίπεδο αστάθειας των τιμών. Κατά τα έτη 1985 και 1986, όλες οι χώρες ΕΝΣ κατέγραφαν μονοψήφια ποσοστά πληθωρισμού, όμως από αυτή την σχετική σύγκλιση εξακολουθούσαν να εμφανίζονται σαφείς διαφοροποιήσεις στις οικονομίες που απαιτούσαν την προσαρμογή των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ιδιαίτερης σημαντικότητας είναι η φάση που ακολούθησε και αφορά μια ήσυχη περίοδο που διήρκεσε από τα μέσα Ιανουαρίου του 1987 έως τις αρχές Σεπτεμβρίου του 1992. Σε αυτά τα περίπου 5,5 χρόνια, οι χώρες ΕΝΣ σταμάτησαν σχεδόν εξ ολοκλήρου τις αναπροσαρμογές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, με μοναδική εξαίρεση τη μέτρια υποτίμηση της λιρέτας Ιταλίας τον Ιανουάριο του 1990. Κατά κάποιο τρόπο, μπορεί να ερμηνευτεί αυτή η χρονική περίοδος ως προπομπός της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (E-ONE). Ο υποτιθέμενος τερματισμός των εντάσεων στο ΕΝΣ προκάλεσε βραχυπρόθεσμη διεύρυνση του συστήματος με την είσοδο της Ισπανία το 1989, του Ηνωμένου Βασιλείου το 1990, και της Πορτογαλίας το 1992, καθώς ενεργοποιήθηκε και το μεσοπρόθεσμο σχέδιο για την ολοκλήρωση της διαδικασίας εισαγωγής του ευρώ. Γενικά, η συγκεκριμένη σταθερή περίοδος φάνηκε να δείχνει ότι το προαιρετικό στοιχείο του ΕΝΣ δεν ήταν πλέον απαραίτητο και ότι οι χώρες συστήματος ήταν σε θέση να προσδέσουν οριστικά τις ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες τους.

Συνεχίστηκε η τάση για ολοένα και περισσότερο παρόμοιους ρυθμούς πληθωρισμού μεταξύ των χωρών του συστήματος. Τα αποτελέσματα αυτής της σχετικής σύγκλισης, ωστόσο, ακυρώθηκαν από το γεγονός ότι δεν σημειώθηκαν επανευθυγραμμίσεις των πολιτικών και, ως εκ τούτου, οι διαφορές στον πληθωρισμό συσσωρεύτηκαν εντός ενός μεγαλύτερου σχετικά χρονικού διαστήματος. Το 1992, το τελευταίο έτος της ήσυχης φάσης στις ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι στρεβλώσεις της ανταγωνιστικότητας των τιμών και οι πραγματικές οικονομικές ανισορροπίες στην περιοχή του συστήματος δεν ήταν ουσιαστικά διαφορετικές από τις χρονιές όπου πραγματοποιήθηκαν αναπροσαρμογές της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Δύο ακόμη περιστατικά προκάλεσαν ένταση στην ήσυχη εκείνη περίοδο του ΕΝΣ, από την άποψη των αναπροσαρμογών των ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σε αντίθεση με τις διεθνείς τάσεις, το 1991 όπου η Γερμανία ενώθηκε ξανά, υπήρξε μεγάλη οικονομική ανάπτυξη 5,2% και ποσοστό πληθωρισμού 4%. Στην συνέχεια το 1992, η ανάπτυξη έπεσε στο 1,5% ενώ ο πληθωρισμός παρέμεινε στο 5,1%. Για τα Γερμανικά δεδομένα, αυτό το επίπεδο πληθωρισμού θεωρείτο ιδιαίτερα υψηλό, παρόλο που εξακολουθούσε να είναι αρκετά χαμηλότερος από την Ισπανία, την Πορτογαλία και την

Ιταλίας. Αρχικώς, η ανάπτυξη της επανένωσης προκάλεσε ανακούφιση στην λειτουργία του συστήματος, επειδή μείωσε το εύρος πληθωρισμού των χωρών του ΕΝΣ.

Οι συνέπειες της νομισματικής πολιτικής της Bundesbank, ωστόσο, αποδείχθηκαν καταστροφικές. Τον Ιούλιο του 1992, ως απάντηση στην άνοδο του πληθωρισμού, η γερμανική Κεντρική Τράπεζα αύξησε το επιτόκιο κατά το αδιανόητο επίπεδο του 8,75%, με βάση τα σημερινά κριτήρια. Για να περιοριστεί η φυγή κεφαλαίων προς τη Γερμανία, οι κεντρικές τράπεζες των άλλων χωρών του συστήματος δεν είχαν άλλη επιλογή από το να αντιγράψουν την αυστηρή νομισματική πολιτική της Γερμανίας, επειδή ήταν η *de facto* ισχυρότερη οικονομία, δηλαδή η άγκυρα του συστήματος. Αυτό σήμαινε αύξηση των επιτοκίων παρά τις εξασθενημένες οικονομικές συνθήκες, οδηγώντας τις υπόλοιπες χώρες σε μια πολιτική που ήταν αντίθετη από αυτό που ήταν μακροοικονομικά αναγκαίο εκείνη την περίοδο. Κατά συνέπεια, η Bundesbank οδήγησε τις γειτονικές χώρες της Γερμανίας σε ύφεση που κορυφώθηκε το 1993.

Από τα μέσα του 1992, οι εντάσεις αυτές έφθασαν σε κορύφωση λόγω των αναπόφευκτων παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος από τις κεντρικές τράπεζες και της επιστροφής στον μηχανισμό προσαρμογών της συναλλαγματικής ισοτιμίας που είχε να χρησιμοποιηθεί για αρκετά χρόνια. Μεταξύ Ιουλίου και Σεπτεμβρίου 1992, οι παρεμβάσεις της γερμανικής Bundesbank για την υποστήριξη άλλων νομισμάτων ΕΝΣ έφτασαν στο ύψος των 87,2 γερμανικών μάρκων. Αυτό οδήγησε την Bundesbank να παροτρύνει τη γερμανική κυβέρνηση να ωθήσει τους υπουργούς οικονομικών των άλλων χωρών ΕΝΣ προς μια συνολική αναπροσαρμογή του μηχανισμού.

Ξεκινώντας με δραματική προσαρμογή, όλες οι χώρες του συστήματος εκτός από την Ιταλία ανατίμησαν τα νομίσματά τους κατά 3,5% και στην συνέχεια η Ιταλία υποτιμήθηκε με επιπλέον 3,5%. Η 16^η Σεπτεμβρίου του 1992 έμεινε γνωστή στην Ευρωπαϊκή οικονομική ιστορία ως Μαύρη Τετάρτη. Μετά από σημαντικές συναλλαγματικές ζημιές από την πλευρά των Κεντρικών Τραπεζών τους, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιταλία ανακοίνωσαν την απόφασή τους να εγκαταλείψουν το ΕΝΣ. Την επόμενη μέρα, η Ισπανία υποτιμά το νόμισμα της κατά 5%. Δύο μήνες αργότερα, σημειώθηκαν επιπλέον 6%

υποτιμήσεις στην Ισπανία και την Πορτογαλία. Μέχρι τα μέσα Μαΐου του 1993, πραγματοποιήθηκαν επιπλέον ουσιαστικές υποτιμήσεις από την Ιρλανδία, την Ισπανία και την Πορτογαλία. Ακολούθησε σημαντική αστάθεια, όπως και περαιτέρω εκτεταμένες παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών, οδηγώντας τις κυβερνήσεις και τους προέδρους των κεντρικών τραπεζών να επεκτείνουν τις ζώνες ΕΝΣ από $\pm 2,25\%$ στο $\pm 15\%$ στα τέλη Ιουλίου 1993. Σύμφωνα με αρκετούς παρατηρητές, αυτή η κίνηση ισοδυναμούσε με de facto αναστολή λειτουργίας του ΕΝΣ, ή πιο απλά κατάρρευση του συστήματος.

Ωστόσο, οι κυβερνήσεις των χωρών του ΕΝΣ τήρησαν τα σχέδιά τους για την εφαρμογή της E-ONE και πράγματι το σύστημα σταθεροποιήθηκε στα επόμενα χρόνια εντός των νέων, πολύ ευρύτερων ζωνών διακύμανσης. Μεταξύ 1996 και 1998, η Αυστρία, η Φινλανδία και η Ελλάδα εντάχθηκαν στο σύστημα, ενώ και η Ιταλία επανεντάχθηκε στο τέλος του 1996. Μέχρι τα τέλη του 1998, είχαν καταγραφεί μόνο δύο υποτιμήσεις που αποτέλεσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και αυτές σημειώθηκαν το Μάρτιο του 1995 στην Ισπανία και την Πορτογαλία.

Κεφάλαιο 3: Νομισματική ένωση χωρίς δημοσιονομική ένωση

3.1 Θεωρητική προσέγγιση της ευπάθειας των Νομισματικών Ενώσεων χωρίς δημοσιονομική ένωση

3.1.1 Υπόδειγμα Χρεοκοπίας De Grauwe

Το υπόδειγμα χρεοκοπίας του De Grauwe (2018) βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στα παρόμοια υποδείγματα του ιδίου, σχετικά με την υποτίμηση νομίσματος σε μια χώρα που συμμετέχει σε σύστημα προκαθορισμένων και σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως αναλύσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Το υπόδειγμα στηρίζεται στο γεγονός ότι οι δημοσιονομικές αρχές μιας χώρας που συμμετέχει σε Νομισματική Ένωση άνευ Δημοσιονομικής ένωσης αντιμετωπίζουν μια δομική ευπάθεια εξαιτίας της οργάνωσης της ίδιας της ένωσης, όπου συνυπάρχουν πολλές διαφορετικές δημοσιονομικές αρχές με ξεχωριστή εθνική πολιτική με μια υπερεθνική νομισματική αρχή που είναι υπεύθυνη για την ανεξάρτητη νομισματική πολιτική.

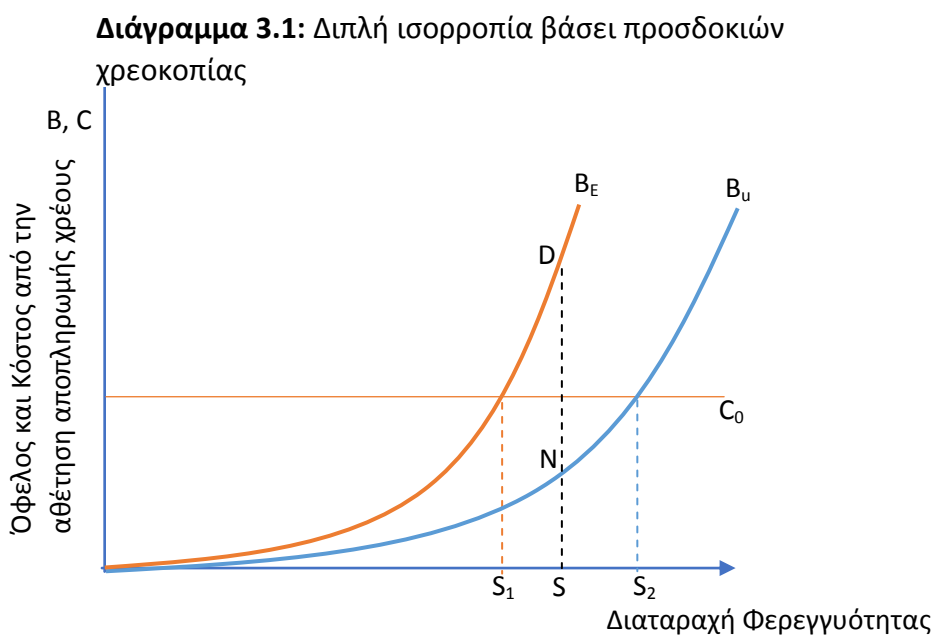
Το υπόδειγμα έχει τις εξής αρχικές υποθέσεις:

- Η δημοσιονομική αρχή ενός κράτους-μέλους της νομισματικής ένωσης εκδίδει χρέος στο κοινό νόμισμα, ενώ δεν έχει τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής του νομίσματος.
- Η εξυπηρέτηση του χρέους γίνεται με ομαλό τρόπο έως ότου μια ασύμμετρη διαταραχή συρρικνώνει τα δημόσια έσοδα και διογκώνει το χρέος και συγχρόνως προκαλεί απώλεια φερεγγυότητας εξαιτίας την αύξησης πιθανότητας χρεοκοπίας.

Το υπόδειγμα προτείνει δυο εναλλακτικούς τρόπους για την μείωση του δημόσιου χρέους:

- Οι δημοσιονομικές αρχές συνεχίζουν την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους με εφαρμογή προγράμματος λιτότητας, δηλαδή αύξηση φορολογίας ή/και μείωση κρατικών δαπανών, μέτρα που έχουν υψηλό πολιτικό κόστος και μπορούν να οδηγήσουν σε οικονομική ύφεση λόγω της μείωσης του ΑΕΠ και αύξησης της ανεργίας.
- Οι δημοσιονομικές αρχές προχωρούν σε ολική ή μερική αθέτηση του δημόσιου χρέους, δηλαδή σε χρεοκοπία, με αποτέλεσμα να μην χρειάζεται να ληφθούν σκληρά μέτρα λιτότητας, η συγκεκριμένη λύση έχει αισθητά χαμηλότερο πολιτικό κόστος από την πρώτη εναλλακτική.

Στο Διάγραμμα 3.1 παρουσιάζεται αναλυτικά η λογική του υποδείγματος χρεοκοπίας του De Grauwe (2018). Στον κάθετο άξονα μετρούνται το κόστος C και το όφελος B της χρεοκοπίας και στον οριζόντιο άξονα το μέγεθος της διαταραχής στην φερεγγυότητα της χώρας ως S .



Η μερική ή ολική χρεοκοπία δημιουργεί σημαντικά οφέλη για τις οικονομικές αρχές επειδή μπορούν να αποφύγουν τη λήψη επώδυνων μέτρων που μπορούν να προκαλέσουν μείωση του ΑΕΠ, αύξηση της ανεργίας, και γενικότερη οικονομική ύφεση. Η αύξουσα θετική κλίση της καμπύλης οφέλους B εξηγείται από το γεγονός ότι όσο μεγαλώνει η διαταραχής φερεγγυότητας τόσο πιο ελκυστική γίνεται η επιλογή της χρεοκοπίας μιας και η σκληρότητα των απαιτούμενων μέτρων μεγαλώνει δυσανάλογα του επιδιωκόμενου στόχου. Ενώ το ύψος της καμπύλης εξαρτάται από το αρχικό μέγεθος του δημόσιου χρέους, την αποτελεσματικότητα του φορολογικού συστήματος, και το μέγεθος του εξωτερικού χρέους. Συγχρόνως, υπάρχει η οριζόντια ευθεία κόστους C_0 που παραμένει σταθερή σε όλα τα επίπεδα αύξησης της διαταραχής φερεγγυότητας S και συμβολίζει την απώλεια πιστοληπτικής ικανότητας των δημοσιονομικών αρχών της χώρας, λόγω της αθέτησης αποπληρωμής του χρέους και τον πιθανό αποκλεισμό από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές σε μελλοντικές ανάγκες δανεισμού.

Στο υπόδειγμα χρεοκοπίας του De Grauwe υφίστανται δυο εναλλακτικές καμπύλες οφέλους από την χρεοκοπία του δημόσιου χρέους βάσει των προσδοκιών των επενδυτών-κερδοσκόπων, όπου στην καμπύλη B_E οι διεθνείς επενδυτές αναμένουν την χρεοκοπία για δικούς τους λόγους και αντιθέτως στην καμπύλη B_U οι διεθνείς επενδυτές δεν αναμένουν την χρεοκοπία. Η διαφορετικότητα του ύψους των δύο εναλλακτικών καμπυλών οφέλους B οφείλεται στο γεγονός πως σε περίπτωση που οι διεθνείς επενδυτές αναμένουν χρεοκοπία (καμπύλη B_E) θα προχωρήσουν σε μαζικές πωλήσεις των ομολόγων της χώρας με αποτέλεσμα να αυξηθεί σημαντικά το κόστος δανεισμού της χώρας και το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους θα είναι ιδιαίτερα επώδυνο από άποψη μέτρων λιτότητας, άρα το όφελος χρεοκοπίας θα γίνεται πιο έντονο με βάση την ένταση της διαταραχής φερεγγυότητας που αντιμετωπίζει η χώρα.

Επομένως, η προσδοκία των διεθνών επενδυτών προς την πιθανότητα χρεοκοπίας, αυτομάτως αυξάνει και το όφελος που προσφέρει η χρεοκοπία στις δημοσιονομικές αρχές της οικονομίας, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η ένταση της διαταραχής φερεγγυότητας.

Η περαιτέρω ανάλυση του Διαγράμματος 3.1 προσφέρει αρχικά μια ξεκάθαρη εικόνα σε περίπτωση που η οικονομία αντιμετωπίσει ήπια διαταραχή φερεγγυότητας η οποία θα προκαλέσει σχετικά μικρή απώλεια της φερεγγυότητας και θα ισχύει $S < S_1$, επομένως σε αυτό το σημείο οι δημοσιονομικές αρχές έχουν συμφέρον να συνεχίσουν την εξυπηρέτηση του χρέους επειδή, το κόστος χρεοκοπίας είναι μεγαλύτερο του οφέλους. Επίσης, είναι σαφής η ανάλυση της περίπτωσης που η οικονομία αντιμετωπίσει μια σοβαρή διαταραχή φερεγγυότητας η οποία θα προκαλέσει μεγάλη απώλεια της φερεγγυότητας και θα ισχύει $S > S_2$, όπου σε αυτήν περίπτωση οι αρχές θα έχουν ξεκάθαρο όφελος να προχωρήσουν σε χρεοκοπία, επειδή το όφελος χρεοκοπίας είναι μεγαλύτερο του κόστους. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον υπάρχει όταν η απώλεια φερεγγυότητας βρίσκεται ανάμεσα στα δύο όρια S_1 και S_2 , δηλαδή ισχύει $S_1 < S < S_2$, δηλαδή κατά την εμφάνιση μιας μέτριας διαταραχής φερεγγυότητας. Σε αυτήν την περίπτωση υπάρχει εναλλακτική ισορροπία κόστους και οφέλους χρεοκοπίας με βάση τις προσδοκίες των διεθνών επενδυτών-κερδοσκόπων, όπου η προσδοκία χρεοκοπίας οδηγεί την ισορροπία στην περίπτωση του S' στην θέση D, που θεωρείται «κακή» ισορροπία, με αποτέλεσμα την αναγκαστική χρεοκοπία. Ενώ, η προσδοκία από την μεριά των επενδυτών-κερδοσκόπων πως θα διατηρηθεί η φερεγγυότητα παρά την ένταση της διαταραχής, οδηγεί στην «καλή» ισορροπία στην θέση N, που συνεπάγεται διατήρηση της φερεγγυότητας των δημοσιονομικών αρχών.

Άρα, το υπόδειγμα χρεοκοπίας του De Grauwe δείχνει πως η προσδοκία των επενδυτών-κερδοσκόπων μπορεί να έχει χαρακτηριστικά αυτοπραγμάτωσης πέραν των πραγματικών μεγεθών που καθορίζουν το όφελος και το κόστος της χρεοκοπίας, προκαλώντας αναγκαστική χρεοκοπία ακόμη και στην εμφάνιση μιας μέτριας διαταραχής, με το γεγονός αυτό να οφείλεται, κατά τον De Grauwe (2018), αποκλειστικά στην ανεπάρκεια ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι δημοσιονομικές αρχές σε μια ατελή νομισματική ένωση.

3.1.2 Πολιτικές αντιμετώπισης της ευπάθειας των ατελών νομισματικών ενώσεων που δεν διαθέτουν δημοσιονομική ένωση.

Κατά τον De Grauwe (2018), η ευπάθεια των νομισματικών ενώσεων που δεν έχουν προχωρήσει σε δημοσιονομική ένωση μπορεί να αντιμετωπιστεί με τρεις τρόπους:

- Αύξηση κόστους χρεοκοπίας
- Ενδυνάμωση ρόλου Κεντρικής Τράπεζας
- Ενοποίηση δημόσιου χρέους των κρατών-μελών

Η λύση της αύξησης του κόστους χρεοκοπίας αποτελεί μια διαφορετική προσέγγιση του Διαγράμματος 3.1, όπου η οριζόντια γραμμή C_0 θα μετατοπιστεί προς τα επάνω με αποτέλεσμα να αλλάξει η ισορροπία κόστους και οφέλους χρεοκοπίας. Άρα, οι δημοσιονομικές αρχές θα μπορούν να αντιμετωπίσουν με πιο αποτελεσματικό τρόπο κερδοσκοπικές επιθέσεις που έχουν χαρακτηριστικά αυτοπραγμάτωσης λόγω του υψηλού κόστους αθέτησης αποπληρωμής που αντιμετωπίζουν. Κατά τον De Grauwe (2018), η αύξηση του κόστους χρεοκοπίας μπορεί να επιτευχθεί αν η χρεοκοπία ενός κράτους-μέλους της ένωσης συνδυάζεται και με αναγκαστική έξοδο από την ένωση.

Η ενδυνάμωση της Κεντρικής Τράπεζας ως δανειστή εσχάτης ανάγκης των δημοσιονομικών αρχών της νομισματικής ένωσης, μπορεί να λειτουργήσει αποτρεπτικά στις κερδοσκοπικές επιθέσεις που έχουν χαρακτηριστικά αυτοπραγμάτωσης, επειδή θα υπάρχει διαθέσιμος μηχανισμός υποστήριξης της ρευστότητας για την πληρωμή και κάλυψη των υποχρεώσεων.

Η τρίτη προτεινόμενη προσέγγιση του De Grauwe (2018), δηλαδή η ενοποίηση του χρέους, ουσιαστικά αποτελεί ολοκλήρωση της νομισματικής ένωσης σε υψηλότερο επίπεδο, δηλαδή δημιουργία δημοσιονομικής ένωσης, που ουσιαστικά καταργεί τους ουσιώδεις λόγους ευπάθειας της ατελούς ένωσης, όμως συγχρόνως καταργεί και την δυνατότητα διαφοροποιημένων εθνικών πολιτικών.

3.2 Κακές ισορροπίες: τραπεζικές κρίσεις και αυτόματοι σταθεροποιητές

3.2.1 Εναγκαλισμός τραπεζικού συστήματος με το κρατικό χρέος

Ο «διαβολικός» εναγκαλισμός του κρατικού χρέους με τον τραπεζικό πιστωτικό κίνδυνο ήταν το σήμα κατατεθέν των κρίσεων δημόσιου χρέους της περιόδου 2009-12 στην περιφέρεια της ευρωζώνης, δηλαδή στην Ελλάδα, στην Ιρλανδία, στην Ιταλία, στην Πορτογαλία, και στην Ισπανία. Όπου, η επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας του δημοσίου μείωσε την αγοραία αξία των συμμετοχών των τραπεζών στο δημόσιο χρέος της χώρας τους. Αυτό μείωσε την αντιληπτή φερεγγυότητα των εγχώριων τραπεζών και περιόρισε τη δανειοδοτική τους δραστηριότητα. Η τραπεζική κρίση αύξησε τις πιθανότητες υποχρεωτικής διάσωσης των τραπεζών από την κυβέρνηση τους, η οποία κατ' επέκταση αύξησε τον κίνδυνο του δημόσιου χρέους προκαλώντας ένα ανατροφοδοτούμενο «βρόχο διάσωσης». Επιπλέον, ο υφεσιακός αντίκτυπος της παγκόσμιας πιστωτικής κρίσης του 2008, οδήγησε σε μείωση των φορολογικών εσόδων, γεγονός το οποίο συνέβαλε επιπλέον στην αποδυνάμωση της κυβερνητικής φερεγγυότητας στις χώρες αυτές, προκαλώντας ένα ανατροφοδοτούμενο βρόχο ύφεσης.

Κατά τους Brunnermeier et al. (2015), υπάρχουν τρία συστατικά σε αυτούς τους βρόχους ανατροφοδότησης της ύφεσης. Πρώτον, η μεροληπτική προτίμηση των εγχώριων τραπεζών σε μεγάλη συμμετοχή του δημόσιου χρέους στο χαρτοφυλάκιο τους, γεγονός που κάνει την αξία και τη φερεγγυότητα της τράπεζας να εξαρτάται από τις διακυμάνσεις της θεωρούμενης φερεγγυότητας και της αγοραίας αξίας του χρέους της κυβέρνησής τους. Δεύτερον, η ανικανότητα των κυβερνήσεων να δεσμευτούν εκ των προτέρων να μην κάνουν διάσωση εγχώριων τραπεζών, δεδομένου ότι η διάσωση είναι βέλτιστη όταν οι τράπεζες αντιμετωπίζουν σοβαρό κίνδυνο. Τρίτον, η ελεύθερη κινητικότητα των κεφαλαίων, η οποία επιτρέπει στους διεθνείς επενδυτές να αξιολογούν τη μελλοντική φερεγγυότητα της κυβέρνησης και ενσωματώνεται στην αγοραία αξία του εγχώριου δημοσίου χρέους. Για να σταματήσει η διαδικασία αυτών των βρόγχων, θα πρέπει να αφαιρεθεί τουλάχιστον ένα από τα τρία συστατικά. Μέχρι στιγμής, οι έλεγχοι κεφαλαίων ή capital controls είναι η μόνη λύση που υιοθετήθηκε για την αντιμετώπιση του συγκεκριμένου προβλήματος, στην Κύπρο και στην Ελλάδα.

3.2.2 Απενεργοποίηση αυτόματων σταθεροποιητών σε πρότυπα αναγκαστικής λιτότητας
Οι αυτόματοι σταθεροποιητές αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της δημοσιονομικής πολιτικής των περισσότερων χωρών. Από την πλευρά των εσόδων, οι φόροι είναι μια πολύ προφανής και πολύ αναλυμένη πηγή αυτόματης σταθεροποίησης. Κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου, τα φορολογικά έσοδα τείνουν να ακολουθούν την αντίστοιχη φορολογική βάση τους, δηλαδή αυξάνονται κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής μεγέθυνσης και συρρικνώνονται κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Από την πλευρά των δαπανών, ο πιο σημαντικός αυτόματος σταθεροποιητής που συζητείται στη βιβλιογραφία είναι οι παροχές ανεργίας. Το συνολικό ποσό τους αυξάνεται κατά τη διάρκεια ύφεσης και μειώνεται κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής μεγέθυνσης.

Κατά τον De Grauwe (2018), η λειτουργία μια ατελούς νομισματικής ένωσης προκαλεί απενεργοποίηση των αυτόματων σταθεροποιητών στις περιπτώσεις όπου μια χώρα αντιμετωπίζει οικονομική ύφεση και αναγκάζεται να λάβει αναγκαστικά μέτρα λιτότητας για να μην αντιμετωπίσει πιθανή κρίση δημόσιου χρέους και ρευστότητας. Με αποτέλεσμα τα υφειακά μέτρα να οδηγούν την χώρα σε βαθύτερη κρίση αντί να ενεργοποιούνται αυτόματοι σταθεροποιητές που βοηθούν στην αντιμετώπιση της κρίσης όπως συμβαίνει σε ανεπτυγμένες χώρες που δεν συμμετέχουν σε μια ατελή νομισματική ένωση. Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ ή στο Ηνωμένο Βασίλειο μια οικονομική ύφεση θα μεγαλώσει το έλλειμμα του κυβερνητικού προϋπολογισμού αλλά συγχρόνως θα ενεργοποιήσει τους αυτόματους σταθεροποιητές, οι οποίοι μπορούν να ελαττώσουν τις αρνητικές συνέπειες της ύφεσης. Άρα, κατά τον De Grauwe (2018), οι ανεπτυγμένες χώρες που συμμετέχουν σε μια ατελή νομισματική ένωση αποκτούν τα χαρακτηριστικά μιας αναδυόμενης οικονομίας, δηλαδή η οικονομική δραστηριότητα επηρεάζεται εντόνως από τη φάση του οικονομικού κύκλου που βρίσκεται η οικονομία, με έντονες ανόδους σε περιόδους ανάπτυξης και εξίσου αν όχι χειρότερες πτώσεις σε περιόδους ύφεσης, λόγω της γενικότερης αδυναμίας των δημοσιονομικών αρχών να εφαρμόσουν ένα αξιόλογο πρόγραμμα αυτόματων σταθεροποιητών.

Μέρος II

Εμπειρική διερεύνηση

Κεφάλαιο 4: Η Ελληνική εμπειρία εντός της Ευρωζώνης.

4.1 Αξιολόγηση βασικών οικονομικών μεγεθών της Ευρωζώνης

Το πρώτο στάδιο της εμπειρικής έρευνάς μας είναι η οικονομική αξιολόγηση της Ευρωζώνης μέσω περιγραφικής σύγκρισης των οικονομικών επιδόσεων στις 19 χώρες του ευρώ σε διαχρονικό επίπεδο. Η διαχρονική σύγκριση των περιγραφικών στοιχείων θα γίνει σε τρία βασικά οικονομικά μεγέθη: α) ανάπτυξη, β) ανταγωνιστικότητα, και γ) εξωτερικό εμπόριο.

Σκοπός μας στο αρχικό στάδιο της έρευνάς μας είναι η κατανόηση του γενικότερου οικονομικού κλίματος στην νομισματική ένωση του ευρώ, με εστίαση στις διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών. Η επικέντρωση στις διαφοροποιήσεις αιτιολογείται από την λειτουργία της Ευρωζώνης ως μιας ατελούς νομισματικής ένωσης εντός της οποίας υφίσταται μια κεντρική νομισματική διαχείριση, σε συνδυασμό με ξεχωριστή εθνική διαχείριση της δημοσιονομικής πολιτικής κάθε χώρας, όπως αναλύσαμε στο Κεφάλαιο 3. Επομένως, η ύπαρξη οικονομικής ομοιογένειας μεταξύ των χωρών του ευρώ ή η σύγκλιση προς αυτήν, καθορίζει σε μεγάλο βαθμό την λειτουργία της ένωσης.

Για την αξιολόγηση της οικονομικής ανάπτυξης χρησιμοποιούμε τον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ σε ετήσια βάση, όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 4.1 για τις 19 χώρες του ευρώ στην περίοδο 2007 – 2018, με συλλογή στοιχείων από την βάση δεδομένων της Eurostat.

Στην ανάλυση του Πίνακα 4.1 διαπιστώνουμε την αρνητική πορεία και διαφοροποίηση της Ελλάδας, συγκριτικά με την πλειοψηφία των υπόλοιπων χωρών της Ευρωζώνης. Η κρίση δημόσιου χρέους προκάλεσε μια πολυετή συρρίκνωση της οικονομίας, με το ΑΕΠ

να επιστρέφει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, κατά ουσιαστικό τρόπο, μόλις το 2017. Όμως, αν εξαιρεθεί η χώρα μας, η γενικότερη εικόνα του Πίνακα 4.1 είναι πως οι χώρες της Ευρωζώνης κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση του οικονομικού κύκλου αλλά με διαφορετική δυναμική η κάθε μια, χωρίς βέβαια να αποκλείονται πλήρως τα περιστατικά διαφοροποίησης. Η χώρα που ξεχωρίζει τα τελευταία έτη από άποψη δυναμικής είναι η Ιρλανδία, ενώ από την άλλη μεριά η Ιταλία εμφανίζει μια αρνητική στασιμότητα.

Πίνακας 4.1: Ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις χώρες της Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2007 – 2018

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Ευρωζώνη 19</i>	3.1	0.5	-4.5	2.1	1.6	-0.9	-0.2	1.4	2.1	2	2.4	1.9
<i>Βέλγιο</i>	3.4	0.8	-2.3	2.7	1.8	0.2	0.2	1.3	1.7	1.5	1.7	1.4
<i>Γερμανία</i>	3.3	1.1	-5.6	4.1	3.7	0.5	0.5	2.2	1.7	2.2	2.2	1.4
<i>Εσθονία</i>	7.7	5.4	-14.7	2.3	7.6	4.3	1.9	2.9	1.9	3.5	4.9	3.9
<i>Ιρλανδία</i>	5.3	4.4	-5	1.9	3.7	0.2	1.3	8.8	25.1	5	7.2	6.7
<i>Ελλάδα</i>	3.3	0.3	-4.3	-5.5	-9.1	-7.3	-3.2	0.7	-0.4	-0.2	1.5	1.9
<i>Ισπανία</i>	3.8	1.1	-3.6	0	-1	-2.9	-1.7	1.4	3.6	3.2	3	2.6
<i>Γαλλία</i>	2.4	0.3	-2.9	1.9	2.2	0.3	0.6	1	1.1	1.2	2.2	1.5
<i>Ιταλία</i>	1.5	1.1	-5.5	1.7	0.6	-2.8	-1.7	0.1	0.9	1.1	1.7	0.9
<i>Κύπρος</i>	5.1	3.6	-2	1.3	0.4	-2.9	-5.8	-1.3	2	4.8	4.5	3.9
<i>Λετονία</i>	10	3.5	-14.4	-3.9	6.4	4	2.4	1.9	3	2.1	4.6	4.8
<i>Λιθουανία</i>	11.1	2.6	-14.8	1.6	6	3.8	3.5	3.5	2	2.4	4.1	3.5
<i>Λουξεμβούργο</i>	8.4	1.3	-4.4	4.9	2.5	-0.4	3.7	4.3	3.9	2.4	1.5	2.6
<i>Μάλτα</i>	4	3.3	-2.5	3.5	1.3	2.7	4.5	8.5	10.7	5.7	6.7	6.6
<i>Ολλανδία</i>	3.8	2.2	-3.7	1.3	1.6	-1	-0.1	1.4	2	2.2	2.9	2.7
<i>Αυστρία</i>	3.7	1.5	-3.8	1.8	2.9	0.7	0	0.7	1.1	2	2.6	2.7
<i>Πορτογαλία</i>	2.5	0.2	-3	1.9	-1.8	-4	-1.1	0.9	1.8	1.9	2.8	2.1
<i>Σλοβενία</i>	6.9	3.3	-7.8	1.2	0.6	-2.7	-1.1	3	2.3	3.1	4.9	4.5
<i>Σλοβακία</i>	10.8	5.6	-5.4	5	2.8	1.7	1.5	2.8	4.2	3.1	3.2	4.1
<i>Φινλανδία</i>	5.2	0.7	-8.3	3	2.6	-1.4	-0.8	-0.6	0.5	2.8	2.7	2.3

Πηγή: Eurostat (2019)

Στην συνέχεια, προχωράμε στην ανάλυση της ανταγωνιστικότητας των οικονομιών της Ευρωζώνης, που πιθανώς μπορεί να αιτιολογήσει τις διαφοροποιήσεις στους ρυθμούς ανάπτυξης. Για την αξιολόγηση της ανταγωνιστικότητας χρησιμοποιούμε τον Δείκτη REER, που αποτελεί την Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία. Ο δείκτης REER αποτελεί μέτρηση της αξίας μιας ισοτιμίας με βάση ένα σταθμισμένο καλάθι ισοτιμιών διαιρεμένο με έναν αποπληθωριστή ή ένα δείκτη κόστους. Μια αύξηση του δείκτη REER σηματοδοτεί αρνητική εξέλιξη για την εμπορική ανταγωνιστικότητα μιας οικονομίας επειδή μειώνεται η ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών της. Στον Πίνακα 4.2 παρουσιάζονται αναλυτικά οι Δείκτες REER των 19 χωρών της Ευρωζώνης για την περίοδο 2005 με 2018 με βάση 100 το 2010, αντλώντας τα δεδομένα από την Eurostat.

Στην ανάλυση του Δείκτη REER, προκύπτει αύξηση της ανταγωνιστικότητας στην Ελληνική οικονομία. Ειδικότερα στην περίοδο 2011 με 2015 υπήρξε αισθητή βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, όμως αυτό πιθανότατα οφείλεται κυρίως στην πτώση των τιμών και τον αποπληθωρισμό της περιόδου παρά σε κάποια δομική βελτίωση του κόστους παραγωγής, αυτό φαίνεται και στην μετέπειτα ανοδική πορεία του δείκτη στην ελληνική οικονομία από το 2015 και μετά, με την αποχώρηση του αποπληθωρισμού, όπως θα δούμε στην συνέχεια. Στην γενικότερη εικόνα της Ευρωζώνης διακρίνεται μια ανομοιογένεια μεταξύ των παλαιών και νέων μελών, με τις Βαλτικές χώρες να παρουσιάζουν μια αισθητή επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας, ενώ οι χώρες της κεντρικής Ευρώπης και της περιφέρειας παρουσιάζουν μια σχετική σταθερότητα, εξαίρεση αποτελεί και πάλι η Ιρλανδία, με ιδιαίτερα ευνοϊκό δείκτη ανταγωνιστικότητας, ενώ και η Κύπρος εμφανίζεται βελτιωμένη.

Για την αξιολόγηση του εξωτερικού εμπορίου των χωρών της Ευρωζώνης χρησιμοποιούμε το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ), όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 4.3 για τις 19 χώρες της Ευρωζώνης, για την περίοδο 2005 – 2018, αντλώντας στατιστικά δεδομένα από την Eurostat.

Πίνακας 4.2: Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία (REER) στις χώρες της Ευρωζώνης των 19, Δείκτης με βάση 100 το 2010, για την περίοδο 2005 – 2018

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Βέλγιο</i>	98.82	98.79	99.45	102.21	102.69	100	100.64	98.32	99.83	100.06	96.69	99.46	100.91	103.36
<i>Γερμανία</i>	103.57	102.61	103.91	104.5	105.61	100	99.43	96.13	98.24	99.04	94.65	96.15	97.06	99.7
<i>Εσθονία</i>	90.47	91.48	95.58	101.88	103.96	100	101.11	100.22	103.13	105.98	106.04	107.63	109.01	114.12
<i>Ιρλανδία</i>	102	102.55	105.71	109.5	107.83	100	99	94.67	96.18	95.43	88.59	89.38	89.48	90.63
<i>Ελλάδα</i>	96.53	96.56	97.23	98.82	101.21	100	100.64	96.16	95.63	95.03	90.74	91.78	92.3	94.29
<i>Ισπανία</i>	97.73	98.71	100.27	102.83	103.29	100	100.26	97.83	99.68	99.22	94.72	95.38	96.64	98.64
<i>Γαλλία</i>	102.37	101.7	102.28	103.93	104.36	100	99.4	96.21	97.76	98.09	93.44	94.67	95.13	97.65
<i>Ιταλία</i>	101.55	101.09	101.97	103.45	104.77	100	100.14	98.25	100.07	100.32	95.84	96.65	97.16	99.11
<i>Κύπρος</i>	100.98	100.71	100.03	103.28	104.32	100	100.19	98.13	99.25	98.48	92.08	91.9	91.98	93.44
<i>Λετονία</i>	85.59	87.99	93.74	103.33	108.64	100	100.83	99.28	98.33	101.21	101.81	103.08	102.83	106.75
<i>Λιθουανία</i>	90.83	90.56	93.26	98.9	105.66	100	100.61	98.54	99.41	102.35	102.68	104.66	104.68	109.04
<i>Λουξεμβούργο</i>	97.4	97.92	98.79	100.74	101.68	100	100.81	99.24	100.78	101.32	98.58	99.28	100.29	101.87
<i>Μάλτα</i>	98.71	99.46	100.75	104.54	105.32	100	99.3	97.34	98.77	99.4	94.63	95.95	97.03	99.15
<i>Ολλανδία</i>	102.21	101.38	101.56	102.15	104.08	100	99.69	97.85	100.47	100.4	96.97	98.17	98.63	100.12
<i>Αυστρία</i>	102.48	101.53	102.09	102.39	103.55	100	100.52	98.7	100.74	102.44	99.98	101.64	102.59	104.84
<i>Πορτογαλία</i>	101.71	102.13	103.18	103.83	103.22	100	100.73	99.11	99.42	98.93	96.04	97.59	98.16	99.09
<i>Σλοβενία</i>	98.26	97.61	98.84	100.39	102.71	100	99.29	98.06	99.38	100.5	98.35	98.82	98.39	100.31
<i>Σλοβακία</i>	78.23	82.18	90.11	97.78	104.47	100	101.11	101.15	102.12	102.35	99.93	100.46	100.24	102.37
<i>Φινλανδία</i>	103.22	101.1	101.28	102.86	106.12	100	100	97.36	100.18	102.66	99.39	100.58	99.93	102.31

Πηγή: Eurostat (2019)

Πίνακας 4.3: Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών ως ποσοστό επί του ΑΕΠ των χωρών της Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2005 – 2018

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Βέλγιο</i>	2.1	1.9	2	-1	-1.1	1.8	-1.1	-0.1	-0.3	-0.9	-1	-0.6	0.7	-1.3
<i>Γερμανία</i>	4.6	5.8	6.8	5.7	5.8	5.7	6.2	7.1	6.5	7.2	8.5	8.4	8	7.3
<i>Εσθονία</i>	-8.7	-15	-15	-8.7	2.5	1.8	1.3	-1.9	0.5	0.8	1.8	2	3.2	1.7
<i>Ιρλανδία</i>	-3.5	-5.4	-6.5	-6.2	-4.7	-1.2	-1.6	-3.4	1.5	1.1	4.4	-4.2	8.5	9.1
<i>Ελλάδα</i>	-8.9	-11.5	-15.2	-15.1	-12.3	-11.4	-10	-3.8	-2	-1.6	-0.8	-1.7	-1.8	-2.9
<i>Ισπανία</i>	-7.5	-9	-9.6	-9.3	-4.3	-3.9	-3.2	-0.2	1.5	1.1	1.2	2.3	1.8	0.9
<i>Γαλλία</i>	0.1	0.3	-0.1	-0.7	-0.6	-0.6	-0.9	-1	-0.5	-1	-0.4	-0.8	-0.6	-0.3
<i>Ιταλία</i>	-0.9	-1.5	-1.4	-2.8	-1.9	-3.4	-3	-0.3	1	1.9	1.3	2.5	2.8	2.5
<i>Κύπρος</i>	-6	-8.2	-11.8	-15.5	-7.7	-11.3	-4.1	-6	-4.9	-4.3	-1.5	-5.1	-8.4	-7
<i>Λετονία</i>	-11.7	-20.7	-20.7	-12.3	7.8	2.1	-3.2	-3.6	-2.7	-1.7	-0.5	1.6	0.7	-1
<i>Λιθουανία</i>	-7.3	-10.9	-15.5	-13.6	1.4	-1.3	-4.6	-1.4	0.8	3.2	-2.3	-0.8	0.9	1.6
<i>Λουξεμβούργο</i>	11	9.9	9.7	7.6	7.2	6.7	6	5.6	5.4	5.2	5.1	5.1	4.9	4.8
<i>Μάλτα</i>	-6.5	-6.6	-1.9	-2.4	-8.5	-6.3	-2	-0.4	0.1	5.8	2.8	3.8	10.4	11.2
<i>Ολλανδία</i>	7.1	9.1	6.9	5	5.4	7	8.6	10.2	9.8	8.5	6.3	8.1	10.5	10.8
<i>Αυστρία</i>	2.3	3.3	3.8	4.5	2.6	2.9	1.6	1.5	1.9	2.5	1.7	2.5	2	2.3
<i>Πορτογαλία</i>	-9.9	-10.7	-9.7	-12.1	-10.4	-10.1	-6	-1.8	1.6	0.1	0.1	0.6	0.5	-0.6
<i>Σλοβενία</i>	-1.8	-1.8	-4.1	-5.3	-0.6	-0.1	0.2	2.1	4.4	5.8	4.5	5.5	7.2	7
<i>Σλοβακία</i>	-10.6	-9.5	-5.9	-6.5	-3.4	-4.7	-5	0.9	1.9	1.1	-1.7	-2.2	-2	-2.5
<i>Φινλανδία</i>	3	3.7	3.7	2.1	1.6	1.1	-1.7	-2.3	-2.2	-1.8	-0.7	-0.7	-0.7	-1.9

Πηγή: Eurostat (2019)

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρέχει πληροφορίες σχετικά με τις συναλλαγές μιας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμο. Καλύπτει όλες τις συναλλαγές (εκτός από εκείνες των χρηματοοικονομικών στοιχείων) στα αγαθά, στις υπηρεσίες, τα πρωτογενή εισοδήματα και τα δευτερογενή εισοδήματα που πραγματοποιούνται μεταξύ οικονομικών μονάδων του εσωτερικού με το εξωτερικό.

Η ανάλυση του ελληνικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών φανερώνει ένα διαχρονικά ελλειμματικό ισοζύγιο με το εξωτερικό, το οποίο αποτελεί στην ουσία ένα δομικό πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας τις τελευταίες δεκαετίες, δηλαδή υπερβολικό επίπεδο εισαγωγών, που χρηματοδοτήθηκε με εξωτερικό δανεισμό. Ειδικά στην περίοδο 2005 – 2010, πριν την οριστικοποίηση της κρίσης χρέους, το ελλειμματικό ΙΤΣ διατηρήθηκε σε υπερβολικά υψηλά νούμερα, μεγεθύνοντας ακόμα περισσότερο το χρέος. Στα πρόσφατα χρόνια της ελληνικής κρίσης χρέους και μέχρι τα πιο πρόσφατα στατιστικά στοιχεία, υφίσταται μια έντονη βελτίωση του ΙΤΣ, συγκριτικά με την προηγούμενη κατάσταση, χωρίς όμως το ΙΤΣ να γίνεται πλεονασματικό.

Σε αντιδιαστολή, η Γερμανική οικονομία δεσπόζει στο εξωτερικό εμπόριο των χωρών της Ευρωζώνης, διαθέτοντας ένα διαχρονικά πλεονασματικό ΙΤΣ, ιδιαίτερα υψηλού επιπέδου. Συγχρόνως, η Αυστρία, η Ολλανδία, και το χρηματοοικονομικό κέντρο του Λουξεμβούργου, αποτελούν τις άλλες τρεις οικονομίες της Ευρωζώνης που διαθέτουν ένα μόνιμα πλεονασματικό ΙΤΣ τα τελευταία έτη. Θετική έκπληξη αποτελεί πάλι η Ιρλανδία, που τα τελευταία δύο έτη εμφανίζει ένα έντονα πλεονασματικό Ισοζύγιο, ενώ αξιοσημείωτη είναι και η πορεία της Σλοβενίας από το 2012 και μετά.

Επομένως, στην ανάλυση του εξωτερικού εμπορίου, διαπιστώνεται μια έντονη ανομοιογένεια στο σύνολο της Ευρωζώνης, γεγονός που αναδεικνύει την ανισορροπία μιας ατελούς νομισματικής ένωσης, όπου η ύπαρξης μιας κοινής νομισματικής πολιτικής δεν ταιριάζει στις ιδιαίτερες ανάγκες όλων των κρατών, ειδικότερα όσων βρίσκονται σε διαφορετική τροχιά ανάπτυξης.

Συμπερασματικά, αν εξαιρεθεί φυσικά η Ελλάδα που αποτελεί ειδική περίπτωση λόγω της κρίσης χρέους που αντιμετώπισε, οι υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης κινούνται σε γενικές

γραμμές προς την ίδια κατεύθυνση του οικονομικού κύκλου, αλλά με διαφορετική δυναμική. Ενώ, στο επίπεδο της ανταγωνιστικότητας εμφανίζεται μια σχετική στασιμότητα γενικώς τα τελευταία έτη, με κάποιες διαφοροποιήσεις. Όμως, στην ανάλυση του εμπορικού ισοζυγίου, παρουσιάζεται μια έντονη διαφοροποίηση μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης, με την Γερμανία και τις γειτονικές, Ολλανδία, Αυστρία, και Λουξεμβούργο να είναι διαχρονικά πλεονασματικές, ενώ οι υπόλοιπες χώρες παρουσιάζουν αυξομειώσεις ανά διαστήματα.

Για την καλύτερη ερμηνεία της αρνητικής εμπειρίας της Ελλάδας εντός της Ευρωζώνης προχωράμε σε ανάλυση μερικών κομβικών σημείων λειτουργίας μιας νομισματικής ένωσης, με βάση την θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών.

4.2 Κινητικότητα Εργασίας και Ευελιξία Μισθών

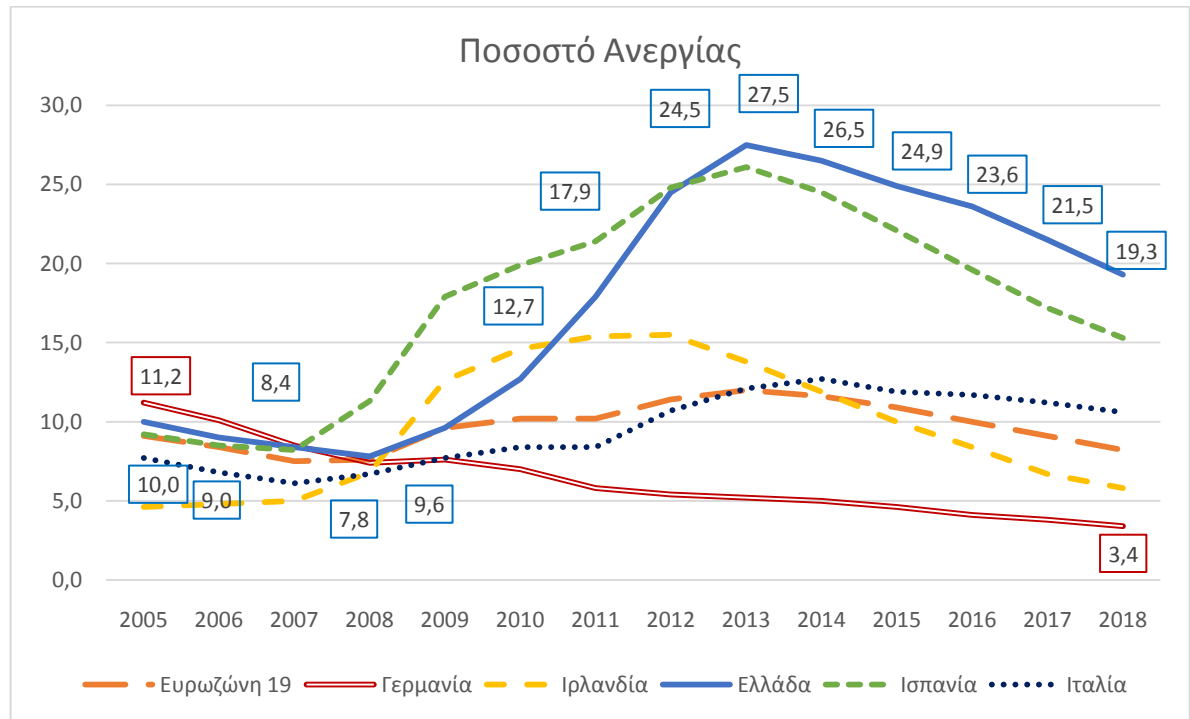
4.2.1 Ποσοστά Ανεργίας

Η πρώτη βασική προϋπόθεση για την αντιμετώπιση διαταραχών εντός μιας νομισματικής περιοχής είναι, κατά τον Mundell (1961), η κινητικότητα της εργασίας εφόσον υπάρχουν δυσκαμψίες στο επίπεδο τιμών και μισθών. Σε μια ενοποιημένη αγορά οι εργαζόμενοι θα απομακρυνθούν από μια περιοχή που αντιμετωπίζει υψηλή ανεργία και έτσι η διασπορά των ποσοστών ανεργίας θα μειωθεί. Στην πράξη όμως, η γεωγραφική μορφολογία της Ευρωζώνης και γλωσσικά και πολιτισμικά εμπόδια δεν επιτρέπουν την εύκολη μετατόπιση των εργαζομένων, με αποτέλεσμα οι διαταραχές ειδικότερα στην αγορά εργασίας να διογκώνονται στην χώρα εμφάνισης, εντός της Ευρωζώνης.

Για την αξιολόγηση της ελληνικής εμπειρίας στην αγορά εργασίας εντός της Ευρωζώνης, παρουσιάζουμε στο Διάγραμμα 4.1 το ποσοστό ανεργίας της ελληνικής οικονομίας, συγκριτικά με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης των 19, την Γερμανία, και ένα δείγμα χωρών της περιφέρειας που αντιμετώπισαν διαταραχές στις οικονομίες τους σε συνέχεια της παγκόσμιας ύφεσης του 2008, δηλαδή την Ιρλανδία, την Ισπανία, και την Ιταλία. Η διαγραμματική παρουσίαση αφορά την περίοδο 2005 -2018 και τα δεδομένα προέρχονται από την βάση δεδομένων της Eurostat.

Αρχικώς, διαπιστώνουμε πως στα έτη πριν την εμφάνιση της παγκόσμιας κρίσης του 2008, το δείγμα των χωρών του Διαγράμματος 4.1 εμφανίζει μια σχετική ομοιογένεια στα ποσοστά ανεργίας, με την Γερμανία να έχει το υψηλότερο ποσοστό ανεργίας στην περίοδο 2005-2007.

Διάγραμμα 4.1 Ποσοστό Ανεργίας επί του Ενεργού Πληθυσμού, σε επιλογή χωρών Ευρωζώνης για την περίοδο 2005-2018



Πηγή: Eurostat (2019)

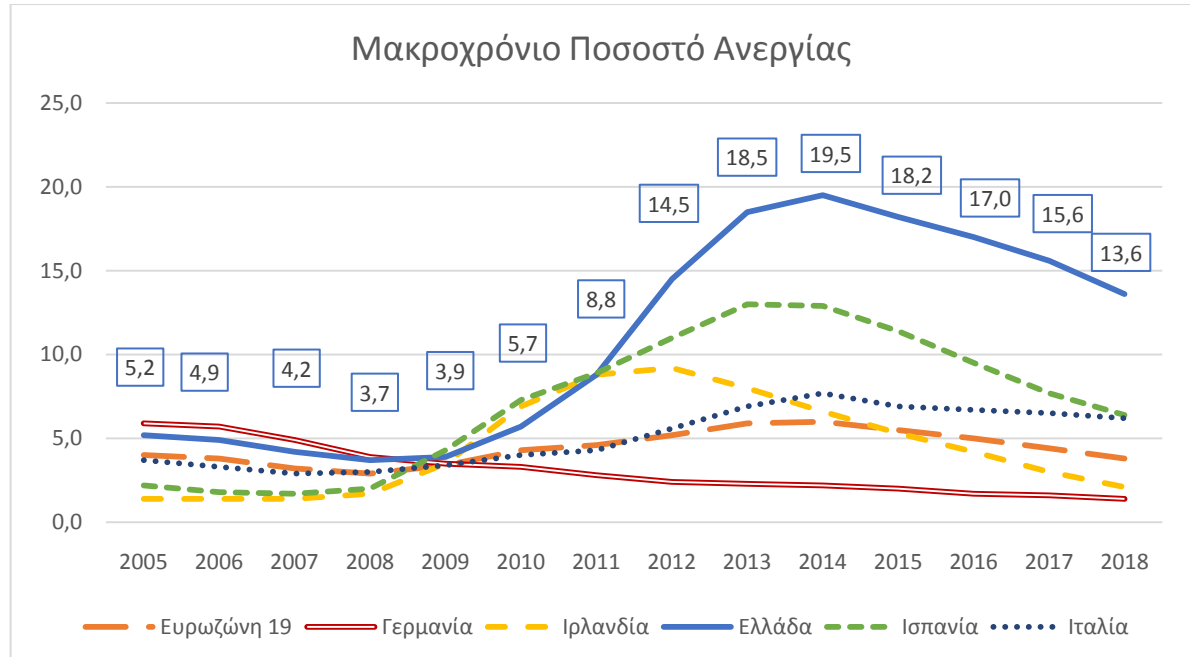
Η πορεία του ελληνικού ποσοστού ανεργίας ήταν δραματική στα χρόνια της κρίσης χρέους με το ποσοστό να εκτοξεύεται από το 7,8% το 2008 στο 27,5% το 2013, ενώ έχει παραμείνει σε υψηλότερα ποσοστά μέχρι και σήμερα, με το ποσοστό ανεργίας να βρίσκεται στο 19,3% το 2018. Παρόμοια αρνητική εμπειρία παρουσίασε η Ισπανία με την διαταραχή που αντιμετώπισε στην αγορά ακινήτων σε συνδυασμό με την παγκόσμια κρίση να εκτοξεύει τα ποσοστά ανεργίας. Η περίπτωση της Ιρλανδίας έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, αφού μπόρεσε και αντιμετώπισε την διαταραχή στην αγορά ακινήτων με αποδοτικότερο τρόπο συγκριτικά με την Ισπανία, μιας και τα ποσοστά ανεργία από το 2012 παρουσιάζουν συνεχή μείωση, με το ποσοστό ανεργίας το 2018 να βρίσκεται μόλις στο 5,8%.

Ιδιαίτερη εντύπωση προκαλεί η διαμετρικά αντίθετη πορεία της Γερμανίας, όπου το ποσοστό ανεργίας από το 2005 μέχρι και σήμερα παρουσιάζει μια συνεχή μείωση, ξεκινώντας από το 11,2% το 2005 και φτάνοντας μόλις στο 3,4% το 2018.

Επομένως, η πρώτη ανάλυση των ποσοστών ανεργίας δείχνει ξεκάθαρα μια τάση διόγκωσης των προβλημάτων στην αγορά εργασίας των χωρών της Ευρωζώνης, ειδικότερα όταν οι εθνικές οικονομίες αντιμετωπίζουν σε τοπικό επίπεδο σημαντικές διαταραχές. Η κινητικότητα της εργασίας πιθανότατα να λειτουργούσε ευεργετικά στην αντιμετώπιση των συγκεκριμένων προβλημάτων, αλλά με βάση τα πραγματικά δεδομένα δεν εμφανίζεται σε σημαντικό βαθμό.

Για την αξιολόγηση της ενδοκλαδικής κινητικότητας της εργασίας παρουσιάζουμε το μακροχρόνιο ποσοστό ανεργίας στο Διάγραμμα 4.2, όπου ένα υψηλό ποσοστό μπορεί να αποτελέσει ένδειξη δυσκολίας των εργαζομένων να βρουν δουλειά σε διαφορετικό τομέα.

Διάγραμμα 4.2 Ποσοστό Μακροχρόνιας Ανεργίας επί του Ενεργού Πληθυσμού, σε επιλογή χωρών Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2005-2018



Πηγή: Eurostat (2019)

Πιο συγκεκριμένα, το μακροχρόνιο ποσοστό ανεργίας μετράει το ποσοστό του ενεργού πληθυσμού που βρίσκεται εκτός της αγοράς εργασίας για διάστημα μεγαλύτερο των 12 μηνών. Στο Διάγραμμα 4.2 χρησιμοποιούμε το ίδιο δείγμα χωρών με την ανάλυση του ποσοστού ανεργίας που έγινε προηγουμένως στο Διάγραμμα 4.1 και για το ίδιο χρονικό διάστημα 2005 - 2018.

Η εικόνα της ελληνικής μακροχρόνιας ανεργίας, όπως καταγράφεται διαχρονικά στο Διάγραμμα 4.2, τονίζει την διάσταση της διαταραχής που αντιμετώπισε τα τελευταία χρόνια η ελληνική οικονομία, με την μακροχρόνια ανεργία να εκτοξεύεται από το 3,8% το 2008 στο 19,5% το 2014. Συγκριτικά, τα ποσοστά μακροχρόνιας ανεργίας της Ισπανίας είναι πολύ χαμηλότερα, παρόλο που στην συνολική ανεργία δεν διέφερε σημαντικά από την Ελλάδα.

Η θεαματική βελτίωση της αγοράς εργασίας στην Γερμανία επιβεβαιώνεται και στο μακροχρόνιο ποσοστό ανεργίας, με το ποσοστό να μειώνεται συνεχώς από το 2005 μέχρι σήμερα, ενώ το ποσοστό το 2018 βρέθηκε μόλις στο 1,4%, δηλαδή 10 τάξεις μεγέθους μικρότερο από το 13,6% της Ελλάδας για το 2018.

4.2.2 Ανταγωνιστικότητα Εργασίας

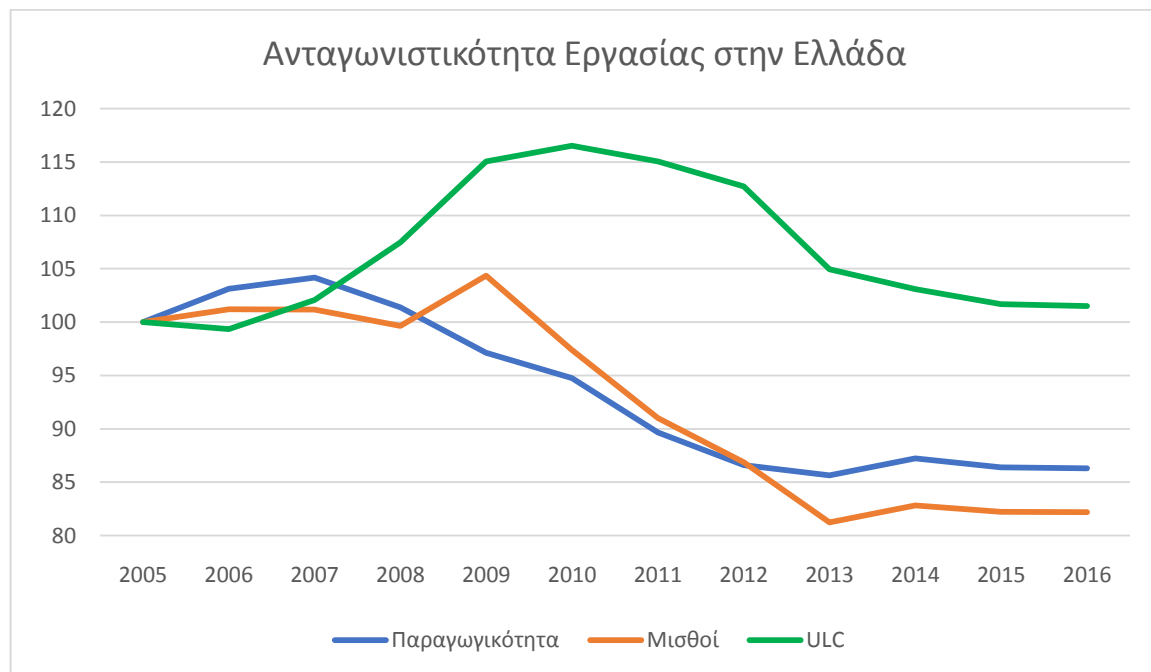
Η διαμετρικά αντίθετη πορεία των οικονομιών της Ελλάδας και της Γερμανίας στην αγορά εργασίας ως προς τα ποσοστά ανεργίας μας οδηγεί στο να αναλύσουμε πιο λεπτομερειακά την ανταγωνιστικότητα της εργασίας στις δύο χώρες, για να διαπιστώσουμε αν η έντονη διαφοροποίηση μπορεί να εξηγηθεί από την διάσταση της ανταγωνιστικότητας.

Στα Διαγράμματα 4.3 και 4.4 παρουσιάζουμε την διαχρονική εξέλιξη των ονομαστικών μισθών, της παραγωγικότητας της εργασίας πολλών παραγόντων MFP, και του μοναδιαίου κόστους εργασίας ULC, στην Ελλάδα και την Γερμανία αντίστοιχα. Η παρουσίαση γίνεται με χρήση δεικτών για το χρονικό διάστημα 2005 – 2018, αντλώντας δεδομένα από την βάση δεδομένων του OECD, ενώ προσαρμόσαμε ως βάση 100 το 2005 για την καλύτερη ανάλυση της διαχρονικής εξέλιξης.

Η παραγωγικότητα της εργασίας πολλών παραγόντων MFP αντικατοπτρίζει τη συνολική αποδοτικότητα με την οποία χρησιμοποιούνται από κοινού οι παραγωγικοί συντελεστές εργασίας και κεφαλαίου στη παραγωγική διαδικασία. Επομένως, εάν οι εισροές εργασίας και κεφαλαίου παραμείνουν αμετάβλητες μεταξύ δύο περιόδων, τυχόν μεταβολές στην παραγωγή θα αντανακλούν αλλαγές στην παραγωγικότητα MFP.

Το μοναδιαίο κόστος εργασίας ULC είναι ένα ευρύτερο μέτρο της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των τιμών. Ορίζεται ως το μέσο κόστος εργασίας ανά μονάδα παραγωγής. Μια κοινή χρήση του ULC είναι η σύγκριση της ανταγωνιστικότητας κόστους μεταξύ των χωρών, όπου ένα χαμηλότερο επίπεδο ULC καθιστά μια χώρα ανταγωνιστικότερη. Με άλλα λόγια, εάν το ULC μιας χώρας αυξηθεί ταχύτερα από εκείνο των ξένων ανταγωνιστών της, αυτό θα μειώσει την ανταγωνιστικότητα της χώρας, επηρεάζοντας αρνητικά την οικονομική ανάπτυξη.

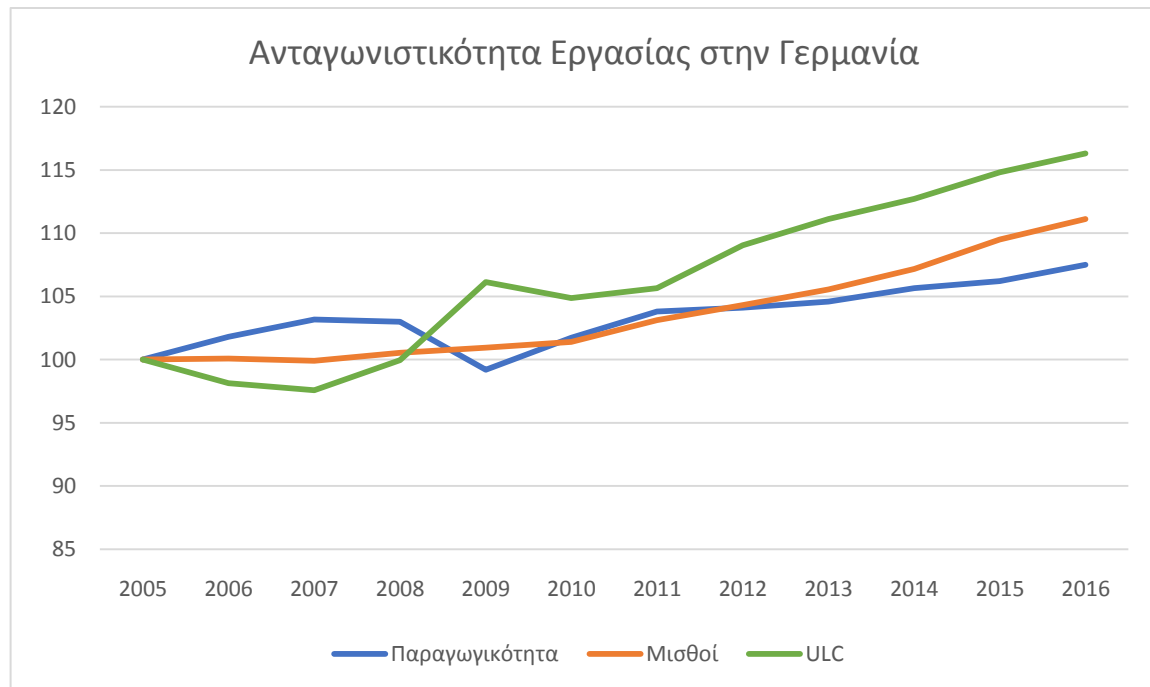
Διάγραμμα 4.3 Ανταγωνιστικότητα Εργασίας στην Ελλάδα με παρουσίαση Δεικτών: Παραγωγικότητας MFP, Ονομαστικών Μισθών, Μοναδιαίου Κόστους Εργασίας ULC, με βάση 100 το 2005, για την περίοδο 2005 με 2016.



Πηγή: OECD (2019)

Η πρώτη διαπίστωση, της διαχρονικής ανάλυσης της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής αγοράς εργασίας, είναι η κατακόρυφη πτώση των ονομαστικών μισθών από το 2009 μέχρι το 2013 και η στασιμότητα στο ίδιο χαμηλό επίπεδο στα επόμενα έτη μέχρι το 2016. Όμως, η πτώση μισθών συνδυάστηκε συγχρόνως και με κατακόρυφη πτώση της παραγωγικότητας της εργασίας, η οποία έχει μονιμοποιηθεί σε χαμηλά επίπεδα από το 2012 και μετά. Η ανάλυση του μοναδιαίου κόστους, έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, με το ULC να αυξάνεται ραγδαία στο διάστημα 2006 με 2009, δηλαδή στα τρία τελευταία χρόνια πριν την οριστικοποίηση της κρίσης χρέους το 2010, ενώ έχει ακολουθήσει πτωτική πορεία από το 2012 και μετά. Η γενικότερη εικόνα της ελληνικής αγοράς εργασίας από την ανάλυση των τριών παραγόντων, είναι πως έχουν μειωθεί εντόνως η παραγωγικότητα και οι ονομαστικοί μισθοί κατά σχεδόν παρόμοιο ρυθμό τα τελευταία έτη, χωρίς να ξεκαθαρίζεται η αιτιότητα μεταξύ των δυο παραγόντων, όμως παρόλη την δραματική μείωση του κόστους εργασίας το μοναδιαίο κόστος εργασίας ULC δεν έχει ακολουθήσει την ίδια ακριβώς δυναμική μείωσης που θα ερμηνευόταν ως ένδειξη αύξησης ανταγωνιστικότητας. Επομένως, η υπερβολική μείωση των μισθών δεν έχει συνδυαστεί με μια αναλογικού μεγέθους αύξηση της ανταγωνιστικότητας της εργασίας.

Διάγραμμα 4.4 Ανταγωνιστικότητα Εργασίας στην Γερμανία με παρουσίαση Δεικτών: Παραγωγικότητας MFP, Ονομαστικών Μισθών, Μοναδιαίο Κόστος Εργασίας ULC, με βάση 100 το 2005, για την περίοδο 2005 με 2016.



Πηγή: OECD (2019)

Σε αντίθεση με την ελληνική περίπτωση, η ανάλυση της Γερμανικής αγοράς εργασίας, όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 4.4, δείχνει μια αγορά σε αρμονική ισορροπία κόστους και παραγωγικότητας, με συγχρονισμένη ανοδική τάση της παραγωγικότητας και των μισθών από το 2009 και μετά, ενώ η αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας ULC, είναι σε αποδεκτή απόκλιση, με βάση την τάση αύξησης των ονομαστικών μισθών.

Η σύγκριση της Ελλάδας με την Γερμανία όσον αφορά την ευελιξία και την ανταγωνιστικότητα της αγοράς εργασίας μπορεί να κριθεί ως ακατάλληλη, λόγω των εκ διαμέτρου αντίθετων οικονομικών συνθηκών που επικρατούν στις δύο χώρες, όμως αυτό αποτελεί και το πρόβλημα μιας ατελούς νομισματικής ένωσης, δηλαδή η συνύπαρξη αντιμαχόμενων οικονομικών προτεραιοτήτων που χρίζουν διαφορετικής οικονομικής πολιτικής εντός της ένωσης.

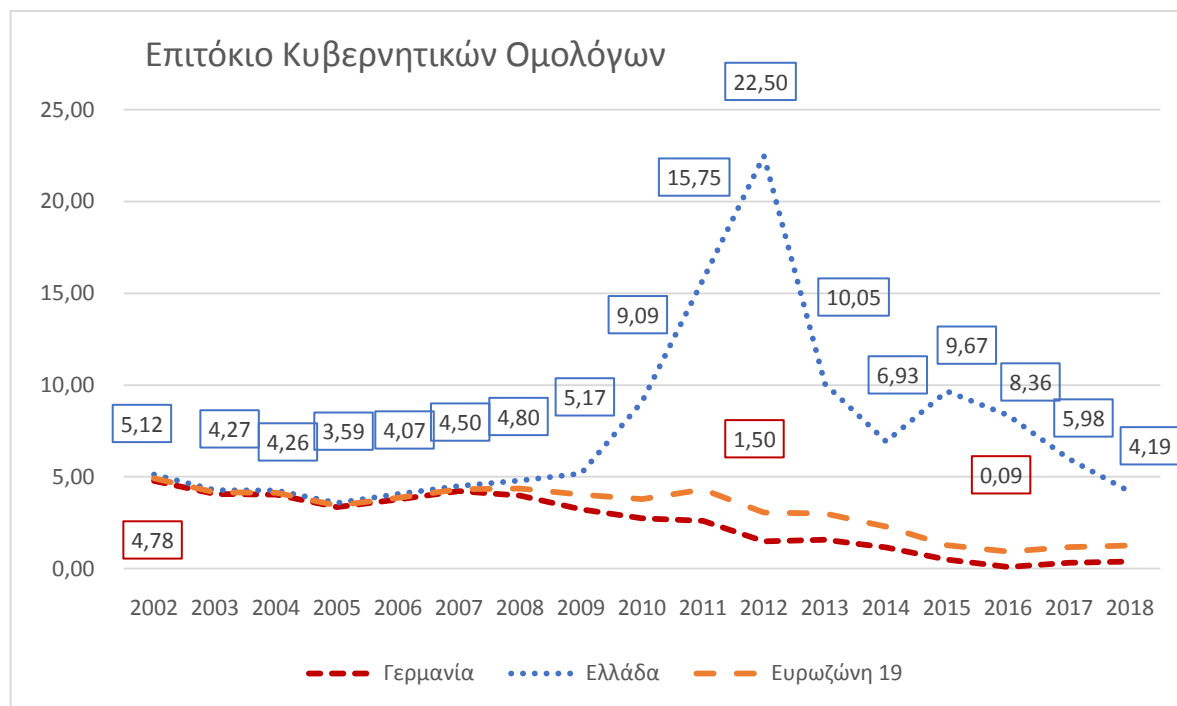
4.3 Ολοκλήρωση Κεφαλαιαγορών και Χρηματαγορών

Σύμφωνα με τον Ingram (1962), ένα από τα βασικότερα στοιχεία για την αντιμετώπιση των ασύμμετρων διαταραχών είναι η ενσωμάτωση των αγορών κεφαλαίου και χρήματος. Κατά τους Danthine et al. (2001), η σύγκλιση των επιτοκίων κυβερνητικού δανεισμού των χωρών μιας νομισματικής περιοχής, αποτελεί δείγμα αυξημένης ενσωμάτωσης των αγορών κεφαλαίου, άρα θα χρησιμοποιήσουμε το επιτόκιο κυβερνητικού δανεισμού για την αξιολόγηση του επιπέδου ολοκλήρωσης των κεφαλαιαγορών στην Ευρωζώνη.

Στο Διάγραμμα 4.5 παρουσιάζεται το επιτόκιο μακροπρόθεσμου δανεισμού του δημοσίου για την Ελλάδα, την Γερμανία, και ο μέσος όρος της Ευρωζώνης των 19, για το διάστημα 2002 με 2018, αντλώντας στατιστικά στοιχεία από την βάση δεδομένων της Eurostat.

Στην αρχική περίοδο λειτουργίας της Ευρωζώνης από το 2002 μέχρι και το 2007, δηλαδή μέχρι τα αρχικά στάδια εμφάνισης της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης του 2008 παρατηρείται μια ταύτιση των επιτοκίων κυβερνητικού δανεισμού στην Ελλάδα, την Γερμανία και στο μέσο όρο της Ευρωζώνης, δηλαδή υψηλός βαθμός ενοποίησης των αγορών κεφαλαίου και χρήματος. Όμως η παγκοσμιοποίηση της πιστωτικής κρίσης το 2008 προκάλεσε αύξηση του διαφορικού επιτόκιου δανεισμού της Ελλάδας συγκριτικά με την Γερμανία, το λεγόμενο spread κινδύνου, με το επιτόκιο δανεισμού της Ελλάδας να βρίσκεται στο 4,80% και της Γερμανίας στο 4,36%. Ενώ η ελληνική κρίση χρέους με την αποχώρηση της Ελλάδας από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου εκτίναξε το επιτόκιο δανεισμού στο 22,50% το 2012, όταν το αντίστοιχο επιτόκιο δανεισμού της Γερμανίας ήταν 1,50%.

Διάγραμμα 4.5 Επιτόκιο Μακροπρόθεσμου Κυβερνητικού Δανεισμού, σε Ελλάδα, Γερμανία, και Ευρωζώνη των 19, για την περίοδο 2002-2018



Πηγή: Eurostat 2019)

Στα επόμενα έτη του 2012 εφόσον πραγματοποιήθηκε μια αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους υπήρξε πτώση του επιτοκίου δανεισμού της Ελλάδας σε λογικότερα επίπεδα, που όμως παρέμεναν απαγορευτικά για την άντληση κεφαλαίων, χαρακτηριστικά το 2016 το επιτόκιο δανεισμού της Ελλάδας ήταν 8,36%, ενώ της Γερμανίας μόλις 0,09%, δηλαδή το κόστος δανεισμού της Ελλάδας ήταν σχεδόν 93 φορές μεγαλύτερο της Γερμανίας. Βέβαια, πρέπει να αναφερθεί πως η εμφάνιση σχεδόν μηδενικών επιτοκίων κρατικού δανεισμού στην Γερμανία το 2016, οφείλεται στην πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης εφάρμοσε το 2015 η ΕΚΤ.

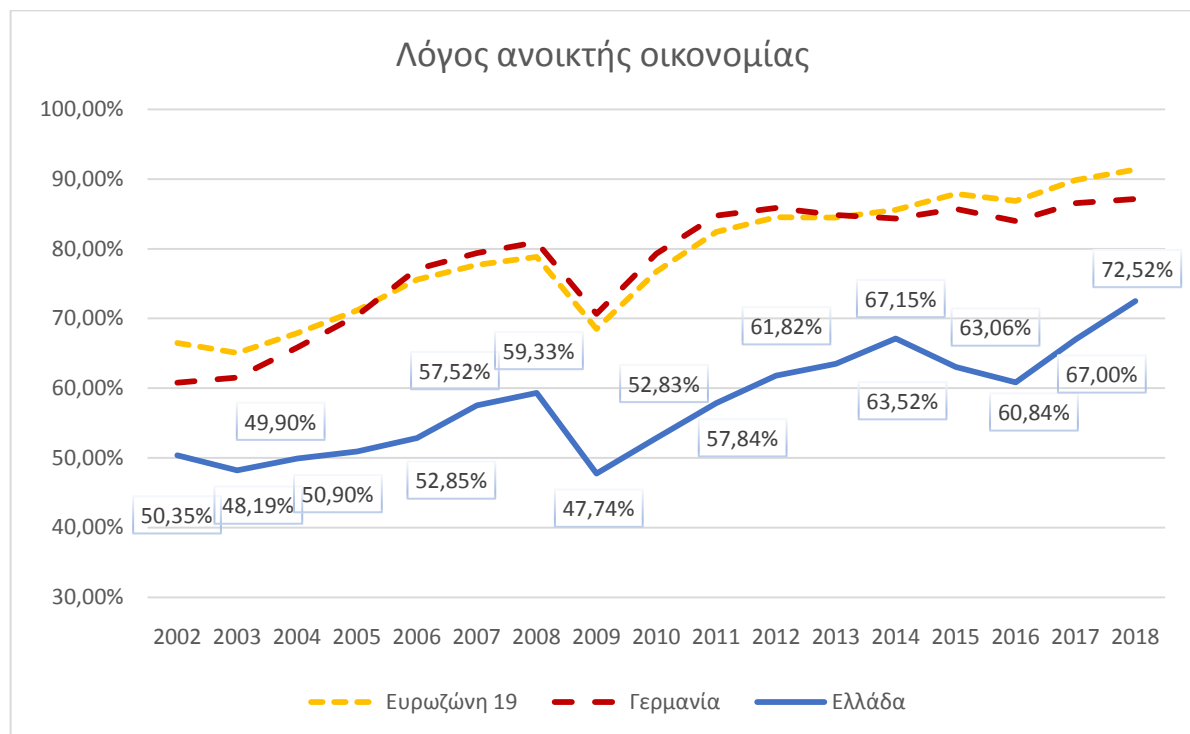
Η διαχρονική ανάλυση της ολοκλήρωσης των αγορών κεφαλαίου και χρήματος για την Ελλάδα και την Γερμανία στην εποχή της κρίσης χρέους της Ελλάδας, δείχνει το χάσμα που αντιμετωπίζει μια χώρα που συμμετέχει σε ατελή νομισματική ένωση, εφόσον χάσει την φερεγγυότητα του αξιογράφου της, δηλαδή εφόσον ουσιαστικά χρεοκοπήσει και

χρειαστεί την υποστήριξη των υπόλοιπων χωρών της ένωσης για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών της χώρας.

4.4 Ανοικτή Οικονομία

Σύμφωνα με τον McKinnon (1963), όσο πιο ανοικτή είναι μια οικονομία τόσο μεγαλύτερά είναι και τα πλεονεκτήματα από την συμμετοχή της σε μια νομισματική περιοχή. Για την μέτρηση του βαθμού ανοίγματος της οικονομίας θα χρησιμοποιήσουμε ένα λόγο του αθροίσματος των εξαγωγών και εισαγωγών προς το ΑΕΠ σύμφωνα με την έρευνα των Βαγουμι και Eichengreen (1997), όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 4.6.

Διάγραμμα 4.6 Λόγος ανοίγματος οικονομίας ως άθροισμα Εξαγωγών και Εισαγωγών προς ΑΕΠ, σε Ελλάδα, Γερμανία, και Ευρωζώνη των 19, για την περίοδο 2002-2018



Πηγή: OECD (2019)

Πιο συγκεκριμένα στο Διάγραμμα 4.6, παρουσιάζεται ο λόγος του αθροίσματος εξαγωγών και εισαγωγών προς το ΑΕΠ, στην Ελλάδα, στην Γερμανία, και ο μέσος όρος της Ευρωζώνης των 19, στην περίοδο 2002 μέχρι 2018, ενώ τα στοιχεία προέρχονται από την βάση δεδομένων του OECD.

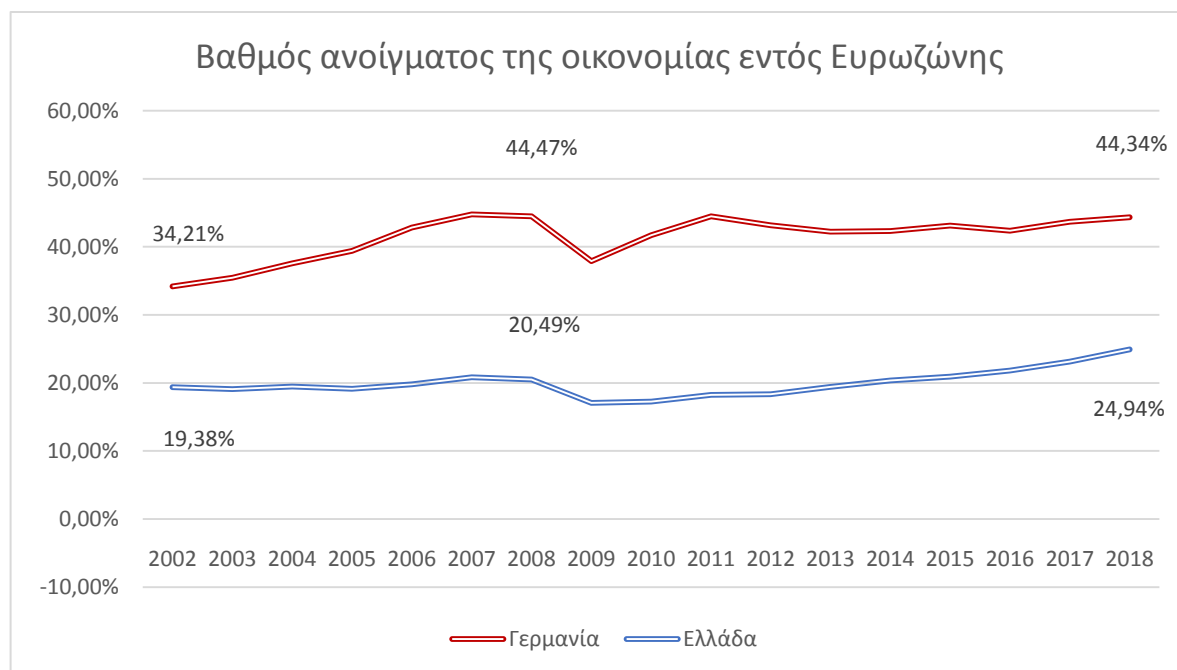
Η ερμηνεία του Διαγράμματος 4.6 δείχνει πως η Ελλάδα έχει μικρότερο βαθμό ανοίγματος με το εξωτερικό συγκριτικά με την Γερμανία και την Ευρωζώνη των 19, όμως αξίζει να σημειωθεί πως η Ελλάδα και η Γερμανία, καθώς και το σύνολο της Ευρωζώνης των 19 έχουν παρουσιάζουν ξεκάθαρη αυξητική τάση από το 2002 μέχρι και το 2018. Μοναδικό διάστημα προσωρινής μείωσης του λόγου ήταν το 2009 με 2010, που μπορεί να αιτιολογηθεί από την παγκόσμια πιστωτική κρίση της περιόδου. Αξίζει να σημειωθεί πως στο πιο πρόσφατο έτος, το 2018 το ποσοστό της Ελλάδας βρίσκεται στο 72,52% σημειώνοντας αισθητή άνοδο από το περίπου 50% που επικρατούσε στην Ελληνική οικονομία κατά την έναρξη της νομισματικής ένωσης, ενώ διαχρονικά διαμορφώνεται ένα εύρος περίπου 20% με το σύνολο της Ευρωζώνης.

Στο Διάγραμμα 4.7 παρουσιάζεται ο λόγος του αθροίσματος εξαγωγών και εισαγωγών εντός της Ευρωζώνης προς το ΑΕΠ, στην Ελλάδα, στην Γερμανία, στην περίοδο 2002 μέχρι 2018, ενώ τα στοιχεία προέρχονται από την βάση δεδομένων του OECD.

Άρα, σε επίπεδο Ευρωζώνης διαπιστώνεται πως η Γερμανία έχει σχεδόν διπλάσια εμπορικότητα με τους λοιπούς εταίρους συγκριτικά με την Ελλάδα, με το λόγο της Γερμανίας να κυμαίνεται περίπου στο 40% και της Ελλάδας αντίστοιχα περίπου στο 20%. Πιο συγκεκριμένα η Ελλάδα το 2002 με την έναρξη της νομισματικής ένωσης είχε λόγο ανοίγματος 19,38%, ενώ πλέον ο λόγος το 2018 είναι στο 24,94%, εμφανίζοντας μια αύξηση περίπου 5% τα τελευταία 4 χρόνια.

Άρα, σε γενικές γραμμές διαπιστώνεται πως η Ελλάδα δεν έχει τον αντίστοιχο βαθμό ανοίγματος της οικονομίας που συναντάται στον μέσο όρο της Ευρωζώνης γενικότερα και στην περίπτωση της Γερμανίας ειδικότερα. Όμως, είναι θετικό πως ο λόγος διαχρονικά παρουσιάζει αυξητική τάση κυρίως στο εμπόριο με το εξωτερικό γενικότερα.

Διάγραμμα 4.7 Επίπεδο ανοικτής οικονομίας ως προς το άθροισμα Εξαγωγών και Εισαγωγών προς ΑΕΠ εντός Ευρωζώνης, σε Ελλάδα και Γερμανία, για την περίοδο 2002-2018



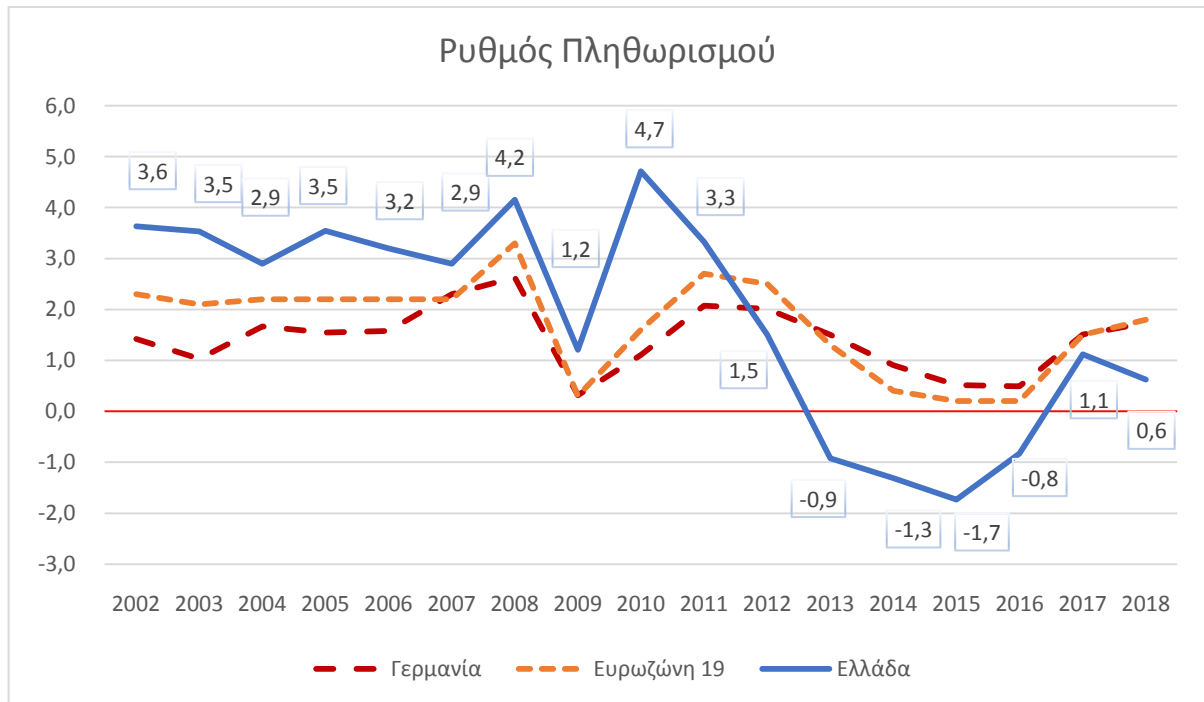
Πηγή: OECD (2019)

4.5 Επίπεδο Τιμών

Σύμφωνα με τον Fleming (1971), η ύπαρξη παρόμοιων ρυθμών πληθωρισμού είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτελεσματική λειτουργία μιας Νομισματικής Ένωσης. Στο Διάγραμμα 4.8 παρουσιάζουμε τον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού στην Ελλάδα, στην Γερμανία, και στο σύνολο της Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2002 με 2018, αντλώντας τα στατιστικά δεδομένα από την βάση δεδομένων του OECD.

Αυτό που ξεχωρίζει στην ανάλυση του Διαγράμματος 4.8 είναι η καθοδική πτώση του πληθωρισμού στην Ελληνική οικονομία από το 4,7% του 2010 σε αρνητικά επίπεδα αποπληθωρισμού -0,9% το 2013, ενώ ο αποπληθωρισμός παρέμεινε στην Ελληνική οικονομία μέχρι το 2016, φτάνοντας μέχρι και το -1,7% το 2015.

Διάγραμμα 4.8 Ρυθμός Πληθωρισμού σε Ελλάδα, Γερμανία, και Ευρωζώνη των 19, για την περίοδο 2002-2018



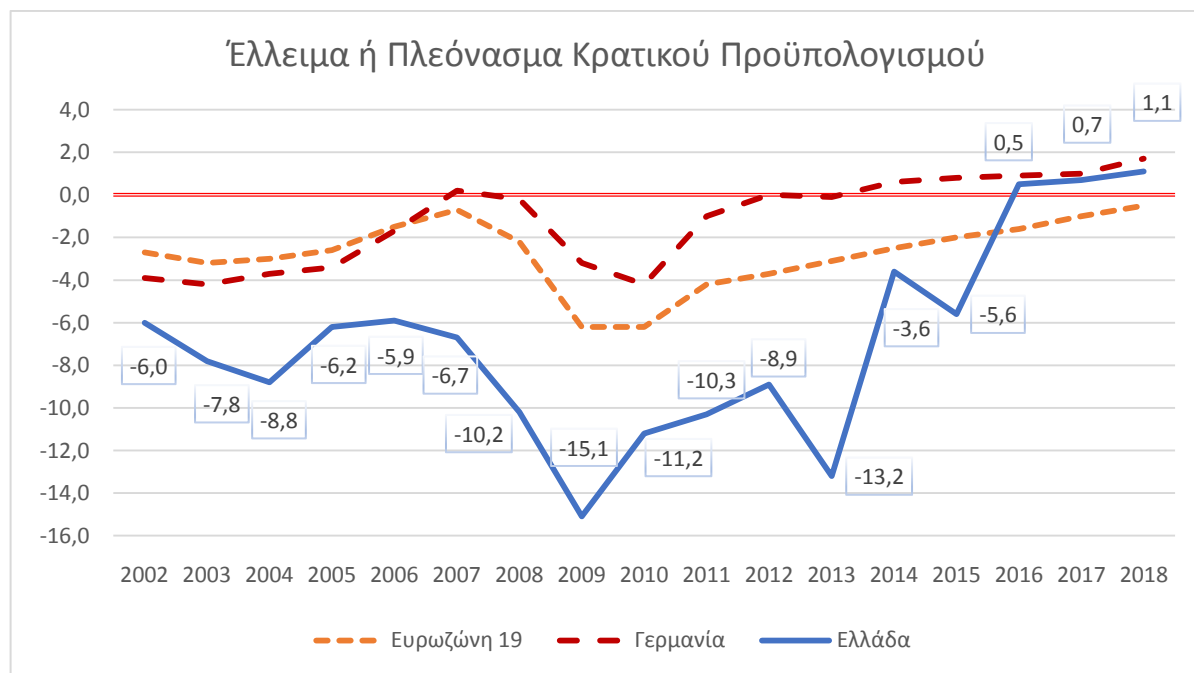
Πηγή: OECD (2019)

4.6 Δημοσιονομική Σύγκλιση

Κατά τους Eichengreen και Wyplosz (1998), η μόνη λειτουργία δημοσιονομικής σύγκλισης εντός της ατελούς νομισματικής ένωσης του ευρώ είναι η δημοσιονομική πειθαρχία, όπως καθορίστηκε από τα κριτήρια ένταξης στο ευρώ από την Συνθήκη του Maastricht. Στην ανάλυση μας θα χρησιμοποιήσουμε το έλλειμα του κρατικού προϋπολογισμού που δεν πρέπει να ξεπερνάει το 3% και το μέγεθος του δημόσιου χρέους που ως λόγος προς ΑΕΠ δεν πρέπει να ξεπερνάει το 60%.

Στο Διάγραμμα 4.9 παρουσιάζουμε το Έλλειμα Κρατικού Προϋπολογισμού στην Ελλάδα, στην Γερμανία, και ο μέσος όρος της Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2002 – 2018, χρησιμοποιώντας στατιστικά δεδομένα από την Eurostat.

Διάγραμμα 4.9 Έλλειμα ή Πλεόνασμα Κρατικού Προϋπολογισμού σε Ελλάδα, Γερμανία, και Ευρωζώνη των 19, για την περίοδο 2002-2018



Πηγή: Eurostat 2019

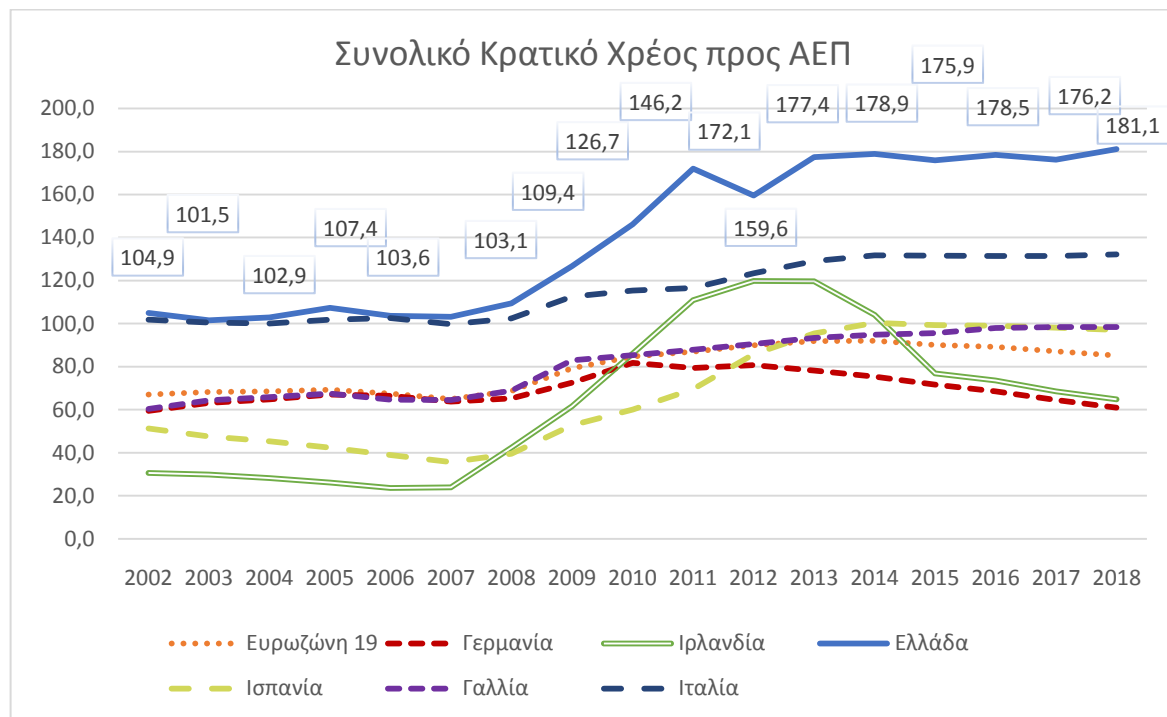
Η ανάλυση του ελληνικού ελλείματος προϋπολογισμού στα αρχικά χρόνια λειτουργίας του ευρώ μέχρι και την παγκόσμια πιστωτική κρίση του 2008, δείχνει πως οι ελληνικές δημοσιονομικές αρχές αγνόησαν επιδεικτικά τα κριτήρια δημοσιονομικής πειθαρχίας του Maastricht και στην έναρξη της ελληνικής κρίσης χρέους αποκαλύφθηκε πως έγινε πλαστογραφία στατιστικών στοιχείων από τις ελληνικές αρχές, με απόκρυψη του πραγματικού προβλήματος.

Πιο συγκεκριμένα, με βάση τα πραγματικά στοιχεία, το έλλειμα του ελληνικού προϋπολογισμού βρισκόταν στην περίοδο 2002-2007 σταθερά σε διπλάσιο ποσοστό του αποδεκτού ορίου. Ενώ, το έλλειμα εκτοξεύτηκε σε υπερβολικά επίπεδα από το 2008 και μετά, εφόσον αποκαλύφθηκε το πραγματικό πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας. Το έλλειμα διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα μέχρι και το 2013, ενώ από το 2014 και ύστερα ακολουθήθηκε σκληρή πολιτική λιτότητας με αποτέλεσμα να εμφανιστούν τα τελευταία χρόνια κρατικά πλεονάσματα.

Ακόμα και η «αυστηρή» Γερμανία στα αρχικά χρόνια του ευρώ ήταν κάτω από το όριο του 3%, όμως υπήρξε διόρθωση του γερμανικού ελλείματος από το 2005 και μετά, δηλαδή πριν την εμφάνιση της παγκόσμιας κρίσης του 2008. Η κρίση του 2008 επηρέασε γενικότερα και τον μέσο όρο των χωρών της Ευρωζώνης, εφόσον τον πίεσε αρκετά πιο κάτω από το όριο του 3%, ενώ μόλις το 2013 επέστρεψε οριακά στο αποδεκτά επίπεδα στο -3,1%.

Στην συνέχεια της ανάλυσης της δημοσιονομικής σύγκλισης παρουσιάζουμε στο Διάγραμμα 4.10 τον λόγο του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ στην Ελλάδα και σε ένα δείγμα χωρών της Ευρωζώνης, για το χρονικό διάστημα 2002 με 2018, αντλώντας στοιχεία από την βάση δεδομένων της Eurostat.

Διάγραμμα 4.10 Συνολικό Κρατικό Χρέος προς ΑΕΠ στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες χώρες της Ευρωζώνης των 19, για την περίοδο 2002-2018



Πηγή: Eurostat 2019

Η ανάλυση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ δείχνει πως το ελληνικό χρέος από την έναρξη του ευρώ ήταν εξ αρχής σε πολύ υψηλά επίπεδα άνω του 100%, δηλαδή πολύ πιο πάνω από το θεωρητικό όριο 60% της Συνθήκης του Maastricht. Η παγκόσμια κρίση του

2008 και η αποκάλυψη των πραγματικών ελλειμάτων του κρατικού προϋπολογισμού, όπως αναφέραμε προηγουμένως, σε συνδυασμό με την συρρίκνωση του ελληνικού ΑΕΠ εκτίναξε το λόγο στο 172,1% το 2011 από το 103,1% του 2007. Η αναδιάρθρωση του χρέους το 2012 μείωσε προσωρινά τον λόγο στο 159,6%, όμως η συνέχιση της συρρίκνωσης του ελληνικού ΑΕΠ οδήγησε σε περαιτέρω αύξηση του λόγου, ο οποίος από το 2013 και μετά βρίσκεται σταθερά στην περιοχή του 180%.

Η γενικότερη τάση όλων των χωρών της Ευρωζώνης ήταν η αύξηση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, ως αποτέλεσμα της παγκόσμιας πιστωτικής κρίσης του 2008 και των διαταραχών στις εθνικές οικονομίες των περιφερειακών χωρών της Ευρωζώνης, με αποκορύφωμα την ελληνική κρίση χρέους του 2010. Ο λόγος χρέους της Ιταλίας παραμένει σε ανησυχητικά επίπεδα, ενώ σε μικρότερο βαθμό προβληματίζουν τα χρέη της Γαλλίας και της Ισπανίας.

Από την άλλη μεριά, η Γερμανία μπόρεσε και επανάφερε σταδιακά τον λόγο χρέους της στην επιθυμητή περιοχή του 60%, με το λόγο να βρίσκεται πλέον το 2018 στο 60,9%. Αξιοσημείωτη είναι η πορεία της Ιρλανδίας, που από ένα ιδιαίτερα χαμηλό χρέος πριν την κρίση, βρέθηκε να ξεπερνά το 100% στα χρόνια της κρίσης, ενώ πλέον βρίσκεται στην περιοχή του επιθυμητού 60%, έχοντας πραγματοποιήσει τρομερή ανάκαμψη σε όλες τις οικονομικές μετρήσεις.

Το γενικότερο συμπέρασμα της δημοσιονομικής σύγκλισης στην Ευρωζώνης είναι αρνητικό ως προς την λειτουργία μιας ατελούς νομισματικής ένωσης, εφόσον η εφαρμογή των ορθών δημοσιονομικών πολιτικών αφέθηκε στην διακριτική ευχέρεια κάθε κράτους μέλους, ενώ θα έπρεπε να υπάρχει ένας συντονισμός των δημοσιονομικών πολιτικών και η εφαρμογή κοινών πολιτικών για την αποδοτικότερη αντιμετώπιση των διαταραχών σε εθνικό επίπεδο.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο ερευνητικός στόχος της εργασίας μας ήταν η αξιολόγηση της ευπάθειας της Ευρωζώνης, ως μιας ατελούς νομισματικής ένωσης, όπου μια υπερεθνική νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας συνδυάζεται με 19 ξεχωριστές εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές, γεγονός που δημιουργεί ακατάλληλες συνθήκες αντιμετώπισης έντονων διαταραχών, όπως στην περίπτωση της ελληνικής κρίσης δημόσιου χρέους.

Για την αξιολόγηση της ευπάθειας της Ευρωζώνης ξεκινήσαμε, στο πλαίσιο της νεοκλασικής οικονομικής άποψης, με την ευρύτερη οικονομική αξιολόγηση των 19 χωρών της ένωσης σε τρία βασικά επίπεδα: στην ανάπτυξη, στην ανταγωνιστικότητα, και στο εμπορικό ισοζύγιο, με εστίαση στις διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών. Στην συνέχεια, αξιολογήσαμε επιμέρους απαραίτητα στοιχεία για την εύρυθμη λειτουργία μιας νομισματικής ένωσης, διαχρονικά, συγκρίνοντας την Ελλάδα με την Γερμανία και τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Η σύγκριση έγινε στην κινητικότητα εργασίας και στην ευελιξία της αγοράς, στην ενοποίηση των αγορών κεφαλαίου και χρήματος, στο βαθμό ανοίγματος των οικονομιών, στο επίπεδο τιμών, και στην δημοσιονομική σύγκλιση.

Η ανάλυση της οικονομικής ανάπτυξης της Ευρωζώνης, με την εξαίρεση της ελληνικής οικονομίας, έδειξε πως οι χώρες της Ευρωζώνης κινούνται σε γενικές γραμμές προς την ίδια κατεύθυνση του οικονομικού κύκλου, αλλά με διαφορετική δυναμική. Ενώ, στο επίπεδο της ανταγωνιστικότητας εμφανίζεται μια σχετική στασιμότητα γενικώς τα τελευταία έτη, με κάποιες διαφοροποιήσεις. Όμως, στην ανάλυση του εμπορικού ισοζυγίου, επαυξάνονται οι προ-ευρώ επιδόσεις κατά την «περίοδο ευρώ», παρουσιάζοντας μια έντονη διαφοροποίηση μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης, με την Γερμανία και τις γειτονικές της, Ολλανδία, Αυστρία, και Λουξεμβούργο να είναι μόνιμα πλεονασματικές, ενώ οι υπόλοιπες χώρες παρουσιάζουν αυξομειώσεις κατά διαστήματα.

Η ανάλυση των ποσοστών ανεργίας δείχνει ξεκάθαρα μια τάση διόγκωσης των προβλημάτων στις αγορές εργασίας των χωρών της Ευρωζώνης, ειδικότερα όταν οι εθνικές οικονομίες αντιμετωπίζουν σημαντικές διαταραχές. Σε συγκριτική ανάλυση της

ανταγωνιστικότητας των αγορών εργασίας της Ελλάδας και της Γερμανίας διαπιστώνουμε, πως στην ελληνική οικονομία η δραματική πτώση των μισθών δεν έχει συνδυαστεί από μια αναλογικού μεγέθους αύξηση της ανταγωνιστικότητας, γεγονός που αντανακλά τον μεταπρατικό χαρακτήρα της εγχώριας παραγωγής μας (πχ. περίπου το 65% της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας των εξαγωγών μας στον κλάδο του Τουρισμού, είναι εισαγόμενα αγαθά), κάτι που μεταφράζει το ανελαστικό ύψος της υψηλής διαρθρωτικής ανεργίας στη χώρα (φυσικό ή μεσοπρόθεσμο). Αντίθετα, η γερμανική αγορά εργασίας παρουσιάζει μια «αρμονική» αύξηση μισθών και παραγωγικότητας (πάντα μικρότερη η αύξηση των μισθών σε σχέση με την παραγωγικότητα, ώστε να αυξάνουν τα προσδοκώμενα κέρδη των επιχειρήσεων, με σχετική μείωση του μεριδίου της αμοιβής του συντελεστή εργασία ως προς το κεφάλαιο ή την επιχειρηματικότητα), χωρίς να επηρεάζεται αρνητικά η ανταγωνιστικότητα της.

Η διαχρονική ανάλυση της ολοκλήρωσης των αγορών κεφαλαίου και χρήματος για την Ελλάδα εντός της Ευρωζώνης, δείχνει την αδυναμία χρηματοδότησης που αντιμετωπίζει μια χώρα, εφόσον χάσει την φερεγγυότητα του κρατικού αξιογράφου της εντός μιας νομισματικής ένωσης, με το πρόβλημα να εστιάζεται στο γεγονός πως εκδίδει χρέος σε νόμισμα του οποίου δεν έχει τον έλεγχο.

Στην ανάλυση του βαθμού ανοίγματος της οικονομίας διαπιστώσαμε πως η ελληνική οικονομία κινείται σε χαμηλότερα επίπεδα συγκριτικά με την Γερμανία και τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, όμως ως θετική διαπίστωση υπάρχει η αυξητική τάση της ελληνικής εξωστρέφειας στις παγκόσμιες αγορές.

Τέλος, το συμπέρασμα της δημοσιονομικής σύγκλισης στην Ευρωζώνη είναι αρνητικό, αποδεικνύοντας ότι ο «ζουρλομανδύας» του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) ακόμα και στην πρόσφατη πιο ευέλικτη εκδοχή του (βλέπε Ευρωπαϊκό Εξάμηνο) δεν μπορεί να υποκαταστήσει τον υπερεθνικό θεσμό του Ευρωπαϊκού Προϋπολογισμού ο οποίος θα θεσμοθετούσε αυτόματους μηχανισμούς ανακύκλωσης των πλεονασμάτων των βορείων κρατών-μελών με τα ελλείμματα των νοτίων, με τελικό αποτέλεσμα την ισόρροπη ανάπτυξη σε όλο το εύρος της ζώνης του Ευρώ.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Alesina, A., Barro, R.J. and Tenreyro, S., 2002. Optimal currency areas. *NBER macroeconomics annual*, 17, pp.301-345.
- Andor, L., 2014. Labour mobility in the EU: challenges and perspectives for a genuine European labour market. *lecture at the European University Institute, Florence, Italy*
- Barro, R.J. and Gordon, D.B., 1983. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of monetary economics*, 12(1), pp.101-121.
- Barslund, M., Busse, M. and Schwarzwälder, J., 2015. Labour mobility in Europe: an untapped resource?. *CEPS Policy Briefs*, (327).
- Broz, T., 2005. Optimum Currency Areas: A Literature Review. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 104, p.53.
- Brunnermeier, M.K., Garicano, L., Lane, P.R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S. and Vayanos, D., 2016. The sovereign-bank diabolic loop and ESBies. *American Economic Review*, 106(5), pp.508-12.
- Calvo, G.A. and Reinhart, C.M., 2002. Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), pp.379-408.
- Corden, W.M., 1972. *Monetary integration* (p. 93). Princeton: International Finance Section, Princeton University.
- Danthine, J.P., Giavazzi, F. and von Thadden, E.L., 2001. The effect of EMU on financial markets: a first assessment. *EMU: Its Impact on Europe and the World*.
- De Grauwe, P. and Mongelli, F.P., 2005. Endogeneities of optimum currency areas: What brings countries sharing a single currency closer together?
- De Grauwe, P., 2018. *Economics of monetary union*. Oxford university press.
- De Grauwe, P., Trichet, J.C., Welteke, E. and Balcerowicz, L., 2002. The Euro at stake? The monetary union in an enlarged Europe. In *CESifo Forum* (Vol. 3, No. 2, pp. 58-71). München: ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München.
- Dellas, H. and Tavlas, G.S., 2009. An optimum-currency-area odyssey. *Journal of International Money and Finance*, 28(7), pp.1117-1137.
- Échinard, Y. and Allégret, J.P., 1999. *La zone euro et les enjeux de la politique budgétaire: une monnaie, onze budgets...* Presses universitaires de Grenoble.
- Eichengreen, B. and Wyplosz, C., 1998. The Stability Pact: more than a minor nuisance? *Economic policy*, 13(26), pp.66-113.

- Fleming, J.M., 1971. On exchange rate unification. *the economic Journal*, 81(323), pp.467-488.
- Frankel, J.A. and Rose, A.K., 1998. The endogeneity of the optimum currency area criteria. *The Economic Journal*, 108(449), pp.1009-1025.
- Friedman, M., 1995. The role of monetary policy. In *Essential Readings in Economics* (pp. 215-231). Palgrave, London.
- Gandolfo, G., 1992. Monetary unions. *The new Palgrave dictionary of money and finance*, 2, pp.765-770.
- Handler, H., 2013. The Eurozone: piecemeal approach to an optimum currency area. *Austrian Institute of Economic Research, Working Paper*, 446.
- Hankel, W., Nölling, W., Schachtschneider, K.A. and Starbatty, J., 2001. Die Euro-Illusion. *Ist Europa noch zu retten*.
- Ingram, J.C., 1962. *Regional payments mechanisms: The case of Puerto Rico*. University of North Carolina Press.
- Kenen, P., 1969. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. *Monetary problems of the international economy*, pp.41-60.
- Krugman, P., 1979. A model of balance-of-payments crises. *Journal of money, credit and banking*, 11(3), pp.311-325.
- Krugman, P., 1993. *What do we need to know about the international monetary system?* (No. 190). International Economics Section, Department of Economics Princeton University.
- Kydland, F.E. and Prescott, E.C., 1977. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of political economy*, 85(3), pp.473-491.
- Larraín, F. and Velasco, A., 2001. *Exchange-rate policy in emerging-market economies: the case for floating* (No. 224). Princeton Univ Intl Economics.
- McKinnon, R.I., 1963. Optimum currency areas. *The American economic review*, 53(4), pp.717-725.
- Mundell, R.A., 1961. A theory of optimum currency areas. *The American economic review*, 51(4), pp.657-665.
- Mundell, R.A., 1973. Uncommon arguments for common currencies. *The economics of common currencies*, pp.114-132.
- Obstfeld, M., 1986. Speculative attack and the external constraint in a maximizing model of the balance of payments. *Canadian Journal of Economics*, pp.1-22.

Pasinetti, L.L., 1998. The myth (or folly) of the 3% deficit/GDP Maastricht 'parameter'. *Cambridge journal of economics*, 22(1), pp.103-116.

Rossi, S., 2015. The euro-area crisis: structural origins and possible exit strategies. *Europe in crisis: problems, challenges, and alternative perspectives*. Palgrave Macmillan, Basingstoke, pp.143-154.