

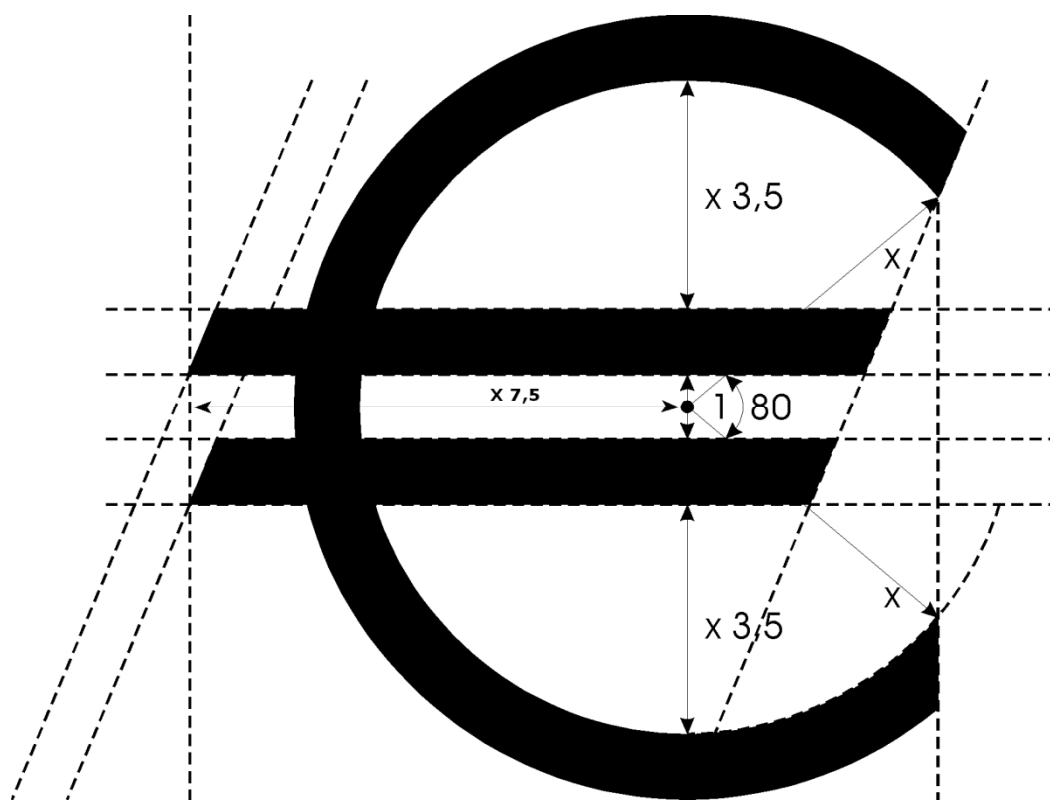
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Μάνθου Μαρία

**ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ:
ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ ΑΣΚΗΣΗΣ
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ
ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ**



ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Εισηγητής: Δρ. Σταματόπουλος Θεόδωρος Β.

Ηράκλειο

Μάρτιος 2012

Πίνακας Περιεχομένων

1	Το Σύστημα του Bretton Woods	5
1.1	Η Συμφωνία.....	5
1.1.1	Keynes και White	6
1.1.2	Εφαρμογή του Συστήματος Bretton Woods.....	9
1.1.3	Κατάρρευση	10
1.2	Η διεθνής οικονομία 1970- 1990.....	12
1.2.1	Οι Συναλλαγματικές Ισοτιμίες κατά τη δεκαετία του '70	12
1.2.2	Οι Συναλλαγματικές Ισοτιμίες κατά τη δεκαετία του '80	13
1.2.3	Η Κρίση του Τρίτου Κόσμου και το δολάριο	15
1.2.4	Το Ευρωπαϊκό "φίδι"	16
1.2.5	Οργάνωση για ένα Κοινό Νόμισμα.....	17
1.3	Σύγχρονος Νομισματικός Κόσμος.....	19
1.3.1	Η Ασιατική Κρίση	19
1.3.2	Ο Δρόμος για το Ευρώ.....	22
2	Άριστη Νομισματική Περιοχή	24
2.1	Παραδοσιακά και Σύγχρονα Κριτήρια	24
2.1.1	Παραδοσιακά κριτήρια	24
2.1.2	Σύγχρονα κριτήρια.....	28
2.2	Σύγκριση Κόστους-Οφέλους Νομισματικής Ένωσης	32
2.2.1	Καμπύλη Οφέλους.....	32
2.2.2	Η καμπύλη κόστους.....	33
2.2.3	Η απόφαση ένταξης σε μια νομισματική περιοχή.....	35
3	Στόχοι.....	37
3.1	Αγορές Χρήματος.....	37
3.1.1	Η ζήτηση χρήματος.....	37
3.2	Καθορισμός του Επιτοκίου – I	40
3.3	Καθορισμός του Επιτοκίου – II.....	45
3.3.1	Δύο Εναλλακτικοί Τρόποι Προσέγγισης της Ισορροπίας.....	49
3.4	Δημοσιονομική και Νομισματική Πολιτική.....	51
3.4.1	Η Αβεβαιότητα στην Πολιτική.....	51
3.4.2	Προσδοκίες.....	52
3.5	Περιορισμοί Νομισματικής και Δημοσιονομικής Πολιτικής.....	55

3.5.1 Κόστος και Οφέλη Πληθωρισμού	55
3.5.2 Κανόνες Νομισματικής Πολιτικής	57
3.5.3 Τα Εργαλεία της Νομισματικής Πολιτικής.....	59
3.5.4 Κανονισμοί και Περιορισμοί Δημοσιονομικής Πολιτικής	60
3.6 Σύστημα Ευρωπαϊκών Κεντρικών Τραπεζών: Δομή και Στόχοι.....	64
3.6.1 Στόχοι Νομισματικής Πολιτικής	64
3.6.2 Λειτουργία της ΕΚΤ	65
3.6.3 Η Πρώτη Δεκαετία της ΕΚΤ : Μία Ενδεικτική Εκτίμηση.....	67
4 Συσχέτιση Επιτοκίου και Μακροοικονομικών Μεγεθών	71
4.1 Επιτόκιο και Πληθωρισμός	71
4.2 Επιτόκιο και ΑΕΠ.....	72
5 Βιβλιογραφία	73

Εισαγωγή

Η παρούσα πτυχιακή εργασία, έχει ως στόχο να διερευνήσει στο βαθμό που είναι εφικτό, τα μέσα που οδήγησαν στην λήψη αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας καθώς και τον αντίκτυπό που έχουν οι αποφάσεις αυτές στην ευρωζώνη.

Στο 1ο Κεφάλαιο κάνουμε μια σύντομη ιστορική επισκόπηση του Νομισματικού Συστήματος, ξεκινώντας από το 1944 με το περίφημο συνέδριο του Bretton Woods και το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, στις διαταραχές που οδήγησαν στην κατάρρευσή του και στη μετάβαση στο σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών. Προχωρούμε στο χρόνο εστιάζοντας στις προσπάθειες της Ευρώπης για οικοδόμηση ενός Νομισματικού Συστήματος, φτάνοντας στην υιοθέτηση του κοινού νομίσματος. Τέλος, γίνεται αναφορά στις κρίσεις που έλαβαν χώρα στις χώρες του Τρίτου Κόσμου και την Ασία προβάλλοντας τις συνέπειες που επέφεραν σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στο 2ο κεφάλαιο αναπτύσσεται η Θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών όπως αυτή αναπτύχθηκε στις αρχές τις δεκαετίας του '60 φτάνοντας στις σύγχρονες προσθήκες της. Θίγονται επίσης οι παράγοντες κόστους-οφέλους που οφείλει μία χώρα να σταθμίσει προκειμένου να αποφασίσει την ένταξή της σε μια νομισματική περιοχή.

Στο 3ο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στο θεωρητικό πλαίσιο για την άσκηση νομισματικής πολιτικής: στην ποσοτική θεωρία του χρήματος, στο υπόδειγμα LM, στους πληθωριστικούς στόχους.

Στο 4ο κεφάλαιο παρατίθενται στατιστικά στοιχεία που αφορούν στην επίπτωση του επιτοκίου σε πληθωρισμό και ΑΕΠ.

Κλείνοντας, θα ήθελα να ευχαριστήσω, τον υπεύθυνο καθηγητή Δρ. Σταματόπουλο Θεόδωρο, για την αμέριστη υποστήριξή του σε όλα τα στάδια της εργασίας. Χωρίς την αξιοσημείωτη συμβολή του στο Τμήμα αλλά και στην προσωπική μου πορεία ο τρόπος προσέγγισης της οικονομικής επιστήμης θα ήταν σίγουρα λιγότερο ενδιαφέρον (και λιγότερο διασκεδαστικός).

Το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα Μεταπολεμικά

Το διεθνές νομισματικό σύστημα είναι ένα σύνολο θεσμικών ρυθμίσεων και κανόνων που καθορίζει τις νομισματικές και οικονομικές σχέσεις των χωρών του κόσμου. Η ανάπτυξη των εμπορευματικών συναλλαγών και οι διεθνείς ροές κεφαλαίων εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την εύρυθμη λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Όπως οι περισσότεροι τομείς της δημόσιας πολιτικής, οι διεθνείς οικονομικές σχέσεις έχουν υποστεί πολυάριθμες αλλαγές μέσα στο χρόνο. Σαν συνέπεια αυτού προκύπτουν χρονικές περίοδοι όπου στην κάθε μία έχει υιοθετηθεί διαφορετική νομισματική πολιτική, προσαρμοσμένη στις ανάγκες της εκάστοτε περιόδου. Στην παρούσα εργασία καταπιανόμαστε με τη μελέτη των γεγονότων που έλαβαν χώρα από το 1944 μέχρι σήμερα.

1 Το Σύστημα του Bretton Woods

Το Σύστημα Σταθερών Ισοτιμιών του Bretton Woods ήταν ένα σύστημα το οποίο προσδιόριζε σταθερές ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων των χωρών που συμμετείχαν σε αυτό.

1.1 Η Συμφωνία

Τον Ιούλιο του 1944 διεξήχθη στο Bretton Woods της πολιτείας του New Hampshire των ΗΠΑ, διάσκεψη για την αναδιοργάνωση των χρηματοοικονομικών και νομισματικών σχέσεων σε παγκόσμια κλίμακα. Στη διάσκεψη που επισήμως ονομαζόταν Νομισματικό και Χρηματοπιστωτικό Συνέδριο Ηνωμένων Εθνών (United Nations Monetary and Financial Conference) μετείχαν αντιπρόσωποι 44 χωρών και εκεί υπεγράφη η συμφωνία που έμεινε ευρέως γνωστή ως η Συμφωνία του Bretton Woods. Η εκδήλωση ήταν μια από τις πιο σημαντικές συναθροίσεις της διεθνούς οικονομικής ελίτ που είχαν συμβεί στην ιστορία. Οι πολιτικοί των συμμαχικών χωρών προσπάθησαν να εκτιμήσουν τις οικονομικές ανάγκες της μεταπολεμικής περιόδου. Έχοντας κατά νου τα καταστροφικά γεγονότα της περιόδου του μεσοπολέμου¹, αποσκοπούσαν στο σχεδιασμό ενός Διεθνούς νομισματικού συστήματος το οποίο θα διαφύλαττε τη σταθερότητα των τιμών και την πλήρη απασχόληση και θα επέτρεπε ταυτόχρονα σε κάθε χώρα να επιτύχει την ισορροπία του εξωτερικού τομέα της οικονομίας της χωρίς να επιβάλλει περιορισμούς στο διεθνές εμπόριο. Της αμερικανικής αντιπροσωπείας ηγούνταν ο Υπουργός Οικονομικών Henry Morgenthau, αν και έπαιξε λιγότερο σημαντικό ρόλο στο συνέδριο από τον βοηθό του, το Harry Dexter White. Ηγέτης της βρετανικής αντιπροσωπείας ήταν ο John Maynard Keynes,

¹ η χρονική περίοδος μεταξύ του Πρώτου και του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου. Την περίοδο αυτή συγκλόνισε η οικονομική κρίση του 1929 (wikipedia)

μεγάλη μορφή της βρετανική και της παγκόσμιας οικονομίας. Ενώ υπήρχαν διαφορές απόψεων καθώς και οξύτατες συγκρούσεις συμφερόντων, στο Bretton Woods τον Ιούλιο του 1944 συμφωνήθηκαν τρία σημεία: πρώτον, έπρεπε να αντιμετωπιστεί η διεθνής οικονομική αστάθεια· δεύτερον, έπρεπε να δημιουργηθεί κάποιου είδους παγκόσμια οικονομική αρχή, ομόλογος της Κοινωνίας των Εθνών²· τρίτον οι Keynes και White όφειλαν να ηγούνται των εργασιών του συνεδρίου.

1.1.1 Keynes και White

Στο Συνέδριο του Bretton Woods, από τις προτάσεις-σχέδια που υποβλήθηκαν, δύο έγιναν αντικείμενο εκτεταμένων συζητήσεων, αυτό του John Maynard Keynes (Βρετανία) και εκείνο του Harry Dexter White (ΗΠΑ).

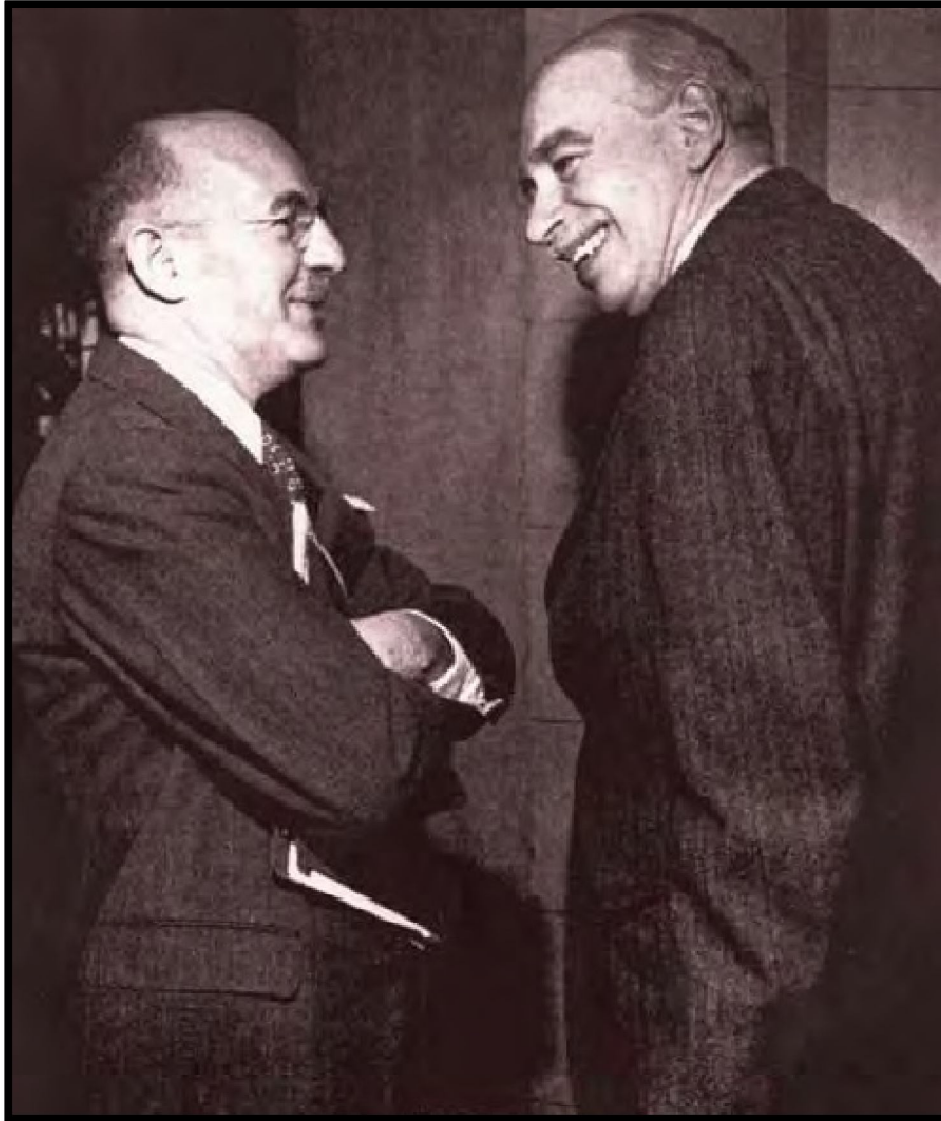
Το κεννσιανό σχέδιο

Το σχέδιο του Keynes για το μεταπολεμικό διεθνές νομισματικό σύστημα επεδίωκε την εξάπλωση του διεθνούς εμπορίου με ενίσχυση της ρευστότητας. Πρότεινε το σχηματισμό μιας Διεθνούς Ένωσης Συμψηφισμών (International Clearing Union, ICU) η οποία θα ενεργούσε ως Διεθνής Κεντρική Τράπεζα. Θα λειτουργούσε ρυθμιστικά έναντι του προβλήματος της ασυμμετρίας μέσω της χρήσης ενός νομίσματος του "μπανκόρ" που θα λειτουργούσε ως διεθνές μέσω πληρωμών. Η αξία της χρηματικής μονάδας του "μπανκόρ" θα καθορίζονταν σε μονάδες χρυσού και η αρχική του αξία θα μπορούσε να μεταβληθεί. Σύμφωνα με το σχέδιο αυτό η ανισορροπία μπορούσε να προκληθεί και από τις ελλειμματικές χώρες αλλά και από τις πλεονασματικές. Όριζε ως επιτρεπόμενη απόκλιση από το ισοζύγιο ένα μέγεθος που ισούταν με το ήμισυ της μέσης αξίας των εμπορικών συναλλαγών της προηγούμενης πενταετίας. Η διαφορά θα καταβάλλονταν σε τόκους από την εκάστοτε χώρα. Με την πολιτική αυτή θα καλύπτονταν τα ελλείμματα από τους οφειλέτες αλλά και τα πλεονάσματα από τους δανειστές. Επιπρόσθετα οι αποκλίσεις θα ρυθμιζόνταν με υποτιμήσεις ή υπερτιμήσεις του νομίσματος και οι συνέπειες αυτών των κινήσεων θα έσπρωχναν το σύστημα στην ισορροπία. Στην περίπτωση μιας έντονα πλεονασματικής χώρας η οποία δεν συμμορφωνόταν με περιορισμό του πλεονάσματός της θα κατέθετε το πλεονάζον ποσό σε ένα ειδικό αποθεματικό, το οποίο θα χρησιμοποιούνταν για τη χρηματοδότηση ειρηνευτικών αποστολών, βοήθεια σε περιπτώσεις φυσικών καταστροφών κ.τ.λ. Με τον όρο αυτό οι πλεονασματικές χώρες προκειμένου να αποφύγουν την καταβολή του προστίμου θα οδηγούνταν σε εισαγωγές αγαθών από τις χώρες που παρουσίαζαν ελλείμματα. Με αυτή τη ρύθμιση όλοι θα ήταν κερδισμένοι: το διεθνές εμπόριο, οι εργαζόμενοι και οι φτωχές χώρες που θα αναπτύσσονταν.

² Η Κοινωνία των Εθνών ("*League of Nations*") ήταν Διεθνής Οργανισμός - Σύνδεσμος που ιδρύθηκε το 1919, αμέσως μετά τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, στο Παρίσι. Ιδρύθηκε ως αποτέλεσμα της Συνθήκης των Βερσαλλιών κατόπιν αμερικανικής πρωτοβουλίας και σημείωσε σταθμό στην εξέλιξη των διεθνών σχέσεων. (Wikipedia)

Το σχέδιο White

Τα κύρια σημεία του σχεδίου του White είναι τα εξής: οι ισοτιμίες είναι σταθερές αλλά προσαρμόσιμες. Κάθε χώρα οφείλει να διατηρήσει συγκεκριμένη ισοτιμία της νομισματικής της μονάδας έναντι στις μονάδες άλλων νομισμάτων. Τα όρια διακύμανσης της συναλλαγματικής τιμής είναι προκαθορισμένα (περιθώριο 1%). Το σύστημα αυτό διέφερε από το κλασικό σύστημα του κανόνα του χρυσού των αρχών του 20ου αιώνα στο ότι οι ισοτιμίες των νομισμάτων των χωρών που συμμετείχαν ήταν σταθερές μεν σε σχέση με το χρυσό, τα νομίσματά τους όμως δεν ήταν απ' ευθείας μετατρέψιμα. Το μοναδικό μετατρέψιμο σε χρυσό ήταν το δολάριο ΗΠΑ και τα άλλα νομίσματα αναπροσαρμόζονταν με βάση αυτό στην τιμή των 35 δολαρίων ανά ουγγιά χρυσού. Οι ισοτιμίες των υπολοίπων χωρών καθορίζονταν έμμεσα με το χρυσό μέσω υπολογισμού της σχέσης εθνικού νομίσματος - ουγγιά χρυσού και όριζαν κατ' αντιστοιχία την ισοτιμία τους με το δολάριο. Έτσι το δολάριο έγινε «παρεμβατικό νόμισμα» για την διατήρηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Προβλεπόταν η δημιουργία ενός Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Κάθε κράτος-μέλος θα συνεισέφερε ένα ποσοστό σε χρυσό και στο νόμισμα του. Οι χώρες με ελλείμματα θα μπορούσαν να αντλούν πόρους από το Ταμείο πουλώντας τα δικά τους νομίσματα για να αγοράσουν νομίσματα άλλων χωρών. Με αυτό τον τρόπο, το Ταμείο θα συσώρευε τα νομίσματα των χωρών με έλλειμμα (τα νομίσματα των χωρών με πλεόνασμα, τα οποία ήταν σε ζήτηση αντίθετα, θα μειώνονταν). Όμως, ενώ οι χώρες με ελλείμματα θα αντιμετώπιζαν αυξανόμενη παρέμβαση στη διαμόρφωση της εσωτερικής τους πολιτικής από το Ταμείο, οι χώρες με πλεόνασμα δεν θα είχαν αντίστοιχη πίεση. Σύμφωνα με τον Keynes, το πρόβλημα της ασυμμετρίας στην προσαρμογή θα συνέχιζε να υπάρχει. Το σχέδιο του Keynes θεωρήθηκε από ορισμένους η απάντηση στο πρόβλημα ρευστότητας της διεθνούς αγοράς. Αντιμετωπίστηκε από την πλειοψηφία των αντιπροσώπων όμως, ως υπέρμετρα τολμηρό και έτσι υπερίσχυσε το σχέδιο White.



Εικόνα 1 - Δύο σχέδια έγιναν αντικείμενο εκτεταμένων συζητήσεων, αυτό του John Maynard Keynes (Δεξιά) και εκείνο του Harry Dexter White (αριστερά)

1.1.2 Εφαρμογή του Συστήματος Bretton Woods

Ακόμα και σήμερα, περισσότερο από τρεις δεκαετίες μετά την κατάρρευσή του, το διεθνές νομισματικό σύστημα του Bretton Woods παραμένει αίνιγμα. Για πολλούς, το Bretton Woods ήταν μία συνιστώσα καθοριστικής σημασίας στην ανάπτυξη της μεταπολεμικής εποχής. Διασφάλισε τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών και διευθέτησε ζητήματα πληρωμών επιτρέποντας την άνευ προηγουμένου επέκταση του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων. Υπάρχουν όμως και εκείνοι που εκτιμούν πως οι κυβερνήσεις καθ όλη τη διάρκεια του συστήματος Bretton Woods περιόρισαν σημαντικά την κινητικότητα των κεφαλαίων. Το σύστημα του Bretton Woods διαφοροποιούνταν από τον κανόνα χρυσού σε τρεις καίριους τομείς:

1) Οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες δύνατο να αναπροσαρμοστούν έναντι του δολαρίου αν το ισοζύγιο πληρωμών της χώρας είχε χρόνια ελλείμματα, βρισκόταν δηλαδή σε κατάσταση θεμελιώδους ανισορροπίας.

2) Σχεδιάστηκαν μέτρα ελέγχου τα οποία περιόριζαν τις κεφαλαιακές ροές από μία οικονομία σε μία άλλη.

3) Δημιουργήθηκε ένας νέος θεσμός, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), για την παρακολούθηση των εθνικών οικονομικών πολιτικών και την επέκταση της χρηματοδότησης του ισοζυγίου πληρωμών προς τις χώρες που διατρέχουν κίνδυνο.

Οι προσαρμόσιμες ισοτιμίες χρησιμοποιήθηκαν ως μέσο για την εξάλειψη των ελλειμματικών ισοζυγίων πληρωμών. Σχεδιάστηκαν ελεγκτικοί μηχανισμοί για την αποφυγή της απειλής που θέτει η αστάθεια των κεφαλαιακών ροών η οποία είχε λειτουργήσει αποδιοργανωτικά στην περίοδο του μεσοπολέμου. Το ΔΝΤ έχοντας τους οικονομικούς πόρους, την αρμοδιότητα εποπτείας και τη διάταξη για το «νόμισμα εν ανεπαρκεία» (scarce currency clause)³ δύνατο να επιβάλλει κυρώσεις σε κυβερνήσεις υπεύθυνες για πολιτικές αποσταθεροποίησης και να αντισταθμίσει την ανισορροπία χρηματοδοτώντας τις χώρες που είχαν επηρεαστεί αρνητικά. Τα τρία αυτά καίρια σημεία του συστήματος του Bretton Woods, θεωρητικά αλληλοσυμπληρώνονται. Οι σταθερές αλλά προσαρμόσιμες συναλλαγματικές ισοτιμίες ήταν επιτεύξιμες χάρη στους κεφαλαιακούς ελέγχους οι οποίοι λειτουργούσαν προς όφελος της εκάστοτε χώρας που επεδίωκε την προστασία της συναλλαγματικής ισοτιμίας της που βάλλονταν από τις ασταθείς κεφαλαιακές ροές. Οι πόροι του ΔΝΤ παρείχαν μία πρόσθετη στήριξη στις χώρες που επεδίωκαν να διατηρήσουν σταθερές τις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες απέναντι στις πιέσεις της αγοράς. Επιπρόσθετα οι έλεγχοι του Ταμείου θα απέτρεπαν τις επικίνδυνες διακυμάνσεις των ισοτιμιών. Δυστυχώς τα τρία αυτά στοιχεία δε λειτούργησαν αρμονικά στην πράξη. Οι προσαρμόσιμες ισοτιμίες αποδείχτηκαν μη λειτουργικές δεδομένου ότι οι μεταβολές στις ισοτιμίες των βιομηχανικών χωρών ήταν

³ Το Ταμείο θα μπορούσε να κηρύξει ένα νόμισμα «εν ανεπαρκεία», εάν κάποια χώρα επέμενε να έχει πλεόνασμα. Οι ελλειμματικές χώρες δεν θα είχαν πρόσβαση δανεισμού στο «εν ανεπαρκεία» νόμισμα, κάτι που θα μείωνε τη ζήτηση για τις εξαγωγές της πλεονασματικής χώρας. Με αυτό τον τρόπο θα υπήρχε κίνητρο για τις πλεονασματικές χώρες να μειώσουν το πλεόνασμα

εξαιρετικά σπάνιες. Η επιτήρηση του ΔΝΤ παρουσίαζε αρκετά κενά. Λόγω του ύψους των πληρωμών που έπρεπε να καλυφθούν μεταπολεμικά, οι πόροι του ΔΝΤ συρρικνώθηκαν και δεν έγινε ποτέ εφαρμογή της διάταξης περί «νομίσματος εν ανεπαρκεία» (scarce currency clause).

Ο έλεγχος των κεφαλαιακών ροών είναι το μοναδικό εκ των τριών συνολικά πεδίων που λειτούργησε αποτελεσματικά, όμως και αυτό αφορούσε τις περιόδους του 1940 και 1950 και όχι μεταγενέστερες. Αναφορικά με την αποτελεσματικότητα του μέτρου αυτού πρέπει να σταθμιστεί και το γεγονός ότι οι ανάγκες της μεταπολεμικής ανοικοδόμησης ήταν μεγάλες. Η μείωση της ανεργίας καθώς και η τόνωση των ρυθμών ανάπτυξης απαιτούσε λειτουργία της οικονομίας υπό ασφυκτική πίεση.

Πράγματι, τη δεκαετία του 1950, που οι χώρες εμφάνιζαν κατ' εξακολούθηση ελλειμματικά ισοζύγια πληρωμών ενέτειναν τους κεφαλαιακούς ελέγχους και τους συναλλαγματικούς περιορισμούς. Η διατήρηση των ελέγχων ήταν απαραίτητη λόγω της απουσίας ενός συμβατικού μηχανισμού προσαρμογής. Οι δεσμεύσεις για πλήρη απασχόληση και ανάπτυξη αποτελούσαν αναπόσπαστα μέρη του μεταπολεμικού κοινωνικού συμβολαίου εμποδίζοντας τη μείωση δαπανών. Το ΔΝΤ δεν είχε τους πόρους για χρηματοδότηση των πληρωμών ούτε το περιθώριο επίδρασης στις εθνικές πολιτικές.

Η συναλλαγματική ισοτιμία επιτρέπονταν να αλλάξει μόνο σε περίπτωση θεμελιώδους ανισορροπίας και ως εκ τούτου, οι δημόσιες αρχές προκειμένου να μην προκαλέσουν συνθήκες κρίσης δεν είχαν τη δυνατότητα να προβλέψουν το ενδεχόμενο μιας τέτοιας αλλαγής. Ο μηχανισμός αναπροσαρμογής αντικαθίσταται από τους συναλλαγματικούς ελέγχους ανεβάζοντας τη ζήτηση των εισαγωγών. Αλλά ξεκινώντας το 1959, με την αποκατάσταση της μεταβλητότητας των τρεχουσών συναλλαγών, αυτό το εργαλείο δεν είναι πλέον χρήσιμο. Αν και συνεχίζονταν να γίνονται έλεγχοι επί των κεφαλαίων, αυτοί δε διασφάλιζαν μελλοντικές προσαρμογές. Απλά καθυστερούσαν την εμφάνιση της ημέρας του απολογισμού. Με την απουσία μηχανισμού προσαρμογής, η κατάρρευση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος Bretton-Woods, είναι αναπόφευκτη. Είναι θαύμα που διήρκησε τόσο πολύ.

1.1.3 Κατάρρευση

Η συμβολή του συστήματος του Bretton Woods στην οικονομική πρόοδο και τη σταθερότητα της εικοσαετούς περιόδου 1946 – 1965 είναι αξιοσημείωτη. Κατά την εν λόγω περίοδο οι Η.Π.Α. ακολουθούσαν αντι-πληθωριστική νομισματική πολιτική, στην οποία αποδίδεται ως ένα βαθμό η σταθερότητα που επικρατούσε. Ο παράγοντας αυτός οφείλεται και στις περιορισμένες διαταραχές που εκδηλώθηκαν τόσο στις Η.Π.Α όσο και στον υπόλοιπο κόσμο κατά την ίδια περίοδο. Από το 1965 και έπειτα ο πρόεδρος των Η.Π.Α. Lyndon B. Johnson εφαρμόζει επεκτατική νομισματική πολιτική για την χρηματοδότηση του πολέμου του Βιετνάμ και των αυξημένων δαπανών των κοινωνικών προγραμμάτων. Οι προαναφερθείσες αυξήσεις στα κρατικά έξοδα δεν συνοδεύτηκαν από αντίστοιχες αυξήσεις στους φόρους δεδομένου ότι το 1966 ήταν

χρονιά εκλογών και ο πρόεδρος παρουσιάστηκε απρόθυμος να διατάξει αύξηση στη φορολογία. Αποτέλεσμα της πολιτικής αυτής ήταν η αύξηση των ελλειμμάτων του Ισοζυγίου πληρωμών και μεγάλη αύξηση του ρυθμού πληθωρισμού (ετήσιος ρυθμός: 6%) που οδήγησαν στην εξασθένηση της εξωτερικής αξίας του Δολαρίου και συνεπώς της εμπιστοσύνης στο νόμισμα. Οι πρώτες ενδείξεις εκδηλώθηκαν το 1967 όταν οι κερδοσκόποι άρχισαν να αγοράζουν χρυσό αναμένοντας μια υποτίμηση του δολαρίου. Η απαρχή των νομισματικών διαταραχών σηματοδοτείται με την υποτίμηση της Στερλίνας το Νοέμβριο του 1967. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με τις πληθωριστικές πιέσεις που δεχόταν το δολάριο ενίσχυσαν την κερδοσκοπία. Αποτέλεσμα των πιέσεων στην τιμή του χρυσού ήταν η εγκαθίδρυση του συστήματος της διπλής τιμής⁴. Το σύστημα αυτό αποτέλεσε κρίσιμη καμπή για το Bretton Woods δεδομένου ότι πρωταρχικός στόχος του ήταν η αποφυγή των πληθωριστικών τάσεων διατηρώντας “κλειδωμένη” την τιμή του χρυσού σε δολάρια. Η γενική δυσπιστία προς το δολάριο και η σημαντική μείωση των αποθεμάτων χρυσού της Ομοσπονδιακής Τράπεζας σε σχέση με τις εξωτερικές υποχρεώσεις της ανάγκασαν την αμερικανική κυβέρνηση να λάβει αποφάσεις. Στις 15 Αυγούστου 1971, ο Πρόεδρος των Η.Π.Α. Richard Nixon με τηλεοπτικό διάγγελμα προς το λαό έθεσε τέλος στη μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό (Nixon Shock), εγκαινιάζοντας το κυμαινόμενο συναλλαγματικό σύστημα, το οποίο επισήμως θεσπίστηκε το 1976. Επιπλέον ανακοίνωσε την επιβολή φόρου σε όλες τις εισαγωγές των Η.Π.Α. μέχρι οι εμπορικοί εταίροι να ανατιμήσουν τα νομίσματά τους έναντι του δολαρίου. Παράλληλα ανακοινώθηκαν μέτρα σταθεροποίησης της εγχώριας οικονομίας μεταξύ των οποίων πάγωμα μισθών και τιμών που απέβλεπαν στη μείωση του αμερικανικού πληθωρισμού. Η Σμιθσόνια Συμφωνία τον Δεκέμβρη του 1971 μεταξύ των δέκα μεγαλύτερων οικονομιών του κόσμου συμφώνησε στην ισχύ ενός νέου συστήματος σταθερών ισοτιμιών με επιτρεπόμενη απόκλιση μεγαλύτερη του έως τότε ισχύοντος 1% στο 2,25% ενώ η τιμή της ουγγιάς χρυσού ορίστηκε στα 38 δολάρια. Η συμφωνία όμως δεν ολοκληρώθηκε με επιτυχία. Καθώς απέβλεπε στο να ορίσει ένα νέο καθεστώς σταθερών ισοτιμιών, ενώ οι περισσότερες χώρες επιθυμούσαν κυμαινόμενες, ξέσπασε η πρώτη πετρελαϊκή κρίση. Οι χώρες-μέλη του ΔΝΤ έσπευσαν να τραβήξουν τα δικαιώματά τους για να αντιμετωπίσουν τις ανισορροπίες τους στις εξωτερικές τους πληρωμές, εξασθενίζοντας πρόσκαιρα το ΔΝΤ, κάνοντας την επιστροφή στις σταθερές ισοτιμίες, ανέφικτη.

⁴ Το Μάρτιο του 1968 οι κεντρικές τράπεζες ανακοίνωσαν τη δημιουργία μιας διπλής αγοράς χρυσού, μιας επίσημης και μιας αγοράς ιδιωτών. Η τιμή του χρυσού στην αγορά ιδιωτών θα κυμαίνονταν ελεύθερα. Αντιθέτως οι κεντρικές τράπεζες θα συνέχιζαν να συναλλάσσονται μεταξύ τους στην επίσημη αγορά, στην τιμή των 35\$ η ουγγιά.

1.2 Η διεθνής οικονομία 1970- 1990

Με την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods, πραγματοποιήθηκε η μετάβαση στο σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών των βιομηχανικών χωρών (Μάρτιος 1973). Η μετάβαση αυτή αποτελεί συνέπεια της αυξανόμενης κινητικότητας των κεφαλαιακών ροών. Κατά τη διάρκεια του συστήματος του Bretton Woods οι κεφαλαιακοί έλεγχοι μείωναν τις πιέσεις του Ισοζυγίου Πληρωμών και εξασφάλιζαν στους νομοθέτες το χρονικό διάστημα που απαιτούνταν προκειμένου να προσαρμοστεί η ισοτιμία.

1.2.1 Οι Συναλλαγματικές Ισοτιμίες κατά τη δεκαετία του '70

Τριάντα χρόνια πριν, στο Bretton Woods, μία ομάδα χωρών αποφάσισε το μέλλον του Νομισματικού Συστήματος. Η ιστορία επαναλαμβανόταν: η C-5 ηγούνταν των διαβουλεύσεων. Η επιτροπή αυτή απαρτιζόταν από τους Υπουργούς Οικονομικών των Ηνωμένων Πολιτειών, της Ιαπωνίας, της Γαλλίας, της Γερμανίας και του Ηνωμένου Βασιλείου. Η επιτροπή νομιμοποίησε τις κυμαινόμενες ισοτιμίες και περιόρισε το ρόλο του χρυσού. Υποχρέωσε τις χώρες να λειτουργούν υπό ομαλές οικονομικές συνθήκες και επέτρεψε στο Δ.Ν.Τ. την επίβλεψη των πολιτικών των μελών του. Οι προβλέψεις για τη συμπεριφορά των κυμαινόμενων ισοτιμιών, κινούνταν στο πλαίσιο της εικασίας. Ορισμένοι εκτιμούσαν πως οι κυμαινόμενες ισοτιμίες θα καταλάγιαζαν σε επίπεδα ισορροπίας και θα υπήρχε μικρή τάση απόκλισης. Η αντίθετη άποψη υποστήριζε πως η διεθνής οικονομία εισέρχεται σε μια επικίνδυνη περίοδο αναταραχών και αστάθειας... Το δολάριο υποτιμήθηκε κατά 30% έναντι του Γερμανικού Μάρκου το πρώτο εξάμηνο της εφαρμογής του καθεστώτος κυμαινόμενων ισοτιμιών. Στην πορεία επήλθε ισορροπία. Η στερλίνα υποτιμήθηκε το 1976 ενώ το δολάριο ανατιμήθηκε το 1978. Το υποτιμημένο γεν ανατιμήθηκε ιδιαίτερα το 1977-1979. Καμία όμως από τις παραπάνω μεταβολές δεν προκάλεσε τόση ανισορροπία όσο αυτή του δολαρίου στα μέσα της δεκαετίας του 1980. Πρόκειται για την αντίδραση του νομίσματος στις δύο πετρελαϊκές κρίσεις που έπληξαν τις οικονομίες των χωρών κατά τη δεκαετία του 1970. Η απουσία ασύμμετρων διακυμάνσεων κατά τα δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1970 οφείλεται σε δύο παράγοντες: α) οι κυβερνήσεις παρενέβαιναν στις αγορές συναλλάγματος και β) οι κυβερνήσεις επέδειξαν προσαρμοστικότητα στη νομισματική και στη δημοσιονομική πολιτική τους. Οι παρεμβάσεις χρησιμοποιήθηκαν για την υποστήριξη αδυναμιών και για τον περιορισμό ανατιμήσεων των σκληρών νομισμάτων. Επί παραδείγματι η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας παρενέβη και για τη στήριξη του γεν το 1973-1974 αλλά και για να ανακόψει την ανατίμησή του το 1975-1977. Ο χειρισμός της ισοτιμίας δολαρίου-γερμανικού μάρκου (\$/DM) υπήρξε διακριτικός. Τα δύο πρώτα χρόνια εφαρμογής του καθεστώτος κυμαινόμενων ισοτιμιών η FED, έδρασε περιορισμένα. Όταν όμως το δολάριο υποτιμήθηκε περισσότερο από 11% έναντι του γερμανικού μάρκου το Μάρτιο του 1975 η FED με την απρόθυμη συμβολή της Κεντρικής Τράπεζας της Γερμανίας (Bundesbank) πραγματοποίησε συντονισμένη παρέμβαση. Για κάποιο χρονικό διάστημα η δραστηριότητα αυτή διέκοψε την πτώση του νομίσματος. Το 1977 όμως η πτώση του δολαρίου συνεχίστηκε ανταποκρινόμενη στις προσδοκίες

περί πληθωριστικών αυξήσεων κατά την περίοδο της διακυβέρνησης Carter. Οι προσαρμογές εσωτερικής πολιτικής που πραγματοποίησαν οι Η.Π.Α. κρίθηκαν ως σημαντικές αλλά περιορισμένες. Οι πολιτικές αυτές δεν κινούνταν πάντοτε με γνώμονα τους στόχους των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Τα μακροοικονομικά μέτρα τόνωσης που εφαρμόστηκαν από την κυβέρνηση Carter είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση του πληθωρισμού και την αναπόφευκτη αποδυνάμωση του δολαρίου. Η αμερικανική κυβέρνηση εκτιμούσε πως και οι υπόλοιπες χώρες θα ακολουθούσαν στην υιοθέτηση επεκτατικών πολιτικών, οι οποίες θα περιόριζαν τη νομισματική αστάθεια. Φοβούμενες μία έξαρση του πληθωρισμού Ευρώπη και Ιαπωνία αρνήθηκαν να προχωρήσουν στην εφαρμογή των πολιτικών αυτών, επιδεινώνοντας έτσι την αστάθεια της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Όταν όμως οι συναλλαγματικές διακυμάνσεις κινούνταν εκτός ελέγχου, συμβιβάστηκαν. Οι λεπτομέρειες διευθετήθηκαν στη Σύνοδο Κορυφής της Βόννης το 1978. Η Κυβέρνηση Carter εξήγγειλε ένα πακέτο αποπληθωριστικών μέτρων με έμφαση στον περιορισμό των δημοσίων δαπανών και των μισθών. Συμφωνήθηκε η αύξηση της τιμής του πετρελαίου σε παγκόσμιο επίπεδο εξελείφοντας τις αποκλίσεις, οι οποίες σύμφωνα με Ευρώπη και Ιαπωνία επιδείνωσαν το εξωτερικό έλλειμμα που ευθυνόταν για την υποτίμηση του δολαρίου. Οι πολιτικές που εφαρμόστηκαν όμως αποδείχτηκαν υπέρμετρα μετριοπαθείς για να σταθεροποιήσουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, απέτρεψαν όμως τα σκληρά νομίσματα από περεταίρω αποκλίσεις. Η μετάβαση στο καθεστώς των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών κατέστησε τις ονομαστικές και πραγματικές ισοτιμίες περισσότερο ασταθείς από ότι στο παρελθόν. Στην ουσία η δεκαετία του '70 περιείχε συντονισμένες παρεμβάσεις, εντατικοποίηση των κεφαλαιακών ελέγχων και υιοθέτηση πολιτικών που προσαρμόζονταν στις προσταγές των αγορών συναλλάγματος. Τα ζητήματα αυτά όμως δεν ήταν τόσο σπουδαία όσο εκείνα που γεννήθηκαν τη δεκαετία του 1980 με τη δραματική απόκλιση του δολαρίου.

1.2.2 Οι Συναλλαγματικές Ισοτιμίες κατά τη δεκαετία του '80

Η μετάβαση στο σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών είχε σημαντικές επιπτώσεις στο διεθνές νομισματικό σύστημα. Κατά τη δεκαετία του 1970, το επίπεδο του γιεν προκαλούσε ανησυχία στις υπόλοιπες χώρες με την σημαντική ανάπτυξη της ιαπωνικής οικονομίας. Ενώ η ιαπωνική κυβέρνηση συνέχιζε τις επιλεκτικές παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος, η συμπεριφορά της ισοτιμίας του δολαρίου/γιεν άρχισε να θυμίζει αυτή του δολαρίου/γερμανικό μάρκο: όλο και περισσότερο επιτρεπόταν ο καθορισμός της από τις δυνάμεις της αγοράς. Οι Ηνωμένες Πολιτείες έκλιναν στην ευελιξία της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Εάν υπήρχε οποιαδήποτε αμφιβολία για τις αμερικανικές προτεραιότητες, εξανεμίστηκαν μετά το διορισμό του Paul Volcker ως προέδρου στο Διοικητικό Συμβούλιο το 1979 και την εκλογή του Ronald Reagan στην προεδρία το 1980. Ο Volcker σκόπευε να αφήσει τα επιτόκια να αυξάνονται και την προσφορά χρήματος να μειώνεται σε οποιοδήποτε επίπεδο θα μείωνε το επίπεδο πληθωρισμού σε μονοψήφια νούμερα. Κατάληξη: με τη Γερμανία και την Ιαπωνία να έχουν εγκαταλείψει τις πολιτικές στόχευσης συναλλαγματικής ισοτιμίας, το δολάριο ανατιμήθηκε κατά 29% σε ονομαστικούς και κατά 28 % σε πραγματικούς όρους στο

διάστημα 1980-1982. Η κυβέρνηση Reagan προχώρησε σε περικοπές του φόρου εισοδήματος και αύξηση των στρατιωτικών δαπανών. Δεδομένου ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα διευρύνθηκε, τα επιτόκια των ΗΠΑ αυξήθηκαν. Από την πλευρά των Ηνωμένων Πολιτειών υπήρχε ελάχιστη προθυμία για αυξήσεις φόρων, περικοπές κρατικών δαπανών, ή αλλαγές στην πολιτική της Federal Reserve των ΗΠΑ για μείωση των επιτοκίων που θα καθιστούσαν το δολάριο λιγότερο ελκυστικό στους ξένους επενδυτές. Στόχος του Paul Volcker αποτελούσε η μείωση του πληθωρισμού. Η ανατίμηση του δολαρίου το 1983-1985 κατέστησε αναγκαία την προσαρμογή των μακροοικονομικών πολιτικών ούτως ώστε να αντιμετωπιστούν οι μεγάλες διακυμάνσεις. Οι διαφωνίες μεταξύ πολιτικών ήταν συχνό φαινόμενο. Ο υφυπουργός οικονομικών Beryl Sprinkel υποστήριζε την επίτευξη σταθερού ρυθμού πληθωρισμού καθώς και σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία μέσω μιας σταθερής νομισματικής ανάπτυξης. Ευρώπη και Ιαπωνία ακολουθούσαν πολιτικές με βασικό γνώμονα τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Προτιμούσαν τις παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος και λειτουργούσαν εντός ενός οικονομικού μοντέλου όπου οι αποκλίσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία ήταν προϊόν ελλειμματικών προϋπολογισμών και υψηλών επιτοκίων. Οι ευρωπαίοι κατέφυγαν στη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (European Monetary System), ενώ οι Ιάπωνες εκμεταλλεύτηκαν την ανταγωνιστικότητα στο εμπόριο. Το 1984-1985 παρατηρήθηκε αύξηση των αμερικανικών επιτοκίων. Η δραστηριότητα αυτή ερμηνεύτηκε ως κερδοσκοπικό παιχνίδι. Το Σεπτέμβριο του 1985 οι G-5 (Γαλλία, Γερμανία, Ιαπωνία, Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο) πραγματοποίησαν μυστική συνάντηση στο Ξενοδοχείο Plaza (Plaza Accord). Υπουργοί οικονομικών και διοικητές κεντρικών τραπεζών συμφώνησαν να προχωρήσουν στη μείωση της τιμής του δολαρίου. Οι πέντε χώρες εξέδωσαν κοινή ανακοίνωση εκφράζοντας την προθυμία τους για μια “ομαλή ανατίμηση των νομισμάτων εκτός δολαρίου”. Το δολάριο υποτιμήθηκε κατά 4% έναντι του γεν και του γερμανικού μάρκου την ημέρα της ανακοίνωσης και συνέχισε να υποτιμάται. Παρόλα αυτά δεν συζητήθηκαν αλλαγές που έπρεπε να γίνουν στη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική των χωρών. Από την ημέρα που ξεκίνησε η υποτίμηση του δολαρίου συνεχίστηκε με ραγδαίους ρυθμούς. Το δεύτερο εξάμηνο του 1986 Ευρώπη και Ιαπωνία εξέφρασαν δυσαρέσκεια αναφορικά με τη χρονική διάρκεια της διαδικασίας υποτίμησης του δολαρίου. Το δολάριο είχε υποτιμηθεί σε ποσοστό 40% σε σχέση με το γεν, γεγονός που προκαλούσε αντιδράσεις στους κύκλους των Ιαπώνων παραγωγών. Το Φεβρουάριο του 1987 πραγματοποιήθηκε σύνοδος των G-7 στο Λούβρο (the Louvre meeting). Εκεί συμφωνήθηκε η σταθεροποίηση της τιμής του δολαρίου. Το Δ.Ν.Τ. παρακολουθούσε τις εξελίξεις αυτές έχοντας πολύ μικρό ρόλο, παρόλο που στα καθήκοντά του ενέπιπε και ο συντονισμός πολιτικών μεταξύ των μελών του. Η πτώση του δολαρίου συνεχίστηκε και κατά το δεύτερο μισό του 1989. Οι κυβερνήσεις των George Bush και Bill Clinton δεν εμφανίζονταν πρόθυμες στην εφαρμογή πολιτικών οι οποίες θα ανέκοπταν την πτώση του νομίσματος. Μια τυπική απάντηση του προέδρου Bush στην ερώτηση για τη συνεχιζόμενη πτώση του δολαρίου ήταν : “ Μερικές φορές σκέφτομαι γι αυτά τα πράγματα, αλλά όχι πολύ. “ Ένα υπερτιμημένο νόμισμα όπως το δολάριο είχε στην αρχή του '80 είχε υψηλό πολιτικό

κόστος δεδομένου ότι οι ομάδες που εξέφραζαν αντιρρήσεις ήταν ισχυρές (πχ παραγωγοί εμπορεύσιμων αγαθών που αδυνατούσαν να είναι ανταγωνιστικοί σε διεθνές επίπεδο). Αντιθέτως το κόστος ενός υποτιμημένου νομίσματος είναι μικρότερο αν αναλογιστεί κανείς πως οι ομάδες που πλήττονται δεν ασκούν επιρροή στο πολιτικό σκηνικό (πχ καταναλωτές που αντιμετωπίζουν υψηλότερο πληθωρισμό και αυξημένες τιμές στα εισαγόμενα προϊόντα). Η αντίστροφη κατάσταση ίσχυε στις υπόλοιπες χώρες όπου το υποτιμημένο δολάριο μεταφράζονταν σε υπερτίμηση του εκάστοτε εγχώριου νομίσματος. Το 1992 η χαμηλή τιμή του δολαρίου αποτέλεσε έντονο πρόβλημα για Ευρώπη και Ιαπωνία όπου το κέρδος από τα εμπορεύσιμα αγαθά έβαινε μειούμενο.

1.2.3 Η Κρίση του Τρίτου Κόσμου και το δολάριο

Η ραγδαία αύξηση των τιμών του πετρελαίου μετά το εμπάργκο λειτούργησε προς όφελος του δολαρίου. Επειδή οι Ηνωμένες Πολιτείες ήταν σχετικά αυτάρκης σε πετρέλαιο εκείνη την εποχή, το δολάριο ΗΠΑ ήταν σε θέση να αντιμετωπίσει την κατάσταση αυτή. Η δύναμη του δολαρίου επέτρεψε στις Ηνωμένες Πολιτείες την άρση των ελέγχων στις εκροές κεφαλαίων τον Ιανουάριο του 1974. Σε μια συνάντηση το 1976 στην Τζαμάικα, εγκρίθηκε το σύστημα ισοτιμιών που εμφανίστηκε το 1971, με την επικύρωση να έρχεται, τον Απρίλιο του 1978. Οι μεταβλητές συναλλαγματικές ισοτιμίες, που χρησιμοποιούνταν εκτεταμένα, κρίθηκαν αποδεκτές από τα μέλη του ΔΝΤ, και οι Κεντρικές Τράπεζες είχαν τη δυνατότητα παρέμβασης και διαχείρισης των διακυμάνσεων προς αποφυγή αδικαιολόγητων αλλαγών. Ο χρυσός έχασε επίσης τη θέση του και η μισή ποσότητά χρυσού του ΔΝΤ επέστρεψε στα μέλη. Η άλλη μισή πουλήθηκε, και τα έσοδα επρόκειτο να χρησιμοποιηθούν για τη στήριξη φτωχών κρατών. Οι διαδικασίες πώλησης ολοκληρώθηκαν το Μάιο του 1980. Οι προεδρικές εκλογές του 1980 και η υιοθέτηση πολιτικής «στήριξης της προσφοράς» από την κυβέρνηση Reagan ακολουθήθηκε από μια περίοδο αυξημένων δημοσιονομικών και εμπορικών ελλειμμάτων. Το δολάριο βίωσε μια ουσιαστική ανατίμηση, επιβαρύνοντας περαιτέρω το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ. Η ανατίμηση αυτή πραγματοποιήθηκε στο πλαίσιο της επιδείνωσης της κρίσης του χρέους του τρίτου κόσμου, που επιδεινώθηκε από την υψηλή τιμή του δολαρίου, δεδομένου ότι το μεγαλύτερο μέρος του χρέους είναι εκφρασμένο σε δολάρια, ήταν ακριβότερο για τα χρεωμένα κράτη, όπως Βραζιλία, Μεξικό, και Βενεζουέλα να αποκτήσουν δολάρια για την κάλυψη των πληρωμών εξυπηρέτησης του χρέους. Προσθέτοντας επιπλέον δυσκολίες στα χρεωμένα κράτη παρουσιάστηκε μία γενική μείωση πληθωρισμού, που ήταν ιδιαίτερα ζημιογόνα για τις εξαγωγές των πόρων, συμπεριλαμβανομένου και του πετρελαίου, που αποτελούσε μεγάλο μέρος των εσόδων τους. Επιπλέον, λόγω του ότι οι χρεωμένες χώρες έπρεπε να ανταποκριθούν στην αποπληρωμή του χρέους, δεν μπορούσαν να μειώσουν το την παραγωγή πετρελαίου και των άλλων πόρων, όπως θα έπρεπε να κάνουν κανονικά με τις επικρατούσες χαμηλές τιμές. Σε ορισμένα μάλιστα από τα χρεωμένα κράτη η παραγωγή αυξήθηκε προκειμένου να αντισταθμιστεί η απώλεια εσόδων από τις χαμηλότερες τιμές, γεγονός που πίεσε ακόμα χαμηλότερα τις τιμές των εξαγωγών τους. Η μείωση δηλαδή της τιμής του πετρελαίου και άλλων αγαθών ωθούσε τους παραγωγούς να παράγουν περισσότερο για να ανταποκριθούν στην αποπληρωμή του

χρέους, οδηγώντας τις τιμές σε χαμηλότερο επίπεδο και ούτω καθεξής. Η κρίση χρέους του τρίτου κόσμου δείχνει πώς υπάρχει μεγάλου βαθμού χρηματοδοτική και οικονομική αλληλεξάρτηση. Οι χώρες πλέον αναγνωρίζουν ότι η αποτυχία των άλλων χωρών θα πλήξει και τις δικές τους χώρες. Έχει πλέον αναγνωριστεί ότι το παγκόσμιο όφελος δεν μπορεί πλέον να επιτευχθεί μέσω ανεξάρτητων, ανταγωνιστικών δράσεων. Το ίδιο συμπέρασμα προκύπτει από την εξέταση της συμφωνίας στο Plaza το 1985.

1.2.4 Το Ευρωπαϊκό “φίδι”

Οι ευρωπαϊκές χώρες στράφηκαν προς τη δημιουργία ενός νέου θεσμικού πλαισίου, το οποίο θα παρείχε τη δυνατότητα σταθεροποίησης των ισοτιμιών των δικών τους νομισμάτων. Συγκεκριμένα μετά τη σύνοδο της Βασιλείας, οι διοικητές των Ευρωπαϊκών Κεντρικών Τραπεζών εισήγαγαν ένα νέο μηχανισμό προκειμένου να καταστεί δυνατός ο έλεγχος της διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ο μηχανισμός αυτός ονομάστηκε ευρωπαϊκό “φίδι” ή φίδι στη σήραγγα (European snake or snake in the tunnel). Το “φίδι” τέθηκε σε λειτουργία στις 24 Απριλίου του 1972. Με τη λειτουργία του οι Ευρωπαϊκές Κεντρικές Τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να προβούν σε αγοραπωλησία ευρωπαϊκών νομισμάτων υπό την προϋπόθεση ότι η διακύμανση των ισοτιμιών δε θα υπερέβαινε το περιθώριο του 2,25%⁵.

Λιγότερο από δύο χρόνια μετά την εφαρμογή του, ο μηχανισμός είχε χάσει αρκετούς από τους υποστηρικτές του εντός των συνόρων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων της κοινότητας μπορούσαν να κινούνται στο 4,5% αλλά μόνο 2,25% σε σχέση με το δολάριο. Στην πράξη είχαν παρατηρηθεί αποκλίσεις ακόμα και της τάξεως του 9%.

Πριν τη συμφωνία της Βασιλείας στόχος των νομισματικών αρχών ήταν η τήρηση της επιτρεπόμενης ζώνης διακύμανσης (4,5%). Οι Κεντρικές Τράπεζες της Ευρώπης μπορούσαν να προβούν σε αγοραπωλησία του αμερικανικού νομίσματος στην αγορά συναλλάγματος, τηρώντας τη διακύμανση των νομισμάτων τους σε σχέση με το δολάριο εντός του επιτρεπτού πλαισίου. Με τον τρόπο αυτό οι νομισματικές αρχές της Ευρωπαϊκής Κοινότητας επετύγχαναν τον περιορισμό των διακυμάνσεων στα κοινοτικά νομίσματα. Το δολάριο θεωρούνταν το μόνο παρεμβατικό νόμισμα.

Με τη συμφωνία της Βασιλείας, οι Κεντρικοί Τραπεζίτες από σεβασμό προς την ευρωπαϊκή συμφωνία συναλλαγματικών ισοτιμιών, προωθούσαν τις ισοτιμίες της Κοινότητας. Αν για παράδειγμα υποτεθεί πως το γερμανικό μάρκο είχε την υψηλότερη τιμή στο “φίδι” και το γαλλικό φράγκο τη χαμηλότερη και η μεταξύ τους απόκλιση κινδύνευε να υπερβεί το 2.25%. Στην περίπτωση αυτή η Κεντρική Τράπεζα της Γερμανίας (Bundesbank) θα προέβαινε σε αγορά γαλλικού φράγκου στην αγορά της Φρανκφούρτης, πράξη που θα επέτρεπε στο γαλλικό νόμισμα να παραμείνει εντός του “φιδιού”. Τριάντα ημέρες μετά το τέλος του μήνα στον οποίο πραγματοποιήθηκε η αγορά η γαλλική Κεντρική Τράπεζα (Banque de France) θα έπρεπε να επαναγοράσει

⁵ Το ποσοστό του 2,25% είχε οριστεί στη Σμισθονια συμφωνία βλ 1.1.3

την ποσότητα φράγκων που είχαν αγοραστεί από τη Γερμανία. Ένα τέτοιο περιστατικό κόστισε στη Γαλλία 2 δις \$. Με το παράδειγμα αποδεικνύεται πως η πίεση στις συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορεί να προκαλέσει σημαντικές εκροές ξένου νομίσματος ενδοκοινοτικά. Οι περισσότερες αδυναμίες της περιόδου συνδέονται με την αποδυνάμωση του δολαρίου σε συνδυασμό με την ισχύ του γερμανικού μάρκου. Μεταξύ του 1974 και του 1976 υποτιμήθηκαν το ιταλικό, το βρετανικό, το ιρλανδικό και το γαλλικό νόμισμα λόγω του καλπάζοντος πληθωρισμού. Λόγω της ανισχυρότητας των νομισμάτων οι παραπάνω χώρες αναγκάστηκαν να εγκαταλείψουν επανειλημμένα το φίδι. Τελικά οι μοναδικές χώρες που παρέμειναν ήταν οι χώρες της ζώνης του μάρκου: Γερμανία, Δανία και η τρεις χώρες της Benelux (Βέλγιο, Ολλανδία και Λουξεμβούργο).

Το ευρωπαϊκό “φίδι” υπήρξε αδιαμφισβήτητα αποτελεσματικό στη αποτροπή ορισμένων διαταραχών, δεν κατάφερε όμως να επιλύσει τα προβλήματα που οφείλονταν στην έλλειψη συντονισμού των οικονομικών πολιτικών.

1.2.5 Οργάνωση για ένα Κοινό Νόμισμα

Μία πιο ολοκληρωμένη προσπάθεια προς τη δόμηση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος ξεκίνησε το Μάρτιο του 1979 με τη συμμετοχή οκτώ εκ των εννέα μελών της Ευρωπαϊκής κοινότητας (εκτός της Μεγάλης Βρετανίας). Τη χρονική περίοδο εκείνη τα ποσοστά πληθωρισμού των χωρών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ανέρχονταν στο ποσοστό των δέκα ποσοστιαίων μονάδων (10%) . Η προοπτική αναπροσαρμογής των πληθωριστικών πιέσεων οδηγεί σε αποσταθεροποίηση των διεθνών κεφαλαιακών ροών καθώς οι επενδυτές κερδοσκοπούν ενόψει μιας δυνητικής αποδυνάμωσης των νομισμάτων. Για να συγκρατήσουν τις κεφαλαιακές ροές τα μέλη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας επέβαλαν εκτενείς ελέγχους , περιορίζοντας τη δυνατότητα των ιδιωτών να προβαίνουν σε αγοραπωλησία συναλλάγματος. Με την επιβολή των ελέγχων εμπόδιζε τους επενδυτές να προμηθευτούν μικρότερο κεφάλαιο. Οι πληθωριστικές πιέσεις περιορίστηκαν σε όλη την Ευρώπη από τα μέσα της δεκαετίας του '80 και μέχρι το 1987 έγινε άρση των περισσότερων κεφαλαιακών ελέγχων. Από το 1986 μέχρι το τέλος της δεκαετίας δεν παρουσιάστηκαν επιπλέον αναπροσαρμογές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Είχαν μπει τα θεμέλια για ένα ενιαίο νόμισμα.

Η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη το 1986 ήταν ακόμη ένα βήμα προς την οικονομική ολοκλήρωση της Ευρωζώνης. Το 1989 δημοσιεύτηκε η έκθεση του προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ζακ Ντελόρ ο οποίο δήλωνε “μία ενιαία αγορά, απαιτεί ένα ενιαίο νόμισμα” . Η έκθεση λοιπόν πρότεινε η μετάβαση σε ένα ενιαίο νόμισμα να πραγματοποιηθεί σε 3 στάδια: το 1ο προέβλεπε διεύρυνση συμμετοχής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, το 2ο τον περιορισμό της ζώνης διακύμανσης των ισοτιμιών και το 3ο στάδιο προέβλεπε την ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών μέχρι το βαθμό δημιουργίας ενός Ευρωπαϊκού Συστήματος. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ όρισε ένα χρονοδιάγραμμα υλοποίησης των παραπάνω σταδίων. Το χρονοδιάγραμμα δεν εφαρμόστηκε και δεδομένου ότι είχε παρέλθει ένας ολόκληρος χρόνος, η προοπτική ενός ενιαίου Ευρωπαϊκού νομίσματος

φάνταζε αμφίβολη. Ο Ιούνιο του 1992 με τη Δανία να καταψηφίζει τη συνθήκη του Μάαστριχτ και με ένα μέρος των πολιτών να αμφιβάλουν για την αξιοπιστία ενός κοινού νομίσματος, πραγματοποιήθηκαν κερδοσκοπικές επιθέσεις στις Ευρωπαϊκές αγορές. Το Σεπτέμβριο του 1992 Μεγάλη Βρετανία και Ιταλία αποχωρούν από το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Σουηδία και Φινλανδία αναγκάστηκαν να υποτιμήσουν το μάρκο αργότερα μέσα στο τρίμηνο και το 1993 η Γαλλία διατήρησε τη συμμετοχή της στο ΜΣΙ διευρύνοντας τη διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας από 2,25% σε 15%.

1.3 Σύγχρονος Νομισματικός Κόσμος

1.3.1 Η Ασιατική Κρίση

Οι Ασιατικές χώρες εμφανίζονταν προστατευμένες μέσα στο χρόνο από τις ακραίες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι κυβερνήσεις τους είχαν υιοθετήσει αποτελεσματικές αποπληθωριστικές πολιτικές σε σύγκριση με Αμερική και Ευρώπη. Βασικό στοιχείο των οικονομιών αυτών ήταν, τα μεγάλα ποσοστά ανάπτυξης λόγω των εξαγωγών με τη διατήρηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών που ενίσχυαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Η Ασιατική Κρίση ήταν καταστροφική ακριβώς επειδή παρουσιάστηκε παρά το ευνοϊκό οικονομικό και χρηματοπιστωτικό πλαίσιο. Στο διάστημα 1992 με 1995 η κινεζική οικονομία παρουσίαζε διψήφια ποσοστά ανάπτυξης. Ινδονησία, Μαλαισία, Σιγκαπούρη, Νότιος Κορέα και Ταϊλάνδη, είχαν ρυθμό ανάπτυξης που υπερέβαινε το 7%. Το 1994-1995 ετήσιο ποσοστό αύξησης των εξαγωγών για Μαλαισία, Φιλιππίνες, Σιγκαπούρη και Ταϊλάνδη, κορυφώθηκε στο 30%. Μέχρι το 1996 η καθαρή εισροή ιδιωτικού κεφαλαίου άγγιξε το 5% του ΑΕΠ της Κορέας, 6% της Ινδονησίας, 9% της Ταϊλάνδης και 10% των Φιλιππινών. Τα πολύ θετικά οικονομικά στοιχεία της Ασίας την έκαναν ελκυστική στους επενδυτές. Ένας εξ αυτών ήταν τα χαμηλά επιτόκια στα μεγάλα χρηματοδοτικά κέντρα τροφοδοτώντας την αναζήτηση αποδόσεων. Το κόστος δανεισμού σε γεν υποχώρησε σε χαμηλά επίπεδα αντανακλώντας την ύφεση στην Ιαπωνία και οι αποδόσεις των επενδύσεων στις Η.Π.Α. ήταν απογοητευτικές λόγω της εκτίναξης της αγοράς. Οι επενδυτές στράφηκαν σε αναδυόμενες αγορές. Δανείζονταν σε δολάρια και γεν για να επενδύσουν σε τίτλους υψηλής απόδοσης, στρατηγική γνωστή ως Carry Trade⁶. Το ότι τα ασιατικά νομίσματα ήταν συνδεδεμένα με το δολάριο σήμαινε αυτομάτως την ελαχιστοποίηση του κινδύνου μείωσης των κερδών από συναλλαγματικές διακυμάνσεις. Οι ασιατικές κυβερνήσεις χρησιμοποιούσαν τις τράπεζες ως εργαλεία οικονομικής ανάπτυξης. Πιέζοντας τις τράπεζες να διοχετεύσουν κεφάλαια στη βιομηχανία είχαν υποχρεώσει τις αρχές να στηρίξουν τις τράπεζες σε περίπτωση δυσκολιών. Οι ξένοι επενδυτές λοιπόν δάνειζαν εκτεταμένα στις ιαπωνικές τράπεζες με την πεποίθηση ότι δεν θα επιτρεπόταν η κατάρρευσή τους.

Οι οικονομικοί παράγοντες διεθνώς σε άμεση συσχέτιση με τις λανθασμένες πολιτικές που εφαρμόζονταν στις αναπτυσσόμενες αγορές δημιούργησαν μεγάλη αστάθεια. Η σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας επέτρεψε στους επενδυτές να υποθέσουν ότι ο συναλλαγματικός κίνδυνος ήταν ανύπαρκτος. Αποτέλεσμα ήταν μεγάλες κεφαλαιακές ροές που ήταν αδύνατο να διαχειριστούν. Οι κυβερνήσεις άνοιξαν το λογαριασμό κεφαλαίου προτού μετακινηθούν σε μια πιο ευέλικτη συναλλαγματική ισοτιμία, ενώ τόσο η οικονομική θεωρία, όσο και η κοινή λογική υπαγόρευαν το αντίθετο. Οι ασιατικές κυβερνήσεις όμως έπρατταν με αποκλειστικό γνώμονα την ανάπτυξη και στο πλαίσιο αυτό δεν ήταν διατεθειμένοι να αποτρέψουν τις ξένες επενδύσεις. Το μοντέλο ανάπτυξης στηριζόταν στο εμπόριο που με τη σειρά του

⁶ Επενδυτική στρατηγική κατά την οποία ένας επενδυτής πουλά ένα νόμισμα με σχετικά χαμηλό επιτόκιο και με το χρηματικό προϊόν της πώλησης αγοράζει ένα άλλο νόμισμα με μεγαλύτερο επιτόκιο.

στηριζόταν στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ήταν λοιπόν αυτή η χρονική περίοδος που η περιοχή δέχτηκε αλλεπάλληλες αναταράξεις.

Ενώ η σοβαρότητα και η διεισδυτικότητα της ασιατικής οικονομικής κρίσης, δεν ήταν ξεκάθαρη μέχρι την υποτίμηση του ταϊλανδικού μπατ (Thai baht) τον Ιούλιο του 1997, έντονα προβλήματα χρεοκοπίας στην ευρύτερη περιοχή της Ασίας κάνουν την εμφάνισή τους από τον Ιανουάριο του 1997, τουλάχιστον.

Το νόμισμα της Ταϊλάνδης (Thai baht) ήταν το πιο υπερτιμημένο από όλα τα ασιατικά νομίσματα. Οι κεφαλαιακές ροές τροφοδότησαν μια έκρηξη επενδύσεων που πυροδότησαν την αύξηση των εγχώριων τιμών. Η πλειοψηφία των επενδύσεων αυτών ήταν αμφισβητήσιμης ποιότητας. Το χρηματιστήριο της Μπανγκόγκ υποχωρούσε σταθερά από το δεύτερο εξάμηνο του 1996. Το νόμισμα δεχόταν πίεση. Η κυβέρνηση είχε ειδοποιηθεί επανειλημμένα από το ΔΝΤ για το υπερτιμημένο νόμισμα και για την κατάσταση που δεν μπορεί να υποστηριχθεί. Οι υπεύθυνοι όμως ήλπιζαν σε μία ανατροπή της κατάστασης. Εξακολουθούσαν να επιτρέπουν την ανάπτυξη επενδύσεων, φοβούμενοι μία πτώση της ανάπτυξης και αρνούσαν την αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας εκτιμώντας πως μία τέτοια κίνηση θα κλόνιζε την εμπιστοσύνη προς τη χώρα. Σε μία προσπάθεια αναβολής της στιγμής του απολογισμού ενθάρρυναν τον δανεισμό των τραπεζών από το εξωτερικό. Η ματαιώση όμως αυτή δε μπορούσε να συμβαίνει επ' άπειρον. Στις 2 Ιουλίου η κυβέρνηση αναγκάστηκε να υποτιμήσει το νόμισμα της χώρας. Ενώ η κρίση της Ταϊλάνδης ήταν προβλέψιμη, αυτό που δεν αναμενόταν ήταν εξάπλωσή της και στις υπόλοιπες χώρες. Η πίεση μεταβιβάστηκε άμεσα στις Φιλιππίνες όπου και εκεί το τοπικό νόμισμα (philippine peso/PHP) πέρασε σε καθεστώς κυμαινόμενης ισοτιμίας ακολουθώντας το baht εντός δεκαήμερου. Ακολούθησαν Ινδονησία και Μαλαισία. Κοάλα Λουμπούρ και Τζακάρτα που δεν κατάφεραν να αντισταθούν στο κύμα αλλαγής συναλλαγματικού καθεστώτος.

Στην Κορέα, η διεξαγωγή εκλογών και το ασταθές κλίμα δημιούργησε επιπλέον ανησυχία στους επενδυτές. Η οικονομία της Νοτίου Κορέας βρισκόταν στην 11^η θέση στη λίστα με τις πιο ισχυρές οικονομίες παγκοσμίως. Οι πιέσεις που δεχόταν η χρηματιστηριακή αγορά όμως είχαν προκαλέσει αβεβαιότητα. Μερική αποσυμπίεση προήλθε όταν στη σύνοδο των G-7 αποφασίστηκε να δοθούν στη χώρα βραχυπρόθεσμα δάνεια για ανανέωση των πιστώσεών της. Στην περίπτωση της Κορέας βοήθησε το ότι η πρόσφατα σχηματισμένη κυβέρνηση ήταν απόλυτα προσαρμοσμένη στις προταγές του ΔΝΤ. Αντιθέτως οι πολιτικές που ακολουθήθηκαν στην Ινδονησία προκάλεσαν αιμορραγία κεφαλαιακών ροών εκτός των συνόρων της. Τραπεζικό και οικονομικό σύστημα κατέρρεαν βυθίζοντας τη χώρα σε βαθιά ύφεση.

Η οικονομική κρίση προκάλεσε κατακόρυφη πτώση της παραγωγής στην Ασία. Η μόνη προστατευμένη χώρα φαινόταν να είναι η Κίνα. Μέσα σε ένα έτος όμως οι οικονομίες ανέκτησαν ορισμένα θεμελιώδη στοιχεία. Οι μεγάλες υποτιμήσεις στα νομίσματα τόνωσαν τις εξαγωγές. Η αναδιάρθρωση και αναχρηματοδότηση των αφερέγγυων τραπεζών τόνωσε το δανεισμό. Μετριάστηκαν οι περιορισμοί των άμεσων

ξένων επενδύσεων. Περισσότερο ευέλικτα συναλλαγματικά καθεστώτα είχαν επισήμως τεθεί σε ισχύ. Μία Θεωρία για το τι συνέβη στην Ασία με βήματα:

- Το προβληματικό τραπεζικό σύστημα, προκάλεσε απώλεια εμπιστοσύνης στις οικονομίες αυτές, διεθνώς.
- Η απώλεια εμπιστοσύνης προκάλεσε αύξηση των επιτοκίων.
- Η αύξηση των επιτοκίων μείωσε τις τιμές των μετοχών και των υπόλοιπων περιουσιακών στοιχείων.
- Οι χαμηλές τιμές των περιουσιακών στοιχείων μείωσαν την αξία της εμπράγματης εγγύησης (collateral) που χρησιμοποιούνταν για τα τραπεζικά δάνεια.
- Η μειωμένη εγγύηση προκάλεσε αύξηση του επιτοκίου υπερημερίας (default rate)⁷.
- Η αύξηση του παραπάνω επιτοκίου επιδείνωσε τα προβλήματα του τραπεζικού τομέα.

Επιστέφοντας στο πρώτο βήμα ολοκληρώνεται ο κύκλος.

Πολλοί οικονομολόγοι υποστήριζαν πως η πολιτική αλλοίωση του τραπεζικού συστήματος αποτελούσε το κυρίως πρόβλημα το οποίο επιδεινώθηκε από αυτό το φαύλο κύκλο απώλειας εμπιστοσύνης.

Ο ρόλος του ΔΝΤ στην ασιατική κρίση κρίθηκε αμφιλεγόμενος. Η παρέμβαση με ρευστά διαθέσιμα για την στήριξη των πληγέντων από την κρίση οικονομιών προϋπέθετε μία σειρά μεταρρυθμίσεων. Ζητήθηκαν φορολογικές αυξήσεις και μείωση των δημοσίων δαπανών με σκοπό τη μείωση του ελλείμματος του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και αύξηση των επιτοκίων για συγκράτηση του πληθωρισμού. Επιπλέον, εισήγαγε ελέγχους και ρυθμίσεις από τις νομισματικές αρχές. Η κινήσεις του ΔΝΤ κατακρίθηκαν τόσο πριν την κρίση όσο και κατά τη διάρκεια αυτής. Πριν την κρίση θεωρήθηκε πως βοήθησε στην απορρύθμιση των ασιατικών αγορών ενθαρρύνοντας την ανεξέλεγκτη ροή κεφαλαίων. Αναφορικά με τον αμφιλεγόμενο χειρισμό του ΔΝΤ κατά τη διάρκεια της κρίσης, εκτιμάται πως το λάθος έγκειται στο ότι προσέγγισε την κρίση σαν μία παραδοσιακή κρίση ανισοροπίας ισοζυγίου πληρωμών. Το πρόβλημα όμως εντοπίζονταν στα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Τέλος, η εφαρμογή των πολιτικών του ΔΝΤ στις προβληματικές χώρες τις οδήγησε σε εντονότερη ύφεση. Ωστόσο υπήρχαν και θετικές εξελίξεις. Το 2005 ένας αριθμός χωρών όπως Κίνα, Ινδία, Σιγκαπούρη και Μαλαισία είχαν προχωρήσει σε υιοθέτηση παρόμοιων πολιτικών αναφορικά με τη διαχείριση των νομισμάτων τους. Άλλες όπως η Κορέα, οι Φιλιππίνες και η Ταϊλάνδη υιοθέτησαν παρόμοια αποπληθωριστικά καθεστώτα. Γινόταν λόγος για μια Ασιατική Νομισματική Ένωση όπως αυτή της

⁷το επιτόκιο που εφαρμόζεται σε μια δανειακή σύμβαση στην περίπτωση που ο δανειολήπτης καθυστερήσει την πληρωμή μιας ή περισσότερων δόσεων ή αποφύγει συνολικά την αποπληρωμή του δανείου στον δανειοδότη. Συνήθως ορίζεται δια Νόμου αλλά μπορεί να αποτελέσει και αντικείμενο συμφωνίας των μερών, παίρνει δε τη μορφή προσαύξησης του ονομαστικού επιτοκίου

Ευρώπης το 1999. Δεδομένων όμως των πολλών διαφορετικών πολιτικών συστημάτων και παραδόσεων μία τέτοια ένωση θα ήταν δύσκολο να επιτευχθεί.

1.3.2 Ο Δρόμος για το Ευρώ

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ απαιτεί από τις χώρες της ΕΕ να ικανοποιήσουν αρκετά κριτήρια πριν από την εισαγωγή στην ΟΝΕ. Μεταξύ των κριτηρίων αυτών είναι τα ακόλουθα:

- Ο ρυθμός πληθωρισμού της χώρας το έτος πριν από την εισαγωγή της πρέπει να είναι μικρότερος από 1,5% του μέσου όρου των τριών κρατών μελών της ΕΕ με το χαμηλότερο πληθωρισμό.
- Η χώρα πρέπει να διατηρήσει στο πλαίσιο του ΜΣΙ μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία χωρίς να προβεί σε υποτίμηση με δική της πρωτοβουλία.
- Το έλλειμμα του δημόσιου τομέα της χώρας δεν επιτρέπεται να ξεπερνά το 3% του ΑΕΠ της.
- Η χώρα πρέπει να έχει δημόσιο χρέος μικρότερο του 60% του ΑΕΠ της

Η Συνθήκη προβλέπει τη συνεχή παρακολούθηση των κριτηρίων 3 και 4 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ακόμη και μετά την εισαγωγή στην ΟΝΕ, και την επιβολή κυρώσεων σε χώρες που παραβιάζουν τους δημοσιονομικούς κανόνες αυτούς και δεν διορθώνουν τις καταστάσεις των "υπέρογκων" ελλειμμάτων και του χρέους. Η επιβολή κυρώσεων σε χώρες με υψηλά ελλείμματα και χρέη έθεσε τις εθνικές κυβερνήσεις υπό περιορισμό στην άσκηση των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών τους. Επιπλέον, το Σύμβολο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) που διαπραγματεύθηκαν οι Ευρωπαίοι ηγέτες το 1997, σφίγγει περαιτέρω τον δημοσιονομικό κλοιό. Το ΣΣΑ καθορίζει "το μεσοπρόθεσμο στόχο για σχεδόν ισοσκελισμένες ή πλεονασματικές θέσεις". Θέτει, επίσης, ένα χρονοδιάγραμμα για την επιβολή κυρώσεων στις χώρες που αποτυγχάνουν να διορθώσουν καταστάσεις ελλειμμάτων και χρέους. Πριν την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ, οι χώρες με χαμηλό πληθωρισμό όπως η Γερμανία επιζητούσαν διαβεβαιώσεις από τους εταίρους τους στην ΟΝΕ πως είχαν μάθει να προτιμούν ένα περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού και δημοσιονομικής πειθαρχίας. Φοβόντουσαν ότι, το ευρώ μπορεί να ήταν ένα αδύναμο νόμισμα. Μια υπερχρεωμένη κυβέρνηση που συνεχίζει να δανείζεται θα διαπιστώσει ότι η ζήτηση της αγοράς για τα ομόλογα της εξαφανίζεται. Ένας άλλος φόβος για την ΟΝΕ ήταν ότι η νέα Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα αντιμετώπιζε πιέσεις σε τέτοιες καταστάσεις προκειμένου να αγοράσει άμεσα το δημόσιο χρέος, τροφοδοτώντας έτσι αύξηση της προσφοράς χρήματος και πληθωρισμό. Οι ψηφοφόροι σε χώρες με παραδοσιακά χαμηλό πληθωρισμό ανησυχούσαν ότι στο πλαίσιο της ΟΝΕ οι συνετές κυβερνήσεις θα ήταν αναγκασμένες να πληρώσουν για τις σπάταλες κυβερνήσεις που δανείστηκαν περισσότερο από όσα μπορούν να αντέξουν οικονομικά. Καθώς η ΟΝΕ πλησίασε το 1997, η γερμανική κοινή γνώμη παρέμενε αντίθετη στο ευρώ. Η γερμανική κυβέρνηση απαίτησε το ΣΣΑ ως έναν τρόπο να πείσει τους εγχώριους ψηφοφόρους ότι το νέο Ευρώ-σύστημα θα παράγει πράγματι χαμηλό πληθωρισμό. Κατά ειρωνικό τρόπο, η

Γερμανία (μαζί με τη Γαλλία) είναι από τις χώρες που ήταν σε διαρκή παράβαση των δημοσιονομικών κανόνων του Μάαστριχτ! Μετά από γαλλική και γερμανική παρότρυνση, η ΕΕ εγκατέλειψε το ΣΣΑ το 2005. Συνεπώς, το ΣΣΑ ουσιαστικά δεν εφαρμόστηκε στην πράξη ποτέ. Μέχρι το Μάιο του 1998, ήταν σαφές ότι οι 11 χώρες της ΕΕ πληρούσαν τα κριτήρια σύγκλισης του 1997 και θα αποτελέσουν τα ιδρυτικά μέλη της ΟΝΕ: Αυστρία, Βέλγιο, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες, την Πορτογαλία και την Ισπανία. Η Ελλάδα δεν πληρούσε κανένα από τα κριτήρια το 1998, παρόλο που τελικά φάνηκε να πέρασε το σύνολο των δοκιμών της ΟΝΕ και εντάχθηκε την 1 Ιανουαρίου του 2001. Από τότε, Σλοβενία (την 1η Ιανουαρίου 2007), Κύπρος και Μάλτα (από την 1η Ιανουαρίου 2008), Δημοκρατία της Σλοβακίας (1η Ιανουαρίου 2009), και Εσθονία (1 Ιανουαρίου 2011) έχουν ενταχθεί στη ζώνη του ευρώ.

Στοιχεία Θεωρίας Άριστων Νομισματικών Περιοχών και η Σύγκριση Κόστους Οφέλους ΝΕ

Η θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών (ΑΝΠ) διερευνά τα κριτήρια που μια χώρα οφείλει να πληροί προκειμένου η εισαγωγή της σε μια νομισματική ένωση να αξιολογείται ως ωφέλιμη. Η θεωρία των ΑΝΠ δύναται να χρησιμοποιηθεί και ως μέσο για την επιλογή του βέλτιστου συναλλαγματικού καθεστώτος. Η Θεωρία αρχικά αναπτύχθηκε στο άρθρο του Robert A. Mundell (1961). Στη συνέχεια ασχολήθηκαν με αυτήν οι McKinnon (1963) και Kenen (1969). Οι τρεις οικονομολόγοι υπήρξαν θεμελιωτές των παραδοσιακών κριτηρίων. Περίπου 50 χρόνια μετά έχει εισαχθεί μεγάλος αριθμός σύγχρονων κριτηρίων και οικονομετρικών μοντέλων. Θα πρέπει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι δεν υπάρχει κάποιος αλγόριθμος που να υπολογίζει ξεκάθαρα ότι μια χώρα θα πρέπει να ενταχθεί σε μια νομισματική ζώνη ή το αντίθετο.

2 Άριστη Νομισματική Περιοχή

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1960 οι οικονομολόγοι επεδίωξαν την επίλυση του ζητήματος βελτιστοποίησης των νομισματικών περιοχών, υπό την έννοια της επιλογής του καταλληλότερου συστήματος για μια ομάδα χωρών οι οποίες συμμετέχουν σε μια οικονομική ένωση. Στο πλαίσιο αυτό διαμορφώθηκε η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών.

2.1 Παραδοσιακά και Σύγχρονα Κριτήρια

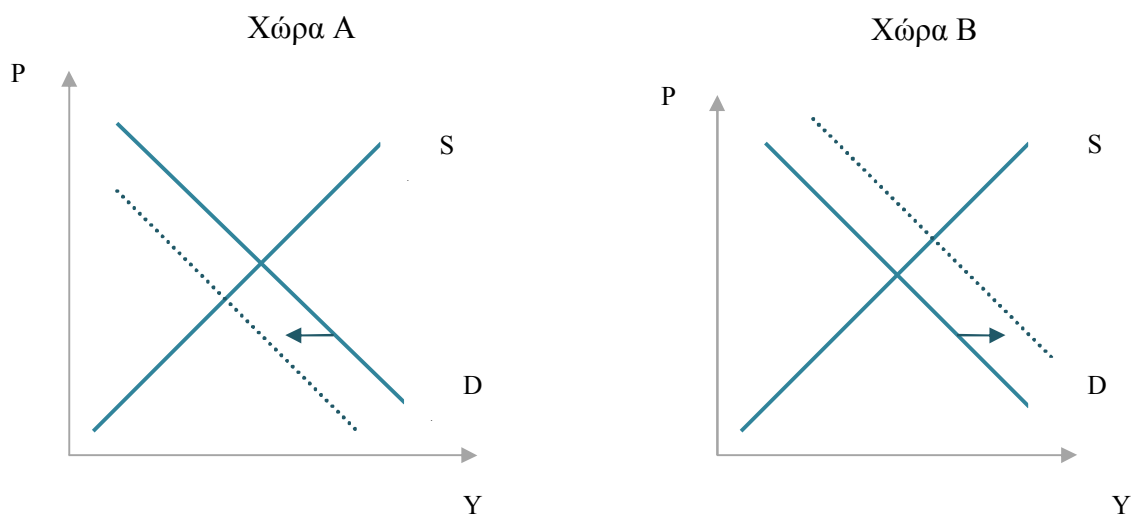
Τα χαρακτηριστικά κριτήρια των ΑΝΠ περιλαμβάνουν: την κινητικότητα της εργασίας και άλλων παραγωγικών συντελεστών, την ευελιξία τιμών και μισθών, το βαθμό ανοίγματός της οικονομίας, τη διαφοροποίηση παραγωγής και κατανάλωσης, την ομοιότητα στα ποσοστά πληθωρισμού, τη φορολογική και πολιτική ολοκλήρωση. Αργότερα προστέθηκε η ομοιότητα των διαταραχών. Το κύριο μειονέκτημα του αρχικού σταδίου ήταν ότι έλειπε η δυνατότητα να στάθμισες των διάφορων κριτηρίων δεδομένου ότι στην πλειοψηφία τους δεν είχαν ακόμα εμπειρικό περιεχόμενο.

2.1.1 Παραδοσιακά κριτήρια

Η πρώτη φορά που χρησιμοποιήθηκε η φράση “άριστη νομισματική περιοχή”, ήταν από τον Mundell το 1961 στο άρθρο του με τίτλο «Μία θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών» (A Theory of Optimum Currency Areas). Αυτή ήταν επίσης η πρώτη φορά που κάποιος δήλωσε ότι μια νομισματική ζώνη, είναι μία περιοχή, της οποίας τα σύνορα δεν θα έπρεπε να συμπίπτουν υποχρεωτικά με τα κρατικά σύνορα. Προσπάθησε να απαντήσει στο αν οι χώρες θα έπρεπε να έχουν δικά τους νομίσματα και ποιο είναι το κατάλληλο πλαίσιο ενός κοινού νομίσματος. Εκείνη την εποχή, τίθετο περισσότερο σαν ακαδημαϊκό και λιγότερο σαν πρακτικό ερώτημα. Στις μέρες μας

όμως, δεδομένης της ευρωπαϊκής περίπτωσης η Θεωρία των ΑΝΠ είναι ιδιαίτερα επίκαιρη.

Σύμφωνα με το Mundell το κριτήριο του *βαθμού κινητικότητας των παραγωγικών συντελεστών*, και ιδιαίτερα της *εργασίας και του κεφαλαίου* αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα στο σχηματισμό Άριστης Νομισματικής Περιοχής. Σύμφωνα με αυτό παραθέτει το παρακάτω παράδειγμα: Υποθέτουμε ότι δύο χώρες Α και Β συνιστούν μία νομισματική ένωση⁸. Υποθέτουμε επίσης πως οι δύο χώρες πλήττονται από μία ασύμμετρη διαταραχή ζήτησης. Οι καταναλωτές της νομισματικής ένωσης αρχίζουν να προτιμούν περισσότερο τα προϊόντα της χώρας Β και λιγότερο τα προϊόντα της χώρας Α. Οι συνέπειες της διαταραχής παρουσιάζονται στο παρακάτω σχήμα.



Διάγραμμα 2-1 - Διαταραχές ζήτησης στις χώρες Α και Β

Πηγή: De Grauwe 2006

Αποτέλεσμα των μετατοπίσεων είναι αύξηση της ανεργίας στη χώρα Α και αύξηση του επιπέδου τιμών στη χώρα Β. Η ασυμμετρία αυτή μπορεί να αντιμετωπιστεί με τη μεταφορά παραγωγικών συντελεστών από τη χώρα Α στη χώρα Β. Ο Mundell αναφέρεται σε δύο μηχανισμούς:

α) Ευελιξία των μισθών

Με την εφαρμογή του μηχανισμού αυτού η εξέλιξη είναι η ακόλουθη: Οι άνεργοι της χώρας Α μειώνουν τις απαιτήσεις τους στον μισθολογικό τομέα και δέχονται χαμηλότερες αμοιβές. Στη χώρα Β οι μισθοί πρόκειται να έχουν ανοδική πορεία λόγω της υπερβάλλουσας ζήτησης εργασίας. Η ευθεία συνολικής προσφοράς της χώρας Α μετατοπίζεται προς τα κάτω και δεξιά, λόγω των μισθολογικών μειώσεων ενώ η μεταβολή που συντελείται στη χώρα Β είναι μετατόπιση της ευθείας συνολικής προσφοράς προς τα πάνω και δεξιά ως αποτέλεσμα των αυξήσεων. Οι επιδράσεις στη

⁸ Τα εθνικά νομίσματα των δύο χωρών αντικαθίστανται από ένα κοινό νόμισμα όπου μια κοινή Κεντρική Τράπεζα ελέγχει την προσφορά του.

συνολική ζήτηση θα ενισχύσουν το μηχανισμό εξισορρόπησης. Η ανταγωνιστικότητα των προϊόντων της χώρας Α αυξάνεται, επομένως και το επίπεδο συνολικής ζήτησης. Η αύξηση αυτή αποτελεί αποτέλεσμα της αύξησης του επιπέδου τιμών της χώρας Β. Αντιθέτως η χώρα Β θα αντιμετωπίζει μείωση της ανταγωνιστικότητας των προϊόντων της η οποία διαγραμματικά εκφράζεται ως μετατόπιση της συνολικής ζήτησης προς τα κάτω και αριστερά.

β) Κινητικότητα της εργασίας

Αυτός ο δεύτερος μηχανισμός μπορεί να επαναφέρει τις δύο χώρες σε κατάσταση ισορροπίας. Οι άνεργοι της χώρας Α θα μετακινηθούν στη χώρα Β όπου υπάρχει υπερβάλλουσα ζήτηση εργασίας. Η μεταναστευτική κίνηση αυτή θα περιορίσει τις μισθολογικές μειώσεις στη χώρα Α και τις αυξήσεις στη Β. Οι πληθωριστικές πιέσεις στη χώρα Β θα υποχωρήσουν όπως και η ανεργία στη χώρα Α. *Βλέπουμε δηλαδή ότι εφόσον ικανοποιείται η συνθήκη της κινητικότητας των παραγωγικών συντελεστών μεταξύ των Α και Β, τότε αυτές έχουν μεγαλύτερο συμφέρον να σχηματίσουν Νομισματική Ένωση, η οποία θα συνιστά γι 'αυτό ΑΝΠ.*⁹

Η Θεωρία του Mundell μέσα στα χρόνια λειτούργησε ως σημείο αναφοράς. Αποτέλεσε και αντικείμενο κριτικής γεγονός που βοήθησε στην περεταίρω ανάπτυξη της. Ο δεύτερος οικονομολόγος που συνέβαλε στην ανάπτυξη της θεωρίας των ΑΝΠ ήταν ο McKinnon, ο οποίος εισήγαγε το *βαθμό ανοίγματος μιας οικονομίας στο διεθνές εμπόριο* ως βασικό κριτήριο στη διαμόρφωση της ΑΝΠ και τον ορίζει ως το λόγο των εμπορεύσιμων προς μη εμπορεύσιμων προϊόντων. Υποστηρίζει πως όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός ανοίγματος μιας οικονομίας, τόσο μεγαλύτερη ωφελιμότητα μπορεί αυτή να απολαμβάνει από την υιοθέτηση συστήματος σταθερών ισοτιμιών. Αν η οικονομία είναι κλειστή, η υιοθέτηση συστήματος μεταβλητών συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι πιο επωφελής. Όταν υφίσταται ένα βαθμός ανοίγματος της οικονομίας, είναι πολύ πιθανό οι ξένες τιμές των εμπορεύσιμων προϊόντων να μεταδοθούν στο εγχώριο κόστος ζωής. Το φαινόμενο αυτό θα προκαλέσει μείωση της ‘ψευδαίσθησης χρήματος’¹⁰ ώστε μισθοί και τιμές να επηρεαστούν σε μεγάλο βαθμό από τη συναλλαγματική ισοτιμία. Συνεπώς, μια μικρού μεγέθους ανοικτή οικονομία, θα επωφελούνταν από την ένταξή της σε μια μεγαλύτερη ζώνη κοινού νομίσματος. Για την εξισορρόπηση προβλημάτων του Ισοζυγίου Πληρωμών σε οικονομίες με υψηλό δείκτη εμπορεύσιμων/μη εμπορεύσιμων αγαθών ο McKinnon προτείνει να βασίζονται σε εναλλακτικά μέσα όπως η δημοσιονομική πολιτική.

Ο τρίτος οικονομολόγος που συνέβαλλε σημαντικά στην εξέλιξη της Θεωρίας της ΑΝΠ ήταν ο Kenen (1969) που εισήγαγε το κριτήριο της *διαφοροποίησης της παραγωγής*. Δεδομένου ότι ο Kenen πίστευε πως η τέλεια κινητικότητα της εργασίας υφίσταται σπάνια, εισήγαγε ένα νέο κριτήριο για το εάν μία οικονομία θα πρέπει να

⁹ Θαλασσινός & Σταματόπουλος (1998) σελ. 163

¹⁰ Money Illusion: σύμφωνα με τον Keynes οι μισθωτοί πάσχουν από την ψευδαίσθηση του χρήματος, δηλαδή από την αδυναμία να μεταφράσουν τα χρηματικά μεγέθη σε πραγματικά, αδυναμία να αντιληφθούν τις μεταβολές στην αγοραστική αξία του χρήματος.

έχει σταθερή ή μεταβλητή συναλλαγματική ισοτιμία. Υποστηρίζει πως η ποικιλομορφία του συνδυασμού προϊόντων ενός έθνους, μπορεί να είναι σημαντικότερη από την κινητικότητα της εργασίας. Ένα παράδειγμα για το πώς λειτουργεί το κριτήριο της διαφοροποίησης θα μπορούσε να είναι το ακόλουθο. Σε μια χώρα χωρίς ποικιλομορφία παράγεται ένα μόνο προϊόν το οποίο και εξάγεται. Αν υπάρξει μία πτώση στη ζήτηση του εξαγόμενου προϊόντος, τα έσοδα από τις εξαγωγές θα μειωθούν. Αυτή η πτώση των εσόδων μπορεί να ελαττωθεί με τη χρήση του εργαλείου της μεταβλητής συναλλαγματικής ισοτιμίας, δεδομένου ότι η πτώση της ζήτησης για το εξαγωγικό προϊόν θα μειώσει τη ζήτηση του εγχώριου νομίσματος, προκαλώντας υποτίμησή του. Το προϊόν γίνεται πιο ανταγωνιστικό και η ζήτηση τονώνεται. Αν η οικονομία είχε υιοθετήσει σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, δεν θα γινόταν αξιοποίηση του μηχανισμού και η προσαρμογή θα πραγματοποιούνταν μέσω της μείωσης μισθών και τιμών. Μια οικονομία με πολλούς τομείς παραγωγής έχει ανοιχτό εξαγωγικό τομέα. Κάθε μία από τις βιομηχανίες της οικονομίας μπορεί να υποστεί διαταραχές. Αν οι διαταραχές αυτές δεν συσχετίζονται, ένα θετικό σοκ σε μία βιομηχανία και ένα αρνητικό σοκ σε μια άλλη οδηγεί στην ακυρωτική επίδραση τους στο σύνολο των εξαγωγών (ωστόσο, πρέπει να υπάρχει επαρκής *επαγγελματική κινητικότητα*¹¹ ούτως ώστε να απορροφήσει την αδράνεια της εργασίας και του κεφαλαίου). Αν βέβαια, η οικονομία πλήττεται από κάποια μακροοικονομική διαταραχή, τότε θα επηρεαστεί ολόκληρος ο τομέας των εξαγωγών και η διαφοροποίηση δεν θα βοηθήσει. Σύμφωνα με τον Kenen μια οικονομία με ευρύ φάσμα παραγωγής δεν θα υπόκειται σε αλλαγές των όρων εμπορίου της τόσο συχνά όσο μια οικονομία που παράγει ένα μόνο προϊόν. Συμπερασματικά οι οικονομίες με επαρκή διαφοροποίηση μπορούν να εγκαταλείψουν το εθνικό τους νόμισμα και να επωφεληθούν από ένα ενιαίο. Οι διαφοροποιημένες οικονομίες είναι συνήθως μεγάλες και με περισσότερη αυτάρκεια σε σχέση με τις μικρές οικονομίες που έχουν μικρότερο εξαγωγικό τομέα. Δεδομένου ότι ο τομέας των εξαγωγών είναι μικρότερος, οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας έχουν επίπτωση σε ένα μικρό μέρος της οικονομίας που τελικά παράγει μικρό αντίκτυπο. Θα μπορούσε κανείς να πει ότι οι μικρότερες οικονομίες με μικρότερη διαφοροποίηση στην παραγωγή τους θα πρέπει αν είναι περισσότερο ανοιχτές ώστε να είναι σε θέση να εισάγουν τα αγαθά που έχουν ανάγκη και να εξάγουν εμπορεύματα προκειμένου να κερδίσουν χρήματα για κάλυψη των εισαγωγών. Συνεπώς, το κριτήριο διαφοροποίησης του Kennen μπορεί να συγγενεύει με το κριτήριο περί βαθμού ανοίγματος της οικονομίας του McKinnon.

Παρόλο που οι οικονομολόγοι που συνέβαλαν στη συγγραφή και την εξέλιξη της θεωρίας των ANΠ είναι οι: Mundell, McKinnon και Kennen πρέπει να γίνει αναφορά και σε ορισμένους ακόμα. Το δεύτερο αυτό κύμα εισηγητών ανέλυσε σε βάθος τα υπάρχοντα παραδοσιακά κριτήρια και εισήγαγε μία σειρά νέων αντιλήψεων στη θεωρία των ANΠ.

Ο Corden υποστηρίζει ότι η ένταξη σε μία κοινή νομισματική ζώνη με μια ομάδα χωρών προκαλεί απώλεια του άμεσου έλεγχου της νομισματικής πολιτικής και των

¹¹ Ο McKinnon εισήγαγε τον όρο *επαγγελματική κινητικότητα* (occupational mobility).

συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η απώλεια είναι σημαντική, αν η νομισματική πολιτική είναι αποτελεσματική, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Αυτό σημαίνει ότι εάν η χώρα έχει πληγεί από μια διαταραχή της ζήτησης, δεν είναι σε θέση να χρησιμοποιήσει τη νομισματική και συναλλαγματική πολιτική, προκειμένου να διευκολυνθεί η προσαρμογή των σχετικών τιμών και μισθών και έτσι οποιαδήποτε προσαρμογή πρέπει να διεξάγεται μέσω αύξησης της ανεργίας, μείωσης των ονομαστικών μισθών και τιμών ή μέσω περιορισμών της δημοσιονομικής πολιτικής. Σύμφωνα με τον Corden η ευελιξία μισθών και των τιμών αποτελούν τα σημαντικότερα κριτήρια στη διαμόρφωση μιας κοινής νομισματικής ζώνης, λόγω ταχύτερης ανταπόκρισης σε ασύμμετρες κρίσεις. Επισημαίνει επίσης ότι, αν οι χώρες έχουν διαφορετικές προτεραιότητες ως προς το στόχο πληθωρισμού, η δημιουργία ενός κοινού νομισματικού χώρου μπορεί να είναι δαπανηρή.

Ο Mundell υποστηρίζει ακόμη την κινητικότητα των παραγωγικών συντελεστών, αλλά αυτή τη φορά υποστηρίζει ότι, αν σε μια κοινή νομισματική ζώνη, το συμμετρικό σοκ εντός της περιοχής, ακόμη και αν είναι επιθυμητό, δεν αποτελεί πλέον απαραίτητη προϋπόθεση. Τονίζει την ανάγκη να προωθηθεί ο διεθνής καταμερισμός του κινδύνου. Οι περιοχές σε μια νομισματική ζώνη η οποία επηρεάζεται από ασύμμετρες διαταραχές, δεν θα πληγούν όσο σοβαρά θα μπορούσαν, επειδή κρατούν αξιώσεις η μία για την παραγωγή της άλλης. Αυτή είναι μια σημαντική υπόθεση, διότι το οικονομικό κεφάλαιο κινείται πολύ πιο εύκολα από ότι το φυσικό κεφάλαιο και η εργασία. Πέραν αυτού, ο Mundell υποστηρίζει ότι η δημιουργία μίας κοινής νομισματικής περιοχής θα μειώσει τη ζήτηση για διεθνή αποθεματικά και με τον τρόπο αυτό, θα δημιουργήσει εκδοτικό προνόμιο για τις χώρες της περιοχής.

Ο Ishiyama πρότεινε πως είναι προς το συμφέρον κάθε χώρας να σταθμίσει το κόστος και το όφελος της εισαγωγής της σε μια κοινή νομισματική ζώνη. Προσδιόρισε επίσης, και άλλα κριτήρια προς εξέταση, όπως οι διαφορές στο ποσοστό πληθωρισμού και οι μισθολογικές αυξήσεις μεταξύ των χωρών που προκύπτουν από διαφορετικές κοινωνικές προτιμήσεις.

2.1.2 Σύγχρονα κριτήρια

Μετά την αρχική ώθηση στη δεκαετία του 1960 και το πρώτο εξάμηνο του 1970, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι υπήρξε επιβράδυνση στον τομέα της έρευνας σχετικά με τις άριστες νομισματικές περιοχές. Ο λόγος ήταν η έλλειψη πρακτικών παραδειγμάτων της νομισματικής ενοποίησης στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Αλλά η θεωρία ξαναήρθε στο προσκήνιο τη δεκαετία του 1990 με τη γέννηση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, όταν όλο και περισσότεροι ερευνητές άρχισαν να ενδιαφέρονται και πάλι για τη θεωρία των ΑΝΠ. Πολλοί από αυτούς είχαν υπόψη τους το μεγάλο πείραμα που επρόκειτο να συμβεί και νέες ιδέες ήταν απαραίτητες για να εξετάσουν αν η Ευρωπαϊκή Ένωση ήταν πράγματι μια Άριστη Νομισματική Περιοχή. Εκτός από τις εξελίξεις στη διεθνή νομισματική σκηνή, αναφέρεται ένας άλλος σημαντικός παράγοντας για την αναβίωση του ενδιαφέροντος για τη θεωρία ΑΝΠ και αυτός είναι οι εξελίξεις στη μακροοικονομική θεωρία. Ο De Grauwe καλεί τις θεωρητικές εξελίξεις αυτές "νέα"

θεωρία των Αριστων Νομισματικών Περιοχών. Η διαφορά ανάμεσα στην παραδοσιακή και σύγχρονη άποψη είναι ότι οι παραδοσιακοί έδωσαν περισσότερη έμφαση στο πιθανό κόστος, ενώ η σύγχρονη αντίληψη, εστιάζει στα οφέλη μιας ζώνης κοινού νομίσματος. Ένα από τα πρώτα έργα της δεκαετίας του 1990 που τονίζει τα οφέλη μιας κοινής νομισματικής ζώνης είναι «Ενιαία Αγορά, Ενιαίο Χρήμα" Έκθεση (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, 1990) όπου οι συγγραφείς συνειδητοποιούν τα πιθανά προβλήματα, εντούτοις δεν διστάζουν να προχωρήσουν στη σύσταση νομισματικής ολοκλήρωσης.

Τα ζητήματα που τίγονται στη σύγχρονη θεωρία των ΑΝΠ είναι σίγουρα αρκετά, θα ξεκινήσουμε όμως με την *αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής*. Σύμφωνα με τον Corden η ένταξη μιας χώρας σε μια νομισματική ζώνη προκαλεί απώλεια της δυνατότητας εφαρμογής εθνικής νομισματικής πολιτικής. Η χώρα δεν θα είναι πλέον σε θέση να αλλάζει την τιμή του νομίσματός της ή να καθορίζει την ποσότητα χρήματος που βρίσκεται σε κυκλοφορία. Νέες απόψεις έχουν προκαλέσει τροποποίηση της θέσης αυτής. Οι Alesina, Barro και Tenreyero υποστηρίζουν πως το κόστος απώλειας νομισματικής ανεξαρτησίας μειώνεται όσο μεγαλώνει η συσχέτιση των διαταράξεων μεταξύ των χωρών. Οι Calvo και Reinhart μέσα από το έργο τους «φόβος του κυμαινόμενου» τονίζουν ότι αν μια χώρα δεν είναι σε θέση να χρησιμοποιήσει τη νομισματική πολιτική της με αποτελεσματικό τρόπο, η απώλεια της δεν θα έχει σημαντικό κόστος.

Ένα ζήτημα που έχει κατά ανακύψει τα τελευταία έτη είναι η *ενδογένεια των κριτηρίων των ΑΝΠ*¹² όπως περιγράφεται στην εργασία των Frankel και Rose. Η θεωρία λοιπόν δείχνει ότι η αύξηση της εμπορικής δραστηριότητας σε μια νομισματική ζώνη μπορεί να προκαλέσει την αύξηση της βιομηχανικής εξειδίκευσης μεταξύ των περιφερειών στα προϊόντα που έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα, με αποτέλεσμα να προκληθεί διαταραχή των κύκλων οικονομικής δραστηριότητας. Αναφορικά με την ενδογένεια των κριτηρίων των ΑΝΠ ο Frankel¹³ υποστηρίζει ότι οι οικονομίες που μετέχουν σε μια νομισματική ένωση μπορεί να πληρούν τα κριτήρια εκ των υστέρων (ex ante) ακόμη κι αν δεν τα πληρούν εκ των προτέρων (ex post).

Επόμενο ζήτημα είναι *πολιτικές σταθεροποίησης και ο συσχετισμός των διαταραχών*. Σύμφωνα με τους Alesina, Barro και Tenreyro¹⁴ το κόστος απώλειας της ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής για μία χώρα είναι μικρότερο όσο μεγαλύτερη είναι η σύνδεση των διαταραχών μεταξύ της υποψήφιας (client country) και της ηγέτιδας χώρας (anchor country). Όσο περισσότερο σχετίζονται οι διαταραχές μεταξύ υποψήφιας και ηγέτιδας χώρας τόσο πιο κατάλληλη (και για τις δύο χώρες) θα είναι η πολιτική που θα υιοθετηθεί από την ηγέτιδα χώρα. Αυτό που έχει σημασία δεν είναι η συσχέτιση των διαταραχών, αυτή καθαυτή, αλλά η διακύμανση της παραγωγής της υποψήφιας χώρας ως ποσοστό της παραγωγής της ηγέτιδας χώρας.

¹² Frankel, J. A., & Rose, A. K. C (1996), σελ. 3

¹³ Frankel, J. A. (1999), σελ. 33

¹⁴ Alesina, Barro and Tenreyero, (March 2002), σελ 2

Για να καθορίσει μία χώρα όμως το κατά πόσο η εισαγωγή της σε μια νομισματική ζώνη είναι συμφέρουσα ή όχι υπάρχουν περισσότερα ζητήματα που οφείλει να εξετάσει. Ο Buiter αναπτύσσει ένα μοντέλο για τη διαμόρφωση μιας νομισματικής ζώνης στο οποίο διακρίνει το *χαρακτήρα των διαταραχών* που επηρεάζουν την οικονομία. Η ευελιξία των συναλλαγματικών ισοτιμιών έχει σημαντικό αντίκτυπο σε ένα πραγματικό σοκ, αλλά αυτό δεν συμβαίνει όταν πρόκειται για χρηματοπιστωτικές διαταραχές. Εάν κυριαρχούν νομισματικές διαταραχές, μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία παρέχει περισσότερη σταθερότητα. Αν ως επί το πλείστον πρόκειται για πραγματικές ή εξωτερικές διαταραχές, η κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία είναι προτιμότερη.

Ο Mundell ήταν ο πρώτος που αναγνώρισε τη σπουδαιότητα της κινητικότητας της εργασίας. Υπάρχει όμως ένα ακόμα ζήτημα που πρέπει να ληφθεί υπόψη και αυτό είναι οι *θεσμικές διαφορές στις αγορές εργασίας*. Σύμφωνα με τον De Grauwe οι διαφορές αυτές μπορούν να παρουσιάσουν σημαντικό κόστος για μια νομισματική ένωση. Επισημαίνει ότι η αντίδραση των εργατικών σωματείων στις διάφορες διαταραχές εξαρτάται από το βαθμό συσπείρωσής τους. Χρησιμοποιώντας την θεωρία των Bruno και Sachs εξηγεί: όταν οι διαπραγματεύσεις για τους μισθούς είναι κεντρικά ελεγχόμενες οι διαταραχές προσφοράς δεν θα οδηγήσουν σε αύξηση των ονομαστικών μισθών διότι τα σωματεία γνωρίζουν ότι οι υπερβολικές απαιτήσεις σχετικά με τους μισθούς θα οδηγήσουν σε μεγαλύτερο πληθωρισμό, έτσι που οι πραγματικοί μισθοί να μην αυξηθούν. Στις χώρες με μικρότερη συσπείρωση συνδικάτων τα πράγματα είναι διαφορετικά. Τα σωματεία στην περίπτωση αυτή αντιπροσωπεύουν απλώς ένα μικρό τμήμα του εργατικού δυναμικού και επομένως γνωρίζουν πως η επίπτωση των αυξήσεων των ονομαστικών μισθών στο συνολικό επίπεδο τιμών είναι μικρή. Σε χώρες λοιπόν με αποκεντρωμένες διαπραγματεύσεις σχετικά με τους μισθούς είναι δυσκολότερο να καταλήξουν σε μείωση μισθών μετά από διαταραχή της προσφοράς. Συμπερασματικά σύμφωνα με τον De Grauwe οι χώρες με πολύ διαφορετικούς θεσμούς στην αγορά εργασίας μπορεί να θεωρήσουν δαπανηρό το σχηματισμό μιας νομισματικής ένωσης.

Ένα ακόμα κριτήριο για την ένταξη μιας χώρας σε νομισματική ζώνη είναι ο *συγχρονισμός των οικονομικών κύκλων*. Αυτό σημαίνει ότι εάν οι οικονομικοί κύκλοι των μελών μιας νομισματικής ζώνης είναι συγχρονισμένοι, το κόστος από την απώλεια της νομισματικής πολιτικής για την καταπολέμηση διαταραχών ελαχιστοποιείται.

Εκτός από τα ήδη αναφερόμενα κριτήρια των ANΠ, *οι πολιτικοί παράγοντες* επηρεάζουν την επιλογή μιας χώρας όσον αφορά την ένταξή της σε μια νομισματική ζώνη. Μερικοί παράγοντες είναι η πολιτική αστάθεια και η βλέψεις της κυβέρνησης σε σχέση με τον πληθωρισμό. Οι κυβερνήσεις επωφελούνται από μία αύξηση του πληθωρισμού προκειμένου να μειωθούν τα ποσοστά ανεργίας. Για το λόγο αυτό προτιμούν να υιοθετήσουν ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Παρόλο που τα παραδοσιακά κριτήρια την θεωρίας των ANΠ παραμένουν σημαντικά, έχουν προστεθεί επιπλέον στοιχεία στην ανάλυση του κατά πόσον μία χώρα

ωφελείται από τη συμμετοχή της σε μια νομισματική ένωση. Σύμφωνα με τους Obstfeld και Rogoff, τα κύρια οφέλη της σύστασης μιας κοινής νομισματικής ζώνης περιλαμβάνουν: μείωση του κόστους μετατροπής των νομισμάτων, μειωμένο λογιστικό κόστος και μεγαλύτερη προβλεψιμότητα των σχετικών τιμών για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις χώρες που απαρτίζουν τη νομισματική ζώνη. Ασφάλεια από νομισματικές διαταραχές και κερδοσκοπικές φούσκες που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε προσωρινές διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας και μικρότερη πολιτική πίεση για την προστασία του εμπορίου, λόγω των απότομων μεταβολών στις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Τα κύρια κόστη της ύπαρξης μιας κοινής νομισματικής ζώνης περιλαμβάνουν τα ακόλουθα: οι χώρες της νομισματικής ένωσης παραιτούνται από τη δυνατότητα τους να χρησιμοποιούν τη νομισματική πολιτική για να ανταποκριθούν σε μακροοικονομικές διαταραχές. Παραιτούνται επίσης από την επιλογή χρησιμοποίησης του πληθωρισμού ως εργαλείου για μείωση της επιβάρυνσης του δημόσιου χρέους. Πολιτικά και στρατηγικά προβλήματα στον καθορισμό του τρόπου με τον οποίο οι χώρες θα χωρίσουν τα έσοδα του εκδοτικού προνομίου. Τέλος οι κερδοσκοπικές επιθέσεις θα αυξηθούν στο πλαίσιο της μετάβασης από μεμονωμένα νομίσματα σε ένα ενιαίο.

Ο Frankel αναφέρει πρόσθετα κριτήρια που μια χώρα καλείται να εξετάσει προτού προχωρήσει στην ένταξή της σε μια νομισματική ένωση. Ανάγκη για σταθερότητα των εισαγωγών, που οφείλεται είτε σε ιστορικό υπερπληθωρισμού, είτε στην απουσία αξιόπιστων δημόσιων θεσμικών οργάνων ή σε έκθεση για μεγάλο χρονικό διάστημα σε νευρικούς διεθνείς επενδυτές.

Σε αυτό το σύγχρονο στάδιο υπάρχουν πολλές συνεισφορές στη θεωρία των ANΠ ή όπως την ονομάζουν μερικοί στη “νέα” θεωρία των ANΠ. Ορισμένες περιλαμβάνουν τα ακόλουθα: αρχικά, σε βάθος κατανόηση των παραδοσιακών κριτηρίων. Εστιάζουν περισσότερο στα πλεονεκτήματα των κοινών νομισματικών περιοχών που χρησιμεύουν σαν ένα επιπλέον κίνητρο για την δημιουργία κοινών νομισματικών περιοχών. Επιπλέον, η έλλειψη αξιοπιστίας της νομισματικής πολιτικής οδηγεί σε αναποτελεσματικά μέτρα ανεργίας διότι μεταξύ των αποφάσεων των νομισματικών αρχών είναι ένας υψηλότερος πληθωρισμός μελλοντικά, με το ίδιο ποσοστό ανεργίας. Μία από τις σημαντικότερες συνεισφορές ήταν το κριτήριο περί ενδογένειας, που πρεσβεύει ότι, αν μια χώρα ενταχθεί σε μια νομισματική ζώνη, μπορεί να ικανοποιήσει τα κριτήρια των ANΠ εκ των υστέρων, ακόμα και αν δεν ικανοποιεί εκ των προτέρων. Επιπλέον, εκτός από την κινητικότητα της εργασίας, είναι πολύ σημαντική και η διαφορά μεταξύ των εργασιακών θεσμών από χώρα σε χώρα η οποία μπορεί να προκαλέσει διαφορετική προσέγγιση στη νομισματική πολιτική. Τέλος, ο συγχρονισμός των οικονομικών κύκλων είναι ένα πολύ σημαντικό στοιχείο από την άποψη ότι αν οι χώρες έχουν συγχρονισμένους κύκλους, η κοινή νομισματική πολιτική θα έχει καλύτερα αποτελέσματα.

2.2 Σύγκριση Κόστους-Οφέλους Νομισματικής Ένωσης

Μια οικονομική ένωση κατέχει ισχυρή θέση στη διεθνή οικονομία και επιτυγχάνει πιο εύκολα τους πολιτικούς στόχους της. Η επιβίωση και η μελλοντική ανάπτυξή της όμως εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό, από την ικανότητά της να βοηθά τις χώρες-μέλη που ανήκουν σε αυτή να επιτύχουν τους οικονομικούς τους στόχους. Θα εξετάσουμε την Ευρωπαϊκή περίπτωση, δεδομένου ότι είναι το πιο πρόσφατο "πείραμα" ενοποίησης. Η απόφαση υιοθέτησης καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να οδηγήσει μια χώρα, είτε σε οικονομικές θυσίες είτε σε οικονομικό όφελος. Θα συνδέσουμε λοιπόν τα στοιχεία που σχετίζουν τα οφέλη και το κόστος με το βαθμό εξωστρέφειας¹⁵ μιας χώρας. Παρακάτω παρουσιάζουμε την προσέγγιση των Krugman, Obstfeld και Melitz.

2.2.1 Καμπύλη Οφέλους

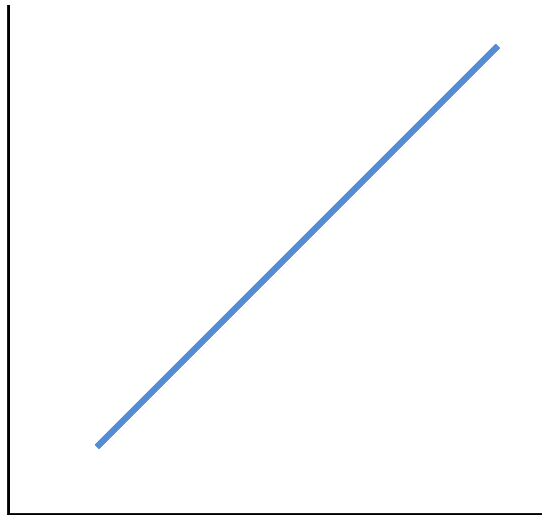
Θα υποθέσουμε ότι μια ανεξάρτητη χώρα, την οποία ονομάζουμε Νορβηγία, θέλει να εξετάσει κατά πόσο η ένταξή της σε μία νομισματική ένωση, την οποία θα ονομάσουμε ευρωζώνη, θα είναι επωφελής. Στόχος, η κατασκευή ενός διαγράμματος που να αποσαφηνίζει τις επιλογές της Νορβηγίας. Αρχικά σχεδιάζουμε το πρώτο από τα δύο στοιχεία του διαγράμματος την καμπύλη οφέλους (GG) η οποία δείχνει πως το πιθανό όφελος από την ένταξη της Νορβηγίας στη ζώνη του ευρώ, εξαρτάται από τους εμπορικούς δεσμούς της με την εν λόγω ζώνη χωρών. Έστω ότι η Νορβηγία θέλει να προσδέσει το νόμισμα της την κορώνα (krone) με το ευρώ. Ένα σημαντικό οικονομικό όφελος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι η απλοποίηση των υπολογισμών και σε σύγκριση με τις κυμαινόμενες, παρέχουν μια πιο προβλέψιμη βάση για τη λήψη αποφάσεων που αφορούν τις διεθνείς συναλλαγές. Το οικονομικό όφελος από την ένταξη της υποψήφιας χώρας στο σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ισούται με την αποφυγή της αβεβαιότητας, της σύγχυσης, και των εξόδων του υπολογισμού και των συναλλαγών που προκύπτουν κατά την ελεύθερη διακύμανση στο σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στην πραγματικότητα δεν μπορεί να αποδοθεί ακριβής αριθμός του συνολικού οικονομικού οφέλους που προκύπτει από την ένταξη της Νορβηγίας στο Ευρώ. Σίγουρα όμως, το όφελος αυτό θα είναι μεγαλύτερο εάν η Νορβηγία εμπορεύεται περισσότερο με χώρες της ευρωζώνης. Για παράδειγμα αν το ποσοστό εμπορικών συναλλαγών με την ευρωζώνη ανέρχεται στο 50% του ΑΕΠ της και μόλις 5% του ΑΕΠ με τις ΗΠΑ τότε είναι ξεκάθαρο ότι η σύνδεση κορώνας-ευρώ είναι περισσότερο επωφελής από μία σύνδεση κορώνας-δολαρίου. Ομοίως η σύνδεση των δύο νομισμάτων είναι πιο ωφέλιμη στην περίπτωση που το εμπόριο μεταξύ της Νορβηγίας και της ζώνης του ευρώ είναι εκτεταμένο παρά όταν είναι περιορισμένο. Το όφελος θα είναι ακόμη μεγαλύτερο αν οι παραγωγικοί συντελεστές μετακινούνται ελεύθερα μεταξύ Νορβηγίας και ευρωζώνης. Γνωρίζουμε ότι ο υψηλός βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ μιας χώρας και μιας ζώνης σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών αυξάνει το οικονομικό όφελος που μια χώρα

¹⁵ Βαθμός ανάπτυξης του εξαγωγικού-εισαγωγικού εμπορίου.

αποκομίζει όταν καθορίζει τη συναλλαγματική ισοτιμία της έναντι του νομίσματος της περιοχής. Επίσης, όσο πιο εκτεταμένο είναι το εμπόριο και οι κινήσεις των παραγωγικών συντελεστών, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το όφελος από μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία σε διασυνοριακό επίπεδο.

Η καμπύλη GG δείχνει την αύξηση του οφέλους μιας χώρας από την ένταξή της σε μία ζώνη ΣΣΙ καθώς αυξάνεται η οικονομική ολοκλήρωση της με τη ζώνη αυτή. Στον οριζόντιο άξονα του διαγράμματος μετράται ο βαθμός ολοκλήρωσης της Νορβηγίας με τις αγορές προϊόντων και παραγωγικών συντελεστών της ευρωζώνης. Στον κάθετο άξονα μετράται η νομισματική αποτελεσματικότητα της Νορβηγίας από την ένταξή της στη ζώνη. Από τη θετική κλίση της καμπύλης αντανακλάται το βασικό συμπέρασμα, ότι δηλαδή η νομισματική αποτελεσματικότητα που αποκτά μία χώρα από την ένταξή της σε μια ζώνη ΣΣΙ αυξάνεται καθώς αυξάνεται ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσής της με την περιοχή.

Απώλεια οικονομικής σταθερότητας για την
εντασσόμενη χώρα



Βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ της
εντασσόμενης χώρας και της περιοχής
ισοτιμίας

Διάγραμμα 2-2 - Η Καμπύλη GG

Πηγή: Krugman, Obstfeld, Melitz (2009)

2.2.2 Η καμπύλη κόστους

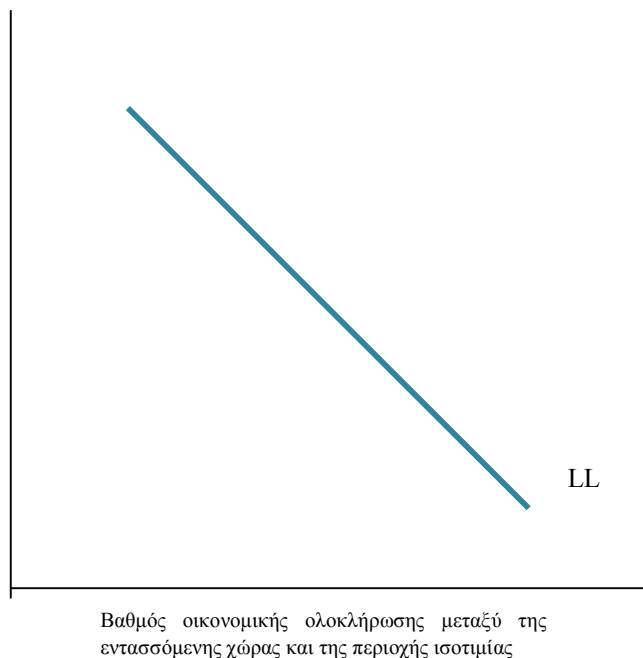
Εκτός από οφέλη, η ένταξη σε μια νομισματική ένωση συνεπάγεται και κόστος. Το κόστος μιας νομισματικής ένωσης προκύπτει από το γεγονός ότι όταν μία χώρα

εγκαταλείπει το εθνικό της νόμισμα, παράλληλα παραιτείται από τη χρήση ενός εργαλείου νομισματικής πολιτικής, χάνοντας τη δυνατότητα εφαρμογής εθνικής νομισματικής πολιτικής¹⁶. Η χρησιμοποίηση του συγκεκριμένου εργαλείου είναι σημαντική δεδομένου ότι σε μία διαταραχή συνολικής ζήτησης οι κυμαινόμενες ισοτιμίες μπορούν να προστατέψουν το προϊόν διότι επιτρέπουν την άμεση αλλαγή της σχετικής τιμής των εγχώριων και ξένων αγαθών. Με δεδομένο το παραπάνω, η αστάθεια που προκαλείται από τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες προκαλεί απώλεια της οικονομικής σταθερότητας. Ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης επηρεάζει το μέγεθος της απώλειας αυτής. Έστω ότι η Νορβηγία έχει συνδέσει το νόμισμά της με το ευρώ και ότι υπάρχει μια πτώση της συνολικής ζήτησης του προϊόντος της χώρας (διαγραμματικά μεταφράζεται σε μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης προς τα αριστερά). Στην περίπτωση που υπάρξει ταυτόχρονη μετατόπιση των καμπυλών ζήτησης των άλλων χωρών, το ευρώ θα υποτιμηθεί σε σχέση με τα εκτός νομισματικής περιοχής νομίσματα προκαλώντας αυτόματη σταθεροποίηση. Στην περίπτωση όμως που η πτώση της ζήτησης αντιμετωπίζεται αποκλειστικά από τη Νορβηγία, τότε η χώρα θα έχει σοβαρό πρόβλημα. Η Νορβηγία θα προσαρμοστεί μετά από μία περίοδο επίπονης ύφεσης κατά την οποία θα υπάρξει πτώση του επιπέδου απασχόλησης, των τιμών των νορβηγικών αγαθών και των μισθών. Η ένταση μιας τέτοιας ύφεσης θα είναι ηπιότερη όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ της νορβηγικής οικονομίας και των οικονομιών των χωρών της ευρωζώνης. Υπάρχουν δύο λόγοι που εξηγούν το παραπάνω. Μια μικρή μείωση των τιμών της Νορβηγίας καθιστά τα προϊόντα της πιο ανταγωνιστικά και αν υπάρχουν στενοί δεσμοί με τις χώρες της νομισματικής ένωσης, τότε το επίπεδο πλήρους απασχόλησης θα αποκατασταθεί αρκετά σύντομα. Αν υπάρχει κινητικότητα εργασίας και κεφαλαίου οι άνεργοι της Νορβηγίας μπορούν να μετακινηθούν για αναζήτηση εργασίας στο εξωτερικό και το κεφάλαιο μπορεί να κατευθυνθεί σε χώρες όπου υπάρχουν περισσότερο κερδοφόρες ευκαιρίες.

Στον οριζόντιο άξονα του σχήματος μετράται ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ της εντασσόμενης χώρας και της περιοχής ΣΣΙ. Στον κάθετο άξονα μετράται η απώλεια οικονομικής σταθερότητας της χώρας αυτής. Από την αρνητική κλίση της καμπύλης LL συμπεραίνουμε πως η απώλεια οικονομικής σταθερότητας μειώνεται με την αύξηση του βαθμού αλληλεξάρτησης.

¹⁶ De Grauwe, 2006 σελ. 31

Απώλεια οικονομικής σταθερότητας για την
εντασσόμενη χώρα

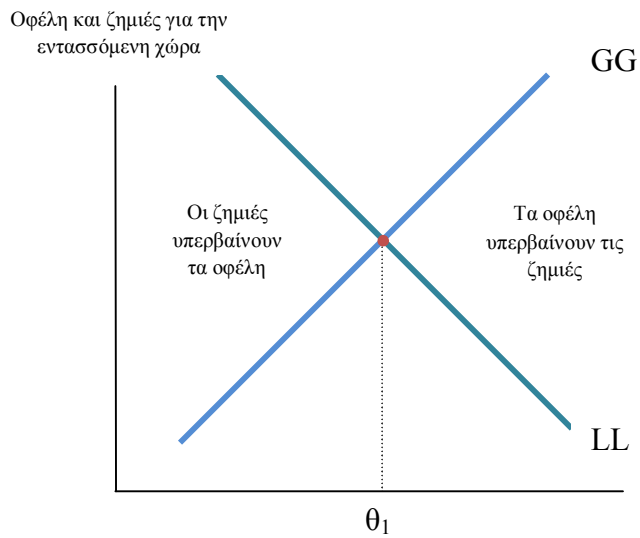


Διάγραμμα 2-3 - Η Καμπύλη LL

Πηγή: Krugman, Obstfeld, Melitz (2009)

2.2.3 Η απόφαση ένταξης σε μια νομισματική περιοχή.

Στο σχήμα γίνεται συνδυασμός των δύο καμπυλών κόστους και οφέλους για να δείξουμε πώς η Νορβηγία θα αποφασίσει για την ένταξή της στη νομισματική ένωση. Η Νορβηγία θα πρέπει να ενταχθεί αν ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης με τις αγορές των χωρών της νομισματικής ένωσης ισούται τουλάχιστον με θ_1 , δηλαδή το επίπεδο ολοκλήρωσης που προσδιορίζεται στο σημείο τομής των καμπυλών. Για τα επίπεδα οικονομικής ολοκλήρωσης που βρίσκονται κάτω από το θ_1 , για τα επίπεδα δηλαδή που η καμπύλη GG βρίσκεται κάτω από την καμπύλη LL οι απώλειες υπερβαίνουν τα οφέλη και θα ήταν προτιμότερο για τη χώρα να μείνει εκτός ένωσης. Όταν όμως ο βαθμός ολοκλήρωσης είναι θ_1 ή μεγαλύτερος η ένταξη στη νομισματική ένωση αποφέρει στη χώρα καθαρό όφελος. Το ελάχιστο επίπεδο ολοκλήρωσης προσδιορίζεται από το σημείο καμπής.



Βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ της εντασσόμενης χώρας και της περιοχής ισοτιμίας

Διάγραμμα 2-4 - Απόφαση για το πότε θα πρέπει να κρατηθεί σταθερή η ισοτιμία

Πηγή: Krugman, Obstfeld, Melitz (2009)

3 Στόχοι

Η νομισματική πολιτική με τα μέσα τα οποία χρησιμοποιεί επιδιώκει, να συμβάλει στην επίτευξη των βασικών στόχων της οικονομικής πολιτικής. Η κύρια διαφορά της νομισματικής πολιτικής με τις υπόλοιπες πολιτικές εντοπίζεται στο γεγονός ότι ασχολείται με τα νομισματικά μεγέθη της οικονομίας και όχι την πραγματική οικονομία την οποία όμως επηρεάζει σε καθημερινή βάση. Η νομισματική πολιτική καθορίζει το βαθμό ρευστότητας της οικονομίας, τα περιθώρια χρηματοδοτήσεων και το ύψος των επιτοκίων. Τα νομισματικά μέτρα επομένως επηρεάζουν τις πληθωριστικές πιέσεις και κυρίως την επενδυτική δραστηριότητα, δεδομένου ότι καθορίζουν το ύψος των διαθέσιμων χρηματοδοτικών πόρων και το κόστος του κεφαλαίου.

3.1 Αγορές Χρήματος

Μια ιδιαίτερα δύσκολη περίοδος για το σύνολο των Κεντρικών Τραπεζών ξεκίνησε το 2007 με τη χρηματοπιστωτική κρίση που έπληξε τις ΗΠΑ και το μεγαλύτερο μέρος του κόσμου. Κατέστη αναγκαίος ο σχεδιασμός μέτρων που θα βοηθούσαν στην ανάκαμψη των οικονομιών από την ύφεση. Κατά τη διάρκεια των ετών αυτών, η προσοχή είναι στραμμένη στις αποφάσεις των Κεντρικών Τραπεζών και στο κατά πόσο πρόκειται να εισάγουν κάποιο νέο μέτρο νομισματικής πολιτικής όπως η αλλαγή του επιτοκίου καθώς και στις επιπτώσεις των αποφάσεων αυτών στην οικονομία. Παρακάτω προσεγγίζουμε στοιχεία θεωρίας της νομισματικής πολιτικής με οδηγούς τους Blanchard, Amighini και Giavazzi.

3.1.1 Η ζήτηση χρήματος

Υποθέτουμε ότι υπάρχουν δύο τύποι περιουσιακών στοιχείων το χρήμα και τα ομόλογα. Το πρώτο, στην πράξη υπάρχει με τη μορφή των χρηματικών διαθέσιμων ως χαρτονομίσματα και κέρματα και με τη μορφή των καταθετικών λογαριασμών μέσω των οποίων πραγματοποιείται η έκδοση επιταγών. Οι ως άνω μορφές χρήματος δεν αποδίδουν τόκο σε αντίθεση με τα ομόλογα. Το μειονέκτημα που παρουσιάζουν τα ομόλογα είναι ότι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για κάλυψη συναλλαγών. Υποθέτουμε ότι υπάρχει μόνο ένα είδος ομολόγου το οποίο αποδίδει τόκο ίσο με i . Η αναλογία της ποσότητας χρήματος που θα μοιραστεί σε χρηματικά διαθέσιμα και σε ομόλογα εξαρτάται από δύο παράγοντες:

Το επίπεδο των συναλλαγών, σύμφωνα με το οποίο καθορίζεται η ποσότητα χρήματος που οφείλει κάποιος να έχει προκειμένου να πραγματοποιείται η κάλυψη των αναγκών χωρίς να απαιτείται η πώληση ομολόγων.

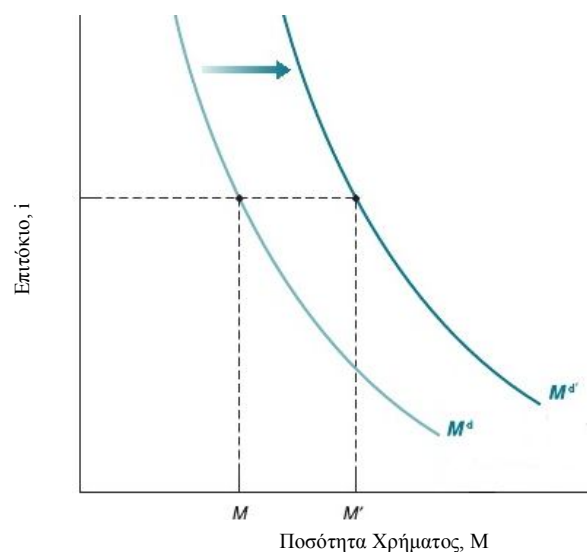
Το επιτόκιο των ομολόγων, το οποίο είναι ο μόνος λόγος κατοχής ομολόγου. Διαφορετικά οι ιδιώτες θα διακρατούσαν τον πλούτο τους σε μορφή χρηματικών διαθεσίμων λόγω της ευκολίας που παρέχει η άμεση πρόσβαση σε αυτά.

Στη συνέχεια ορίζουμε την εξίσωση που περιγράφει τη ζήτηση χρήματος. Συμβολίζουμε την ποσότητα χρήματος που οι ιδιώτες διακρατούν με M^d (ο εκθέτης d αντιπροσωπεύει τη ζήτηση- demand). Η ζήτηση χρήματος σε μια οικονομία συνολικά, είναι το άθροισμα της ατομικής ζήτησης χρήματος των ανθρώπων που απαρτίζουν την οικονομία. Συνεπώς, εξαρτάται από το συνολικό επίπεδο των συναλλαγών στην οικονομία και το επιτόκιο. Το συνολικό ύψος συναλλαγών στην οικονομία, είναι δύσκολο να μετρηθεί, αλλά εκτιμάται πως είναι ανάλογο με το ονομαστικό εισόδημα (που μετράται σε ευρώ). Αν το ονομαστικό εισόδημα αυξηθεί κατά 10%, είναι εύλογο να πιστεύουμε ότι ο όγκος συναλλαγών στην οικονομία θα αυξηθεί κατά περίπου 10%. Η σχέση μεταξύ ζήτησης χρήματος, ονομαστικού εισοδήματος και επιτοκίου είναι η σχέση 3.1:

$$M^d = \epsilon Y L(i) \quad (-)$$

Σχέση 3-1

Με M^d συμβολίζουμε τη ζήτηση χρήματος που ισούται με το ονομαστικό εισόδημα, ϵY , επί τη συνάρτηση του επιτοκίου i , που συμβολίζεται με $L(i)$. Το αρνητικό πρόσημο στο πλαίσιο αποτυπώνει το γεγονός ότι το επιτόκιο έχει αρνητική επίδραση στη ζήτηση χρήματος. Μία αύξηση του επιτοκίου μειώνει τη ζήτηση χρήματος, καθώς οι άνθρωποι δίνουν μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους σε ομόλογα. Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η σχέση μεταξύ ζήτησης χρήματος, ονομαστικού εισοδήματος και επιτοκίου. Στον κάθετο άξονα απεικονίζεται το επιτόκιο i , και στον οριζόντιο η ποσότητα χρήματος, M .



Διάγραμμα 3-1 - Ζήτηση Χρήματος

Πηγή: Blanchard, Amighini και Giavazzi (2010)

Η σχέση μεταξύ της ζήτησης χρήματος και του επιτοκίου για ένα δεδομένο επίπεδο του ονομαστικού εισοδήματος, απεικονίζεται μέσω της καμπύλης M^d . Όσο χαμηλότερο είναι το επιτόκιο, τόσο μεγαλύτερη είναι η ποσότητα χρήματος που επιθυμούν να διακρατήσουν οι άνθρωποι. Με δεδομένο το ύψος του επιτοκίου, η αύξηση του ονομαστικού εισοδήματος αυξάνει τη ζήτηση χρήματος. Με άλλα λόγια, μια αύξηση του ονομαστικού εισοδήματος (με σταθερό επιτόκιο), προκαλεί μετατόπιση της καμπύλη ζήτησης χρήματος προς τα δεξιά.

3.2 Καθορισμός του Επιτοκίου – I

Στην παρούσα ενότητα υποθέτουμε πως ο μόνος τύπος χρήματος που υπάρχει είναι τα χρηματικά διαθέσιμα, τα οποία προσφέρονται από την Κεντρική Τράπεζα.

Προσφορά και Ζήτηση Χρήματος, Επιτόκιο Ισορροπίας

Υποθέτουμε ότι η Κεντρική Τράπεζα αποφασίζει την προσφορά ποσότητας χρήματος ίσης με

M , οπότε:

$$M^s = M$$

Σχέση 3-2

Ο εκθέτης s συμβολίζει την προσφορά. Η ισορροπία στην αγορά χρήματος προϋποθέτει ότι η προσφορά χρήματος ισούται με τη ζήτηση χρήματος, δηλαδή $M^s = M^d$. Από τη σχέση $M^s = M$ και τη σχέση 3.1 για τη ζήτηση χρήματος προκύπτει η συνθήκη ισορροπίας:

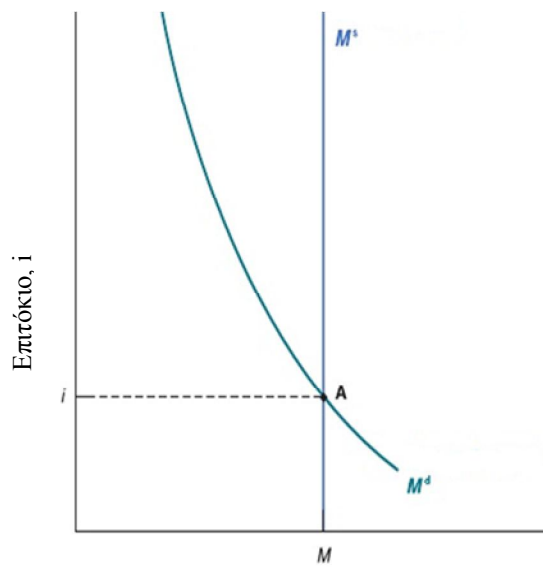
Προσφορά χρήματος = Ζήτηση χρήματος

$$M = \epsilon Y * L(i)$$

Σχέση 3-3

Σύμφωνα με την εξίσωση αυτή το επιτόκιο, πρέπει να είναι τέτοιο ώστε οι άνθρωποι, δεδομένου του εισοδήματός τους θα είναι πρόθυμοι να κρατήσουν ένα ποσό ίσο με την υπάρχουσα προσφορά χρήματος. Η σχέση αυτή ονομάζεται συνθήκη ισορροπίας στην αγορά χρήματος LM ¹⁷. Η κατάσταση ισορροπίας αυτή, αναπαρίσταται στο διάγραμμα 3.2. Η ζήτηση χρήματος M^d , για ένα δεδομένο επίπεδο του ονομαστικού εισοδήματος ϵY , έχει αρνητική κλίση: ένα υψηλότερο επιτόκιο συνεπάγεται μειωμένη ζήτηση χρήματος. Η προσφορά χρήματος αναπαρίσταται διαγραμματικά ως η κάθετη γραμμή και είναι ανεξάρτητη από το επιτόκιο. Το σημείο ισορροπίας είναι το A και το επιτόκιο ισορροπίας είναι το i .

¹⁷ LM: Liquidity: ρευστότητα, Money: χρήμα.

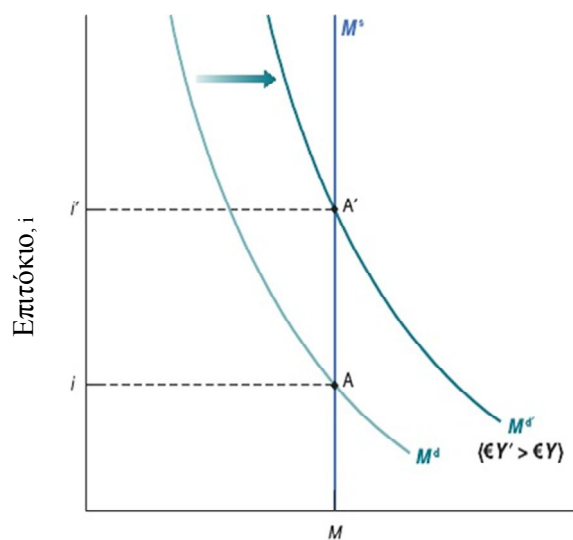


Ποσότητα Χρήματος, M

Διάγραμμα 3-2 - Καθορισμός του επιτοκίου

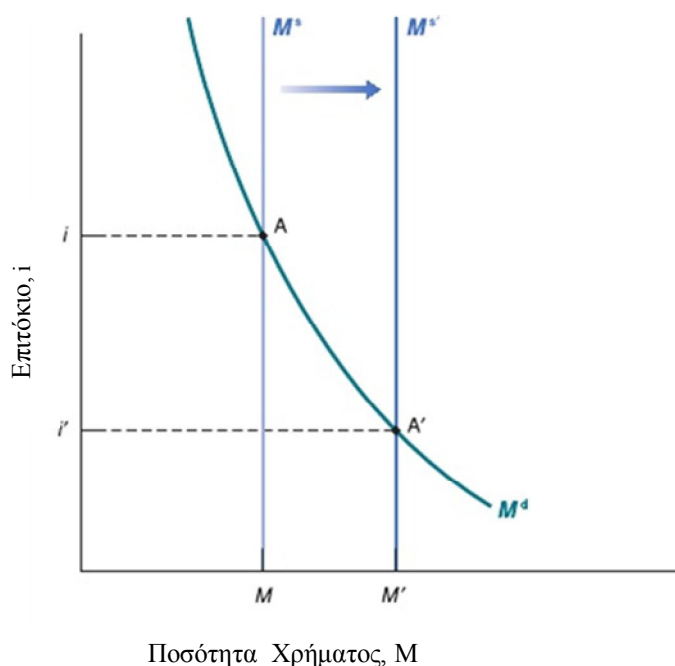
Πηγή: Blanchard, Amighini και Giavazzi (2010)

Παρακάτω εξετάζουμε πώς επηρεάζουν το επιτόκιο ισορροπίας, οι αλλαγές του ονομαστικού εισοδήματος και οι μεταβολές της προσφοράς χρήματος από την Κεντρική Τράπεζα. Μία αύξηση του ονομαστικού εισοδήματος από ϵY σε $\epsilon Y'$ προκαλεί αύξηση του επιπέδου συναλλαγών το οποίο αυξάνει τη ζήτηση χρήματος σε οποιοδήποτε επιτόκιο. Η καμπύλη ζήτησης μετακινείται προς τα πάνω και δεξιά. Το σημείο ισορροπίας μετακινείται από A σε A' και το επιτόκιο αυξάνεται από i σε i' .



Ποσότητα Χρήματος, M

Διάγραμμα 3-3 - Επίπτωση αύξησης ονομαστικού εισοδήματος στο επιτόκιο



Διάγραμμα 3-4 - Επίπτωση αύξησης της προσφοράς χρήματος στο επιτόκιο

Μία αύξηση της προσφοράς χρήματος από $M^s = M$ σε $M^{s'} = M'$ οδηγεί σε μετατόπιση της καμπύλης προσφοράς προς τα δεξιά. Το σημείο ισορροπίας μετακινείται από A σε A' και το επιτόκιο μειώνεται από i σε i' .

Νομισματική Πολιτική και Πράξεις Ανοικτής Αγοράς

Στις σύγχρονες οικονομίες, οι Κεντρικές Τράπεζες μεταβάλλουν την προσφορά χρήματος μέσω της αγοράς ή πώλησης ομολογίων στην αγορά ομολόγων. Εάν μια κεντρική τράπεζα θέλει να αυξήσει την ποσότητα χρήματος στην οικονομία, αγοράζει ομόλογα και πληρώνει γι αυτά εκδίδοντας χρήμα (επεκτατική πολιτική). Αν θέλει να μειώσει την ποσότητα χρήματος στην οικονομία, προχωρά σε πώληση των ομολόγων αφαιρώντας από την κυκλοφορία τα χρήματα που λαμβάνει ως αντάλλαγμα για τα ομόλογα (περιοριστική πολιτική). Οι ενέργειες αυτές ονομάζονται πράξεις ανοικτής αγοράς επειδή πραγματοποιούνται στην ελεύθερη αγορά ομολόγων. Ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας εμφανίζει στα στοιχεία ενεργητικού της, τα ομόλογα που κατέχει στο χαρτοφυλάκιό της και στις υποχρεώσεις της, το απόθεμα χρήματος στην οικονομία. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς οδηγούν σε ίσες μεταβολές του ενεργητικού και του παθητικού της.

Τιμή και Απόδοση Ομολόγου

Μέχρι στιγμής έχουμε εστιάσει στο επιτόκιο του ομολόγου. Το μέγεθος όμως που καθορίζεται στις αγορές ομολόγων είναι η τιμή τους: το ύψος του επιτοκίου προκύπτει από αυτήν. Έστω ότι πραγματοποιείται μία αγορά ομολόγου σήμερα, ομόλογο που στη

λήξη του υπόσχεται την πληρωμή 100€. Το επιτόκιο που προκύπτει από την κατοχή του ομολόγου για ένα έτος ισούται με: $(€100 - €P_b)/€P_b$. Εάν η πληροφορία που έχουμε αφορά στο επιτόκιο μπορούμε να προχωρήσουμε στον υπολογισμό της τιμής του χρησιμοποιώντας την ίδια σχέση:

$$€P_b = \frac{€100}{1 + i}$$

Σχέση 3-4

A		Στοιχεία Ενεργητικού της Κεντρικής Τράπεζας είναι τα ομόλογα που κατέχει. Το Παθητικό της είναι το απόθεμα χρήματος στην οικονομία. Διενεργώντας μια πράξη ανοικτής αγοράς, αγοράζοντας ομόλογα αυξάνει τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού κατά το ίδιο ποσό
Ισολογισμός		
Ενεργητικό	Παθητικό	
Ομόλογα	Χρήμα	
B		
Ισολογισμός		
Ενεργητικό	Παθητικό	
Μεταβολή κατοχής Ομολόγου +1εκ.€	Μεταβολή Αποθέματος χρήματος +1εκ. €	

Πίνακας 3-1 - Εικόνα Ισολογισμού Κεντρικής Τράπεζας μετά από κίνηση επεκτατικής πολιτικής

Επιλογή Επιτοκίου ή Ποσότητας χρήματος?

Μέχρι στιγμής περιγράφουμε την Κεντρική Τράπεζα να επιλέγει το επίπεδο προσφοράς χρήματος επιτρέποντας στο επιτόκιο να καθορίζεται στο σημείο όπου η προσφορά ισούται με τη ζήτηση χρήματος. Στην πραγματικότητα μία απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας για αύξηση της προσφοράς χρήματος ισοδυναμεί με το να προχωρήσει σε μείωση του επιτοκίου της.

Στη συνέχεια υιοθετούμε τον όρο *βραχυπρόθεσμο επιτόκιο* αντί του μέχρι τώρα όρου *επιτόκιο*. Το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο καθορίζεται από την ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης χρήματος. Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί, μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς, να αλλάξει το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο. Πράγματι, το βασικό εργαλείο που χρησιμοποιείται από τις περισσότερες σύγχρονες Κεντρικές Τράπεζες για να επηρεάσουν τα επιτόκια είναι οι πράξεις ανοικτής αγοράς. Προστίθεται επιπλέον και μία ακόμη διάσταση στην έννοια της ποσότητας χρήματος, αυτή των καταθετικών λογαριασμών.

3.3 Καθορισμός του Επιτοκίου – II

Για να κατανοήσουμε τους παράγοντες που καθορίζουν το επιτόκιο σε μια οικονομία με χρηματικά διαθέσιμα και λογαριασμούς καταθέσεων, θα πρέπει πρώτα να εξετάσουμε τις πράξεις που διενεργούν οι τράπεζες.

Η σύγχρονη οικονομία χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη πολλών ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που λαμβάνουν πόρους από άτομα και επιχειρήσεις και χρησιμοποιούν τους πόρους αυτούς για την αγορά χρηματοοικονομικών προϊόντων (ομόλογα, μετοχές) ή για τη χορήγηση δανείων σε φυσικά πρόσωπα και επιχειρήσεις. Τα στοιχεία ενεργητικού των εν λόγω ιδρυμάτων είναι τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που κατέχουν και τα δάνεια που έχουν χορηγήσει. Το παθητικό τους απαρτίζεται από τις οφειλές προς τα άτομα και τις επιχειρήσεις από τους οποίους έχουν λάβει κεφάλαια.

Οι τράπεζες λαμβάνουν κεφάλαια από ιδιώτες και επιχειρήσεις είτε μέσω άμεσης κατάθεσης είτε μέσω μεταφοράς κεφαλαίων στους λογαριασμούς καταθέσεων (μέσω απευθείας κατάθεσης των επιταγών τους, επί παραδείγματι). Σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, ιδιώτες και επιχειρήσεις μπορούν να προχωρήσουν σε ανάληψη του πλήρους ποσού του καταθετικού λογαριασμού τους. Επομένως, το Παθητικό των τραπεζών είναι ίσο με την αξία αυτών των λογαριασμών καταθέσεων.

Οι τράπεζες διατηρούν μέρος των κεφαλαίων που εισπράττουν ως αποθεματικό κεφάλαιο. Μέρος του αποθεματικού διατηρείται σε μετρητά και το υπόλοιπο σε λογαριασμό που τηρούν στην Κεντρική Τράπεζα.

Το αποθεματικό κεφάλαιο διατηρείται για 3 λόγους:

- Καθημερινά πραγματοποιούνται αναλήψεις και καταθέσεις κεφαλαίων, οι οποίες σε καμία περίπτωση δεν είναι ίσες, επομένως οι τράπεζες οφείλουν να έχουν ρευστό.
- Στην ίδια λογική, καθημερινά, άνθρωποι με λογαριασμούς στην τράπεζα εκδίδουν επιταγές προς άτομα με λογαριασμούς σε άλλες τράπεζες, και αντιστρόφως. Ως αποτέλεσμα των συναλλαγών αυτών, το ποσό οφειλής της τράπεζας προς τις υπόλοιπες μπορεί να είναι μεγαλύτερο ή μικρότερο από το ποσό που οι υπόλοιπες τράπεζες οφείλουν σε αυτή.
- Οι τράπεζες υπόκεινται στην υποχρέωση τήρησης υποχρεωτικών αποθεματικών. Το υποχρεωτικό αποθεματικό είναι το ποσοστό των καταθέσεων που οι εμπορικές τράπεζες είναι υποχρεωμένες να κρατούν σαν αποθεματικό στο πλαίσιο της λειτουργίας του συστήματος αποθεμάτων. Το υποχρεωτικό ποσοστό αποθεματικού στην Ευρωζώνη είναι 2%.

Η πλευρά του ενεργητικού παραμένει ίδια: τα περιουσιακά στοιχεία της Κεντρικής Τράπεζας είναι τα ομόλογα που κατέχει. Οι υποχρεώσεις της Κεντρικής Τράπεζας είναι τα χρήματα που έχει εκδώσει. Το νέο χαρακτηριστικό είναι ότι δεν κατέχονται στο

σύνολό τους από το κοινό. Μέρος τους κατέχεται από τις τράπεζες ως υποχρεωτικό αποθεματικό κεφάλαιο.

α. Κεντρική Τράπεζα	
Ενεργητικό	Παθητικό
Ομόλογα	Χρήμα Κεντρικής Τράπεζας = Αποθεματικό + Διαθέσιμα
β. Τράπεζες	
Ενεργητικό	Παθητικό
Αποθεματικό, Δάνεια, Ομόλογα	Καταθετικοί Λογαριασμοί

Πίνακας 3-2 - Ισολογισμός Εμπορικών Τραπεζών και "ενημερωμένος" ισολογισμός Κεντρικής Τράπεζας
Ζήτηση Χρήματος Κεντρικής Τράπεζας

Όταν οι άνθρωποι μπορούν να κρατήσουν τα χρήματά τους σε ρευστά διαθέσιμα και σε καταθετικούς λογαριασμούς, η ζήτηση χρήματος περιλαμβάνει δυο αποφάσεις. Αρχικά οι άνθρωποι πρέπει να αποφασίσουν για την ποσότητα ρευστών διαθέσιμων που επιθυμούν να διακρατήσουν και στη συνέχεια για την ποσότητα που πρόκειται να καταθέσουν στους τραπεζικούς λογαριασμούς εμπορικών τραπεζών.

Η ποσότητα χρήματος που οι άνθρωποι διακρατούν εξαρτάται από το επίπεδο των συναλλαγών και το ύψος του επιτοκίου.

Έστω ότι η συνολική Ζήτηση Χρήματος εκφράζεται μέσω της σχέσης 3.1:

$$M^d = \epsilon YL(i) \quad (-)$$

Με βάση ποιο κριτήριο αποφασίζουν λοιπόν οι άνθρωποι για το ποσό που πρόκειται να κρατήσουν με τη μορφή χρηματικών διαθέσιμων και για το ποσό που πρόκειται να καταθέσουν σε τραπεζικούς λογαριασμούς; Τα χρηματικά διαθέσιμα παρέχουν μεγαλύτερη ευκολία στην κάλυψη των καθημερινών μικρών συναλλαγών (διευκολύνουν επίσης τις παράνομες συναλλαγές). Οι επιταγές διευκολύνουν συναλλαγές μεγάλων χρηματικών ποσών. Τέλος, τα κατατεθειμένα σε ένα τραπεζικό λογαριασμό χρήματα είναι πιο ασφαλή.

Υποθέτουμε ότι οι άνθρωποι κρατούν σταθερό ποσοστό ρευστών, έστω c . Υποθέτουμε επίσης ότι καταθέτουν σταθερό ποσοστό χρημάτων ίσο με $1-c$. Ονομάζουμε τη ζήτηση ρευστών διαθέσιμων CU^d και τη ζήτηση για καταθετικούς λογαριασμούς D^d . Οι εξισώσεις ζήτησης είναι οι ακόλουθες:

$$CU^d = c * M^d$$

Σχέση 3-5

$$D^d = (1 - c) * M^d$$

Σχέση 3-6

Η ζήτηση για καταθετικούς λογαριασμούς οδηγεί σε ζήτηση αποθεματικών, από μεριάς τραπεζών, τη δεύτερη συνιστώσα της ζήτησης για χρήμα Κεντρικής Τράπεζας.

Ζήτηση αποθεματικών

Όσο μεγαλύτερα είναι τα ποσά των καταθετικών λογαριασμών, τόσο μεγαλύτερα είναι τα ποσά των αποθεματικών που πρέπει να διαθέτουν οι τράπεζες, για προληπτικούς και ρυθμιστικούς λόγους. Η σχέση μεταξύ αποθεματικού R και καταθέσεων D εκφράζεται ως εξής:

$$R = \theta * D$$

Σχέση 3-7

Όπου θ , το ποσοστό αποθεματικών που διακρατούν οι τράπεζες για κάθε ευρώ που κατατίθεται στους λογαριασμούς τους.

Αν οι άνθρωποι επιθυμούν να καταθέσουν D^d , τότε η Ζήτηση αποθεματικών των τραπεζών δίνεται από το συνδυασμό των σχέσεων 3.6 και 3.7:

$$R^d = \theta * (1 - c)M^d$$

Σχέση 3-8

Έστω H^d η Ζήτηση Χρήματος Κεντρικής Τράπεζας η οποία ισούται με το άθροισμα της ζήτησης χρηματικών διαθεσίμων και της ζήτησης αποθεματικών:

$$H^d = CU^d + R^d$$

Σχέση 3-9

Αντικαθιστώντας τις CU^d και R^d με τις σχέσεις 3.5 και 3.9 προκύπτει η παρακάτω σχέση:

$$H^d = c * M^d + \theta (1 - c)M^d = [c + \theta (1 - c)]M^d$$

Σχέση 3-10

Τέλος, αντικαθιστώντας στην παραπάνω εξίσωση τη συνολική Ζήτηση Χρήματος από τη σχέση 3.1 έχουμε:

$$H^d = [c + \theta (1 - c)] * \text{€}Y L(i)$$

Σχέση 3-11

Καθορισμός Επιτοκίου

Έστω H η Προσφορά Χρήματος της Κεντρικής Τράπεζας η οποία καθορίζεται άμεσα από την ίδια. Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να μεταβάλλει την ποσότητα της H μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς. Η κατάσταση ισορροπίας επέρχεται όταν η προσφορά χρήματος της Κεντρικής Τράπεζας ισούται με τη ζήτηση χρήματος της Κεντρικής Τράπεζας:

$$H = H^d$$

Σχέση 3-12

Η οποία επαναδιατυπωμένη γράφεται:

$$H = [c + \theta (1 - c)] \text{€}Y * L(i)$$

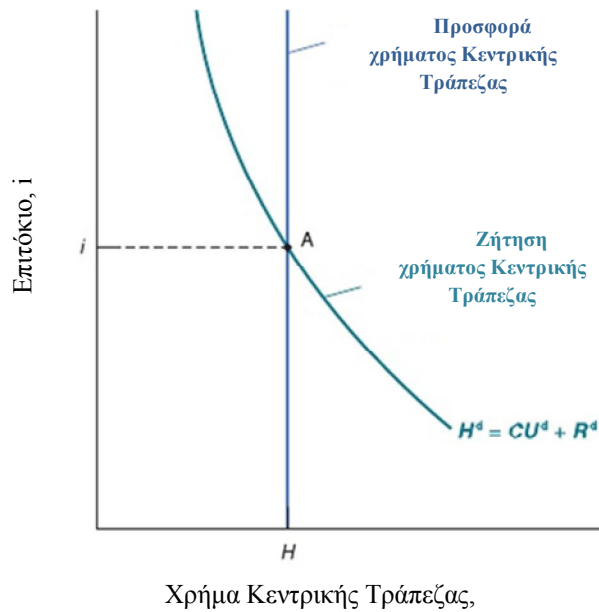
Σχέση 3-13

Αναπαριστούμε γραφικά την κατάσταση ισορροπίας στο ακόλουθο σχήμα. Στον οριζόντιο άξονα αυτή τη φορά έχουμε χρήμα Κεντρικής Τράπεζας και στον κάθετο άξονα το επιτόκιο. Η ζήτηση για χρήμα κεντρικής τράπεζας $CU^d + R^d$, έχει σχεδιαστεί για ένα δεδομένο επίπεδο ονομαστικού εισοδήματος. Ένα υψηλότερο επιτόκιο συνεπάγεται μείωση της ζήτησης για χρήμα κεντρικής τράπεζας για δύο λόγους:

Η ζήτηση των χρηματικών διαθεσίμων μειώνεται.

Η ζήτηση των καταθετικών λογαριασμών μειώνεται όπως και η ζήτηση για αποθεματικά των τραπεζών.

Η προσφορά χρήματος είναι σταθερή και αναπαριστάται με την ευθεία H . Το σημείο ισορροπίας είναι στο σημείο A με επιτόκιο i .



3.3.1 Δύο Εναλλακτικοί Τρόποι Προσέγγισης της Ισορροπίας

Διατραπεζική αγορά και Overnight Επιτόκιο

Ένας διαφορετικός αλλά ισοδύναμος τρόπος προσέγγισης καθορισμού του επιτοκίου είναι μέσω της ισότητας Προσφοράς και Ζήτησης τραπεζικών αποθεμάτων.

$$H - CU^d = R^d$$

Η αγορά των τραπεζικών αποθεμάτων όπου το επιτόκιο έχει μεγάλες διακυμάνσεις, δεν είναι ελεύθερη. Οι τράπεζες παρεμβαίνουν προκειμένου να επηρεάσουν το επιτόκιο, επειδή όλα τα επιτόκια μιας οικονομίας είναι συνδεδεμένα με το επιτόκιο των αποθεμάτων (overnight επιτόκιο). Η Κεντρική Τράπεζα επηρεάζει τη διατραπεζική αγορά και κατά συνέπεια το επιτόκιο με διάφορους τρόπους. Μέσω διενέργειας πράξεων ανοικτής αγοράς, επηρεάζει την προσφορά των αποθεματικών. Αγοράζοντας ομόλογα από τις τράπεζες αυξάνεται το ύψος των αποθεματικών, πιέζοντας το διατραπεζικό επιτόκιο προς τα κάτω.

Προσφορά, Ζήτηση και Πολλαπλασιαστής Χρήματος

Ένας ακόμη τρόπος για να προσεγγίσουμε τον καθορισμό του επιτοκίου είναι σχετικά με όρους ισορροπίας συνολικής προσφοράς και ζήτησης χρήματος. Για να αποτυπώσουμε την ισορροπία μεταξύ της συνολικής ζήτησης και προσφοράς, ξεκινάμε από τη συνθήκη ισορροπίας:

$$H = [c + \theta (1 - c)] \text{€}Y * L(i)$$

Σχέση 3-14

Διαιρώντας και τα δύο μέλη με:

$$\frac{1}{c + \theta (1 - c)}$$

Προκύπτει :

$$\frac{1}{[c + \theta (1 - c)]} H = \epsilon Y L(i)$$

Σχέση 3-15

Προσφορά χρήματος = Ζήτηση Χρήματος

Αν συγκρίνουμε την παραπάνω εξίσωση με την αρχική εξίσωση ισορροπίας σε μια οικονομία χωρίς τράπεζες ($M = \epsilon Y * L(i)$), παρατηρούμε ότι η μοναδική διαφορά είναι πως η συνολική προσφορά δεν ισούται μόνο με το χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας, αλλά με την ποσότητα αυτή πολλαπλασιαζόμενη με το σταθερό όρο: $1/[c + \theta (1 - c)]$, ο οποίος ονομάζεται πολλαπλασιαστής χρήματος.

Το ότι η συνολική προσφορά χρήματος εξαρτάται τελικά από το ποσό χρήματος της κεντρικής τράπεζας, είναι ο λόγος για τον οποίο το τελευταίο καλείται υψηλής ισχύος χρήμα¹⁸ ή νομισματική βάση.

¹⁸ High-powered Money, εξ' ου και ο συμβολισμός H

3.4 Δημοσιονομική και Νομισματική Πολιτική

Ο σωστός συνδυασμός δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής μπορεί να βοηθήσει μια χώρα να βγει από την ύφεση, να βελτιώσει τη θέση της στο εμπόριο, χωρίς αύξηση της δραστηριότητάς της και ανάφλεξη του πληθωρισμού, να επιβραδύνει την υπερθέρμανση της οικονομίας, να προχωρήσει στην τόνωση των επενδύσεων και τη συσσώρευση κεφαλαίου. Τα παραπάνω θεωρητικά συμπεράσματα αυτά, όμως, φαίνεται να είναι σε αντίθεση με τις συχνές απαιτήσεις των υπεύθυνων χάραξης πολιτικής.

3.4.1 Η Αβεβαιότητα στην Πολιτική

Οι θεωρητικοί της Μακροοικονομίας και εμμέσως οι φορείς χάραξης πολιτικής που βασίζονται στους πρώτους για συμβουλές οφείλουν να πράττουν μέχρι το βαθμό που γνωρίζουν. Το ότι η κρίση του 2009-2010 αναμένονταν από τόσο μικρό αριθμό οικονομολόγων, υπογραμμίζει την ισχύ της δήλωσης αυτής.

Γνώση και Κατανόηση Μακροοικονομικής Θεωρίας

Έστω μια οικονομία με υψηλά ποσοστά ανεργίας, όπου η Κεντρική Τράπεζα εξετάζει τη χρησιμοποίηση νομισματικής πολιτικής για την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας. Για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των λύσεων που θα εφαρμοστούν, η Κεντρική Τράπεζα βασίζεται σε μακρο-οικονομετρικά μοντέλα. Οι λύσεις που προκύπτουν από το κάθε μοντέλο ποικίλουν διότι το κάθε ένα έχει διαφορετική δομή και χρησιμοποιεί διαφορετικές εξισώσεις και μεταβλητές.

Για την ευρωζώνη υπάρχουν τέσσερα βασικά μακρο –μοντέλα:

- Το μοντέλο Area-Wide (AWM) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και τρία ακόμα πολυεθνικά μοντέλα :
- Το μοντέλο MULTIMOD Mark III, που αναπτύχθηκε στο τμήμα έρευνας του ΔΝΤ στη Washington.
- Το μοντέλο NIGEM, που αναπτύχθηκε στο Διεθνές Ινστιτούτο Οικονομικών και Κοινωνικών Ερευνών του Λονδίνου.
- Το μοντέλο QUEST της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Και τα τέσσερα μοντέλα λειτουργούν με βάση την υπόθεση που θέλει τις αποφάσεις των αγορών, των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών να λαμβάνονται με γνώμονα τις ορθολογικές τους προσδοκίες για το μέλλον.

Υποθέτουμε πως συμβαίνουν δύο διαταραχές, μία στη δημοσιονομική πολιτική και μία στη νομισματική. Ξεκινάμε με τη διαταραχή νομισματικής πολιτικής:

Θεωρούμε πως η οικονομία της ζώνης του ευρώ αυξάνεται με ομαλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ας υποθέσουμε τώρα, ότι κατά την χρονική διάρκεια ενός έτους, η ΕΚΤ αυξάνει το ονομαστικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο κατά 1%. Τι αντίκτυπο έχει μια τέτοια αύξηση στην παραγωγή της ζώνης; Σύμφωνα και με τα τέσσερα μοντέλα, η αύξηση αυτή οδηγεί σε μείωση της παραγωγής για τα επόμενα χρόνια. Η διαφοροποίηση

ανάμεσα στις απαντήσεις των μοντέλων έγκειται στο βαθμό της μείωσης. Στη συνέχεια, με την ίδια υπόθεση όσον αφορά το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και για χρονικό διάστημα πάλι ενός έτους, υποθέτουμε ότι οι κυβερνητικές δαπάνες μειώνονται κατά 1% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ. Η επίδραση στην παραγωγή δίνεται από δύο μοντέλα, το AMW και το MULTIMOD τα οποία μπορούν να παρέχουν δεδομένα σε επίπεδο ζώνης και προβλέπουν μείωση κατά 1.35 και 1.48 αντίστοιχα.

Αβεβαιότητα και περιορισμοί των Φορέων Πολιτικής

Οι φορείς Νομισματικής και Δημοσιονομικής πολιτικής θα έπρεπε να δρουν περισσότερο συντηρητικά λόγω της αβεβαιότητας. Υπάρχει λοιπόν, σημαντική αβεβαιότητα για τις επιπτώσεις της μακροοικονομικής πολιτικής. Αυτή η αβεβαιότητα θα πρέπει να οδηγήσει τους φορείς χάραξης πολιτικής στο να είναι πιο προσεκτικοί και να χρησιμοποιούν λιγότερο δραστικά μέτρα πολιτικής. Οι πολιτικές θα πρέπει γενικά να αποσκοπούν στην αποφυγή παρατεταμένης ύφεσης και στην αποφυγή πληθωριστικών πιέσεων. Θα πρέπει να σταματήσουν την προσπάθεια διατήρησης συνεχούς ανεργίας και αύξησης της παραγωγής.

3.4.2 Προσδοκίες

Μέχρι και πριν 30 χρόνια, η μακροοικονομική πολιτική θεωρούνταν ένας πολύπλοκος μηχανισμός. Πλέον η οικονομία δεν προσεγγίζεται ως μία περίπλοκη μηχανή αλλά ως θεσμός ο οποίος απαρτίζεται από ιδιώτες και επιχειρήσεις που προσπαθούν να προβλέψουν τις κινήσεις των φορέων χάραξης πολιτικής και αντιδρούν όχι μόνο στην τρέχουσα πολιτική, αλλά και στις προσδοκίες της μελλοντικής πολιτικής. Ως εκ τούτου, η μακροοικονομική πολιτική πρέπει να θεωρηθεί ως ένα “παιχνίδι” μεταξύ των φορέων χάραξης της και την «οικονομία» -ιδιώτες και επιχειρήσεις-. Έτσι, προσεγγίζοντας την πολιτική δε χρειαζόμαστε το βέλτιστο ελεγκτικό μηχανισμό αλλά τη Θεωρία Παιγνίων, που μελετά τις στρατηγικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ των παιχτών. Οι στρατηγικές αλληλεπιδράσεις είναι σαφείς: οι πράξεις ιδιωτών και επιχειρήσεων εξαρτώνται από το τι προσδοκούν πως θα πράξουν οι φορείς χάραξης πολιτικής. Οι πράξεις των φορέων χάραξης πολιτικής εξαρτώνται από το τι συμβαίνει στην οικονομία.

Καταστάσεις Ομηρίας και Διαπραγματεύσεις

Οι περισσότερες κυβερνήσεις δηλώνουν ότι δεν προχωρούν σε διαπραγματεύσεις σε καταστάσεις ομηρίας. Ο λόγος υιοθέτησης της πολιτικής αυτής είναι σαφής: αποτροπή ενδεχόμενων καταστάσεων ομηρίας. Η ίδια λογική ακολουθείται στο σχεδιασμό μακροοικονομικής πολιτικής για τη συγκράτηση πληθωρισμού και ανεργίας.

Πληθωρισμός και Ανεργία

Η εξίσωση που περιγράφει τη σχέση μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας είναι η ακόλουθη:

$$\pi = \pi^e - \alpha (u - u_n)$$

Σχέση 3-16

Ο πληθωρισμός π εξαρτάται από τον προσδοκώμενο πληθωρισμό π^e και από τη διαφορά μεταξύ του πραγματικού ποσοστού ανεργίας και του φυσικού ποσοστού ανεργίας. Η μεταβλητή α αντιπροσωπεύει την επίδραση της ανεργίας στον πληθωρισμό με βάση τον προσδοκώμενο πληθωρισμό: όταν η ανεργία υπερβαίνει το φυσικό ποσοστό, ο πληθωρισμός είναι χαμηλότερος από τον αναμενόμενο και όταν η ανεργία είναι κάτω από το φυσικό ποσοστό, ο πληθωρισμός είναι υψηλότερος από τον προσδοκώμενο.

Υποθέτουμε πως η κεντρική τράπεζα ανακοινώνει την υιοθέτηση νομισματικής πολιτικής με στόχο το μηδενικό πληθωρισμό. Ο προσδοκώμενος πληθωρισμός με βάση την ανακοίνωση είναι ίσος με μηδέν και η Κεντρική Τράπεζα βρίσκεται αντιμέτωπη με την ακόλουθη σχέση μεταξύ ανεργίας και πληθωρισμού:

$$\pi = -\alpha (u - u_n)$$

Σχέση 3-17

Εάν η Κεντρική Τράπεζα προχωρήσει σε υλοποίηση της ανακοίνωσης, θα επιλέξει ένα ποσοστό ανεργίας ίσο με το φυσικό ποσοστό. Από την εξίσωση (3.16): $\pi = \pi^e = 0$ σύμφωνα με την ανακοίνωση της Τράπεζας και τις προσδοκίες των ατόμων. Στις ΗΠΑ $\alpha = 1$ και επομένως $u_n = u$.

Στις ΗΠΑ, η μεταβλητή α είναι περίπου ίση με 1. Έτσι σύμφωνα με την εξίσωση (3.17) προκύπτει: με την αποδοχή πληθωρισμού 1%, η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να επιτύχει ποσοστό ανεργίας κατά 1% κάτω από το φυσικό ποσοστό ανεργίας. Για $\alpha = 1$ και $\pi = 1$, τότε $(u - u_n) = -1\%$. Υποθέτουμε ότι η Κεντρική Τράπεζα βρίσκει τη συναλλαγή ελκυστική και αποφασίζει τη μείωση του ποσοστού ανεργίας κατά 1% έναντι ενός ποσοστού πληθωρισμού της τάξεως του 1%. Παρατηρούμε μια απόκλιση από τους στόχους της ανακοίνωσης μόλις ο άλλος παίκτης (στην προκειμένη, οι ρυθμιστές των μισθών) έχει κάνει την κίνησή του, συμπεριφορά που στη θεωρία Παιγνίων είναι γνωστή ως *χρονική ανακολουθία*. Στο παράδειγμά μας, η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να βελτιώσει το αποτέλεσμα της περιόδου, παρεκκλίνοντας από την εξαγγελθείσα πολιτική της για μηδενικό πληθωρισμό: με την αποδοχή ενός ποσοστού πληθωρισμού, μπορεί να επιτύχει ουσιαστική μείωση της ανεργίας. Βλέποντας τις κινήσεις της Κεντρικής Τράπεζας, είναι πιθανό οι ρυθμιστές μισθών να αναμένουν θετικά ποσοστά πληθωρισμού στο 1%. Το πιθανό τελικό αποτέλεσμα είναι υψηλός πληθωρισμός. Εν κατακλείδι, η απόπειρα της Κεντρικής Τράπεζας για βελτίωση της κατάστασης είχε αντίθετα αποτελέσματα. Η οικονομία κατέληξε με το ίδιο ποσοστό ανεργίας αλλά με πολύ υψηλότερο πληθωρισμό.

Εδραίωση Αξιοπιστίας

Τα μέσα που θα βοηθήσουν μια Κεντρική Τράπεζα στην εδραίωση αξιοπιστίας χωρίς να εγκαταλειφθεί η δυνατότητα χάραξης πολιτικής είναι:

- Η Κεντρική Τράπεζα να γίνει ανεξάρτητη. Η κατάσταση αυτή καθιστά ευκολότερη την αντίσταση της Κεντρικής Τράπεζας στην πολιτική πίεση για μείωση της ανεργίας κάτω από το φυσικό ποσοστό.
- Να δοθούν κίνητρα ούτως ώστε οι Κεντρικοί Τραπεζίτες να εξετάζουν το μακροπρόθεσμο ορίζοντα, να λαμβάνουν δηλαδή υπόψη τους το μακροπρόθεσμο κόστος που προκαλείται από την άνοδο του πληθωρισμού.
- Να διοριστεί ένας «συντηρητικός» Κεντρικός Τραπεζίτης.

Τα παραπάνω είναι βήματα που έχουν κάνει πολλές χώρες τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Έχει δοθεί περισσότερη ανεξαρτησία στις Κεντρικές Τράπεζες, οι Κεντρικοί Τραπεζίτες εκτίουν μεγαλύτερες θητείες και οι κυβερνήσεις τυπικά έχουν ορίσει Κεντρικούς Τραπεζίτες, που είναι πιο «συντηρητικοί» από ότι οι ίδιες οι κυβερνήσεις.

Περιορισμός των Φορέων

Οι αυστηροί περιορισμοί των υπευθύνων χάραξης πολιτικής αποτελούν μια λύση, όταν εμπíπτουν ζητήματα χρονικής ανακολουθίας. Η λύση αυτή έχει μεγάλο κόστος, διότι εμποδίζει την χρήση της μακροοικονομικής πολιτικής ως εργαλείο στο σύνολό της. Προτιμότερες λύσεις περιλαμβάνουν το σχεδιασμό αποδοτικότερων ιδρυμάτων που θα μπορούν να μειώσουν το πρόβλημα της χρονικής ανακολουθίας, ενώ ταυτόχρονα, θα επιτρέπουν τη χρήση της πολιτικής για σταθεροποίηση της παραγωγής.

Μέχρι στιγμής υποθέσαμε ότι οι φορείς χάραξης πολιτικής λειτουργούν *καλή τη πίστι* (προσπαθούν να πράξουν ότι είναι καλύτερο για την οικονομία). Ωστόσο, η υπόθεση αυτή αμφισβητείται στο δημόσιο διάλογο: οι πολιτικοί και οι φορείς χάραξης πολιτικής πράττουν με γνώμονα το προσωπικό συμφέρον και αυτό τις περισσότερες φορές δε συνάδει με το συμφέρον της χώρας.

3.5 Περιορισμοί Νομισματικής και Δημοσιονομικής Πολιτικής

Παρακάτω επιχειρούμε να παρουσιάσουμε τους στόχους των πολιτικών καθώς και τις μεθόδους που ακολουθούνται στο δρόμο προς την υλοποίησή τους.

3.5.1 Κόστος και Οφέλη Πληθωρισμού

Οι υψηλοί ρυθμοί πληθωρισμού προκαλούν διαταραχές στην οικονομική δραστηριότητα. Στις χώρες του ΟΟΣΑ οι επικρατούσες απόψεις είναι δύο: εκείνη που υποστηρίζει πως ένας ρυθμός πληθωρισμού της τάξεως του 3% είναι ιδανικός και εκείνη που θέλει να επιτύχει σταθερότητα των τιμών, δηλαδή ποσοστό πληθωρισμού 0%.

Όσοι θέλουν το ποσοστό πληθωρισμού να κυμαίνεται γύρω από το 3% τονίζουν ότι το κόστος του 3% σε σχέση με τον πληθωρισμό της τάξεως του 0% είναι χαμηλό. Υποστηρίζουν ότι μέρος του κόστους πληθωρισμού θα μπορούσε να αποφευχθεί μέσω της τιμαριθμικής αναπροσαρμογής του φορολογικού συστήματος και της έκδοσης περισσότερων ομολόγων. Υποστηρίζουν επίσης ότι μία μείωση του ρυθμού πληθωρισμού από την τρέχουσα τιμή στο μηδέν, θα προκαλέσει αύξηση της ανεργίας για ορισμένο χρονικό διάστημα, και το κόστος μετάβασης μπορεί να υπερβαίνει και τα τυχόν οφέλη.

Εκείνοι που στοχεύουν στο 0% επισημαίνουν ότι το ποσοστό αυτό αντιστοιχεί σε σταθερότητα των τιμών. Γνωρίζοντας ότι το επίπεδο τιμών θα είναι περίπου ίδιο σε δέκα ή είκοσι χρόνια, απλοποιεί μια σειρά περίπλοκων αποφάσεων και εξαλείφει τα περιθώρια *ψευδαίσθησης* χρήματος. Επίσης, δεδομένου του προβλήματος που προκύπτουν από τη χρονική ανακολουθία των Κεντρικών Τραπεζών η αξιοπιστία και η απλότητα που προσφέρει ο στόχος του 0% είναι σημαντική. Το ζήτημα δεν έχει διευθετηθεί. Προς το παρόν, οι περισσότερες Κεντρικές Τράπεζες φαίνεται να στοχεύουν σε χαμηλό αλλά θετικό πληθωρισμό δηλαδή ποσοστά πληθωρισμού μεταξύ 2% και 3%.

Κόστος Πληθωρισμού

Οικονομολόγοι έχουν ορίσει τέσσερα κύρια είδη κόστους πληθωρισμού

Κόστος Σόλας (shoe-leather cost)

Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, ένα υψηλό ποσοστό του πληθωρισμού οδηγεί σε υψηλότερο ονομαστικό επιτόκιο μειώνει την πραγματική αξία του χρήματος επομένως οι πολίτες προτιμούν να κρατούν λιγότερα σε μετρητά και να καταθέτουν περισσότερα στις τράπεζες υψηλότερο κόστος. Ως αποτέλεσμα, οι άνθρωποι κάνουν περισσότερες επισκέψεις στις τράπεζες. Οι επισκέψεις αυτές κοστίζουν λόγω μεταφορικού κόστους, παραγωγικού χρόνου και δυσχέρειας . (εξ ου και η έκφραση κόστος σόλας).

Φορολογικές στρεβλώσεις

Το δεύτερο κόστος πληθωρισμού προέρχεται από την αλληλεπίδραση φορολογικού συστήματος και πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός σπρώχνει τα ονομαστικά εισοδήματα προς τα πάνω και έτσι φορολογούνται με πιο ψηλούς συντελεστές.

Ψευδαίσθηση Χρήματος

Το τρίτο είδος κόστους πληθωρισμού αναφέρεται στην ψευδαίσθηση χρήματος, τη συμπεριφορά που θέλει τους ανθρώπους να κάνουν συστηματικά λάθη στην εκτίμηση της ονομαστικής έναντι της πραγματικής αξίας. Η δυσκολία εκτίμησης αυτή οδηγεί σε λανθασμένες αποφάσεις.

Διακυμάνσεις Πληθωρισμού

Το τέταρτο είδος κόστους πληθωρισμού προκύπτει από τις διακυμάνσεις του ποσοστού.

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως τα ομόλογα, τα οποία υπόσχονται σταθερές αποπληρωμές στο μέλλον καθίστανται περισσότερο επικίνδυνα.

Οφέλη Πληθωρισμού

Ο πληθωρισμός δεν έχει αποκλειστικά αρνητικές επιπτώσεις. Παρακάτω αναφέρουμε τρία οφέλη που προκύπτουν από την ύπαρξη πληθωρισμού.

Εκδοτικό Προνόμιο

Η κυβέρνηση τυπικά δεν «δημιουργεί» χρήμα για να πληρώσει για τις δαπάνες της. Αντίθετα, αυτό που κάνει είναι να πουλά και να αγοράζει ομόλογα δαπανώντας τα έσοδα. Αλλά αν τα ομόλογα που αγοράζονται από την κεντρική τράπεζα, η οποία δημιουργεί στη συνέχεια τα χρήματα για να πληρώσει γι' αυτά, το αποτέλεσμα είναι το ίδιο: τα έσοδα από τη έκδοση χρήματος (seigniorage) επιτρέπουν στην κυβέρνηση να δανειστεί λιγότερο από το δημόσιο.

Πραγματικό Επιτόκιο

Μια οικονομία με υψηλό μέσο ποσοστό πληθωρισμού έχει περισσότερα περιθώρια χρησιμοποίησης της νομισματικής πολιτικής για την καταπολέμηση της ύφεσης. Μια οικονομία με χαμηλό μέσο ποσοστό πληθωρισμού είναι πιθανό να βρεθεί σε θέση να χρησιμοποιήσει τη νομισματική πολιτική για να επιστρέψει την παραγωγή στο φυσικό στο φυσικό επίπεδο.

Επανεξέταση της Ψευδαίσθησης Χρήματος

Παραδόξως, η ψευδαίσθηση χρήματος παρέχει τουλάχιστον ένα επιχείρημα διατήρησης θετικού ρυθμού πληθωρισμού. Η παρουσία πληθωρισμού επιτρέπει την προς τα κάτω προσαρμογή των πραγματικών μισθολογικών ευκολότερα από ότι στην περίπτωση που δεν υπάρχει πληθωρισμός.

3.5.2 Κανόνες Νομισματικής Πολιτικής

Μέχρι τη δεκαετία του 1990, ο σχεδιασμός της νομισματικής πολιτικής συνήθως επικεντρωνόταν γύρω από την αύξηση της ονομαστικής ποσότητας χρήματος. Οι κεντρικές τράπεζες έθεταν μεσοπρόθεσμους στόχους αύξησης του ρυθμού του ονομαστικού χρήματος. Κατά την τελευταία δεκαετία, όμως, η προσέγγιση αυτή έχει εξελιχθεί. Οι περισσότερες Κεντρικές Τράπεζες έχουν υιοθετήσει πολιτική πληθωριστικών στόχων έναντι του ρυθμού αύξησης ονομαστικού χρήματος.

Ρυθμός Αύξησης Χρήματος

Μέχρι τη δεκαετία του 1990, η νομισματική πολιτική που ακολουθούσαν οι χώρες του ΟΟΣΑ υλοποιούνταν ως εξής:

- Η Κεντρική Τράπεζα επέλεγε ένα ποσοστό στόχο αύξησης του ονομαστικού χρήματος που αντιστοιχούσε στο ποσοστό του πληθωρισμού που ήθελε να επιτευχθεί σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.
- Βραχυπρόθεσμα, η Κεντρική Τράπεζα επέτρεπε αποκλίσεις από το στόχο που είχε ορίσει για το ρυθμό αύξησης ονομαστικού χρήματος. Αν για παράδειγμα, η οικονομία βρισκόταν σε ύφεση, η Κεντρική Τράπεζα προχωρούσε σε αύξηση του ονομαστικού χρήματος πάνω από το στόχο ούτως ώστε να καταστεί δυνατή η μείωση του επιτοκίου και να πραγματοποιηθεί μια γρήγορη ανάκαμψη της παραγωγής. Σε περιόδους ανάπτυξης, έπραττε το αντίθετο για να οδηγήσει σε επιβράδυνση ανάπτυξης της παραγωγής.
- Για να κοινοποιήσει τους στόχους που ήθελε να επιτύχει σε μεσοπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, η Κεντρική Τράπεζα ανακοίνωνε ένα εύρος διακύμανσης του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού χρήματος.

Με την πάροδο του χρόνου ο συγκεκριμένος τρόπος άσκησης νομισματικής πολιτικής αντικαταστάθηκε.

Επανεξέταση Χρήματος και Πληθωρισμού

Ο σχεδιασμός μιας νομισματικής πολιτικής γύρω από την ονομαστική αύξηση χρήματος βασίζεται στην υπόθεση ότι υφίσταται στενή σχέση μεταξύ πληθωρισμού και αύξησης ονομαστικού χρήματος σε μεσοπρόθεσμη βάση. Στην πράξη, η σχέση αυτή δεν είναι αρκετά στενή ώστε επιλέγοντας ένα ποσοστό αύξησης χρήματος να μπορεί να επιτευχθεί το επιθυμητό ποσοστό πληθωρισμού ούτε καν σε μεσοπρόθεσμο πλαίσιο. Η παραπάνω ανακολουθία λαμβάνει χώρα λόγω των μεταβολών στη ζήτηση χρήματος. Ας υποθέσουμε ότι, ως αποτέλεσμα της καθιέρωσης των πιστωτικών καρτών, οι άνθρωποι αποφασίζουν να κρατούν σε ρευστό μόνο το μισό ποσό των χρημάτων σε σχέση με πριν. Η πραγματική ζήτηση χρήματος μειώνεται λοιπόν, κατά το ήμισυ. Ομοίως το πραγματικό απόθεμα χρήματος μειώνεται κατά το ήμισυ μεσοπρόθεσμα. Για ένα δεδομένο επίπεδο ονομαστικού χρηματικού αποθέματος, το επίπεδο τιμών πρέπει να διπλασιαστεί. Ακόμη και αν το ονομαστικό χρηματικό απόθεμα παραμείνει σταθερό υπάρχει μία πληθωριστική περίοδος όταν το επίπεδο τιμών διπλασιάζεται.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής, δεν υπάρχει στενή σχέση μεταξύ της αύξησης του ονομαστικού χρήματος (που είναι μηδενική) και του πληθωρισμού (που είναι θετική).

Κανόνας Taylor

Σύμφωνα με το John Taylor του Πανεπιστημίου Stanford, η Κεντρική Τράπεζα επηρεάζει τις δαπάνες μέσω του επιτοκίου, και για το λόγο αυτό θα πρέπει να επιλέγει άμεσα το επίπεδο επιτοκίου και όχι την αύξηση του ονομαστικού χρήματος. Ο κανόνας αυτός, που είναι τώρα γνωστός ως κανόνας Taylor, έχει ως εξής:

π_t : ρυθμός πληθωρισμού και π^* : στόχος ρυθμού πληθωρισμού

i_t : ονομαστικό επιτόκιο και i^* : στόχος ονομαστικού επιτοκίου

u_t : ποσοστό ανεργίας και u^* : στόχος ποσοστού ανεργίας

Η Κεντρική Τράπεζα επιλέγει το ονομαστικό επιτόκιο i_t . Ο κανόνας Taylor υποδεικνύει πως η επιλογή πρέπει να γίνει σύμφωνα με τον ακόλουθο κανόνα:

όπου $a, b > 0$

$$i_t = i^* + a(\pi_t - \pi^*) - b(u_t - u_n)$$

Σχέση 3-18

Τα ως άνω ερμηνεύονται:

Αν $\pi_t = \pi$ και $u_t = u$ τότε η Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να ορίσει το ονομαστικό επιτόκιο i_t σε επίπεδο ίσο με το επιτόκιο στόχο. Με αυτό τον τρόπο, η οικονομία παραμένει στην ίδια πορεία, με πληθωρισμό ίσο με το στόχο και ανεργία ίση με το φυσικό ποσοστό ανεργίας. Αν τώρα, $\pi_t > \pi$ η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να αυξήσει το i_t πάνω από το i^* . Αυτό το υψηλότερο επιτόκιο θα οδηγήσει σε αύξηση της ανεργίας, και η αύξηση της ανεργίας αυτή θα οδηγήσει σε μείωση του πληθωρισμού.

Αν η ανεργία είναι υψηλότερη από το φυσικό ποσοστό ανεργίας ($u_t > u_n$) η Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να μειώσει το ονομαστικό επιτόκιο. Το χαμηλότερο ονομαστικό επιτόκιο θα αυξήσει την παραγωγή, που οδηγεί σε μείωση της ανεργίας.

Από όταν πρωτοεμφανίστηκε, ο κανόνας Taylor προκάλεσε μεγάλο ενδιαφέρον, τόσο στους ερευνητές όσο και στις Κεντρικές Τράπεζες:

Ερευνητές εξετάζοντας τη συμπεριφορά τόσο της Fed στις ΗΠΑ όσο και της ΕΚΤ στη ζώνη του ευρώ διαπίστωσαν ότι, ο κανόνας αυτός περιγράφει τη συμπεριφορά τους κατά τα τελευταία 15 έως 20 χρόνια.

Άλλοι ερευνητές εξέτασαν κατά πόσον είναι δυνατό να υπάρξουν βελτιώσεις σε αυτό τον απλό κανόνα, για παράδειγμα, εάν το ονομαστικό επιτόκιο θα μπορούσε να επηρεάσει τον μελλοντικό πληθωρισμό και όχι μόνο τον τρέχοντα.

Ωστόσο, άλλοι ερευνητές έχουν εξετάσει κατά πόσον οι Κεντρικές Τράπεζες θα πρέπει να υιοθετήσουν σταθερό κανόνα επιτοκίου ο οποίος να ακολουθείται αυστηρά, ή αν θα πρέπει να χρησιμοποιούν τον κανόνα πιο ανεπίσημα και μη διστάζουν να παρεκκλίνουν από αυτόν εφόσον ενδείκνυται.

Σε γενικές γραμμές οι περισσότερες Κεντρικές Τράπεζες έχουν πλέον μετατοπίσει την προσοχή τους και λειτουργούν με τους όρους ενός κανόνα επιτοκίου.

3.5.3 Τα Εργαλεία της Νομισματικής Πολιτικής

Η συνθήκη ισορροπίας (όπως αναφέραμε στην προηγούμενη ενότητα) είναι (σχέση [4.11])

$$H = [c + \theta (1 - c)] \text{€}Y * L(i)$$

Σχέση 3-19

Το επιτόκιο ισορροπίας είναι το επιτόκιο εκείνο στο οποίο η προσφορά χρήματος H ισούται με τη ζήτηση χρήματος. Η προσφορά χρήματος σχετίζεται με τη νομισματική βάση και η ζήτηση αποτελεί το άθροισμα της ζήτησης χρηματικών διαθεσίμων και της ζήτησης αποθεματικών τραπεζών.

Στοχοθέτηση Πληθωρισμού

Σε πολλές χώρες, οι Κεντρικές Τράπεζες έχουν ορίσει ως πρωταρχικό στόχο τους την επίτευξη χαμηλού πληθωρισμού, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μεσοπρόθεσμα. Πολιτική που είναι γνωστή ως *στοχοθέτηση πληθωρισμού*

Η προσπάθεια επίτευξης ενός συγκεκριμένου πληθωριστικού στόχου μεσοπρόθεσμα αποτελεί μία σαφή βελτίωση έναντι της προσπάθειας επίτευξης ενός στόχου ονομαστικής αύξησης χρήματος. Άλλωστε, σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, ο πρωταρχικός στόχος της νομισματικής πολιτικής είναι η επίτευξη ενός δεδομένου ποσοστού πληθωρισμού.

Ο ίδιος στόχος σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα αποτελεί περισσότερο αμφιλεγόμενη πολιτική. Εστιάζοντας αποκλειστικά στον πληθωρισμό φαίνεται να εξαλείφει οποιοδήποτε ρόλο θα μπορούσε να διαδραματίσει η νομισματική πολιτική στη μείωση της διακύμανσης του επιπέδου παραγωγής. Στην πραγματικότητα, δε συμβαίνει αυτό. Αν ανατρέξουμε στην καμπύλη Philips και την εξίσωση που αναλύει τη σχέση μεταξύ πληθωρισμού p^* , πληθωρισμού προηγούμενων ετών p_{t-1} και των αποκλίσεων του ποσοστού ανεργίας u_t από το φυσικό ποσοστό ανεργίας u_n :

$$\pi_t = \pi_{t-1} - \alpha (u_t - u_n)$$

Σχέση 3-20

Αν ο πληθωριστικός στόχος είναι π^* , και η Κεντρική Τράπεζα μπορούσε να επιτύχει το στόχο του πληθωρισμού της σε κάθε περίοδο η παραπάνω σχέση γίνεται:

$$\pi_t = \pi^* - \alpha (u_t - u_n)$$

Σχέση 3-21

Το ποσοστό ανεργίας, u_t θα ισούται πάντα με το φυσικό ποσοστό ανεργίας u_n και εμμέσως, η παραγωγή θα είναι πάντα ίση με το φυσικό επίπεδο παραγωγής. Στην πραγματικότητα, η στοχοθέτηση πληθωρισμού οδηγεί την κεντρική τράπεζα να ενεργήσει με τέτοιο τρόπο ώστε να εξαλείψει όλες τις αποκλίσεις της παραγωγής από το φυσικό επίπεδο.

Αν η Κεντρική Τράπεζα διαπίστωνε ότι μια αρνητική διαταραχή της ζήτησης επρόκειτο να οδηγήσει σε ύφεση, θα γνώριζε ότι, χωρίς τη νομισματική επέκταση, η οικονομία θα αντιμετωπίσει μια μείωση του πληθωρισμού κάτω από το ποσοστό-στόχο του.

Για τη διατήρηση του ρυθμού πληθωρισμού σταθερό, η Κεντρική Τράπεζα θα βασιστεί σε μια νομισματική επέκταση ούτως ώστε να αποφευχθεί η ύφεση. Ως αποτέλεσμα της νομισματικής πολιτικής αυτής η παραγωγή παραμένει ίση με το φυσικό επίπεδο παραγωγής.

Το αποτέλεσμα που προκύπτει από τα ως άνω είναι: η στοχοθέτηση πληθωρισμού εξαλείφει τις αποκλίσεις μεταξύ παραγωγής και φυσικού επιπέδου παραγωγής, συμπεράσμα πολύ δυνατό εντούτοις, για δύο λόγους:

- Η Κεντρική Τράπεζα δεν μπορεί πάντα να επιτύχει το επιθυμητό ποσοστό πληθωρισμού βραχυπρόθεσμα.
- Όπως όλες οι μακροοικονομικές σχέσεις, έτσι και η σχέση της καμπύλης Phillips δεν ευσταθεί με απόλυτη ακρίβεια.

Τα στοιχεία αυτά είναι σημαντικά, αλλά το βασικό σημείο παραμένει: η στοχοθέτηση πληθωρισμού είναι ευνοϊκή σε μεσοπρόθεσμη βάση και βραχυπρόθεσμα επιτρέπει στη νομισματική πολιτική τη σταθεροποίηση της παραγωγής γύρω από το φυσικό επίπεδο.

3.5.4 Κανονισμοί και Περιορισμοί Δημοσιονομικής Πολιτικής

Τρία Ζητήματα Δημοσιονομικής Πολιτικής

Παρακάτω εξετάζουμε τρία ζητήματα στα οποία έχει αντίκτυπο ο περιορισμός του κυβερνητικού προϋπολογισμού.

Η Ρικαρδιανή Ισότητα

Μια ακραία άποψη υποστηρίζει πως όταν υπάρχουν περιορισμοί του κρατικού προϋπολογισμού ούτε τα ελλείμματα ούτε το χρέος έχουν επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα. Η θέση αυτή είναι γνωστή ως ρικαρδιανή ισοδυναμία το οποίο στη συνέχεια αναπτύχθηκε περεταίρω από τον Robert Barro και μετονομάστηκε σε πρόταση των Ricardo-Barro. Οι καταναλωτές δεν αλλάζουν την τους σε ανταποκριθούν σε μια

μείωση του φόρου, εάν η παρούσα αξία των εσόδων από φόρο επί της εργασίας δεν επηρεάζεται. Μια μείωση φόρου δεν επιφέρει αλλαγές στην κατανάλωση αν η παρούσα αξία στο εισόδημα μετά φόρου δεν επηρεάζεται. Η επίδραση της χαμηλής φορολογίας στο παρόν ακυρώνεται από μελλοντική υψηλή φορολογία.

Έλλειμμα, Σταθεροποίηση Παραγωγής και Κυκλικά Προσαρμοσμένο Έλλειμμα

Το γεγονός ότι τα δημοσιονομικά ελλείμματα έχουν μακροπρόθεσμα αρνητικές επιπτώσεις στη συσσώρευση του κεφαλαίου και στη συνέχεια στην παραγωγή, δεν σημαίνει ότι η δημοσιονομική πολιτική δεν πρέπει να χρησιμοποιείται για τη μείωση των διακυμάνσεων της παραγωγής. Αντίθετα, υποδηλώνει ότι τα ελλείμματα σε περιόδους ύφεσης θα πρέπει να αντισταθμίζονται από τα πλεονάσματα κατά τη διάρκεια έξαρσης, ώστε η οικονομία να μην οδηγείται σε σταθερή αύξηση του χρέους. Το έλλειμμα που υφίσταται όταν το επίπεδο παραγωγής ισούται με το φυσικό επίπεδο παραγωγής καλείται έλλειμμα πλήρους απασχόλησης. Εδώ για την περιγραφή αυτής της κατάστασης της οικονομίας χρησιμοποιούμε τον όρο κυκλικά προσαρμοσμένο έλλειμμα. Άλλοι όροι είναι τυποποιημένο έλλειμμα απασχόλησης και διαρθρωτικό έλλειμμα(ο όρος που χρησιμοποιείται από τον ΟΟΣΑ).

Η θεωρία στην οποία βασίζεται η έννοια του κυκλικά προσαρμοσμένου ελλείμματος είναι απλή, η πράξη όμως έχει αποδειχθεί σύνθετη. Θα εξετάσουμε τη δομή των μέτρων του κυκλικά προσαρμοσμένου ελλείμματος. Η εξέταση απαιτεί δύο βήματα:

Αρχικά καθορίζουμε πόσο χαμηλότερο θα ήταν το έλλειμμα εάν η παραγωγή ήταν 1% υψηλότερα. Δεύτερον, αξιολογούμε πόσο απέχει η παραγωγή από το φυσικό επίπεδο.

Ένας αξιόπιστος κανόνας στηρίζει ότι μια μείωση της τάξεως του 1% στην παραγωγή οδηγεί αυτόματα σε αύξηση του ελλείμματος στο 0,5% του ΑΕΠ. Η αύξηση αυτή παρουσιάζεται επειδή μια μείωση στην παραγωγή, οδηγεί σε μείωση των εσόδων και αναπόφευκτα σε μεγαλύτερο έλλειμμα. Εάν η παραγωγή είναι για παράδειγμα 5% κάτω από το φυσιολογικό επίπεδο, το έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ θα είναι συνεπώς περίπου 2,5% μεγαλύτερο από ό, τι θα ήταν εάν το η παραγωγή ήταν στο φυσικό επίπεδο. Το αποτέλεσμα της δραστηριότητας αυτό στο έλλειμμα ονομάζεται *αυτόματος σταθεροποιητής*.

Το δεύτερο βήμα είναι πιο σύνθετο. Το φυσικό επίπεδο της παραγωγής είναι η το επίπεδο παραγωγής εκείνο που θα προέκυπτε εάν η οικονομία λειτουργούσε στο φυσικό ποσοστό ανεργίας. Μια χαμηλή εκτίμηση του φυσικού ποσοστού ανεργίας θα οδηγήσει σε υπερβολικά υψηλή εκτίμηση του φυσικού επιπέδου της παραγωγής, και ως εκ τούτου το μέτρο του κυκλικά προσαρμοσμένου ελλείμματος, θα γίνει υπερβολικά αισιόδοξο.

Πολιτικοί και Δημοσιονομικοί Περιορισμοί

Οι πολιτικοί μερικές φορές μπορεί να οδηγούν την οικονομία σε μακροχρόνια και διαρκή ελλείμματα του προϋπολογισμού. Μπορούν να τεθούν σε εφαρμογή κανόνες που θα περιορίζουν τις δυσμενείς συνέπειες αυτές;

- Μία προσέγγιση που δοκιμάστηκε στις ΗΠΑ είναι η χρησιμοποίηση ενός συνταγματικού κανόνα για τον ισοσκελισμό του προϋπολογισμού.
- Μια καλύτερη προσέγγιση είναι η θέσπιση κανόνων που να οριοθετούν τα ελλείμματα ή το χρέος
- Μια συμπληρωματική προσέγγιση είναι η δημιουργία μηχανισμών για τη μείωση των ελλειμμάτων, όταν αυτά προκύπτουν.

Αυτή ήταν πράγματι η προσέγγιση που χρησιμοποιείται από το Ηνωμένο Βασίλειο. Η βρετανική κυβέρνηση καθορίζει δύο βασικούς φορολογικούς κανόνες που αποτελούν σημείο αναφοράς σύμφωνα με την οποία μπορεί να κριθεί η απόδοση της δημοσιονομικής πολιτικής:

Ο χρυσός κανόνας: Κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου, η κυβέρνηση δανείζεται μόνο για επενδύσεις και όχι για τη χρηματοδότηση τρεχουσών δαπανών.

Ο κανόνας της βιώσιμης επένδυσης: Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ θα πραγματοποιηθεί στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου σε ένα σταθερό και συνετό επίπεδο.

Επιβολή Δημοσιονομικών Κανόνων σε Χώρες-Μέλη Νομισματικών Ενώσεων.

Υπάρχουν δύο λόγοι για τους οποίους κρίνεται σκόπιμο το να υπόκεινται οι χώρες μέλη μιας νομισματικής ένωσης σε περιορισμούς της δημοσιονομικής πολιτικής τους:

- Για διόρθωση της παρόρμησης μετακύλησης του κόστους δημοσιονομικής επέκτασης

Σε μια κλειστή οικονομία, όταν η κυβέρνηση αυξάνει το έλλειμμα του προϋπολογισμού, με την περικοπή των φόρων ή την αύξηση των κρατικών δαπανών, η αύξηση του εισοδήματος αντισταθμίζεται από την αύξηση των επιτοκίων. Σε μια ανοικτή οικονομία με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία -η περίπτωση μιας νομισματικής ένωσης- όσο μικρότερο είναι το μέγεθος της χώρας που αυξάνει το έλλειμμα σε σχέση με την περιοχή στην οποία η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή, τόσο μικρότερη θα είναι η αύξηση του επιτοκίου. Εάν η χώρα είναι πολύ μικρή, το επιτόκιο του «υπόλοιπου κόσμου» δεν κινείται, ό,τι και να γίνει στη μικρή αυτή χώρα.

- Για να αποτραπεί το ενδεχόμενο διάδοσης της οικονομικής κρίσης μιας χώρας στα υπόλοιπα μέλη.

Ας υποθέσουμε ότι κάποιο μήνα οι χρηματοοικονομικές αγορές δεν είναι διατεθειμένες να αγοράσουν όλα τα ομόλογα που η ελληνική κυβέρνηση έχει εκδώσει για τη χρηματοδότηση του ελλείμματος της και κυρίως είναι απρόθυμες, να πληρώσουν για τα ομόλογα που λήγουν τον εν λόγω μήνα. Πριν το σχηματισμό της νομισματικής ένωσης, τι θα κατά πάσα πιθανότητα θα είχε λάβει χώρα μια παρέμβαση από την Τράπεζα της Ελλάδος για να αποτρέψει την κυβέρνηση από την πτώχευση, η Τράπεζα της Ιταλίας θα είχε αγοράσει τα μη πωληθέντα χρεόγραφα. Η προσφορά χρήματος θα αυξάνονταν, αλλά αυτό ήταν ουσιαστικά θα ήταν ένα ελαφρώς μικρότερο κακό από την πτώχευση. Ο φόβος των υπολοίπων χωρών είναι ότι η ΕΚΤ θα πρέπει να κάνει το ίδιο, με αποτέλεσμα την αύξηση της προσφοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ. Το γεγονός αυτό εξηγεί γιατί η Συνθήκη του Μάαστριχτ, τα κριτήρια για είσοδο στην ΟΝΕ, καθώς και οι κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, δηλώνουν ότι οι χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος πρέπει να μειώσουν γρήγορα το δημόσιο χρέος τους. Ωστόσο υπάρχει και μια άλλη ανησυχία. Η ΟΝΕ επιταχύνει την οικονομική ολοκλήρωση μεταξύ των χωρών μελών. Αυτό σημαίνει ότι τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία μετακινούνται πιο εύκολα μεταξύ των χωρών μελών, επειδή τώρα είναι όλα εκφρασμένα στο ίδιο νόμισμα και δεν υπάρχει πλέον συναλλαγματικός κίνδυνος. Κατά συνέπεια, οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου κατέχονται, σε μεγαλύτερο βαθμό από ό, τι πριν από το ευρώ, από τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες σε Γαλλία και Γερμανία, αλλά και από τα νοικοκυριά στις χώρες αυτές. Μια πτώχευση της ιταλικής κυβέρνησης θα πλήξει τις υπόλοιπες χώρες σε μεγαλύτερο βαθμό, σε σύγκριση με τα χρόνια πριν από το ευρώ. Αυτό εξηγεί γιατί η ΟΝΕ εκφράζει αυξημένη ανησυχία για χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος και εξηγεί επίσης το γιατί να αποφύγει την πτώχευση σε ένα κράτος μέλος, η ΕΚΤ αναγκάζεται να αυξήσει την προσφορά χρήματος για την προστασία των αποταμιευτών σε ολόκληρη την ΟΝΕ.

3.6 Σύστημα Ευρωπαϊκών Κεντρικών Τραπεζών: Δομή και Στόχοι.

Η νομισματική πολιτική στη ευρωζώνη ασκείται από την ΕΚΤ η οποία μαζί με τις 27 εθνικές Κεντρικές Τράπεζες όλων των κρατών μελών της ΕΕ (ανεξάρτητα από το αν έχουν υιοθετήσει το ευρώ), αποτελούν το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Ο καταμερισμός των αρμοδιοτήτων μεταξύ της ΕΚΤ και των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών εφαρμόζεται ως εξής: Οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής λαμβάνονται από την ΕΚΤ, η υλοποίηση τους όμως πραγματοποιείται από τις Εθνικές Τράπεζες, οι οποίες είναι υπεύθυνες για τη διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς στις επιμέρους χώρες.

Τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ είναι το *Διοικητικό Συμβούλιο* και η *Εκτελεστική Επιτροπή*. Υπάρχει επίσης ένα τρίτο σώμα, το *Γενικό Συμβούλιο*, το οποίο δεν έχει εξουσία λήψης αποφάσεων, αλλά ενεργεί με συμβουλευτικό ρόλο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο απαρτίζεται από τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών των χωρών που συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ. Το όργανο αυτό είναι υπεύθυνο για τη χάραξη της Νομισματικής Πολιτικής και τη θέσπιση κατευθυντήριων γραμμών για την εφαρμογή της. Το Συμβούλιο συνεδριάζει κατά κανόνα δύο φορές το μήνα.

Η Εκτελεστική Επιτροπή απαρτίζεται από τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο και τέσσερα άλλα μέλη που επιλέγονται μεταξύ προσώπων αναγνωρισμένης φήμης και εμπειρία στον τραπεζικό και χρηματοοικονομικό τομέα από. Η Εκτελεστική Επιτροπή εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις που καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, δίνοντας οδηγίες στις εθνικές Κεντρικές Τράπεζες.

Το Γενικό Συμβούλιο απαρτίζεται από τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο και τους διοικητές των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών των 27 χωρών που αποτελούν μέρος της ΕΕ (16 χώρες που ανήκουν στο ευρώ και 11, που δεν ανήκουν). Το όργανο αυτό δεν έχει καμία ικανότητα λήψης αποφάσεων στον τομέα της νομισματικής πολιτικής, αλλά έχει κάποιες δραστηριότητες παρακολούθησης και δύναται να ενεργεί με συμβουλευτική ιδιότητα.

3.6.1 Στόχοι Νομισματικής Πολιτικής

Βασικό καθήκον της ΕΚΤ είναι η άσκηση νομισματικής πολιτικής στην ΟΝΕ. Το άρθρο 105.1 της Συνθήκης του Μάαστριχτ δίνει απόλυτη προτεραιότητα στο στόχο της σταθερότητας των τιμών. Ο στόχος της σταθερότητας των τιμών είναι τόσο σημαντικός ώστε να απαιτείται ακριβής ορισμός του. Κατά συνέπεια, σύμφωνα με την ΕΚΤ «η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως η κατάσταση στην οποία η αύξηση του δείκτη τιμών καταναλωτή στη διάρκεια ενός έτους για τη ζώνη του ευρώ είναι μικρότερη του 2%».

Το βασικό ερώτημα σχετικά με την σοφία της υιοθέτησης ενός τόσο αυστηρού ορισμού της σταθερότητας των τιμών, παραμένει. Έχει παρατηρηθεί ότι η προσέγγιση που υιοθετείται από την ΕΚΤ μάλλον είναι υπερβολικά φιλόδοξη. Δεν υπάρχουν πρόσφατα παραδείγματα χωρών που έχουν καταφέρει να κρατήσουν τον πληθωρισμό τους κάτω του 2% για μεγάλες χρονικές περιόδους: απλά αναφέρουμε ότι το ποσοστό του πληθωρισμού στη Γερμανία για το διάστημα 1950 - 1997 παρέμεινε κάτω από το 2% μόνο τα 15 από τα 48 χρόνια.

Στρατηγικές Νομισματικής Πολιτικής και Συμπεριφορά της ΕΚΤ

Τα τελευταία χρόνια, υπήρξε μια εκτεταμένη συζήτηση σχετικά με τις διάφορες «στρατηγικές», με βάση τις οποίες οι νομισματικές αρχές μπορούν να επιδιώξουν την επίτευξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών. Δύο βασικές προσεγγίσεις είναι: νομισματική στόχευση και στόχευση πληθωρισμού.

Η στρατηγική της νομισματικής στόχευσης βασίζεται στην ανακοίνωση του ποσοστού αύξησης της προσφοράς χρήματος. Η δράση της Κεντρικής Τράπεζας επικεντρώνεται στην επίτευξη αυτού του ρυθμού ανάπτυξης: όταν η αύξηση της προσφοράς χρήματος διαφέρει από το «μονοπάτι» της αναμενόμενης ανάπτυξης, η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει κάνοντας τις κατάλληλες διορθώσεις.

Η στοχοθέτηση πληθωρισμού αναφέρεται σε μια στρατηγική που βασίζεται στην ανακοίνωση του επιθυμητού ποσοστού για μελλοντικό πληθωρισμό. Στην περίπτωση αυτή, η Κεντρική Τράπεζα προχωρά σε διορθωτικές ενέργειες της βάσει των αποκλίσεων του προσδοκώμενου πληθωρισμού από την επιθυμητή πορεία. Το πλεονέκτημα της στοχοθέτησης πληθωρισμού είναι ότι ο στόχος της Κεντρικής Τράπεζας είναι πολύ ξεκάθαρος, αφού παραπέμπει άμεσα στο στόχο της σταθερότητας των τιμών. Το κύριο μειονέκτημα είναι ότι ο πληθωρισμός δεν είναι άμεσα ελεγχόμενος από την Κεντρική Τράπεζα. Η ΕΚΤ ακολουθεί μια προσέγγιση η οποία περιλαμβάνει στοιχεία των δύο διαφορετικών στρατηγικών. Η επιλογή της «ενδιάμεση προσέγγιση» αυτής αιτιολογείται με βάση το ότι δεν γνωρίζουμε ακόμη τον αντίκτυπο που επιφέρει μια αλλαγή των επιτοκίων στον πληθωρισμό, ούτε πόσος χρόνος απαιτείται για να αποτυπωθεί ο αντίκτυπος αυτός.

Είναι σήμερα γενικά αποδεκτό, τουλάχιστον στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ότι η ΕΚΤ ενεργεί με βάση τη στοχοθέτηση πληθωρισμού και ότι αποφασίζει το επίπεδο των επιτοκίων με βάση τις προβλέψεις της για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ. Οποιοσδήποτε προσπάθειες αξιολόγησης της συμπεριφορά της Κεντρικής Τράπεζας κατά την πρώτη δεκαετία της ζωής της θα πρέπει να βασίζονται στην υπόθεση αυτή.

3.6.2 Λειτουργία της ΕΚΤ

Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής ανατίθεται στην Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ, σύμφωνα με τις αποφάσεις και τις κατευθυντήριες γραμμές που καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ είναι η σταθερότητα των

τιμών. Για να επιτύχει τον στόχο αυτό το Ευρωσύστημα έχει στη διάθεσή του μια σειρά από μέσα νομισματικής πολιτικής.:

Πράξεις Ανοικτής Αγοράς:

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς (αγορά και πώληση των ομολόγων από το Ευρωσύστημα / ΕΚΤ ΕθνΚΤ) έχουν σκοπό τον έλεγχο των επιτοκίων, τη ρευστότητα της αγοράς και τον ορισμό κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.

Υπάρχουν τέσσερις τύποι πράξεων ανοικτής αγοράς στο Ευρωσύστημα:

- Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης: συναλλαγές με συχνότητα και διάρκεια μίας εβδομάδας με στόχο την παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα.
- Πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: πράξεις παροχής ρευστότητας που διενεργούνται μηνιαίως και έχουν διάρκεια τριών μηνών.
- Πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας: εκτελούνται σε ad hoc βάση¹⁹, με στόχο τη διαχείριση της ρευστότητας στην αγορά και, ειδικότερα, προκειμένου να αμβλύνουν τις επιπτώσεις στα επιτόκια που προκαλούνται από απροσδόκητες διακυμάνσεις ρευστότητας στην αγορά.
- Διαρθρωτικές πράξεις: εκτελούνται όποτε η ΕΚΤ επιθυμεί να ρυθμίσει τη διαρθρωτική θέση του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα (είτε σε τακτική είτε σε μη τακτική βάση).

Πάγιες Διευκολύνσεις

Το Ευρωσύστημα προσφέρει επίσης πάγιες διευκολύνσεις με τις οποίες παρέχεται και απορροφάται ρευστότητα μίας ημέρας. Τα επιτόκια αυτών των διευκολύνσεων κανονικά οριοθετούν προς τα άνω και προς τα κάτω το επιτόκιο για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας στην αγορά χρήματος.

Παρέχονται δύο πάγιες διευκολύνσεις:

- η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (marginal lending facility) που δίνει τη δυνατότητα στους αντισυμβαλλομένους (δηλ. σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως οι τράπεζες) να αποκτούν ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες έναντι ασφάλειας με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.
- η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων την οποία οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν για να πραγματοποιούν καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στις εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Η διευκόλυνση καταθέσεων καθορίζει το πάτωμα (καθώς καμία τράπεζα δε θα δανείσει με επιτόκιο χαμηλότερο του deposit facility) και η οριακή χρηματοδότηση το

¹⁹ εκτάκτως

ταβάνι του overnight επιτοκίου αγοράς(καθώς καμία τράπεζα δε θα δανειστεί με μεγαλύτερο επιτόκιο από την αγορά).

Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά.

Το Ευρωσύστημα υποχρεώνει τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν ελάχιστα αποθεματικά, κατατεθειμένα σε λογαριασμούς στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Σκοπός του συστήματος υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών είναι η σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και η δημιουργία (ή η διεύρυνση) ενός διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας.

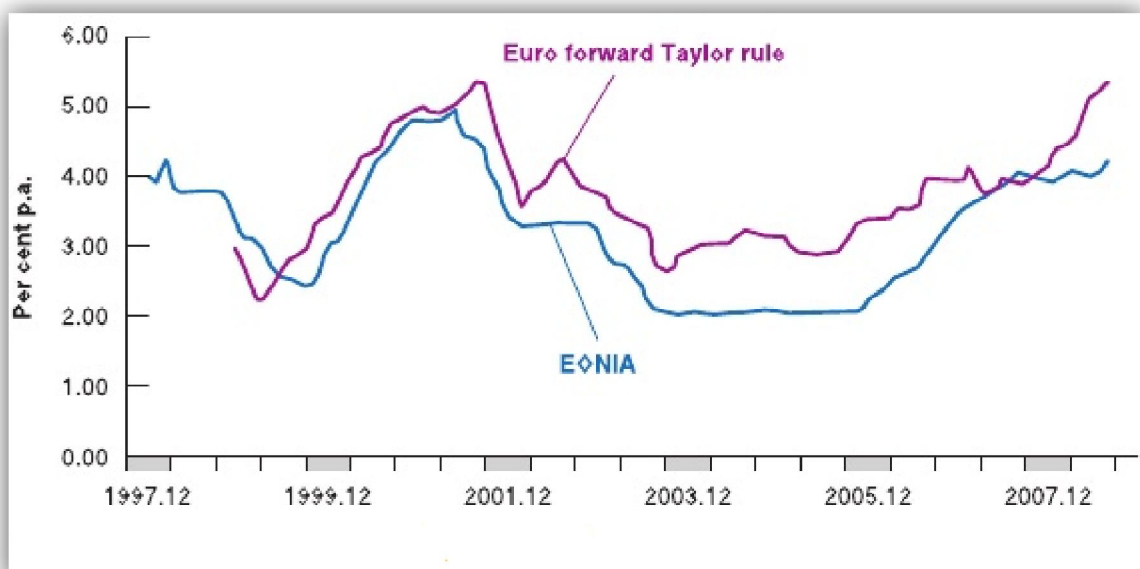
3.6.3 Η Πρώτη Δεκαετία της ΕΚΤ : Μία Ενδεικτική Εκτίμηση

Η αξιολόγηση της δράσης της ΕΚΤ μετά από μόλις μία δεκαετία ζωής δεν είναι εύκολη. Δέκα χρόνια δεν είναι αρκετά ώστε να μπορούν να αξιολογηθούν οι κανόνες που ακολουθήθηκαν και να κατανοήσουν εάν η τράπεζα έχει πράγματι υιοθετήσει στρατηγική δύο πυλώνων (νομισματική και πληθωριστική στοχοθέτηση) ή εάν, όπως πιστεύουν οι χρηματοπιστωτικές αγορές, ανησυχεί περισσότερο για τον προσδοκώμενο πληθωρισμό αδιαφορώντας για την εξέλιξη των νομισματικών μεγεθών. Μια από τις επικρίσεις που συχνά δέχεται η ΕΚΤ είναι ότι μεταβίβασε σε όλη την Ευρώπη τη νομισματική πολιτική που ακολουθούνταν από τη γερμανική Κεντρική Τράπεζα, τη Bundesbank. Για να εξετάσουμε το κατά πόσο ευσταθεί η παραπάνω επίκριση, κάνουμε χρήση του Κανόνα Taylor ο οποίος έχει αποδειχθεί πολύ χρήσιμο εργαλείο για την ερμηνεία και την πρόβλεψη της συμπεριφοράς των Κεντρικών Τραπεζών. Σύμφωνα με τον Κανόνα Taylor , οι νομισματικές αρχές ορίζουν το επιτόκιο βάσει της ακόλουθης σχέσης:

Σχέση 3-22

Η Κεντρική Τράπεζα δεν μπορεί να αλλάξει τα τρέχοντα επίπεδα πληθωρισμού, επηρεάζει μόνο τη μελλοντική του πορεία μέσω της αλλαγής των επιτοκίων.

Πηγή: D.J.C Smant, Interest Rate and Money Growth Rules, Rotterdam, Erasmus University



Πίνακας 3-3 - Πόσο διαφέρει η ΕΚΤ από τη Bundesbank

Η μπλε γραμμή του σχήματος δείχνει τα overnight επιτόκια της ΕΚΤ από τον Ιανουάριο του 1999, τον πρώτο μήνα λειτουργίας της (το overnight επιτόκιο της ΕΚΤ ονομάζεται EONIA). Για να δώσει μια προοπτική, το γράφημα ανακατασκευάζει μια θεωρητική τιμή για το EONIA πριν από τον Ιανουάριο του 1999, χρησιμοποιώντας τα overnight επιτόκια των χωρών που υιοθέτησαν το ευρώ. Η μωβ γραμμή δείχνει το επιτόκιο που θα καθόριζε η ΕΚΤ αν πράγματι είχε υιοθετήσει τη συμπεριφορά της Bundesbank. Όπως φαίνεται, μετά από μια αρχική περίοδο κατά την οποία η ΕΚΤ λειτουργούσε με τον τρόπο της Bundesbank, η Τράπεζα φαίνεται να έχει «απελευθερωθεί» από τη γερμανική επιρροή. Το επιτόκιο από το 2001 και έπειτα είναι σημαντικά διαφορετικό (μειωμένο) σε σχέση με αυτό που θα επέλεγε η Bundesbank αν οι δύο τράπεζες αντιμετώπιζαν παρόμοιες συνθήκες ανάπτυξης και πληθωρισμού.

Η Πρώτη Δεκαετία του Ευρώ

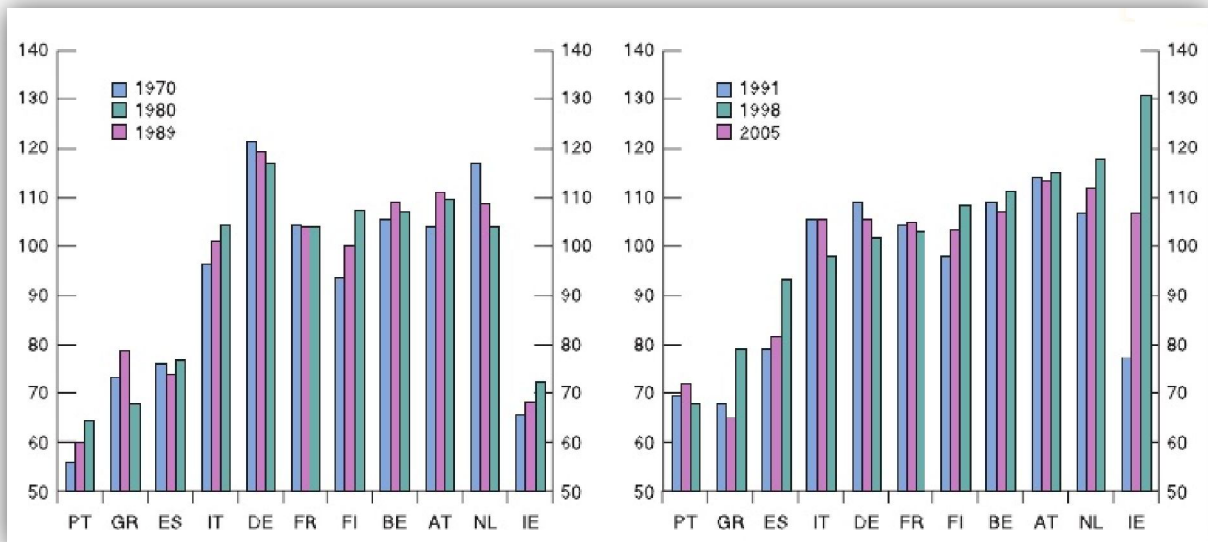
Τα δέκα χρόνια στη ζώνη του ευρώ παρέχουν μια εκτίμηση των επιπτώσεων του νομίσματος στις χώρες μέλη. Σύμφωνα με τις επιπτώσεις αυτές μπορούμε να αξιολογήσουμε το βαθμό στον οποίο το ενιαίο νόμισμα έχει εκπληρώσει τις υποσχέσεις του.

Σύγκλιση Οικονομικών Κύκλων

Μεγάλες διαβουλεύσεις έλαβαν χώρα κατά την περίοδο σχεδιασμού του ευρώ για το κατά πόσο το ενιαίο νόμισμα θα προκαλούσε σύγκλιση ή απόκλιση στους οικονομικούς κύκλους των κρατών μελών. Το επιχείρημα υπέρ της σύγκλισης ήταν: μια ενιαία νομισματική πολιτική συνεπάγεται το τέλος των εξειδικευμένων κρίσεων επομένως λιγότερους λόγους για αποκλίνοντες οικονομικούς κύκλους. Σε ορισμένες χώρες μέλη που κατά τη δεκαετία του 1970 είχαν παρόμοια επίπεδα ΑΕΠ έκτοτε είχαν και παρόμοιους επιχειρηματικούς κύκλους. Για τις υπόλοιπες χώρες, υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα και δεν μπορούν να γίνουν πολλές γενικεύσεις. Αξίζει να σημειωθεί ότι στις ανάμεσα στις χώρες του πυρήνα υπάρχει ομοιογένεια, ενώ στις χώρες που ξεκίνησαν πιο απομακρυσμένες από το μέσο όρο δεν έχουν εμφανίσει καμία τάση να κινηθούν πιο κοντά στη ζώνη του ευρώ. Οι διαφορές στα επίπεδα της οικονομικής δραστηριότητας παραμένουν. Ορισμένες χώρες όπως η Ισπανία εμφανίζουν σημάδια σύγκλισης, άλλες πάλι όπως η Ελλάδα φαίνεται να μην τα έχουν καταφέρει. Τα συνολικά στοιχεία δείχνουν ότι οι επιχειρηματικοί κύκλοι δεν έχουν μεταβληθεί σημαντικά τα πρώτα δέκα χρόνια. Η απώλεια της νομισματικής πολιτικής δεν είχε σχεδόν καμία επίδραση στις κινήσεις των οικονομικών κύκλων των χωρών, αν και σύμφωνα με πολλούς παρατηρητές, τα κράτη μέλη της ΟΝΕ διαφέρουν όσον αφορά το βαθμό ανταγωνιστικότητας, τα πραγματικά επιτόκια και άλλα οικονομικά χαρακτηριστικά. Αν και οι διαφορές στην ανάπτυξη της παραγωγής στις χώρες της ευρωζώνης δεν είναι μεγάλες, είναι όμως επίμονες και αντικατοπτρίζουν διαφορές που υπάρχουν στον τομέα των διαρθρωτικών και θεσμικών χαρακτηριστικών μεταξύ των χωρών

Ανάπτυξη

Δεν υπήρξε ομοιόμορφη ανάπτυξη εντός της νομισματικής ένωσης, ούτε ήταν ομοιόμορφη προ νομισματικής ένωσης. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 3.17 οι 12 χώρες που συνθέτουν την αρχική ζώνη του ευρώ έχουν αναπτυχθεί σε πολύ διαφορετικούς ρυθμούς από το 1970 και συνεχίζουν να αναπτύσσονται με πολύ διαφορετικούς ρυθμούς μετά το 1999. Μια πιθανή εξήγηση για τις διαφορές στην ανάπτυξη των χωρών είναι ότι μπορεί να αντανακλά εν μέρει την προσπάθεια προσέγγισης των χωρών χαμηλότερου εισοδήματος να προσεγγίσουν τις χώρες με υψηλό εισόδημα. Οι διαφορές μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών έχουν τις ρίζες τους στα επίπεδα παραγωγικότητας της εργασίας: η ανάπτυξη της Ιρλανδίας από το 1999 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη βελτίωση της παραγωγικότητας της εργασίας.



Πίνακας 3-4 - Κατά κεφαλήν ΑΕΠ χωρών ευρωζώνης

Πηγή: Blanchard, Amighini και Giavazzi (2010)

Οι διαφορές μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών έχουν τις ρίζες τους στα διάφορα επίπεδα παραγωγικότητας της εργασίας: η ανάπτυξη της Ιρλανδίας από το 1999 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη βελτίωση της παραγωγικότητας της εργασίας.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και Διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Η διεύρυνση της ΕΕ σε 25 χώρες, πραγματοποιήθηκε την 1η Μαΐου 2004, με την ένταξη δέκα εκ των δώδεκα υποψηφίων χωρών. Ακολούθησε η Βουλγαρία και η Ρουμανία τον Ιανουάριο του 2007. Πόσο αποτελεσματικά πρόκειται να λειτουργήσει η ΕΚΤ αν όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ υιοθετήσουν το ευρώ; Η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να αποφασίζεται από μια συνέλευση 31 μελών (από τους διοικητές των 24 Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών, και τα έξι μέλη της εκτελεστικής επιτροπής της ΕΚΤ). Προκειμένου να διατηρηθεί η αποτελεσματικότητα λήψης αποφάσεων ενόψει της σημαντικής αύξησης των μελών του, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει

το 2002, ο αριθμός των διοικητών με δικαίωμα ψήφου δεν πρέπει να υπερβαίνει τα 15 μέλη. Εάν πραγματοποιηθεί υπέρβαση αυτού του ορίου, οι διοικητές θα ασκούν το δικαίωμα ψήφου τους εκ περιτροπής.

4 Συσχέτιση Επιτοκίου και Μακροοικονομικών Μεγεθών

4.1 Επιτόκιο και Πληθωρισμός



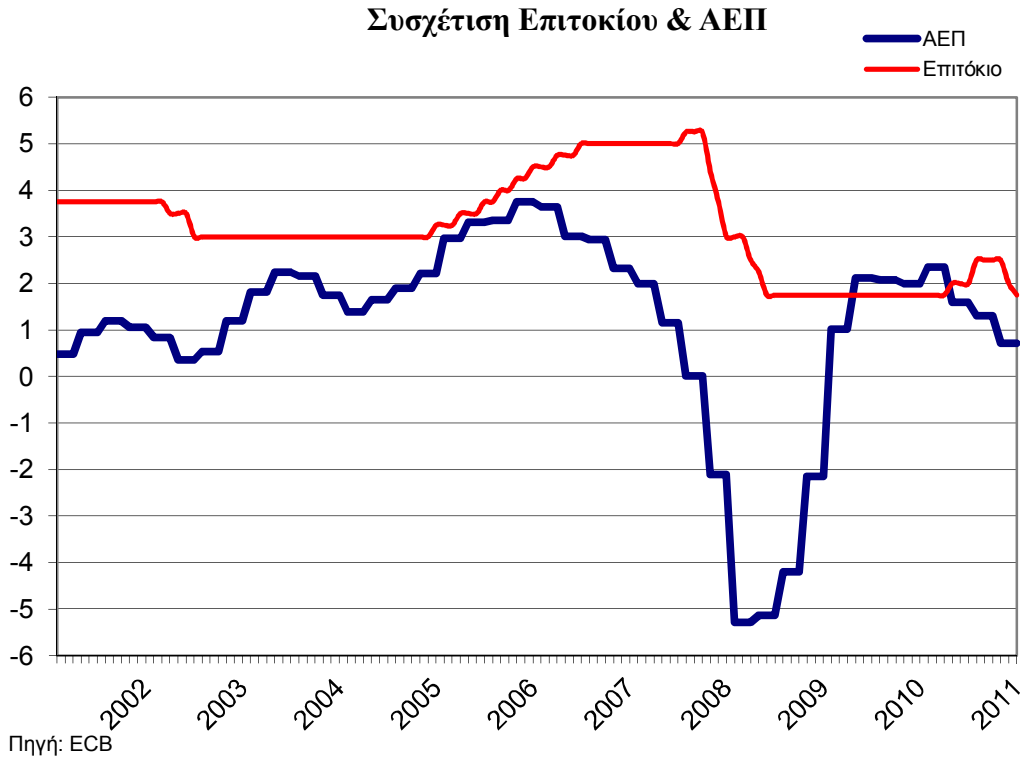
Πηγή: ECB

Σύμφωνα με τη θεωρία η σχέση επιτοκίου-πληθωρισμού είναι αρνητική. Κάθε αύξηση του επιτοκίου αυξάνει και την τάση των καταναλωτών για αποταμίευση, ώστε να επωφεληθούν από τα υψηλά επιτόκια. Με την ενέργεια αυτή μειώνεται το διαθέσιμο εισόδημα προς κατανάλωση οδηγώντας σε μείωση του δείκτη τιμών καταναλωτή λόγω της χαμηλότερης ζήτησης. Από τη σκοπιά των επιχειρήσεων, το υψηλό επιτόκιο ερμηνεύεται ως ακριβότερο χρήμα, γεγονός που αποθαρρύνει την υλοποίηση επενδύσεων, επιβραδύνοντας έτσι το ρυθμό ανάπτυξης. Επιπλέον, η μείωση της κατανάλωσης οδηγεί σε μειώσεις μισθών και ανεργία, βάζοντας την οικονομία σε καθοδική πορεία.

Αντιθέτως, ένας υψηλός πληθωρισμός θα έπρεπε να οδηγήσει σε αύξηση του επιτοκίου που με τη σειρά του θα προκαλούσε αύξηση της τάσης προς αποταμίευση και μείωση της τάσης προς κατανάλωση πιέζοντας με την ενέργεια αυτή στην προς τα κάτω μείωση των τιμών και του πληθωρισμού. Οι επιχειρήσεις θα επωφελούνταν από τη μείωση του πληθωρισμού που θα προέκυπτε από τη μείωση του επιτοκίου, από την αύξηση των πωλήσεων και της παραγωγικής τους δραστηριότητας η οποία θα οδηγούσε σε νέες επενδύσεις και μείωση της ανεργίας, δεδομένου ότι η ανάγκη για προσωπικό θα ήταν αυξημένη.

Για ποιο λόγο όμως το επιτόκιο μειώνεται αντί να αυξηθεί σε αντίθεση με τη θεωρία; Η ΕΚΤ καταβάλλει μία ακόμα προσπάθεια, ώστε το πληγωμένο ευρώ να διατηρήσει και εάν είναι δυνατόν να ενισχύσει τις δυνάμεις του έναντι των ανταγωνιστών του (δολάριο) στις διεθνείς χρηματαγορές.

4.2 Επιτόκιο και ΑΕΠ



Παραπάνω παρουσιάζουμε την εξέλιξη των επιτοκίων μαζί με τις μεταβολές του ΑΕΠ στην Ευρωζώνη. Αποκαλύπτονται οι αντιδράσεις της ΕΚΤ στις μεταβολές του ΑΕΠ και συγκεκριμένα, όταν ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ είναι χαμηλός η ΕΚΤ μειώνει το επιτόκιο για να τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και αντίστροφα. Η αντίδραση της ΕΚΤ ακολουθεί την οικονομική πορεία, αλλά με ορισμένη χρονική υστέρηση. Για παράδειγμα, η ΕΚΤ προχωρά σε αύξηση των επιτοκίων στο τέλος του 2008, μόνο για να δει την περαιτέρω πτώση του ΑΕΠ. Η ΕΚΤ όμως ενδιαφέρεται για τον πληθωρισμό και αντιδρά στις μεταβολές του προϊόντος επειδή οι τελευταίες αποτελούν ενδείξεις για τη μελλοντική πορεία του πληθωρισμού.

Συμπερασματικά παρατηρούμε, πως μία μεταβολή του επιτοκίου επηρεάζει την οικονομία στο σύνολο της. Αυτό το εργαλείο νομισματικής πολιτικής δε μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά στην παρούσα ευρωπαϊκή πραγματικότητα, όπου δεν υπάρχει διαφάνεια στο τραπεζικό σύστημα, η ανεργία κινείται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα και η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση από το 2008.

5 Βιβλιογραφία

- Alesina, A., Barro, R. J., & Tenreyro, S. (March 2002). *Optimal Currency Areas*. National Bureau of Economic Research.
- Alok, R., Harsh, D., Tekriwal, N., Khan, M., Menon, A., Jain, A., . . . Theluo, V. (2010). *A Study of European Monetary System; Events and the Crisis Leading to formation of the Euro* .
- Blanchard, O., Amighini, A., & Giavvazzi, F. (2010). *Macroeconomics a European Perspective*. Pearson.
- De Grauwe, P. (2006). *Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης*. Παπαζήσης.
- Eidhengreen, B. (2008). *Globalising Capital, A History of the International Monetary System*. Princeton University Press.
- Frankel, J. A. (August 1999). *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*. Princeton University.
- Frankel, J. A., & Rose, A. K. (August 1996). *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*. Centre for Economic Policy Research.
- Jovanovic, M. (2002). *Διεθνής Οικονομική Ολοκλήρωση, Όρια και Προοπτικές*. Παπαζήση.
- Krugman, P., Obstfeld, M., & Melitz, M. (2011). *International Economics, Theory and Policy*. Pearson.
- Levi, M. (2005). *International Finance*. Routledge.
- Mankiew, G. N. (2000). *Macroeconomics*. Worth.
- Mongelli, F. P. (2002). *"New" Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us* . ECB Working Paper Series.
- Mundell, R. (1961). *A Theory of Optimum Currency Areas*. The American Economic Review.
- Scaliger, C. (2008). History Past and Perspective, Bretton Woods. *The New American*, 31-36.
- Αγαπητός, Γ. (2004). *Νέα Μακροοικονομική και Ορθολογικές Επιχειρηματικές Αποφάσεις*. Σταμούλης.

Θαλασσινός, Ε., & Σταματόπουλος, Θ. (1998). *Διεθνή Οικονομικά*. Σταμούλης.

Λεβεντάκης, Ι. (2003). *Διεθνής Μακροοικονομική και Χρηματοοικονομική*. Σταμούλης.

Πουρναρακης, Ε. (2004). *Διεθνής Οικονομική μια Εισαγωγική Προσέγγιση*.