

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΣΛΑΒΙΚΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΤΟΛΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΕ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΤΗΝ
ΑΝΩΤΑΤΗ ΔΙΑΚΛΑΔΙΚΗ ΣΧΟΛΗ ΠΟΛΕΜΟΥ

ΜΕ ΤΙΤΛΟ

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΧΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΕΙΑ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:

**«ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ: ΟΙ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΤΟΥ
BRETTON-WOODS ΣΕ ΑΝΤΙΘΕΣΗ ΜΕ ΤΙΣ ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ
ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ, ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΚΙΝΗΣΗ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΜΕΝΕΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ.
ΜΙΑ ΚΡΙΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ»**

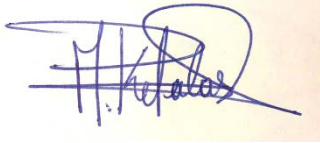
Σύνταξη: Παναγιώτης Κεφάλας

Επιμέλεια: Δημήτριος Κυρκιλής, Καθηγητής ΠΑΜΑΚ

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2017

«Δηλώνω υπευθύνως ότι όλα τα στοιχεία σε αυτήν την εργασία τα απέκτησα, τα επεξεργάστηκα και τα παρουσιάζω σύμφωνα με τους κανόνες και τις αρχές της ακαδημαϊκής δεοντολογίας, καθώς και τους νόμους που διέπουν την έρευνα και την πνευματική ιδιοκτησία. Δηλώνω επίσης υπευθύνως ότι, όπως απαιτείται από αυτούς τους κανόνες, αναφέρομαι και παραπέμπω στις πηγές όλων των στοιχείων που χρησιμοποιώ και τα οποία δεν συνιστούν πρωτότυπη δημιουργία μου».

Παναγιώτης Κεφάλας



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
1. ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ – ΜΙΑ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	3
1.1 Επισκόπηση	3
1.2 Κανόνας του Χρυσού (Gold Standard).....	3
1.3 Σύστημα Bretton-Woods.....	4
1.4 Σύστημα Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.....	7
1.5 Άριστη Νομισματική Περιοχή (Optimum Currency Area)	8
1.6 Σχέδιο Werner - Νομισματικό Φίδι (“Snake in the Tunnel”).....	9
1.7 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (European Monetary System - EMS)...	10
1.8 Οικονομική και Νομισματική Ένωση (Economic and Monetary Union - EMU).....	13
2. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΈΝΩΣΗ ΣΗΜΕΡΑ.....	17
2.1 Ο Νέος Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών	17
2.2 Η Οργάνωση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών	18
2.3 Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής και το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.....	20
2.3.1 Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.....	21
2.3.2 Το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.....	23
2.3.3 Τα Κύρια Σημεία του Λειτουργικού Πλαισίου του Ευρωσυστήματος.....	23
2.3.4 Εξελίξεις στις Χρηματαγορές.....	26
3 ΟΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	28
3.1 Η λειτουργία του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος	28
3.1.1 Οι Μεγάλες Διακυμάνσεις των Ισοτιμιών	28
3.1.2. Το Νομισματικό Σύστημα και ο Πληθωρισμός.....	29
3.2. Νομισματικές Κρίσεις	30
3.3. Η Θεωρία της Ισοδυναμίας Αγοραστικών Δυνάμεων και το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα.....	32
3.4 Το Κοινό Νόμισμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης	32
3.4.1. Τα Οφέλη του Κοινού Νομίσματος.....	32
3.4.2 Τα Μειονεκτήματα του Ευρώ.....	33
3.5. Ανάγκη για Μεταρρύθμιση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος	35
4 ΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ: ΜΙΑ ΚΡΙΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ.....	37
4.1 Σύγκριση Μακροοικονομικών Πολιτικών.....	37
4.2 Το Σύστημα του Bretton Woods: 1944–1973.....	37
4.2.1 Οι Βασικές Αρχές του Συστήματος Bretton Woods.....	38
4.2.2 Βασικά Προβλήματα στη Λειτουργία του Συστήματος Bretton-Woods.....	38
4.2.3 Η Κατάρρευση του Συστήματος Bretton Woods.....	38
4.3 Επιχειρήματα υπέρ των Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.....	39
4.3.1 Αυτονομία της Νομισματικής Πολιτικής.....	39
4.3.2 Συμμετρία:Αδύνατη στο Σύστημα ΣΣΙ του Bretton Woods.....	40
4.3.3 Επίτευξη Εξωτερικής Ισορροπίας και Αποθάρρυνση Κερδοσκοπικών Επιθέσεων.....	40
4.3.4 Λειτουργία των ΚΣΙ ως Αυτόματων Σταθεροποιητών.....	40
4.4 Η Πραγματική Εμπειρία Σχετικά με τις ΚΣΙ από το 1973 και Έπειτα.....	41

4.4.1 Αυτονομία της Νομισματικής Πολιτικής.....	41
4.4.2 Συμμετρία.....	42
4.4.3 Επίτευξη Εξωτερικής Ισορροπίας.....	42
4.4.4 Οι ΚΣΙ ως Αυτόματοι Σταθεροποιητές.....	43
4.4.5 Το Πρόβλημα Συντονισμού των Πολιτικών.....	44
4.4.6 Υπάρχει Εναλλακτική των ΚΣΙ Σήμερα;.....	44
ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	45
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	46
ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ.....	47
ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ ΟΡΩΝ.....	47
ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗΣΗ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΟΡΩΝ.....	47

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διατριβή, αποτελεί την διπλωματική εργασία για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Τίτλου Σπουδών επιπέδου MSc με τίτλο «Διεθνείς Σχέσεις και Ασφάλεια» στα πλαίσια Διατμηματικού Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών που διοργανώνει το Τμήμα Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών του Πανεπιστημίου Μακεδονίας σε συνεργασία με την Ανώτατη Διακλαδική Σχολή Πολέμου. Το θέμα της εργασίας είναι «το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα: οι ρυθμίσεις του Bretton-Woods σε αντίθεση με τις Ελεύθερες Συναλλαγματικές Ισοτιμίες, ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων και απελευθερωμένες διεθνείς αγορές - Μια κριτική σύγκριση». Όπως προκύπτει από τον τίτλο, το αποτέλεσμα της εργασίας είναι μία κριτική σύγκριση του συστήματος του Bretton Woods, που είναι η πιο πρόσφατη έκφραση της τάσης των σταθερών ισοτιμιών καθώς και του συστήματος των κυμαινομένων συναλλαγματικών ισοτιμιών που ακολούθησε και όπως λειτουργεί τελικά σήμερα. Καλύπτεται τόσο η επιχειρηματολογία που συνηγόρησε στη μετάβαση από την πρώτη στη δεύτερη τάση, αλλά και η τελική εμπειρία που μας οδηγεί στην αναζήτηση τροποποιήσεων ή βελτιώσεων. Το θέμα είναι ιδιαίτερα επίκαιρο μετά και τις εξελίξεις στην Ελληνική οικονομία από το 2010 και μετά, εξελίξεις που συνδέονται και με την υιοθέτηση του κοινού Ευρωπαϊκού νομίσματος στο οποίο αφιερώνεται και ένα ολόκληρο κεφάλαιο της εργασίας. Έγινε προσπάθεια να διατυπωθούν πρωτότυπες και τεκμηριωμένες τοποθετήσεις και σε αυτή την προσπάθεια είχα αρωγό τον εποπτεύοντα Καθηγητή του Πανεπιστημίου Μακεδονίας κ. Δημήτριο Κυρκιλή, τον οποίο και ευχαριστώ θερμά. Τέλος, οι απόψεις που διατυπώνονται στην εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν αποτελούν θέσεις του Πανεπιστημίου Μακεδονίας ή της Ανώτατης Διακλαδικής Σχολής Πολέμου.

ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως αντικείμενο την παρουσίαση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος δηλαδή μία σύντομη ιστορική αναδρομή των εξελίξεων (από τις αρχές του περασμένου αιώνα μέχρι σήμερα), που οδήγησαν στη σημερινή μορφή του νομισματικού συστήματος και να κάνει μια κριτική σύγκριση μεταξύ του συστήματος σταθερών και κυμαινομένων ισοτιμιών συναλλάγματος.

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

Η εργασία διαρθρώνεται σε τέσσερα κεφάλαια.

Στο 1ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συστήματα Διεθνών Πληρωμών ή Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζεται το νομισματικό σύστημα του κανόνα χρυσού το οποίο ίσχυσε στην διεθνή οικονομία την περίοδο 1870-1914, το σύστημα Bretton Woods και η κατάρρευση του την περίοδο 1944-1971, γίνεται αναφορά στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο το οποίο ιδρύθηκε το 1944 και τελικά παρουσιάζεται το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών. Στη συνέχεια παρουσιάζεται η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών στην οποία βασίστηκε η ιδέα του κοινού Ευρωπαϊκού νομίσματος. Τέλος, παρουσιάζεται το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα το οποίο δημιουργήθηκε το 1978 ώστε να εξασφαλισθεί μια σχετική σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα. Στο 1^ο κεφάλαιο μένουμε στα ιστορικά γεγονότα, μέχρι και την ολοκλήρωση της τρίτης φάσης του προγράμματος που είναι η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος.

Στο 2ο κεφάλαιο αναλύεται η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση όπως λειτουργεί σήμερα. Είναι μια πρωτότυπη οικονομική συνεργασία ισχυρών οικονομικά κρατών με ισχυρά νομίσματα που παίζει σημαντικό ρόλο στο πασκόσμιο οικονομικό γίγνεσθαι και για αυτό το λόγο αφιερώνεται ένα ολόκληρο κεφάλαιο. Παρουσιάζεται ο νέος μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ο οποίος συνδέει τα νομίσματα των εκτός ζώνης ευρώ κρατών- μελών με το ευρώ. Έπειτα παρουσιάζεται η Οργάνωση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (Ε.Σ.Κ.Τ.) το οποίο αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ) των 15 κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και τέλος παρουσιάζεται η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής και το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.

Στο 3^ο κεφάλαιο παρουσιάζεται το παρόν και το μέλλον του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος. Αναφέρονται οι νομισματικές κρίσεις και η θεωρία της Ισοδυναμίας Αγοραστικών Δυνάμεων στο Διεθνές Νομισματικό Σύστημα. Επιπλέον παρουσιάζεται μια κριτική ανάλυση για το κοινό νόμισμα της ΕΕ, όπου αναλύονται τα οφέλη του αλλά και τα μειονεκτήματα που αρχίζει να εμφανίζει.

Αφού λοιπόν καλύφθηκε όλο το φάσμα του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος, είναι εμφανές ότι δύο είναι οι ισχυρές τάσεις: οι σταθερές και οι ελεύθερα κυμαινόμενες ισοτιμίες συναλλάγματος. Στο 4^ο κεφάλαιο λοιπόν, παρουσιάζεται μία κριτική σύγκριση του συστήματος του Bretton Woods, που είναι η κύρια έκφραση της τάσης των σταθερών ισοτιμιών καθώς και του συστήματος των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών που ακολούθησε και όπως λειτουργεί τελικά σήμερα (δεύτερη τάση). Καλύπτεται τόσο η επιχειρηματολογία

που συνηγόρησε στη μετάβαση από την πρώτη στη δεύτερη τάση, αλλά και η τελική εμπειρία που μας οδηγεί στην αναζήτηση τροποποιήσεων ή βελτιώσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ – ΜΙΑ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΑΠΟ ΤΟΝ ΚΑΝΟΝΑ ΧΡΥΣΟΥ ΣΤΟ ΕΥΡΩ

1.1 Επισκόπηση

Στο παρόν κεφάλαιο της εργασίας, περιγράφεται το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα διαχρονικά. Αναλύεται το σύστημα του Κανόνα του Χρυσού, το σύστημα σταθερών ισοτιμιών του Bretton-Woods, καθώς και το σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών που το διαδέχθηκε. Στη συνέχεια, αναλύεται η θεωρία της Άριστης Νομισματικής Περιοχής (που αποτελεί το θεωρητικό υπόβαθρο για την υιοθέτηση κοινού νομίσματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης), το σχέδιο Werner και το Νομισματικό Φίδι, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα μέχρι την κατάρρευση του στις αρχές της δεκαετίας του 1990, καθώς και η πορεία προς την Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

1.2 Κανόνας του Χρυσού (Gold Standard)

Ο κανόνας του χρυσού ήταν ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και υιοθετήθηκε το 1880, με εξαίρεση την Αγγλία που τον είχε καθιερώσει από το 1819. Οι ΗΠΑ τον επανέφεραν το 1919 μετά τη λήξη του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου, ενώ από το 1925 και μετά ακολούθησαν η Αγγλία και άλλες 50 περίπου χώρες. Όμως, η επιστροφή στον κανόνα χρυσού δεν είχε μεγάλη διάρκεια, καθώς η μεγάλη οικονομική κρίση του 1929 οδήγησε στην κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος σε πολλές χώρες και κλόνησε την αξιοπιστία των Κεντρικών Τραπεζών σχετικά με τη δυνατότητα μετατροπής του νομίσματος τους σε χρυσό. Ιδιαίτερα για την Αγγλία, το πρόβλημα ήταν μεγάλο, καθώς αποτελούσε το κέντρο διακανονισμού των διεθνών πληρωμών, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας διατηρούσε τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα κυρίως σε χρυσό. Λόγω της έλλειψης αξιοπιστίας, πολλές Κεντρικές Τράπεζες ζητούσαν τη μετατροπή των στερλινών (£) που είχαν σε χρυσό. Η αυξημένη ζήτηση σε χρυσό μείωσε σταδιακά τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Τράπεζας της Αγγλίας, με αποτέλεσμα να αναστείλει τη μετατρεψιμότητα της £ σε χρυσό το Σεπτέμβριο του 1931. Ακολούθησαν οι ΗΠΑ που κατήργησαν τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό το 1933, με αποτέλεσμα να καταρρεύσει το καθεστώς του κανόνα του χρυσού. Η λειτουργία του συστήματος του κανόνα του χρυσού βασιζόταν στις ακόλουθες τρεις αρχές:

- Κάθε χώρα καθόριζε την επίσημη ισοτιμία του νομίσματος της σε χρυσό και στην ισοτιμία αυτή, η Κεντρική Τράπεζα της χώρας ήταν υποχρεωμένη να προβαίνει σε αγοραπωλησίες με το κοινό για οποιαδήποτε ποσότητα χρυσού.
- Επιτρεπόταν η εισαγωγή και εξαγωγή χρυσού χωρίς περιορισμούς.
- Υπήρχε σταθερή σχέση μεταξύ προσφοράς χρήματος και αποθέματος χρυσού.

Καθώς κάθε χώρα καθόριζε την επίσημη ισοτιμία μεταξύ του νομίσματος της και του χρυσού, έμμεσα καθόριζε και την ισοτιμία του νομίσματος της με τα άλλα νομίσματα. Αν η συναλλαγματική ισοτιμία βρισκόταν μεταξύ των «χρυσών σημείων» (δηλαδή μεταξύ του σημείου εισαγωγής και του σημείου εξαγωγής χρυσού, τα οποία συμπεριελάμβαναν και το κόστος αποστολής του χρυσού), τότε δεν συνέφερε η διακίνηση χρυσού και η ισοτιμία παρέμενε μέσα στα στενά όρια διακύμανσης. Αν η συναλλαγματική ισοτιμία βρισκόταν εκτός των «χρυσών σημείων», τότε υπήρχε η δυνατότητα πραγματοποίησης κέρδους μέσω της

διαδικασίας του «αρμπιπράζ», με αποτέλεσμα να εξαλειφθεί η διαφορά από το αντίστοιχο «χρυσό σημείο». Άρα, οι ισοτιμίες παρέμεναν ουσιαστικά σταθερές. Επίσης, λόγω της υποχρέωσης μετατρεψιμότητας του νομίσματος σε χρυσό, η προσφορά χρήματος κάθε χώρας προσαρμοζόταν στα αποθέματα χρυσού που είχε. Οπότε, ήταν περιορισμένη η δυνατότητα της Κεντρικής Τράπεζας για νομισματική επέκταση και δεν υπήρχε κίνδυνος για πληθωριστικές πιέσεις.

Σχετικά με το ισοζύγιο πληρωμών, το σύστημα εξασφάλιζε την αυτόματη εξισορρόπηση του μέσω του μηχανισμού των τιμών. Ένα έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών οδηγούσε σε εκροή χρυσού, με αποτέλεσμα τη μείωση της προσφοράς χρήματος. Ως συνέπεια, το επίπεδο των τιμών μειωνόταν, η ανταγωνιστικότητα βελτιωνόταν (μέσω αύξησης των εξαγωγών και μείωσης των εισαγωγών) και το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών σταδιακά εξαλειφόταν. Βέβαια, παρόλο που ο κανόνας του χρυσού επέβαλε νομισματική πειθαρχία, πολλές χώρες ασκούσαν ενεργή νομισματική πολιτική, παραβιάζοντας την αρχή που αναφερόταν στη σύνδεση της προσφοράς χρήματος με το απόθεμα χρυσού. Επίσης, οι Κεντρικές Τράπεζες πολλών χωρών ασκούσαν συχνά πολιτική αντιστάθμισης μέσω της ανοικτής αγοράς, προκειμένου να εξουδετερώσουν εν μέρει τις επιδράσεις των ροών χρυσού πάνω στην προσφορά χρήματος.

1.3 Σύστημα Bretton-Woods

Το σύστημα που αποφασίστηκε στη διάσκεψη του Bretton- Woods τον Ιούλιο του 1944, ήταν ένα σύστημα σταθερών αλλά προσαρμόσιμων συναλλαγματικών ισοτιμιών που ίσχυσε για την περίοδο 1946-1971. Βασιζόταν στον κανόνα-συναλλάγματος χρυσού με κύριο νόμισμα το \$, το οποίο ήταν μετατρέψιμο σε χρυσό μόνο για τις συναλλαγές μεταξύ της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) και των Κεντρικών Τραπεζών των χωρών που διατηρούσαν τα συναλλαγματικά τους διαθέσιμα σε χρυσό και κυρίως σε \$. Βασιζόταν στις ακόλουθες αρχές:

- Στον καθορισμό της εξωτερικής αξίας κάθε νομίσματος με βάση τον χρυσό ή ενός νομίσματος συνδεδεμένου με τον χρυσό.
- Στη διατήρηση, βραχυχρόνια, της συναλλαγματικής ισοτιμίας εντός του εύρους διακύμανσης $\pm 1\%$ από την επίσημη ισοτιμία.
- Στην αναπροσαρμογή, μακροχρόνια, της επίσημης ισοτιμίας, λόγω θεμελιώδους ανισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών.
- Στην αντιμετώπιση μιας προσωρινής ανισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών.
- Στην ελεύθερη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων για τρέχουσες συναλλαγές, μετά από μια μεταβατική περίοδο τριών ετών, και στην επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων για την αποτροπή κερδοσκοπικών τάσεων.
- Στο ρόλο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (International Monetary Fund - IMF) που θα επόπτευε και θα συντόνιζε το σύστημα.

Στα πλαίσια τη συμφωνίας του Bretton-Woods, κάθε χώρα έπρεπε να καθορίσει μια επίσημη ισοτιμία μεταξύ του νομίσματος της και του χρυσού ή του \$. Στην πράξη, όλες οι χώρες καθόρισαν την ισοτιμία του νομίσματος τους με το \$, ενώ οι ΗΠΑ καθόρισαν την ισοτιμία του \$ με τον χρυσό στο επίπεδο των 35\$ ανά ουγγιά χρυσού. Στην επίσημη αυτή ισοτιμία, η Fed είχε την υποχρέωση να προβαίνει σε αγοραπωλησίες με τις Κεντρικές Τράπεζες των άλλων χωρών για οποιαδήποτε ποσότητα χρυσού. Ουσιαστικά, οι ΗΠΑ είχαν αναλάβει τη διασφάλιση της σταθερότητας της τιμής του χρυσού, καθώς αν η τιμή του χρυσού ανέβαινε στη διεθνή αγορά, οποιαδήποτε Κεντρική Τράπεζα θα μπορούσε να κερδοσκοπήσει

αγοράζοντας χρυσό από τη Fed και πουλώντας τον στην ελεύθερη αγορά. Θα έπρεπε λοιπόν η Fed να διαθέτει μεγάλα αποθέματα χρυσού για να παρεμβάλει στην ελεύθερη αγορά και να πουλάει χρυσό, αν η τιμή του ανέβαινε. Κάθε άλλη χώρα-μέλος του συστήματος έπρεπε να διατηρεί σταθερή τη συναλλαγματική της ισοτιμία με το \$ και να μην επιτρέπει διακύμανση μεγαλύτερη από $\pm 1\%$. Αν η διακύμανση ξεπερνούσε το $\pm 1\%$, τότε έπρεπε να παρέμβει η Κεντρική Τράπεζα της χώρας στην αγορά συναλλάγματος για να την επαναφέρει μέσα στα όρια. Αν μια χώρα δεν μπορούσε να κρατήσει την ισοτιμία της εντός των ορίων διακύμανσης, λόγω προσωρινής ανισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών, μπορούσε να της χορηγηθεί βραχυπρόθεσμο ή μεσοπρόθεσμο δάνειο από το IMF για την κάλυψη του ελλείμματος, αλλά με την υποχρέωση λήψης συγκεκριμένων μέτρων. Αν η ανισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών ήταν θεμελιώδης, τότε μπορούσε να αναπροσαρμοστεί η ισοτιμία μετά από έγκριση του IMF.

Από τη λειτουργία του συστήματος του Bretton-Woods προέκυψαν τρία βασικά προβλήματα:

1. *Προσαρμογή*: Η προσαρμογή ήταν ατελής για τρεις λόγους:

(α) Τα αναγκαία οικονομικά μέτρα για την εξάλειψη ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών λαμβάνονταν με καθυστέρηση, ενώ και η διάκριση μεταξύ προσωρινής και θεμελιώδους ανισορροπίας σε αυτό ήταν στην πράξη αρκετά δύσκολη. Πολλές χώρες ανέβαλλαν την αναπροσαρμογή της ισοτιμίας όταν υπήρχε μονιμότερη ανισορροπία (κυρίως για πολιτικούς και οικονομικούς λόγους), θεωρώντας την προσωρινή. Όμως για τις ελλειμματικές χώρες, η αναβολή μιας υποτίμησης δημιουργούσε προσδοκίες για μελλοντική υποτίμηση, με αποτέλεσμα κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων που οδηγούσαν τελικά στην υποτίμηση. Από την άλλη πλευρά, οι πλεονασματικές χώρες ήταν απρόθυμες να ανατιμήσουν τα νομίσματά τους, καθώς θα έχαναν σε ανταγωνιστικότητα.

(β) Υπήρχε ασυμμετρία μεταξύ ελλειμματικών και πλεονασματικών χωρών, καθώς το κόστος προσαρμογής του ισοζυγίου πληρωμών το αντιμετώπιζαν μόνο οι ελλειμματικές χώρες, οι οποίες έπρεπε να εφαρμόσουν είτε περιοριστική οικονομική πολιτική, ή να υποτιμήσουν το νόμισμα τους.

(γ) Υπήρχε ασυμμετρία μεταξύ της κεντρικής χώρας του συστήματος (ΗΠΑ) και των υπόλοιπων χωρών. Καθώς το \$ ήταν αποθεματικό νόμισμα, οι ΗΠΑ δεν ήταν υποχρεωμένες να παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος και άρα να προσαρμόζουν την οικονομική τους πολιτική στις ανάγκες του εξωτερικού τομέα της οικονομίας. Καθώς τα συναλλαγματικά αποθέματα των άλλων χωρών ήταν κυρίως σε \$, οι ΗΠΑ μπορούσαν να πραγματοποιούν ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών τους, αυξάνοντας έτσι τις υποχρεώσεις τους προς τον υπόλοιπο κόσμο. Τα ελλείμματα αυτά θα ήταν πρόβλημα μόνο αν η συσσώρευση \$ από τις άλλες χώρες έθετε σε κίνδυνο τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό, την οποία η Fed ήταν υποχρεωμένη να πραγματοποιεί σε μια σταθερή ισοτιμία.

2. *Ρευστότητα*: Μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, οι Ευρωπαϊκές χώρες και η Ιαπωνία λόγω της ανασυγκρότησής τους, δημιούργησαν μεγάλα ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών τους, τα οποία αντανάκλουσαν τη μεγάλη ζήτηση για εισαγωγές πρώτων υλών και κεφαλαιουχικών αγαθών. Από την άλλη πλευρά, οι ΗΠΑ ήταν ο βασικός προμηθευτής των χωρών αυτών και δημιούργησαν μεγάλο πλεόνασμα στο δικό τους ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Όμως, με την ολοκλήρωση της ανασυγκρότησης της Δυτικής Ευρώπης, το πλεόνασμα των ΗΠΑ μετατράπηκε σε έλλειμμα που μέχρι το 1957 ήταν σχετικά χαμηλό (περίπου 1 δισ. \$ ετησίως). Από το 1958 και μετά όμως, το έλλειμμα αυτό των ΗΠΑ αυξήθηκε σημαντικά (περίπου 3 δισ. \$ ετησίως), με αποτέλεσμα να

δημιουργηθεί πρόβλημα εμπιστοσύνης σχετικά με τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό.

3. *Εμπιστοσύνη*: Το πρόβλημα εμπιστοσύνης που αναφέρθηκε παραπάνω, δημιούργησε ανησυχία στις Κεντρικές Τράπεζες των άλλων χωρών σχετικά με το αν μπορούν οι ΗΠΑ να διατηρήσουν την ισοτιμία των 35\$ ανά ουγγιά χρυσού. Οπότε, υπήρξε το εξής δίλημμα: Αν οι ΗΠΑ συνέχιζαν να διατηρούν μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών τους θα προέκυπτε κρίση εμπιστοσύνης, με αποτέλεσμα οι Κεντρικές Τράπεζες των άλλων χωρών να προσπαθήσουν να μετατρέψουν τα \$ τους σε χρυσό, και συνεπώς τα αποθέματα χρυσού των ΗΠΑ να εξαντληθούν. Αν, από την άλλη, οι ΗΠΑ εξάλειψαν το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών τους, η παγκόσμια οικονομία θα έχανε μια βασική πηγή ρευστότητας με αρνητικές επιπτώσεις στο διεθνές εμπόριο και την οικονομική δραστηριότητα. Μια λύση ήταν η αύξηση της αξίας των υφιστάμενων αποθεμάτων χρυσού, δηλαδή η υποτίμηση του \$ έναντι του χρυσού. Όμως, αυτό θα δημιουργούσε πληθωριστικές πιέσεις, ενώ θα ευνοούσε τις χώρες που είχαν μεγάλα αποθέματα χρυσού. Επίσης, θα δημιουργούσε προσδοκίες στις Κεντρικές Τράπεζες ότι θα μειωθεί και άλλο στο μέλλον η αξία σε χρυσό των συναλλαγματικών τους διαθεσίμων σε \$, με αποτέλεσμα την επιδείνωση του προβλήματος εμπιστοσύνης. Μια δεύτερη λύση ήταν η δημιουργία ενός νέου περιουσιακού στοιχείου ως αποθεματικό μέσο. Τον Σεπτέμβριο του 1967 οι χώρες-μέλη του IMF δημιούργησαν το «Ειδικό Τραβηχτικό Δικαίωμα» ('Special Drawing Right'- SDR). Τα SDRs είναι λογιστικές εγγραφές στα βιβλία του IMF που επιτρέπουν στις χώρες-μέλη του να διευθετούν τα ελλείμματα στα ισοζύγια πληρωμών τους, και κατανέμονται σε κάθε χώρα ανάλογα με το μερίδιο της στο IMF. Η αρχική ισοτιμία του SDR καθορίστηκε στα 35 SDRs ανά ουγγιά χρυσού, δηλαδή η αξία του ήταν ίση με 1\$. Μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton- Woods άλλαξε ο τρόπος υπολογισμού της αξίας του SDR, η οποία από το 1974 και μετά προσδιοριζόταν με βάση ένα «καλάθι» 16 νομισμάτων, με συντελεστή στάθμισης τη συμμετοχή κάθε χώρας στο διεθνές εμπόριο. Από τον Ιανουάριο του 1981, το «καλάθι» αυτό περιορίστηκε σε 5 νομίσματα, ενώ στον Πίνακα 1.1 εμφανίζονται οι σταθμίσεις των διαφόρων νομισμάτων στο SDR καθώς και η ισοτιμία μεταξύ SDR και \$ που ισχύουν από την 1/1/2011.

Νόμισμα	Στάθμιση
\$	41,9
€	37,4
£	11,3
¥	9,4
1 SDR = 1,54003\$	
Πηγή: IMF, http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdrbasket.htm	

Πίνακας 1.1: Σταθμίσεις Νομισμάτων (%) στο SDR την 1/1/2011

Την περίοδο 1946-1965 το σύστημα του Bretton-Woods παρουσίασε σταθερότητα κυρίως λόγω της αντιπληθωριστικής πολιτικής των ΗΠΑ. Από το 1965 και μετά όμως, οι ΗΠΑ ακολούθησαν επεκτατική νομισματική πολιτική για να χρηματοδοτήσουν τον πόλεμο του Βιετνάμ και τις αυξημένες δαπάνες των κοινωνικών προγραμμάτων. Ως αποτέλεσμα, αυξήθηκε το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών των ΗΠΑ, αλλά και ο πληθωρισμός, με αποτέλεσμα τον κλονισμό της εμπιστοσύνης των άλλων Κεντρικών Τραπεζών ως προς την ικανότητα της Fed να

μετατρέπει τα \$ σε χρυσό αλλά και την απροθυμία τους να διακρατούν το \$ ως αποθεματικό μέσο. Τα παραπάνω δημιούργησαν προσδοκίες για υποτίμηση του \$ και οδήγησαν σε πώληση χρυσού αξίας περίπου 3 δισ. \$ μεταξύ Δεκεμβρίου του 1967 και Μαρτίου του 1968, προκειμένου να συγκρατηθεί η ισοτιμία του \$. Η μείωση των αποθεμάτων χρυσού οδήγησε τελικά στην εγκαθίδρυση ενός συστήματος διπλής τιμής για το χρυσό: μια επίσημη τιμή για συναλλαγές μεταξύ Κεντρικών Τραπεζών και μιας αγοραίας τιμής βάσει της ιδιωτικής προσφοράς και ζήτησης. Τελικά, η μείωση της εμπιστοσύνης προς το \$ και η μεγάλη μείωση των αποθεμάτων χρυσού της Fed σε σχέση με τις εξωτερικές τις υποχρεώσεις, ανάγκασαν τις ΗΠΑ να αναστείλουν τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό στις 15 Αυγούστου 1971, σηματοδοτώντας έτσι το τέλος του συστήματος του Bretton-Woods³.

Τον Δεκέμβριο του 1971 συμφωνήθηκε ένα σύστημα σταθερών ισοτιμιών χωρίς τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό (Smithsonian Agreement). Στα πλαίσια της συμφωνίας αυτής

(α) ανατιμήθηκαν τα περισσότερα νομίσματα έναντι του \$,

(β) διευρύνθηκαν τα όρια διακύμανσης των ισοτιμιών έναντι του \$ σε $\pm 2,25\%$, και

(γ) υποτιμήθηκε το \$ έναντι του χρυσού (η ουγγιά χρυσού έφτασε τα 38\$).

Το κλίμα εμπιστοσύνης όμως δεν αποκαταστάθηκε και οι κερδοσκοπικές πιέσεις στο \$ συνεχίστηκαν, με αποτέλεσμα την υποτίμηση του κατά 11% το Φεβρουάριο του 1973 (η ουγγιά χρυσού έφτασε τα 42,22\$). Μετά την υποτίμηση αυτή, οι κυριότερες βιομηχανικές χώρες εγκατέλειψαν τις σταθερές ισοτιμίες και υιοθέτησαν το Μάρτιο του 1973 το σύστημα των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

1.4 Σύστημα Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Από το Μάρτιο του 1973 και μετά βρισκόταν σε ισχύ ένα σύστημα ελεύθερα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Βέβαια, οι Κεντρικές Τράπεζες των διαφόρων χωρών, εκτός της Fed, παρενέβαιναν στην αγορά συναλλάγματος για να περιορίσουν τις διακυμάνσεις της ισοτιμίας των νομισμάτων τους σε σχέση με το \$. Ως το 1985 οι παρεμβάσεις ήταν μεμονωμένες, λόγω μη συντονισμού των νομισματικών πολιτικών διεθνώς. Όμως, λόγω της υπερβολικής ανατίμησης του \$ σε σχέση με τα νομίσματα του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος την περίοδο 1981- 1984, η οποία επιδείνωσε σημαντικά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, τέθηκε το ζήτημα της αναθεώρησης του συστήματος των ελεύθερα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Με τις συμφωνίες Plaza (Σεπτέμβριος 1985) και Louvre (Φεβρουάριος 1987) αποφασίστηκε ο συντονισμός των παρεμβάσεων στις αγορές συναλλάγματος για τη σταθεροποίηση της ισοτιμίας του \$, καθώς και η στενότερη οικονομική συνεργασία προκειμένου να εξασφαλιστεί η διεθνής ανάπτυξη, αλλά και να αποτραπεί η επανεμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων. Ουσιαστικά, το σύστημα που λειτούργησε από το 1985 και μετά ήταν ένα σύστημα ελεγχόμενων διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών, με συντονισμένες ενέργειες παρέμβασης από την πλευρά των Κεντρικών Τραπεζών.

Το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών που εφαρμόστηκε από το 1973 και μετά, είχε τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα σε σχέση με το σύστημα του Bretton- Woods. Γενικά, οι κυμαινόμενες ισοτιμίες έχουν τα ακόλουθα **πλεονεκτήματα**:

1. Εξασφάλιση της ισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών μέσω μεταβολών στη συναλλαγματική ισοτιμία, χωρίς την ανάγκη κρατικής παρέμβασης. Αν, για

παράδειγμα, αυξηθούν οι εγχώριες τιμές σε σχέση με τις ξένες, θα μειωθεί η ανταγωνιστικότητα της εγχώριας οικονομίας και θα επιδεινωθεί το ισοζύγιο πληρωμών. Με σταθερές ισοτιμίες θα πρέπει να μειωθούν οι εγχώριες τιμές για να ισορροπήσει το ισοζύγιο πληρωμών. Αν οι τιμές είναι άκαμπτες προς τα κάτω, θα πρέπει να μειωθεί η συνολική ζήτηση, με αποτέλεσμα ύφεση και ανεργία. Με κυμαινόμενες όμως ισοτιμίες, θα υποτιμηθεί το εγχώριο νόμισμα, με αποτέλεσμα τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της χώρας και την εξάλειψη του ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών.

2. Μεγαλύτερος βαθμός αυτονομίας της νομισματικής πολιτικής. Σε σταθερές ισοτιμίες η νομισματική πολιτική δεν είναι ανεξάρτητη, καθώς οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών οδηγούν σε παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος για να διατηρήσει σταθερή την ισοτιμία, με αποτέλεσμα τις μεταβολές των συναλλαγματικών διαθεσίμων και άρα και της προσφοράς χρήματος. Σε κυμαινόμενες όμως ισοτιμίες η νομισματική πολιτική είναι σχετικά ανεξάρτητη, καθώς ένα πρόβλημα ανεργίας μπορεί να αντιμετωπιστεί με επεκτατική νομισματική πολιτική, η οποία θα οδηγήσει σε υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος λόγω πτώσης του εγχώριου επιτοκίου και εκροής κεφαλαίων, αύξηση της ζήτησης των εγχώριων αγαθών και τελικά, μείωση της ανεργίας.

3. Απομόνωση μιας χώρας από τις εξωτερικές διαταραχές. Σε κυμαινόμενες ισοτιμίες, μια αύξηση της εξωτερικής ζήτησης για τα εγχώρια προϊόντα, θα αυξήσει το εισόδημα και με δεδομένη την προσφορά χρήματος, θα πρέπει να αυξηθεί το εγχώριο επιτόκιο για να διατηρηθεί η ισορροπία στην αγορά χρήματος. Οπότε, θα υπάρξει εισροή κεφαλαίων και ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, με αποτέλεσμα τη μείωση της συνολικής ζήτησης. Αντίθετα, σε σταθερές ισοτιμίες, μια αύξηση της εξωτερικής ζήτησης θα μεταβιβαστεί στην εσωτερική οικονομία μέσω του ισοζυγίου πληρωμών, το οποίο επηρεάζει την προσφορά χρήματος. Από την άλλη πλευρά, ένα σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών έχει τα ακόλουθα **μειονεκτήματα**:

1. Έλλειψη πειθαρχίας στην ασκούμενη οικονομική πολιτική. Σε σταθερές ισοτιμίες, μια χώρα με υψηλό πληθωρισμό δεν μπορεί να διατηρεί έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών για μεγάλο χρονικό διάστημα καθώς θα εξαντληθούν τα συναλλαγματικά της αποθέματα, οπότε θα αναγκαστεί να ασκήσει αντιπληθωριστική πολιτική για να αποκαταστήσει την ισορροπία σε αυτό. Τέτοιου είδους πειθαρχία δεν υπάρχει σε κυμαινόμενες ισοτιμίες, με αποτέλεσμα να θεωρείται ότι το συγκεκριμένο σύστημα έχει πληθωριστική προδιάθεση.

2. Αποσταθεροποιητική κερδοσκοπία. Σε κυμαινόμενες ισοτιμίες, οι κερδοσκόποι προβαίνουν ελεύθερα σε αγοραπωλησίες συναλλάγματος, βασιζόμενοι στις προσδοκίες τους για τις μεταβολές της ισοτιμίας, με αποτέλεσμα τις εντονότερες διακυμάνσεις και την αστάθεια της ισοτιμίας.

3. Αβεβαιότητα από τις συνεχείς μεταβολές της ισοτιμίας, η οποία μπορεί να έχει αρνητικές επιπτώσεις στο διεθνές εμπόριο και την κίνηση κεφαλαίων.

1.5 Άριστη Νομισματική Περιοχή (Optimum Currency Area)

Η άριστη νομισματική περιοχή αναφέρεται σε μια ομάδα χωρών που συνδέουν τα νομίσματα τους με αμετάκλητα σταθερές ισοτιμίες, ενώ αυτά διακυμαίνονται ελεύθερα έναντι των νομισμάτων των άλλων χωρών. Η θεωρία της άριστης νομισματικής περιοχής θεμελιώνεται στις εργασίες των Kenen (1969-[11]), McKinnon (1963-[12]) και Mundell (1961-[13]). Η θεωρία αυτή βρήκε εφαρμογή

στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα και κυρίως στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

Τα οφέλη από τη δημιουργία μιας άριστης νομισματικής περιοχής είναι:

- Εξάλειψη αβεβαιότητας σχετικά με τις διακυμάνσεις των ισοτιμιών.
- Εξάλειψη συναλλαγματικού κινδύνου και κόστους μετατρεψιμότητας των νομισμάτων.
- Μεγαλύτερη σταθερότητα των τιμών, καθώς διαταραχές των τιμών εντός της νομισματικής περιοχής θα τείνουν να αλληλοεξουδετερώνονται.
- Εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας από τις επιχειρήσεις.

Από την άλλη πλευρά όμως, το βασικό μειονέκτημα μιας άριστης νομισματικής περιοχής είναι η απώλεια άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής από τις χώρες-μέλη της.

Γενικά, ο σχηματισμός μια άριστης νομισματικής περιοχής εξαρτάται βασικά από

τους ακόλουθους παράγοντες:

1. Βαθμός κινητικότητας των παραγωγικών συντελεστών μεταξύ των χωρών-μελών μιας άριστης νομισματικής περιοχής. Με βάση τον Mundell, ο υψηλός βαθμός κινητικότητας των παραγωγικών συντελεστών και κυρίως της εργασίας, αποτελεί τη βάση για τη δημιουργία μιας άριστης νομισματικής περιοχής.

2. Βαθμός ανοίγματος μιας οικονομίας στο διεθνές εμπόριο [$(Imports+Exports)/GDP$]. Με βάση τον McKinnon, μια μικρή ανοικτή οικονομία με μεγάλο βαθμό ανοίγματος στο διεθνές εμπόριο δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει αποτελεσματικά την ισοτιμία για να διορθώσει τις ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών. Μια μεταβολή στην ισοτιμία εκδηλώνεται αμέσως στις εγχώριες τιμές, με αποτέλεσμα να εξανεμίζονται πολύ γρήγορα τα όποια θετικά αποτελέσματα από τη μεταβολή των σχετικών τιμών μεταξύ ξένων και εγχώριων αγαθών. Καθώς λοιπόν, η συγκεκριμένη οικονομία δεν μπορεί να επηρεάσει τις διεθνείς τιμές και άρα και τις σχετικές τιμές μέσω μεταβολών στην ισοτιμία, είναι προτιμότερο να έχει το νόμισμα της μια σταθερή ισοτιμία με τα νομίσματα των κυριότερων εμπορικών της εταίρων.

3. Βαθμός διαφοροποίησης της παραγωγής. Αν μειωθεί η εξωτερική ζήτηση για το προϊόν μιας χώρας με μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης της παραγωγής της, θα επηρεάσει σε μικρό βαθμό τις εξαγωγές της και άρα και το ισοζύγιο πληρωμών της. και συνεπώς, δεν χρειάζεται μεταβολή της ισοτιμίας. Οπότε, μια τέτοια χώρα ικανοποιεί τις προϋποθέσεις για συμμετοχή σε μια άριστη νομισματική περιοχή.

1.6 Σχέδιο Werner - Νομισματικό Φίδι (“Snake in the Tunnel”)

Η δημιουργία μιας οικονομικής και νομισματικής ένωσης στα πλαίσια της ΕΕ, άρχισε να αποτελεί αντικείμενο ενδιαφέροντος στα τέλη της δεκαετίας του 1960, όπου το σύστημα του Bretton-Woods άρχισε να κλονίζεται. Ως επίσημος στόχος, υιοθετήθηκε στη Σύνοδο Κορυφής της Χάγης το Δεκέμβριο του 1969. Το σχέδιο Werner (1970) που ακολούθησε πρότεινε τη δημιουργία μιας οικονομικής και νομισματικής ένωσης σε τρία στάδια, με το πρώτο να ξεκινάει την 1/1/1971 και την όλη διαδικασία να ολοκληρώνεται μέχρι το 1980. Η δημιουργία της οικονομικής και νομισματικής ένωσης απαιτούσε τα ακόλουθα:

- Κατάργηση των ορίων διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- Αμετάκλητο καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- Πλήρη απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων.
- Συντονισμό των οικονομικών πολιτικών.

- Μεταβίβαση της άσκησης νομισματικής πολιτικής σε υπερεθνικό επίπεδο.

Ως προς τη δημοσιονομική πολιτική, προτεινόταν η ανάγκη για συμφωνία σχετικά με τα όρια που θα κινούνταν τα βασικά δημοσιονομικά μεγέθη και το πως θα χρηματοδοτούνταν τα ελλείμματα. Επιπλέον, το σχέδιο Werner πρότεινε τη δημιουργία ενός συστήματος Κεντρικών Τραπεζών της ΕΕ που θα ασκούσε τη νομισματική πολιτική και θα παρενέβαινε στην αγορά συναλλάγματος, και ενός Ευρωπαϊκού ταμείου νομισματικής συνεργασίας για τη χορήγηση βραχυπρόθεσμων πιστώσεων για τις χώρες-μέλη με προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών. Τον Μάρτιο του 1971 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υιοθέτησε το πρώτο στάδιο του σχεδίου Werner σχετικά με το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών και τον περιορισμό των ορίων διακύμανσης των ισοτιμιών. Όμως, η κρίση στο διεθνές νομισματικό σύστημα στις αρχές της δεκαετίας του 1970 δεν επέτρεψε την επίτευξη των στόχων, με αποτέλεσμα η μετάβαση στο δεύτερο στάδιο στις αρχές του 1974 να μη γίνει ποτέ. Η αποτυχία του σχεδίου Werner, σε συνδυασμό με την άποψη ότι τα όρια διακύμανσης των ισοτιμιών που τέθηκαν από τη Smithsonian Agreement ήταν μεγάλα για τη λειτουργία της Κοινής Αγοράς και της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής, οδήγησαν τις χώρες-μέλη της ΕΕ στη δημιουργία ενός νέου συστήματος τον Απρίλη του 1972, το οποίο έγινε γνωστό ως «φίδι μέσα στο τούνελ».

Έτσι λοιπόν, οι χώρες-μέλη της ΕΕ συμφώνησαν να περιορίσουν τα όρια διακύμανσης μεταξύ των νομισμάτων τους στο $\pm 1,125\%$, αλλά να διατηρήσουν τα όρια διακύμανσης σε σχέση με το \$ στο $\pm 2,25\%$ που προέβλεπε η Smithsonian Agreement. Λόγω της διεθνούς νομισματικής αναταραχής και της κατάρρευσης της Smithsonian Agreement, το «φίδι» δεν είχε μεγάλη χρονική διάρκεια. Αποφασίστηκε λοιπόν, τα νομίσματα του «φιδιού» να διακυμαίνονται ελεύθερα σε σχέση με το \$, αλλά μεταξύ τους να ισχύουν τα προκαθορισμένα όρια διακύμανσης. Τελικά, το «φίδι» περιορίστηκε σε πέντε χώρες της ΕΕ (Βέλγιο, Δανία, Δυτική Γερμανία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία), ενώ σταδιακά μετεξελίχθηκε σε ζώνη του γερμανικού μάρκου με τη συμμετοχή χωρών και εκτός ΕΕ (Αυστρία, Νορβηγία, Σουηδία).

1.7 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (European Monetary System - EMS)

Η απόφαση για την ίδρυση του EMS λήφθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βρέμης τον Ιούλιο του 1978, και είχε ως στόχο τη δημιουργία μια ζώνης νομισματικής σταθερότητας στην Ευρώπη. Ήταν ένα σύστημα σταθερών αλλά προσαρμόσιμων συναλλαγματικών ισοτιμιών (όπως το Bretton-Woods), με βασικά χαρακτηριστικά τα ακόλουθα:

1. *Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (European Currency Unit – ECU)*: Το ECU ήταν μια σύνθετη λογιστική μονάδα των νομισμάτων των χωρών-μελών της ΕΕ. Η στάθμιση κάθε νομίσματος στο ECU προσδιοριζόταν από τη συμμετοχή της αντίστοιχης χώρας στο ΑΕΠ της ΕΕ και στο διακοινοτικό εμπόριο. Οι σταθμίσεις αναθεωρούνταν κάθε 5 χρόνια, ή μετά από αίτηση μιας χώρας- μέλους όταν η βαρύτητα το νομίσματος της στο ECU είχε μεταβληθεί πάνω από 25%. Οι συντελεστές στάθμισης υπολογίζονταν από τη σχέση $w_j = q_j / S_j$, όπου w_j ήταν ο συντελεστής στάθμισης του νομίσματος j στο ECU, q_j ο αριθμός των μονάδων του νομίσματος j στο ECU, και S_j η τιμή του ECU στο νόμισμα j . Η τελευταία δινόταν από τη σχέση $\sum_{i=1}^n q_i S_{ij}$ όπου S_{ij} είναι η τιμή του νομίσματος i σε όρους του νομίσματος j . Αν τα q_i είναι σταθερά, οι μεταβολές στις διμερείς ισοτιμίες μεταβάλλουν την αξία του ECU και άρα και τις τιμές των συντελεστών στάθμισης.

Το ECU αποτέλεσε:

- (α) αποθεματικό στοιχείο και μέσο πληρωμών μεταξύ των Κεντρικών Τραπεζών (όμοια λειτουργία με το SDR),
- (β) μέγεθος αναφοράς για τις κεντρικές ισοτιμίες, με βάση τις οποίες υπολογίζονταν τα επιτρεπόμενα όρια διακύμανσης,
- (γ) βάση για το δείκτη απόκλισης από το ECU, και
- (δ) λογιστική μονάδα για τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές που απέρρεαν από τη λειτουργία του EMS. Το επίσημο ECU δημιουργήθηκε με την κατάθεση 20% των αποθεμάτων των χωρών-μελών σε χρυσό και \$ στο Ευρωπαϊκό Ταμείο Νομισματικής Συνεργασίας (European Monetary Cooperation Fund – EMCF) που λειτουργούσε ως κεντρικό όργανο διακανονισμού των πληρωμών στα πλαίσια των μηχανισμών παρέμβασης.

2. *Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (Exchange Rate Mechanism – ERM)*: Η κεντρική ισοτιμία κάθε νομίσματος ως προς το ECU μπορούσε να μεταβληθεί μόνο με συμφωνία όλων των χωρών του ERM, ενώ οι διμερείς ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων του συστήματος είχαν όρια διακύμανσης $\pm 2,25\%$, με εξαίρεση τη βρετανική £, την ιταλική λιρέτα (μέχρι τον Ιανουάριο του 1990), την ισπανική πεσέτα και το πορτογαλικό εσκούδο που είχαν όρια διακύμανσης $\pm 6\%$. Η δραχμή ενώ συμμετείχε στο ECU από το Σεπτέμβριο του 1984, δεν είχε ενταχθεί στον ERM. Αν η ισοτιμία ενός νομίσματος προσέγγιζε τα όρια διακύμανσης έναντι κάποιου άλλου νομίσματος, οι αντίστοιχες Κεντρικές Τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να παρέμβουν στην αγορά συναλλάγματος για να συγκρατήσουν την ισοτιμία εντός των ορίων διακύμανσης («λειτουργική συμμετρία»). Η παρέμβαση αυτή συνοδευόταν από τη χορήγηση απεριόριστων βραχυπρόθεσμων πιστώσεων από τη μια Κεντρική Τράπεζα στην άλλη μέσω του EMCF.

3. *Δείκτης απόκλισης κάθε νομίσματος σε σχέση με τη κεντρική του ισοτιμία έναντι του ECU*: Με βάση το μηχανισμό αυτό, μπορούσε να προσδιοριστεί μεταξύ δύο νομισμάτων ποιο απέκλινε από το μέσο όρο της ΕΕ που εκφραζόταν από το ECU (και άρα ποια οικονομική πολιτική απέκλινε). Επειδή όμως η συγκεκριμένη προσαρμογή δεν ήταν υποχρεωτική, ο δείκτης απόκλισης δεν έπαιξε σχεδόν κανένα ρόλο στο EMS.

4. *Χρηματοδοτικοί μηχανισμοί στήριξης*: Στα πλαίσια του EMS λειτούργησαν οι ακόλουθοι πιστωτικοί μηχανισμοί:

- (α) απεριόριστη χρηματοδότηση για πολύ βραχυπρόθεσμες πιστώσεις (μέχρι 45 ημέρες), για να παρέμβουν οι Κεντρικές Τράπεζες στις αγορές συναλλάγματος όταν οι ισοτιμίες των νομισμάτων τους έτειναν να ξεπεράσουν τα όρια διακύμανσης,
- (β) βραχυπρόθεσμες πιστώσεις (μέχρι 9 μήνες) για διευκόλυνση μιας χώρας-μέλους που αντιμετώπιζε προσωρινά προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών, και
- (γ) μεσοπρόθεσμες πιστώσεις για τη χρηματοδότηση μιας χώρας-μέλους που αντιμετώπιζε σοβαρά προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών μεσοπρόθεσμα, με σκοπό την αποκατάσταση της ισορροπίας σε αυτό.

Η αξιολόγηση του EMS (1979-1993) μπορεί να χωριστεί σε τέσσερις υποπεριόδους:

- *1979-1983*: Λόγω της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης, οι οικονομικές πολιτικές των χωρών-μελών ήταν διαφορετικές, με αποτέλεσμα υψηλά και διαφορετικά επίπεδα πληθωρισμού, αλλά και μεγάλες ανισορροπίες στα ισοζύγια πληρωμών τους. Ως αποτέλεσμα υπήρξαν συνεχείς αναπροσαρμογές των ισοτιμιών για να επιβιώσει το EMS, οι οποίες όμως δεν συνοδεύονταν συνήθως από μέτρα για τη σταθεροποίηση της εσωτερικής οικονομίας.

- *1983-1987:* Την περίοδο αυτή, οι οικονομικές πολιτικές των χωρών-μελών άρχισαν να προσανατολίζονται στο στόχο της νομισματικής σταθερότητας, με αποτέλεσμα τη σταδιακή μείωση των πληθωρισμών. Οι αναπροσαρμογές των ισοτιμιών ήταν πολύ λίγες, ενώ το γερμανικό μάρκο άρχισε πλέον να παίζει κεντρικό ρόλο στον ERM. Ουσιαστικά η πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Δυτικής Γερμανίας (Bundesbank) που είχε ως βασικό στόχο τη σταθερότητα των τιμών, καθόριζε τη γενική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής των χωρών-μελών του EMS.
- *1987-1990:* Την περίοδο αυτή το EMS παρουσίασε μεγάλη σταθερότητα, καθώς δεν υπήρξαν αναπροσαρμογές των ισοτιμιών, με εξαίρεση την ιταλική λιρέτα που εντάχθηκε στα στενά όρια διακύμανσης $\pm 2,25\%$ τον Ιανουάριο του 1990. Η σύγκλιση των πληθωρισμών των χωρών-μελών και η διαρκώς αυξανόμενη σταθερότητα του συστήματος λόγω του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών, αποτέλεσαν τους βασικούς παράγοντες σταθερότητας των ισοτιμιών. Ως αποτέλεσμα, τον Ιούνιο του 1989 ο ERM διευρύνθηκε με τη συμμετοχή της ισπανικής πεσέτας, με εύρος διακύμανσης $\pm 6\%$.
- *Ιούλιος 1990-Δεκέμβριος 1993:* Ως τον Ιούνιο του 1992 η σταθερότητα των ισοτιμιών συνεχίστηκε. Ταυτόχρονα, είχε ήδη ξεκινήσει το πρώτο στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (EMU) την 1/7/1990, ενώ παράλληλα η κίνηση κεφαλαίων απελευθερώθηκε πλήρως σε όλες τις χώρες-μέλη της ΕΕ (εκτός Ελλάδας, Ιρλανδίας, Ισπανίας και Πορτογαλίας που η μεταβατική περίοδος επεκτάθηκε μέχρι το 1994). Επίσης, ενοποιήθηκε η Γερμανία τον Οκτώβριο του 1990, ενώ τον ίδιο μήνα ο ERM διευρύνθηκε με την ένταξη της £ με εύρος διακύμανσης $\pm 6\%$. Τον Απρίλιο του 1992 ο ERM διευρύνθηκε περαιτέρω, με την ένταξη και του πορτογαλικού εσκούδου με εύρος διακύμανσης επίσης $\pm 6\%$. Το δεύτερο εξάμηνο του 1992 εκδηλώθηκε η σοβαρότερη κρίση στην ιστορία του EMS, με μεγάλη αναταραχή στις αγορές συναλλάγματος. Βασικές αιτίες ήταν το αρνητικό αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στη Δανία σχετικά με τη Συνθήκη για την ΕΕ (Ιούνιος 1992) και το οριακά θετικό αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στη Γαλλία (Σεπτέμβριος 1992) για το ίδιο ζήτημα. Για τους επόμενους δέκα μήνες υπήρξαν έντονες πιέσεις στις αγορές συναλλάγματος, με αποτέλεσμα την αποχώρηση της £ και της ιταλικής λιρέτας από τον ERM το Σεπτέμβριο του 1992, την αναπροσαρμογή των κεντρικών ισοτιμιών 4 φορές μέσα σε 5 μήνες και τη διεύρυνση των περιθωρίων διακύμανσης στο $\pm 15\%$ τον Αύγουστο του 1993. Μόνο το γερμανικό μάρκο και η ολλανδική γκίλντα παρέμειναν στα στενά όρια διακύμανσης του $\pm 2,25\%$. Πρακτικά, η διεύρυνση των ορίων διακύμανσης σήμαινε την αναστολή της λειτουργίας του ERM, ενώ δημιούργησε αβεβαιότητα για το μέλλον του EMS και για το χρονοδιάγραμμα της πορείας προς την EMU. Ουσιαστικά, η κρίση στο EMS ήταν αποτέλεσμα των ακόλουθων τριών παραγόντων:
 - *Ανεπαρκής σύγκλιση των οικονομιών των χωρών-μελών του:* Ενώ από το 1983 και μετά υπήρξε σημαντική σύγκλιση όσο αφορά τους πληθωρισμούς (απαραίτητη προϋπόθεση για τη βιωσιμότητα του συστήματος), οι διαφορές στις οικονομικές πολιτικές παρέμεναν, με αποτέλεσμα την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας των χωρών με υψηλό πληθωρισμό και, κατά συνέπεια, τη δημιουργία πιέσεων στις αγορές συναλλάγματος που υπονόμεισε τη σταθερότητα των ισοτιμιών.
 - *Πλήρης απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων την 1/7/1990 στις χώρες- μέλη της ΕΕ:* Με την πλήρη απελευθέρωση δόθηκε η δυνατότητα σε μεγάλες κινήσεις βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Αυτές ενθαρρύνονταν από τις μακροοικονομικές ανισορροπίες που υπήρχαν στις χώρες-μέλη του EMS

και επέδρασαν αποσταθεροποιητικά στο σύστημα. Τη δεκαετία του 1980, οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων παρεμπόδιζε τις μεγάλες εκροές κεφαλαίων σε περιόδους συναλλαγματικών κρίσεων, και επέτρεπε στις χώρες-μέλη του EMS να έχουν σε κάποιο βαθμό αυτόνομη νομισματική πολιτική και πολιτική επιτοκίων προκειμένου να μπορούν να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις κερδοσκοπικές πιέσεις. Τελικά, η πλήρης απελευθέρωση σε ένα σύστημα περιορισμένων διακυμάνσεων των ισοτιμιών οδήγησε στην απώλεια αυτονομίας της νομισματικής πολιτικής, με αποτέλεσμα το EMS να καταστεί ευάλωτο στις κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων.

- *Γερμανική ενοποίηση*: Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική της Γερμανίας (λόγω των έργων υποδομής στην πρώην Ανατολική Γερμανία), σε συνδυασμό με την αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική, αύξησε τα βραχυπρόθεσμα γερμανικά επιτόκια, με αποτέλεσμα τη διαμόρφωση υψηλών επιτοκίων στην ΕΕ σε μια περίοδο που οι περισσότερες χώρες-μέλη της ήταν σε ύφεση. Τα υψηλά επιτόκια που ήταν απαραίτητα για τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών στο EMS, όξυναν την ύφεση και την ανεργία. Ως αποτέλεσμα, δημιουργήθηκαν προσδοκίες ότι δεν ήταν δυνατή η περαιτέρω αύξηση των επιτοκίων για τη στήριξη των ισοτιμιών, οι οποίες οδήγησαν σε κερδοσκοπικές πιέσεις στα ασθενέστερα νομίσματα του EMS, όπως ήταν η £, η ισπανική πεσέτα, η ιταλική λιρέτα και το πορτογαλικό εσκούδο.

1.8 Οικονομική και Νομισματική Ένωση (Economic and Monetary Union EMU)

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Ανόβερου τον Ιούνιο του 1988 ανατέθηκε στην Επιτροπή Delors να προτείνει τα στάδια για τη δημιουργία μια οικονομικής και νομισματικής ένωσης στην ΕΕ. Σύμφωνα με την Επιτροπή Delors, η EMU θα έπρεπε να πραγματοποιηθεί σε τρία στάδια.

(α). Στο πρώτο στάδιο (1/7/1990-31/12/1993) προβλεπόταν η πλήρη απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων για όλες τις χώρες της ΕΕ (εκτός Ελλάδας, Ιρλανδίας, Ισπανίας, Πορτογαλίας που διατήρησαν κάποιους περιορισμούς στα βραχυχρόνια κεφάλαια μέχρι το 1994). Στο νομισματικό τομέα προβλεπόταν η δημιουργία ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου, η ενίσχυση του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών των χωρών-μελών της ΕΕ, η άρση όλων των εμποδίων στη χρησιμοποίηση του ECU στις συναλλαγές και η ένταξη στον ERM όλων των νομισμάτων των χωρών-μελών του EMS. Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση (Μάαστριχτ, 7 Φεβρουαρίου του 1992) που τέθηκε σε ισχύ την 1/11/1993, υιοθέτησε τις προτάσεις της Επιτροπής Delors.

(β). Οπότε, την 1/1/1994 τέθηκε σε εφαρμογή το δεύτερο στάδιο προς την EMU που προέβλεπε την ενίσχυση του συντονισμού μεταξύ των Κεντρικών Τραπεζών των χωρών-μελών της ΕΕ μέσω της δημιουργίας του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ινστιτούτου (European Monetary Institute - EMI), καθώς και τη θεσμική κατοχύρωση της ανεξαρτησίας των εθνικών Κεντρικών Τραπεζών. Το EMI ξεκίνησε τη λειτουργία του το 1994, με τις εξής αρμοδιότητες:

- Περαιτέρω συντονισμός των εθνικών νομισματικών πολιτικών.
- Παρακολούθηση της λειτουργίας του ERM του EMS.
- Προώθηση της χρησιμοποίησης του ECU στις συναλλαγές.
- Ανάληψη των διαδικασιών για τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (European System of Central Banks - ESCB).
- Άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

- Δημιουργία του κοινού νομίσματος στο τέλος της πορείας προς την EMU.

(γ). Στο τρίτο στάδιο για την EMU προβλεπόταν η υιοθέτηση κοινού νομίσματος και ενιαίας νομισματικής πολιτικής, καθώς και η λειτουργία του ESCB με επίκεντρο την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (European Central Bank–ECB). Για να ξεκινήσει το τρίτο στάδιο θα έπρεπε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο να αποφασίσει με ειδική πλειοψηφία μέχρι το τέλος του 1996, με βάση τις εκθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του EMI, (1) αν η πλειοψηφία των χωρών-μελών ικανοποιεί τις προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, και (2) αν 7 τουλάχιστον χώρες-μέλη της ΕΕ ικανοποιούν τις συγκεκριμένες προϋποθέσεις κατά πόσο είναι σκόπιμο να εισέλθει η ΕΕ στην τελική φάση.

Αν μέχρι τέλος του 1997 δεν έχει οριστεί η ημερομηνία έναρξης του τρίτου σταδίου, τότε την 1/1/1999 θα ξεκινούσε η πλήρης εφαρμογή της EMU με όποιες χώρες-μέλη ικανοποιούν τις αναγκαίες προϋποθέσεις. Με την έναρξη του τρίτου σταδίου θα καθοριστούν αμετάκλητα σταθερές ισοτιμίες και θα αντικατασταθεί το EMI από την ECB που θα αναλάβει τον πλήρη έλεγχο της νομισματικής πολιτικής. Επίσης, το Συμβούλιο Υπουργών θα καθορίσει την ημερομηνία που τα εθνικά νομίσματα θα αντικατασταθούν από το κοινό νόμισμα.

Με βάση τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, η ECB θα είναι υπεύθυνη για τη χάραξη και άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του κοινού νομίσματος. Οι εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μαζί με την ECB θα αποτελούν το ESCB, του οποίου πρωταρχικός στόχος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Στα πλαίσια της άσκησης της νομισματικής πολιτικής, το ESCB θα μπορεί να

- (α) να διενεργεί πράξεις ανοικτής αγοράς με χρεόγραφα και άλλους τίτλους στο κοινό νόμισμα ή σε άλλα νομίσματα,
- (β) να διενεργεί πράξεις συναλλάγματος στην τρέχουσα και την προθεσμιακή αγορά,
- (γ) να επιβάλλει δεσμεύσεις στη ρευστότητα των τραπεζών,
- (δ) να ασκεί γενικά νομισματικό έλεγχο, και
- (ε) να διαχειρίζεται τα συναλλαγματικά διαθέσιμα των χωρών-μελών της ζώνης του κοινού νομίσματος.

Όμως, η **ECB δεν μπορεί να λειτουργεί ως «έσχατος δανειστής» ('lender of last resort')**, ενώ οι εθνικές Κεντρικές Τράπεζες θα έχουν την εποπτεία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και θα μπορούν να λειτουργούν και ως «έσχατοι δανειστές» για τα αντίστοιχα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα.

Τα κριτήρια για την ένταξη στην EMU ήταν τα ακόλουθα:

- Ο πληθωρισμός κάθε υποψήφιας προς ένταξη χώρας δεν θα πρέπει να υπερβαίνει πάνω από 1,5% το μέσο όρο των 3 χωρών με το χαμηλότερο πληθωρισμό.
- Το επιτόκιο του 10ετούς ομολόγου κάθε υποψήφιας προς ένταξη χώρας δεν θα πρέπει να υπερβαίνει πάνω από 2% το μέσο όρο των 3 χωρών με το χαμηλότερο πληθωρισμό.
- Το δημοσιονομικό έλλειμμα κάθε υποψήφιας προς ένταξη χώρας δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος της δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ.
- Το νόμισμα της κάθε υποψήφιας προς ένταξη χώρας θα πρέπει να παραμείνει στα στενά όρια κύμανσης του ERM ($\pm 2,25$) για τουλάχιστον δύο χρόνια πριν την ένταξη της συγκεκριμένης χώρας στην EMU.

Σε αντίθεση με την υπερεθνική νομισματική πολιτική, η άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής παρέμεινε σε εθνικό επίπεδο (με την προϋπόθεση ότι

δεν θα αντιστρατεύεται την ενιαία νομισματική πολιτική). Η δημοσιονομική πειθαρχία επιδιώκεται μέσω:

(α) απαγόρευσης νομισματικής χρηματοδότησης των ελλειμμάτων, η οποία περιλαμβάνει τη χρηματοδότηση του Δημοσίου από την ECB και τις υποχρεωτικές τοποθετήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων σε τίτλους του Δημοσίου,
 (β) αποκλεισμού χρηματοδοτικής στήριξης από την ΕΕ χωρών-μελών της ζώνης του κοινού νομίσματος που αντιμετωπίζουν προβλήματα εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους τους, και
 (γ) αποφυγής υπερβολικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων προκειμένου να αποφευχθεί η συσσώρευση δημοσίου χρέους. Η δημοσιονομική πειθαρχία θα διασφαλίζεται με Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Stability and Growth Pact – SGP) που προβλέπει ότι κάθε χώρα-μέλος της EMU θα υποβάλλει κάθε χρόνο πρόγραμμα σταθερότητας με όλες τις πληροφορίες σχετικά με τη δημοσιονομική της πολιτική. Ουσιαστικά, αν ο προϋπολογισμός μιας χώρας-μέλους της EMU είναι πλεονασματικός ή ισοσκελισμένος, τότε μπορεί η χώρα αυτή να αντιμετωπίσει τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας της και ταυτόχρονα να διατηρήσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα σε επίπεδο μικρότερο του 3% του ΑΕΠ. Σε περίπτωση υπερβολικού ελλείμματος από μια χώρα-μέλος της EMU, επιβάλλονται κυρώσεις σε αυτήν αν δεν αναλάβει διορθωτική δράση. Όμως, το SGP περιέχει μια «ρήτρα διαφυγής» από το αυστηρό όριο του 3%, σε περίπτωση σοβαρής ύφεσης. Σε μια τέτοια περίπτωση, αν το έλλειμμα ξεπερνάει το 3% δεν θα θεωρείται υπερβολικό.

Τελικά, το τρίτο στάδιο της EMU, με την υιοθέτηση του € ως κοινού νομίσματος, ξεκίνησε την 1/1/1999 με τη συμμετοχή 11 χωρών: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Πορτογαλία και Φιλανδία. Παράλληλα, το Ευρωσύστημα (Eurosystem) που αποτελείται από την ECB και τις εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των χωρών της Ευρωζώνης ανέλαβε τη χάραξη και την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, πρωταρχικός στόχος της οποίας είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι από την 1/1/1999 μέχρι την 31/12/2001 το € παρέμεινε σε λογιστική μορφή. Η αντικατάσταση των εθνικών νομισμάτων από το € πραγματοποιήθηκε τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του 2002, με αποτέλεσμα από την 1/3/2002 το € να είναι το μόνο νόμισμα στην Ευρωζώνη.

Με την έναρξη του τρίτου σταδίου της EMU τέθηκε σε λειτουργία ο νέος μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών ERM II, στον οποίο συμμετείχαν η Δανία και η Ελλάδα με όρια διακύμανσης της ισοτιμίας του νομίσματος τους σε σχέση με το € τα $\pm 2,25\%$ και $\pm 15\%$, αντίστοιχα. Η Ελλάδα εντάχθηκε τελικά στην Ευρωζώνη την 1/1/2001, ενώ ακολούθησαν η Σλοβενία την 1/1/2007, η Μάλτα και η Κύπρος την 1/1/2008, η Σλοβακία την 1/1/2009, η Εσθονία την 1/1/2011, η Λετονία την 1/1/2014 και η Λιθουανία την 1/1/2015, με αποτέλεσμα σήμερα η Ευρωζώνη να αποτελείται από 19 χώρες-μέλη. Στον Πίνακα 11.2 παρουσιάζονται οι αμετάκλητα σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες για 1€, για κάθε ένα από τα 19 νομίσματα που συμμετέχουν στην Ευρωζώνη.

Ένταξη στην Ευρωζώνη	Νόμισμα	Ισοτιμία
1/1/1999	Σελίνι Αυστρίας	13,7603
1/1/1999	Φράγκο Βελγίου	40,3399
1/1/1999	Φράγκο Γαλλίας	6,55957
1/1/1999	Μάρκο Γερμανίας	1,95583
1/1/1999	Λίρα Ιρλανδίας	0,787564
1/1/1999	Πεσέτα Ισπανίας	166,386
1/1/1999	Λιρέτα Ιταλίας	1936,27
1/1/1999	Φράγκο Λουξεμβούργου	40,3399
1/1/1999	Γκίλντα Ολλανδίας	2,20371
1/1/1999	Εσκούδο Πορτογαλίας	200,482
1/1/1999	Μάρκκα Φιλανδίας	5,94573
1/1/2001	Δραχμή Ελλάδας	340,750
1/1/2007	Τόλαρ Σλοβενίας	239,640
1/1/2008	Λίρα Κύπρου	0,585274
1/1/2008	Λίρα Μάλτας	0,429300
1/1/2009	Κορώνα Σλοβακίας	30,1260
1/1/2011	Κορώνα Εσθονίας	15,6466
1/1/2014	Λατς Λετονίας	0,702804
1/1/2015	Λίτας Λιθουανίας	3.45280
<i>Πηγή: ECB, http://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html</i>		

Πίνακας 1.2: Αμετάκλητα Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες για 1€

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΈΝΩΣΗ ΣΗΜΕΡΑ

2.1 Ο Νέος Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Σύμφωνα με το ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου κατά τη σύνοδο του Άμστερνταμ στις 16 και 17 Ιουνίου 1997, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα με το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΕΝΣ/ ΜΣΙΙ), που έπαιξε καθοριστικό ρόλο στη πορεία προς την ΕΝΕ, αντικαταστήθηκε από νέο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ΙΙ (ΜΣΙ ΙΙ) από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου. Ο νέος αυτός μηχανισμός συνδέει τα νομίσματα των εκτός ζώνης ευρώ κρατών-μελών με το ευρώ.

Οι λειτουργικές διαδικασίες του νέου αυτού μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών καθορίστηκαν με Συμφωνία μεταξύ της ΕΚΤ και των ΕθνΚΤ των εκτός ζώνης ευρώ κρατών- μελών (Συμφωνία Κεντρικών Τραπεζών), την οποία υπέγραψαν ο Πρόεδρος της ΕΚΤ και οι διοικητές των τεσσάρων ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ την 1η Σεπτεμβρίου 1998. Η Συμφωνία αυτή αντικαθιστά, από 1η Ιανουαρίου 1999, τη Συμφωνία της 13ης Μαρτίου 1979, όπως αυτή είχε τροποποιηθεί από τις πράξεις της 10ης Ιουνίου 1985 και της 10ης Νοεμβρίου 1987 αντίστοιχα, που όριζε τις λειτουργικές διαδικασίες του ΜΣΙ του ΕΝΣ.

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

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

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

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

2.2 Η Οργάνωση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών

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

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

Τα βασικά καθήκοντα του Ευρωσυστήματος είναι:

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

Επιπλέον, το Ευρωσύστημα συμβάλλει στην ομαλή άσκηση των πολιτικών των αρμοδίων αρχών όσον αφορά την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ΕΚΤ έχει συμβουλευτικό ρόλο έναντι της Κοινότητας και των εθνικών αρχών για θέματα που εμπίπτουν στο πεδίο των αρμοδιοτήτων της, ιδίως σε ότι αφορά την κοινοτική ή εθνική νομοθεσία.

Τέλος, προκειμένου να εκπληρώσει τα καθήκοντά του ΕΣΚΤ, η ΕΚΤ, με τη βοήθεια των ΕθνΚΤ, συλλέγει τις αναγκαίες στατιστικές πληροφορίες είτε από τις αρμόδιες εθνικές αρχές είτε απευθείας από οικονομικούς παράγοντες.

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

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

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

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

- να θέτει σε εφαρμογή τη νομισματική πολιτική σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις που θεσπίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ενεργώντας κατά αυτό τον τρόπο, να δίνει τις απαραίτητες οδηγίες στις ΕθνΚΤ και
- να ασκεί τις εξουσίες που τις μεταβιβάζει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

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

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

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

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

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

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

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

2.3 Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής και το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος

2.3.1 Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής του Ευρωσυστήματος

Πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτός ο σκοπός, οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής λαμβάνονται από μια σκοπιά στραμμένη στο μέλλον βάσει μιας στρατηγικής με προσανατολισμό στη σταθερότητα. Αυτή η στρατηγική υιοθετήθηκε τον Οκτώβριο του 1998. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε έναν ποσοτικό ορισμό της σταθερότητας των τιμών, δηλ. ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) με ρυθμό μικρότερο του 2% για τη ζώνη του ευρώ. Η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα.

Προκειμένου να αξιολογηθούν οι προοπτικές για την εξέλιξη των τιμών και οι κίνδυνοι για τη μελλοντική σταθερότητα των τιμών, υιοθετήθηκε μία προσέγγιση που περιλαμβάνει δύο πυλώνες.

Ο πρώτος πυλώνας αναθέτει πρωτεύοντα ρόλο στην ποσότητα χρήματος, ο οποίος σηματοδοτείται από την ανακοίνωση τιμής αναφοράς για το ρυθμό αύξησης ενός ευρέως νομισματικού μεγέθους. Το Δεκέμβριο του 1998 η τιμή αναφοράς ορίστηκε σε ετήσιο ρυθμό αύξησης 4,5%. Οι νομισματικές εξελίξεις σε σχέση με την τιμή αναφοράς αναλύονται σε διαρκή βάση για τις πληροφορίες που περιέχουν όσον αφορά τις προοπτικές για την εξέλιξη των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα, διενεργείται αξιολόγηση, σε ευρεία βάση, άλλων δεικτών που περιέχουν πληροφορίες σχετικά με τις προοπτικές εξέλιξης των τιμών και τους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Αυτή η αξιολόγηση καλύπτει ένα ευρύ φάσμα δεικτών για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και άλλων οικονομικών δεικτών, συμπεριλαμβανομένων και προβλέψεων. Με βάση την ανάλυση των πληροφοριών που προκύπτουν από τους δύο πυλώνες της στρατηγικής του, το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει τα επιτόκια των μέσων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος στο επίπεδο που εξυπηρετεί καλύτερα τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Τα επιτόκια των τριών βασικών μέσων νομισματικής πολιτικής κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της Ευρωπαϊκής και Νομισματικής Ένωσης (ΕΝΕ) ανακοινώθηκαν επίσημα στις 22 Δεκεμβρίου 1998. Πριν από την απόφαση είχε πραγματοποιηθεί συντονισμένη μείωση των επιτοκίων από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, η οποία αποφασίστηκε νωρίτερα το Δεκέμβριο του 1998 και με την

οποία σχεδόν ολοκληρωνόταν η διαδικασία σύγκλισης των επίσημων επιτοκίων στις χώρες που σήμερα συνιστούν τη ζώνη του ευρώ. Στις 22 Δεκεμβρίου 1998 το επιτόκιο της πρώτης πράξης κύριας αναχρηματοδότησης, η οποία επρόκειτο να διενεργηθεί το 1999, καθορίστηκε σε 3,0%. Επιπλέον, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης καθορίστηκε σε 4,5% και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε 2,0%, με ισχύ από 1ης Ιανουαρίου 1999 και στις δύο περιπτώσεις. Ως προσωρινό μέτρο για την ομαλή μετάβαση στην ενιαία χρηματαγορά, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υιοθέτησε ένα «μικρό εύρος διακύμανσης» για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς από τις 4 έως τις 21 Ιανουαρίου 1999 καθορίζοντας τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε 3,25% και 2,75% αντίστοιχα.

2.3.2 Το Λειτουργικό Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος

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

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

Όσον αφορά στη διαχείριση ρευστότητας, η ΕΚΤ επικεντρώνεται στη *διατραπεζική αγορά αποθεματικών*, τα οποία νοούνται ως οι καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς που τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ στις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος. Η προσφορά αυτών των αποθεματικών καθορίζεται από την καθαρή επίδραση της ρευστότητας που παρέχεται μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής και από τη ρευστότητα που απορροφάται ή χορηγείται από τους αυτόνομους παράγοντες (δηλ. κονδύλια της λογιστικής κατάστασης του Ευρωσυστήματος το ύψος των οποίων δεν εξαρτάται από τις πράξεις νομισματικής πολιτικής της κεντρικής τράπεζας όπως τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία, καταθέσεις Δημοσίου και καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού). Η ζήτηση αποθεματικών καθορίζεται από την ανάγκη των πιστωτικών

ιδρυμάτων για εκπλήρωση της υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών και επιπλέον από κάποια περιορισμένη ζήτηση για πλεονάζοντα αποθεματικά. Η τιμή αγοράς των αποθεματικών είναι το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό επιτόκιο, οπότε η διάρκεια μίας ημέρας παίζει καθοριστικό ρόλο όσον αφορά τον όγκο και συχνά αποτελεί σημείο αναφοράς εφόσον είναι η βραχύτερη σχετική διάρκεια, άρα και το αρχικό σημείο της καμπύλης αποδόσεων. Το ευρέως χρησιμοποιούμενο επιτόκιο αναφοράς για τις καταθέσεις ευρώ μίας ημέρας, το επιτόκιο EONIA (μέσος όρος του δείκτη επιτοκίων μίας ημέρας στη ζώνη του ευρώ), είναι ένα σταθμικό επιτόκιο μίας ημέρας το οποίο υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των πράξεων δανεισμού μίας ημέρας χωρίς παροχή ασφάλειας από μία ομάδα 57 τραπεζών στη διατραπεζική αγορά.

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

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

Η ποσότητα των αποθεματικών που είναι διαθέσιμα για τα πιστωτικά ιδρύματα δεν επηρεάζεται μόνο από τις πράξεις νομισματικής πολιτικής, αλλά και από διακυμάνσεις σε άλλα κονδύλια της λογιστικής κατάστασης του Ευρωσυστήματος, δηλαδή τους αυτόνομους παράγοντες.

Οι επιπτώσεις των αυτόνομων παραγόντων στη ρευστότητα είναι ενίοτε σημαντικές και ημερήσιες μεταβολές των αυτόνομων παραγόντων της τάξεως των 10 δισεκ. ευρώ είναι σχετικά συχνές. Στην περίπτωση του Ευρωσυστήματος, ο πιο ασταθής αυτόνομος παράγων είναι οι καταθέσεις του Δημοσίου στις ΕθνΚΤ. Η αστάθεια των ημερήσιων μεταβολών στις καταθέσεις του Δημοσίου (μετρούμενη με βάση την τυπική απόκλιση της) ανήλθε σε περισσότερο από 5 δισεκ. ευρώ, έναντι περίπου 1 εκατ. ευρώ για τα τραπεζογραμμάτια. Το 1999 το σύνολο των υποχρεωτικών αποθεματικών των πιστωτικών ιδρυμάτων στη ζώνη του ευρώ κυμάνθηκε μεταξύ 98,2 δισεκ. ευρώ (την πρώτη περίοδο τήρησης) και 105 δισεκ. ευρώ (κατά την περίοδο τήρησης που έληγε στις 23 Δεκεμβρίου). Τα τηρούμενα αποθεματικά των τραπεζών κυμάνθηκαν μεταξύ 63,0 δισεκ. ευρώ και 126,4 δισεκ. ευρώ κατά τη διάρκεια του έτους χωρίς να ασκούν σημαντικές πιέσεις στα

ισχύοντα επιτόκια της αγοράς, καταδεικνύοντας ότι τα αποθέματα ρευστότητας ασφαλείας του συστήματος δεν εξαντλήθηκαν ποτέ.

2.3.3 Τα κύρια σημεία του λειτουργικού πλαισίου του Ευρωσυστήματος

- **Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης**

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

- **Οι πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης**

Εκτός από τις ΠΚΑ, το Ευρωσύστημα διενεργεί και πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΧ), οι οποίες είναι τακτικές αντιστρεπτές συναλλαγές που παρέχουν ρευστότητα και διενεργούνται ως κανονικές δημοπρασίες με συχνότητα μία φορά το μήνα και διάρκεια τριών μηνών. Παρέχουν μόνο ένα περιορισμένο μέρος του συνολικού όγκου χρηματοδότησης και κατά κανόνα δεν διενεργούνται με σκοπό να επηρεάσουν την κατάσταση ρευστότητας, να αποστείλουν μηνύματα προς την αγορά ή να κατευθύνουν τα επιτόκια της αγοράς.

Προκειμένου το Ευρωσύστημα να ενεργήσει ως τιμολήπτης (rate taker), οι ΠΠΜΧ διενεργούνται συνήθως με τη μορφή δημοπρασιών μεταβλητού επιτοκίου με προαναγγελθέντες όγκους κατανομής. Αυτό συνέβη και στις 14 ΠΠΜΧ που πραγματοποιήθηκαν το 1999. Οι προς κατανομή όγκοι προαναγγέλλθηκαν μέσω δελτίων τύπου για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα και κατόπιν επιβεβαιώθηκαν στις ανακοινώσεις δημοπρασίας μία ημέρα πριν από την απόφαση κατανομής. Ενώ οι 11 πρώτες ΠΠΜΧ το 1999 είχαν όγκο 15 δισεκ. ευρώ, οι τρεις τελευταίες ανήλθαν σε 25 δισεκ. ευρώ, γεγονός που συνέβαλε στην ομαλή μετάβαση στο έτος 2000. Κατά μέσο όρο καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, παρασχέθηκε όγκος ρευστότητας 49 δισεκ. ευρώ μέσω πράξεων αυτού του είδους και προσφορές υπέβαλαν 316 αντισυμβαλλόμενοι.

- **Άλλες πράξεις ανοικτής αγοράς**

Πέραν των δύο τακτικών αντιστρεπτών πράξεων, το λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος προβλέπει έκτακτες πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας και διαρθρωτικές πράξεις. Αυτές οι πράξεις μπορεί να διενεργούνται και με τη μορφή αντιστρεπτών πράξεων, αλλά το Ευρωσύστημα διαθέτει πολλούς και ποικίλους τρόπους για να πραγματοποιεί τέτοιες έκτακτες πράξεις, δηλαδή οριστικές συναλλαγές, πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων, έκδοση χρεογράφων και αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας. Τα μέσα και οι

διαδικασίες που εφαρμόζονται για τη διενέργεια των πράξεων εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας μπορούν να προσαρμόζονται ανάλογα με το είδος της συναλλαγής και τους εκάστοτε επιδιωκόμενους στόχους.

- **Πάγιες διευκολύνσεις**

Σκοπός των πάγιων διευκολύνσεων είναι η παροχή και η απορρόφηση ρευστότητας μιας ημέρας, η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και η οροθέτηση των επιτοκίων μιας ημέρας της αγοράς. Οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι έχουν στην διάθεσή τους δύο πάγιες διευκολύνσεις τις οποίες οι ΕθνΚΤ διαχειρίζονται με αποκεντρωμένο τρόπο. Η πρώτη από τις πάγιες διευκολύνσεις είναι η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης η οποία χρησιμοποιείται από τους αντισυμβαλλόμενους για την απόκτηση ρευστότητας μιας ημέρας από τις ΕθνΚΤ έναντι επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων. Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να χρησιμοποιούν τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων για να πραγματοποιούν καταθέσεις μιας ημέρας στις ΕθνΚΤ.

- **Το σύστημα ελάχιστων αποθεματικών**

Στη διάρκεια του 1999 εκπληρώθηκαν επιτυχώς οι δύο κύριες λειτουργίες του συστήματος υποχρεωτικών καταθέσεων, δηλαδή η σταθεροποίηση των επιτοκίων της χρηματαγοράς και η διεύρυνση του διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας του τραπεζικού τομέα. Η προαναφερόμενη εξομαλυντική επίδραση του συστήματος ελάχιστων αποθεματικών στο επιτόκιο EONIA συνδέεται κατά κύριο λόγο με το σταθεροποιητικό ρόλο που έπαιξε η δυνατότητα τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών κατά μέσο όρο. Όσον αφορά τη διεύρυνση του ελλείμματος διαρθρωτικής ρευστότητας, τα ελάχιστα αποθεματικά συνήθως ανέρχονταν σε 50% και πλέον των συνολικών αναγκών αναχρηματοδότησης του τραπεζικού τομέα (δηλ. του συνολικού ανεξόφλητου ποσού των τακτικών πράξεων ανοικτής αγοράς). Με δεδομένη την ομαλή λειτουργία του συστήματος ελάχιστων αποθεματικών, τα κύρια χαρακτηριστικά του (δηλ. η δυνατότητα τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών κατά μέσο όρο, η διάρκεια της περιόδου τήρησης και οι τόκοι που καταβάλλονται επί των υποχρεωτικών αποθεματικών) δεν μεταβλήθηκαν το 1999. Παρομοίως, δεν σημειώθηκαν μεταβολές στο ποσοστό των ελάχιστων αποθεματικών, στη βάση υπολογισμού τους και στο ύψος του εφάπαξ ποσού (100.000 ευρώ) που αφαιρείται από αυτά. Το μόνο στοιχείο που τροποποιήθηκε κατά τη διάρκεια του 1999 ήταν η πάγια μείωση από τη βάση υπολογισμού των ελάχιστων αποθεματικών που εφαρμόζεται από κάθε μεμονωμένο πιστωτικό ίδρυμα για τις υποχρεώσεις έναντι άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ που υπόκεινται στα ελάχιστα αποθεματικά της ΕΚΤ. Στην περίπτωση υποχρεώσεων υπό τη μορφή χρεογράφων με ορισμένη διάρκεια έως δύο έτη και τίτλων της χρηματαγοράς, τα πιστωτικά ιδρύματα είχαν τη δυνατότητα, κατά τη διάρκεια του 1999, να αφαιρούν από τη βάση υπολογισμού ένα πάγιο ποσοστό 10% εάν δεν μπορούσαν να παρέχουν αποδείξεις γι. αυτό το είδος των υποχρεώσεων τους έναντι άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ. Αφού μελέτησε τα στατιστικά στοιχεία που ήταν διαθέσιμα για το 1999, η ΕΚΤ αποφάσισε στις 2 Δεκεμβρίου να αυξήσει το πάγιο αυτό ποσοστό στο 30%, με ισχύ από τον Ιανουάριο του 2000. Τα πιστωτικά ιδρύματα προσαρμόστηκαν

γρήγορα στα νέα συστήματα ανακοίνωσης στοιχείων και στις μεθόδους υπολογισμού των ελάχιστων αποθεματικών. Γι' αυτό, οι περιπτώσεις μη συμμόρφωσης ήταν μάλλον περιορισμένες στη διάρκεια του 1999. Μετά από μια τρίμηνη περίοδο χάριτος, προκειμένου να μπορέσουν τα πιστωτικά ιδρύματα να προσαρμοστούν στη νέα ενιαία νομισματική πολιτική, η ΕΚΤ επέβαλε ένα πλαίσιο κυρώσεων για όσα ιδρύματα παραβαίνουν τις υποχρεώσεις τους όσον αφορά τα ελάχιστα αποθεματικά.

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

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

Η πρώτη βαθμίδα περιλαμβάνει εμπορεύσιμα χρεόγραφα που πληρούν τα κοινά για ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ κριτήρια επιλεξιμότητας, τα οποία έχουν οριστεί από την ΕΚΤ. Η δεύτερη βαθμίδα περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν ιδιαίτερη σημασία για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα τραπεζικά συστήματα των επιμέρους χωρών και για τα οποία τα κριτήρια επιλεξιμότητας καθορίζονται από τις ΕθνΚΤ και υπόκεινται στην έγκριση της ΕΚΤ. Έως τα μέσα (εκεμβρίου 1999, τα εμπορεύσιμα επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία που διέθετε το Ευρωσύστημα για τις πράξεις του αντιπροσώπευαν ποσό 5.700 δισεκ. Ευρώ (έναντι 5.300 δισεκ. ευρώ τον Ιανουάριο του 1999). Από το ποσό αυτό, το συντριπτικά μεγαλύτερο ποσοστό (96%) αφορούσε στοιχεία της πρώτης βαθμίδας. Με βάση τη σύνθεσή τους κατά εκδότη, το 62,7% των εμπορεύσιμων στοιχείων της πρώτης βαθμίδας αφορούσε κρατικούς τίτλους, το 32,8% τίτλους που είχαν εκδοθεί από πιστωτικά ιδρύματα και το 4,2% εταιρικούς τίτλους. Όσον αφορά τη διάρκειά τους, το 93% αυτών των στοιχείων ήταν μακροπρόθεσμα ομόλογα και μεσοπρόθεσμα γραμμάτια, ενώ το 6,5% αφορούσε βραχυπρόθεσμους τίτλους. Το ύψος των μετοχών και των άλλων επιλέξιμων στοιχείων της δεύτερης βαθμίδας ήταν αμελητέο (0,3% και 0,2% αντίστοιχα).

Οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος μπορούν να χρησιμοποιούν επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία σε διασυνорιακή βάση, δηλ. Να αποκτούν κεφάλαια από την ΕθνΚΤ του κράτους-μέλους όπου εδρεύουν, χρησιμοποιώντας περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται σε άλλο κράτος-μέλος.

Στη διάρκεια του 1999, κατόπιν αιτήματος αρκετών ΕθνΚΤ, η ΕΚΤ προέβη σε αξιολόγηση των νέων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων που είτε δεν υπήρχαν το 1998 είτε υπέστησαν στη διάρκεια του 1999 μεταβολές προκειμένου να συμμορφωθούν με τα ελάχιστα κριτήρια επιλεξιμότητας της ΕΚΤ. Κατόπιν τούτου,

οι κατηγορίες αυτές προστέθηκαν στον κατάλογο των επιλέξιμων ενεχύρων για τις πιστωτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος.

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

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

Ο αριθμός των αντισυμβαλλομένων που όντως συμμετείχαν στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) κυμάνθηκε μεταξύ 1.068 (τον Ιανουάριο του 1999) και 302 (τον Απρίλιο του 1999) ενώ ο αριθμός των συμμετεχόντων στις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) κυμάνθηκε μεταξύ 466 (τον Ιανουάριο του 1999) και 198 (το Σεπτέμβριο του 1999). Στο δεύτερο εξάμηνο του 1999 υπήρξε μια τάση μείωσης του αριθμού των αντισυμβαλλομένων που συμμετείχαν στις πράξεις του Ευρωσυστήματος σε σύγκριση με το πρώτο εξάμηνο του έτους. Παράλληλα, στη διάρκεια του έτους παρατηρήθηκε μείωση του ποσοστού των μικρών ιδρυμάτων που συμμετείχαν στις ΠΚΑ, σε σχέση με τα μεγαλύτερα ιδρύματα, εξέλιξη που φαίνεται να υποδηλώνει ότι έχουν περιοριστεί τα κίνητρα των μικρών ιδρυμάτων να συμμετέχουν στις ΠΚΑ. Οι εξελίξεις αυτές μπορούν να αποδοθούν σε διάφορους παράγοντες, μεταξύ άλλων στη διαδικασία ενοποίησης του τραπεζικού τομέα που έχει ήδη ξεκινήσει και στην εκτίμηση των αντισυμβαλλομένων ότι η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων που εφαρμόζει το Ευρωσύστημα στις πράξεις του και των επιτοκίων EONIA ήταν μάλλον χαμηλή.

2.3.4 Εξελίξεις στις χρηματαγορές

Μετά την εισαγωγή του ευρώ και του νέου πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής, οι χρηματαγορές στη ζώνη του ευρώ εισήλθαν σε μια διαδικασία βαθιάς ενοποίησης. Όμως, αυτή η ενοποίηση δεν ήταν ομοιογενής σε όλα τα τμήματα της αγοράς: η ενοποίηση στην αγορά καταθέσεων χωρίς παροχή ασφάλειας, όπου οι τράπεζες ανταλλάσσουν βραχυχρόνια ρευστότητα χωρίς εγγύηση υπό μορφή ενεχύρου, και στις αγορές παραγώγων υπήρξε ταχύτερη, ενώ πολλά μπορούν ακόμη να γίνουν για την ενοποίηση των αγορών συμφωνιών επαναγοράς (REPOS), όπου οι συμμετέχοντες ανταλλάσσουν βραχυχρόνια ρευστότητα έναντι

ενεχύρου, και της αγοράς βραχυπρόθεσμων χρεογράφων (τίτλων του Δημοσίου, μετοχών και πιστοποιητικών καταθέσεων). Ήδη από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της ΕΝΕ, οι διασυνοριακές συναλλαγές στις χρηματαγορές της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν σημαντικά και σήμερα αντιστοιχούν σε πλέον του 50% της συνολικής δραστηριότητας σε όλα τα τμήματα της χρηματαγοράς. Η εξέλιξη αυτή ενισχύθηκε από την ομαλή λειτουργία του συστήματος TARGET για τη μεταφορά κεφαλαίων μεγάλης αξίας σε όλη την ζώνη του ευρώ και στις άλλες χώρες της ΕΕ. Το TARGET αποδείχθηκε βασικό στοιχείο για τη διασφάλιση αποτελεσματικής αναδιανομής της ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ. Τα τμήματα της χρηματαγοράς που αφορούν τις συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας και τις πράξεις ανταλλαγής ήταν εκείνα που γνώρισαν τις πιο βαθιές μεταβολές, συμπεριλαμβανομένης της σημαντικής αύξησης των διασυνοριακών συναλλαγών η οποία μπορεί να θεωρηθεί τόσο ως απόρροια όσο και ως αίτιο αυτών των μεταβολών. Η αύξηση των διασυνοριακών συναλλαγών εξηγεί επίσης την ομοιογένεια και το υψηλό επίπεδο ρευστότητας των αγορών αυτών. Αυτή η ομοιογένεια είναι ιδίως έκδηλη στη διάρκεια μίας ημέρας, όπως αποδεικνύεται από τις πολύ μικρές διαφορές μεταξύ των επιτοκίων μίας ημέρας στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ.

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΟΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

3.1 Η λειτουργία του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος

3.1.1 Οι Μεγάλες Διακυμάνσεις των Ισοτιμιών

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

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

Πολλές χώρες με λιγότερο ισχυρά νομίσματα κράτησαν σταθερή ισοτιμία με ένα από τα πιο δυνατά νομίσματα, κυρίως το δολάριο. Τα νομίσματα αυτά, που είναι προσδεμένα στο άρμα του δολαρίου ακολουθούν παθητικά την πορεία των πραγμάτων χωρίς να επηρεάζουν καταστάσεις. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν τα νομίσματα των αναπτυσσόμενων χωρών, οι οποίες δεν έχουν οργανωμένες αγορές συναλλάγματος, αλλά και δεν μπορούν να εξασκήσουν επιρροή στη διαμόρφωση καταστάσεων στον τομέα αυτό. Διαπιστώνεται στην περίοδο αυτή (μετά το 1980) σχετική μεγάλη διακύμανση της (σταθμισμένης) ονομαστικής ισοτιμίας του. Η μεγάλη ανατιμητική δραστηριότητα του δολαρίου στην πρώτη πενταετία 1980- 1985 ακολουθείται από έντονα πτωτική πορεία στη διετία 1985-87. Από το Φεβρουάριο του 1985 μέχρι τον Αύγουστο του ίδιου έτους το δολάριο υποτιμήθηκε κατά 13%. Τα άλλα κυρία νομίσματα κινήθηκαν προς την αντίθετη κατεύθυνση στις περιόδους αυτές. Πως αντιμετωπίστηκε η κατάσταση αυτή αστάθειας απ το σύστημα ελεύθερης διακύμανσης; Θεωρήθηκε ότι η παρέμβαση στην αγορά ήταν απαραίτητη για να προληφθεί περαιτέρω αστάθεια στην διεθνή αγορά. Στις 22 Σεπτεμβρίου του 1985 πραγματοποιήθηκε η Συμφωνία της Πλάζας στο ξενοδοχείο Plaza της Ν. Υόρκης με τη συμμετοχή των υπουργών οικονομικών

και διοικητών των τραπεζών του Γκρουπ των 5 (G-5). Το G-5 περιλαμβάνει τις χώρες ΗΠΑ, Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία και Βρετανία. Το δολάριο συνέχισε την πτωτική του πορεία και μετά τη συνάντηση του Σεπτεμβρίου 1985. Τον Φεβρουάριο του 1987 πραγματοποιείται συνάντηση των G-7 στο Λούβρο του Παρισιού για τη σταθεροποίηση του δολαρίου. Μετά από μια περίοδο σχετικής ευστάθειας ισορροπίας στη διεθνή αγορά, στο δεύτερο μέρος της δεκαετίας του 1980 η αγορά επανέρχεται σε νέες διακυμάνσεις.

Στα δύο τελευταία χρόνια της δεκαετίας τοθ '90, έχουμε ισχυροποίηση του ευρώ και υποτιμητική πορεία για το δολάριο. Όμως, ιδιαίτερα μεγάλη ήταν η πτωτική διακύμανση του ευρώ έναντι του δολαρίου το έτος 2000. Στις 22 Σεπτεμβρίου 2000 κρίθηκε αναγκαία η παρέμβαση από τις κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, Καναδά, Ιαπωνίας και Αγγλίας για τη στήριξη του ευρώ.

3.1.2. Το Νομισματικό Σύστημα και ο Πληθωρισμός

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

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

Με την παραπάνω αυτή διάκριση, πως μπορεί να εξηγηθεί ο πληθωρισμός που χαρακτηρίζει τη δεκαετία του 1970 κάτω από το νομισματικό σύστημα ελεγχόμενης διακύμανσης; Επιπλέον το φαινόμενο της εξαγωγής πληθωρισμού απαντάται και στην τρέχουσα πραγματικότητα κυμαινόμενης ισοτιμίας. Μια εξήγηση είναι ότι αν οι περισσότερες οικονομίες υιοθετήσουν πολιτική πλήρους απασχόλησης και δεν καταπολεμήσουν τον πληθωρισμό αποτελεσματικά στο εσωτερικό της χώρας, μπορούμε να δούμε ότι το σύνολο των «εγχώριων» πληθωρισμών συνθέτει το διεθνή πληθωρισμό. Αλλά η εξήγηση των πληθωριστικών πιέσεων, σε διεθνές επίπεδο, μπορεί να θεμελιωθεί κατά ορισμένους οικονομολόγους και σε διαφορετική βάση που είναι σε άμεση συσχέτιση με το θεσμικό και δομικό πλαίσιο του νομισματικού συστήματος.

Μετά το 1973 που ο περιορισμός της σταθερής ισοτιμίας έπαψε να υπάρχει εξέλιπε και η «δημοσιονομική πειθαρχία». Στο μέτρο που η διακύμανση της ισοτιμίας θα εξασφάλιζε ισορροπία στον εξωτερικό τομέα, οι οικονομίες θα ήταν ελεύθερες να επιδιώξουν πλήρη απασχόληση μέσω διασταλτικής πολιτικής. Αυτό έγινε σε μεγάλο βαθμό ιδιαίτερα στη δεκαετία του 1970. Μαζί με την αύξηση των τιμών καυσίμων, η έλλειψη δημοσιονομικής πειθαρχίας αποτέλεσε βασικό αίτιο για τις έντονες πληθωριστικές πιέσεις στη διεθνή οικονομία στην περίοδο αυτή. Όμως, η αύξηση των τιμών δημιουργεί υποτιμητικές τάσεις. Στο μέτρο που οι κεντρικές νομισματικές και δημοσιονομικές αρχές δεν παρεμβάλλονται για να αποφευχθεί η

διολίσθηση της ισοτιμίας, το φαινόμενο μπορεί να γενικευτεί και να οδηγήσει σε ανταγωνιστικές υποτιμήσεις από άλλες χώρες προκειμένου να προστατευθεί η ανταγωνιστικότητα τους. Αυτό βέβαια θα προκαλέσει πληθωριστικές πιέσεις και στις χώρες αυτές. Έτσι, ο πληθωρισμός εξάγεται και με το σύστημα ελεύθερης διακύμανσης μέσω της ανταγωνιστικής υποτίμησης.

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

3.2. Νομισματικές Κρίσεις

Το διεθνές νομισματικό στερέωμα είναι ευάλωτο σε νομισματικές κρίσεις, από το 1997, όταν εκδηλώθηκε η νομισματική κρίση της Νοτιο- Ανατολικής Ασίας, μέχρι το 2002 (κρίση της Αργεντινής) η διεθνής αγορά κεφαλαίου υπέφερε από φοβία νομισματικών κρίσεων. Πριν το 1977 υπήρξαν δυο ακόμη σοβαρές νομισματικές κρίσεις, η μια το 1992 που εκδηλώθηκε με κερδοσκοπική επίθεση κατά των Ευρωπαϊκών Νομισμάτων και ειδικά της βρετανικής στερλίνας και απείλησε την ευστάθεια του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος και η άλλη το 1994 όταν η μεγάλη διακύμανση του Μεξικανικού Πέσο επηρέασε το σύνολο της νοτιοαμερικάνικης οικονομίας. Στα παραπάνω προστίθενται και οι κρίσεις της Ρωσίας το 1998 και της Βραζιλίας το 1999. Κοινό χαρακτηριστικό των παραπάνω κρίσεων είναι η μεγάλη μεταδοτικότητα τους τόσο στην άμεση περιοχή που συμβαίνουν όσο και διεθνώς. Ποια είναι η μορφή της νομισματικής κρίσης και πως προκαλείται; Η τραπεζική κρίση, εκδηλώνεται συνήθως όταν το τραπεζικό σύστημα δεν επιτελεί το κατ' εξοχήν έργο του που είναι η *μεσολάβηση* μεταξύ ελλειμματικών και πλεονασματικών αποταμιευτικών μονάδων δηλαδή ο δανεισμός. Αυτό μπορεί να προκύψει από πολλούς λόγους αλλά το πρόβλημα είναι ότι τα τραπεζικά ενεργητικά στοιχεία υπολείπονται των παθητικών ώστε οι τράπεζες να αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας στον ενδιάμεσο ρόλο τους ως δανειστριών και αποδεκτών καταθέσεων.

Βέβαια, το πρόβλημα μπορεί να προκύψει επειδή οι δανειζόμενοι από τις τράπεζες, αδυνατούν να εξοφλήσουν κανονικά τις υποχρεώσεις τους. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο ότι μια οικονομία είναι σε ύφεση διάρκειας ώστε τα έσοδα των επιχειρήσεων να σημειώσουν δραματική μείωση. Η πραγματική αιτία της κρίσης επομένως μπορεί να είναι τα διαρθρωτικά προβλήματα που αντιμετωπίζει μια μεγάλη οικονομία. Από την άλλη μεριά, η κρίση μπορεί να έχει καθαρά "τραπεζικό" χαρακτήρα και να προκύψει από κακούς χειρισμούς στην τραπεζική δραστηριότητα μιας χώρας ή περιοχής.

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

Οι κρίσεις που ανάγονται σε διαρθρωτικά προβλήματα και *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, προκαλούνται πολλές φορές από κακή δημοσιονομική διαχείριση. Σύνηθες φαινόμενο είναι η αναπτυξιακή πολιτική που στηρίζεται σε ελλειμματικούς προϋπολογισμούς. Όταν γίνεται κάτι τέτοιο, οι επενδυτές, μεγάλοι διεθνείς τραπεζικοί όμιλοι, χάνουν την εμπιστοσύνη τους στον δημόσιο τομέα και αρνούνται να τον χρηματοδοτήσουν αγοράζοντας ομολογίες του κράτους. Το τελευταίο, στο μέτρο που καταφεύγει στην κεντρική τράπεζα για δανεισμό, προκαλεί αύξηση στην προσφορά του χρήματος και στη συνέχεια πληθωριστικές πιέσεις στην οικονομία με την αναμενόμενη συνέπεια να προκύπτει δυσεπίλυτο οικονομικό πρόβλημα που έχει φαύλο κυκλικό χαρακτήρα. Μεταξύ άλλων, ο πληθωρισμός επηρεάζει αρνητικά το ισοζύγιο πληρωμών πράγμα που οδηγεί σε δανεισμό από το εξωτερικό και απώλεια από το κοινό της εμπιστοσύνης στο ανατιμημένο νόμισμα ώστε η φυγή συναλλάγματος να ακολουθεί μαζικά.

Σε μια τέτοια περίπτωση, ο κρατικός τομέας μπορεί να ακολουθήσει εσφαλμένα "απλόχερη" πολιτική στήριξης των επιχειρήσεων προκειμένου να διατηρηθεί το επίπεδο των επενδύσεων και της απασχόλησης. Αυτό με τη σειρά του οδηγεί σε χαλαρότητα στην πολιτική των χρηματοδοτικών ιδρυμάτων ώστε να προκύπτει το πρόβλημα του *ηθικού κινδύνου*.

Ιδιαίτερα στην περίπτωση όπου η κυβέρνηση παρεμβάλλεται στο έργο κρατικών τραπεζών για να χρηματοδοτήσει συγκεκριμένες αναπτυξιακές δραστηριότητες ανεξάρτητα από την κατάσταση που επικρατεί στην αγορά χρήματος, δημιουργείται η εντύπωση στους φορείς που εμπλέκονται, ότι υπάρχει δεδομένη στήριξη και εγγύηση από τον κρατικό τομέα σε περίπτωση αποτυχίας. Αυτό, μεταξύ άλλων, οδηγεί σε ανορθολογική επιλογή επενδύσεων με την ανάληψη υψηλών κινδύνων.

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

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

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

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

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

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

3.4 Το Κοινό Νόμισμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης

3.4.1. Τα Οφέλη του Κοινού Νομίσματος

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

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

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

3.4.2 Τα Μειονεκτήματα του Ευρώ

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

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

Ο μη συγχρονισμός του οικονομικού κύκλου μπορεί να οφείλεται σε εξωτερικές ή εσωτερικές αιτίες. Τα εξωτερικά σοκ που μπορεί να δεχτεί μια οικονομία (π.χ. καιρικές συνθήκες, πολεμικές συρράξεις, ενεργειακές συγκυρίες κ.λ.π.) είναι συνήθως εκτός ελέγχου και προληπτικής πολιτικής. Οι εσωτερικές δυσλειτουργίες

όμως που ανάγονται σε διαρθρωτικά προβλήματα και στρεβλώσεις μπορεί να αποτελέσουν αντικείμενο κατασταλτικής επέμβασης για την καταπολέμησή τους αλλά και προληπτικής οικονομικής πολιτικής. Στα πλαίσια αυτού του σκεπτικού, και προκειμένου η ΕΕ να εξασφαλίσει ένα όσο το δυνατό πιο ομαλό ξεκίνημα την 1^η Ιανουαρίου του 2002 με την είσοδο του ευρώ, προέβλεψε έγκαιρα να εισάγει μία διαδικασία σύγκλισης των οικονομιών των χωρών-μελών η οποία άρχισε δέκα χρόνια ενωρίτερα με τη συνθήκη των Μάαστριχτ. Τα «κριτήρια σύγκλισης» που υιοθετήθηκαν και που αναλύθηκαν διεξοδικά στην παράγραφο 1.8, καλύπτουν όλες τις βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές και είναι συνοπτικά:

1. Σταθερότητα ισοτιμιών με το μηχανισμό καθορισμού ισοτιμίας.
2. Έλεγχος πληθωρισμού: μείωση σε λιγότερο από 1,5% πάνω από τον μέσο όρο των τριών χαμηλότερων ποσοστών στην ΕΕ.
3. εναρμόνιση επιτοκίων, με επιτρεπτή διακύμανση προς τα πάνω μέχρι 2% του μέσου όρου των τριών χαμηλότερων ποσοστών.
4. Κρατικά Ελλείμματα: μείωση σε λιγότερο από 3% του ΑΕΠ,
5. Δημόσιο χρέος: μείωση σε ποσοστό μικρότερο από 60% του ΑΕΠ.

Η διορθωτική αυτή επέμβαση, θεωρήθηκε απαραίτητη δεδομένου ότι

- η ΕΕ περιλαμβάνει χώρες διαφορετικού επιπέδου οικονομικής ανάπτυξης,
- η εμπειρία του παρελθόντος δείχνει ότι ο οικονομικός κύκλος των βιομηχανικά αναπτυγμένων χωρών δεν είναι συγχρονισμένος και
- παρ' ότι η ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη εγγυάται την ελευθερία κίνησης του εργατικού δυναμικού η κινητικότητα που παρατηρείται είναι μειωμένη.

Ως μέτρο σύγκρισης χρησιμοποιείται συνήθως η κινητικότητα των εργαζομένων στις ΗΠΑ η οποία είναι πολύ μεγαλύτερη αυτής της Ευρώπης.

Σχετικά με τη διαφορά ΗΠΑ-ΕΕ στην κινητικότητα της εργασίας, αυτή ανάγεται βασικά στο γεγονός της μικρότερης ομοιογένειας γενικά που παρατηρείται στην Ευρώπη. Υπάρχουν διαφορές στο θέμα της γλώσσας και κουλτούρας. Επίσης τα ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά διαφέρουν από χώρα σε χώρα ενώ τις εργασιακές σχέσεις χαρακτηρίζει μεγαλύτερη δυσκαμψία και ανελαστικότητα στη διαμόρφωση των αμοιβών. Η δυσκαμψία αυτή στην αγορά της εργασίας φαίνεται να επηρεάζει τη μετανάστευση του πραγματικού κεφαλαίου η οποία είναι επιλεκτική. Πράγματι, η διασυνοριακή κυκλοφορία των άμεσων επενδύσεων, παρ' ότι έχει αυξηθεί μετά τη δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς, είναι αφ' ενός μικρότερη της αναμενόμενης και αφ' ετέρου εκδηλώνει σαφείς προτιμήσεις για τις αναπτυγμένες χώρες με καλύτερη υποδομή και μεγαλύτερες δυνατότητες πραγματοποίησης εξωτερικών οικονομιών για τις νέες επιχειρήσεις.

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

3.5. Ανάγκη για Μεταρρύθμιση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος

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

Επίσης οι αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες δεν διαθέτουν αυτάρκεια σε οργανωμένες χρηματαγορές και δεν εκπροσωπούνται στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο με αρκετές ψήφους, είναι παθητικοί παρατηρητές των εξελίξεων περισσότερο από τις αναπτυγμένες χώρες και πληρώνουν το τίμημα της έλλειψης νομισματικής σταθερότητας στη διεθνή οικονομία.

Τέλος, το σύστημα περιορισμένης διακύμανσης δεν έχει απαλλαγεί εξ' ολοκλήρου από το χρυσό αφού η απονομισματοποίησή του δεν έχει ολοκληρωθεί. Την επιχειρηματολογία αυτή ενδυνάμωσαν οι νομισματικές κρίσεις στο δεύτερο μέρος της δεκαετίας του 1990. Τόσο οι χώρες της Λατινικής Αμερικής όσο και οι εκβιομηχανοποιούμενες χώρες της Ασίας αλλά και οι υπό μετάβαση χώρες αποδείχτηκαν ευάλωτες στην ενοποίηση της αγοράς κεφαλαίου η οποία έχει προκαλέσει κύματα κερδοσκοπίας που έπληξαν το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας. Έτσι, οι τελευταίες δύο νομισματικές κρίσεις της Ασίας και της Ρωσίας είχαν όντως παγκόσμια εμβέλεια, χρηματιστηριακά και αλλιώς πως. Είναι γενική η παραδοχή πλέον ότι στη βάση της αστάθειας του συστήματος είναι η απελευθέρωση της αγοράς κεφαλαίων και η μεγάλη κινητικότητα που χαρακτηρίζει την αγορά αυτή στα τελευταία χρόνια.

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

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

Η αυτονομία του εξωτερικού τομέα, την οποία υποτίθεται ότι προάγει το σύστημα ελεύθερης διακύμανσης αποδεικνύεται ανεπαρκής, ενώ η διεθνής οικονομία πληρώνει το τίμημα της οικονομικής πολιτικής πλήρους απασχόλησης, την οποία ακολούθησαν πολλές χώρες στο παρελθόν. Το σύστημα ελεύθερης διακύμανσης "λύνει τα χέρια" του κρατικού τομέα για την άσκηση διασταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής.

Έτσι, αυξήσεις στο επίπεδο τιμών που αναμένεται να προκαλέσει η πολιτική του τύπου αυτού, μπορεί να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στο ισοζύγιο πληρωμών και επομένως, στη μεταβολή της ισοτιμίας για την αποκατάσταση της ισορροπίας στον

εξωτερικό τομέα. Όμως, οι τελευταίες δεκαετίες δείχνουν συνύπαρξη μεγάλων ελλειμμάτων στο δημοσιονομικό τομέα και στο ισοζύγιο πληρωμών. Επιπλέον, οι αποκλίσεις των ονομαστικών ισοτιμιών από τα επίπεδα που υπαγορεύουν οι πραγματικές οικονομικές καταστάσεις στις διάφορες χώρες είναι σημαντικές.

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

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

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ: ΜΙΑ ΚΡΙΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί, επιχειρείται μία κριτική σύγκριση του συστήματος του Bretton Woods για την περίοδο από 1944–1973 καθώς και του συστήματος των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών που ακολούθησε. Για το σύστημα Bretton Woods επιμένουμε στα ιστορικά γεγονότα, αφού το σύστημα έκλεισε έναν ιστορικό κύκλο. Για το σύστημα που ακολούθησε, αναλύουμε τα επιχειρήματα υπέρ των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών που συντέλεσαν στη μετάβαση και καταλήγουμε στην πραγματική εμπειρία σχετικά με τις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες από το 1973 και μετά έως και σήμερα.

4.1. Σύγκριση Μακροοικονομικών Πολιτικών

Έως τώρα κάναμε την «σιωπηρή» υπόθεση ότι οι νομισματικές, δημοσιονομικές και συναλλαγματικές πολιτικές που υιοθετεί η υπό εξέταση χώρα δεν επηρεάζουν τις οικονομίες των υπολοίπων χωρών.

Αυτή η υπόθεση απλοποιεί μεν την ανάλυση, αλλά γενικώς δεν ισχύει για δύο λόγους:

(α). Υπάρχει αλληλεξάρτηση των ανοικτών οικονομιών, η οποία επηρεάζεται από τις υιοθετούμενες από τις χώρες νομισματικές και συναλλαγματικές ρυθμίσεις (δηλ. από το διεθνές νομισματικό σύστημα).

(β). Η μακροοικονομική πολιτική σε μια ανοικτή οικονομία έχει δύο στόχους: την επίτευξη εσωτερικής ισορροπίας (πλήρης απασχόληση, σταθερότητα τιμών) και την επίτευξη εξωτερικής ισορροπίας (αποφυγή υπερβολικών ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών). Η προσπάθεια μιας χώρας για επίτευξη εξωτερικής ισορροπίας επηρεάζει αναπόφευκτα τις οικονομίες των άλλων χωρών.

Εδώ, θα εξετάσουμε συνοπτικά το διεθνές οικονομικό σύστημα από το 1944 έως σήμερα, στη βάση σύγκρισης των μακροοικονομικών πολιτικών υπό καθεστώς Σταθερών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΣΣΙ) και Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΚΣΙ).

4.2. Το Σύστημα του Bretton Woods: 1944–1973

Τα ιστορικά πλέον γεγονότα που συνέθεσαν τις βασικές αρχές του συστήματος Bretton-Woods, συνοψίζονται στα εξής:

(α). Ιούλιος 1944: 44 χώρες συναντήθηκαν στο Bretton Woods του New Hampshire, για να σχεδιάσουν το σύστημα Bretton-Woods η βασική ιδέα του οποίου ήταν οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες σε σχέση με το δολάριο ΗΠΑ και η σταθερή τιμή του χρυσού σε δολάρια (\$35 ανά ουγκιά).

(β). Επίσης, ίδρυσαν τους ακόλουθους οργανισμούς: το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Παγκόσμια Τράπεζα, και τη Γενική Συμφωνία Για Το Εμπόριο Και Τους Δασμούς. Η τελευταία είναι ο πρόδρομος του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου.

(β). Το ΔΝΤ δημιουργήθηκε για να δανείζει τις χώρες με συνεχή ελλείμματα ισοζυγίου πληρωμών (ή ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών) και να εγκρίνει τις

υποτιμήσεις ή ανατιμήσεις στις χώρες όπου υπήρχε πρόβλημα διατήρησης της εσωτερικής ισορροπίας τους και της σταθερότητας της ισοτιμίας τους.

Να σημειωθεί ότι πριν το σύστημα του Bretton Woods ίσχυε το σύστημα του χρυσού κανόνα, το οποίο ως θεσμός χρονολογείται από το 1819, και σύμφωνα με το οποίο κάθε ΚΤ καθόριζε την επίσημη ισοτιμία του νομίσματός της σε σχέση με τον χρυσό (σταθερή ισοτιμία).

4.2.1. Οι Βασικές Αρχές του Συστήματος Bretton Woods

Βασικές αρχές του συστήματος Bretton Woods ήταν:

(α). Καθορισμός συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΙ) κάθε νομίσματος σε σχέση με το \$, και καθορισμός σταθερής ισοτιμίας \$ με το χρυσό.

(β). Βραχυχρόνια: διατήρηση τρέχουσας ΣΙ εντός εύρους διακύμανσης $\pm 1\%$ από την επίσημη ΣΙ.

(γ). Μακροχρόνια: δυνατότητα αναπροσαρμογής επίσημης ΣΙ λόγω θεμελιώδους ανισορροπίας σε ισοζύγιο πληρωμών. Ο όρος θεμελιώδης ανισορροπία αφορούσε στην κάλυψη των χωρών που επέφεραν από μια μόνιμη δυσμενή μεταβολή της διεθνούς ζήτησης για τα προϊόντα τους και που, χωρίς την υποτίμηση, θα αντιμετώπιζαν μακροχρόνια ανεργία και ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών.

(δ). Αντιμετώπιση προσωρινής ανισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών.

(ε). Επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων για αποτροπή κερδοσκοπικών τάσεων.

(στ). Εποπτεία/συντονισμός συστήματος από ΔΝΤ.

4.2.2 Βασικά Προβλήματα στη Λειτουργία του Συστήματος Bretton-Woods

Αυτά ήταν:

(α). Η εγγενής αδυναμία του κανόνα συναλλάγματος-χρυσού, που συνδέεται με την υποχρέωση των ΗΠΑ (δηλ. της αποθεματικής χώρας του συστήματος) να μετατρέπει το νόμισμά της σε χρυσό σε μια σταθερή ισοτιμία. Οι ΗΠΑ έπρεπε να έχουν επαρκή αποθέματα χρυσού, και έπρεπε να διατηρούν σταθερή την τιμή του χρυσού (δηλ. την ισοτιμία \$/χρυσού) στα \$35 ανά ουγγιά.

(β). Ατελής αναπροσαρμογή της ΣΙ των χωρών όταν υπήρχε ανισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών των χωρών.

(γ). Η μακροοικονομική πολιτική των ΗΠΑ, που μετά το 1965 ήταν περισσότερο προσανατολισμένη στην επίτευξη εσωτερικών στόχων και όχι στην εξασφάλιση συνθηκών οικονομικής σταθερότητας και εμπιστοσύνης σχετικά με τη μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό (δηλ. τη διατήρηση της ισοτιμίας \$/χρυσού).

4.2.3 Η Κατάρρευση του Συστήματος Bretton Woods

(α). Αιτίες: κρίσεις ισοζυγίου πληρωμών και κερδοσκοπικές επιθέσεις (δεκαετία '60 και αρχές δεκαετίας '70), δυσκολία περιορισμού των αυξανόμενων διεθνών χρηματοοικονομικών ροών, αδυναμία επιδίωξης εγχώριων νομισματικών στόχων, και (κυρίως) η μακροοικονομική πολιτική των ΗΠΑ μετά το 1965:

- Μετά το 1965, υπήρξε επεκτατική νομισματική πολιτική των ΗΠΑ (άνοδος ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος) για τη χρηματοδότηση του πολέμου Βιετνάμ και των αυξημένων δαπανών κοινωνικών προγραμμάτων, αυτή οδήγησε σε αύξηση ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών των ΗΠΑ και αύξηση πληθωρισμού που οδήγησε σε παγκόσμιο πληθωρισμός.

(β). Τα παραπάνω, μαζί με την είσοδο της οικονομίας των ΗΠΑ σε ύφεση τη δεκαετία του '70 έφεραν προσδοκίες για υποτίμηση του \$ έναντι λοιπών νομισμάτων και συνεχείς πωλήσεις \$ στην αγορά συναλλάγματος.

(γ) 1971: Ο Πρόεδρος Νίχσον θέτει τέλος στην μετατρεψιμότητα των δολαρίων σε χρυσό. 1973: οι ΚΣΙ ως προσωρινή λύση, αλλά από τότε δεν έχει εμφανιστεί κάποιο νέο διεθνές σύστημα ΣΣΙ.

4.3. Επιχειρήματα Υπέρ των Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Μετά την κατάρρευση συστήματος Bretton Woods, θεωρήθηκε ότι ένα σύστημα ΚΣΙ (όπου οι ΚΤ δεν παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος για να διατηρήσουν σταθερές τις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων τους) θα εξασφάλιζε την ευελιξία των συναλλαγματικών ισοτιμιών και θα ωφελούσε την παγκόσμια οικονομία. Τα κύρια επιχειρήματα υπέρ των ΚΣΙ αφορούσαν σε:

(α). Αυτονομία της νομισματικής πολιτικής

(β). Συμμετρία

(γ). Επίτευξη εξωτερικής ισορροπίας και αποθάρρυνση κερδοσκοπικών επιθέσεων

(δ). Λειτουργία των ΚΣΙ ως αυτόματων σταθεροποιητών

Στη συνέχεια αναλύονται διεξοδικά τα ανωτέρω επιχειρήματα στη θεωρεία τους.

4.3.1. Αυτονομία της Νομισματικής Πολιτικής

Τα βασικά χαρακτηριστικά της αυτονομίας της νομισματικής πολιτικής είναι:

- Στο σύστημα των ΣΣΙ του Bretton Woods, οι χώρες (εκτός των ΗΠΑ) είχαν ελάχιστα περιθώρια άσκησης νομισματικής πολιτικής για να εξουδετερώσουν τις αρνητικές εξελίξεις στο επίπεδο του προϊόντος και της απασχόλησης.

- Στις ΚΣΙ, οι ΚΤ δεν χρειάζεται να παρεμβαίνουν συνεχώς στην αγορά συναλλάγματος και είναι πιο ελεύθερες να επηρεάσουν την εγχώρια προσφορά χρήματος, τα επιτόκια και τον πληθωρισμό.

- Στις ΚΣΙ, οι ΚΤ μπορούν να αντιδράσουν πιο ελεύθερα στις μεταβολές της συνολικής ζήτησης, του προϊόντος και των τιμών για την επίτευξη εσωτερικής ισορροπίας.

- Στις ΣΣΙ η χώρα υποχρεώνεται να εισάγει ξένο πληθωρισμό.

- Στο Bretton Woods οι χώρες αναγκάζονταν να έχουν τον ίδιο πληθωρισμό με τις ΗΠΑ ώστε να διατηρήσουν σταθερή την ΣΙ του νομίσματός τους έναντι του \$.

- Στις ΚΣΙ, η ελεύθερη διακύμανση των ΣΙ αντισταθμίζει τις διαφορές των εθνικών πληθωρισμών ([βλ. συνθήκες απόλυτης και σχετικής ισοδυναμίας των αγοραστικών δυνάμεων (Purchase Power Parity - PPP)].

4.3.2. Συμμετρία: Αδύνατη στο Σύστημα ΣΣΙ του Bretton Woods)

Τα βασικά χαρακτηριστικά της συμμετρίας είναι:

- Σε σύγκριση με το σύστημα Bretton-Woods, οι ΗΠΑ σήμερα μπορούν να προσαρμόζουν τη συναλλαγματική τους ισοτιμία, όπως και οι άλλες χώρες.
 - Π.χ., οι ΗΠΑ μπορούν πλέον να υποτιμήσουν το \$ έναντι των ξένων νομισμάτων σε περίπτωση θεμελιώδους ανισορροπίας.
- Σε σύγκριση με το σύστημα Bretton-Woods, οι άλλες χώρες μπορούν σήμερα να προσαρμόζουν την προσφορά χρήματός τους ελεύθερα για να επιτύχουν μακροοικονομικούς στόχους, όπως συνέβαινε με τις ΗΠΑ.

4.3.3. Επίτευξη Εξωτερικής Ισορροπίας και Αποθάρρυνση Κερδοσκοπικών Επιθέσεων

Βασικά χαρακτηριστικά:

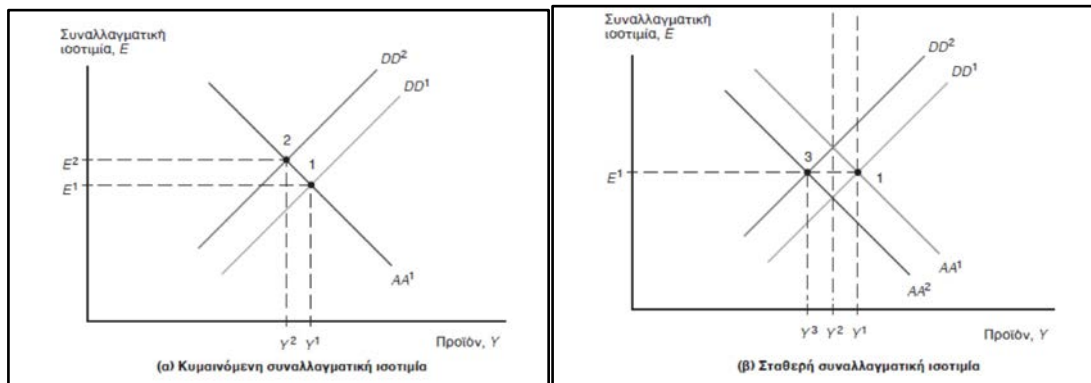
- Οι ΚΣΙ αποτρέπουν την εμφάνιση επίμονων και μεγάλων ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών (επίτευξη εξωτερικής ισορροπίας). Π.χ., βραχυχρόνια, μια αύξηση της προσφοράς χρήματος οδηγεί σε υποτίμηση του νομίσματος και κάνει τα εγχώρια προϊόντα σχετικά φτηνότερα, αυξάνει τις εξαγωγές και βελτιώνει το ελλειμματικό ισοζύγιο πληρωμών.
 - Οι ΣΣΙ δεν μπορούν να διατηρηθούν όταν οι αγορές πιστεύουν ότι η ΚΤ δεν έχει επαρκή συναλλαγματικά διαθέσιμα.

4.3.4. Λειτουργία των ΚΣΙ ως Αυτόματων Σταθεροποιητών

Βασικά χαρακτηριστικά:

- Οι ΚΣΙ μεταβάλλουν τις σχετικές τιμές των προϊόντων μιας χώρας και συμβάλλουν στον περιορισμό των θεμελιωδών ανισορροπιών.
 - Μια θεμελιώδης ανισορροπία μπορεί να προκαλείται από μια υπέρμετρη αύξηση της προσφοράς χρήματος και των δημοσίων δαπανών, όπως συνέβη με τις ΗΠΑ την περίοδο 1965–1972.
 - Ο πληθωρισμός μειώνει την αγοραστική δύναμη του νομίσματος, εγχώρια και διεθνώς, και οι ΚΣΙ μπορούν αυτόματα να προσαρμοστούν σε αυτήν την πτώση της αξίας, όπως προβλέπει η ισοδυναμία των αγοραστικών δυνάμεων.
 - Μια άλλη θεμελιώδης ανισορροπία μπορεί να προκληθεί από μια μεταβολή της συνολικής ζήτησης για τα προϊόντα μιας χώρας (π.χ. προσωρινή μείωση ζήτησης εξαγωγών στο σχήμα 4.1).
 - Οι ΚΣΙ θα προσαρμοστούν αυτόματα για να σταθεροποιήσουν την υψηλή ή χαμηλή συνολική ζήτηση για το προϊόν, διατηρώντας έτσι το προϊόν κοντύτερα στο φυσικό του επίπεδο και σταθεροποιώντας μακροχρόνια τις τιμές.
 - Βραχυχρόνια και μακροχρόνια, στις ΚΣΙ σημειώνεται μια πραγματική υποτίμηση των εγχώριων προϊόντων μέσω της ονομαστικής υποτίμησης.
 - Μακροχρόνια, στις ΣΣΙ σημειώνεται μια πραγματική υποτίμηση των εγχώριων προϊόντων, επειδή πέφτουν οι εγχώριες τιμές (λόγω της χαμηλής συνολικής ζήτησης, του χαμηλού προϊόντος και χαμηλής της απασχόλησης), και όχι λόγω ονομαστικής υποτίμησης.
 - Οι ΣΣΙ δεν μπορούν να επιβιώσουν μακροχρόνια σε έναν κόσμο με αποκλίνουσες μακροοικονομικές πολιτικές που έχουν διαφορετική επίδραση στη συνολική ζήτηση και το εθνικό εισόδημα.

Στο σχήμα 4.1 παρουσιάζεται το αποτέλεσμα μιας μείωσης της ζήτησης εξαγωγών.



Σχήμα 4.1: Αποτελέσματα μιας μείωσης της ζήτησης εξαγωγών.

Επεξηγείται ως εξής:

Αρχική ισορροπία: σημείο 1, με E^1 και Y^1 .

Διαταραχή: Προσωρινή πτώση ζήτησης για εξαγωγές => πτώση συνολικής ζήτησης => μετατόπιση της DD^1 στη θέση DD^2 . AA^1 ανεπηρέαστη επειδή $E^e =$ αμετάβλητο λόγω προσωρινότητας της διαταραχής.

Σχήμα (α): νέα βραχυχρόνια ισορροπία στο σημείο 2 ($\uparrow E$, $\downarrow Y$).

Σχήμα (β): $\downarrow M^s$ για διατήρηση της E^1 => μετατόπιση της AA^1 στη θέση AA^2 => νέα βραχυχρόνια ισορροπία στο σημείο 3 (σταθερή ΣΙ σε E^1 , $\downarrow Y$). Άρα: σε ΣΣΙ έχουμε μεγαλύτερη $\downarrow Y$.

4.4. Η Πραγματική Εμπειρία Σχετικά με τις ΚΣΙ από το 1973 και Έπειτα

Στη συνέχεια αναλύεται η εμπειρία από το 1973 μετά, σχετικά με τα τέσσερα σημεία – επιχειρήματα υπέρ των ΚΣΙ.

4.4.1. Αυτονομία της Νομισματικής Πολιτικής

- Στις ΣΣΙ οι χώρες υποχρεώνονταν να εισάγουν ξένο πληθωρισμό για διατήρηση σταθερής της ισοτιμίας (βλ. PPP).

- Μετά το Bretton Woods αναμενόταν ότι οι ΚΣΙ θα διαφύλατταν πλήρως τις χώρες από τον ξένο πληθωρισμό αντισταθμίζοντας τις διαφορές των εθνικών πληθωρισμών μέσω της PPP. Αυτό όμως δεν αποδείχτηκε εμπειρικά: έχουμε ήδη πει ότι η απόλυτη PPP γενικώς δεν ισχύει και ότι η σχετική PPP έχει ισχύ μεταξύ συγκεκριμένων χωρών και για συγκεκριμένες χρονικές περιόδους.

- Μετά το Bretton Woods αναμενόταν ότι οι ΚΣΙ θα έδιναν στις ΚΤ των χωρών αυτονομία στον χειρισμό της νομισματικής πολιτικής τους. Στην πραγματικότητα, όμως, οι ΚΤ δεν έχουν απόλυτη αυτονομία στον χειρισμό της νομισματικής πολιτικής.

- Παράδειγμα: αν μια ΚΤ αυξάνει συστηματικά την M^s συνεπύεται:

- (α) $\uparrow P$ και \uparrow εγχώριου πληθωρισμού,

- (β) $\downarrow R$, υποτίμηση νομίσματος, χειροτέρευση ισοζυγίου πληρωμών.

- Μάλιστα, αν η χώρα εισάγει πολλές πρώτες ύλες (π.χ. πετρέλαιο, μηχανήματα) αυτές θα γίνουν ακριβότερες με αποτέλεσμα:

(α) να χειροτερεύσει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της και

(β) να έχει και εισαγόμενο πληθωρισμό επειδή οι υψηλότερες τιμές των εισαγόμενων πρώτων υλών θα περάσουν στα τελικά προϊόντα αυξάνοντας ακόμα περισσότερο το επίπεδο των εγχώριων τιμών P .

- Εν τω μεταξύ λόγω πτώσης R θα συμβεί και φυγή κεφαλαίων και επιπλέον μεταβολή της Ee .

• Επομένως η αυτονομία στην νομισματική πολιτική δεν σημαίνει ότι αυτή μπορεί να χρησιμοποιείται ως εργαλείο χωρίς μέτρο.

4.4.2. Συμμετρία

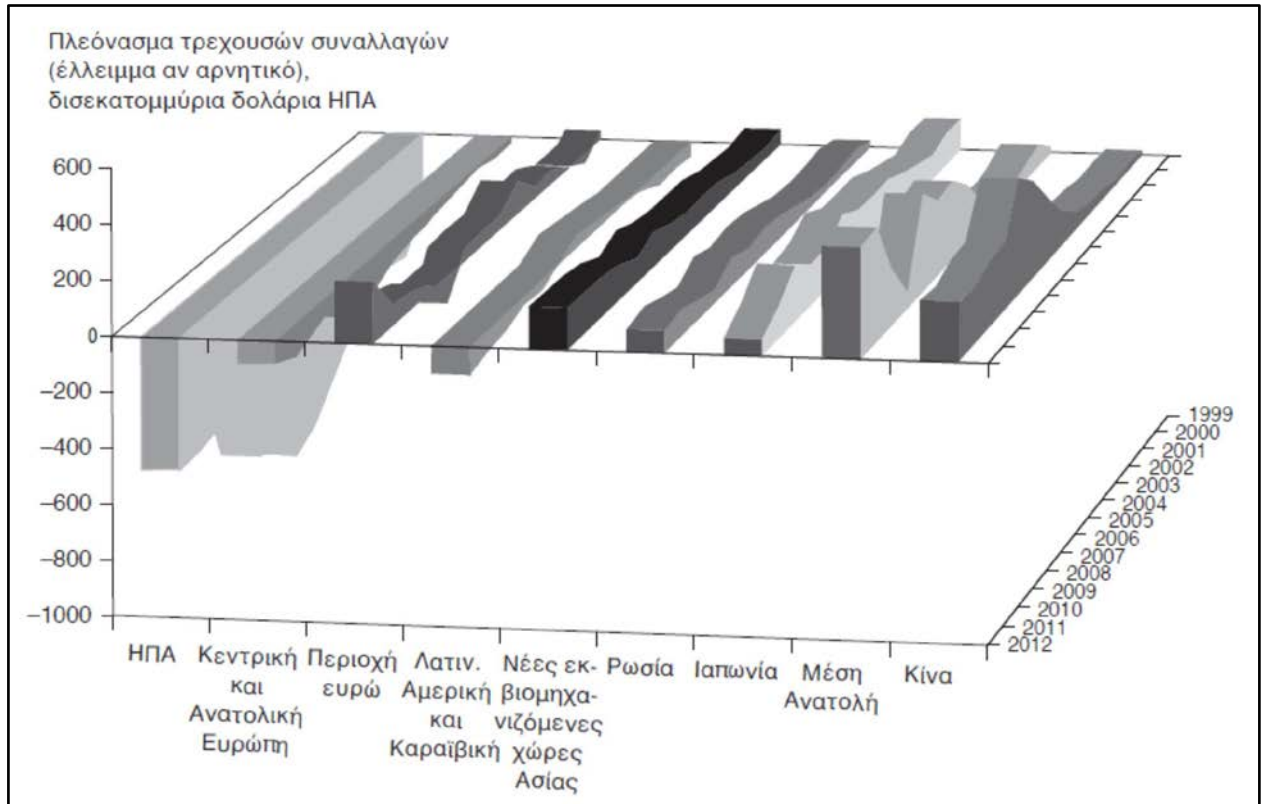
• Στο σύστημα Bretton Woods, επειδή οι ΚΤ καθόριζαν σταθερή την ισοτιμία των νομισμάτων τους έναντι του \$ και συσώρευαν \$ ως συναλλαγματικά διαθέσιμα, η Fed έπαιξε ηγετικό ρόλο στην διεθνή προσφορά χρήματος. Επίσης, οι ΗΠΑ δεν μπορούσαν να υποτιμούν ελεύθερα το \$ έναντι των άλλων νομισμάτων.

• Μετά το Bretton Woods, το διεθνές νομισματικό σύστημα δεν έγινε συμμετρικό. Οι ΚΤ συνεχίζουν να κρατούν το μεγαλύτερο μερίδιο των συναλλαγματικών διαθεσίμων τους σε \$, και το \$ συνεχίζει να έχει την κυριαρχία ως αποθεματικό νόμισμα.

4.4.3. Επίτευξη Εξωτερικής Ισορροπίας

• Το σύστημα των ΚΣΙ δεν απέτρεψε την εμφάνιση επίμονων και μεγάλων ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών (μη-επίτευξη εξωτερικής ισορροπίας).

• Για παράδειγμα, τη δεκαετία του 2000, η Κίνα είχε μεγάλα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της (η Κίνα διατηρούσε το γουάν τεχνηέντως υποτιμημένο), ενώ οι ΗΠΑ είχαν βιώσει μεγάλη αύξηση στο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών τους (βλ. Σχήμα 4.2).



Σχήμα 4.2: Παγκόσμιες εξωτερικές ανισορροπίες, 1999-2012

4.4.4. Οι ΚΣΙ ως Αυτόματοι Σταθεροποιητές

- Μετά το Bretton Woods, αναμενόταν ότι οι ΚΣΙ θα συνέβαλλαν στον περιορισμό των θεμελιωδών ανισορροπιών και στη διατήρηση της εσωτερικής και εξωτερικής ισορροπίας των οικονομιών των χωρών.

- Όντως, από το 1973 και μετά συνέβησαν μείζονες δομικές μεταβολές στην παγκόσμια οικονομία (π.χ., οι δύο πετρελαϊκές κρίσεις τη δεκαετία του 1970). Οι ΚΣΙ βοήθησαν τις αναπτυσσόμενες χώρες να ξεπεράσουν την κρίση ευκολότερα από ό,τι αν ήταν υποχρεωμένες να διατηρούν σταθερές τις συναλλαγματικές ισοτιμίες τους.

- Η μετά το Bretton-Woods χαλάρωση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων δεν αποτρέπει περιοδικές κερδοσκοπικές επιθέσεις, όμως σε συνδυασμό με τις ΚΣΙ αύξησε τα οφέλη από το διαχρονικό διεθνές εμπόριο και το διεθνές εμπόριο περιουσιακών στοιχείων.

4.4.5. Το Πρόβλημα Συντονισμού των Πολιτικών

- Το πρόβλημα του συντονισμού οικονομικών πολιτικών δεν εξαλείφεται στην περίπτωση των ΚΣΙ. Αν μια οικονομία δρα αυτόνομα (ιδιαίτερα αν πρόκειται για μεγάλη οικονομία) προκειμένου να αντιμετωπίσει ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών της, αυτό σίγουρα θα επηρεάσει και τις άλλες οικονομίες θετικά ή αρνητικά.

- Στην περίπτωση όπου οι οικονομικές πολιτικές συντονίζονται, όπως στην περίπτωση των αρχών της δεκαετίας του 1980 όπου οι βιομηχανικές χώρες συντονίστηκαν στην καταπολέμηση του πληθωρισμού (ακολουθώντας όλες τους αντιπληθωριστικές πολιτικές μέσω περιοριστικών νομισματικών πολιτικών), τα αποτελέσματα είναι θετικά για όλους.

- Στην κρίση της περιόδου 2007-2009, οι χώρες του G20 συζητήσαν διεξοδικά μια συμφωνία κοινής δημοσιονομικής επέκτασης για την αντιμετώπιση της κρίσης. Όμως, καθώς οι χώρες αυτές βίωσαν διαφορετικούς ρυθμούς ανάκαμψης από την κρίση, ο συντονισμός των πολιτικών τους έγινε δυσκολότερος και τα αποτελέσματα των συζητήσεων των G20 δεν ήταν απτά.

4.4.6. Υπάρχει Εναλλακτική των ΚΣΙ Σήμερα;

- Στο σημερινό χρηματοοικονομικά ενοποιημένο κόσμο, όπου το χρηματοοικονομικό κεφάλαιο κινείται ταχύτατα, οι ΣΣΙ δεν είναι διατηρήσιμες, παρά μόνο αν υπάρχουν έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων (π.χ. Κίνα) ή κοινό νόμισμα (π.χ. Ευρωζώνη).

- Σε μια ανοικτή οικονομία, οι κυβερνήσεις αντιμετωπίζουν ένα αναπόφευκτο νομισματικό «τρίλημμα» κατά την επιλογή του νομισματικού συστήματος που θα τους επέτρεπε να επιτύχουν εσωτερική και εξωτερική ισορροπία:

- μια χώρα δεν μπορεί να επιλέξει παραπάνω από δύο δυνατότητες από την παρακάτω λίστα:

- (1) ΣΣΙ,

- (2) ελευθερία στην κίνηση κεφαλαίων,

- (3) αυτόνομη νομισματική πολιτική.

- Ακόμα και αν μια χώρα με ΣΣΙ ακολουθεί συνετές νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές, δεν μπορεί πάντα να αποφύγει μια κερδοσκοπική επίθεση. Οπότε, το ζήτημα του συντονισμού πολιτικών γίνεται ολοένα και πιο σημαντικό, καθώς διαφορετικές χώρες ακολουθούν διαφορετικά καθεστώτα νομισματικής πολιτικής, πάντα υπό τους περιορισμούς του «τρίλημματος».

ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Το διεθνές Νομισματικό Σύστημα έχει περάσει από διάφορα στάδια και πολλές μεταρρυθμίσεις για να φθάσει στην σημερινή του μορφή. Το πρώτο σύστημα το οποίο εφαρμόστηκε στην διεθνή οικονομία ήταν το σύστημα κανόνα χρυσού το οποίο βασιζόταν στην χρήση του χρυσού ως το μόνο μέσο διεθνών πληρωμών. Έπειτα υπήρξε το σύστημα του Bretton Woods το οποίο βασιζόταν στον κανόνα συναλλάγματος –χρυσού αντί για τον κανόνα χρυσού, όμως το 1971 επήλθε η κατάρρευση του συστήματος και αντικαταστήθηκε από το σύστημα κανόνα δολαρίου. Στη συνέχεια, το 1976, υιοθετήθηκε το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών και το 1978 ιδρύθηκε το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα στο οποίο οι χώρες-μέλη της ΕΟΚ διατηρούν τις ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων τους σταθερές με μικρό περιθώριο διακύμανσης, αλλά επιτρέπουν στα νομίσματά τους να διακυμαίνονται ελεύθερα έναντι των νομισμάτων των άλλων χωρών. Το 1980 υιοθετήθηκε το πρόγραμμα του ενιαίου νομίσματος όπου τα εθνικά νομίσματα των χωρών της ΕΟΚ θα αντικαθίστανται από το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα το οποίο ονομάστηκε «ευρώ». Από την 1η Ιανουαρίου του 2002 το ευρώ ήταν το μοναδικό νόμισμα στις χώρες που συμμετέχουν στην ΕΝΕ. Με την εισαγωγή του το ευρώ στις χώρες που συμμετέχουν στην ΕΝΕ θεωρήθηκε ότι δημιουργήθηκαν πολλά πλεονεκτήματα στην ΝΕ ένα από τα οποία είναι η κοινή νομισματική πολιτική η οποία θα οδηγήσει στην σταθερότητα των τιμών στον ευρωπαϊκό ενιαίο οικονομικό χώρο. Επίσης θεωρήθηκε ότι θα υπάρξει μείωση του κόστους των συναλλαγών, εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου και των νομισματικών κρίσεων.

Όμως παρά τα όποια πλεονεκτήματα υπάρχουν και μειονεκτήματα όπως ότι το κράτος δεν μπορεί πλέον να εξασκεί Νομισματική Πολιτική (αύξηση / μείωση επιτοκίων) ή αλλαγή συναλλαγματικών ισοτιμιών (υποτίμηση / ανατίμηση) για να δώσει λύση σε μια προσωρινή οικονομική κρίση.

Το σύστημα ελεγχόμενης διακύμανσης λειτούργησε τη δεκαετία του 1970 κάτω από συνθήκες αστάθειας της διεθνούς ανταλλαγής στον εμπορευματικό τομέα. Οι εξωτερικές επιδράσεις ήταν έντονες και αντίξοες όπως ο τετραπλασιασμός της τιμής πετρελαίου το 1974 και γενικά η κρίση που ακολούθησε στην αγορά του εμπορεύματος ήταν ο κύριος παράγοντας σοβαρής αστάθειας στην περίοδο αυτή. Το νομισματικό σύστημα αποδείχθηκε πολύ ευάλωτο με την έλλειψη συνεργασίας και συντονισμού οικονομικής πολιτικής μεταξύ των χωρών- μελών του ΔΝΤ και ιδιαίτερα των βιομηχανικών χωρών.

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

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

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- [1] Paul De Grauwe, Τα οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Εκδ. Παπαζήση, 2008
- [2] Λεβεντάκης Ι., ΔΙΕΘΝΗΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ, Εκδ. Αθ. Σταμούλης, 2003,
- [2] Krugman P and Obstfeld M, 1999, 1995, (Τόμος Α και Τόμος Β)
- [4] Θαλασσινός Ε. Ι. και Σταματόπουλος Θ.Β., ΔΙΕΘΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ, Εκδ. Αθ. Σταμούλης, 1998,
- [5] Κορλίρα Π. Γ., ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ, Εκδ. ΚΒΠ Σπίλιας ΑΕΒΕ, 1998,
- [6] Αλογοσκούφης Γ. και Σ. Λαζαρέτου, Η ΔΡΑΧΜΗ, Εκδ. Αθηναϊκή Οικονομική, 1997
- [9] Πουρναράκης Ε., ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ, 1996
- [7] Καρφάκης Κ., ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ, 1995,
- [8] Ζαχαριάδης Δ.- Σούρας, ΧΡΗΜΑ-ΠΙΣΤΗ- ΤΡΑΠΕΖΕΣ, Εκδ. Αθ. Σταμούλης, 1993
- [9] Πουρναράκης Ε., (ΙΕΘΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ, ΜΙΑ ΕΙΣΑΓΓΕΛΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ, 1991
- [10] Πουρναράκης Ε., (ΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ, ΘΕΪΡΙΑ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ, 1981.
- [11]. Kenen, P. (1969), 'The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View' in Robert Mundell and Alexander Swoboda (eds), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press, σελ.41-60.
- [12]. McKinnon, R.I. (1963), 'Optimum Currency Areas', *American Economic Review*, 53(4), σελ. 717-725.
- [13]. Mundell, R.A. (1961), 'A Theory of Optimum Currency Areas', *American Economic Review*, 51(4), σελ. 657-665.

ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

- 1 Η ουγγιά που χρησιμοποιείται για τη μάζα του χρυσού (troy ounce) αποτελεί διεθνή μονάδα μέτρησης για τη μάζα των πολύτιμων μετάλλων και ισοδυναμεί με 31,1034768 γραμμάρια.
- 2 Ουσιαστικά το IMF έπαιζε το ρόλο μιας Κεντρικής Τράπεζας ως «έσχατου δανειστή» ('lender of last resort'). Οι πόροι του IMF προέρχονταν από συνεισφορές των χωρών-μελών με βάση τα μερίδια τους (quotas): 25% της συνεισφοράς κάθε χώρας ήταν σε χρυσό ή νόμισμα μετατρέψιμο σε χρυσό και 75% στο εθνικό νόμισμα.
- 3 Μεταξύ 1950 και 1971, ο λόγος των εξωτερικών υποχρεώσεων των ΗΠΑ ως προς τα αποθέματα χρυσού της Fed αυξήθηκε από 0,39 σε 6,12.
- 4 Βέβαια, μια υποτίμηση θα προκαλέσει πληθωριστικές πιέσεις λόγω πιέσεων για μισθολογικές αυξήσεις από τους εργαζόμενους, αλλά και λόγω αύξησης των τιμών σε εισαγόμενες πρώτες ύλες και κεφαλαιουχικά αγαθά.
- 5 Αντίθετα, αν σε μια χώρα η παραγωγή των μη-εμπορεύσιμων αγαθών είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή των εμπορεύσιμων, είναι προτιμότερες οι κυμαινόμενες ισοτιμίες, καθώς η μεταβολή της ισοτιμίας μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομία μέσω μεταβολής της σχετικής τιμής μεταξύ εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων αγαθών.
- 6 Η πρώτη αναθεώρηση το Σεπτέμβριο του 1984 συνδυάστηκε με τη συμμετοχή της δραχμής στο ECU.
- 7 Το EMI διαλύθηκε τελικά την 1/6/1998 με τη δημιουργία της ECB και του ESCB.
- 8 Η εξέλιξη του δημοσίου χρέους δίνεται από τη σχέση $b_t - b_{t-1} = b_{t-1}(r-g) - x$, όπου b είναι ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ, r το πραγματικό επιτόκιο, g ο ρυθμός μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ και x το πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αν $b_t - b_{t-1} = 0 \Rightarrow x = b_{t-1}(r-g)$.

ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ ΟΡΩΝ

EMU: Economic and Monetary Union
 ECB: European Central Bank
 ECU: European Currency Unit
 EMCF: European Monetary Cooperation Fund
 EMI: European Monetary Institute
 EMS: European Monetary System
 ESCB: European System of Central Banks
 ERM: Exchange Rate Mechanism
 Fed: Federal Reserve
 IMF: International Monetary Fund
 OCA: Optimum Currency Area
 SDR: Special Drawing Right
 SGP: Stability and Growth Pact
 PPP: Purchase Power Parity

ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗΣΗ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΟΡΩΝ

Economic and Monetary Union: Οικονομική και Νομισματική Ένωση
 European Central Bank: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

European Currency Unit: Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα
European Monetary Cooperation Fund: Ευρωπαϊκό Ταμείο Νομισματικής Συνεργασίας
European Monetary Institute: Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ινστιτούτο
European Monetary System: Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα
European System of Central Banks: Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
Exchange Rate Mechanism: Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών
Federal Reserve: Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ
International Monetary Fund: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
Optimum Currency Area: Άριστη Νομισματική περιοχή
Special Drawing Right: Ειδικό Τραβηχτικό Δικαίωμα
Stability and Growth Pact: Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης
Έσχατος Δανειστής: Lender of Last Resort
Κανόνας Χρυσού: Gold Standard
Κεντρική Τράπεζα: Central Bank
Κυμαινόμενες Συναλλαγματικές Ισοτιμίες: Flexible Exchange Rates
Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες: Fixed Exchange Rates