



**ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΒΑΛΚΑΝΙΚΩΝ ΣΛΑΒΙΚΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΤΟΛΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΑΝΩΤΑΤΗ ΔΙΑΚΛΑΔΙΚΗ ΣΧΟΛΗ ΠΟΛΕΜΟΥ**

**ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΧΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΕΙΑ
Διπλωματική Εργασία**

**«ΑΝΑΛΥΣΤΕ ΤΑ ΚΟΣΤΗ ΚΑΙ ΤΑ ΟΦΕΛΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ»**

**του Τχη (ΔΒ) Νικόλαου Βουνάτσου
Επιβλέπων Καθηγητής κ. Δημήτριος Κυρκιλής**

Δεκέμβριος 2019

Πίνακας Περιεχομένων

Εισαγωγή	4
1. Παγκόσμιες Κεφαλαιαγορές	5
1.1 Επισκόπηση και Προέλευση	5
1.2 Η εμφάνιση των Παγκόσμιων Κεφαλαιαγορών	6
1.3 Η Παγκόσμια Αγορά τον 19 ^ο Αιώνα.....	8
1.4 Κεφαλαιακή Κινητικότητα,Συναλλαγματική Ισοτιμία και Νομισματική Πολιτική	11
1.5 Προκλήσεις και Αλλαγές στην Παγκόσμια Οικονομία τον 19 ^ο αιώνα	13
1.6 Διεθνής Ροή Κεφαλαίων	18
2. Ο Ορισμός της Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης.....	22
2.1 Τύποι Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης.....	24
2.2 Μορφές Οικονομικής Ολοκλήρωσης	26
2.2.1 Εμπορική Συμφωνία Προτίμησης (PreferentialTradeAgreement)	26
2.2.2 Περιοχή Ελεύθερων Συναλλαγών (FreeTradeArea).....	26
2.2.3 Τελωνειακή Ένωση (CustomsUnion)	27
2.2.4 Κοινή Αγορά (CommonMarket)	28
2.2.5 Νομισματική Ένωση (MonetaryUnion)	28
2.2.6 Η Βέλτιστη Περιοχή Νομισμάτων (OCA)	30
2.2.7 Οικονομική και Νομισματική Ένωση	32
3.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Οικονομικής και Νομισματικής Ολοκλήρωσης.....	34
3.1.1 Πλεονεκτήματα της Οικονομικής και Νομισματικής Ολοκλήρωσης	34
3.1.2 Μειονεκτήματα της Οικονομικής και Νομισματικής Ολοκλήρωσης.....	41
4. Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση και Μακροοικονομική Διακύμανση.....	46
4.1 Οφέλη της Διεθνούς Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης	47
4.1.1 Καταμερισμός Κινδύνου	47
4.1.2 Βελτιωμένη Κατανομή Κεφαλαίου	49

4.1.3 Οικονομική Ανάπτυξη.....	50
4.1.3 Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη	51
4.2 Κόστος και Εμπόδια Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης	53
4.2.1 Εσφαλμένη Κατανομή των Ροών Κεφαλαίων.....	54
4.2.2 Απώλεια Μακροοικονομικής Σταθερότητας.....	54
4.2.3 Προκυκλικότητα των Βραχυπρόθεσμων Ροών.....	55
4.2.3 Μεταβλητότητα των Κεφαλαιακών Ροών.....	56
4.2.4 Κίνδυνος Εισόδου Ξένων Τραπεζών.....	56
5. Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση στην Ευρώπη	59
5.1 Ορισμός και Ιστορία της Χρηματοπιστωτικής Ολοκλήρωσης στην Ευρώπη...	60
5.2 Θεωρητικά Οφέλη και Τρόποι Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης	62
5.3 Πιθανά Προβλήματα της Οικονομικής Ολοκλήρωσης.....	63
6. Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση και η Οικονομική Κρίση	66
6.1 Ενσωμάτωση των Χρηματαγορών.....	66
6.2 Αγορά Κρατικών Ομολόγων	67
6.3 Αγορά Εταιρικών Ομολόγων.....	68
6.4 Ενσωμάτωση των Αγορών Μετοχών	68
Συμπεράσματα	70
Βιβλιογραφία	72

Περίληψη

Η αυξανόμενη ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών στα διεθνή σύνορα είναι αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό των τελευταίων δύο δεκαετιών. Ένας σημαντικός παράγοντας υπεύθυνος για αυτό είναι ο αυξανόμενος ρυθμός υιοθέτησης οικονομικών και χρηματοοικονομικών προσανατολισμένων στην αγορά μεταρρυθμίσεων από πολλές χώρες που περιλαμβάνουν απελευθέρωση των κεφαλαίων, κατάργηση περιορισμών και τους ελέγχους εισροών και εκροών κεφαλαίων, απορρύθμιση των εγχώριων οικονομικών των αγορών και την κατάργηση των περιορισμών στις άμεσες ξένες επενδύσεις.. Το αποτέλεσμα ήταν μια αυξημένη παγκοσμιοποίηση στην αναζήτηση κεφαλαίων με υψηλότερα ποσοστά απόδοσης και διαφοροποίηση των κινδύνων. Ωστόσο, το ερώτημα είναι εάν η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση ωφελεί πραγματικά την ανάπτυξη των χωρών και αν ναι, υπό ποιους όρους. Η οικονομική θεωρία παρέχει συγκρουόμενες απόψεις για τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομική ολοκλήρωση σε μια οικονομία που υποδηλώνει τόσο τα οφέλη όσο και τα κόστη της ολοκλήρωσης. Στην παρούσα εργασία θα αναλυθούν τα οφέλη και τα κόστη της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης μέσα από μια ανασκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας. Θα συσχετιστεί η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση με την οικονομική κρίση καθώς επίσης θα αναλυθεί και η περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Εισαγωγή

Οι οικονομικές τεχνολογικές αλλαγές και η συσσώρευση κεφαλαίου συνδέονται γενικά με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική ενοποίηση, ενισχύοντας έτσι τη σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικών και ανάπτυξης. Ένα εκτεταμένο σύνολο βιβλιογραφίας παρέχει στοιχεία για το πώς η χρηματοπιστωτική ενοποίηση σε ολόκληρο τον κόσμο φέρνει πολλά οφέλη που ωθούν την οικονομική απόδοση, όπως η διάδοση τεχνολογικών καινοτομιών, η αποτελεσματική κατανομή κεφαλαίων από πλούσια σε φτωχά έθνη, η ανάπτυξη της εγχώριας αγοράς και η μεταφορά της διαχειριστικής «τεχνογνωσίας». Αναφέρεται ότι η χρηματοπιστωτική ενοποίηση θεωρείται από τους επενδυτές ως ένδειξη ότι μια χώρα έχει δεσμευτεί για καλές οικονομικές πολιτικές (Kose, Prasad&Terrones, 2003). Οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι η έλλειψή της μπορεί να οδηγήσει σε μεταβλητότητα της αγοράς που μπορεί να προκαλέσει έξοδο τόσο τοπικών όσο και ξένων επενδυτών και να έχει αρνητικές συνέπειες για την τοπική οικονομία. Οι άμεσες ξένες επενδύσεις οδηγούν σε μακροπρόθεσμη επιτυχία, επειδή οι χώρες αναγκάζονται να εφαρμόσουν μια πειθαρχημένη προσέγγιση στην οικονομία και την πολιτική διαδικασία. Παρόλο που έχουν τεκμηριωθεί τόσο πολλά σχετικά με τα οφέλη που προκύπτουν από την χρηματοπιστωτική ενοποίηση, υπάρχουν μικτά αποτελέσματα όσον αφορά τη φύση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης και της οικονομικής ανάπτυξης. Μερικοί ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το σημερινό κύμα χρηματοπιστωτικής ενοποίησης δεν έχει ως αποτέλεσμα υψηλές ροές κεφαλαίων ή αξιόλογες επενδύσεις. Οι αντιθέσεις και τα συγκρουόμενα αποτελέσματα προέρχονται κυρίως από διαφορετικές θεωρίες ανάπτυξης και μοντέλα που εφαρμόζονται από διάφορους ερευνητές (Lehmann,Levi&Tabak, 2011).Στην παρούσα εργασία θα αναλυθεί η διεθνής χρηματοοικονομική ολοκλήρωση και θα επισημανθούν τα οφέλη αλλά και τα κόστη της μέσα από μια ανασκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας. Επίσης θα γίνει αναφορά στην οικονομική ολοκλήρωση και στην άμεση σχέση της με την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση.

1. Παγκόσμιες Κεφαλαιαγορές

1.1 Επισκόπηση και Προέλευση

Στη στροφή του εικοστού πρώτου αιώνα, τα πλεονεκτήματα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής ενοποίησης υποβάλλονται σε πιο ισχυρή επίθεση από οποιαδήποτε άλλη στιγμή από τη δεκαετία του 1940. Ακόμη και οι κύριοι ακαδημαϊκοί υπέρμαχοι του ελεύθερου πολυμερούς εμπορίου βασικών προϊόντων, υποστηρίζουν ότι οι κίνδυνοι της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής ενοποίησης αντισταθμίζουν τα οφέλη που προσφέρει. Οι κριτικοί από την αριστερά, πιο σκεπτικοί ακόμη και για την περίπτωση ελεύθερου εμπορίου σε τρεχούμενο λογαριασμό, δηλώνουν ότι από τη δεκαετία του 1960 οι «ελεύθερες διεθνείς ροές κεφαλαίων» έχουν «συνδεθεί με την επιδείνωση της οικονομικής αποδοτικότητας (όπως μετράται από την ανάπτυξη και την ανεργία)» (Beck, Claessens & Schmukler, 2013). Η αναζωπύρωση των ανησυχιών για τη διεθνή χρηματοπιστωτική ενοποίηση είναι κατανοητή υπό το φως των χρηματοπιστωτικών κρίσεων στη Λατινική Αμερική το 1994-95, την Ανατολική Ασία και τη Ρωσία το 1997-98 και την Αργεντινή το 2001-02. Οι υποστηρικτές του ελεύθερου εμπορίου υλικών αγαθών έχουν από καιρό αναγνωρίσει ότι τα καθαρά οφέλη για τις χώρες είναι συνήθως κατανεμημένα άνισα, δημιουργώντας εγχώριους νικητές και ηττημένους. Ωστόσο, οι πρόσφατες διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις έχουν βυθίσει ολόκληρες οικονομίες και απειλούν τους εμπορικούς τους συνεργάτες, προκαλώντας ζημιές σε όλο τον κόσμο. Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συναλλαγές βασίζονται εγγενώς στην προσδοκία ότι οι αντισυμβαλλόμενοι θα εκπληρώσουν τις μελλοντικές συμβατικές δεσμεύσεις και επομένως, τοποθετούν την εμπιστοσύνη και τις ενδεχομένως ευμετάβλητες προσδοκίες σε πρώτο πλάνο. Αυτοί οι ίδιοι παράγοντες υπάρχουν, φυσικά, στα καθαρά εγχώρια χρηματοοικονομικά επαγγέλματα (Tille & Van Wincoop, 2010). Όμως, η παράβλεψη, η εκδίκαση και η επιβολή του νόμου είναι εντολές πολύ πιο δύσκολες μεταξύ των κυρίαρχων εθνών με διαφορετικά εθνικά νομίσματα από ότι σε μια ενιαία εθνική δικαιοδοσία. Και αν δεν υπάρχει κανένας δανειστής ύστατης ανάγκης στον κόσμο, οι διεθνείς κρίσεις είναι εγγενώς δυσκολότερο να εκτραπούν και να περιοριστούν. Παράγοντες εκτός από την απειλή κρίσεων, όπως η εξουσία των κεφαλαιαγορών που περιορίζουν τις εγχώριες οικονομικές πολιτικές, έχουν επίσης

προκαλέσει ανησυχίες για μεγαλύτερη οικονομική ανοχή. Οι μεταβολές του διεθνούς κεφαλαίου από τον δέκατο ένατο αιώνα και μετά, υποδεικνύουν τις επαναλαμβανόμενες δυσκολίες, καθώς και τις εναλλακτικές προοπτικές μέσω των οποίων οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής προσπάθησαν να τις αντιμετωπίσουν. Η οικονομική θεωρία και η ιστορία μπορούν να δώσουν χρήσιμες γνώσεις για τα γεγονότα του παρελθόντος και να δώσουν σχετικά μαθήματα για το παρόν. Οι θεωρίες για το πώς εξελίχθηκε η διεθνής κεφαλαιακή κινητικότητα πρέπει να γίνουν κατανοητές στο πλαίσιο της βασικής πολιτικής που περιορίζει την επιλογή του νομισματικού καθεστώτος της ανοικτής οικονομίας (Warnock&Warnock, 2009).

1.2 Η Εμφάνιση των Παγκόσμιων Κεφαλαιαγορών

Πριν από τον δέκατο ένατο αιώνα, η γεωγραφική εμβέλεια του διεθνούς χρηματοοικονομικού τοπίου ήταν σχετικά περιορισμένη σε σύγκριση με το μέλλον. Οι ιταλικές τράπεζες της Αναγέννησης χρηματοδότησαν το εμπόριο και την κυβέρνηση γύρω από τη Μεσόγειο και με την επέκταση του εμπορίου στην Ευρώπη, οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες εξαπλώθηκαν μακρύτερα μέσω των πιστωτικών επιστολών που αναπτύχθηκαν στις εκθέσεις Champagne και των νέων τραπεζών σε λιμένες της Βόρειας Θάλασσας, όπως η Μπριζ και η Αμβέρσα. Αργότερα, το Λονδίνο και το Άμστερνταμ έγιναν τα βασικά κέντρα, και τα νομίσματά και τα χρηματοπιστωτικά μέσα τους, αποτέλεσαν το κύριο μέλημα των φορέων της αγοράς. Καθώς η βιομηχανική επανάσταση συγκεντρώνει δύναμη και επεκτείνεται από τη Βρετανία, η βαρύτητα των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών κατέστη περισσότερο εμφανής τόσο στον δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα (Milesi-Ferretti&Tille, 2011). Εν ευθέτω χρόνο, το εύρος των συναλλαγών αυτών επεκτάθηκε σε άλλα κέντρα που ανέπτυξαν αγορές και ιδρύματα ικανά της υποστήριξης των διεθνών χρηματοοικονομικών συναλλαγών και των οποίων οι κυβερνήσεις δεν ήταν ενάντιες σε αυτές τις εξελίξεις. Στις ανατολικές ΗΠΑ, μια ευρεία γκάμα κέντρων, μεταξύ των οποίων η Βοστώνη, η Φιλαδέλφεια και η Βαλτιμόρη, έδωσαν τη θέση τους σε αυτό που αργότερα έγινε το κυρίαρχο κέντρο εθνικής και διεθνούς οικονομίας, τη Νέα Υόρκη. Μέχρι τα τέλη του 19ου αιώνα, τόσο η Γαλλία όσο και η Γερμανία είχαν αναπτύξει εξελιγμένες και αναπτυσσόμενες διεθνείς αγορές, ενσωματωμένες στα δίκτυα παγκόσμιας χρηματοδότησης. Αλλού στην Ευρώπη και

στον Νέο Κόσμο, παρόμοιες αγορές ξεκίνησαν από ένα εμβρυακό στάδιο και τελικά το οικονομικό εμπόριο εξαπλώθηκε σε μέρη τόσο μακριά όσο η Μελβούρνη και το Μπουένος Άιρες. Μετά το 1870, οι εξελίξεις αυτές θα προόδευαν ακόμη περισσότερο. Με τον κόσμο να αρχίζει να συγκλίνει στον χρυσό κανόνα ως νομισματικό σύστημα και με τις τεχνολογικές εξελίξεις στη ναυτιλία (για παράδειγμα, τα ατμόπλοια που αντικαθιστούν το πανί, το Κανάλι του Παναμά) και τις επικοινωνίες (τα τηλεγραφήματα, τα υπερατλαντικά καλώδια) διαμορφώθηκε η πρώτη παγκόσμια αγορά κεφαλαίου καθώς και αγαθών και εργατικού δυναμικού, σε μια εποχή αδιαμφισβήτητου φιλελευθερισμού και εικονικής μη-επέμβασης (Gourio, Siemer & Verdelhan, 2015). Στο πλαίσιο της χρηματοδότησης, οι τεχνολογικές και θεσμικές εξελίξεις ήταν πολλές: η χρήση σύγχρονων επικοινωνιών για τη μετάδοση των τιμών, η ανάπτυξη ενός πολύ ευρέος φάσματος ιδιωτικών χρεωστικών και συμμετοχικών εργαλείων και η διεύρυνση του πεδίου των ασφαλιστικών δραστηριοτήτων, ο διευρυνόμενος ρόλος των αγορών κρατικών ομολόγων σε διεθνές επίπεδο και η πιο διαδεδομένη χρήση προθεσμιακών συμβολαίων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και παράγωγων ασφαλειών. Μέχρι το 1900, η χρήση τέτοιων οργάνων διαπέρασε τα μεγάλα οικονομικά κέντρα δεκάδων χωρών σε όλο τον κόσμο, και επεκτάθηκε από την Ευρώπη, ανατολή και τη δύση, το βορρά μέχρι το νότο, στην Αμερική, την Ασία και την Αφρική. Τα κυριότερα νομίσματα και εργαλεία ήταν γνωστά παντού και αποτέλεσαν τη βάση για ένα αναπτυσσόμενο παγκόσμιο εμπορικό δίκτυο, η άνοδος του οποίου ήταν εξίσου ραγδαία (Osada & Saito, 2010). Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, η χρηματοδότηση μέσω ομολόγων, τα μετοχικά κεφάλαια, οι άμεσες ξένες επενδύσεις και πολλές άλλες συναλλαγές ήταν μέχρι τότε αρκετά συνηθισμένες μεταξύ των βασικών χωρών και ανάμεσα σε έναν αυξανόμενο αριθμό εθνών στην περιφέρεια. Εκτός από την υψηλή χρηματοδότηση, όλο και περισσότερες καθημερινές δραστηριότητες μπήκαν στην τροχιά των χρηματοοικονομικών μέσω της ανάπτυξης τραπεζικών συστημάτων σε πολλές χώρες, προσφέροντας λογαριασμούς αποταμίευσης και τον έλεγχο τους με την πάροδο του χρόνου. Αυτό με τη σειρά του έθεσε το ερώτημα εάν η τραπεζική εποπτεία θα γίνει από τις ίδιες τις τράπεζες ή τις κυβερνητικές αρχές, με λύσεις που περιλαμβάνουν ελεύθερες τράπεζες και τράπεζες "wildcat" (όπως στις Ηνωμένες Πολιτείες) αλλάζοντας με την πάροδο του χρόνου για να συμπεριληφθούν οι εποπτικές λειτουργίες ως μέρος μιας ευρύτερης κεντρικής νομισματικής αρχής, της κεντρικής τράπεζας. Από ένας εσωτερικός τομέας της οικονομίας, ο

χρηματοπιστωτικός τομέας εξελίχθηκε σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο για να αγγίξει ένα συνεχώς διευρυνόμενο φάσμα δραστηριοτήτων. Έτσι, το περιθώριο για τις κεφαλαιαγορές να κάνουν καλό ή να βλάψουν μεγάλωσε όσο περνούσε ο χρόνος (Martin&Taddei, 2013). Καθώς όλο και μεγαλύτερο μέρος των εθνικών και διεθνών οικονομιών έγιναν νομισματικές και ευαίσθητες στις χρηματοπιστωτικές αγορές, επηρεάστηκαν παράγοντες σε όλους τους τομείς - δημόσιοι και ιδιωτικοί, εργατικό δυναμικό και κεφάλαιο, εγχώριο και ξένο. Ποιος κέρδισε ή έχασε; Ποιες πολιτικές θα προκύψουν καθώς οι κυβερνητικοί στόχοι εξελίχθηκαν; Οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές θα συνεχίσουν να είναι ελεύθερες ή όχι; Από τη στροφή του εικοστού αιώνα, η εξέλιξη της ιστορίας της διεθνούς κεφαλαιαγοράς έχει τεράστια σημασία. Σε διάφορες εποχές η αγορά έχει διαμορφώσει την πορεία της εθνικής και διεθνούς οικονομικής ανάπτυξης και έχει επηρεάσει τα πολιτικά συμφέροντα προς όλες τις κατευθύνσεις. Από την άποψη της διανομής και της ισότητας, έχει δημιουργήσει νικητές και ηττημένους, παρόλο που συχνά η διαδικασία παρανοείται ότι δεν είναι σίγουρο ποιοί είναι οι νικητές και ποιοι οι ηττημένοι, σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο (Baier, Bergstrand&Feng, 2014).

1.3 Η Παγκόσμια Αγορά τον 19ο Αιώνα

Παρά το αδιαμφισβήτητο ρεκόρ τεχνολογικής προόδου και οικονομικής ανάπτυξης μακροπρόθεσμα, πρέπει να απορριφθούν οι πειρασμοί μιας απλής γραμμικής ιστορίας καθώς εξετάζονται οι διεθνείς κεφαλαιαγορές και η εξέλιξή τους. Δεν υπήρξε η καταγραφή των ολοένα και πιο τέλεια λειτουργούντων αγορών με ολοένα και χαμηλότερα κόστη συναλλαγών και συνεχώς διευρυνόμενο πεδίο εφαρμογής. Το μέσο του εικοστού αιώνα, αντιθέτως, σηματοδοτήθηκε από μια τεράστια αντίδραση κατά των αγορών, τόσο διεθνών όσο και εγχώριων και ειδικότερα έναντι των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η ηχώ των ίδιων αυτών θεμάτων ακούστηκε και πάλι στο τέλος του εικοστού αιώνα. Τι γνωρίζουμε ήδη για την εξέλιξη της παγκόσμιας κινητικότητας του κεφαλαίου τον τελευταίο αιώνα ή και πιο μετά; Πολύ λίγες μελέτες υπάρχουν για ολόκληρη την περίοδο που να καλύπτουν ένα επαρκώς ολοκληρωμένο αντιπροσωπευτικό δείγμα των χωρών, αλλά πολλοί συγγραφείς έχουν επικεντρωθεί σε μεμονωμένες χώρες και συγκεκριμένες εποχές και από την

δουλειά τους μπορεί να δημιουργηθεί ένα σύνολο υποθέσεων που θα μπορούσαν να ονομαστούν η συμβατική σοφία, σχετικά με την εξέλιξη της διεθνούς κινητικότητας των κεφαλαίων στην εποχή μετά το 1870 (Stiglitz, 2010). Η ιστορία χωρίζεται σε τέσσερα μέρη τα οποία δεν απηχούν συμπτωματικά τη διαίρεση του εικοστού αιώνα σε ξεχωριστά διεθνή νομισματικά καθεστώτα. Η πρώτη περίοδος εκτείνεται μέχρι το 1914. Μετά το 1870 ένα αυξανόμενο μέρος της παγκόσμιας οικονομίας εισήλθε στην τροχιά του χρυσού κανόνα καθώς και μια παγκόσμια κεφαλαιαγορά που επικεντρώθηκε στο Λονδίνο. Μέχρι το 1880, αρκετές χώρες στράφηκαν στον χρυσό και μέχρι το 1900 ένας μεγάλος αριθμός χωρών. Αυτό το σταθερό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν για τις περισσότερες χώρες ένα σταθερό και αξιόπιστο καθεστώς και λειτουργούσε ως μηχανισμός πειθαρχίας ή δέσμευσης. Κατά συνέπεια, τα επιτόκια μεταξύ των χωρών άρχισαν να συγκλίνουν και οι ροές κεφαλαίων αυξήθηκαν. Πολλές περιφερειακές χώρες, για να μην αναφέρουμε τα παρακλάδια της Δυτικής Ευρώπης του Νέου Κόσμου, συμμετείχαν σε μια ολοένα πιο παγκοσμιοποιημένη οικονομία όχι μόνο στην κεφαλαιαγορά αλλά και στις αγορές αγαθών και εργασίας. Στη δεύτερη περίοδο, από το 1914 έως το 1945, αυτή η παγκόσμια οικονομία καταστράφηκε. Δύο παγκόσμιοι πόλεμοι και η Μεγάλη Ύφεση συνέβαλαν στην αύξηση του εθνικισμού και της όλο και περισσότερο μη συνεργατικής οικονομικής πολιτικής. Με την πιστοληπτική ικανότητα του χρυσού κατεστραμμένη από τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, η νομισματική πολιτική έγινε αντικείμενο εσωτερικών πολιτικών στόχων, πρωτίστως ως ένας τρόπος για τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων πολέμου (Kose, Prasad&Terrones, 2009). Αργότερα, η νομισματική πολιτική ήταν ένα εργαλείο πολιτικής «παρασιτισμού» για την υποτίμηση των κυμαινόμενων επιτοκίων. Ως προστασία έναντι των νομισματικών κρίσεων και για την προστασία του χρυσού, οι κεφαλαιακοί έλεγχοι έγιναν ευρέως διαδεδομένοι. Η παγκόσμια οικονομία προχώρησε από την παγκοσμιοποίηση σχεδόν στον αυταρχισμό μέσα σε λίγες δεκαετίες. Οι ροές κεφαλαίων ήταν ελάχιστες, οι διεθνείς επενδύσεις αντιμετωπίστηκαν με καχυποψία και οι διεθνείς τιμές και τα επιτόκια βγήκαν τελείως εκτός συγχρονισμού. Το παγκόσμιο κεφάλαιο (μαζί με τα χρηματοοικονομικά γενικότερα) δαιμονοποιήθηκε και θεωρήθηκε ως η κύρια αιτία της παγκόσμιας ύφεσης της δεκαετίας του 1930. Την τρίτη περίοδο, την εποχή του Bretton Woods (1945-71), έγινε προσπάθεια να αναδημιουργηθεί η παγκόσμια οικονομία (Hall, 2015). Οι εμπορικές ροές έδειξαν μια αξιοσημείωτη επέκταση και η οικονομική ανάπτυξη είχε την ταχύτερη άνοδο στην

ιστορία παγκοσμίως. Ωστόσο, οι φόβοι που διαμορφώθηκαν κατά τη διάρκεια του μεσοπολέμου σχετικά με το παγκόσμιο κεφάλαιο δεν διαλύθηκαν εύκολα. Το ΔΝΤ αρχικά επικύρωσε τους ελέγχους κεφαλαίων ως μέσο πρόληψης των κρίσεων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών και αυτό έδωσε κάποια αυτονομία στις κυβερνήσεις παρέχοντας περισσότερη δύναμη στην ακτιβιστική νομισματική πολιτική (Κυρκιλής, 2010). Για είκοσι χρόνια, αυτή η επικρατούσα φιλοσοφία ήταν σταθερή και παρόλο που οι κεφαλαιαγορές ανέκαμψαν, το έκαναν αργά. Αλλά από τα τέλη της δεκαετίας του 1960, το παγκόσμιο κεφάλαιο δεν μπορούσε να συγκρατηθεί τόσο εύκολα και η λειτουργία του έσπασε τελικά τον συμβιβασμό που είχε στηρίξει το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στην τέταρτη και τελευταία περίοδο, την εποχή κυμαινόμενου επιτοκίου μετά το Bretton Woods, μια διαφορετική τάση είναι προφανής (Valdez&Molyneux, 2015). Παρόλο που τα καθεστώτα σταθερού επιτοκίου εγκαταλείφθηκαν απρόθυμα και ορισμένες χώρες εξακολουθούσαν να προσπαθούν να διατηρήσουν ή να δημιουργήσουν εκ νέου τέτοια καθεστώτα, τα έτη από τη δεκαετία του 1970 έως τη δεκαετία του 1990 χαρακτηρίστηκαν από μια φαινομενική αύξηση της κινητικότητας των κεφαλαίων. Σε γενικές γραμμές, οι κυβερνήσεις των βιομηχανικών χωρών δεν χρειάζονταν πλέον ελέγχους κεφαλαίου ως εργαλείο για τη διατήρηση μιας σταθερής σύνδεσης συναλλαγματικών ισοτιμιών, δεδομένου ότι η σύνδεση δεν υπήρχε πια. Καθώς το κυμαινόμενο επιτόκιο θα μπορούσε να διευκολύνει τις εξελίξεις της αγοράς, οι έλεγχοι θα μπορούσαν να αρθούν. Αυτό ήταν ενθαρρυντικό για τη ροή κεφαλαίων σε όλες τις χώρες. Στις περιφερειακές χώρες, οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις μείωσαν το κόστος συναλλαγών και τους κινδύνους των ξένων επενδύσεων και οι κεφαλαιακές ροές αυξήθηκαν εκεί - τουλάχιστον έως ότου οι κρίσεις στα τέλη του 1990 υπενθύμισαν στους επενδυτές την ευθραυστότητα των καθεστώτων σταθερού επιτοκίου που παρέμεναν στις αναπτυσσόμενες χώρες (Kindleberger, 2015). Όλο και περισσότερο, οι μικρότερες περιφερειακές χώρες που επιθυμούν σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες επιδιώκουν σοβαρά να εγκαταλείψουν την εγχώρια αυτονομία της νομισματικής πολιτικής μέσω των επιτροπών συναλλάγματος ή ακόμη και της δολαριοποίησης, ενώ μεγαλύτερες αναπτυσσόμενες χώρες όπως το Μεξικό, η Χιλή και η Βραζιλία επέλεξαν ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών σε συνδυασμό με στόχευση πληθωρισμού. Στη δεκαετία του 90, ο όρος «παγκοσμιοποίηση» χρησιμοποιήθηκε ευρέως για να περιγράψει το φαινόμενο μιας ολοένα και πιο ολοκληρωμένης και αλληλεξαρτώμενης παγκόσμιας οικονομίας, η οποία εκδηλώνει

εικαζόμενες ελεύθερες ροές αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων, αλλά όχι εργασίας (Κυρκιλής, 2010). Ωστόσο, παρόλη τη διαφήμιση, η ιστορία της οικονομίας υποδηλώνει ότι πρέπει να είμαστε λίγο προσεκτικοί στην εκτίμηση του πόσο εκπληκτική είναι αυτή η εξέλιξη. Μια περίοδος εντυπωσιακής παγκόσμιας ολοκλήρωσης έχει συμβεί και στο παρελθόν, τουλάχιστον για τις κεφαλαιαγορές, στις αρχές του εικοστού αιώνα, πριν από περίπου εκατό χρόνια. Φυσικά, αυτή η προγενέστερη εποχή της παγκοσμιοποίησης δεν κράτησε. Όπως έχει καταγραφεί ήδη, οι σιωπηρές κινήσεις στην κινητικότητα των κεφαλαίων, υποδεικνύουν μια ανοδική πορεία από το 1880 έως το 1914. Θα ακολουθήσει μια κατάρρευση έως το 1945, αν και ίσως με μια μικρή ανάκαμψη κατά τη σύντομη ανασυγκρότηση του χρυσού κανόνα της δεκαετία του 1920, μεταξύ του αυταρχισμού του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου και της Ύφεσης. Ακολουθεί μια σταδιακή αύξηση της κινητικότητας μετά το 1945, που γίνεται ταχύτερη μετά την κατάρρευση του Bretton Woods στις αρχές της δεκαετίας του 1970 (Valdez&Molyneux, 2015).

1.4 Κεφαλαιακή Κινητικότητα, Συναλλαγματική Ισοτιμία και Νομισματική Πολιτική

Είναι σημαντικό να εξεταστεί το ερώτημα: τι εξηγεί τη μεγάλη έκταση της υψηλής κινητικότητας κεφαλαίου που επικρατούσε πριν από το 1914, την επακόλουθη κατάρρευση στη μεσοπολεμική περίοδο και την πολύ αργή μεταπολεμική ανασυγκρότηση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος; Η απάντηση συνδέεται με μία από τις κεντρικές και πιο ορατές περιοχές στις οποίες η διαφάνεια στην παγκόσμια κεφαλαιαγορά περιορίζει την κρατική εξουσία: η επιλογή ενός καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η μακροοικονομική πολιτική για τις ανοικτές οικονομίες (γνωστή και ως πρόταση "ασυνεπής τριάδα") προκύπτει από ένα βασικό γεγονός: Μια ανοιχτή κεφαλαιαγορά στερεί την κυβέρνηση μιας χώρας από την ικανότητα να κατευθύνει ταυτόχρονα τη συναλλαγματική της ισοτιμία και να χρησιμοποιεί τη νομισματική πολιτική για την επιδίωξη άλλων οικονομικών στόχων (Benigno, 2009). Το τρίλημμα προκύπτει επειδή ένα καθεστώς μακροοικονομικής πολιτικής μπορεί να περιλαμβάνει το πολύ δύο στοιχεία της "ασυνεπούς τριάδας" τριών στόχων πολιτικής: (i) πλήρης ελευθερία των διασυνοριακών κινήσεων κεφαλαίου (ii) σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και (iii) μια ανεξάρτητη νομισματική πολιτική προσανατολισμένη προς τους εσωτερικούς στόχους. Εάν απαγορεύεται η

κίνηση κεφαλαίων, στην περίπτωση που το στοιχείο (i) αποκλείεται, μια χώρα με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να σπάσει τις τιμές των ξένων επιτοκίων και να εφαρμόσει έτσι μια ανεξάρτητη νομισματική πολιτική. Ομοίως, μια κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία, στην περίπτωση που αποκλείεται το στοιχείο (ii), συμβιβάζει την ελευθερία των διεθνών κινήσεων κεφαλαίων με την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής (τουλάχιστον όταν ορισμένες εγχώριες τιμές είναι προβληματικές). Αλλά η νομισματική πολιτική είναι ανίκανη να επιτύχει εσωτερικούς στόχους όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή και οι κινήσεις κεφαλαίων ελεύθερες, στην περίπτωση που το στοιχείο (iii) αποκλείεται, δεδομένου ότι η παρέμβαση για την υποστήριξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας περιλαμβάνει ροές κεφαλαίου που αντισταθμίζουν ακριβώς κάθε νομισματική πολιτική ενέργεια που απειλεί να μεταβάλει τα εγχώρια επιτόκια (Kose, Prasad & Taylor, 2009). Οι κινήσεις στο πεδίο του διεθνούς δανεισμού μπορούν να γίνουν κατανοητές με βάση αυτό το τρίλημμα. Η κινητικότητα των κεφαλαίων επικράτησε και επεκτάθηκε υπό συνθήκες ευρείας πολιτικής στήριξης είτε για ένα νομισματικό καθεστώς που εξαρτάται από συναλλαγματικές ισοτιμίες (για παράδειγμα ο χρυσός κανόνας) είτε για ένα νομισματικό καθεστώς που επικεντρώνεται κυρίως σε εγχώριους στόχους εις βάρος της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών (για παράδειγμα, η πρόσφατη μετατρεψιμότητα). Η μέση οδός στην οποία οι χώρες προσπαθούν ταυτόχρονα να επιτύχουν τους στόχους των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τους στόχους της εσωτερικής πολιτικής έχει σχεδόν ως λογική συνέπεια ελέγχους συναλλάγματος ή άλλους σκληρούς περιορισμούς στις διεθνείς συναλλαγές (Stiglitz, 2010). Άλλες έρευνες διακρίνουν τέσσερις πιθανές κατηγορίες επεξηγήσεων σχετικά με την εξέλιξη της διεθνούς χρηματοοικονομικής ενοποίησης. Παραφράζοντας τις κατηγορίες αυτές, οι εξηγήσεις βασίζονται: (i) στην τεχνολογική καινοτομία, συμπεριλαμβανομένων των επακόλουθων αυξήσεων του ανταγωνισμού στην αγορά, (ii) στον ανταγωνισμό πολιτικής μεταξύ των κυβερνήσεων που επιδιώκουν να προωθήσουν το «κρατικό ενδιαφέρον», (iii) στην εγχώρια πολιτική, περιλαμβανομένης της αντιπαραθέσεως ανταγωνισμού και των ομάδων συμφερόντων, (iv) στην ιδεολογία και τις προόδους στην οικονομική γνώση. Ο ακριβής ορισμός του «κρατικού ενδιαφέροντος» μπορεί να αντικατοπτρίζει τη δομή της εσωτερικής πολιτικής εξουσίας οπότε και οι εξηγήσεις της κλάσης (ii) και (iii) δεν χρειάζεται να διαχωριστούν. Εντούτοις, ενδέχεται να υπάρχουν καταστάσεις όπου υπάρχει ευρεία εγχώρια συναίνεση σχετικά με ορισμένες πολιτικές, όπως στο εθνικό

συμφέρον. Ομοίως, η ιδεολογία και το επίπεδο της γνώσης μπορούν να καθορίσουν τις πολιτικές που ακολουθούν τα κράτη αναζητώντας ένα δεδομένο εθνικό συμφέρον. Οι εξηγήσεις σύμφωνα με το (ii) και ιδιαίτερα το (iii) θεωρούνται ως οι «βαθιές αιτίες» των κινήσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής ενοποίησης, με υποστηρικτικό ρόλο και για το (iv). Ο βασικός ρόλος του τρίλημματος είναι να περιορίσει την επιλογή μέσα στην οποία οι βαθιές αιτίες παίζουν τον ρόλο τους (Schoenmaker, 2011).

1.5 Προκλήσεις και Αλλαγές στην Παγκόσμια Οικονομία τον 19^ο Αιώνα

Οι γενικές τάσεις και οι κύκλοι της παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς που θα τεκμηριωθούν, αντικατοπτρίζουν τις μεταβαλλόμενες αντιδράσεις στο θεμελιώδες τρίλημμα. Πριν από το 1914, κάθε μία από τις μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου συνέδεε την τιμή του νομίσματός της σε όρους χρυσού και έτσι εμμέσως διατηρούσε σταθερό επιτόκιο έναντι του νομίσματος κάθε άλλης χώρας. Τα οικονομικά συμφέροντα κυβερνούσαν τον κόσμο του κλασσικού χρυσού κανόνα και η χρηματοπιστωτική ορθοδοξία δεν βρήκε εναλλακτικό τρόπο υγιούς χρηματοδότησης. Έτσι, το σύστημα του χρυσού κανόνα συνάντησε το τρίλημμα επιλέγοντας σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες και κινητικότητα κεφαλαίου, μερικές φορές εις βάρος της εγχώριας μακροοικονομικής υγείας (Stiglitz, 2010). Μεταξύ του 1891 και του 1897, για παράδειγμα, το Υπουργείο Οικονομικών των Ηνωμένων Πολιτειών έβαλε τη χώρα μέσα σε έναν σκληρό αποπληθωρισμό ενόψει της επίμονης κερδοσκοπίας σχετικά με την αποχώρηση του δολαρίου από τον χρυσό. Αυτές οι πολιτικές συζητήθηκαν έντονα. Το λαϊκιστικό κίνημα ξεσηκώθηκε δυναμικά εναντίον του χρυσού, αλλά έχασε. Η ισορροπία της πολιτικής εξουσίας άρχισε να μετατοπίζεται μόνο με τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο, ο οποίος έφερε μια τεράστια αλλαγή στο κοινωνικό συμβόλαιο που αποτελεί τη βάση των βιομηχανικών δημοκρατιών. Εκτός από τις ΗΠΑ υπάρχουν σαφείς ενδείξεις για μια μικρή αύξηση της πολιτικής διαφάνειας στη δεκαετία μετά το 1918. Η οργανωμένη εργασία εμφανίστηκε ως πολιτική δύναμη, αντίβαρο στα συμφέροντα του κεφαλαίου, όπως παρατηρήθηκε στις βρετανικές εργασιακές αναταραχές της δεκαετίας του 1920, οι οποίες κορυφώθηκαν σε μια Γενική Απεργία. Η επιστροφή της Βρετανίας στο χρυσό το

1925 άνοιξε το δρόμο σε ένα αποκατεστημένο διεθνές χρυσό κανόνα και μια περιορισμένη αναζωπύρωση της διεθνούς χρηματοδότησης, αλλά οι αδυναμίες του ανασυγκροτημένου συστήματος βοήθησαν να προωθηθεί μια παγκόσμια ύφεση μετά την ύφεση των ΗΠΑ το 1929 (Baten, 2016). Ακολουθώντας (και σε ορισμένες περιπτώσεις αναμένοντας) το παράδειγμα της Βρετανίας, πολλές χώρες εγκατέλειψαν τον χρυσό κανόνα στις αρχές της δεκαετίας του 1930 και υποτίμησαν τα νομίσματά τους. Πολλοί επίσης κατέφυγαν στο εμπόριο και στον κεφαλαιακό έλεγχο, προκειμένου να διαχειριστούν ανεξάρτητα τις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες και τις εγχώριες πολιτικές. Αυτές οι χώρες στο «χρυσό μπλοκ», οι οποίες έμειναν πεισματικά στο χρυσό στα μέσα της δεκαετίας του 1930, παρουσίασαν την πιο απότομη απόδοση και πτώση τιμών. Υπάρχουν μελέτες στις οποίες ο απολογισμός της διστακτικότητας των Γάλλων πολιτικών ανάμεσα στους ελέγχους και την υποτίμηση παρουσιάζει την αλληλεπίδραση μεταξύ των πολιτικών πιέσεων και του τριλήμματος. Τελικά, κατά τη δεκαετία του 1930, όλες οι χώρες απέρριψαν τους άκαμπτους στόχους συναλλαγματικών ισοτιμιών και τις ανοικτές κεφαλαιαγορές υπέρ των εγχώριων μακροοικονομικών στόχων. Οι αποφάσεις αυτές αντανάκλασαν τη μετατόπιση της πολιτικής εξουσίας που ενισχύθηκε από τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο. Επίσης, σηματοδότησαν τις αρχές μιας νέας συναίνεσης σχετικά με το ρόλο της οικονομικής πολιτικής που θα αντέξει μέσα από την πληθωριστική δεκαετία του 1970 (Claessens, Evenett & Hoekman, 2010). Ωστόσο, ως άμεση συνέπεια, η Μεγάλη Ύφεση αποθάρρυνε την ορθοδοξία του χρυσού κανόνα και έφερε στο προσκήνιο τις Κεϋνσιανικές ιδέες για τη μακροοικονομική διαχείριση. Επίσης, έκανε τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους επαγγελματίες του χρηματοπιστωτικού τομέα μη δημοφιλείς. Οι υποτιθέμενες υπερβολές και η προσκόλλησή τους στον χρυσό αναγνωρίστηκαν από την κοινή γνώμη ως αιτίες της οικονομικής καταστροφής. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η Νέα Συμφωνία έφερε μια εχθρότητα προς την ανατολική υψηλή χρηματοδότηση στην Ουάσινγκτον. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές ρυθμίστηκαν αυστηρότερα και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Αμερικής υποβλήθηκε σε βαρύτερη επιρροή από το Υπουργείο Οικονομικών. Παρόμοιες αντιδράσεις υπήρξαν σε άλλες χώρες. Η μεταβαλλόμενη στάση απέναντι στις οικονομικές δραστηριότητες και την οικονομική διαχείριση στηρίζεται στη νέα μεταπολεμική οικονομική τάξη που συζητήθηκε στο Μπρέττον Γουντς του Νιου Χάμσαϊρ τον Ιούλιο του 1944 (Eckes Jr, 2011). Σαράντα τέσσερις συμμαχικές χώρες δημιούργησαν ένα σύστημα βασισμένο σε σταθερές αλλά προσαρμόσιμες συναλλαγματικές ισοτιμίες,

πιστεύοντας ότι θα παρουσιάζουν αστάθεια και θα βλάπτουν το διεθνές εμπόριο. Στο κέντρο του συστήματος υπήρξε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Η πρωταρχική λειτουργία του ΔΝΤ ήταν ως πηγή δανείων σε νόμισμα σε κυβερνήσεις οι οποίες διαφορετικά θα έπρεπε να θέσουν προσωρινά τις οικονομίες τους σε ύφεση για να διατηρήσουν σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Οι χώρες που αντιμετώπιζαν μόνιμα προβλήματα ισοζυγίου πληρωμών είχαν την επιλογή να επαναπροσδιορίσουν τα νομίσματά τους, υπό την προϋπόθεση της έγκρισης από το ΔΝΤ. Είναι σημαντικό ότι οι ιδρυτές του ΔΝΤ θεώρησαν τη δανειοδοτική τους ικανότητα ως πρωταρχικό υποκατάστατο και όχι συμπλήρωμα στις εισροές ιδιωτικών κεφαλαίων. Η μεσοπολεμική εμπειρία είχε δώσει στα ιδιωτικά κεφάλαια μια φήμη ως αναξιόπιστα στην καλύτερη περίπτωση και στη χειρότερη περίπτωση, μια επικίνδυνη πηγή διαταραχών. Αναμένονταν να συνεχιστούν ευρείς έλεγχοι για την κίνηση ιδιωτικών κεφαλαίων, οι οποίοι τελειοποιήθηκαν στον πόλεμο. Τα άρθρα συμφωνίας του ΔΝΤ εξουσιοδοτούν ρητά τις χώρες να επιβάλλουν νέους ελέγχους κεφαλαίου. Τα άρθρα 8 και 14 της συμφωνίας του ΔΝΤ απαιτούσαν τα νομίσματα των χωρών να γίνουν τελικά μετατρέψιμα, να πωλούνται ελεύθερα στην κεντρική τράπεζα έκδοσης, στην επίσημη συναλλαγματική ισοτιμία, για δολάρια ή χρυσό (Kuhn&Stoeckel, 2014). Αλλά αυτό το προνόμιο επρόκειτο να δοθεί μόνο αν το νόμισμα της χώρας είχε κερδηθεί μέσω συναλλαγών σε υπάρχοντες λογαριασμούς. Η μετατρεψιμότητα σε λογαριασμούς κεφαλαίου, σε αντίθεση με τη μετατρεψιμότητα του τρέχοντος λογαριασμού, δεν θεωρήθηκε υποχρεωτική ή επιθυμητή. Δυστυχώς, σε μεγάλο βαθμό ακόμη και για την μετατρεψιμότητα του τρέχοντος λογαριασμού χρειάστηκαν πολλά χρόνια και ακόμα και τότε περιορίστηκε συχνά σε μη μόνιμους κατοίκους. Εν τω μεταξύ, οι χώρες προσχώρησαν σε διμερείς εμπορικές συμφωνίες που απαιτούσαν ισορροπημένο ή σχεδόν ισορροπημένο εμπόριο μεταξύ κάθε ζεύγους εμπορικών εταίρων. Εάν η Γαλλία είχε πλεόνασμα εξαγωγών με τη Βρετανία και η Βρετανία πλεόνασμα με τη Γερμανία, η Βρετανία δεν θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει τα πλεονάζοντα μάρκα της για να αποκτήσει δολάρια με τα οποία θα πληρώσει τη Γαλλία. Η Γερμανία είχε πολύ λίγα δολάρια και τα φυλούσε με ζήλο για κρίσιμες εισαγωγές από την Αμερική. Αντί αυτού, κάθε χώρα θα προσπαθούσε να εκτρέψει τη ζήτηση για εισαγωγές προς χώρες με μεγάλη ζήτηση για τα αγαθά τους και να κατευθύνει τις εξαγωγές της προς χώρες των οποίων τα εμπορεύματα ευνοούσαν την εγχώρια αγορά (Valdez&Molyneux, 2015). Το αδιέξοδο της μεταβλητότητας στην Ευρώπη και οι εξαρτήσεις της ολοκληρώθηκαν μέσω ενός

περιφερειακού πολυμερούς προγράμματος εκκαθάρισης, της Ευρωπαϊκής Ένωσης Πληρωμών (EPU). Το σύστημα εκκαθάρισης δημιουργήθηκε το 1950 και ορισμένες χώρες έφθασαν σε de facto μετατρεψιμότητα έως τα μέσα της δεκαετίας. Αλλά στις 27 Δεκεμβρίου 1958 η Ευρώπη αγάλιασε επισήμως την μετατρεψιμότητα και έκλεισε την ΕΕΠ. Αν και οι περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες επέλεξαν να διατηρήσουν εκτεταμένους ελέγχους κεφαλαίων (με κυριότερη εξαίρεση την Γερμανία), η επιστροφή στη μετατρεψιμότητα, όσο σημαντική και αν ήταν στην προώθηση της πολυμερούς εμπορικής ανάπτυξης, αύξησε επίσης τις ευκαιρίες για συγκαλυμμένες κινήσεις κεφαλαίων. Αυτά μπορεί να λάμβαναν τη μορφή, για παράδειγμα, εσφαλμένης τιμολόγησης ή επιταχυνόμενων ή καθυστερημένων πληρωμών εμπορευμάτων. Η έντονη ανάπτυξη ενθάρρυνε ορισμένες χώρες να προχωρήσουν σε περαιτέρω χρηματοοικονομική απελευθέρωση, αν και οι ΗΠΑ ανησυχούσαν για τις απώλειες χρυσού και έθεσαν προοδευτικά υψηλότερους φραγμούς στην εκροή κεφαλαίων στη δεκαετία του 1960 (Giannetti&Ongena, 2009). Τελικά, οι μεγάλες επιτυχίες του συστήματος του Μπρέτον Γούντς επέσπευσαν την κατάρρευσή του, ανασταίνοντας το τρίλημμα. Οι χώρες-κλειδιά του συστήματος, κυρίως οι ΗΠΑ (φοβούμενες βραδύτερη ανάπτυξη) και η Γερμανία (φοβούμενη υψηλότερο πληθωρισμό), αποδείχθηκαν απρόθυμες να αποδεχθούν τις εσωτερικές πολιτικές συνέπειες της διατήρησης σταθερών επιτοκίων. Ακόμη και η περιορισμένη κεφαλαιακή κινητικότητα στις αρχές της δεκαετίας του 1970 αποδείχτηκε επαρκής για να επιτρέψει τις εξαγριωμένες κερδοσκοπικές επιθέσεις στα κυριότερα νομίσματα και μετά από μάταιες προσπάθειες αποκατάστασης των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι βιομηχανικές χώρες υποχώρησαν σε κυμαινόμενα επιτόκια στις αρχές του 1973. Παρόλο που θεωρήθηκε προσωρινό μέτρο έκτακτης ανάγκης, το καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών δολαρίου εξακολουθεί να είναι μαζί μας τριάντα χρόνια αργότερα (Claessens, Evenett&Hoekman, 2010). Οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες επέτρεψαν την έκρηξη στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές που σημειώθηκε κατά τις ίδιες τρεις δεκαετίες. Ελευθερωμένοι από ένα στοιχείο του τριλήμματος, τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι χώρες μπόρεσαν να ανοίξουν τις κεφαλαιαγορές τους, διατηρώντας παράλληλα την ευελιξία να αναπτύξουν νομισματική πολιτική για την επιδίωξη εθνικών στόχων. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η πείρα που αποκτήθηκε μετά την πληθωριστική δεκαετία του 1970 στην αγκυροβόληση της νομισματικής πολιτικής για την αποφυγή της αστάθειας των τιμών συνέβαλε στην προώθηση της συνεχιζόμενης χρηματοοικονομικής

ενοποίησης. Ίσως για πρώτη φορά στην ιστορία, οι χώρες είχαν μάθει πώς να κρατήσουν τον πληθωρισμό υπό έλεγχο κάτω από τα παραστατικό χρέη και τις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Εντούτοις, υπάρχουν ακόμα αρκετοί δυνητικά έγκυροι λόγοι για τις χώρες να καθορίσουν τις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες - για παράδειγμα, να διατηρήσουν ένα καλύτερο περιθώριο στον πληθωρισμό ή να αντισταθούν στην αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών λόγω των κραδασμών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αυτά τα επιχειρήματα μπορεί να βρουν, φυσικά, ιδιαίτερη απήχηση στις αναπτυσσόμενες χώρες. Ωστόσο, είναι λίγες οι χώρες που προσπάθησαν να διορθώσουν την κατάσταση και το επέτυχαν (Hunt, & Lautzenheiser, 2015). Τελικά, η σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών τείνει να έρχεται σε σύγκρουση με άλλους στόχους πολιτικής. Οι κεφαλαιαγορές αντιλαμβάνονται τις δυσκολίες της κυβέρνησης και μια κρίση προσθέτει αρκετούς οικονομικούς μπελάδες για να αναγκάσουν τις αρχές να εγκαταλείψουν. Τα τελευταία χρόνια, μόνο λίγες μεγάλες χώρες ακολούθησαν την πειθαρχία των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών για τουλάχιστον πέντε χρόνια και οι περισσότερες από αυτές ήταν μάλλον ειδικές περιπτώσεις. Τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που διατήρησαν αμοιβαία σταθερά επιτόκια πριν από τον Ιανουάριο του 1999 ενισχύθηκαν από την εμπιστοσύνη της αγοράς στη δική τους προγραμματισμένη λύση για το τρίλημμα, μια βραχυπρόθεσμη νομισματική συγχώνευση. Οι αναπτυσσόμενες χώρες, γενικά, δεν τα πήγαν τόσο καλά. Ακόμη και το Χονγκ Κονγκ, το οποίο διαθέτει ένα νομισματικό συμβούλιο που υποτίθεται πως αφοσιώνεται στη διατήρηση της ισοτιμίας δολαρίου ανάμεσα σε Χονγκ Κονγκ-ΗΠΑ, υπέστη επαναλαμβανόμενες κερδοσκοπικές επιθέσεις κατά την περίοδο της ασιατικής κρίσης (Baten, 2016). Ένα άλλο πείραμα συναλλάγματος, η Αργεντινή, η οποία έμεινε στην ισοτιμία δολαρίου 1:1 από τον Απρίλιο του 1991 για ένα αξιοσημείωτο χρονικό διάστημα, πάνω από δέκα χρόνια. Για να επιτύχει αυτό το κατόρθωμα, η χώρα στηρίχθηκε στο ΔΝΤ και στην ιδιωτική πίστωση και παρά την όποια ανάπτυξη, υπέστη επίπεδα ανεργίας υψηλότερα από όσα μπορούσαν να αντέξουν πολλές χώρες. Η κατάσταση αυτή έγινε ιδιαίτερα έντονη μετά την περίπτωση της Βραζιλίας τον Ιανουάριο του 1999. Τρία χρόνια αργότερα, οι πολιτικές και οικονομικές ρυθμίσεις της Αργεντινής διαλύθηκαν ενόψει των εξωτερικών πιστωτών (Δεκέμβριος 2001) και της κατάρρευσης του νομίσματος (Ιανουάριος-Φεβρουάριος 2002). Για τις περισσότερες μεγαλύτερες χώρες, η τάση για μεγαλύτερη χρηματοοικονομική διαφάνεια συνοδεύτηκε αναπόφευκτα, από τη

μείωση της εξάρτησης από τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες υπέρ της μεγαλύτερης ευελιξίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ορισμένες χώρες επέλεξαν μια διαφορετική λύση, ωστόσο, υιοθετώντας ακραίους περιοριστικούς παράγοντες για τη νομισματική πολιτική, προκειμένου να σταθεροποιήσουν μια συναλλαγματική ισοτιμία. Εάν η νομισματική πολιτική είναι προσανατολισμένη σε εγχώριες εκτιμήσεις, η κινητικότητα του κεφαλαίου ή ο στόχος των συναλλαγματικών ισοτιμιών πρέπει να αφαιρεθεί. Εάν αντιθέτως, οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες και η ένταξη στην παγκόσμια κεφαλαιαγορά είναι οι πρωταρχικές επιθυμίες, η νομισματική πολιτική πρέπει να υποταχθεί σε αυτούς τους σκοπούς (Eckes Jr, 2011).

1.6 Διεθνής Ροή Κεφαλαίων

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές σήμερα –μετά από πολλά μέτρα, όπως για παράδειγμα ο όγκος των συναλλαγών σε ξένα νομίσματα, οι διασυνοριακές ιδιοκτησίες σε μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο ή οι διεθνείς τραπεζικές πιστώσεις - είναι πιο ολοκληρωμένες από οποιαδήποτε άλλη στιγμή στην ιστορία. Αλλά αυτή δεν είναι η πρώτη εποχή της οικονομικής παγκοσμιοποίησης. Αυτό συνέβη πριν από ενάμιση αιώνα, μεταξύ 1870 και 1914, κατά την κλασική εποχή του χρυσού κανόνα, όταν αναπτύχθηκε μια παγκόσμια αγορά δανειακών κεφαλαίων, υποστηριζόμενη από τις εξελίξεις στην επικοινωνία των μεταφορών (σιδηρόδρομοι, ψύξη, ατμόπλοια, τηλεγράφημα, τοποθέτηση του πρώτου διατλαντικού καλωδίου το 1866, το ραδιόφωνο που παρείχε διεθνή φωνητική επικοινωνία μέχρι τα τέλη του 19ου αιώνα) και τη δέσμευση των μεγάλων χωρών στις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες (Brown, 2017). Το Λονδίνο, και σε μικρότερο βαθμό το Βερολίνο και το Παρίσι, ήταν οι βασικές τοποθεσίες για αυτήν την παγκόσμια κεφαλαιαγορά. Δεν υπάρχουν επίσημα στατιστικά στοιχεία για εκείνη την εποχή (όπως τα στοιχεία που παρέχονται για τη σύγχρονη περίοδο στις διεθνείς χρηματοοικονομικές στατιστικές του ΔΝΤ), αλλά οι μελετητές χρησιμοποίησαν ποικίλες πηγές (για παράδειγμα, για την έκδοση κινητών αξιών στο Λονδίνο) για να συγκεντρώσουν εκτιμήσεις για την έκταση και τη σύνθεση των διεθνών επενδύσεων κεφαλαίου (Davis&Gallman, 2011). Μελέτες αναφέρουν ότι η αναλογία των ακαθάριστων διεθνών επενδύσεων προς το παγκόσμιο ΑΕΠ το 1913 είχε αυξηθεί κατά τα προηγούμενα σαράντα έτη στο 22%

(κυρίως σε εκδόσεις ομολόγων), έναντι ποσοστού 75% το 2000 (ένα πολύ ευρύτερο μίγμα χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των άμεσων ξένων επενδύσεων, των διασυνοριακών μετοχικών χαρτοφυλακίων και των διεθνών τραπεζικών απαιτήσεων). Άλλες μελέτες παρέχουν μια ανάλυση, διαχωρίζοντας τις τοποθεσίες όπου συγκεντρώθηκαν τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια. Το Ηνωμένο Βασίλειο αντιπροσωπεύει το 50% των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων, η Γαλλία 22%, η Γερμανία 17%, η ΗΠΑ 6,5% και η Ολλανδία το 3%. Το 1913 ήταν το αποκορύφωμα. Το μερίδιο των ακαθάριστων διεθνών επενδύσεων στο παγκόσμιο ΑΕΠ υποχώρησε αισθητά από την οικονομική αποδιάρθρωση και την αποκήρυξη του χρέους του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου και των συνεπειών του και οι ροές παρέμειναν σχετικά συγκρατημένες καθ' όλη τη διάρκεια του μεσοπολέμου. Δεν έφθασαν στο ίδιο επίπεδο μέχρι την ανανέωση της αύξησης των διεθνών ροών κεφαλαίου στη δεκαετία του 1980 και του 1990 (Lane, 2013). Ένα εντυπωσιακό χαρακτηριστικό των διεθνών ροών κεφαλαίου της κλασσικής εποχής του χρυσού κανόνα είναι ότι μεγάλο μέρος τους, ειδικά από το Λονδίνο, πήγε στις ταχύτερα αναπτυσσόμενες «αναδυόμενες» αγορές εκείνης της εποχής. Αυτές ήταν οι χώρες στις οποίες εμφανίστηκαν νέοι οικισμοί με ανεκμετάλλευτες γεωργικές εκτάσεις οι οποίες απορρόφησαν σημαντικές ροές μεταναστών από την Ευρώπη. Η διεθνής επένδυση παρείχε το κεφάλαιο για την εκμετάλλευση αυτών των πόρων εργασίας και γης. Οι εκδόσεις ομολόγων στη Γαλλία και τη Γερμανία χρησιμοποιήθηκαν κυρίως για τη χρηματοδότηση κυβερνήσεων στη Ρωσία, την Αυστροουγγαρία και άλλες χώρες της Ανατολικής Ευρώπης. Έρευνες υποστηρίζουν ότι μεγάλο μέρος αυτού του γαλλικού και γερμανικού δανεισμού είχε ως κίνητρο την επίτευξη διεθνών διπλωματικών και πολιτικών σκοπών παρά τις εμπορικές εκτιμήσεις (Tiberi, 2017). Στο βαθμό που αυτός ο δανεισμός χρησιμοποιήθηκε για κατανάλωση και όχι για επενδύσεις, ήταν λιγότερο ικανός να δημιουργήσει τα έσοδα από τις εξαγωγές που θα εξοφλούσαν τον αρχικό δανεισμό. Τα ομόλογα που εκδόθηκαν από τις κυβερνήσεις των χωρών με τους νέους οικισμούς, κυρίως στην Αργεντινή, απέχουν πολύ από την απουσία κινδύνου. Μελέτες αναφέρουν ότι οι δέκα πρώτοι αποδέκτες διεθνών επενδύσεων το 1913 ήταν οι ΗΠΑ (16% του συνόλου), η Ρωσία (8%), ο Καναδάς (8%), η Αργεντινή(7%), η Αυστροουγγαρία (6%), η Ισπανία (6%), η Βραζιλία, το Μεξικό, η Ινδία και η Κεϋλάνη, η Νότια Αφρική, η Αυστραλία και η Κίνα (όλοι 2%). Αυτό έρχεται σε απόλυτη αντίθεση με τις πρόσφατες δεκαετίες, όπου οι περισσότερες διεθνείς επενδύσεις έγιναν σε προηγμένες μη αναδυόμενες οικονομίες.

Επιπλέον, είναι και οι μετοχές της εσωτερικής ακαθάριστης διεθνούς επένδυσης προηγμένων χωρών (συμπεριλαμβανομένων των άμεσων επενδύσεων, χαρτοφυλακίων και των διεθνών τραπεζικών δανείων) το 2001 (Agosin&Huaita, 2012). Αυτές ήταν οι ΗΠΑ (27%), το Ηνωμένο Βασίλειο (9%), η Γερμανία (8%), η Γαλλία (6%), οι Κάτω Χώρες, Ιταλία, Ιαπωνία (όλες 4%), Βέλγιο/Λουξεμβούργο, Χονγκ Κονγκ, Καναδάς (όλες 3%) και η Ελβετία (2%). Αυτές οι έντεκα χώρες αντιπροσωπεύουν έτσι πάνω από το 70% των παγκόσμιων εσωτερικών ακαθάριστων διεθνών επενδύσεων. Μεταξύ των δεκατεσσάρων πρώτων αποδεκτών, μόνο τρεις είναι αναδυόμενες αγορές: Κίνα/Χονγκ Κονγκ (5% του συνόλου), Βραζιλία (2%) και Ινδία (1%). Ένα εναλλακτικό μέτρο των διεθνών επενδύσεων είναι τα ελλείμματα τρεχούμενων συναλλαγών (που δείχνουν τον αποδέκτη κεφαλαίου) και τα πλεονάσματα (που δείχνουν τον προμηθευτή κεφαλαίου). Σε αντίθεση με τα μέτρα που εξετάστηκαν στις προηγούμενες παραγράφους, πρόκειται για μέτρα καθαρών και όχι ακαθάριστων ροών (Esteves&Khoudour-Castéras, 2011). Το 1870-1913 οι διασυνοριακές επενδύσεις αποτελούσαν κατά κύριο λόγο «μονόδρομο» από το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γερμανία και τη Γαλλία στις χώρες αποδέκτες. Κατά συνέπεια, οι ακαθάριστες επενδυτικές μετοχές συγκρίνονται αρκετά στενά με ένα καθαρό μέτρο βάση των σωρευμένων καθαρών πλεονασμάτων και ελλειμμάτων τρεχούμενων συναλλαγών. Σήμερα αντιθέτως, οι περισσότερες χώρες που έχουν ενοποιηθεί με τις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές είναι ταυτόχρονα τόσο αποδέκτες όσο και προμηθευτές διεθνών επενδύσεων. Σύμφωνα με αυτό και παρά τις ακαθάριστες διασυνοριακές επενδύσεις που ως αναλογία του ΑΕΠ είναι πολύ υψηλότερη κατά τη διάρκεια του κλασσικού χρυσού κανόνα, τα μέσα πλεονάσματα και ελλείμματα των τρεχούμενων συναλλαγών ήταν πολύ χαμηλότερα τα τελευταία χρόνια από ότι καταγράφηκαν πριν από τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Από το 1890 έως το 1913, οι καθαρές εξαγωγές κεφαλαίων των χωρών υψηλού εισοδήματος υπερέβαιναν το 1% του ΑΕΠ τους, πολύ υψηλότερο από το 1990-2001, όταν οι καθαρές εξαγωγές κεφαλαίων χωρών υψηλού εισοδήματος φαίνεται να έχουν κατά μέσο όρο σχεδόν μηδέν (Lane, 2013). Οι καθαρές ροές κεφαλαίων στον Καναδά ήταν κατά μέσο όρο περίπου 8% του ΑΕΠ κατά την ίδια περίοδο, φτάνοντας στο 13% περίπου το 1911. Οι Ηνωμένες Πολιτείες ήταν εισαγωγέας κεφαλαίου μέχρι το 1900 και εξαγωγέας κεφαλαίου στη συνέχεια, αλλά ως μια μεγάλη και σχετικά κλειστή οικονομία, οι ροές κεφαλαίων δεν είναι τόσο μεγάλες όσο το ποσοστό του ΑΕΠ και οι εισροές κεφαλαίων κυμαίνονταν

κατά μέσο όρο μόλις στο + 1% του ΑΕΠ από το 1880 έως το 1900 και στο -1% του ΑΕΠ από το 1900-1914. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι η περίοδος πριν από το 1914, όπως και η σύγχρονη εποχή, χαρακτηρίστηκε από πολλές διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Μελέτες συγκρίνουν τις κρίσεις στα χρόνια πριν από τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο με εκείνα της εποχής μετά το Μπρέττον Γούντς, εντοπίζοντας 7 κρίσεις (τραπεζικές ή συναλλαγματικές) στις αναπτυγμένες χώρες (Γαλλία, Γερμανία, Κάτω Χώρες, Ηνωμένο Βασίλειο) και 25 στις αναδυόμενες αγορές (δεκατρείς άλλες χώρες συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ) κατά τα έτη 1883-1913, δηλαδή οι κρίσεις ήταν αρκετά συχνές (Brown, 2017). Κατά μέσο όρο, οι τραπεζικές κρίσεις εμφανίστηκαν τόσο συχνά ανά χώρα κατά τη διάρκεια του κλασικού χρυσού κανόνα όσο και κατά την περίοδο 1970-1998, αν και οι κρίσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών εμφανίστηκαν λιγότερο συχνά. Σε πολλές (αλλά όχι όλες) από αυτές τις κρίσεις, η παραγωγή και οι επενδύσεις επέστρεψαν γρήγορα στις τάσεις που είχαν πριν από την κρίση. Φαίνεται ότι η αδιαμφισβήτητη δέσμευση των βασικών χωρών του χρυσού κανόνα (Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Γερμανία) να διατηρήσουν την ισοτιμία του χρυσού δεν επέτρεψε μόνο την άμεση αποφυγή των νομισματικών κρίσεων αλλά επέτρεψε και στις ροές κεφαλαίων να συνεχιστούν σχετικά σύντομα μετά από τις τραπεζικές κρίσεις (Agosin&Huaita, 2012). Οι κρίσεις εκείνης της εποχής εμφανίστηκαν σε τρεις κύριες ομάδες: το 1889-91 περιλάμβανε τη σοβαρή κρίση της Αργεντινής που προκάλεσε την πρώτη αποτυχία της Τράπεζας Baring στο 1890 και ακολουθήθηκε σχετικά σύντομα από περαιτέρω κρίσεις του 1893-94, η περίοδος 1897-98 ακολουθήθηκε και πάλι σχετικά σύντομα από κρίσεις το 1900-1901 και το διάστημα 1907-08 ήταν το σοβαρότερο επεισόδιο (από την άποψη του αριθμού των κρίσεων σε διάφορες χώρες). Αυτός ο παγκόσμιος συσχετισμός συνάδει με μια ιστορία έντονων διακυμάνσεων στη διαθεσιμότητα πίστωσης από το Λονδίνο και είναι σύμφωνος με μελέτες που υποστηρίζουν ότι αυτή η διαθεσιμότητα πιστώσεων τροφοδοτούσε τις μη βιώσιμες διακυμάνσεις των τιμών των δανείων και των ακινήτων κατά την περίοδο αυτή. Η εξάπλωση τόσο της κρίσης του 1890 όσο και της κρίσης του 1907 οφείλεται επίσης σε μια μεταδοτική απώλεια εμπιστοσύνης (Tiberi, 2017).

2. Ο Ορισμός της Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης

Υπάρχουν διάφοροι εναλλακτικοί ορισμοί για την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Κάποιες μελέτες υποθέτουν ότι η αγορά για ένα δεδομένο σύνολο χρηματοπιστωτικών μέσων και υπηρεσιών είναι πλήρως ενοποιημένη, εάν όλοι οι δυνητικοί συμμετέχοντες στην αγορά έχουν τα ίδια συναφή χαρακτηριστικά:

α. Αντιμετωπίζουν ένα ενιαίο σύνολο κανόνων όταν αποφασίζουν να ασχοληθούν με τα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα και/ή υπηρεσίες.

β. Έχουν ίση πρόσβαση στο ίδιο σύνολο χρηματοπιστωτικών μέσων ή/και υπηρεσιών.

γ. Αντιμετωπίζονται ισότιμα όταν είναι ενεργά στην αγορά. Αυτός ο ορισμός της ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών περιλαμβάνει τρία σημαντικά χαρακτηριστικά. Πρώτον, είναι ανεξάρτητη από τις οικονομικές δομές εντός των περιφερειών. Οι χρηματοοικονομικές δομές περιλαμβάνουν όλους τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς - ιδρύματα ή αγορές και τον τρόπο με τον οποίο συνδέονται μεταξύ τους όσον αφορά τη ροή κεφαλαίων προς και από τα νοικοκυριά, τις κυβερνήσεις και τις επιχειρήσεις. Δεύτερον, οι προστριβές στη διαδικασία διαμεσολάβησης, δηλαδή η πρόσβαση σε κεφάλαια ή η επένδυση κεφαλαίου είτε μέσω θεσμών είτε μέσω αγορών μπορούν να διατηρηθούν μετά την ολοκλήρωση της χρηματοοικονομικής ενοποίησης (Oxelheim, 2012). Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση αφορά τις συμμετρικές ή ασύμμετρες επιπτώσεις των υφιστάμενων τριβών σε διαφορετικούς τομείς. Ακόμη και με την παρουσία τριβών, αρκετές περιοχές μπορούν να ενοποιηθούν οικονομικά, εφόσον οι τριβές επηρεάζουν συμμετρικά αυτούς τους τομείς. Ωστόσο, εάν οι τριβές έχουν ασύμμετρες επιπτώσεις, η διαδικασία χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης δεν μπορεί να φτάσει στο καταληκτικό σημείο. Τρίτον, ο ορισμός της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης διαχωρίζει τα δύο συστατικά στοιχεία μιας χρηματοπιστωτικής αγοράς, δηλαδή την προσφορά και τη ζήτηση για επενδυτικές ευκαιρίες. Η πλήρης ολοκλήρωση απαιτεί την ίδια πρόσβαση στις τράπεζες ή στις πλατφόρμες διαπραγμάτευσης, εκκαθάρισης και διακανονισμού τόσο για τους επενδυτές (ζήτηση για επενδυτικές ευκαιρίες) όσο και για τις επιχειρήσεις (παροχή επενδυτικών ευκαιριών, κατάλογοι), ανεξάρτητα από την περιοχή προέλευσής τους (Arellano&Heathcote, 2010). Επιπλέον, μόλις

χορηγηθεί πρόσβαση, η πλήρης ολοκλήρωση απαιτεί να μην υφίστανται διακρίσεις μεταξύ συγκρίσιμων συμμετεχόντων στην αγορά βασισμένων αποκλειστικά στην τοποθεσία προέλευσής τους. Όταν μια δομή κάνει συστηματικά διακρίσεις ενάντια στις ξένες επενδυτικές ευκαιρίες λόγω εθνικών νομικών περιορισμών, τότε η περιοχή δεν είναι οικονομικά ολοκληρωμένη. Μια περιοχή μπορεί επίσης να θεωρηθεί εν μέρει χρηματοοικονομικά ολοκληρωμένη. Ο ορισμός της ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών συνδέεται στενά με τη νομοθεσία της μιας τιμής. Ο νόμος της μιας τιμής ορίζει ότι εάν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν τους ίδιους κινδύνους και αποδόσεις, τότε θα πρέπει να τιμολογούνται πανομοιότυπα ανεξάρτητα από το πού διεξάγονται. Με άλλα λόγια, εάν μια επιχείρηση εκδίδει ομόλογα σε δύο χώρες ή περιφέρειες, πρέπει να πληρώσει το ίδιο επιτόκιο και στους δύο κατόχους ομολόγων. Εάν ο νόμος της μιας τιμής δεν ισχύει, τότε υπάρχει περιθώριο για ευκαιρίες αρμπιτράζ (Mendoza, Quadriñi&Rios-Rull, 2009). Ωστόσο, εάν η επένδυση κεφαλαίου δεν κάνει διακρίσεις, τότε οποιοσδήποτε επενδυτής θα είναι ελεύθερος να εκμεταλλευτεί όλες τις ευκαιρίες αρμπιτράζ, οι οποίες στη συνέχεια θα παύσουν να υπάρχουν, αποκαθιστώντας έτσι την εγκυρότητα του νόμου της μιας τιμής. Μελέτες τονίζουν ότι είναι εύκολο να δούμε πως ο νόμος της μιας τιμής είναι στην πραγματικότητα μια συνέπεια του παραπάνω ορισμού. Εάν όλοι οι συμμετέχοντες αντιμετωπίζουν τους ίδιους κανόνες, έχουν ίση πρόσβαση και αντιμετωπίζονται ισότιμα, τότε οποιαδήποτε διαφορά τιμής μεταξύ δύο ταυτόσημων περιουσιακών στοιχείων θα αρθεί αμέσως. Βεβαίως, υπάρχουν περιπτώσεις όπου ο νόμος μιας τιμής δεν ισχύει άμεσα. Για παράδειγμα, ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να μην επιτρέπεται να είναι εισηγμένο σε χρηματιστήριο άλλης περιοχής, το οποίο σύμφωνα με τον ορισμό μας θα αποτελούσε εμπόδιο στην χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Ένα άλλο παράδειγμα είναι τα περιουσιακά στοιχεία όπως οι μετοχές ή τα εταιρικά ομόλογα. Οι κινητές αυτές αξίες χαρακτηρίζονται από διαφορετικές ροές χρήματος και πολύ ετερογενείς πηγές κινδύνου και ως εκ τούτου οι τιμές τους δεν είναι άμεσα συγκρίσιμες (Edison, Levine,Ricci&Sløk, 2002). Επομένως, τα εναλλακτικά μέτρα που βασίζονται σε αποθέματα και ροές περιουσιακών στοιχείων (μέτρα βάσει ποσοτήτων) καθώς και εκείνα που διερευνούν τον αντίκτυπο των κοινών διαταραχών στις τιμές (μέτρα βάσει ειδήσεων) μπορούν να συμπληρώσουν τα μέτρα που βασίζονται σε συγκρίσεις τιμών (μέτρα βάσει τιμών). Άλλες μελέτες υποστηρίζουν ότι η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η διαδικασία μέσω της οποίας οι χρηματοπιστωτικές αγορές μιας οικονομίας εντάσσονται πιο

στενά σε εκείνες άλλων οικονομιών ή οικονομίες στον υπόλοιπο κόσμο. Αυτό συνεπάγεται αύξηση των ροών κεφαλαίων και τάση για εξίσωση των τιμών και των αποδόσεων των διαπραγματεύσιμων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στις διάφορες χώρες. Η Οικονομική Επιτροπή για την Αφρική (2008) επιβεβαιώνει ότι αυτό απαιτεί την κατάργηση ορισμένων ή όλων των περιορισμών σε ξένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε ορισμένες (ή όλες) τις χώρες. Ιδανικά, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα είναι σε θέση να λειτουργούν ή να προσφέρουν διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, καθώς και να δημιουργούν δεσμούς μεταξύ τραπεζικών, μετοχικών και άλλων τύπων χρηματοπιστωτικών αγορών (Baeleetal, 2004). Η χρηματοπιστωτική ενοποίηση θα μπορούσε επίσης να προκύψει ακόμη και ελλείψει ρητών συμφωνιών. Αυτές οι μορφές ολοκλήρωσης θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν την είσοδο ξένων τραπεζών στις εγχώριες αγορές, την ξένη συμμετοχή στις ασφαλιστικές αγορές και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, την εμπορία κινητών αξιών στο εξωτερικό και τον άμεσο δανεισμό από εγχώριες επιχειρήσεις στις διεθνείς αγορές. Άλλες μελέτες δείχνουν ότι η ολοκλήρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς θα μπορούσε να προχωρήσει στην επιβολή μιας επίσημης διεθνούς συνθήκης. Αυτό αναφέρεται σε δύο διαφορετικά στοιχεία. Το ένα είναι η πρόβλεψη συντονισμένης ή συνεργατικής πολιτικής αντιμετώπισης οικονομικών διαταραχών. Το άλλο είναι η κατάργηση των περιορισμών στις διασυνοριακές οικονομικές πράξεις των οικονομιών-μελών, συμπεριλαμβανομένης της εναρμόνισης των κανονισμών των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Και τα δύο στοιχεία είναι απαραίτητα για την επίτευξη της πλήρους ολοκλήρωσης των περιφερειακών χρηματοπιστωτικών αγορών και των φόρων καθώς και των κανονισμών μεταξύ των οικονομιών-μελών (Kose, Prasad&Terrones, 2003).

2.1 Τύποι Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης

Διάφορες μελέτες κάνουν διάκριση μεταξύ συνολικής, άμεσης και έμμεσης χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Η συνολική χρηματοοικονομική ολοκλήρωση περιλαμβάνει την άμεση και έμμεση ολοκλήρωση. Η συνολική (τέλεια) ολοκλήρωση σημαίνει ότι τα αναμενόμενα πραγματικά επιτόκια είναι τα ίδια στις σχετικές αγορές. Όταν η συνολική χρηματοοικονομική ολοκλήρωση δεν είναι τέλεια, ο λόγος μπορεί

να είναι η ατελής άμεση ή/και έμμεση ολοκλήρωση. Η άμεση χρηματοοικονομική ολοκλήρωση, η οποία ονομάζεται επίσης ενοποίηση της κεφαλαιαγοράς, εκφράζεται σε αποκλίσεις από το νόμο της μιας τιμής για τις χρηματοπιστωτικές κινητές αξίες. Ο νόμος αυτός επιτυγχάνεται υπό τέλεια άμεση χρηματοοικονομική ολοκλήρωση, και ένας επενδυτής μπορεί να αναμένει την ίδια απόδοση των επενδύσεων από διαφορετικές αγορές (και τον ίδιο δανειολήπτη με το ίδιο δάνειο), αφού γίνει η απαιτούμενη προσαρμογή για τον κίνδυνο (Hoxha, Kalemlı-Ozcan&Vollrath, 2013). Εάν η διαφοροποίηση των αναμενόμενων αποδόσεων κεφαλαίου σταθμισμένου κινδύνου είναι μεγαλύτερη από το μηδέν, αλλά είναι μικρότερη ή ίση με εκείνη του κόστους συναλλαγής, μπορούμε να πούμε ότι οι αγορές αποσυντίθενται αλλά είναι αποτελεσματικές. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορεί επίσης να ποικίλει ως προς την ισχύ από την τέλεια ολοκλήρωση έως την τέλεια αποσύνθεση ή τμηματοποίηση. Όταν τα αναμενόμενα πραγματικά επιτόκια δεν είναι τα ίδια στις αντίστοιχες αγορές (όχι τέλεια ολοκλήρωση), τότε οι αγορές λέγεται ότι είναι τμηματοποιημένες. Η τμηματοποίηση είναι αποτέλεσμα της έλλειψης ολοκλήρωσης και αυτό μπορεί να συμβεί εξαιτίας του υψηλού κόστους συναλλαγών που εμπλέκεται στο αρμπιτράζ ή στην αναποτελεσματικότητα της αγοράς. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση περιλαμβάνει όχι μόνο την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών ή υπηρεσιών, αλλά μπορεί να πάρει και άλλες μορφές. Αυτές οι μορφές δεν χρειάζεται να αλληλοσυνδέονται ούτε είναι προηγμένες μορφές (στάδια) της διαδικασίας ολοκλήρωσης. Μελέτες δείχνουν ότι η ολοκλήρωση μπορεί να λάβει πολλές μορφές και να παρουσιάσει διάφορες πτυχές:

- Νομισματική ολοκλήρωση, είτε μέσω νομισματικών ενώσεων (Ευρώπη, Δυτική και Κεντρική Αφρική) είτε μέσω δολαριοποίησης, όπως στη Λατινική Αμερική και την Καραϊβική.
- Απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίου.
- Υπεργολαβία χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ή υποδομών στο εξωτερικό, όπως στην περίπτωση της εισαγωγής κινητών αξιών σε ξένα χρηματιστήρια.
- Πρόσβαση από χώρες του εξωτερικού.
- Κανονιστική σύγκλιση και εναρμόνιση (Grossman&Leblond, 2011).

2.2 Μορφές Οικονομικής Ολοκλήρωσης

Διάφορες μορφές οικονομικής ολοκλήρωσης προσδιορίζονται από την άποψη της προόδου ενός έθνους σχετικά με την ολοκλήρωση σε περιφερειακή βάση. Ορισμένες από αυτές τις μορφές ολοκλήρωσης αλληλεπικαλύπτονται, αλλά δεν αποτελούν υποχρεωτικά στάδια που πρέπει να επιτευχθούν σε μια διαδικασία χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Η πρώτη μορφή ολοκλήρωσης είναι η εμπορική συμφωνία προτίμησης (Lang&Ohr, 2012).

2.2.1 Εμπορική Συμφωνία Προτίμησης (Preferential Trade Agreement)

Μια εμπορική συμφωνία προτίμησης είναι μια συμφωνία που υπάρχει μεταξύ ενός συνόλου χωρών που περιλαμβάνουν προνομιακή μεταχείριση του διμερούς εμπορίου μεταξύ οποιωνδήποτε δύο μερών της συμφωνίας σχετικά με το εμπόριο τους με τις άλλες χώρες του κόσμου. Με αυτό το είδος συμφωνίας, οι χώρες μέλη μιας Ένωσης επιβάλλουν χαμηλότερους δασμούς στις εισαγωγές μεταξύ τους, από ότι σε εισαγωγές από μη χώρες μέλη. Αυτό σημαίνει ότι οι χώρες εκτός της περιοχής εμπορικής συμφωνίας προτίμησης πρέπει να γίνουν μέλη προκειμένου να απολαύσουν τα ειδικά προνόμια που χορηγούνται στα κράτη μέλη. Οι χώρες μέλη μιας εμπορικής συμφωνίας προτίμησης μπορούν να προχωρήσουν ένα βήμα παραπέρα, αφαιρώντας όλα τα εμπόδια στο εμπόριο. Εάν καταργηθούν όλα, η ένωση γίνεται περιοχή ελεύθερων συναλλαγών (Baier, Bergstrand&Feng, 2014).

2.2.2 Περιοχή Ελεύθερων Συναλλαγών (Free trade area)

Σύμφωνα με έρευνες, μια περιοχή ελεύθερων συναλλαγών είναι η μορφή της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης στην οποία αφαιρούνται όλα τα εμπόδια στο εμπόριο μεταξύ των μελών, αλλά κάθε έθνος διατηρεί τα δικά του όρια στο εμπόριο με μη μέλη. Τα όρια στο εμπόριο επιβάλλονται υπό τη μορφή κανόνων και κανονισμών που έχουν καθοριστεί για τα μη μέλη. Άλλες μελέτες βρίσκουν δύο βασικά χαρακτηριστικά μιας περιοχής ελεύθερων συναλλαγών: πρώτον, τα κράτη

μέλη διατηρούν το δικαίωμα να καθορίζουν τους δασμούς τους στις εισαγωγές ξεχωριστά από τον υπόλοιπο κόσμο. Δεύτερον, η περιοχή είναι εξοπλισμένη με κανόνες προέλευσης, οι οποίοι έχουν ως στόχο να περιορίσουν τις ελεύθερες συναλλαγές εντός της περιοχής σε προϊόντα που προέρχονται ή παράγονται κυρίως στην περιοχή (Dalimon, 2009). Οι χώρες μέλη συχνά καθορίζουν τέτοιους κανόνες για να αποτρέψουν την ανακατεύθυνση των εισαγωγών μέσω της χώρας με το χαμηλότερο κόστος για σκοπούς εκμετάλλευσης της διαφορετικής τιμολόγησης. Αυτή η στρατηγική συμβάλλει στην αποτροπή της εκμετάλλευσης των δασμολογικών διαφορών από τρίτες χώρες. Παραδείγματα περιοχών ελεύθερων συναλλαγών περιλαμβάνουν την Ευρωπαϊκή Ζώνη Ελεύθερων Συναλλαγών (ΕΖΕΣ) και τη Λατινοαμερικανική Ζώνη Ελευθέρων Συναλλαγών (LAFTA). Οι χώρες που ανήκουν σε περιοχή ελεύθερων συναλλαγών θα μπορούσαν να εξαλείψουν τους δασμούς και τις ποσοτώσεις των εμπορευμάτων μεταξύ τους και να έχουν διαφορετικές πολιτικές προς χώρες μη μέλη. Σε μια κατάσταση κατά την οποία οι χώρες δεν μπορούν να έχουν διαφορετικές πολιτικές ούτε να καθορίζουν τους δικούς τους χωριστούς δασμολογικούς συντελεστές στις εισαγωγές από τον υπόλοιπο κόσμο, θα έχουν μια κοινή προσέγγιση όσον αφορά το εξωτερικό εμπόριο. Συμφωνώντας να υπάρξει αυτή η κοινή προσέγγιση στο εξωτερικό εμπόριο και τις πολιτικές, οι χώρες στη συνέχεια εμπλέκονται σε μια διαφορετική μορφή ολοκλήρωσης που είναι γνωστή ως Τελωνειακή Ένωση (Tavares, 2009).

2.2.3 Τελωνειακή Ένωση (Customs Union)

Με αυτό το είδος ρύθμισης, τα κράτη μέλη υιοθετούν συνήθως κοινούς εξωτερικούς δασμούς (CETS), ελεύθερο εμπόριο και ενοποίηση της τιμολογιακής πολιτικής. Η ύπαρξη κοινών εξωτερικών δασμών μεταξύ των μελών σημαίνει ότι δεν υπάρχει λόγος για κανόνες προέλευσης για τα εμπορεύματα, όταν πραγματοποιείται το εμπόριο. Ο κοινός εξωτερικός δασμός μπορεί να ρυθμιστεί σε οποιοδήποτε επιθυμητό επίπεδο από τα μέλη προκειμένου να μεγιστοποιηθεί η κοινωνική ευημερία. Μελέτες σε αυτό το σημείο αναφέρουν ότι τα βασικά χαρακτηριστικά μιας τελωνειακής ένωσης είναι η κατάργηση των δασμών στις εισαγωγές από τις χώρες μέλη, η θέσπιση κοινού εξωτερικού δασμού για τις εισαγωγές από τον υπόλοιπο

κόσμο και η κατανομή των τελωνειακών εσόδων σύμφωνα με συμφωνημένο πρότυπο. Στο πλαίσιο μιας τελωνειακής ένωσης, οι ειδικοί δασμοί αποτελούν τη μόνη μορφή εμπορικών περιορισμών. Το εμπόριο είναι ισορροπημένο. η παραγωγή και οι πόροι χρησιμοποιούνται πλήρως και κατανέμονται. Μία μορφή περιφερειακής ολοκλήρωσης στην οποία υπάρχει ελευθερία κίνησης για την παραγωγή αναφέρεται ως Κοινή Αγορά (Brou&Ruta, 2011).

2.2.4 Κοινή Αγορά (Common Market)

Σύμφωνα με μελέτες, η έννοια της Κοινής Αγοράς εισήχθη στην Έκθεση Spaak του 1956, αλλά ο όρος ήταν ήδη ευρέως διαδεδομένος από τα μέσα της δεκαετίας του '50. Δημιουργείται μια κοινή αγορά με στόχο την κατάργηση των εμποδίων στην ελεύθερη κυκλοφορία προσώπων, υπηρεσιών και κεφαλαίων. Οι κοινές αγορές είναι τελωνειακές ενώσεις που επιτρέπουν επίσης την κινητικότητα των ελεύθερων συντελεστών παραγωγής στα εθνικά σύνορα των κρατών μελών, συμπεριλαμβανομένων συντελεστών όπως το κεφάλαιο, το εργατικό δυναμικό, η τεχνολογία και οι επιχειρήσεις. Παραδείγματα κοινών αγορών είναι η Κοινότητα της Καραϊβικής και η κοινή αγορά (CARICOM) καθώς και η κοινή αγορά της Κεντρικής Αμερικής (CACM). Άλλες μελέτες δείχνουν ότι οι κοινές αγορές έχουν συνήθως μια υπερεθνική αρχή, της οποίας οι αποφάσεις δεσμεύουν όλα τα μέλη και ένα καλό παράδειγμα ήταν η Ευρωπαϊκή Ένωση πριν από τη μετάβασή της σε Νομισματική Ένωση (Cornia, 2011).

2.2.5 Νομισματική Ένωση (Monetary Union)

Μια νομισματική ένωση απαιτεί έναν επιπλέον περιορισμό της εθνικής αυτονομίας σχετικά με την οικονομική πολιτική πέρα από αυτό που απαιτείται από τη συμμετοχή σε μια τελωνειακή ένωση ή μια κοινή αγορά. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι χώρες σε μια νομισματική ένωση παραχωρούν τη δύναμη άσκησης ελέγχου στη νομισματική πολιτική και οι αποφάσεις για αυτήν καθορίζονται από μια ορισμένη κεντρική τράπεζα. Τα κράτη μέλη μιας νομισματικής ένωσης θα μπορούσαν να έχουν

τα νομίσματά τους συνδεδεμένα μεταξύ τους ή να σχηματίσουν ένα ενιαίο νόμισμα. Επομένως, μια νομισματική ένωση δεν περιλαμβάνει μόνο ένα ενιαίο νόμισμα, αλλά και μια κεντρική τράπεζα που ελέγχει τη νομισματική πολιτική και συνήθως διαμορφώνεται σε συνδυασμό με μια τελωνειακή ένωση ή μια κοινή αγορά. Ένα σημαντικό μειονέκτημα της νομισματικής ένωσης είναι ότι υπάρχει αίσθηση απώλειας ελέγχου επί ενός βασικού μακροοικονομικού μέσου όπως η νομισματική πολιτική. Σύμφωνα με κάποιες μελέτες, μια νομισματική ένωση σημαίνει ένα περιφερειακό μπλοκ στο οποίο χρησιμοποιείται ένα ενιαίο νόμισμα με μια κεντρική τράπεζα, όπως η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ή η Αμερικανική Κεντρική Τράπεζα, οι οποίες είναι υπεύθυνες για τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος και επιτοκίων. Οι νομισματικές ενώσεις είναι δύο ειδών και μπορεί να συμπεριλαμβάνουν η μια την άλλη, ωστόσο οι χώρες ενδέχεται να εξακολουθούν να συμμετέχουν σε μια νομισματική ένωση, ενώ υποστηρίζουν τις δικές τους μεμονωμένες κεντρικές τράπεζες (Majone, 2009). Άλλες μελέτες υπογραμμίζουν περαιτέρω τη διαφορά μεταξύ των δύο μορφών νομισματικής ολοκλήρωσης όταν επισημαίνουν ότι μια νομισματική ένωση περιλαμβάνει τον καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών και την ύπαρξη χρηματοδοτικών διευκολύνσεων για την ανακούφιση των χρηματικών και εμπορικών προσαρμογών και ότι μια νομισματική ένωση είναι η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών για τη διευκόλυνση της ελεύθερης κινητικότητας των κεφαλαίων. Οι μελέτες καταλήγουν λέγοντας ότι είναι πολύ δύσκολο να γίνει σαφής διάκριση μεταξύ αυτών των δύο μορφών νομισματικής ολοκλήρωσης καθώς οι δύο διαδικασίες αλληλοσυνδέονται. Σύμφωνα με τους παραπάνω ορισμούς, μια νομισματική ένωση θα περιλαμβάνει μια ομάδα χωρών με κοινό νόμισμα ή οι χώρες θα μπορούσαν να διατηρήσουν τα ξεχωριστά εθνικά νομίσματά τους, αλλά και να συνδέσουν αυτά τα κοινά νομίσματα με μια μόνιμη συναλλαγματική ισοτιμία. Η σύνδεση των νομισμάτων σε ισοτιμία μέσα σε μια νομισματική ένωση θα μπορούσε να βοηθήσει στον προσδιορισμό του βέλτιστου τομέα μιας ζώνης νομισμάτων. Μια σύντομη αναφορά στη βέλτιστη νομισματική περιοχή είναι απαραίτητη πρώτον, επειδή το γενικό πλαίσιο της θεωρίας της Βέλτιστης Περιοχής Νομισμάτων (OCA) συμβάλλει στην κατανόηση της έννοιας της Νομισματικής Ένωσης που βασίζεται στα εθνικά νομίσματα των χωρών που συνδέονται με την ισοτιμία και δεύτερον, επισημαίνονται κάποια οφέλη που θα προκύψουν (Barro&Lee, 2011).

2.2.6 Η Βέλτιστη Περιοχή Νομισμάτων (OCA)

Σύμφωνα με μελέτες, η βέλτιστη περιοχή νομισμάτων αναφέρεται σε μια ομάδα εθνών των οποίων τα εθνικά νομίσματα συνδέονται μέσω μόνιμα καθορισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών και των συνθηκών που θα καθιστούσαν μια τέτοια περιοχή βέλτιστη. Στο πλαίσιο της συμμετοχής σε μια OCA, τα εθνικά νομίσματα των κρατών μελών συνδέονται είτε άμεσα είτε έμμεσα μεταξύ τους. Υπάρχουν έξι προϋποθέσεις που προηγούνται της σύνδεσης των νομισμάτων με τις χώρες σε μια OCA. Πρώτον, οι χώρες που έχουν υψηλό βαθμό κινητικότητας των συντελεστών παραγωγής θα μπορούσαν να συμμετέχουν σε μια περιοχή νομισμάτων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως όταν υπάρχει υψηλό βαθμού κινητικότητα συντελεστών, παρατηρείται παράλληλα μικρότερη ευελιξία της συναλλαγματικής ισοτιμίας, σε αντίθεση με τις χώρες που έχουν χαμηλό βαθμό κινητικότητας συντελεστή (Mwasha, 2011). Δεύτερον, ο βαθμός διαφάνειας μιας χώρας προς τις άλλες χώρες της περιοχής καθορίζει το βαθμό στον οποίο τα νομίσματα μπορούν να συνδεθούν μέσα σε μια OCA. Μια χώρα όπου τα εμπορεύματα αποτελούν μεγάλο ποσοστό της συνολικής εγχώριας παραγωγής θα μπορούσε να συμμετέχει κερδοφόρα σε μια νομισματική περιοχή, ενώ στην αντίθετη περίπτωση θα έπρεπε να υιοθετήσει μια ευέλικτη συναλλαγματική ισοτιμία. Τρίτον, μια χώρα με υψηλή διαφοροποίηση των προϊόντων θα μπορούσε να συνδέσει το νόμισμά της με την OCA. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι κατά μέσο όρο, οι συνολικές εξαγωγές μιας χώρας με υψηλή διαφοροποίηση των προϊόντων θα είναι πιο σταθερές από εκείνες μιας χώρας με χαμηλή διαφοροποίηση των προϊόντων. Οι διακυμάνσεις των εξαγωγών επηρεάζουν το ισοζύγιο πληρωμών και δημιουργούν πιέσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία με αμετάβλητα τα λοιπά στοιχεία (Kallioras&Petrakos, 2010). Συνεπώς, μια χώρα με μεγάλη διαφοροποίηση των προϊόντων θα έχει λιγότερη ανάγκη για αλλαγές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και ως εκ τούτου θα είναι σε θέση να ανεχθεί σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Τέταρτον, μια χώρα με υψηλό βαθμό διεθνούς χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης θα μπορούσε επίσης να συμμετέχει σε μια περιοχή νομισμάτων. Σύμφωνα με μελέτες, όταν υπάρχει υψηλός βαθμός διεθνούς χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, δεν χρειάζεται η χώρα να αλλάξει ανάλογα τη συναλλαγματική της ισοτιμία για την αποκατάσταση της εξωτερικής ισορροπίας. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μικρές μεταβολές στο επιτόκιο θα δημιουργούσαν

αποτελεσματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες στον τομέα όπου υπάρχει χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Η υψηλή χρηματοοικονομική ολοκλήρωση συμβάλλει στην εξάλειψη κάθε είδους περιορισμού στις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων (Arpendini&Bislev, 2016). Μια ομοιότητα στα ποσοστά του πληθωρισμού προηγείται και της διασύνδεσης των νομισμάτων εντός μιας ΟCA. Οι έντονα διαφορετικοί ρυθμοί πληθωρισμού προκαλούν ουσιαστικές διαφορές όσον αφορά το εμπόριο και τις ανισορροπίες του ισοζυγίου τρεχούμενων συναλλαγών, γεγονός που μπορεί να απαιτήσει αντιστάθμιση των διαφοροποιήσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αν τα ποσοστά πληθωρισμού είναι πανομοιότυπα ή πολύ παρόμοια, δεν θα υπάρξει καμία επίπτωση στους όρους συναλλαγών, με αποτέλεσμα μια ισορροπημένη ροή τρεχούμενων συναλλαγών με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία που λαμβάνει χώρα εντός της περιοχής (Cornia, 2011). Τέλος, όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός της ολοκλήρωσης, τόσο περισσότερες χώρες είναι σε θέση να υπάρχουν μέσα σε μια ΟCA. Ένα υψηλότερο επίπεδο ολοκλήρωσης έρχεται με την ενοποίηση στην πολιτική, η οποία μπορεί να κυμαίνεται από τον απλό συντονισμό των οικονομικών πολιτικών μεταξύ των διαφόρων χωρών εταίρων σε μια κατάσταση κατά την οποία οι χώρες αυτές παραδίδουν τη νομισματική και φορολογική κυριαρχία τους σε μία υπερεθνική νομισματική αρχή και μια ενιαία υπερεθνική φορολογική αρχή. Σύμφωνα με μελέτες, θα μπορούσαν να επιτευχθούν μεγαλύτερα οφέλη από μια νομισματική ένωση από χώρες που συμμετέχουν σε μια ΟCA. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η ΟCA βοηθάει στην κατανόηση του κόστους και των οφελών μιας νομισματικής ένωσης. Οι χώρες που είναι μέλη τόσο της νομισματικής ένωσης όσο και της ΟCA θα μπορούσαν να ελαχιστοποιήσουν το κόστος και να μεγιστοποιήσουν τα οφέλη που θα προέκυπταν από μια τέτοια ένωση. Παραδείγματα του κόστους μιας νομισματικής ένωσης, το οποίο εξηγεί μια ΟCA, είναι το κόστος που οφείλεται σε αρνητικούς εξωτερικούς κλονισμούς όπως η παραγωγή, η απασχόληση και οι κυκλικές διακυμάνσεις που συνδέονται με οικονομικές δραστηριότητες όπως οι οικονομικές υφέσεις (Baier, Bergstrand&Feng, 2014). Σύμφωνα με άλλες μελέτες, η θεωρία της ΟCA είναι ότι χώρες ή οι περιοχές που εκτίθενται σε αρνητικούς εξωτερικούς κλονισμούς και κυκλικές διακυμάνσεις μπορεί να θεωρήσουν ότι είναι καλύτερα να υιοθετήσουν ένα κοινό νόμισμα μέσα από τη δημιουργία μιας νομισματικής ένωσης, όπως στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η επίτευξη μιας νομισματικής ένωσης προϋποθέτει ένα κοινό νόμισμα, το οποίο είναι επωφελές εάν υπάρχει η βέλτιστη χρήση των νομισμάτων. Η βέλτιστη χρήση των νομισμάτων

ορίζεται ως μια κατάσταση όπου η ύπαρξη ενός κοινού νομίσματος δεν μειώνει την ικανότητα των κρατών-μελών μιας νομισματικής ένωσης να προσαρμόζονται σε διακυμάνσεις ή να αυξάνουν την ευαισθησία τους σε αυτές και αποδίδεται στο γεγονός ότι χάνεται ένα ποσοστό νομισματικής ανεξαρτησίας. Ωστόσο, η έκταση του κόστους που συνδέεται με χώρες μέλη μιας νομισματικής ένωσης που χάνουν τη νομισματική τους ανεξαρτησία θα εξαρτηθεί από τον τρόπο με τον οποίο οι χώρες αυτές διεξήγαγαν τη νομισματική πολιτική τους πριν από την ένταξή τους στη νομισματική ένωση (Davis&Gallman, 2011). Εάν η νομισματική πολιτική διεξαγόταν άσχημα, τότε το κόστος μιας χώρας που προσχώρησε σε μια νομισματική ένωση θα ήταν υψηλότερο από το κόστος για τα κράτη μέλη που έκαναν καλή διαχείριση της νομισματικής πολιτικής πριν από την ένταξή τους στην Ένωση. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί ανεξάρτητα από το αν τα κράτη μέλη περιλαμβάνονταν σε μια OCA ή όχι. Μελέτες εξηγούν περαιτέρω ότι η βέλτιστη χρήση των νομισμάτων συμβαίνει όταν η υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος βελτιώνει τα δομικά χαρακτηριστικά των οικονομιών των χωρών που εμπλέκονται. Τα δομικά χαρακτηριστικά που παρατηρούνται όταν χώρες που ανήκουν σε μια νομισματική ένωση αποτελούν επίσης μέρος μιας OCA περιλαμβάνουν την αύξηση της εμπορικής ολοκλήρωσης, τη συσχέτιση του επιχειρηματικού κύκλου και την ενίσχυση της αξιοπιστίας της μακροοικονομικής πολιτικής. Η βέλτιστη χρήση των νομισμάτων πραγματοποιείται με χώρες που είναι τόσο σε νομισματική ένωση όσο και σε OCA. Το να ανήκει κανείς μόνο σε μια OCA δεν εγγυάται την εύκολη μετάβαση στη νομισματική ολοκλήρωση από κυρίαρχα κράτη μέλη. Αυτό συμβαίνει επειδή η ολοκλήρωση συνεπάγεται την εναρμόνιση μιας σειράς πολιτικών τόσο στον οικονομικό όσο και στον πολιτικό τομέα (Tavares, 2009).

2.2.7 Οικονομική και Νομισματική Ένωση

Το προαναφερθέν είναι μια μορφή ολοκλήρωσης που έχει μια κοινή αγορά, ένα κοινό νόμισμα και περιλαμβάνει την ενοποίηση ή την εναρμόνιση μιας σειράς πολιτικών στον οικονομικό και τον πολιτικό τομέα. Ένα παράδειγμα πολιτικής που θα μπορούσε να εναρμονιστεί σε μια οικονομική και νομισματική ένωση είναι η φορολογική πολιτική και συγκεκριμένα η φορολογία. Μελέτες ορίζουν τη φορολογική εναρμόνιση ως "την ίδια ενοποίηση τόσο των βάσεων όσο και των τιμών, δεδομένου

του ίδιου φορολογικού συστήματος και υποθέτοντας ότι όλα τα άλλα είναι επίσης ενοποιημένα". Ένα παράδειγμα οικονομικής και νομισματικής ένωσης είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η οποία κατέχει τις απαιτούμενες αποθεματικές καταθέσεις για τον εύκολο έλεγχο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μέσω της διαχείρισης της προσφοράς αποθεμάτων. Οι χώρες της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης θα μπορούσαν να επιλέξουν την πλήρη ενοποίηση τόσο της νομισματικής όσο και της δημοσιονομικής πολιτικής (Arpendini&Bislev, 2016). Εάν συμβεί αυτό, υπάρχει πλήρης οικονομική ολοκλήρωση. Όταν οι χώρες μέλη της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης επιτυγχάνουν πλήρη οικονομική ολοκλήρωση, οι ολοκληρωμένες μονάδες δεν έχουν κανένα έλεγχο ή έχουν αμελητέο έλεγχο της οικονομικής πολιτικής και υπάρχει πλήρης ή σχεδόν πλήρης εναρμόνιση της δημοσιονομικής πολιτικής. Μέσα σε μια πλήρη ολοκληρωμένη οικονομική μονάδα δημιουργείται ένα όργανο ελέγχου και το οποίο γίνεται το κεντρικό όργανο λήψης αποφάσεων όσον αφορά τόσο τη νομισματική όσο και τη δημοσιονομική πολιτική. Τα κράτη μέλη γίνονται περιφέρειες αποτελούμενες από ένα έθνος δημιουργώντας μια κεντρική αρχή που είναι υπόλογη σε ένα κεντρικό κοινοβούλιο που ασκεί την κυριαρχία της κυβέρνησης ενός έθνους πάνω στα κράτη μέλη της Ένωσης(Kallioras&Petraikos, 2010).

3.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Οικονομικής και Νομισματικής Ολοκλήρωσης

Η απόφαση των χωρών να συμμετάσχουν στην χρηματοοικονομική ολοκλήρωση θα εξαρτηθεί από τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα που θα προκύψουν από την ένταξη και θα διαφέρουν από χώρα σε χώρα.

3.1.1 Πλεονεκτήματα της Οικονομικής και Νομισματικής Ολοκλήρωσης

3.1.1.1 Ζώνη Ελεύθερων Συναλλαγών (FTA)

Σύμφωνα με μελέτες, η ελευθέρωση του εμπορίου θα μπορούσε να οδηγήσει σε θετικά αποτελέσματα για την ευημερία, καθώς θα υπήρχε αυξημένος δυνητικός ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων των κρατών μελών της ένωσης. Αυτό θα οδηγούσε σε αύξηση του διασυνοριακού εμπορίου, των άμεσων επενδύσεων, των θέσεων εργασίας και των εισοδημάτων που θα αυξήσουν την ολική ευημερία των καταναλωτών και την υποδομή των ενδιαφερομένων χωρών. Για παράδειγμα, οι γέφυρες και τα συστήματα μεταφορών ενδέχεται να βελτιωθούν προκειμένου να διευκολυνθεί και να ενισχυθεί το εμπόριο. Η αύξηση των επενδύσεων και η βελτίωση της υποδομής μπορεί να αυξήσουν τις θέσεις εργασίας. Σε ορισμένες περιπτώσεις, το αυξημένο διασυνοριακό εμπόριο μπορεί να οδηγήσει σε ένα περαιτέρω όφελος από τη δημιουργία του εμπορίου. Άλλες μελέτες αναφέρουν ότι το εμπόριο αναφέρεται σε μια μετατόπιση που προκαλείται από την ένωση λόγω της κατανάλωσης εγχώριων προϊόντων υψηλότερου κόστους υπέρ προϊόντων χαμηλότερου κόστους της χώρας εταίρου. Εάν συμβεί κάτι τέτοιο, θα υπάρξουν αποτελέσματα τόσο παραγωγής όσο και κατανάλωσης (Davis&Gallman, 2011). Με την παραγωγή, η εξοικονόμηση σε πραγματικό κόστος αγαθών, που παρήχθη στο παρελθόν στην εγχώρια αγορά, αυξάνεται σε βάρος της άλλης χώρας της ένωσης. Με την κατανάλωση, η αύξηση του πλεονάσματος των καταναλωτών από την υποκατάσταση του χαμηλότερου κόστους για μέσα υψηλότερου κόστους ικανοποίησης των επιθυμιών είναι επωφελής για τις οικονομίες των χωρών μελών

της ένωσης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, σε περίπτωση δημιουργίας εμπορίου, οι καταναλωτές χωρών της Ζώνης Ελευθέρων Συναλλαγών (FTA) θα μπορούσαν να αγοράσουν φθηνότερα αγαθά από ότι θα αγόραζαν στην εγχώρια αγορά πριν από την ένταξή τους στη Ζώνη. Το εμπόριο είναι επωφελές για όλες τις χώρες μέλη μιας Ζώνης Ελευθέρων Συναλλαγών, ιδίως εάν υπάρχει μια σημαντική διεύρυνση της αγοράς ως αποτέλεσμα της ολοκλήρωσης. Το σχετικό κόστος είναι χαμηλό και οι χώρες θα μπορούσαν να επωφεληθούν από τις χαμηλές τιμές αγαθών και υπηρεσιών που παράγονται από τις χώρες χαμηλού κόστους. Το αυξημένο μέγεθος της αγοράς που συνοδεύει την επέκταση του εμπορίου μετά την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση θα μπορούσε επίσης να οδηγήσει σε οικονομίες κλίμακας που θα μειώσουν περαιτέρω το κόστος και θα επιτρέψουν την παραγωγή περισσότερων κερδοφόρων προϊόντων (Baier, Bergstrand&Feng, 2014). Μια διευρυμένη αγορά μπορεί επίσης να αποφέρει οφέλη από την αύξηση της ποικιλομορφίας των προϊόντων. Κάποιες μελέτες υπογραμμίζουν ότι θα υπάρξουν οφέλη ως αποτέλεσμα μιας μεγαλύτερης αγοράς ακόμη και αν οι χώρες μιας ένωσης είναι πανομοιότυπες, επειδή μια μεγαλύτερη αγορά επιτρέπει μεγαλύτερες περιόδους παραγωγής και κατά συνέπεια χαμηλότερο κόστος. Ως αποτέλεσμα της εκμετάλλευσης οικονομιών κλίμακας, θα υπάρξουν αυξημένα κέρδη κατανομής πόρων λόγω της ολοκλήρωσης που ενδέχεται να εκδηλωθούν με τη μορφή αυξημένων ανθρωπίνων πόρων και κεφαλαίου. Η αύξηση ανθρωπίνων πόρων μπορεί να συμβεί όταν το δυναμικό των υπαλλήλων ανεβαίνει από τις χώρες της Ζώνης λόγω των δαπανών που μειώνονται από την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας. Τα αυξημένα αποθέματα κεφαλαίου ενδέχεται να εκδηλωθούν με τη μορφή αύξησης των εισαγωγών κεφαλαίου ή περισσότερων ξένων άμεσων επενδύσεων λόγω της μεγαλύτερης αγοράς. Οι χώρες μέλη μιας Ζώνης μπορούν να συνεχίσουν να καθορίζουν διαφορετικά εμπορικά τιμολόγια με τους εμπορικούς εταίρους. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε εκτροπή του εμπορίου καθώς οι εισαγωγές μεταφέρονται μέσω της χώρας με το χαμηλότερο δασμό για την εκμετάλλευση της διαφοροποίησης των δασμών. Η εκτροπή των εμπορικών ροών μειώνεται όταν μια ζώνη ελεύθερου εμπορίου μετατραπεί σε τελωνειακή ένωση και όταν υπάρχει κοινό εξωτερικό δασμολόγιο (CET) μεταξύ των κρατών μελών (Mwasha, 2011).

3.1.1.2 Τελωνειακή Ένωση

Όταν υπάρχει κοινό εξωτερικό δασμολόγιο σε μια τελωνειακή ένωση, ένα κοινό επίπεδο προστασίας έναντι προϊόντων που προέρχονται από τρίτες χώρες περιορίζει την εκτροπή του εμπορίου. Οι χώρες μέλη μιας τελωνειακής ένωσης δεν θα είναι σε θέση να αναπροσανατολίσουν τις εισαγωγές μέσω χωρών με χαμηλές τιμές, προκαλώντας μείωση των εσόδων από αποκτηθέντες δασμούς. Η ύπαρξη ενός κοινού εξωτερικού δασμολογίου συμβάλλει επίσης στη μείωση του σχηματισμού συμπληρωματικών πολιτικών από τα κράτη μέλη μιας τελωνειακής ένωσης. Ένα παράδειγμα μιας τέτοιας πολιτικής είναι οι κανόνες προέλευσης που ισχύουν στο εμπόριο. Ένα κοινό εξωτερικό δασμολόγιο και η μείωση της εκτροπής του εμπορίου σε μια τελωνειακή ένωση θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση των εσόδων και περισσότερες οικονομικές δυνατότητες για τις εταιρείες των χωρών μελών μιας τελωνειακής ένωσης. Οι εταιρείες ενδέχεται να είναι πιο απαιτητικές από τους συντελεστές της παραγωγής, όπως το κεφάλαιο και η εργασία, προκειμένου να αυξηθεί η παραγωγή. Η αύξηση της ζήτησης εργασίας μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα τη διασυννοριακή μετακίνηση εργατικού δυναμικού από μια χώρα της ένωσης σε άλλη. Η μετακίνηση της εργασίας εξηγείται καλύτερα στην κοινή αγορά (Appendini&Bislev, 2016).

3.1.1.3 Κοινή Αγορά

Ένα πλεονέκτημα της κοινής αγοράς είναι ότι υπάρχει ολοκλήρωση των συντελεστών της αγοράς όπως η αγορά εργασίας. Όταν υπάρχει ολοκλήρωση των αγορών εργασίας, θα υπάρξει μόνιμη ή προσωρινή μετακίνηση και σε ορισμένες περιπτώσεις, μετανάστευση από τις χώρες με χαμηλή ζήτηση στις χώρες όπου η ζήτηση εργασίας είναι υψηλή στην κοινή αγορά. Κάποιες μελέτες απαριθμούν τα ακόλουθα πλεονεκτήματα που θα προκύψουν όταν υπάρχει μόνιμη μετανάστευση εργατικού δυναμικού. Πρώτον, για το δυναμικό που απασχολείται, η ολοκλήρωση παρέχει καλύτερες ευκαιρίες να κεφαλαιοποιηθούν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους (Schoenmaker, 2011). Για όσους ζητούν εργασία, για παράδειγμα εταιρείες, η ολοκλήρωση παρέχει μια καλύτερη ευκαιρία να αγοράσουν και να χρησιμοποιήσουν

καλύτερη τεχνολογία από εταιρείες των χωρών μελών που έχουν τη βέλτιστη αναλογία κεφαλαίου/εργασίας με μειωμένο κόστος. Δεύτερον, με την ολοκλήρωση των αγορών εργασίας, μειώνεται η στεγανοποίηση των επιχειρήσεων, οδηγώντας σε μικρότερη τμηματοποίηση των αγορών εργασίας (Madura, 2011). Η βελτίωση του συντονισμού των δραστηριοτήτων μεταξύ των οργανωμένων, ανοργάνωτων, επίσημων και άτυπων τομέων των αγορών εργασίας γίνεται με την αποτελεσματική ένταξη των μελών των νέων μεταναστευτικών ομάδων που μετανάστευσαν στις περιοχές όπου χρειάζονται οι υπηρεσίες τους. Όσον αφορά τον οργανωμένο και επίσημο τομέα της εργασίας, δημιουργείται μια δομή για να προσλάβει εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό. Όσον αφορά την ανοργάνωτη και ανεπίσημη εργασία, υπάρχει συνήθως η παρουσία μικρότερης κλίμακας κοινοτήτων της ίδιας προέλευσης που συμβάλλουν στη δημιουργία βιώσιμων θέσεων εργασίας για ανειδίκευτο εργατικό δυναμικό. Η μικρότερη τμηματοποίηση της αγοράς εργασίας και ο συντονισμός των δραστηριοτήτων επιτρέπουν μια σχετική διαφάνεια και υψηλότερα ποσοστά κύκλου εργασιών και προσλήψεων τόσο για εξειδικευμένο όσο και για ανειδίκευτο εργατικό δυναμικό, καθώς και αυξημένη κλίμακα και ποικιλία ευκαιριών απασχόλησης (Kallioras&Petraikos, 2010). Η μικρότερη αυτή τμηματοποίηση είναι ευεργετική τόσο για τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις και χώρες όσο και για τη μεταναστευτική εργασία. Ο συντονισμός των δραστηριοτήτων θα μπορούσε να βελτιωθεί περαιτέρω, όχι μόνο στις αγορές εργασίας αλλά και στις χρηματοπιστωτικές αγορές για να μεγιστοποιηθεί η οικονομική αποδοτικότητα. Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών θα μπορούσε να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στις σύγχρονες οικονομίες. Μια εύρυθμη χρηματοπιστωτική αγορά συμβάλλει στη μείωση των υπερβολικών δημοσιονομικών και κανονιστικών βαρών στον ιδιωτικό τομέα, ενισχύοντας τη διαφάνεια, την ευελιξία και την προσαρμοστικότητα σε όλες τις χρηματοπιστωτικές αγορές, μειώνοντας τους φόρους, τον πληθωρισμό και τις υψηλές δημόσιες δαπάνες. Μια καλή χρηματοπιστωτική αγορά αυξάνει επίσης την αποτελεσματικότητα των δραστηριοτήτων του δημόσιου τομέα. Για παράδειγμα, οι κυβερνητικοί αξιωματούχοι πρέπει να βασίζονται στην αξιοπιστία των πληροφοριών που παρέχονται από τα θεσμικά όργανα των χρηματοπιστωτικών τομέων όπως οι τράπεζες και τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για να λαμβάνουν τεκμηριωμένες αποφάσεις. Η λειτουργία ενός καλού χρηματοπιστωτικού συστήματος δημιουργεί κάποια κέρδη τα οποία επεκτείνονται σε μια νομισματική ένωση (Kuhn&Stoeckel, 2014).

3.1.1.4 Νομισματική Ένωση

Οφέλη υπάρχουν στο διεθνές εμπόριο και στην οικονομική αποδοτικότητα, εάν οι πληρωμές εκτός της Ένωσης, οι οποίες προηγουμένως έχουν εκφραστεί σε μεμονωμένα νομίσματα των χωρών μελών, γίνουν στο ενιαίο νόμισμα μιας νομισματικής ένωσης. Αυτά τα κέρδη θα μπορούσαν να χωριστούν σε δύο ομάδες. Το ένα είναι η εξάλειψη του κόστους των συναλλαγών και το άλλο είναι η εξάλειψη του κινδύνου, που προέρχεται από την αβέβαιη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σύμφωνα με μελέτες, η εξάλειψη του κόστους ανταλλαγής ενός νομίσματος για ένα άλλο είναι σίγουρα το πιο ορατό και πιο εύκολα μετρήσιμο κέρδος από μια νομισματική ένωση. Το κόστος συναλλαγής εμφανίζεται ως spread μεταξύ των τιμών αγοράς και πώλησης οποιουδήποτε νομίσματος (Davis&Gallman, 2011). Το κόστος μετατροπής συναλλάγματος εξαφανίζεται σε μια νομισματική ένωση και ένα ενιαίο νόμισμα θα καθιστούσε δυνατή την ευρύτερη διάδοση των γενικών εξόδων των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Το κόστος μετατροπής θα εξαλειφθεί εάν οι χώρες έχουν κοινό νόμισμα. Η εξοικονόμηση κόστους θα επιτευχθεί μέσω της μη χρήσης πολλών νομισμάτων και της μετατροπής τους σε διαφορετικές ισοτιμίες. Θα εξαλείφονταν επίσης το κόστος για τις επιχειρήσεις που εμπορεύονται σε διαφορετικά νομίσματα. Αυτά τα κόστη είναι διοικητικά και επιχειρησιακά. Μελέτες αναφέρονται σε αυτό ως το αποτέλεσμα μείωσης του κόστους. Η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου που επιφέρει ένα ενιαίο νόμισμα επηρεάζει θετικά το επιχειρηματικό περιβάλλον εντός μιας νομισματικής ένωσης (Tavares, 2009). Η αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών προκαλεί αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές τιμές αγαθών και υπηρεσιών. Οι οικονομικοί παράγοντες βασίζουν τις αποφάσεις τους σχετικά με την παραγωγή, τις επενδύσεις και την κατανάλωση στις πληροφορίες που παρέχει το σύστημα τιμών. Εάν οι τιμές αυτές γίνουν πιο αβέβαιες, η ποιότητα των αποφάσεων αυτών θα μειωθεί σημαντικά. Η αυξημένη έλλειψη προγνωσιμότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών εντός μιας περιφερειακής ομαδοποίησης (η οποία δεν είναι νομισματική ένωση) αυξάνει τον κίνδυνο ξένων επενδύσεων, καθιστώντας έτσι λιγότερο πιθανό οι εταιρείες του ομίλου να επιδιώκουν την ανάπτυξη στις αγορές άλλων χωρών μελών. Μια νομισματική ένωση εξαλείφει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ των χωρών μελών, απομακρύνοντας έτσι ένα άλλο εμπόδιο στις ροές κεφαλαίων μεταξύ των χωρών μελών. Αν και το

πρόβλημα των επικίνδυνων ξένων επενδύσεων δεν θα εξαφανιστεί σε μια νομισματική ένωση, θα μειωθεί όταν εξαλειφθεί η αβεβαιότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών (Lang&Ohr, 2012). Το διεθνές επιχειρηματικό περιβάλλον επηρεάζεται επίσης θετικά από τη σχετική αύξηση. Η εξάλειψη των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών εντός μιας νομισματικής ένωσης συμβάλλει επίσης στη σταθεροποίηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και των προϊόντων εντός της ένωσης. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι τα κράτη μέλη θα εξακολουθούν να είναι ευάλωτα στις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών όσον αφορά τα νομίσματα των μη μελών. Ένα κοινό νόμισμα σε μια νομισματική ενοποίηση δημιουργεί μια απλή πλατφόρμα για τη σύγκριση των τρεχουσών τιμών. Οι διαφορές τιμών γίνονται πιο αισθητές και ένα κοινό νόμισμα συμβάλλει στην τυποποίηση των τιμών πέρα από τα σύνορα των χωρών που συμμετέχουν στην ένωση, με αμετάβλητους τους άλλους παράγοντες. Σύμφωνα με μελέτες, οι ίσες τιμές συμβάλλουν στη μείωση των περιθωρίων διακριτικής μεταχείρισης των τιμών μεταξύ των εθνικών αγορών. Κατά την οικονομική θεωρία, οι τιμές πρέπει να λειτουργούν ως ένας μηχανισμός για την κατανομή των πόρων με τον βέλτιστο τρόπο, προς τη βελτίωση της οικονομικής αποδοτικότητας (Giannetti&Ongena, 2009).

3.1.1.5 Οικονομική και Νομισματική Ένωση

Η οικονομική και νομισματική ολοκλήρωση επιτρέπει την εναρμόνιση και τον συντονισμό της πολιτικής, γεγονός που ενισχύει την αξιοπιστία των εθνικών μεταρρυθμίσεων μέσω της δέσμευσης των μηχανισμών πολιτικής. Η εναρμόνιση των πολιτικών αποσκοπεί στην αντιμετώπιση της ασυνέπειας στο περιεχόμενο της πολιτικής σε τομείς όπως η φορολογία, το εμπόριο, το νομικό και κανονιστικό πλαίσιο. Οι ασυνέπειες θα μπορούσαν να αντιμετωπιστούν στη φορολογία και στο εμπόριο μέσω καλύτερου συντονισμού των πολιτικών και της τακτικής διαβούλευσης από τα κράτη μέλη σε θέματα φορολογίας και εμπορίου. Επιπλέον, θα μπορούσαν να αντιμετωπιστούν εντός του νομικού πλαισίου μέσω βελτιωμένης επιχειρηματικής νομοθεσίας και του ρυθμιστικού πλαισίου μέσω της τυποποίησης κανόνων, κανονισμών και διαδικασιών για την αδειοδότηση και τον ποιοτικό έλεγχο (Kalemli-Ozcan, Papaioannou&Peypdró,2010). Σύμφωνα με μελέτες, η πολιτική της

εναρμόνισης, η οποία συνεπάγεται έναν πιο επίσημο βαθμό συνεργασίας και δέσμευσης, θα μπορούσε να λάβει χώρα σε οικονομικούς και πολιτικούς τομείς. Στον οικονομικό τομέα, η οικονομική και νομισματική ολοκλήρωση επιτρέπει τη σύγκλιση των μακροοικονομικών πολιτικών. Η εναρμόνιση των μακροοικονομικών πολιτικών επιτρέπει την ενσωμάτωση υπηρεσιών που σχετίζονται με τις υποδομές, όπως οι τηλεπικοινωνίες, οι αεροπορικές μεταφορές και οι αγορές αγαθών, χρηματοδότησης, εργασίας και ενέργειας μέσω του αυξημένου ανταγωνισμού μεταξύ εταιρειών των κρατών μελών. Για παράδειγμα, μια ευνοϊκή φορολογική, εμπορική ή νομική πολιτική θα μπορούσε να συμβάλει στην αύξηση των ευκαιριών για εταιρείες να αποκομίσουν κέρδη μέσω της μείωσης των υποχρεωτικών κανονισμών συμμόρφωσης που θα μπορούσαν να αποδειχθούν δαπανηρές λόγω της ανάγκης πρόσληψης περισσότερων εργαζομένων για να το εφαρμόσουν (Majone, 2009). Η εναρμόνιση των πολιτικών θα μπορούσε επίσης να προωθήσει την ενισχυμένη συνεργασία όλων των χωρών που συμμετέχουν σε μια οικονομική και νομισματική ένωση. Θα μπορούσε να αυξηθεί η συνεργασία στον τομέα των κοινών αναπτυξιακών σχεδίων και των θεμάτων νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, τα οποία συμβάλλουν στην επισημοποίηση του βαθμού συνεργασίας και δέσμευσης μεταξύ των κρατών μελών της Ένωσης. Από πολιτική άποψη, η οικονομική και νομισματική ολοκλήρωση θα μπορούσε να οδηγήσει σε πολιτικές και αστικές δεσμεύσεις και αμοιβαία εμπιστοσύνη μεταξύ των χωρών. Με υψηλό βαθμό εναρμόνισης των πολιτικών και οικονομικών αλληλεπιδράσεων μεταξύ των εθνών, η ένταξη μπορεί να καταστεί οικονομικά αποδοτική σε χώρες που θα αυξήσουν το κόστος ευκαιρίας εξόδου από την ένωση, επιτρέποντας έτσι στις χώρες να δεσμευθούν για μεγαλύτερες περιόδους σε μια οικονομική ένωση η οποία μπορεί να επεκταθεί σε μια πολιτική ένωση (Appendini&Bislev, 2016).

3.1.2 Μειονεκτήματα της Οικονομικής και Νομισματικής Ολοκλήρωσης

3.1.2.1 Ζώνη Ελεύθερων Συναλλαγών

Οι χώρες που υπάγονται σε μια Ζώνη θα μπορούσαν επίσης να ζημιωθούν από τις επιπτώσεις της εκτροπής του εμπορίου. Σύμφωνα με μελέτες, η εκτροπή του εμπορίου αναφέρεται ως μια μετατόπιση της πηγής των εισαγωγών από εξωτερικές πηγές χαμηλότερου κόστους σε πηγές συνεργατών υψηλότερου κόστους που προκαλείται από μια ένωση. Για παράδειγμα, μπορεί να υπάρξει απώλεια του πλεονάσματος των καταναλωτών στις βραδύτερα αναπτυσσόμενες χώρες λόγω της υποκατάστασης των συνεργαζόμενων αγαθών υψηλότερου κόστους από χώρες εντός της ένωσης για ξένα αγαθά χαμηλότερου κόστους διαφορετικού χαρακτήρα. Επιπλέον, ενδέχεται να υπάρξει αύξηση του κόστους των αγαθών που εισήχθησαν προηγουμένως από το εξωτερικό, λόγω της μετατόπισης των εισαγωγών από χώρες αλλοδαπής σε χώρες μέλη της Ζώνης (Stiglitz, 2010). Η κατάσταση μπορεί να επιδεινωθεί από νόμους που απαγορεύουν τις άμεσες συναλλαγές με τρίτες χώρες της Ζώνης. Επίσης, η μεγάλης κλίμακας εκτροπή του εμπορίου μπορεί να μειώσει δραστικά τα δημόσια έσοδα. Η μείωση των κρατικών εσόδων δεν μπορεί εύκολα να αντισταθμιστεί με άλλα φορολογικά μέτρα. Αυτό μπορεί να είναι ένα πρόβλημα στην Αφρική, όπου οι δασμοί αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο ποσοστό των συνολικών δημόσιων εσόδων. Μια περαιτέρω μείωση της κύριας πηγής εσόδων για τις αφρικανικές κυβερνήσεις θα σήμαινε επιδείνωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Σύμφωνα με μελέτες, η δημιουργία μιας τελωνειακής ένωσης, για παράδειγμα, θα μπορούσε να καταστήσει την ένωση χειρότερη σε επίπεδο καθαρού κέρδους, εάν η επίδραση της εκτροπής του εμπορίου υπερισχύσει (Baten, 2016).

3.1.2.2 Τελωνειακή Ένωση

Σε μια τελωνειακή ένωση, θα υπάρξουν περισσότερα οφέλη για ορισμένες χώρες μέλη που θα προσελκύσουν αυξημένες επενδύσεις και περισσότερη ανάπτυξη. Οι χώρες εταίροι που βρίσκονται σε προχωρημένο στάδιο της βιομηχανικής ανάπτυξης

θα μπορούσαν να έχουν το μονοπώλιο της προσφοράς τελικών βιομηχανοποιημένων καταναλωτικών αγαθών, αυξάνοντας έτσι την πιθανότητα ότι άλλα κράτη μέλη θα εξαρτηθούν από αυτά. Μια ομάδα χωρών που ενδέχεται να βρίσκεται σε διαφορετικά στάδια της βιομηχανικής ανάπτυξης πριν από την ένταξή τους σε μια τελωνειακή ένωση θα βρεθεί σε ένα σταθερό επίπεδο βιομηχανικής υπανάπτυξης σε σύγκριση με εκείνο των πιο προηγμένων εταίρων τους στην τελωνειακή ένωση (Henderson, 2013). Η βιομηχανική ανάπτυξη διαδραματίζει επίσης ζωτικό ρόλο στον καθορισμό των ενδοπεριφερειακών εισαγωγών και εξαγωγών των κρατών μελών. Οι χώρες που είναι πιο προηγμένες τεχνολογικά θα τείνουν να εξαγάγουν περισσότερα και να εισάγουν λιγότερα από τις χώρες εταίρους. Σε μια τελωνειακή ένωση, το επίπεδο του ενδοπεριφερειακού εμπορίου διαδραματίζει σημαντικό ρόλο όσον αφορά την κατανομή των εσόδων. Παρουσιάζεται πρόβλημα όταν πρέπει να ληφθεί απόφαση σχετικά με το πρότυπο που πρέπει να χρησιμοποιηθεί για να καταστεί δυνατή η ικανοποιητική κατανομή των τελωνειακών εσόδων. Μόλις συμφωνηθεί ένα πρότυπο, η βασική μέριμνα είναι να διασφαλιστεί ότι όλες οι χώρες θα έχουν δίκαιη συμμετοχή στα τελωνειακά έσοδα (Devereux & Yu, 2014).

3.1.2.3 Κοινή Αγορά

Ορισμένες χώρες αναπτύσσονται ταχύτερα από άλλες και αυτές οι διαφορές στο ρυθμό ανάπτυξης ενδέχεται να οδηγήσουν σε προβλήματα όταν οι χώρες αποτελούν μια ένωση. Μελέτες εξηγούν αυτές τις διαφορές στην ανάπτυξη μεταξύ των χωρών που χρησιμοποιούν τη Διαδικασία Συσσωρευτικής Αιτιότητας του Myrdal. Θεωρούν ότι η υπόθεση του Myrdal στο πλαίσιο μιας γεωγραφικά διπλής οικονομίας, που περιγράφει πώς μέσα από τη μετανάστευση εργατικού δυναμικού, τις κινήσεις κεφαλαίων και το εμπόριο, οι διαφορές στα επίπεδα ανάπτυξης μεταξύ των εθνών μπορεί να παραμείνουν και να διευρυνθούν με την πάροδο του χρόνου (Henderson, 2013). Ο Myrdal το εξηγεί αυτό χρησιμοποιώντας τη διαδικασία της κυκλικής συσσωρευτικής αιτιότητας για μια κατάσταση χωρών σε μια περιοχή όπου κυριαρχεί το ίδιο στάδιο ανάπτυξης (όπως μετράται σύμφωνα με το ίδιο κατά κεφαλήν εισόδημα ή με παρόμοια επίπεδα παραγωγικότητας και μισθών). Στη συνέχεια, ένα

εξωγενές ή ενδογενές ερέθισμα παράγει μια κατάσταση ανισορροπίας που αναγκάζει την ανάπτυξη να προχωρήσει πιο γρήγορα σε μια περιοχή σε σχέση με μια άλλη (Lang&Ohr, 2012). Καθώς η ταχύτερα αναπτυσσόμενη περιοχή δημιουργεί ένα ευνοϊκότερο οικονομικό και κοινωνικό περιβάλλον, οι συντελεστές παραγωγής μετακινούνται προς αυτήν. Η μεταβαλλόμενη οικονομική κατάσταση και οι κοινωνικές δυνάμεις θα τείνουν επίσης να ενισχύουν την ανισορροπία της κατάστασης οδηγώντας σε σωρευτική επέκταση στην ευνοούμενη περιοχή σε βάρος άλλων περιοχών που στη συνέχεια χειροτερεύουν, καθυστερώντας έτσι τη μελλοντική ανάπτυξή τους. Αυτό που είχε στο μυαλό του ο Myrdal ήταν ένα είδος μηχανισμού πολλαπλασιαστική-επιταχυντή, που αποφέρει μεγαλύτερες αποδόσεις στις ευνοούμενες περιοχές και στις ταχύτερα αναπτυσσόμενες χώρες. Στην περίπτωση μιας κοινής αγοράς, αυτή η συσσωρευτική αιτιότητα θα ενισχυθεί λόγω των υφιστάμενων ανισοτήτων και της άρσης των εμποδίων στη μετανάστευση συντελεστών. Σε μια κοινή αγορά, η άρση των φραγμών στις μετακινήσεις των συντελεστών θα καθιστούσε ακόμα πιο πιθανό να προκύψει συσσωρευτική αιτιότητα. Ο Myrdal υποθέτει ότι ακόμη και τα επίπεδα ανάπτυξης θα διαταράσσονται από ένα ερέθισμα. Στην πραγματικότητα, ωστόσο, θα υπήρχαν προϋπάρχουσες ανισότητες μεταξύ των πιθανών χωρών μελών, έτσι ώστε η συσσωρευτική αιτιότητα να πραγματοποιείται μόλις δημιουργηθεί μια κοινή αγορά, χωρίς την ανάγκη για ένα ερέθισμα που θα προκαλέσει αναταραχή. Εάν τα επίπεδα ανάπτυξης μεταξύ των μελών μιας κοινής αγοράς είναι πολύ διαφορετικά, το αποτέλεσμα μπορεί να είναι μια αυξανόμενη συγκέντρωση πλούτου στο πιο ανεπτυγμένο μέλος, σε βάρος των λιγότερο ανεπτυγμένων μελών. Ένα εμπόδιο παραμένει στην κίνηση των παραγόντων και των περιουσιακών στοιχείων σε μια κοινή αγορά, τα διαφορετικά εθνικά νομίσματα. Σε περίπτωση απομάκρυνσης αυτού του φραγμού, η συσσωρευτική αιτιότητα μπορεί να επιταχυνθεί (Dalimon, 2009).

3.1.2.4 Νομισματική Ένωση

Σύμφωνα με μελέτες, τα διαφορετικά δημοσιονομικά συστήματα στις χώρες συχνά οδηγούν σε χρήση διαφορετικών συνδυασμών χρέους και νομισματικής χρηματοδότησης του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού. Όταν οι χώρες

αυτές εντάσσονται σε νομισματική ένωση, θα περιοριστούν στον τρόπο με τον οποίο χρηματοδοτούν τα δημοσιονομικά ελλείμματα, επειδή θα έχουν περιορισμένη εξουσία να ασκούν διακριτικό έλεγχο της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής (Cornia, 2011). Ως μέλη μιας νομισματικής ένωσης θα πρέπει να επιλέξουν να αφήσουν τη λήψη αποφάσεων και τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής σε μια διορισμένη κεντρική τράπεζα. Εκτός από τους περιορισμούς του προϋπολογισμού, η δημιουργία μιας νομισματικής ένωσης θα έχει μακροοικονομικές επιπτώσεις. Αφήνοντας την αυτονομία της λήψης αποφάσεων γύρω από τα θέματα νομισματικής πολιτικής, τα οποία κάποτε αποφάσιζαν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες, σε μια ενιαία κεντρική τράπεζα, μειώνεται ο αποτελεσματικός εθνικός έλεγχος των μακροοικονομικών θεμάτων (Brou&Ruta, 2011). Σε περιπτώσεις όπου υπάρχει καθυστέρηση στις αποφάσεις σχετικά με θέματα πολιτικής, όπως η σταθερότητα των τιμών από την κεντρική νομισματική αρχή, ορισμένες χώρες μέλη ενδέχεται να επηρεαστούν δυσμενώς. Σύμφωνα με μελέτες, οι διαδικασίες λήψης αποφάσεων στην ΕΕ από τα υπερεθνικά ιδρύματα μερικές φορές καθυστερούν, καθώς οι ρόλοι τους αλληλεπικαλύπτονται. Θα ήταν χρήσιμο να οριστούν με σαφήνεια οι ρόλοι των υπερεθνικών ιδρυμάτων ώστε να αποφευχθεί μια κατάσταση κατά την οποία τα υπερεθνικά θεσμικά όργανα εμπλέκονται στον τρόπο λήψης αποφάσεων (Majone, 2009). Όπως φαίνεται από το παράδειγμα της ΕΕ, υπάρχει ανάγκη για μια αποτελεσματική διαδικασία λήψης αποφάσεων σε μια νομισματική ένωση. Η αποτελεσματική λήψη αποφάσεων είναι ζωτικής σημασίας για την ομαλή λειτουργία μιας διευρυμένης ένωσης, καθώς συμβάλλει στον εξορθολογισμό των διαδικασιών. Οι χώρες σε μια νομισματική ένωση ενδέχεται επίσης να βιώσουν ενδεχόμενη απώλεια κυριαρχίας σε ορισμένα ζητήματα, όπως η μελλοντική κατεύθυνση των επιτοκίων, τα προγράμματα φορολογικών δαπανών και οι προσαρμογές των ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ο λόγος θα ήταν ο έλεγχος των αποφάσεων σχετικά με τις πολιτικές των συναλλαγματικών ισοτιμιών να παύσει να αποτελεί ευθύνη των μεμονωμένων ενδιαφερομένων χωρών. Σύμφωνα με άλλες μελέτες, οι χώρες μέλη χάνουν τη δύναμη να χρησιμοποιούν πολιτικές νομισματικής και συναλλαγματικής ισοτιμίας για τη σταθεροποίηση της οικονομίας τους, δεδομένου ότι η υπερεθνική κεντρική τράπεζα δίνει τώρα προτεραιότητα στην οικονομική υγεία του συνόλου σε σχέση με τα προβλήματα των μεμονωμένων κρατών μελών. Εκτός από το γεγονός ότι τα επιμέρους κράτη μέλη χάνουν τον έλεγχο των βασικών μακροοικονομικών ζητημάτων, προκύπτουν περαιτέρω

δαπάνες όταν μια χώρα επιλέγει να ενταχθεί σε μια νομισματική ένωση (Mwasha, 2011). Το αυξημένο κόστος σε μια νομισματική ένωση περιλαμβάνει το κόστος των θεσμικών και μεμονωμένων προσαρμογών των χωρών σε ένα νέο νόμισμα. Υπάρχουν επίσης δαπάνες για τη δημιουργία και τη διατήρηση θεσμών που θα είναι υπεύθυνοι για τη διοίκηση μιας νομισματικής ένωσης. Αυτές οι δαπάνες συχνά κατανέμονται μεταξύ των χωρών μελών και αυτό θα μπορούσε να είναι ένα πρόβλημα για τις μικρότερες χώρες της ένωσης που έχουν πολλά άλλα επείγοντα κοινωνικά ζητήματα για να αντιμετωπίσουν. Επιπλέον, υπάρχει κόστος για την προσαρμογή στην εισαγωγή ενός νέου νομίσματος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το παλιό νόμισμα πρέπει να καταργηθεί σταδιακά και το νέο νόμισμα να εισαχθεί σταδιακά. Συνήθως υπάρχει ένα λειτουργικό κόστος σε μια τέτοια διαδικασία και αυτό θα μπορούσε να είναι πρόβλημα για τις μικρότερες χώρες. Στις πιο αναπτυγμένες χώρες, μια νομισματική ένωση έχει επίσης ορισμένες δαπάνες που αυξάνονται καθώς οι χώρες κινούνται προς μια οικονομική και νομισματική ένωση (Henderson, 2013).

4. Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση και Μακροοικονομική Διακύμανση

Θεωρητικά, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση θα μπορούσε να συμβάλει στη μείωση της μεταβλητότητας των μακροοικονομικών διακυμάνσεων στις αναπτυσσόμενες χώρες με φτωχά κεφάλαια, παρέχοντας πρόσβαση σε κεφάλαια που μπορούν να τους βοηθήσουν να διαφοροποιήσουν την παραγωγική τους βάση. Ωστόσο, η αύξηση της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση της εξειδίκευσης της παραγωγής με βάση συγκριτικά πλεονεκτήματα, καθιστώντας έτσι τις οικονομίες πιο ευάλωτες σε κλονισμούς συγκεκριμένων κλάδων. Επιπρόσθετα, οι ξαφνικές αλλαγές στην κατεύθυνση των ροών κεφαλαίων θα μπορούσαν να προκαλέσουν κύκλους εναλλασσόμενων άκρων στις αναπτυσσόμενες χώρες, οι περισσότερες από τις οποίες δεν διαθέτουν επαρκείς οικονομικούς τομείς για να αντιμετωπίσουν τις ασταθείς ροές κεφαλαίων (Angeletos&Panousi, 2011). Τα αποτελέσματα από τα δυναμικά στοχαστικά μοντέλα επιχειρηματικού κύκλου γενικής ισορροπίας, υποδηλώνουν ότι η αυξημένη πρόσβαση στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, μειώνουν την αστάθεια της κατανάλωσης, προκαλώντας παράλληλα αύξηση της μεταβλητότητας των επενδύσεων. Μελέτες διερευνούν τις πηγές μακροοικονομικής μεταβλητότητας χρησιμοποιώντας στοιχεία από ένα δείγμα 74 χωρών κατά την περίοδο 1960-1997. Διαπιστώνουν ότι το υψηλότερο επίπεδο ανάπτυξης του εγχώριου χρηματοπιστωτικού τομέα συνδέεται με χαμηλότερη μεταβλητότητα. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση του βαθμού διαφάνειας του εμπορίου οδηγεί σε αύξηση της μεταβλητότητας της παραγωγής, ιδίως στις αναπτυσσόμενες χώρες. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ούτε η οικονομική διαφάνεια ούτε η μεταβλητότητα των ροών κεφαλαίων έχουν σημαντικό αντίκτυπο στη μακροοικονομική μεταβλητότητα. Άλλες μελέτες εξετάζουν την επίδραση της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης στην μεταβλητότητα της αύξησης της παραγωγής κατά την περίοδο 1971-1994 χρησιμοποιώντας στοιχεία για 93 χώρες. Διαπιστώνουν ότι ένας υψηλότερος βαθμός χρηματοοικονομικής ενοποίησης συνδέεται με χαμηλότερη (υψηλότερη) μεταβλητότητα της παραγωγής στις χώρες του ΟΟΣΑ (εκτός ΟΟΣΑ) (Lane&Milesi-Ferretti, 2003). Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν επίσης ότι χώρες με πιο ανεπτυγμένους χρηματοπιστωτικούς τομείς είναι σε θέση να μειώσουν τη

μεταβλητότητα της παραγωγής μέσω της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Οι μελέτες αυτές δεν αντιμετωπίζουν το ζήτημα του κατά πόσον η μεταβλητότητα της παραγωγής επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη. Επίσης, δεν εξετάζουν την επίδραση της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης στην οικονομική ανάπτυξη. Χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία για 25 χώρες του ΟΟΣΑ για να εξεταστεί η σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής διαφάνειας και της μεταβλητότητας του επιχειρηματικού κύκλου. Αναφέρουν ότι δεν υπάρχει συνεπής εμπειρική σχέση μεταξύ της διαφάνειας του χρηματοπιστωτικού τομέα και της μεταβλητότητας της παραγωγής. Άλλες μελέτες ερευνούν τις πηγές μακροοικονομικής μεταβλητότητας στις αναπτυσσόμενες χώρες κατά την περίοδο 1970-1992 (Arellano&Heathcote, 2010). Διαπιστώνουν ότι υπάρχει σημαντική θετική σύνδεση μεταξύ της μεταβλητότητας των ροών κεφαλαίων και της μεταβλητότητας της παραγωγής. Η σχέση μεταξύ της διεθνούς χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης και της διακύμανσης της παραγωγής, εξετάστηκε πραγματοποιώντας μια ανάλυση σε ένα μεγάλο δείγμα αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών τα τελευταία 40 χρόνια. Χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος της χρηματοοικονομικής ελευθέρωσης για να υποδιαιρέσει τις αναπτυσσόμενες οικονομίες σε δύο ομάδες: οικονομίες μεγαλύτερης οικονομικής ελευθέρωσης (MFL) και μικρότερης οικονομικής ελευθέρωσης (LFL). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, ενώ η μεταβλητότητα των ρυθμών αύξησης της παραγωγής παρουσίαζε μια τάση μείωσης με την πάροδο του χρόνου, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση είχε σημαντική συμβολή στις διακυμάνσεις της παραγωγής. Ωστόσο, η σχέση ήταν ισχυρότερη στις αναπτυσσόμενες χώρες (Oxelheim, 2012).

4.1 Οφέλη της Διεθνούς Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης

4.1.1 Καταμερισμός Κινδύνου

Η οικονομική θεωρία προβλέπει ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση θα πρέπει να επηρεάσει τη διευκόλυνση του καταμερισμού κινδύνου. Η ένταξη σε μεγαλύτερες αγορές ή ακόμη και ο σχηματισμός μεγαλύτερων αγορών είναι επωφελής τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα ιδρύματα. Σύμφωνα με μελέτες, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση παρέχει πρόσθετες ευκαιρίες για τις

επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά προκειμένου να μοιράζονται τον κίνδυνο και να εξομαλύνουν την κατανάλωση διαχρονικά. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση επιτρέπει στους ιδιοκτήτες έργων με χαμηλό αρχικό κεφάλαιο να στραφούν σε έναν μεσάζοντα που μπορεί να κινητοποιήσει τις αποταμιεύσεις έτσι ώστε να καλύψει το αρχικό κόστος (Kose, Prasad & Taylor, 2009). Αυτές οι οδοί δείχνουν μια ισχυρή σχέση μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οικονομικής ανάπτυξης. Η εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας μπορεί να επιτρέψει στις επιχειρήσεις, ιδίως σε εκείνες τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν πιστωτικούς περιορισμούς, να έχουν καλύτερη πρόσβαση στις ευρύτερες χρηματοπιστωτικές αγορές ή κεφαλαιαγορές. Οι ευκαιρίες καταμερισμού κινδύνου καθιστούν δυνατή τη χρηματοδότηση έργων υψηλού κινδύνου με δυνητικά πολύ υψηλές αποδόσεις, καθώς η διαθεσιμότητα ευκαιριών καταμερισμού του κινδύνου ενισχύει τις χρηματοπιστωτικές αγορές και επιτρέπει στους επενδυτές που αποφεύγουν τον κίνδυνο να αντισταθμίζουν τις αρνητικές επιπτώσεις. Επειδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές και τα ιδρύματα μπορούν να χειριστούν καλύτερα τον πιστωτικό κίνδυνο, η ενοποίηση θα μπορούσε επίσης να εξαλείψει ορισμένες μορφές πιστωτικών περιορισμών που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές (Devereux & Sutherland, 2011). Ο νόμος του μεγάλου αριθμού εγγυάται μικρότερη έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο καθώς αυξάνεται ο αριθμός των πελατών. Οι μεμονωμένοι κίνδυνοι θα μπορούσαν επίσης να ελαχιστοποιηθούν με την ενσωμάτωση σε μια μεγαλύτερη αγορά και ταυτόχρονα, με την ενίσχυση της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Μέσω του καταμερισμού του κινδύνου, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση οδηγεί στην εξειδίκευση της παραγωγής σε όλες τις περιφέρειες. Επιπλέον, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση προωθεί τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και την κατανομή του ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου μεταξύ περιφερειών, λόγω της ύπαρξης πρόσθετων χρηματοπιστωτικών μέσων. Επιτρέπει στα νοικοκυριά να κατέχουν πιο διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια μετοχών και ειδικότερα να διαφοροποιήσουν το ποσοστό κινδύνου που προκύπτει από κλονισμούς σε συγκεκριμένες χώρες (Kuhn & Stoeckel, 2014). Παρομοίως, επιτρέπει στις τράπεζες να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκια δανείων τους διεθνώς. Αυτή η διαφοροποίηση θα βοηθήσει τα νοικοκυριά της ευρωζώνης να αντισταθμίσουν τους κρατικούς εισοδηματικούς κλυδωνισμούς, έτσι ώστε οι διαταραχές του εγχώριου εισοδήματος να μην επηρεάζουν την εγχώρια κατανάλωση, αλλά να διαφοροποιούνται μέσω του δανεισμού ή των επενδύσεων στο εξωτερικό. Μελέτες παρέχουν εμπειρικές ενδείξεις

ότι ο καταμερισμός του κινδύνου μεταξύ των περιφερειών ενισχύει την εξειδίκευση στην παραγωγή, με αποτέλεσμα τα γνωστά οφέλη. Αναλύοντας την τραπεζική ολοκλήρωση, καθώς το τραπεζικό σύστημα, ειδικά στη ζώνη του ευρώ είναι ο κύριος χρηματοοικονομικός δίαυλος τόσο για τον εταιρικό τομέα όσο και για τα νοικοκυριά, διαπιστώνεται ότι η μεγαλύτερη διασυννοριακή τραπεζική ολοκλήρωση αυξάνει τον καταμερισμό του κινδύνου κατανάλωσης (Baten, 2016). Τα ευρήματα αυτά έχουν σημαντικές πολιτικές επιπτώσεις για το ευρώ. Οι ασύμμετρες διαταραχές σε μια νομισματική ένωση παράγουν αποκλίσεις μεταξύ του προϊόντος και του πληθωρισμού. Ο αντίκτυπος αυτών των διαταραχών μειώνεται σημαντικά εάν ο καταμερισμός κινδύνου μεταξύ χωρών είναι σημαντικός. Στο μέτρο που ο καταμερισμός επιτρέπει την αντιστάθμιση της κατανάλωσης, αντιπροσωπεύει έναν βασικό μηχανισμό αντιμετώπισης των ασύμμετρων διαταραχών εξόδου μεταξύ των μελών μιας νομισματικής ένωσης. Αυτός ο μηχανισμός μειώνει την ανάγκη για πολιτική παρέμβαση στην αντιμετώπιση τέτοιων ασυμμετριών (Osada&Saito, 2010).

4.1.2 Βελτιωμένη Κατανομή Κεφαλαίου

Είναι γενικώς αποδεκτό το γεγονός ότι η μεγαλύτερη χρηματοοικονομική ολοκλήρωση θα επιτρέψει μια καλύτερη κατανομή κεφαλαίου. Μια ολοκληρωμένη χρηματοπιστωτική αγορά καταργεί όλες τις μορφές εμποδίων στις συναλλαγές χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και ροής κεφαλαίων, επιτρέποντας την αποτελεσματική κατανομή των χρηματοδοτικών πόρων για επενδύσεις και παραγωγή. Επιπλέον, θα επιτρέπεται στους επενδυτές να επενδύουν τα κεφάλαιά τους όπου κρίνουν ότι τα κεφάλαια αυτά θα διατεθούν για τις πιο παραγωγικές χρήσεις. Ως εκ τούτου, περισσότερες παραγωγικές ευκαιρίες επενδύσεων θα διατεθούν σε ορισμένους ή σε όλους τους επενδυτές και θα πραγματοποιηθεί ανακατανομή κεφαλαίων στις πιο παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες. Μελέτες δείχνουν ότι με το άνοιγμα της πρόσβασης στις ξένες αγορές, η χρηματοπιστωτική ενοποίηση θα προσφέρει στους συμμετέχοντες ένα ευρύτερο φάσμα πηγών χρηματοδότησης και επενδυτικών ευκαιριών και θα επιτρέψει τη δημιουργία βαθύτερων και πιο ρευστών αγορών. Αυτό επιτρέπει τη συγκέντρωση και την

επεξεργασία περισσότερων πληροφοριών καθώς και την κατανομή του κεφαλαίου με πιο αποτελεσματικό τρόπο (Hoxha, Kalemli-Ozcan&Vollrath, 2013).

4.1.3 Οικονομική Ανάπτυξη

Η θεωρητική βιβλιογραφία προτείνει διάφορους μηχανισμούς μέσω των οποίων η οικονομική ολοκλήρωση μπορεί να επηρεάσει την οικονομική ανάπτυξη. Στο νεοκλασικό πλαίσιο, όλα τα αποτελέσματα παράγονται μέσω των ροών κεφαλαίων. Στο πρότυπο μοντέλο, το άνοιγμα των διεθνών κεφαλαιαγορών δημιουργεί ροές από χώρες με άφθονα κεφάλαια προς χώρες με ελλιπή κεφάλαια, με αποτέλεσμα να επιταχύνει τη σύγκλιση (επομένως τη βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη) στις φτωχότερες χώρες. Σε ένα πιο εξελιγμένο πλαίσιο, η παραγωγικότητα μπορεί επίσης να αυξηθεί καθώς οι ροές κεφαλαίων μπορούν να απαλλάξουν την οικονομία από πιστωτικούς περιορισμούς και έτσι να επιτρέψουν πιο παραγωγικές επενδύσεις. Επιπλέον, στο τυπικό νεοκλασικό μοντέλο ανάπτυξης, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση ενισχύει τη λειτουργία των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων μέσω της εντατικοποίησης του ανταγωνισμού και της εισαγωγής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, επιφέροντας θετικά αποτελέσματα στην ανάπτυξη (Benigno, 2009). Μια εναλλακτική άποψη τονίζει ότι η διεθνής κινητικότητα κεφαλαίων μπορεί να επηρεάσει την παραγωγικότητα ανεξάρτητα από τις επενδύσεις, προωθώντας τη διεθνή διαφοροποίηση των κινδύνων, γεγονός που προκαλεί μεγαλύτερη εγχώρια ανάληψη κινδύνων σε καινοτόμες δραστηριότητες. Υπάρχουν αρκετά στοιχεία στη βιβλιογραφία ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση οδηγεί σε υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη. Μελέτες αποδεικνύουν ότι διευκολύνει την πρόσβαση σε επενδυτικές ευκαιρίες και την αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ εγχώριων και ξένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Αυτό με τη σειρά του οδηγεί σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας των ιδρυμάτων καθώς οι οικονομικοί πόροι διατίθενται για παραγωγικές δραστηριότητες (Lehmann, Levi&Tabak, 2011). Επιπλέον, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση οδηγεί σε αυξημένη διαθεσιμότητα των ενδιάμεσων επενδυτικών ευκαιριών και κατά συνέπεια σε υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν επίσης ότι η διαδικασία της ολοκλήρωσης θα αυξήσει τον ανταγωνισμό στις λιγότερο ανεπτυγμένες περιφέρειες και, ως εκ τούτου, θα

βελτιώσει την αποδοτικότητα των χρηματοπιστωτικών τους συστημάτων, για παράδειγμα, μειώνοντας το κόστος της διαμεσολάβησης. Αυτό θα πρέπει να καταστήσει τις εν λόγω περιφέρειες πιο ελκυστικές, ενισχύοντας έτσι τη συμμετοχή των τοπικών και ξένων μελών και συμβάλλοντας στην περαιτέρω ανάπτυξη αυτών των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Άλλες μελέτες εξετάζουν διάφορες διαστάσεις της αιτιώδους σχέσης μεταξύ χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης και ανάπτυξης και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση δημιουργεί οφέλη αλλά σε διαφορετικό βαθμό ανάπτυξης (Mendoza, Quadrini&Rios-Rull, 2009).

4.1.4 Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη

Σύμφωνα με μελέτες, η χρηματοοικονομική ανάπτυξη μπορεί να θεωρηθεί ως μια διαδικασία χρηματοοικονομικών καινοτομιών και θεσμικών και οργανωτικών βελτιώσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σε συνδυασμό, η διαδικασία έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των ασύμμετρων πληροφοριών, την αύξηση της πληρότητας των αγορών και των δυνατοτήτων σύναψης συμβάσεων, τη μείωση του κόστους συναλλαγών και την αύξηση του ανταγωνισμού. Τονίζεται ότι ο κύριος δίαυλος μέσω του οποίου η άρση των φραγμών για την ολοκλήρωση μπορεί να προωθήσει την εγχώρια οικονομική ανάπτυξη, είναι ο αυξημένος ανταγωνισμός με πιο εξειδικευμένους ή χαμηλού κόστους ξένους μεσάζοντες (Hoxha, Kalemli-Ozcan&Vollrath, 2013). Αυτή η ανταγωνιστική πίεση μειώνει το κόστος των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά των χωρών με λιγότερο ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα και, ως εκ τούτου, επεκτείνει τις τοπικές αγορές. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι ίδιοι οι ξένοι φορείς μπορούν να παρέχουν τις πρόσθετες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Η άμεση διείσδυση ξένων τραπεζών και οι διασυννοριακές εξαγορές μεσολαβητών είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε μείωση των μισθωμάτων των τοπικών τραπεζών. Εάν οι συγχωνεύσεις φέρνουν τις τράπεζες πιο κοντά στην αποδοτική τους κλίμακα, η διαδικασία θα συνδέεται επίσης με ένα μειωμένο κόστος διαμεσολάβησης. Ο εντονότερος ανταγωνισμός, ενδεχομένως σε συνδυασμό με τη μείωση του κόστους, μεταφράζεται σε πιο άφθονη πίστωση ή/και χαμηλότερα επιτόκια (Kučerová, 2009). Μια δεύτερη δίοδος είναι

μέσω της εναρμόνισης των εθνικών κανονισμών (λογιστικά πρότυπα, νόμοι ασφάλειας, τραπεζική εποπτεία, εταιρική διακυβέρνηση) που απαιτεί η διαδικασία ολοκλήρωσης. Στο βαθμό που η κανονιστική εναρμόνιση προάγει τη σύγκλιση με τα καλύτερα διεθνή πρότυπα, θα ενισχύσει επίσης την εγχώρια οικονομική ανάπτυξη και την είσοδο ξένων χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών σε πιο υπανάπτυκτες χώρες. Η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και ολοκλήρωσης είναι υψίστης σημασίας, καθώς υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη συνδέεται με την οικονομική ανάπτυξη. Όπως περιγράφεται σε κάποιες μελέτες, τα χρηματοπιστωτικά συστήματα εξυπηρετούν ορισμένους βασικούς σκοπούς. Μεταξύ άλλων, (i) μειώνουν την αβεβαιότητα διευκολύνοντας τις επενδύσεις, την οικονομική ανασφάλιση, τη διαφοροποίηση και τη συγκέντρωση κινδύνου (ii) κατανέμουν τους πόρους και (iii) κινητοποιούν καταθέσεις. Αυτές οι λειτουργίες μπορεί να επηρεάσουν την οικονομική ανάπτυξη μέσω του κεφαλαίου και της τεχνολογικής συσσώρευσης με διαισθητικό τρόπο. Ωστόσο, ενώ αναγνωρίζεται η θετική σχέση ανάμεσα στην οικονομική ανάπτυξη και την χρηματοοικονομική ανάπτυξη, δεν συνάγεται καμιά αιτιότητα (Kose, Prasad&Taylor, 2009). Πράγματι, οι δυο αυτές έννοιες είναι τόσο αλληλένδετες ώστε είναι δύσκολο να συναχθεί ένα σταθερό συμπέρασμα όσον αφορά την αιτιότητα. Παρόλα αυτά, πρόσφατες έρευνες έχουν βρει στοιχεία ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη επηρεάζει θετικά την ανάπτυξη. Άλλες μελέτες βρίσκουν εμπειρικά στοιχεία ότι προωθεί τις επενδύσεις και τις επιχειρήσεις με την ανακατανομή του κεφαλαίου. Επίσης, οι μελέτες σε επίπεδο βιομηχανίας δείχνουν ότι προκαλεί οικονομική ανάπτυξη. Αναφέρουν ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση ενθαρρύνει την χρηματοοικονομική ανάπτυξη, η οποία με τη σειρά της δημιουργεί δυνατότητες για υψηλότερη οικονομική άνοδο. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση επιτρέπει την πραγματοποίηση οικονομιών κλίμακας και αυξάνει την προσφορά κεφαλαίων για επενδυτικές ευκαιρίες. Η πραγματική διαδικασία ολοκλήρωσης προωθεί επίσης τον ανταγωνισμό και την επέκταση των αγορών, οδηγώντας έτσι σε περαιτέρω χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Με τη σειρά της, η χρηματοοικονομική ανάπτυξη μπορεί να οδηγήσει σε αποδοτικότερη κατανομή κεφαλαίου καθώς και σε μείωση του κόστους κεφαλαίου (Colacito&Croce, 2010).

4.2 Κόστος και Εμπόδια Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης

Εκτός από τα δυνητικά οφέλη, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορεί επίσης να προκαλέσει σημαντικό κόστος. Σε έναν κόσμο με ατελείς κεφαλαιαγορές, η ολοκλήρωση μπορεί να καταστήσει μια χώρα πιο ευάλωτη σε εξωτερικές μακροοικονομικές συγκρούσεις και οικονομικές κρίσεις. Τα φαινόμενα μετάδοσης, πιθανώς ενισχυμένα από την "μεταβλητότητα" και τη συμπεριφορά της αγέλης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, μπορούν στην πραγματικότητα να αυξήσουν την μεταβλητότητα της παραγωγής και της κατανάλωσης, αντί να τα μειώσουν, όπως υποστηρίζει η θεωρία του καταμερισμού κινδύνου. Ίσως οι πιθανοί κίνδυνοι της μεγαλύτερης μετάδοσης λόγω της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης δεν είναι τόσο σημαντικοί για τη ζώνη του ευρώ όσο για τις αναπτυσσόμενες χώρες (Ahmed&Mmolainyane, 2014). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι χώρες με σχετικά καλά ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα, όπως η ευρωζώνη, είναι λιγότερο ευάλωτες στις χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση, παρουσία προϋπαρχόντων στρεβλώσεων μπορεί να επιβραδύνει την ανάπτυξη. Σε μελέτες αναφέρονται αναρίθμητοι σχηματισμοί στρεβλώσεων για τους οποίους η ελευθέρωση των διεθνών ελέγχων κεφαλαίου θα βλάψει την κατανομή των πόρων και την ανάπτυξη. Για παράδειγμα, σε περίπτωση στρεβλώσεων του εμπορίου, η ελευθέρωση του κεφαλαίου μπορεί να προκαλέσει εισροές κεφαλαίων σε τομείς όπου η χώρα έχει συγκριτικό μειονέκτημα. Άλλες μελέτες υποστηρίζουν ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση σε χώρες με αδύναμα θεσμικά όργανα και πολιτικές, όπως τα αδύναμα οικονομικά και νομικά συστήματα, στην πραγματικότητα προκαλεί εκροές κεφαλαίων από χώρες με ανεπάρκεια προς χώρες με αφθονία κεφαλαίων και καλύτερα ιδρύματα (Spiegel, 2009). Έτσι, μερικές θεωρίες προβλέπουν ότι η διεθνής χρηματοοικονομική ολοκλήρωση θα προωθήσει την ανάπτυξη μόνο σε χώρες με υγιείς θεσμούς και καλές πολιτικές. Πολλά ερευνητικά έγγραφα, αναφέρουν το σημαντικό κόστος της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης: (i) υψηλός βαθμός συγκέντρωσης των κεφαλαιακών ροών και έλλειψη πρόσβασης στη χρηματοδότηση των μικρών χωρών, είτε μόνιμα είτε όταν το χρειάζονται περισσότερο, (ii) ανεπαρκής εγχώρια κατανομή αυτών των ροών, η οποία ενδέχεται να παρεμποδίσει τις επιπτώσεις τους στην ανάπτυξη και να επιδεινώσει τις

προϋπάρχουσες εγχώριες στρεβλώσεις, (iii) απώλεια μακροοικονομικής σταθερότητας, (iv) κυκλικές κινήσεις στις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίων, ν) υψηλός βαθμός μεταβλητότητας των ροών κεφαλαίων, ο οποίος σχετίζεται εν μέρει με τις συνέπειες της κατηγοριοποίησης της μετάδοσης και (vi) τους κινδύνους που συνδέονται με τη διείσδυση ξένων τραπεζών (Kose, Prasad&Taylor, 2009).

4.2.1 Εσφαλμένη Κατανομή των Ροών Κεφαλαίων

Ιστορικά στοιχεία δείχνουν ότι οι περίοδοι «έξαρσης» στις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων τείνουν να είναι ιδιαίτερα συγκεντρωμένες σε ένα μικρό αριθμό χωρών. Ορισμένες αναπτυσσόμενες χώρες (ιδίως οι μικρές) μπορεί απλώς να «εξαιρούνται» από τις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές ανεξάρτητα από το πόσο ανοιχτός είναι ο χρηματοοικονομικός τους λογαριασμός. Αν και οι εισροές κεφαλαίων που συνδέονται με έναν ανοιχτό χρηματοοικονομικό λογαριασμό μπορεί να αυξήσουν τις εγχώριες επενδύσεις, ο αντίκτυπός τους στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη μπορεί να είναι περιορισμένος εάν οι εισροές αυτές χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση κερδοσκοπικών ή χαμηλής ποιότητας εγχώριων επενδύσεων, όπως είναι οι επενδύσεις στον τομέα των ακινήτων. Οι επενδύσεις χαμηλής παραγωγικότητας στον μη εμπορεύσιμο τομέα ενδέχεται να μειώσουν με τον καιρό την ικανότητα της οικονομίας για εξαγωγές και να οδηγήσουν σε αυξανόμενες εξωτερικές ανισορροπίες. Η λανθασμένη κατανομή των εισροών κεφαλαίων μπορεί εν μέρει να οφείλεται σε προϋπάρχουσες στρεβλώσεις του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος(Tille&VanWincoop, 2010).

4.2.2 Απώλεια Μακροοικονομικής Σταθερότητας

Οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων που προκλήθηκαν από την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση και την διαφάνεια μπορεί να έχουν ανεπιθύμητα μακροοικονομικά αποτελέσματα, συμπεριλαμβανομένης της ταχείας νομισματικής επέκτασης (λόγω της δυσκολίας και του κόστους άσκησης των πολιτικών αποστείρωσης), των πληθωριστικών πιέσεων (που προκύπτουν από την επίδραση των εισροών

κεφαλαίων στις εγχώριες δαπάνες) την ανατίμηση του επιτοκίου και την αύξηση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχούμενων συναλλαγών. Σύμφωνα με μια ευέλικτη ρύθμιση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, τα αυξανόμενα εξωτερικά ελλείμματα τείνουν να επιφέρουν μια υποτίμηση του νομίσματος, η οποία μπορεί τελικά να οδηγήσει σε επανευθυγράμμιση των σχετικών τιμών και να προκαλέσει αυτοδιορθωτικές κινήσεις στις εμπορικές ροές. Αντιθέτως, στο πλαίσιο ενός καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι απώλειες ανταγωνιστικότητας και οι αυξανόμενες εξωτερικές ανισορροπίες μπορούν να διαβρώσουν την εμπιστοσύνη στη βιωσιμότητα και την πρόσδεση του ισοζυγίου, προκαλώντας έτσι νομισματική κρίση και αυξάνοντας την οικονομική αστάθεια (Loutskina&Strahan, 2015).

4.2.3 Προκυκλικότητα των Βραχυπρόθεσμων Ροών

Η προκυκλικότητα μπορεί στην πραγματικότητα να έχει παρενέργειες και να αυξήσει τη μακροοικονομική αστάθεια: οι ευνοϊκές διαταραχές μπορεί να προσελκύσουν μεγάλες εισροές κεφαλαίων και να ενθαρρύνουν την κατανάλωση και τις δαπάνες σε επίπεδα που είναι μακροπρόθεσμα μη βιώσιμα, αναγκάζοντας τις χώρες να προσαρμοστούν υπερβολικά όταν προκύψει ένας κλονισμός. Υπάρχουν ουσιαστικά δύο λόγοι που μπορούν να εξηγήσουν την προκυκλική συμπεριφορά των βραχυπρόθεσμων ροών κεφαλαίων. Πρώτον, οι οικονομικές αναταραχές τείνουν να είναι μεγαλύτερες και συχνότερες στις αναπτυσσόμενες χώρες, αντανακλώντας την σχετικά περιορισμένη παραγωγική βάση και μεγαλύτερη εξάρτηση από τις εξαγωγές πρώτων υλών αυτών των χωρών (Stiglitz, 2010). Μια κοινή αναταραχή σε μια ομάδα χωρών μπορεί να προκαλέσει επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας ορισμένων χωρών, ως αποτέλεσμα των απότομων αλλαγών στην αντίληψη κινδύνου. Αυτό μπορεί να οδηγήσει τους δανειολήπτες που είναι μόνο οριακά αξιόπιστοι να «παραγκωνίζονται» από τις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές. Δεύτερον, ασύμμετρα προβλήματα πληροφόρησης ενδέχεται να προκαλέσουν συμπεριφορά της αγέλης, επειδή οι μερικώς ενημερωμένοι επενδυτές ενδέχεται να βιαστούν να αποσύρουν μαζικά το κεφάλαιό τους ως απάντηση σε μια αναταραχή της οποίας οι οικονομικές συνέπειες για τη χώρα δεν είναι πλήρως κατανοητές (Giannetti&Ongena, 2009).

4.2.3 Μεταβλητότητα των Κεφαλαιακών Ροών

Ένας υψηλός βαθμός χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης και διαφάνειας μπορεί να οδηγήσει σε υψηλό βαθμό μεταβλητότητας των κινήσεων κεφαλαίων, μια συγκεκριμένη εκδήλωση της οποίας οι μεγάλες αναστροφές των βραχυπρόθεσμων ροών συνδέονται με τις κερδοσκοπικές πιέσεις στο εγχώριο νόμισμα. Η πιθανότητα μεγάλων αναστροφών βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών ροών αυξάνει τον κίνδυνο ότι οι δανειολήπτες ενδέχεται να αντιμετωπίσουν δαπανηρές «διακυμάνσεις ρευστότητας». Όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο του βραχυπρόθεσμου χρέους σε σχέση με τα διεθνή αποθέματα της χώρας που δανείζεται, τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο κίνδυνος τέτοιων διακυμάνσεων. Τα υψηλά επίπεδα βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων που διαμεσολαβούν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δημιουργούν επίσης κινδύνους τραπεζικών κρίσεων και συστημικών χρηματοπιστωτικών κρίσεων (Kuhn&Stoeckel, 2014). Γενικά, ο βαθμός μεταβλητότητας των ροών κεφαλαίων σχετίζεται τόσο με τις πραγματικές όσο και τις αντιληπτές κινήσεις των θεμελιωδών εγχώριων οικονομικών μεγεθών, καθώς και με εξωτερικούς παράγοντες, όπως οι μεταβολές των παγκόσμιων επιτοκίων. Σε κάθε περίπτωση, η ορθολογική ή παράλογη συμπεριφορά της αγέλης συχνά μεταφράζεται σε μεγάλες κινήσεις προς και από συγκεκριμένους τύπους περιουσιακών στοιχείων και επιδεινώνει τις διακυμάνσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και των κινήσεων κεφαλαίων. Η μεταβλητότητα των ροών κεφαλαίων μπορεί επίσης να προκύψει από τα αποτελέσματα της μετάδοσης (Colacito&Croce, 2010).

4.2.4 Κίνδυνος Εισόδου Ξένων Τραπεζών

Παρόλο που η διείσδυση ξένων τραπεζών μπορεί να αποφέρει πολλούς τύπους παροχών, παρουσιάζει επίσης ορισμένα δυνητικά μειονεκτήματα. Πρώτον, οι ξένες τράπεζες μπορεί να δίνουν πίστωση σε μικρές επιχειρήσεις (οι οποίες τείνουν να δραστηριοποιούνται στον μη εμπορεύσιμο τομέα) σε μεγαλύτερο βαθμό σε σχέση με τις εγχώριες τράπεζες και να επικεντρωθούν αντί αυτού σε μεγαλύτερες και ισχυρότερες επιχειρήσεις (οι οποίες συχνά εμπλέκονται στην παραγωγή εξαγωγών).

Εάν οι ξένες τράπεζες ακολουθούν πράγματι μια στρατηγική συγκέντρωσης των δανειοδοτικών τους πράξεων μόνο στους πιο αξιόπιστους εταιρικούς (και σε μικρότερο βαθμό σε νοικοκυριά) δανειολήπτες, η παρουσία τους θα είναι λιγότερο πιθανό να συμβάλει στη συνολική αύξηση της αποτελεσματικότητας στον χρηματοπιστωτικό τομέα (Gourio, Siemer&Verdelhan, 2015). Το πιο σημαντικό είναι πως η επιλογή τους να δώσουν υψηλότερο βαθμό πίστωσης σε μικρές επιχειρήσεις, οδηγεί σε αρνητικές επιπτώσεις στην παραγωγή, την απασχόληση και τη διανομή του εισοδήματος. Δεύτερον, η είσοδος ξένων τραπεζών, οι οποίες τείνουν να έχουν χαμηλότερο λειτουργικό κόστος, μπορεί να δημιουργήσει πιέσεις στις τοπικές τράπεζες για να συγχωνευθούν ώστε να παραμείνουν ανταγωνιστικές. Η διαδικασία συγκέντρωσης (η οποία θα μπορούσε επίσης να προκύψει καθώς οι ξένες τράπεζες αποκτούν τοπικές τράπεζες) θα μπορούσε να δημιουργήσει τράπεζες «πολύ μεγάλες για να αποτύχουν» ή «πολύ πολιτικά συνδεδεμένες για να αποτύχουν» καθώς οι νομισματικές αρχές μπορεί να φοβούνται ότι η αποτυχία μίας μεγάλης τράπεζας θα μπορούσε να διαταράξει σοβαρά τις χρηματοπιστωτικές αγορές και να οδηγήσει σε κοινωνικές διαταραχές (Evans&Hnatkovska, 2014). Τρίτον, η είσοδος ξένων τραπεζών δεν μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη σταθερότητα του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, διότι η παρουσία τους καθεαυτή δεν καθιστά λιγότερο πιθανή τη συστηματική τραπεζική κρίση. Επιπλέον, μπορεί να έχουν την τάση να «το βάλουν στα πόδια» κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Εκτός από τα προαναφερθέντα κόστη χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, μπορεί κανείς να διακρίνει τα εμπόδια που παρεμποδίζουν την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Πρώτον, εάν δύο δικαιοδοσίες έχουν διαφορετικά νομίσματα, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών δημιουργούν πρόσθετο κίνδυνο και οι επενδυτές θα απαιτήσουν ασφάλιστρο κινδύνου για την κατοχή τίτλου σε ξένο νόμισμα (Kose,Prasad&Terrones,2003). Ακόμη και αν δεν υπάρχουν διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας, το κόστος συναλλαγής για μετατροπή συναλλάγματος θα προκαλέσει απόκλιση από το διεθνές αρμπιτράζ. Ένα δεύτερο εμπόδιο στην ολοκλήρωση οφείλεται σε διαφορεικούς φόρους και επιδοτήσεις, οι οποίες τοποθετούν μια σφήνα ανάμεσα στα κόστη του κεφαλαίου μετά το φόρο σε διάφορες χώρες. Στη συνέχεια, οι διαφορές στη ρύθμιση και την επιβολή της νομοθεσίας μπορούν να εμποδίσουν τους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές να ανταγωνίζονται διασυνοριακά σε ισότιμη βάση. Για παράδειγμα, η ρύθμιση μπορεί να δημιουργήσει αυστηρότερους φραγμούς εισόδου για ξένους μεσάζοντες. Ομοίως,

η αποτελεσματικότητα της δικαιοσύνης μπορεί να διαφέρει μεταξύ των χωρών, απαιτώντας από τους μεσάζοντες να χρεώνουν υψηλότερα επιτόκια σε ανεπαρκείς δικαιοδοσίες για να αντισταθμίσουν τα αναμενόμενα έξοδα είσπραξης σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης (Beck, Claessens&Schmukler, 2013).

Τέλος, τα εμπόδια στην είσοδο ενδέχεται να προκύψουν όχι από κανονιστικούς περιορισμούς αλλά από ασύμμετρες πληροφορίες μεταξύ δυνητικών ξένων εισερχομένων και εγχώριων κατεστημένων φορέων. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό στις πιστωτικές αγορές, όπου η αδιαφάνεια των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών συνδυάζεται με την τοπική γνώση για να προσφέρουν στους τοπικούς δανειστές ένα πληροφοριακό πλεονέκτημα. Η έλλειψη ολοκλήρωσης αντανάκλα την ύπαρξη εμποδίων στις διασυνοριακές δραστηριότητες. Μελέτες κατατάσσουν τα εμπόδια στην χρηματοοικονομική ολοκλήρωση σε τρεις βασικές κατηγορίες:

- Ψυχολογική/ενημερωτική. Πολλές μελέτες δείχνουν μη αμελητέους ψυχολογικούς και πολιτιστικούς φραγμούς στην χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Για παράδειγμα, οι πολιτισμικές διαφορές και η έλλειψη εμπιστοσύνης εξηγούν σημαντικό μέρος των διμερών οικονομικών και εμπορικών ροών. Εκτός από πολιτιστικούς ψυχολογικούς λόγους, οι τριβές των πληροφοριών φαίνεται να έχουν σημαντική επίδραση στην χρηματοοικονομική ολοκλήρωση (Edison, Levine,Ricci&Sløk, 2002). Άλλες μελέτες δείχνουν ότι οι μεταβλητές που αντανάκλουν τις ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ των χωρών (όπως το κόστος τηλεφώνου, ο χρόνος συναλλαγών, η κυκλοφορία ξένων εφημερίδων) συσχετίζονται σημαντικά με τις διασυνοριακές ροές μετοχών.

- Ρυθμιστικά/νομικά εμπόδια. Προϋπόθεση για τη χρηματοοικονομική ολοκλήρωση είναι η άρση οποιωνδήποτε νομοθετικών ή κανονιστικών διαφορών που δημιουργούν διακρίσεις για τους συμβαλλόμενους με βάση την τοποθεσία τους.

- Τεχνικά/οργανωτικά εμπόδια. Οι τεχνικές υποδομές της αγοράς είναι επίσης καθοριστικές για την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Τα εμπόδια στις συναλλαγές τίτλων πέραν των εθνικών συνόρων εμποδίζουν τις δυνάμεις του αρμπιτράζ και προκαλούν παραβιάσεις του νόμου της μιας τιμής (Benigno, 2009).

5. Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση στην Ευρώπη

Είκοσι πέντε χρόνια μετά την εμφάνιση της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς (SM), η συνολική της επιτυχία σχετικά με τη συμβολή της στην οικονομική ανάπτυξη είναι αδιαμφισβήτητη. Παρ' όλα αυτά, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικά εμπόδια στην πλήρη ολοκλήρωση της αγοράς, ιδίως στον τομέα των κεφαλαιαγορών και των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Η αξιοποίηση αυτού του δυναμικού δεν είναι μόνο σημαντική για τη δημιουργία ίσων όρων ανταγωνισμού σε ολόκληρη την ενιαία ευρωπαϊκή αγορά. Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών διαδραματίζει επίσης ζωτικό ρόλο στη σταθεροποίηση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE). Στην πραγματικότητα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) έχει επανειλημμένα επισημάνει τις σημαντικές δυνατότητες που ενυπάρχουν στη διεθνή διαφοροποίηση και τον επιμερισμό των κινδύνων εντός της ONE. Ειδικά σε περιόδους κρίσης, τέτοιοι μηχανισμοί θα μπορούσαν να συμβάλουν στην άμβλυση των οικονομικών δυσχερειών και να οδηγήσουν σε συνολική μείωση του κινδύνου (Grossman&Leblond, 2011). Επιπλέον, η οικονομική θεωρία παρέχει μια ποικιλία εξηγήσεων και διαύλων μέσω των οποίων μια πραγματικά ολοκληρωμένη χρηματοπιστωτική αγορά θα μπορούσε να συμβάλει στην οικονομική ανάπτυξη και τη σύγκλιση στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Τα τελευταία χρόνια έχουν γίνει σημαντικά βήματα για την ενίσχυση της ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών με διάφορους τρόπους. Αυτό περιλαμβάνει την ίδρυση της ευρωπαϊκής τραπεζικής ένωσης καθώς και την ίδρυση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών (CMU). Ενώ η τραπεζική ένωση περιλαμβάνει μηχανισμό κεντρικής τραπεζικής επιτήρησης και επίλυσης διαφορών για την εξασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού και χρηματοοικονομικής σταθερότητας, η Ένωση Κεφαλαιαγορών στοχεύει στην εμπάθυνση των κεφαλαιαγορών ώστε να βελτιωθεί η χρηματοδότηση και οι διεθνείς επενδύσεις. Αυτά τα ορόσημα, εάν και όταν εφαρμοστούν πλήρως, θα μπορούσαν αναμφίβολα να αποφέρουν σημαντικά οφέλη. Ωστόσο, από τώρα και στο εξής, εξακολουθούν να υφίστανται εμπόδια στις κεφαλαιακές και χρηματοοικονομικές ροές (Loutskina&Strahan, 2015).

5.1 Ορισμός και Ιστορία της Χρηματοπιστωτικής Ολοκλήρωσης στην Ευρώπη

Σε γενικές γραμμές, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορεί να εξεταστεί υπό το πρίσμα δύο γενικών κατηγοριών ορισμών: ο ένας βασίζεται στην ιδέα της θετικής ολοκλήρωσης (δηλαδή στην καθιέρωση ενός υγιούς κοινού ρυθμιστικού πλαισίου), ενώ ο άλλος επικεντρώνεται στην αρνητική ολοκλήρωση (δηλαδή στην άρση των φραγμών που εμποδίζουν τη χρηματοοικονομική ολοκλήρωση). Μελέτες παρέχουν έναν ολοκληρωμένο ορισμό με βάση την αφαίρεση των προαναφερθέντων εμποδίων. Συγκεκριμένα, η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών θεωρείται ως διασύνδεση προηγουμένως διαχωρισμένων χρηματοπιστωτικών αγορών κατά τρόπο που συνεπάγεται την ανταλλαγή πληροφοριών, τις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων και τις επενδύσεις, την εμπορία χρηματοπιστωτικών προϊόντων και την προσέλκυση ξένων οικονομικών πόρων (Lehmann, Levi&Tabak, 2011). Στην ουσία, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση συνεπάγεται την εξάλειψη των περιορισμών στις διασυνοριακές χρηματοοικονομικές πράξεις, έτσι ώστε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να μπορούν να λειτουργούν ελεύθερα, οι επιχειρήσεις να μπορούν να δανείζονται ή να αντλούν κεφάλαια απευθείας, ενώ οι επενδυτές σε μετοχές και ομόλογα να μπορούν να επενδύουν απευθείας σε χώρες χωρίς περιορισμούς. Ένας κάπως μικρότερος και συχνά χρησιμοποιούμενος ορισμός μιας «οικονομικά ολοκληρωμένης αγοράς» αφορά τη θετική ολοκλήρωση (Grossman&Leblond, 2011). Άλλες μελέτες δηλώνουν ότι η αγορά ενός δεδομένου συνόλου χρηματοπιστωτικών μέσων ή/και υπηρεσιών είναι πλήρως ολοκληρωμένη εάν όλοι οι πιθανοί συμμετέχοντες στην αγορά με τα ίδια συναφή χαρακτηριστικά (1) αντιμετωπίζουν ένα ενιαίο σύνολο κανόνων όταν αποφασίζουν να ασχοληθούν με τα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα και/ή υπηρεσίες, (2) έχουν ίση πρόσβαση στο προαναφερόμενο σύνολο χρηματοπιστωτικών μέσων ή/και υπηρεσιών και (3) αντιμετωπίζονται με ίσους όρους όταν δραστηριοποιούνται στην αγορά. Ο δρόμος προς μια τέτοια πλήρη χρηματοπιστωτική αγορά υπήρξε πολύ μακρύς στην ΕΕ (Devereux&Sutherland, 2011). Τα θεμέλια της (σχετικά) ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων θεσπίστηκαν με τη Συνθήκη της Ρώμης του 1957 που καθιέρωσε την κοινή αγορά. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ του 1993 καθόρισε το στόχο της πλήρους ελεύθερης κυκλοφορίας αγαθών, υπηρεσιών, προσώπων και κεφαλαίων στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά (Kučerová, 2009). Έκτοτε, περαιτέρω βήματα όπως το σχέδιο

δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και η ίδρυση της ONE οδήγησαν σε μια ολοένα και πιο ολοκληρωμένη ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά. Σε απάντηση της χρηματοοικονομικής κρίσης και της επακόλουθης κρίσης του ευρώ, δημιουργήθηκε ένα ενιαίο κανονιστικό δημοσιονομικό πλαίσιο που περιλάμβανε ένα ολόκληρο φάσμα κοινών κανόνων που διέπουν τον χρηματοπιστωτικό τομέα, προκειμένου να εξασφαλιστούν ισότιμοι όροι ανταγωνισμού και να αναπτυχθεί ένα πιο ανθεκτικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτοί περιλαμβάνουν - αλλά δεν περιορίζονται μόνο σε - μικροπροληπτικά και μακροπροληπτικά όργανα (π.χ. Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών και Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου) καθώς και την (ατελή) τραπεζική ένωση. Οι δύο πιο εκτεταμένες πρόσφατες πρωτοβουλίες για την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ευρώπη είναι η τραπεζική ένωση και η Ένωση Κεφαλαιαγορών (Brou&Ruta, 2011). Η τραπεζική ένωση σχεδιάστηκε για να χαλαρώσει τον φαύλο κύκλο της αφερεγγυότητας των τραπεζών και των κυρίαρχων κρατών (doomloop) εντός της ζώνης του ευρώ και να σταθεροποιήσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές σε τουλάχιστον δύο σημαντικές διαστάσεις. Πρώτον, δημιουργήθηκε ο Ενιαίος Μηχανισμός Εποπτείας (SSM) για την κεντρική παρακολούθηση και εποπτεία μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών υπό την αιγίδα της ΕΚΤ (Cornia, 2011). Δεύτερον, τέθηκε σε ισχύ ο ενιαίος μηχανισμός εξυγίανσης (και το ταμείο) (SRM/SRF), προκειμένου να αναδιαρθρωθούν ή ακόμη και να ρευστοποιηθούν οι προβληματικές τράπεζες κατά τρόπο ομαλό, ώστε να μειωθεί η διαταραχή και η εξάπλωση της κρίσης στην αγορά. Εκτός από την εναρμόνιση των εθνικών κανόνων, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε έναν τρίτο πυλώνα της τραπεζικής ένωσης το 2015: ένα ευρωπαϊκό σύστημα ασφάλισης καταθέσεων (EDIS). Το σύστημα προτίθεται να δημιουργήσει ενιαία νομοθεσία που να διασφαλίζει τις ιδιωτικές καταθέσεις έναντι της τραπεζικής αδυναμίας, ανεξάρτητα από την τοποθεσία και τη δικαιοδοσία στην οποία λειτουργεί μια τράπεζα. Τέλος, η πιο πρόσφατη πρόταση για την προώθηση της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς είναι αυτή της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, δηλαδή η εμβάθυνση της ενοποίησης της κεφαλαιαγοράς και η διευκόλυνση της πρόσβασης στην πίστωση, δημιουργώντας ένα πανευρωπαϊκό σύστημα δανείων με βάση την αγορά. Ως εκ τούτου, θα αποτελούσε μια περισσότερο αρνητική διαδικασία ολοκλήρωσης. Σε αντίθεση με την τραπεζική ένωση, δεν θα δημιουργεί αναγκαστικά νέους και επείγοντως αναγκαίους θεσμούς και μηχανισμούς, αλλά πρωτίστως θα επιδιώκει την ενίσχυση του ισχύοντος

θεσμικού πλαισίου και την εξάλειψη των εμποδίων στην κοινή χρηματοπιστωτική αγορά (Kuhn&Stoeckel, 2014).

5.2 Θεωρητικά Οφέλη και Τρόποι Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης

Έχει αναδειχθεί ένας μεγάλος αριθμός ακαδημαϊκών εργασιών που διερευνά την πρόοδο και τα αποτελέσματα της ολοκλήρωσης της χρηματοπιστωτικής αγοράς, καθώς και τα κανάλια μέσω των οποίων ασκεί την επιρροή της στην Ευρώπη και πέρα από αυτήν. Ενώ υπάρχουν πολλά διαφορετικά μέτρα χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, τα οφέλη μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με συνέπεια ως ενίσχυση της ανάπτυξης, διευκόλυνση της μακροοικονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και υποστήριξη της ομαλής διεξαγωγής της νομισματικής πολιτικής. Η ολοκλήρωση των διασυνοριακών χρηματοπιστωτικών αγορών έχει πρωτίστως τη δυνατότητα να ενισχύσει τη συνολική οικονομική ανάπτυξη στην ΕΕ (Kindleberger, 2015). Θεωρητικά, αυτό μπορεί να συμβεί μέσω διαφόρων πιθανώς διασυνδεδεμένων καναλιών, που κυμαίνονται από τη βελτίωση της κατανομής κεφαλαίων, τις επενδυτικές ευκαιρίες και την εξειδικευμένη παραγωγή, μέσω της αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας των παραγόντων, έως τον ανταγωνισμό και τους πιο ανεπτυγμένους χρηματοπιστωτικούς τομείς στα κράτη μέλη. Μια πραγματικά ολοκληρωμένη κεφαλαιαγορά μπορεί επίσης να προωθήσει την καινοτομία, καθώς η χρηματοδότηση των επικίνδυνων, αλλά πολλά υποσχόμενων, επιχειρήσεων γίνεται ευκολότερη. Επιπλέον, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση είναι πιθανό να βελτιώσει τη διεθνή διαφοροποίηση και τη συμπεριφορά καταμερισμού του κινδύνου από τους ιδιωτικούς τομείς. Εάν η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση ενισχύει την αποσύνδεση των ιδιωτικών δαπανών από το διαθέσιμο εισόδημα της τοπικής οικονομίας, τότε η κατανάλωση μπορεί να εξομαλυνθεί με την πάροδο του χρόνου (Calvi, 2010). Επιπλέον, σε χρηματοοικονομικά ολοκληρωμένες αγορές, οι τράπεζες που λειτουργούν σε επίπεδο ΕΕ θα μπορούν επίσης να συνεχίσουν να δανείζουν χρήματα, ακόμη και όταν οι οικονομίες τους στο εσωτερικό εισέρχονται σε ύφεση. Στο πλαίσιο αυτό, η ίδρυση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συνδικάτου θα πρέπει να αυξήσει τον καταμερισμό του κινδύνου μεταξύ των κρατών μελών, δημιουργώντας ένα κοινό ρυθμιστικό πλαίσιο, προωθώντας τη διασυνοριακή λιανική

τραπεζική και μειώνοντας έτσι την εξάρτηση της τράπεζας από την τοπική οικονομία. Ως εκ τούτου, με τον περιορισμό της εσωτερικής μεροληψίας, οι κίνδυνοι όχι μόνο μοιράζονται, αλλά στην πραγματικότητα μειώνονται. Αυτό, με τη σειρά του, μπορεί να συνεπάγεται υψηλότερο βαθμό οικονομικής και μακροοικονομικής σταθερότητας με οφέλη για όλους (Berglöf, Korniyenko, Zettelmeyer & Plekhanov, 2009). Τέλος, η ίδια η νομισματική πολιτική έχει ζωτικό συμφέρον σε ιδιαίτερα ενοποιημένες χρηματοπιστωτικές αγορές. Καθώς η ΕΚΤ μεταδίδει την πολιτική της μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών, η αποτελεσματικότητα της αγοράς είναι βέβαια καθοριστική. Όταν, ταυτόχρονα, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση συμβάλλει σε λιγότερο ασταθείς και πιο συγχρονισμένους επιχειρηματικούς κύκλους όσον αφορά την κατανάλωση και ενδεχομένως την παραγωγή, η ΕΚΤ θα πρέπει να καταστήσει ευκολότερη τη διεξαγωγή μιας νομισματικής πολιτικής «ενιαίου μεγέθους για όλους» για τη ζώνη του ευρώ. Σε αυτό το πλαίσιο, έχει αποδειχθεί ότι οι διασυνοριακές τραπεζικές συνδέσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες, για παράδειγμα, όχι μόνο μειώνουν τις διακυμάνσεις των επιχειρηματικών κύκλων μεταξύ των κρατών, αλλά και αυξάνουν την κυκλική σύγκλιση μεταξύ τους (Jappelli & Pistaferri, 2011).

5.3 Πιθανά Προβλήματα της Οικονομικής Ολοκλήρωσης

Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορεί επίσης να παρουσιάζει μειονεκτήματα τα οποία πρέπει να παρακολουθούνται και να αντιμετωπίζονται προσεκτικά κατά την επιδίωξη περαιτέρω ολοκλήρωσης. Για παράδειγμα, η δημιουργία συνθηκών για τη λειτουργία των τραπεζών λιανικής στο εξωτερικό μπορεί να οδηγήσει σε ενοποίηση της αγοράς. Αυτό με τη σειρά του θα μπορούσε να οδηγήσει σε ακραίες περιπτώσεις, σε μονοπωλιακές τάσεις που παρεμποδίζουν τον ανταγωνισμό και την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Επιπλέον, εάν οι τράπεζες γίνουν δυσανάλογα μεγάλες, αυτό μπορεί να προκαλέσει συστημικό κίνδυνο. Ένα άλλο μειονέκτημα ίσως είναι ο κίνδυνος ακόμα μεγαλύτερης χρηματοπιστωτικής αστάθειας σε περιόδους κρίσης, επειδή οι ροές κεφαλαίων θα αντιστραφούν ταχύτερα, αποδυναμώνοντας έτσι την ασφαλιστική λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών (Brezigar-Masten, Coricelli & Masten, 2009). Η απόσυρση κεφαλαίων από χώρες με χαμηλές επιδόσεις, για παράδειγμα, θα ήταν πολύ ευκολότερη εάν οι τράπεζες δεν

συνδέονταν απλώς με την οικονομία ενός μόνο κράτους μέλους. Επιπλέον, η εμφάνιση της ολοκλήρωσης μπορεί να προωθήσει την εξειδίκευση της παραγωγής σύμφωνα με συγκριτικά πλεονεκτήματα. Αυτό θα μπορούσε να καταστήσει πιο πιθανές τις ασύμμετρες διαταραχές και να οδηγήσει σε μείωση του διεθνούς συγχρονισμού της αύξησης της παραγωγής. Στην περίπτωση αυτή, θα μπορούσε να υπονομευθεί η ικανότητα της ΕΚΤ να ακολουθήσει μια νομισματική πολιτική «ενιαίου μεγέθους». Η οικονομική θεωρία, ωστόσο, δεν παρέχει σαφή καθοδήγηση σχετικά με το αν η αύξηση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης θα οδηγήσει σε ένα πιο εξειδικευμένο μοντέλο παραγωγής (Chakraborty, Hai, Holter & Stepanchuk, 2017). Η κατάργηση των φραγμών στις εμπορικές συναλλαγές και στις χρηματοοικονομικές ροές ίσως προωθούσε το εμπόριο μεταξύ βιομηχανικών κλάδων το οποίο θα μπορούσε τελικά να αυξήσει τη διεθνή κυκλοφορία των κύκλων παραγωγής. Εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τις συνέπειες της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης στον συγχρονισμό του εμπορίου και του προϊόντος είναι μέχρι στιγμής αδιευκρίνιστα. Γενικά, το εάν τα θεωρητικά οφέλη από την ολοκλήρωση μπορούν να υλοποιηθούν στην πράξη εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ανθεκτικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών σε περιόδους οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης (Kose, Prasad & Taylor, 2009). Σύμφωνα με την ΕΚΤ, μια (ενιαία) ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά μπορεί να θεωρηθεί ανθεκτική όταν δεν εμφανίζονται αφύσικες ευκαιρίες αρμπιτράζ στις διασυνοριακές αγορές περιουσιακών στοιχείων υπό οικονομική πίεση ή όταν η δυνατότητα έκδοσης και αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων σε αυτές οι αγορές δεν αλλάζει απότομα (Calvi, 2010). Η ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθορίζεται με τη σειρά του κυρίως από τη σύνθεση και την κατεύθυνση των ροών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Το αν οι ροές αυτές συνίστανται σε χρέος ή άμεσες ξένες επενδύσεις, βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες λήξεις, διατραπεζικές ή διασυνοριακές τραπεζικές δανειοληψίες ή διενέργεια αμφίδρομων ή μονοκατευθυντικών ενεργειών, μπορούν να επηρεάζονται μόνο έμμεσα από πολιτικές. Μια τάση για τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του χρέους, για παράδειγμα, θεωρείται πιο επικίνδυνη και πιο ασταθής από τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων, ειδικά όταν τα κεφάλαια ρέουν μόνο προς τις ευάλωτες οικονομίες. Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια έχουν γίνει πολλά σε ευρωπαϊκό επίπεδο για τη βελτίωση της ανθεκτικότητας, τη διευκόλυνση της διασυνοριακής χρηματοδότησης και τη δημιουργία ίσων όρων ανταγωνισμού για τις κεφαλαιακές και τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Με άλλα λόγια, πολλοί εύκολοι

στόχοι της ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών έχουν ήδη χτυπηθεί. Για να επιτευχθεί μια πλήρως ενοποιημένη ενιαία αγορά που να ξεκλειδώνει περαιτέρω οφέλη από τη χρηματοπιστωτική ενοποίηση, πρέπει τώρα να δοθεί έμφαση σε συγκεκριμένα εμπόδια στις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τομείς όπως ο διασυνοριακός τραπεζικός τομέας, όπου η τμηματοποίηση έχει αυξηθεί από την οικονομική κρίση. Με την άρση τέτοιων πρακτικών εμποδίων, ο κίνδυνος και η τμηματοποίηση θα μπορούσαν να μειωθούν ακόμη περισσότερο, με οφέλη όχι μόνο για τις ενιαίες αγορές αλλά και για τη σταθερότητα της ζώνης του ευρώ (Speller, Thwaites&Wright, 2011).

6. Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση και η Οικονομική Κρίση

6.1 Ενσωμάτωση των Χρηματαγορών

Σύμφωνα με μελέτες, οι αποφάσεις ενιαίας νομισματικής πολιτικής θα πρέπει να επηρεάζουν με τον ίδιο τρόπο όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Η χρηματοοικονομική και νομισματική ολοκλήρωση αλληλοενισχύονται, με την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση να ευνοεί τη διαδικασία νομισματικής ένωσης και την νομισματική ένωση να προσπαθεί να αυξήσει την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Τα διαθέσιμα στοιχεία δείχνουν ότι τόσο τα μη εξασφαλισμένα όσο και τα εξασφαλισμένα τμήματα των χρηματαγορών έχουν φτάσει σε υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης. Δεν υπάρχει μόνο υψηλό επίπεδο ολοκλήρωσης στις αγορές χρήματος της ζώνης του ευρώ, αλλά η ταχύτητα σύγκλισης είναι επίσης πολύ υψηλή. Η ταχεία σύγκλιση των επιτοκίων διαπιστώθηκε σε ολόκληρη την Ευρώπη. Ομοίως, η ΕΚΤ καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η χρηματαγορά της ζώνης του ευρώ χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης, λίγο μετά την εισαγωγή του ευρώ το 1999 (Devereux&Yu, 2014). Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική αναταραχή αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό επεισόδιο στην πορεία ανάπτυξης της ολοκλήρωσης των χρηματαγορών. Οι χρηματαγορές πλήττονται σοβαρά από την κρίση λόγω του ότι διοχετεύουν κεφάλαια για να μπορέσουν οι τράπεζες να καλύψουν τις πιο άμεσες ανάγκες χρηματοδότησής τους. Αυτό καθιστά τις χρηματαγορές ευάλωτες και ευαίσθητες σε κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Μετά τον Αύγουστο του 2007, οι διασυννοριακοί όγκοι συναλλαγών στις χρηματαγορές μειώθηκαν απότομα. Η ΕΚΤ και κάποιοι μελετητές αναγνωρίζουν την πτώχευση της Lehman Brothers ως σημαντικό ορόσημο που προκάλεσε περαιτέρω μείωση των διασυννοριακών όγκων και σημαντική αύξηση των ξένων ασφαλιστρών. Αυτή η φάση μετά την Lehman ακολουθήθηκε από μια περίοδο, η οποία ξεκίνησε τον Μάιο-Ιούνιο του 2009 και χαρακτηρίστηκε από τη σταδιακή επιστροφή σε πιο σταθερούς όρους που προέβλεπαν τη βελτίωση της δραστηριότητας των δεικτών χρηματοοικονομικής ακεραιότητας. Αυτή η σταθεροποίηση και βελτίωση υποστηρίχθηκαν επίσης από μέτρα που ενέκρινε το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, τα οποία ενίσχυαν και εδραίωναν τα κέρδη αυτά, με περαιτέρω ευεργετικές συνέπειες για την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Ωστόσο, η κυριαρχία της κρίσης σε ορισμένες

χώρες της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ επιταχύνθηκε το Φεβρουάριο-Μάρτιο του 2010 και έφερε και πάλι την αστάθεια στις αγορές χρήματος. Οι δείκτες χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης επιδεινώθηκαν σε επίπεδα που καταγράφηκαν κατά τη διάρκεια της αιχμής της χρηματοπιστωτικής κρίσης (Kuhn&Stoeckel, 2014).

6.2 Αγορά Κρατικών Ομολόγων

Μελέτες εφαρμόζουν ειδησεογραφικούς δείκτες στις αγορές κρατικών ομολόγων και αναφέρουν μάλλον ατελή ολοκλήρωση από τον Ιανουάριο του 1999 έως τον Ιούνιο του 2008. Από την άλλη πλευρά, οι δείκτες βάσει τιμών δείχνουν ότι οι αγορές κρατικών ομολόγων ήταν ιδιαίτερα ενοποιημένες κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, παρόλο που οι αποκλίσεις των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων που σχετίζονται με τη Γερμανία παραμένουν. Στην πραγματικότητα υπήρξε σημαντική ολοκλήρωση στις αγορές κρατικών ομολόγων ορισμένων χωρών πριν από την έναρξη της ΟΝΕ. Οι αγορές κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ επηρεάστηκαν επίσης από τη χρηματοπιστωτική κρίση και τις επακόλουθες ενέργειες των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών. Ο σημαντικότερος αντίκτυπος της κρίσης είναι πιθανόν μετά τον Ιανουάριο του 2010, όταν ορισμένες χώρες (συγκεκριμένα η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ιρλανδία) κατέγραψαν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων σε σύγκριση με τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (Lane, 2010). Η εξέλιξη των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων δείχνει ότι από την αρχή των εντάσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα κατά την περίοδο 2007-2008, οι αγορές κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ είχαν μια τάση προς μεγαλύτερη τμηματοποίηση και διαφοροποίηση. Μελετητές εξετάζουν την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μεταξύ των αγορών ομολόγων της ζώνης του ευρώ και των επιλεγμένων νέων χωρών μελών της ΕΕ κατά την περίοδο 2000-2005 και δύο υποπεριόδους: την προ-σύγκλιση (2000-2002) και τη σύγκλιση (2003-2005). Εκτιμούν τις κινήσεις επιστροφής και διαπιστώνουν ότι η ολοκλήρωση αυξάνεται μόνο για την Τσεχία και την Πολωνία (έναντι της Γερμανίας που χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς για τη ζώνη του ευρώ) (Grossman&Leblond, 2011).

6.3 Αγορά Εταιρικών Ομολόγων

Σε μια ολοκληρωμένη αγορά, η συνολική διακύμανση της απόδοσης των ομολόγων που εξηγείται από τις επιδράσεις στη χώρα, πρέπει να είναι κοντά στο μηδέν. Μπορούν σαφώς να προσδιοριστούν οι συνέπειες της παγκόσμιας οικονομικής αναταραχής και η επακόλουθη κρατική κρίση σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες. Ενώ οι αγορές κρατικών ομολόγων παρουσίαζαν σταθερά υψηλότερο επίπεδο ολοκλήρωσης από τις αγορές εταιρικών ομολόγων πριν από την κρίση, η κατάσταση άλλαξε το 2009, όταν τα αποτελέσματα της κρίσης άρχισαν να αντικατοπτρίζονται περισσότερο στη δημοσιονομική πολιτική και τη δημόσια οικονομία των μελών της ζώνης του ευρώ. Οι τραπεζικοί τομείς σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ υποβλήθηκαν σε σοβαρές πιέσεις κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η αστάθεια των τραπεζικών τομέων συνέβαλε στη σημαντική μείωση της ολοκλήρωσης στις αγορές τραπεζικών ομολόγων. Αν και οι αγορές ομολόγων τηλεπικοινωνιών ακολούθησαν παρόμοια εξέλιξη, η επιδείνωση της ολοκλήρωσης που συνδέεται με την κρίση δεν ήταν τόσο αξιοσημείωτη και φάνηκε να είναι πιο ολοκληρωμένη κατά τη διάρκεια των έντονων κρίσεων (Kose, Prasad&Terrones, 2003).

6.4 Ενσωμάτωση των Αγορών Μετοχών

Λόγω του υψηλού βαθμού ετερογένειας των μετοχικών αποδόσεων, η μέτρηση της ολοκλήρωσης των αγορών μετοχών είναι ακόμη πιο προβληματική από την αξιολόγηση της ολοκλήρωσης των αγορών χρήματος και ομολόγων. Ωστόσο, η ΕΚΤ αναφέρει ότι τα εναλλακτικά μέτρα για την ολοκλήρωση των αγορών μετοχών της ζώνης του ευρώ δείχνουν παρόμοια εξέλιξη όπως στις αγορές χρήματος και ομολόγων. Ο πιο κοινός δείκτης βάσει τιμών που χρησιμοποιείται στις χρηματιστηριακές αγορές είναι η διασπορά χώρας και τομέα σε μηνιαίες αποδόσεις μετοχών. Τα αποτελέσματα δείχνουν την αυξανόμενη ένταξη στη ζώνη του ευρώ από το 2001. Ωστόσο, η εξέλιξη αυτού του μέτρου άλλαξε την τάση μετά τον Οκτώβριο του 2007, όταν τα πλεονεκτήματα μιας γεωγραφικής διαφοροποίησης έχουν γίνει υψηλότερα από αυτά της διαφοροποίησης του τομέα. Οι δείκτες που βασίζονται σε ποσότητες φαίνεται να είναι οι καλύτεροι για την αξιολόγηση της

χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης των αγορών μετοχών (Beck, Claessens&Schmukler, 2013). Σύμφωνα με την ΕΚΤ, βάσει των ποσοτικών δεικτών προκύπτει ότι ο βαθμός ολοκλήρωσης στις αγορές αυτές αυξάνεται. Οι συμμετοχές σε μετοχές που εκδίδονται σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ αυξάνονται. Όσο πιο διεθνή είναι τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών, τόσο πιο ολοκληρωμένες είναι οι αγορές μετοχών. Αν και οι συνολικές διασυννοριακές συμμετοχές αυξάνονται, οι επενδυτές προσανατολίζονται σε μετοχές που εκδίδονται στη ζώνη του ευρώ από ότι σε χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ. Ενώ η χρηματοπιστωτική κρίση επιβράδυνε μόνο την αυξανόμενη τάση στις συμμετοχές εντός της ζώνης του ευρώ, προκάλεσε αντιστροφή της τάσης των συμμετοχών εκτός αυτής. Παρόμοια αποτελέσματα προκύπτουν από την εφαρμογή ποσοτικών δεικτών. Έχει καταγραφεί ένας αυξανόμενος βαθμός ολοκλήρωσης των χρηματιστηριακών αγορών στις χώρες της ζώνης του ευρώ τη δεκαετία του 1990 (Mendoza, Quadriini&Rios-Rull, 2009). Μελετητές εξετάζουν την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση των αγορών μετοχών της ζώνης του ευρώ και των νέων χωρών της ΕΕ (Κύπρος, Τσεχία, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Πολωνία και Σλοβενία). Παρουσιάζεται αύξηση του βαθμού ολοκλήρωσης μεταξύ του 1994 και του 2005, ενώ σημαντικά ασθενέστερες κοινές κινήσεις της ζώνης του ευρώ και των μελών της ΕΕ σημειώθηκαν πριν από το 2000. Η αυξανόμενη ολοκλήρωση στο δεύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου οφείλεται κυρίως σε μεγαλύτερα νέα μέλη της ΕΕ (Τσεχία, Ουγγαρία και Πολωνία). Τα μικρά νέα μέλη της ΕΕ ήταν σχεδόν ανεξάρτητα πριν από το 2000 και μόνο ορισμένα από αυτά (Εσθονία, Κύπρος) πέτυχαν οριακή πρόοδο στην ολοκλήρωση μετά το 2000. Άλλες μελέτες υπολόγισαν την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση των χρηματιστηριακών αγορών των χωρών της ζώνης του ευρώ και των νέων χωρών της ΕΕ (Τσεχία, Ουγγαρία, Πολωνία, Σλοβακία, Σλοβενία). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αποδόσεις των χρηματιστηρίων της Τσεχίας και της Ουγγαρίας συγκλίνουν προς εκείνες των αντίστοιχων χρηματοπιστωτικών μέσων της ζώνης του ευρώ σχετικά γρήγορα κατά την περίοδο Ιανουαρίου 1995 - Ιουλίου 2007. Η ολοκλήρωση αυτή ήταν ακόμη ταχύτερη από ότι σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ όπως η Αυστρία ή η Πορτογαλία (Edison, Levine, Ricci&Sløk, 2002).

Συμπεράσματα

Στόχος της παρούσας εργασίας ήταν να περιγράψει την έννοια της διεθνούς χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, να συγκρίνει τα οφέλη και τους κινδύνους της καθώς και την σύνδεσή της με την οικονομική ολοκλήρωση. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία προσφέρει ποικίλους ορισμούς της. Ωστόσο, όλοι υπογραμμίζουν ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση είναι η διαδικασία μέσω της οποίας τα χρηματοπιστωτικά συστήματα και οι χρηματοπιστωτικές αγορές μιας οικονομίας συνδέονται πιο στενά με εκείνα άλλων οικονομιών ή στον υπόλοιπο κόσμο. Βρέθηκαν τρία βασικά οφέλη της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης που αλληλοσυνδέονται. Ειδικότερα, διακρίνονται περισσότερες ευκαιρίες για τον επιμερισμό του κινδύνου και τη διαφοροποίηση των κινδύνων, την καλύτερη κατανομή κεφαλαίου μεταξύ των επενδυτικών ευκαιριών και τις δυνατότητες για υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη. Ορισμένοι οικονομολόγοι θεωρούν επίσης την οικονομική ανάπτυξη ως θετικό αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Η χρηματοοικονομική ανάπτυξη μειώνει τις ασύμμετρες πληροφορίες, αυξάνει την πληρότητα των αγορών, μειώνει το κόστος των συναλλαγών, αυξάνει τον ανταγωνισμό και επομένως επηρεάζει θετικά την οικονομική ανάπτυξη των χωρών που συμμετέχουν στη διαδικασία ολοκλήρωσης. Από την άλλη πλευρά, η αυξημένη αδυναμία στις εξωτερικές μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις μεταδίδονται σε υψηλότερη μεταβλητότητα παραγωγής και κατανάλωσης και συχνά θεωρείται ως το σοβαρότερο μειονέκτημα της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Επιπλέον, ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης των κεφαλαιακών ροών ή οι κυκλικές μεταβολές των βραχυπρόθεσμων ροών κεφαλαίων μπορούν να συμπεριληφθούν και στις αρνητικές επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Αξιολογήθηκε επίσης ο βαθμός χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης που επιτεύχθηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι αγορές χρήματος της ζώνης του ευρώ είναι σχεδόν πλήρως ολοκληρωμένες. Επιπλέον, ο βαθμός ολοκλήρωσης στην αγορά κρατικών ομολόγων έχει γίνει πολύ υψηλός από την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος. Παρά την αύξηση του βαθμού ολοκλήρωσης και τη σημαντική μείωση της εσωτερικής μεροληψίας των χαρτοφυλακίων μετοχών των θεσμικών επενδυτών, η αγορά μετοχών της ζώνης του ευρώ παραμένει η λιγότερο ολοκληρωμένη. Η ενσωμάτωση της χρηματοπιστωτικής υποδομής και η εναρμόνιση της χρηματοοικονομικής νομοθεσίας έχει προχωρήσει

από το 1999. Στον τομέα αυτό, σημειώθηκε πρόοδος ιδίως στην εξέλιξη και την εφαρμογή κοινών συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού. Αντίθετα, μια πλατφόρμα διακανονισμού εγγυήσεων και ένα σύστημα για τη χρήση εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων των κεντρικών τραπεζών εξακολουθούν να απαιτούν περαιτέρω ολοκλήρωση.

Βιβλιογραφία

1. Agosin, M. R., &Huaita, F. (2012). Overreaction in capital flows to emerging markets: Booms and sudden stops. *Journal of International Money and Finance*, 31(5), 1140-1155.
2. Ahmed, A. D., &Mmolainyane, K. K. (2014). Financial integration, capital market development and economic performance: Empirical evidence from Botswana. *Economic Modelling*, 42, 1-14.
3. Angeletos, G. M., &Panousi, V. (2011). Financial integration, entrepreneurial risk and global dynamics. *Journal of Economic Theory*, 146(3), 863-896.
4. Appendini, K., &Bislev, S. (Eds.). (2016). *Economic integration in NAFTA and the EU: Deficient institutionalality*. Springer.
5. Arellano, C., & Heathcote, J. (2010). Dollarization and financial integration. *Journal of Economic Theory*, 145(3), 944-973.
6. Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., & Monnet, C. (2004). *Measuring financial integration in the euro area* (No. 14). ECB occasional paper.
7. Baier, S. L., Bergstrand, J. H., & Feng, M. (2014). Economic integration agreements and the margins of international trade. *Journal of International Economics*, 93(2), 339-350.
8. Barro, R. J., & Lee, J. W. (Eds.). (2011). *Costs and Benefits of Economic Integration in Asia*. OxfordUniversityPress.
9. Baten, J. (Ed.). (2016). *A history of the global economy*. Cambridge University Press.
10. Beck, T., Claessens, S., &Schmukler, S. L. (2013). Financial globalization and crises: overview. *The Evidence and Impact of FinancialGlobalization*, Elsevier Inc, 1-12.
11. Benigno, P. (2009). Price stability with imperfect financial integration. *Journal of Money, credit and Banking*, 41, 121-149.

12. Berglöf, E., Korniyenko, Y., Zettelmeyer, J., & Plekhanov, A. (2009). Understanding the crisis in emerging Europe. *European Bank for Reconstruction and Development Working Paper*, (109).
13. Brezigar-Masten, A., Coricelli, F., & Masten, I. (2009). Financial integration and financial development in transition economies: What happens during financial crises?.
14. Brou, D., & Ruta, M. (2011). Economic integration, political integration or both?. *Journal of the European Economic Association*, 9(6), 1143-1167.
15. Brown, B. (2017). *The Flight of International Capital: A Contemporary History*. Routledge.
16. Calvi, R. (2010). *Assessing financial integration: a comparison between Europe and East Asia* (No. 423). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
17. Chakraborty, I., Hai, R., Holter, H. A., & Stepanchuk, S. (2017). The real effects of financial (dis) integration: A multi-country equilibrium analysis of Europe. *Journal of Monetary Economics*, 85, 28-45.
18. Claessens, S., Evenett, S. J., & Hoekman, B. M. (2010). *Rebalancing the global economy: A primer for policymaking*. CEPR.
19. Colacito, R., & Croce, M. M. (2010). The short and long run benefits of financial integration. *American Economic Review*, 100(2), 527-31.
20. Cornia, G. A. (2011). Economic integration, inequality and growth: Latin America versus the European economies in transition. *Review of Economics and Institutions*, 2(2).
21. Dalimov, R. (2009). The Dynamics of Trade Creation and Trade Diversion Effects Under, International Economic Integration. *Current Research Journal of Economic Theory*, 1(1), 1-4.
22. Davis, L. E., & Gallman, R. E. (2011). *Evolving financial markets and international capital flows*. Cambridge Books.

23. Devereux, M. B., & Sutherland, A. (2011). Evaluating international financial integration under leverage constraints. *European Economic Review*, 55(3), 427-442.
24. Devereux, M. B., & Yu, C. (2014). *International financial integration and crisis contagion* (No. w20526). National Bureau of Economic Research.
25. Eckes Jr, A. E. (2011). *The contemporary global economy: a history since 1980*. John Wiley & Sons.
26. Edison, H. J., Levine, R., Ricci, L., & Sløk, T. (2002). International financial integration and economic growth. *Journal of international money and finance*, 21(6), 749-776.
27. Esteves, R., & Khoudour-Castéras, D. (2011). Remittances, capital flows and financial development during the mass migration period, 1870–1913. *European Review of Economic History*, 15(3), 443-474.
28. Evans, M. D., & Hnatkovska, V. V. (2014). International capital flows, returns and world financial integration. *Journal of International Economics*, 92(1), 14-33.
29. Giannetti, M., & Ongena, S. (2009). Financial integration and firm performance: Evidence from foreign bank entry in emerging markets. *Review of Finance*, 13(2), 181-223.
30. Gourio, F., Siemer, M., & Verdelhan, A. (2015). Uncertainty and international capital flows. *Available at SSRN 2626635*.
31. Grossman, E., & Leblond, P. (2011). European financial integration: finally the great leap forward?. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 49(2), 413-435.
32. Hall, P. A. (2015). Varieties of capitalism. *Emerging Trends in the Social and Behavioral Sciences: An Interdisciplinary, Searchable, and Linkable Resource*, 1-15.
33. Henderson, W. O. (2013). *The genesis of the Common Market*. Routledge.

34. Hoxha, I., Kalemli-Ozcan, S., & Vollrath, D. (2013). How big are the gains from international financial integration?. *Journal of Development Economics*, 103, 90-98.
35. Hunt, E. K., & Lautzenheiser, M. (2015). *History of economic thought: a critical perspective*. Routledge.
36. Jappelli, T., & Pistaferri, L. (2011). Financial integration and consumption smoothing. *The Economic Journal*, 121(553), 678-706.
37. Kalemli-Ozcan, S., Papaioannou, E., & Peydró, J. L. (2010). What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?. *Journal of International Economics*, 81(1), 75-88.
38. Kallioras, D., & Petrakos, G. (2010). Industrial growth, economic integration and structural change: evidence from the EU new member-states regions. *The Annals of Regional Science*, 45(3), 667-680.
39. Kindleberger, C. P. (2015). *A financial history of Western Europe*. Routledge.
40. Kose, M. A., Prasad, E. S., & Taylor, A. D. (2009). *Thresholds in the process of international financial integration*. The World Bank.
41. Kose, M. A., Prasad, E. S., & Terrones, M. E. (2003). Financial integration and macroeconomic volatility. *IMF Staffpapers*, 50(1), 119-142.
42. Kučerová, Z. (2009). Measuring financial integration in Central Europe through international investment positions. *Eastern European Economics*, 47(4), 25-41.
43. Kuhn, T., & Stoeckel, F. (2014). When European integration becomes costly: the euro crisis and public support for European economic governance. *Journal of European Public Policy*, 21(4), 624-641.
44. Lane, P. R. (2010). International financial integration and the external positions of euro area countries.
45. Lane, P. R. (2013). Capital flows in the euro area.
46. Lane, P. R., & McQuade, P. (2014). Domestic credit growth and international capital flows. *The Scandinavian Journal of Economics*, 116(1), 218-252.

47. Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2003). International financial integration. *IMF Staff Papers*, 50(1), 82-113.
48. Lang, F. P., & Ohr, R. (Eds.). (2012). *International economic integration*. Springer Science & Business Media.
49. Lehmann, A., Levi, M., & Tabak, P. (2011). Basel III and regional financial integration in emerging Europe. An overview of key issues. *European Bank for Reconstruction and Development Working Paper*, 132.
50. Loutskina, E., & Strahan, P. E. (2015). Financial integration, housing, and economic volatility. *Journal of Financial Economics*, 115(1), 25-41.
51. Madura, J. (2011). *International financial management*. Cengage Learning.
52. Majone, G. (2009). Dilemmas of European integration: the ambiguities and pitfalls of integration by stealth. *OUP Catalogue*.
53. Martin, A., & Taddei, F. (2013). International capital flows and credit market imperfections: A tale of two frictions. *Journal of International Economics*, 89(2), 441-452.
54. Mendoza, E. G., Quadrini, V., & Rios-Rull, J. V. (2009). Financial integration, financial development, and global imbalances. *Journal of Political Economy*, 117(3), 371-416.
55. Milesi-Ferretti, G. M., & Tille, C. (2011). The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis. *Economic policy*, 26(66), 289-346.
56. Mwasha, O. N. (2011). The benefits of regional economic integration for developing countries in Africa: A case of East African Community (EAC). *Korea Review of International Studies*, 1.
57. Osada, M., & Saito, M. (2010). Financial integration and economic growth: An empirical analysis using international panel data from 1974-2007. *Research and Statistics Department, Bank of Japan*.
58. Oxelheim, L. (2012). *International financial integration*. Springer Science & Business Media.

59. Schindler, M. (2009). Measuring financial integration: A new data set. *IMF Staffpapers*, 56(1), 222-238.
60. Schoemaker, D. (2011). The financial trilemma. *Economicsletters*, 111(1), 57-59.
61. Speller, W., Thwaites, G., & Wright, M. (2011). The future of international capital flows. *Bank of England Financial Stability Paper*, (12).
62. Spiegel, M. M. (2009). Monetary and financial integration in the EMU: push or pull?. *Review of internationaleconomics*, 17(4), 751-776.
63. Stiglitz, J. E. (2010). Risk and global economic architecture: Why full financial integration may be undesirable. *American Economic Review*, 100(2), 388-92.
64. Tavares, J. (2009). Economic integration and the comovement of stock returns. *Economics Letters*, 103(2), 65-67.
65. Tiberi, M. (2017). *The accounts of the British Empire: Capital flows from 1799 to 1914*. Routledge.
66. Tille, C., & Van Wincoop, E. (2010). International capital flows. *Journal of international Economics*, 80(2), 157-175.
67. Valdez, S., & Molyneux, P. (2015). *An introduction to global financial markets*. Macmillan International Higher Education.
68. Warnock, F. E., & Warnock, V. C. (2009). International capital flows and US interest rates. *Journal of International Money and Finance*, 28(6), 903-919.
69. Κυρκιλής Δημήτριος (2010). Εκδόσεις Κριτική. *Άμεσες Ξένες Επενδύσεις*, 35-55.