

ΝΙΚΟΛΑΟΣ Χ. ΓΚΑΡΓΚΑΝΑΣ

# Προκλήσεις για τη νομισματική πολιτική σε έναν αλληλεξαρτώμενο κόσμο

Σκέψεις σχετικά με τη νομισματική και  
χρηματοπιστωτική ενοποίηση



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

2008



Προκλήσεις  
για τη νομισματική πολιτική  
σε έναν αλληλεξαρτώμενο κόσμο:  
σκέψεις σχετικά με τη νομισματική και  
χρηματοπιστωτική ενοποίηση

Η σύνθεση του εξωφύλλου είναι εμπνευσμένη από το γλυπτό με το σύμβολο του ευρώ και τα 12 αστέρια της σημαίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης το οποίο βρίσκεται στο προαύλιο του μεγάρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στη Φραγκφούρτη.

ΝΙΚΟΛΑΟΣ Χ. ΓΚΑΡΓΚΑΝΑΣ

Προκλήσεις  
για τη νομισματική πολιτική  
σε έναν αλληλεξαρτώμενο κόσμο:  
σκέψεις σχετικά με τη νομισματική  
και χρηματοπιστωτική ενοποίηση



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Αθήνα 2008

Copyright © Τράπεζα της Ελλάδος  
Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος  
Πρώτη έκδοση 2008

ISBN 978 - 960 - 7032 - 43 - 0

Τυπώθηκε στο Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

# Περιεχόμενα

Εισαγωγή	11
<b>I Η Ελλάδα και η ζώνη του ευρώ</b>	
I.1 Συναλλαγματικά καθεστώτα στην πορεία προς την ΟΝΕ: διδάγματα από την εμπειρία της Ελλάδος	23
I.2 Η ένταξη στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και στη ζώνη του ευρώ: η ελληνική εμπειρία	35
I.3 Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην Ελλάδα: μια επισκόπηση	45
I.4 Οι συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού: η περίπτωση της Ελλάδος	53
<b>II Το ευρώ και η ενιαία νομισματική πολιτική</b>	
II.1 Η πρόκληση της νομισματικής πολιτικής σε μια πολυεθνική ζώνη ενιαίου νομίσματος: η εμπειρία της ΕΚΤ	61
II.2 Η προσαρμογή στην ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ	77
II.3 Η ενιαία νομισματική πολιτική αρμόζει σε όλους;	85
II.4 Ενιαία νομισματική πολιτική και βέλτιστες νομισματικές περιοχές: διδάγματα από την εμπειρία της ζώνης του ευρώ	99
<b>III Το χρηματοπιστωτικό σύστημα και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα</b>	
III.1 Η πρακτική της Τράπεζας της Ελλάδος όσον αφορά την αξιολόγηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος: οι συνέπειες του νέου Συμφώνου της Βασιλείας ("Βασιλεία II")	117
III.2 Η ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά	127

III.3 Οι κίνδυνοι για το χρηματοπιστωτικό σύστημα	135
III.4 Το διεθνές πιστωτικό σύστημα: προκλήσεις και προοπτικές	141
<b>IV Διεθνή νομισματικά θέματα</b>	
IV.1 Ο διεθνής ρόλος του ευρώ	153
IV.2 Προωθητικοί παράγοντες και όρια της διαδικασίας συσσώρευσης συναλλαγματικών διαθεσίμων	161
IV.3 Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων: ζητήματα και προκλήσεις	169
IV.4 Μακροοικονομική διαχείριση σε ένα περιβάλλον διαταραχών της συνολικής προσφοράς: διδάγματα από την πρόσφατη εμπειρία	179
<b>Πίνακες</b>	
IV.3.1 Συναλλαγματικά καθεστώτα στις μεσογειακές χώρες	170
IV.3.2 Καθαρές ροές ιδιωτικών κεφαλαίων (1990-2004)	172
IV.3.3 Ρυθμοί ανάπτυξης: σύγκριση μεσογειακών χωρών και επιλεγμένων χωρών της ζώνης του ευρώ	173
IV.4.1 Επίδραση μιας αύξησης κατά 50% των τιμών του πετρελαίου στον πληθωρισμό και το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ	187
<b>Διαγράμματα</b>	
II.1.1 Πληθωρισμός και δημοσιονομικές εξελίξεις την περίοδο 1990-1998 στις 12 χώρες οι οποίες στη συνέχεια υιοθέτησαν το ευρώ	62
II.1.2 Βασικό επιτόκιο και εξέλιξη του πληθωρισμού, της οικονομικής δραστηριότητας, της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των τιμών του πετρελαίου στη ζώνη του ευρώ (1998-2005)	68
II.1.3 Ρυθμός αύξησης και τιμή αναφοράς του M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 1998- Αύγουστος 2005)	69
II.1.4 Διασπορά των ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (ετήσιοι μέσοι όροι) εντός της ζώνης του ευρώ και εντός των ΗΠΑ (1971-2004)	74
II.1.5 Μέση συσχέτιση παραγωγικών κενών διαφόρων χωρών (κυλιόμενη περίοδος 8 ετών, 1980-2004)	75

II.3.1	Συσχετίσεις οικονομικών κύκλων (κυλιόμενη περίοδος 4 ετών) και λογαριθμική γραμμή της τάσης τους: χώρες της ζώνης του ευρώ (1997-2008)	90
II.3.2	Σωρευτική απόκλιση του πληθωρισμού και του ρυθμού μεταβολής του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε επιμέρους χώρες από τους αντίστοιχους μέσους όρους της ζώνης του ευρώ (1999-2006)	93
II.3.3	Διασπορά των ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ-13, μεταξύ των 50 Πολιτειών και του Διαμερίσματος της Κολούμπια των ΗΠΑ, καθώς και μεταξύ των 8 περιφερειών των ΗΠΑ (1991-2006)	94
II.3.4	Πληθωρισμός και ρυθμοί ανάπτυξης των χωρών της ζώνης του ευρώ (1999-2006)	95
II.4.1	Ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) και επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 1998-Ιανουάριος 2008)	103
II.4.2	Δείκτες μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 1999-Ιανουάριος 2008)	104
II.4.3	Ρυθμοί ανάπτυξης και πληθωρισμού στην Ελλάδα (1975-2005)	105
II.4.4	Διεθνή εταιρικά ομόλογα κατά χώρα έκδοσης: ανεξόφλητα υπόλοιπα (Μάρτιος 1992-Σεπτέμβριος 2007)	107
II.4.5	Διαφορές απόδοσης μεταξύ ευρωπαϊκών δεκαετών κρατικών ομολόγων αναφοράς και του γερμανικού ομολόγου αναφοράς (Ιανουάριος 1990-Ιούλιος 2007)	108
II.4.6	Συσχετίσεις μεταξύ της απόδοσης του γερμανικού γενικού χρηματιστηριακού δείκτη και άλλων ευρωπαϊκών γενικών χρηματιστηριακών δεικτών (Φεβρουάριος 1992-Ιανουάριος 2008)	109
II.4.7	Διασπορά των ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού εντός της ζώνης του ευρώ (12 χώρες) και εντός των ΗΠΑ (14 μητροπολιτικές στατιστικές περιοχές και 4 γεωγραφικές περιοχές) (Ιανουάριος 1990-Αύγουστος 2007)	112
III.2.1	Αγορά βραχυπρόθεσμων χρεογράφων: αξία ακαθάριστων εκδόσεων εκ μέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εταιριών και του Δημοσίου των χωρών που υποβάλλουν στοιχεία στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Οκτώβριος 1993-Σεπτέμβριος 2002)	129

III.2.2	Λοιποί τίτλοι της αγοράς χρήματος: αξία ακαθάριστων εκδόσεων εκ μέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εταιριών και του Δημοσίου των χωρών που υποβάλλουν στοιχεία στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Οκτώβριος 1993-Μάρτιος 2002)	130
III.2.3	Γραμμάτια κυμαινόμενου επιτοκίου: αξία εκδόσεων που έχουν ανακοινωθεί από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εταιρίες και το Δημόσιο των χωρών που υποβάλλουν στοιχεία στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Οκτώβριος 1993-Σεπτέμβριος 2001)	131
IV.2.1	Συναλλαγματικά διαθέσιμα (1995-2006)	162
IV.2.2	Συγκέντρωση συναλλαγματικών διαθεσίμων (1994-2006)	162
IV.3.1	Δείκτης έντασης ελέγχων κίνησης κεφαλαίων (1990-2005)	171
IV.3.2	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ (1980-2003)	172
IV.3.3	Εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων (1980-2003)	177
IV.4.1	Δυνητικό προϊόν: σύγκριση των πιο πρόσφατων εκτιμήσεων και των εκτιμήσεων σε “πραγματικό χρόνο” (1999-2004)	183
IV.4.2	Διεθνείς τιμές του πετρελαίου (Νοέμβριος 1960-Νοέμβριος 2006)	185
IV.4.3	Παραγωγικότητα της εργασίας στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ (1950-2005)	186
IV.4.4	Εξάρτηση από το πετρέλαιο στη ζώνη του ευρώ (σύγκριση 1971 και 2000)	189
IV.4.5	Εξάρτηση από το πετρέλαιο στις ΗΠΑ (σύγκριση 1971 και 2000)	191
IV.4.6	Πετρέλαιο και παραγωγή (1960-2000)	192
IV.4.7	Πληθωρισμός μετρούμενος βάσει του γενικού δείκτη και πυρήνας του πληθωρισμού στη Γερμανία στη διάρκεια της πρώτης πετρελαϊκής κρίσης (Σεπτέμβριος 1972-Ιανουάριος 1975)	194
IV.4.8	Πληθωρισμός μετρούμενος βάσει του γενικού δείκτη και πυρήνας του πληθωρισμού στη Γερμανία στη διάρκεια της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης (Ιανουάριος 1978-Μάρτιος 1982)	195
IV.4.9	Μεταβολές επιδόσεων λόγω της ασκούμενης πολιτικής (σύγκριση μεταξύ 1983-1990 και 1991-1998)	197

---

## Εισαγωγή

Η ΠΑΡΟΥΣΑ έκδοση περιλαμβάνει μια επιλογή διαλέξεων και ομιλιών μου από το 2002 ως Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος και μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Έγιναν ορισμένες προσαρμογές ήσσονος σημασίας, προκειμένου να εξασφαλιστεί η ομοιομορφία του ύφους και να επικαιροποιηθούν οι πληροφορίες. Κύριος σκοπός της έκδοσης είναι να αποτελέσει επιτομή των δημόσιων ομιλιών μου.

Η υποχρέωση λογοδοσίας, η διαφάνεια και η επικοινωνία αποτελούν φυσικά και απαραίτητα συμπληρωματικά στοιχεία της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας. Σήμερα, στόχος των κεντρικών τραπεζών είναι η ανοικτή και ειλικρινής επικοινωνία όσον αφορά τις εργασίες, τους στόχους και την πολιτική τους, κατάσταση που διαφέρει πολύ από εκείνη που ίσχυε κατά το μεγαλύτερο μέρος του εικοστού αιώνα. Μέχρι εδώ και εικοσιπέντε χρόνια περίπου, οι κεντρικές τράπεζες είχαν την τάση να λειτουργούν υπό πέπλο μυστικότητας. Π.χ., στην κλασική μελέτη του *Monetary Policy under the International Gold Standard*, ο Arthur Bloomfield, αφού μελέτησε εξονυχιστικά διάφορα έγγραφα (δημοσιευμένα και μη) που καταρτίστηκαν από μεγάλες κεντρικές τράπεζες στις αρχές του εικοστού αιώνα, κατέληξε στο ακόλουθο συμπέρασμα όσον αφορά την επικοινωνία: “Όλες ανεξαρτέτως οι κεντρικές τράπεζες επέλεγαν να αποκαλύπτουν όσο λιγότερα γινόταν σε σχέση με τις εργασίες και την πολιτική τους και, όπως μπορεί κανείς να υποθέσει, να παρουσιάζουν τις πληροφορίες αυτές με τρόπο που ήταν σχεδιασμένος ώστε να παρέχει την ευνοϊκότερη δυνατή εικόνα για τα ιδρύματά τους”.<sup>1,2</sup>

Όλα αυτά έχουν αλλάξει. Όπως και άλλα δημόσια ιδρύματα, οι κεντρικές τράπεζες υπόκεινται πλέον σε συνεχή έλεγχο από το κοινό, τους οικονομικούς αναλυτές και τα μαζικά μέσα ενημέρωσης. Κατ’ ακολουθίαν, οι κεντρικές τράπεζες προσπαθούν να επικοινωνούν με ανοικτό και διαφανή τρόπο όσον αφορά τη νομισματική πολιτική. Πράγματι, η ανοικτή επικοινωνία συμβαδίζει με την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών. Παρέχοντας πληροφορίες σχετικά με τις εργασίες και την πολιτική της, η κεντρική τράπεζα

1. Τα οικονομικά εγχειρίδια της δεκαετίας του '60, συμπεριλαμβανομένων αυτών των McConnell (1963) και Samuelson (1964), δεν περιλαμβάνουν αναφορές στη λογοδοσία και την επικοινωνία των κεντρικών τραπεζών.

2. Bloomfield, A., *Monetary Policy under the International Gold Standard*, 1959, σελ. 11.

ανταποκρίνεται καλύτερα στην υποχρέωση λογοδοσίας. Μάλιστα, η επικοινωνία έχει γίνει απαραίτητο μέσο για να διευκολύνεται η μετάδοση των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής, καθώς επηρεάζει τις προσδοκίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και καθοδηγεί τη συμπεριφορά των φορέων καθορισμού μισθών και τιμών. Η παροχή πληροφοριών σχετικά με το σκεπτικό στο οποίο βασίζεται η πολιτική της κεντρικής τράπεζας συμβάλλει στη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών και βοηθά την κεντρική τράπεζα στην προσπάθειά της να εξασφαλίσει σταθερότητα των τιμών.

Οι κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν διάφορους διαύλους επικοινωνίας με το κοινό. Στην περίπτωση της ΕΚΤ, ένας δίαυλος είναι οι δημόσιες δηλώσεις – συνεντεύξεις, διαλέξεις και ομιλίες – των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι ομιλίες και οι διαλέξεις μου αφορούν τέσσερις ευρείες θεματικές ενότητες: (i) την ελληνική οικονομία στο πλαίσιο της ζώνης του ευρώ, (ii) το ευρώ και την ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, (iii) το χρηματοπιστωτικό σύστημα και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και (iv) διεθνή νομισματικά ζητήματα. Οι παρουσιάσεις που περιλαμβάνονται στην παρούσα έκδοση έχουν ομαδοποιηθεί με βάση αυτές τις τέσσερις ενότητες.

Στην *πρώτη ενότητα* εξετάζονται οι προκλήσεις που αντιμετώπισε η Ελλάδα στην πορεία της προς τη ζώνη του ευρώ και αυτές που αντιμετωπίζει σήμερα ως μέλος της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης. Οι πρώτες δύο παρουσιάσεις της ενότητας, “Συναλλαγματικά καθεστώτα στην πορεία προς την ΟΝΕ: διδάγματα από την εμπειρία της Ελλάδος” και “Η ένταξη στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και στη ζώνη του ευρώ: η ελληνική εμπειρία”, αφορούν τη συμμετοχή της δραχμής τόσο στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος όσο και στο διάδοχο σχήμα του (ΜΣΙ II) από το Μάρτιο του 1998 έως την ένταξη στη ζώνη του ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2001. Ένα από τα θέματα που αναλύουν αυτές οι παρουσιάσεις είναι ότι ένα ενδιάμεσο καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας, όπως ο ΜΣΙ II, μπορεί να είναι βιώσιμο σε ένα περιβάλλον υψηλής κινητικότητας των κεφαλαίων υπό την προϋπόθεση ότι η χώρα που συμμετέχει είναι σταθερά προσηλωμένη σε συνετές και διατηρήσιμες πολιτικές. Στις δύο παρουσιάσεις εξετάζεται η σημαντική προσαρμογή πολιτικής που ανέλαβε να πραγματοποιήσει η Ελλάδα πριν από την ένταξη στον ΜΣΙ το Μάρτιο του 1998. Η προσαρμογή περιλάμβανε αυστηρότερη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Στις παρουσιάσεις καθίσταται σαφές ότι η προσαρμογή πολιτικής συνεχίστηκε μετά την ένταξη της Ελλάδος στον ΜΣΙ. Τα διδάγματα για την Ελλάδα από τη συμμετοχή της στον ΜΣΙ και στον ΜΣΙ II μπορεί να είναι ιδιαίτερος χρήσιμα για τις χώρες που αντιμετωπίζουν το ενδεχόμενο ένταξης στη νομισματική ένωση.

Μια χώρα —ιδίως όπως η Ελλάδα, που έχει ιστορικό υψηλών ρυθμών πληθωρισμού— η οποία συμμετέχει σε μια νομισματική ένωση αποκομίζει σημαντικά οφέλη, όπως είναι η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής, η οποία οδηγεί σε χαμηλά ονομαστικά επιτόκια, εξάλειψη του κόστους ανταλλαγής εθνικών νομισμάτων μεταξύ των συμμετεχουσών χωρών, καθώς και απαλλαγή από συναλλαγματικές κρίσεις μεταξύ τους. Ωστόσο, μια χώρα που είναι μέλος μιας νομισματικής ένωσης παραιτείται συγχρόνως από τη δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής, δυνατότητα η οποία δεν χρησιμοποιείται πάντοτε όπως πρέπει, καθώς και από την ευχέρεια να προσαρμόζει τη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματός της. Υπό τις συνθήκες αυτές, είναι επιτακτική η ανάγκη να λαμβάνονται άλλα μέτρα πολιτικής προκειμένου να διατηρηθεί η ανταγωνιστικότητα έναντι τρίτων χωρών, διότι, καθώς δεν υπάρχει πλέον μια νομισματική και συναλλαγματική πολιτική ειδικά σχεδιασμένη για τη συγκεκριμένη χώρα, είναι απαραίτητο για την εν λόγω οικονομία να προσαρμόζονται οι τιμές και οι μισθοί, προκειμένου αυτή να είναι διεθνώς ανταγωνιστική.

Η τρίτη παρουσίαση της πρώτης ενότητας, “Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην Ελλάδα: μια επισκόπηση”, εξετάζει το ζήτημα της ανταγωνιστικότητας της χώρας μας, το οποίο έχω αναλύσει σε διάφορες ομιλίες τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Αν και η Ελλάδα εισήγαγε αξιόλογες μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας την τελευταία δεκαπενταετία, έχει ανάγκη από περαιτέρω μεταρρυθμίσεις προκειμένου να ενισχύσει την ανταγωνιστική της θέση διεθνώς. Η ανάγκη ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας προκύπτει από τη διατήρηση σημαντικής διαφοράς πληθωρισμού έναντι του μέσου όρου της ζώνης του ευρώ, από το περιοριστικό ρυθμιστικό πλαίσιο της οικονομίας και από το χαμηλό ποσοστό απασχόλησης. Πιστεύω ότι το μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και ο σχετικά υψηλός πληθωρισμός της Ελλάδος είναι παράγοντες που δεν είναι συμβατοί με τη μακροπρόθεσμη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και με τη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης μακροχρόνια. Η αντιμετώπιση των κύριων γενεσιουργών αιτιών των μακροοικονομικών ανισορροπιών της χώρας — δηλ. των δημοσιονομικών ανισορροπιών και των διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας — είναι εξαιρετικά επείγουσα ενόψει των σοβαρών συνεπειών που έχουν για τη δημοσιονομική θέση και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της Ελλάδος αφενός η γήρανση του πληθυσμού και αφετέρου η παγκοσμιοποίηση. Η αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων θα απαιτήσει, πρώτον και κύριον, σταθερή περαιτέρω πρόοδο προς τη δημοσιονομική εξυγίανση, συμπεριλαμβανομένων μέτρων που θα καταστήσουν το δημόσιο σύστημα συντάξεων βιώσιμο. Θα απαιτήσει επίσης επιτάχυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμί-

σεων για την εξάλειψη δυσκαμψιών στις αγορές προϊόντων και εργασίας και τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

Στην τέταρτη παρουσίαση της πρώτης ενότητας, “Οι συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού: η περίπτωση της Ελλάδος”, εξετάζονται ειδικότερα οι δυσμενείς δημογραφικές προοπτικές για την περίοδο έως το 2050 και αναλύονται οι αρνητικές συνέπειές τους για το δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης και τα δημόσια οικονομικά. Η ανάλυση οδηγεί στο συμπέρασμα ότι υπάρχει αλληλεξάρτηση μεταξύ των μεταρρυθμίσεων των συστημάτων συντάξεων, των δημοσίων δαπανών, της απασχόλησης και της ανάπτυξης, καθώς και ότι οι συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού όσον αφορά τη διατηρησιμότητα των δημοσίων οικονομικών είναι ιδιαίτερα δυσμενείς για την Ελλάδα λόγω του υψηλού λόγου του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ. Για τους λόγους αυτούς, υποστηρίζω ότι απαιτείται ένα ολοκληρωμένο σύνολο από πολιτικές που θα επιδιώκουν να μεταβάλουν τις δημογραφικές προοπτικές, να αυξήσουν την απασχόληση και την παραγωγικότητα μέσω μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και εργασίας, να μεταρρυθμίσουν τα συστήματα συντάξεων και υγείας και να προωθήσουν μια διατηρήσιμη δημοσιονομική εξυγίανση.

Παρά τις προειδοποιήσεις πολλών παρατηρητών εκείνης της εποχής ότι το εγχείρημα της νομοσυντακτικής ένωσης ήταν καταδικασμένο σε αποτυχία λόγω της ετερογένειας των οικονομιών που θα συμμετείχαν στη νομοσυντακτική ένωση, το ευρώ δημιούργησε μια νέα πραγματικότητα για τα τριακόσια είκοσι εκατομμύρια των Ευρωπαίων πολιτών και πιθανόν έχει γίνει το πιο ορατό σύμβολο της διαδικασίας ενοποίησης. Οι τέσσερις παρουσιάσεις της *δεύτερης ενότητας* εξετάζουν τις προκλήσεις που συνδέονται με την άσκηση ενιαίας νομοσυντακτικής πολιτικής σε μια ζώνη κοινού νομίματος η οποία περιλαμβάνει μια μεγάλη και ετερογενή ομάδα κυρίαρχων κρατών. Στην παρουσίαση “Η πρόκληση της νομοσυντακτικής πολιτικής σε μια πολυεθνική ζώνη ενιαίου νομίματος: η εμπειρία της ΕΚΤ” αναλύονται τα προβλήματα που αντιμετώπιζε η ΕΚΤ κατά την ίδρυσή της το 1999. Καθώς επρόκειτο για νέα κεντρική τράπεζα χωρίς κανένα ιστορικό, η πρόκληση για το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ήταν να υιοθετήσει μια στρατηγική για τη νομοσυντακτική πολιτική που θα αποδεικνυόταν αξιόπιστη. Όπως αναφέρεται στην ομιλία, τα βασικά στοιχεία της στρατηγικής περιλάμβαναν (α) το στόχο της σταθερότητας των τιμών, (β) τους “δύο πυλώνες” της οικονομικής και της νομοσυντακτικής ανάλυσης και (γ) την ανεξαρτησία, την υποχρέωση λογοδοσίας και τη διαφάνεια της κεντρικής τράπεζας.

Στις παρουσιάσεις “Η προσαρμογή στην ενιαία νομοσυντακτική πολιτική της ΕΚΤ” και “Η ενιαία νομοσυντακτική πολιτική αρμόζει σε όλους;” εξετάζεται κατά πόσον η ενιαία νομοσυντακτική πολιτική μπορεί να αρμόζει σε όλες τις χώρες-

μέλη μιας νομοσποιατικής ζώνης που είναι, καθ' υπόθεση, ετερογενής. Όπως αναλύεται σ' αυτές τις δύο παρουσιάσεις, η ενιαία νομοσποιατική πολιτική της ΕΚΤ λειτούργησε πάρα πολύ καλά, εξασφαλίζοντας σταθερότητα των τιμών και χαμηλά επιτόκια. Ωστόσο, όπως επίσης εξηγείται, σημειώθηκαν επίμονες διαφορές πληθωρισμού μεταξύ των μελών της ζώνης του ευρώ. Στο βαθμό που αυτές οι διαφορές αντανακλούν παράγοντες όπως διαφορές στη δημοσιοσποιακή πολιτική, μισθολογικές εξελίξεις που δεν συνδέονται με την εξέλιξη της παραγωγικότητας, καθώς και διαρθρωτικές δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων, η ομαλή λειτουργία της νομοσποιατικής ένωσης απαιτεί την τήρηση δημοσιοσποιακών κανόνων και την εφαρμογή μεταρρυθμίσεων στις αγορές.

Η τέταρτη παρουσίαση της δεύτερης ενότητας, "Ενιαία νομοσποιατική πολιτική και βέλτιστες νομοσποιατικές περιοχές: διδάγματα από την εμπειρία της ζώνης του ευρώ", αναλύει σε μεγαλύτερο βάθος τις νέες προκλήσεις που η εισαγωγή του ευρώ δημιούργησε για την οικονομική πολιτική. Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγω είναι ότι ο παραδοσιακός τρόπος σκέψης όσον αφορά την αξιολόγηση των προϋποθέσεων μιας βέλτιστης νομοσποιατικής περιοχής είναι ατελής. Πρώτον, επειδή, σε έναν κόσμο όπου η νομοσποιατική πολιτική αποτελεί το προσφορότερο μέσο για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, η απώλεια της ανεξαρτησίας της νομοσποιατικής πολιτικής ενδέχεται να μη συνεπάγεται ιδιαίτερο κόστος. Μάλιστα, για μια μικρή ανοικτή οικονομία, όπως η ελληνική, μπορεί τελικά να αποφέρει καθαρά οφέλη. Δεύτερον, επειδή μπορεί να είναι παραπλανητικό να εκλαμβάνονται τα χαρακτηριστικά της βέλτιστης νομοσποιατικής περιοχής ως προϋποθέσεις για την εξασφάλιση της επιτυχίας της συμμετοχής μιας χώρας σε μια νομοσποιατική ένωση. Ειδικότερα, υποστηρίζω ότι τα χαρακτηριστικά αυτά μπορεί να είναι και τα ίδια ενδογενή. Αυτό σημαίνει ότι αυτή καθ' εαυτήν η ίδρυση μιας νομοσποιατικής ένωσης μπορεί να δημιουργήσει συνθήκες ευνοϊκές για την εύρυθμη λειτουργία της ένωσης.

Οι τέσσερις παρουσιάσεις της τρίτης ενότητας εξετάζουν θέματα σχετικά με το χρηματοπιστωτικό σύστημα και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Στην παρουσίαση "Η πρακτική της Τράπεζας της Ελλάδος όσον αφορά την αξιολόγηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος: οι συνέπειες του νέου Συμφώνου της Βασιλείας ('Βασιλεία II')" περιγράφεται η προσέγγιση της Τράπεζας της Ελλάδος όσον αφορά την αξιολόγηση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού τομέα, συμπεριλαμβανομένης της ικανότητάς του να απορροφά τις επιπτώσεις διαταραχών. Όπως αναλύεται στην εν λόγω παρουσίαση, η Τράπεζα αξιολογεί ευρύ φάσμα συναφών στοιχείων. Στην παρουσίαση εξετάζεται επίσης η προετοιμασία των ελληνικών τραπεζών για την εφαρμογή του Συμφώνου "Βασιλεία II", στόχος του οποίου είναι η προώθηση μεγαλύτερης σταθε-

ρότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο πλαίσιο του Συμφώνου “Βασιλεία II” επιδιώκεται η βελτίωση των υφιστάμενων κανόνων μέσω της στενότερης αντιστοίχισης των εποπτικών κεφαλαιακών απαιτήσεων προς τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες. Επίσης, το πλαίσιο “Βασιλεία II” αποσκοπεί στην προαγωγή μιας προσέγγισης περισσότερο στραμμένης προς το μέλλον όσον αφορά την κεφαλαιακή εποπτεία, η οποία να ενθαρρύνει τις τράπεζες να προσδιορίζουν τους κινδύνους που ενδέχεται να αντιμετωπίσουν, σήμερα και στο μέλλον, και να αναπτύξουν ή να βελτιώσουν την ικανότητά τους να διαχειρίζονται αυτούς τους κινδύνους και να χρησιμοποιούν αποτελεσματικότερα τα κεφάλαιά τους. Για το λόγο αυτό, το ως άνω πλαίσιο έχει σχεδιαστεί έτσι ώστε να μπορεί να εξελίσσεται ανάλογα με τις μεταβολές στις αγορές και τις πρακτικές διαχείρισης κινδύνων. Υποστηρίζω ότι το Σύμφωνο “Βασιλεία II” συνεπάγεται σημαντικά οφέλη, διότι θα αυξήσει την ικανότητα των τραπεζών να απορροφούν τις επιπτώσεις δυσμενών διαταραχών.

Στην παρουσίαση “Η ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά” αναλύονται τα οφέλη της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών και αξιολογείται η πρόοδος προς τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ενώ μετά την εισαγωγή του ευρώ έχει προχωρήσει σημαντικά η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών στις αγορές χρήματος, ομολόγων και μετοχών, μικρότερη πρόοδος έχει σημειωθεί στις τραπεζικές αγορές, ιδίως στη λιανική τραπεζική. Ως εκ τούτου, η προώθηση της ενοποίησης της τραπεζικής αγοράς αποτελεί βασική προτεραιότητα στην πορεία για την επίτευξη της ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς στην Ευρώπη. Υποστηρίζω ότι η περαιτέρω πρόοδος ως προς τη χρηματοπιστωτική ενοποίηση θα αυξήσει τη διαθεσιμότητα και την παραγωγικότητα του κεφαλαίου, με θετικές επιδράσεις όσον αφορά την αύξηση της παραγωγής και της απασχόλησης.

Στην παρουσίαση “Οι κίνδυνοι για το χρηματοπιστωτικό σύστημα” περιγράφονται οι τύποι των διαταραχών, όπως π.χ. η μη ομαλή διόρθωση των παγκόσμιων ανισορροπιών, που θα μπορούσαν να απειλήσουν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στη συνέχεια αναλύονται η ικανότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος να απορροφά τις διαταραχές, καθώς και οι προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι φορείς διαμόρφωσης πολιτικής προκειμένου το σύστημα να είναι σε θέση να αντιμετωπίζει αυτές τις διαταραχές αποτελεσματικότερα. Συγκεκριμένα, συμπεραίνω ότι (α) η νομοσυντακτική πολιτική θα πρέπει να συνεχίσει να γίνεται όλο και λιγότερο διευκολυντική, προκειμένου να συγκρατηθούν οι πληθωριστικές πιέσεις που άρχισαν να εκδηλώνονται, αλλά και να διορθωθούν σταδιακά οι χρηματοοικονομικές ανισορροπίες, (β) να προσαρμοστεί και γενικά να γίνει πιο περιοριστική η δημοσιονομική πολιτική, ούτως ώστε να υπάρχουν

περιθώρια δημοσιονομικών χειρισμών για την αντιμετώπιση των διαταραχών, και (γ) να εφαρμοστούν διαρθρωτικές πολιτικές που θα συμβάλουν στον περιορισμό του κόστους της προσαρμογής.

Η τέταρτη παρουσίαση της τρίτης ενότητας, “Το διεθνές πιστωτικό σύστημα: προκλήσεις και προοπτικές”, έγινε τον Ιούλιο του 2007, δηλαδή περίπου όταν άρχισε η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή. Αφού πρώτα επισημαίνονται η ραγδαία ανάπτυξη του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος τα τελευταία έτη και ορισμένες σημαντικές θετικές συνέπειές της για την παγκόσμια οικονομία, τονίζεται ότι οι εξελίξεις αυτές ταυτόχρονα συνεπάγονται σοβαρές προκλήσεις για τις εμποτικές αρχές και εντοπίζονται οι συγκεκριμένοι κίνδυνοι οι οποίοι στην περίοδο αμέσως μετά τον Ιούλιο του 2007 οδήγησαν στην εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής.

Οι τέσσερις παρουσιάσεις της *τέταρτης ενότητας* αφορούν διεθνή νομισματικά ζητήματα. Στην παρουσίαση “Ο διεθνής ρόλος του ευρώ” εξετάζονται οι παράγοντες που συντελούν στη διεθνή χρήση ενός νομίσματος και ακολούθως αναλύεται ο διεθνής ρόλος του ευρώ. Μια από τις βασικές λειτουργίες του χρήματος είναι να μεταδίδει πληροφορίες για τις τιμές. Ως μέσο μετάδοσης πληροφοριών, το χρήμα μπορεί να παραβληθεί με μια διεθνή γλώσσα. Όσο περισσότεροι μιλούν μια γλώσσα, τόσο ευκολότερη γίνεται η επικοινωνία μέσω αυτής. Το ίδιο ισχύει και για το χρήμα. Για το λόγο αυτό, όπως είναι χρήσιμο για ορισμένες γλώσσες να αποκτήσουν διεθνή χαρακτήρα, έτσι είναι χρήσιμο και για ορισμένα νομίσματα να γίνουν διεθνή. Στην παρουσίαση αξιολογείται η χρήση του ευρώ ως διεθνούς νομίσματος. Η καθιέρωση ενός νομίσματος ως διεθνούς εξαρτάται από διάφορους παράγοντες. Συγκεκριμένα, η νομισματική ζώνη στην οποία χρησιμοποιείται το νόμισμα θα πρέπει να έχει (α) χαμηλό και σταθερό πληθωρισμό, (β) υψηλό δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης, (γ) χρηματοπιστωτικές αγορές που χαρακτηρίζονται από βάθος και εύρος και (δ) πολιτική σταθερότητα. Τέλος, στην παρουσίαση επισημαίνεται ότι το ευρώ έχει όντως γίνει διεθνές νόμισμα και ότι το αν θα φθάσει κάποτε στο επίπεδο του δολαρίου ως διεθνούς νομίσματος θα εξαρτηθεί κατά πολύ από την ικανότητα της ΕΚΤ να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών και από τη συνεχή ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών της ζώνης του ευρώ. Βεβαίως, η διεθνής χρήση του ευρώ έχει αυξηθεί σημαντικά από τότε που έγινε η ομιλία.

Τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί τεράστια αύξηση της διακράτησης συναλλαγματικών διαθεσίμων από τις κεντρικές τράπεζες. Στην παρουσίαση “Προωθητικοί παράγοντες και όρια της διαδικασίας συσσώρευσης συναλλαγματικών διαθεσίμων” αναλύονται οι παράγοντες στους οποίους οφείλεται αυτή η αύξηση και οι πιθανές συνέπειες της συσσώρευσης δια-

θεσίμων. Υποστηρίζω ότι, στο βαθμό που η συσσώρευση διαθεσίμων επέτρεψε στις κεντρικές τράπεζες να αποτρέπουν ή να αντιμετωπίζουν καλύτερα τις κερδοσκοπικές επιθέσεις κατά των νομισμάτων, η εν λόγω συσσώρευση έχει συμβάλει στη σταθερότητα των διεθνών χρηματοπιστωτικών ρυθμίσεων, σε ένα περιβάλλον όπου οι επιθέσεις κατά των νομισμάτων τείνουν να είναι μεταδοτικές. Στο βαθμό, ωστόσο, που αυτή η συσσώρευση αντικατοπτρίζει απόπειρες διαχείρισης των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η εν λόγω στρατηγική μπορεί να μην είναι διατηρήσιμη.

Στα οφέλη για την ευημερία που προκύπτουν από την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και την αύξηση της πρόσβασης στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων συμπεριλαμβάνονται η αποτελεσματικότερη κατανομή των αποταμιεύσεων, με τη διοχέτευση των πόρων προς τις πιο παραγωγικές χρήσεις, η εξομάλυνση της εξέλιξης της κατανάλωσης, ιδίως σε περιόδους όπου μια χώρα πλήττεται από διαταραχές, η διασπορά των κινδύνων, η πρόσβαση σε διεθνή ιδιοκτησιακά δικαιώματα, ιδίως στην περίπτωση των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), και η ενίσχυση της πειθαρχίας κατά την άσκηση της οικονομικής πολιτικής. Ωστόσο, όπως δείχνει η εμπειρία, εκτός από οφέλη, η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων συνεπάγεται και προκλήσεις. Στην παρουσίαση “Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων: ζητήματα και προκλήσεις” αξιολογούνται τα διδάγματα από τις εμπειρίες των επιμέρους χωρών σε σχέση με την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων τα τελευταία χρόνια. Όπως υποστηρίζω, οι εισροές ΞΑΕ αποτελούν μια ειδική κατηγορία ροών κεφαλαίων που είναι σε θέση να ενισχύσει την ανάπτυξη μιας οικονομίας, καθώς παρέχουν διαύλους για τη μεταφορά τεχνολογίας, τεχνογνωσίας και σύγχρονων πρακτικών διοίκησης επιχειρήσεων. Το κόστος της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων περιλαμβάνει το ενδεχόμενο μεγάλων αντιστροφών των ροών κεφαλαίων, οι οποίες είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε κερδοσκοπικές επιθέσεις κατά των νομισμάτων. Υποστηρίζω επίσης ότι, στη διάρκεια της διαδικασίας απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων, οι επιδράσεις των εν λόγω αντιστροφών απαιτείται να προληφθούν μέσω ενός αξιόπιστου μείγματος μακροοικονομικής πολιτικής και ενός υγιούς χρηματοπιστωτικού συστήματος υπό αυστηρή εποπτεία.

Οι διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των παγκόσμιων οικονομικών εξελίξεων τα τελευταία 40 χρόνια. Η πιο κοινή διαταραχή από την πλευρά της προσφοράς είναι εκείνη που συνδέεται με τις διακυμάνσεις της τιμής του πετρελαίου. Στην παρουσίαση “Μακροοικονομική διαχείριση σε ένα περιβάλλον διαταραχών της συνολικής προσφοράς: διδάγματα από την πρόσφατη εμπειρία” αναλύονται τα διδάγματα σχετικά με τις ενδεδειγμένες αντιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στις διαταραχές της προσφοράς. Ένα βασικό συμπε-

ρασμα στο οποίο κατάληγω από την εμπειρία της τελευταίας τριακονταετίας είναι ότι οι κεντρικές τράπεζες δεν πρέπει να αντιδρούν με χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής στις αρνητικές διαταραχές της προσφοράς, γιατί αυτό θα υπονόμει την αξιοπιστία την οποία πολλές κεντρικές τράπεζες κοπίασαν τόσο για να αποκτήσουν και θα αύξανε το κόστος συγκράτησης του πληθωρισμού στο μέλλον. Είναι προτιμότερο οι κεντρικές τράπεζες να εκμεταλλεύονται την αξιοπιστία που έχουν αποκτήσει στο παρελθόν: η νομισματική πολιτική είναι πιο αποτελεσματική όταν υπάρχουν σαφώς εστιασμένες πληθωριστικές προσδοκίες, γεγονός που επιτρέπει στις κεντρικές τράπεζες να αντιμετωπίζουν τις πληθωριστικές διαταραχές με μικρότερο κόστος.

Στην αρχή της παρούσας εισαγωγής αναφέρθηκα στον κρίσιμο ρόλο που διαδραματίζει η επικοινωνία για την άσκηση των δραστηριοτήτων των σύγχρονων κεντρικών τραπεζών. Ελπίζω ότι οι διαλέξεις και οι ομιλίες που ακολουθούν περιγράφουν με σαφήνεια ορισμένες από τις προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι κεντρικές τράπεζες και αναδεικνύουν τις ενδεδειγμένες αντιδράσεις που μπορούν να υιοθετήσουν οι κεντρικές τράπεζες στην προσπάθειά τους να ανταποκριθούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στις υποχρεώσεις τους έναντι των κοινωνιών τις οποίες υπηρετούν.

Εκφράζω τις θερμές ευχαριστίες μου σε όλα τα στελέχη της Τράπεζας της Ελλάδος που συνέβαλαν στην παρούσα έκδοση. Ευχαριστώ ιδιαίτερα τον Γεώργιο Ταβλά για τη μεγάλη βοήθεια, τη Heather Gibson και τον Εμμανουήλ Ζερβουδάκη για τα εποικοδομητικά σχόλιά τους, καθώς και τον Ισαάκ Σαμπεθιά για την επιμέλεια του έργου. Επίσης ευχαριστώ τον Εμμανουήλ Εμμανουήλ για την πολύτιμη οργανωτική υποστήριξη, τον Γεώργιο Νικολαΐδη, την Αικατερίνη Προκοπάκη και τους συναδέλφους τους στο Τμήμα Εκδόσεων και Μεταφράσεων της Τράπεζας για τη μετάφραση των αγγλικών κειμένων στα ελληνικά και την εποπτεία της παραγωγής του βιβλίου, τη Μαρία Εμμανουηλίδου, την Παναγιώτα Πρίντζου και τη Σοφία Γιαννούτσου για τη γραμματειακή υποστήριξη και τον Δημήτριο Σιγάλα και τους συναδέλφους του στο Ίδρυμα Εκτίπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας για τη στοιχειοθεσία και την εκτύπωση του τόμου. Κανείς από τους παραπάνω δεν ευθύνεται για τις απόψεις που διατυπώνονται στην παρούσα έκδοση ή για τυχόν σφάλματα. Οι απόψεις που διατυπώνονται είναι αποκλειστικά του συγγραφέα και δεν θα πρέπει να αποδοθούν στην Τράπεζα της Ελλάδος ή την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.



# I

Η Ελλάδα και η ζώνη του ευρώ



---

# I.1

## Συναλλαγματικά καθεστώτα στην πορεία προς την ΟΝΕ: διδάγματα από την εμπειρία της Ελλάδος

ΟΣΟΝ ΑΦΟΡΑ το θέμα του παρόντος σεμιναρίου, εντυπωσιάζεται κανείς από τις δραματικές αλλαγές μέσα σε μία δεκαετία. Το 1992 και το 1993, όταν ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) δέχθηκε σειρά κερδοσκοπικών επιθέσεων, η προοπτική μιας ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης αντιμετωπιζόταν από πολλούς παρατηρητές με έντονο σκεπτικισμό. Αυτός ο σκεπτικισμός δεν ήταν αβάσιμος. Μήπως δεν είχαν ήδη γίνει “άκυρες εκκινήσεις” στον αγώνα δρόμου για την ΟΝΕ; Η έκθεση Werner δεν είχε εισηγηθεί ίδρυση της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '70; Και όμως, σήμερα έχουμε πλέον πραγματοποιήσει το όνειρο του Pierre Werner και των συναδέλφων του και ήδη εορτάσαμε την τέταρτη επέτειο της ΟΝΕ.

Στην παρούσα εισήγησή μου θα αναφερθώ σε κάποια διδάγματα από την εμπειρία της Ελλάδος, του νεότερου μέλους της ζώνης του ευρώ, στην προσπάθειά της για ένταξη στην ΟΝΕ. Θα ασχοληθώ με κάτι που μοιάζει με αντίφαση. Όπως ήδη ακούσαμε σ' αυτό το σεμινάριο, φαίνεται ότι οι περισσότεροι οικονομολόγοι έχουν ασπαστεί την “υπόθεση του αποκλειόμενου μέσου”. Όσον αφορά τις οικονομίες που έχουν ενσωματωθεί πλήρως στις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίων, υπάρχει ελάχιστο (αν όχι κανένα) περιθώριο ενδιάμεσων επιλογών μεταξύ της ελεύθερης διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας αφενός και της νομισματικής ενοποίησης αφετέρου. Στην πράξη, η υπόθεση αυτή αποκλείει τα ενδιάμεσα καθεστώτα. Και όμως, μία από τις προϋποθέσεις για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ είναι η συμμετοχή στον ΜΣΙ ΙΙ, ο οποίος, σε τελική ανάλυση, είναι ένα ενδιάμεσο καθεστώς. Πώς εξηγείται η αντίφαση αυτή;

## Η εγκατάλειψη των ενδιάμεσων καθεστώτων

Προτού παρουσιάσω την εμπειρία της Ελλάδος, θα αναφερθώ στους λόγους που οδήγησαν στην εγκατάλειψη των ενδιάμεσων καθεστώτων. Πού οφείλεται αυτή; Πρώτον, η εκρηκτική αύξηση των ροών κεφαλαίων στη διάρκεια της δεκαετίας του '90 κατέστησε προβληματική τη λειτουργία των ενδιάμεσων καθεστώτων. Όπως εξήγησαν ήδη σ' αυτό το σεμινάριο ο Jorge Braga de Macedo και ο Helmut Reisen, σύμφωνα με την υπόθεση της Ασύμβατης Τριάδας, η οποία διατυπώθηκε τη δεκαετία του '80, σε ένα καθεστώς μονομερούς σύνδεσης της ισοτιμίας ενός νομίσματος με ένα άλλο νόμισμα ή με μια δέσμη άλλων νομισμάτων, καθώς και ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων, δεν είναι δυνατή η άσκηση ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής σε μόνιμη βάση, επειδή οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και οι μεταβολές των συναλλαγματικών διαθεσίμων τελικά προκαλούν κερδοσκοπικές επιθέσεις στο νόμισμα.

Η τεράστια αύξηση των ροών κεφαλαίων συνοδεύεται από αιφνίδιες αντιστροφές αιτών των ροών. Ενώ σύμφωνα με το σκεπτικό της υπόθεσης της "Ασύμβατης Τριάδας" οι κερδοσκοπικές επιθέσεις στο νόμισμα οφείλονται κατά κανόνα σε ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και εκδηλώνονται σταδιακά, στην πραγματικότητα οι πρόσφατες κερδοσκοπικές επιθέσεις συχνά οφείλονταν στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων και ήταν ξαφνικές και δύσκολο να προβλεφθούν, ενώ αφορούσαν και νομίσματα χωρών που δεν παρουσιάζουν σημαντικές ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους. Οι αντιστροφές των ροών κεφαλαίων περιλαμβάνουν διαδοχικές κερδοσκοπικές επιθέσεις, κυρίως εναντίον νομισμάτων με καθεστώς μονομερούς σύνδεσης της ισοτιμίας τους με ένα άλλο νόμισμα ή με μια δέσμη άλλων νομισμάτων. Αυτές οι αντιστροφές των ροών κεφαλαίων και οι συνακόλουθες υποτιμήσεις (ονομαστικές ή αγοραίες) των συναλλαγματικών ισοτιμιών συχνά συνοδεύονται από απότομη και σημαντική υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας και μερικές φορές οδηγούν σε "δίδυμες κρίσεις", δηλ. κρίσεις τόσο στην αγορά συναλλάγματος όσο και στο τραπεζικό σύστημα.

Τέλος, η αστάθεια των αγορών συναλλάγματος τείνει να μεταδίδεται από το ένα καθεστώς πρόσδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας στο άλλο, σε μια διαδικασία που είναι γνωστή ως "μετάδοση κρίσεων". Στα θύματα της μετάδοσης κρίσεων φαίνεται ότι περιλαμβάνονται και "αθώοι περαστικοί" – οικονομίες με υγιή βασικά οικονομικά μεγέθη, των οποίων τα νομίσματα ενδεχομένως δεν θα είχαν δεχθεί επίθεση εάν αυτές είχαν υιοθετήσει μια από τις δύο "ακραίες" λύσεις (ελεύθερη διακύμανση της ισοτιμίας ή ένταξη σε νομισματική ένωση).

Αυτοί οι τρεις παράγοντες — (α) η δυσκολία άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής όταν υπάρχει μονομερής σύνδεση της ισοτιμίας του νομίσματος με ένα άλλο νόμισμα ή με μία δέσμη άλλων νομισμάτων και έχει απελευθερωθεί η κίνηση κεφαλαίων, (β) οι αιφνίδιες αντιστροφές των ροών κεφαλαίων και (γ) η μετάδοση κρίσεων — έχουν επηρεάσει βαθύτατα τον τρόπο που αντιμετωπίζουμε τα συναλλαγματικά καθεστώτα.

## Η εμπειρία της Ελλάδος προ της συμμετοχής στον ΜΣΙ

Οι ανωτέρω παράγοντες επηρέασαν σημαντικά την ελληνική οικονομία τη δεκαετία του '90. Έως το 1994 οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας ήταν απογοητευτικές. Η ανάπτυξη ήταν σχεδόν μηδενική, ενώ ο πληθωρισμός και το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ κυμαίνονταν σε διψήφια επίπεδα σε όλη τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Ενώ άλλες χώρες της ΕΕ σημείωναν πρόοδο στην προσπάθειά τους για ένταξη στην ΟΝΕ, η Ελλάδα υπολειπόταν ολοένα και περισσότερο. Σαφώς επιβαλλόταν αλλαγή καθεστώτος.

Αυτό συνέβη το 1995. Η υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ το 1992 και η δημόσια δήλωση της κυβέρνησης ότι θέτει ως στόχο της την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ έδωσαν ισχυρά κίνητρα ώστε η προσαρμογή της πολιτικής να τύχει ευρείας στήριξης. Μεταξύ των μέτρων πολιτικής που ελήφθησαν ήταν και τα εξής:

- Η δημοσιονομική πολιτική έγινε σταδιακά πιο περιοριστική. Το δημοσιονομικό έλλειμμα, ως ποσοστό του ΑΕΠ, υποχώρησε από άνω του 10% το 1995 σε 4% περίπου το 1997.

- Η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών, η οποία είχε ξεκινήσει στα τέλη της δεκαετίας του '80, ολοκληρώθηκε, και το 1994 απελευθερώθηκε η κίνηση κεφαλαίων. Η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος διευκόλυνε τη χρήση έμμεσων τρόπων νομισματικού ελέγχου, με αποτέλεσμα να είναι δυνατές οι συχνές και μικρής έκτασης προσαρμογές στα μέσα πολιτικής και επομένως γρήγορες αντιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στις εξελίξεις.

- Η Βουλή των Ελλήνων ψήφισε το νόμο για την ανεξαρτησία της Τράπεζας της Ελλάδος, ο οποίος όρισε ως σκοπό της Τράπεζας την επίτευξη σταθερότητας των τιμών.

Από την πλευρά της, η Τράπεζα της Ελλάδος, αρχής γενομένης από το 1995, υιοθέτησε τη λεγόμενη “πολιτική της σκληρής δραχμής”, η οποία προέβλεπε χρήση της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως ονομαστικού σημείου αναφοράς. Για πρώτη φορά η Τράπεζα ανακοίνωσε συγκεκριμένο στόχο

για τη συναλλαγματική ισοτιμία. Η πολιτική αυτή, τόσο στην Ελλάδα όσο και σε άλλες χώρες τη δεκαετία του '90, βασιζόταν στην πεποίθηση ότι η υιοθέτηση ορατού σημείου αναφοράς για τη συναλλαγματική ισοτιμία θα ενίσχυε την αξιοπιστία της προσπάθειας για αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, καθώς (α) θα μπορούσε να σταθεροποιηθεί η συνιστώσα του γενικού επιπέδου των τιμών που αφορά τα εμπορεύσιμα αγαθά και (β) η υιοθέτηση του εν λόγω σημείου αναφοράς θα συνεπαγόταν συγκράτηση όσον αφορά τη διαμόρφωση των μισθών και των τιμών.

Δεν θα επεκταθώ περισσότερο στη λειτουργία της πολιτικής της σκληρής δραχμής. Αρκεί να αναφερθεί ότι στη διάρκεια της περιόδου 1995-97 τα πραγματικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια διατηρήθηκαν γύρω στο 5%. Στη διάρκεια αυτής της τριετίας ανακοινώνονταν κάθε χρόνο αρκετά συγκεκριμένοι στόχοι για τη συναλλαγματική ισοτιμία, οι οποίοι και επιτεύχθηκαν. Το σημαντικότερο είναι ότι ο πληθωρισμός υποχώρησε από περίπου 11% το 1994 σε κάτω του 5% στο τέλος του 1997, ενώ τα τρία πρώτα έτη εφαρμογής αυτής της πολιτικής ο πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης σχεδόν τριπλασιάστηκε σε σύγκριση με εκείνον που είχε καταγραφεί το διάστημα 1991-94.

Ωστόσο, όπως συμβαίνει συνήθως στα καθεστώτα μονομερούς σύνδεσης της ισοτιμίας του νομίσματος όπου υπάρχει ονομαστικό σημείο αναφοράς, παρουσιάστηκαν κάποιες δυσκολίες. Όπως προέβλεπε η υπόθεση της "Ασύμβατης Τριάδας", η δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής υπό καθεστώς μονομερούς σύνδεσης της ισοτιμίας του νομίσματος με ένα άλλο νόμισμα ή με μια δέσμη άλλων νομισμάτων καθώς και ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων γινόταν ολοένα δυσκολότερη. Οι μεγάλες διαφορές επιτοκίων υπέρ των χρηματοδοτικών μέσων σε δραχμές δημιούργησαν πρόβλημα υπερβολικής εισροής κεφαλαίων. Η Τράπεζα της Ελλάδος αντέδρασε μέσω της αντιστάθμισης (sterilisation) αυτών των εισροών, περιορίζοντας την ανατίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και μειώνοντας την επίδραση των εισροών στη νομισματική βάση: έτσι κερδιζόταν χρόνος έως ότου προσαρμοστούν οι υπόλοιπες πολιτικές. Εντούτοις, η διαδικασία αντιστάθμισης (sterilisation) είχε οιονεί δημοσιονομικό κόστος και, καθώς εμπόδιζε την πώση των εγχώριων επιτοκίων, οδηγούσε στη διατήρηση της διαφοράς αποδόσεων που είχε προκαλέσει αυτές τις εισροές. Επιπλέον, η ελληνική οικονομία αντιμετώπισε ένα βασικό πρόβλημα το οποίο εμφανίζεται κατά την προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού όταν υπάρχει καθεστώς μονομερούς σύνδεσης της ισοτιμίας του νομίσματος με ονομαστικό σημείο αναφοράς: η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμήθηκε σημαντικά, συντελώντας (μαζί με την ισχυρή εγχώρια ζήτηση) στη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Έτσι, έρχομαι στο δεύτερο και τον τρίτο παράγοντα, τις αιφνίδιες αντιστροφές της ροής κεφαλαίων και τη μετάδοση κρίσεων. Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, σε συνδυασμό με την ταχεία άνοδο των μισθών, ενίσχυσε την αντίληψη της αγοράς ότι η δραχμή ήταν υπερτιμημένη και δημιούργησε τις προϋποθέσεις για μετάδοση της κρίσης από την Ασία, η οποία ξεκίνησε με την ονομαστική υποτίμηση του νομίσματος της Ταϊλάνδης τον Ιούλιο του 1997. Η απαραίτητη για τη στήριξη της δραχμής κατακόρυφη αύξηση των επιτοκίων υπονόμει ολοένα και περισσότερο τους αναπτυξιακούς και δημοσιονομικούς στόχους. Έτσι, επιβαλλόταν νέα αλλαγή καθεστώτος.

Αυτή η αλλαγή καθεστώτος έγινε μέσω της συμμετοχής στον ΜΣΙ. Από τις 16 Μαρτίου 1998 η δραχμή εντάχθηκε στον ΜΣΙ με κεντρική ισοτιμία που προέβλεπε υποτίμηση κατά 12,3% έναντι του ECU. Όπως θα εξηγήσω στη συνέχεια, η ένταξη στον ΜΣΙ επέτρεψε στην Ελλάδα να προσανατολίσει την οικονομική της πολιτική προς τη σταθερότητα, με αποτέλεσμα να ευνοηθεί η διαδικασία σύγκλισης. Η συμμετοχή, χωρίς σημαντικές εντάσεις, στον ΜΣΙ αποτελεί ένα από τα κριτήρια σύγκλισης για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ και για το λόγο αυτό λειτουργεί ως δοκιμαστική περίοδος για την κεντρική ισοτιμία, καθώς και για τη διατηρησιμότητα της σύγκλισης γενικότερα.

### **Διδάγματα από τη συμμετοχή στον ΜΣΙ**

Προτού αναφερθώ στην εμπειρία από τη συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ, θα θέσω ένα ερώτημα: Ποιο είδος ενδιάμεσου καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας έχουμε κατά νου όταν αναφερόμαστε στον ΜΣΙ; Κατά τη γνώμη μου, το ισχύον σύστημα ΜΣΙ είναι προϊόν μιας εξελικτικής διαδικασίας. Όπως συμβαίνει με βάση τη θεωρία του Δαρβίνου, διακρίνονται διαδοχικές εκδοχές στην εξέλιξη κάθε είδους. Για να εστιάσει η ανάλυσή μας, νομίζω ότι είναι χρήσιμο να προβούμε στην παρακάτω διάκριση.

*ΜΣΙ, 1η εκδοχή.* Διήρκεσε από την εισαγωγή του ΕΝΣ, το 1979, έως το 1987. Σε σύγκριση με το εύρος διακύμανσης που προβλεπόταν στο σύστημα Bretton-Woods (2%), το εύρος διακύμανσης (4,5%) στον ΜΣΙ ήταν αρκετά μεγάλο και το σύστημα στηριζόταν στον έλεγχο της κίνησης κεφαλαίων. Για ορισμένα νομίσματα, το εύρος διακύμανσης ήταν ακόμη μεγαλύτερο (12%). Συχνά γίνονταν μικρές αναπροσαρμογές των κεντρικών ισοτιμιών. Από το Μάρτιο του 1979, όταν καθιερώθηκε το σύστημα, έως τον Ιανουάριο του 1987, έγιναν αναπροσαρμογές σε έντεκα περιπτώσεις. Τα ανωτέρω χαρακτηριστικά του συστήματος επέτρεψαν στη Γαλλία,

επί παραδείγματι, να υποτιμήσει το φράγκο μετατοπίζοντας το ανώτερο και το κατώτερο όριο του εύρους διακύμανσής του χωρίς να επηρεάσει την αγοραία συναλλαγματική ισοτιμία, με αποτέλεσμα να μη δημιουργηθούν ευκαιρίες για μεγάλα κέρδη οι οποίες οδηγούν σε κερδοσκοπικές επιθέσεις.

*ΜΣΙ, 2η εκδοχή.* Ο λεγόμενος “νέος ΜΣΙ” άρχισε να διαμορφώνεται το 1987. Το μάγκο Γερμανίας χρησίμευε ολοένα περισσότερο ως ονομαστικό σημείο αναφοράς, καθώς η φήμη της Bundesbank ως σφοδρού πολέμου του πληθωρισμού στήριξε τις νομισματικές αρχές ορισμένων συμμετεχουσών χωρών στις προσπάθειές τους να επιτύχουν αξιοπιστία όσον αφορά την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Εκτός από τη σιωπηρή υποτίμηση της λιρέτας Ιταλίας όταν αυτή μετακινήθηκε από το ευρύ στο στενό περιθώριο διακύμανσης τον Ιανουάριο του 1990, το σύστημα έπαψε να χαρακτηρίζεται από αναπροσαρμογές των ισοτιμιών. Το 1990 καταργήθηκαν και οι τελευταίοι έλεγχοι της κίνησης κεφαλαίων σε όλες τις συμμετέχουσες χώρες. Η επανένωση της Γερμανίας απαιτούσε περιοριστική νομισματική πολιτική, ούτως ώστε να αντισταθμιστούν τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα που προέκυψαν λόγω αυτής της αλλαγής. Καθώς οι λοιπές χώρες που συμμετείχαν στον ΜΣΙ βρισκόνταν σε ύφεση και χρειάζονταν χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, ο ΜΣΙ βρέθηκε αντιμέτωπος με το κλασικό “πρόβλημα (n-1)”.

*ΜΣΙ, 3η εκδοχή.* Από το Σεπτέμβριο του 1992 και εξής πολλά από τα νομίσματα που συμμετείχαν στον ΜΣΙ δέχθηκαν επιθέσεις, με αποτέλεσμα αλληπάλληλες υποτιμήσεις νομισμάτων και την έξοδο της λίρας Αγγλίας και της λιρέτας Ιταλίας από το σύστημα. Οι επιθέσεις αυτές ήταν αφηνίδες και μαζικές. Έτσι, η κατάσταση διέφερε από τις αναπροσαρμογές των κεντρικών ισοτιμιών νομισμάτων της δεκαετίας του '80, οι οποίες οφείλονταν κυρίως στις πιέσεις που είχαν συσσωρευθεί σταδιακά λόγω των ανισορροπιών που παρουσίαζαν τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών. Μετά την άρση των ελέγχων της κίνησης κεφαλαίων, οι επιθέσεις που έγιναν τη διετία 1992-93 αφορούσαν το ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων και σε ορισμένες περιπτώσεις επηρέασαν τα νομίσματα χωρών με φαινομενικώς υγιή βασικά οικονομικά μεγέθη, όπως η Γαλλία. Το λεξιλόγιο των οικονομολόγων απέκτησε νέους όρους: (α) κρίσεις που οφείλονται στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων, (β) αφηνίδια διακοπή εισροής κεφαλαίων και (γ) μετάδοση κρίσεων.

*ΜΣΙ, 4η εκδοχή.* Σε μια τελευταία προσπάθεια διάσωσης του συστήματος, τον Αύγουστο του 1993 το εύρος διακύμανσης του ΜΣΙ διευρύνθηκε σε  $\pm 15\%$ . Τελικά, φάνηκε ότι η κίνηση αυτή συνέβαλε στη διάσωση του συστήματος, καθώς δημιούργησε το απαραίτητο περιθώριο ώστε να πραγματοποιηθεί η ονομαστική σύγκλιση.

*ΜΣΙ, 5η εκδοχή, ή, επισήμως, ΜΣΙ II.* Στον ΜΣΙ με τη σημερινή μορφή του, η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας ρητά υποτάσσεται στην κύρια επιδίωξη, που είναι η σταθερότητα των τιμών για όλα τα συμμετέχοντα νομίσματα, ενώ οι υποχρεώσεις που απορρέουν από αυτό το σύστημα είναι σκόπιμα πιο ασύμμετρες από ό,τι στον προηγούμενο ΜΣΙ. Η έννοια της ασυμμετρίας έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς δίνει έμφαση στην αρχή ότι η χώρα της οποίας το νόμισμα δέχεται πιέσεις είναι αυτή που πρέπει να προβαίνει στις απαραίτητες προσαρμογές πολιτικής.

Επανερχομαι τώρα στην ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ. Όταν η δραχμή εντάχθηκε στον ΜΣΙ, το Μάρτιο του 1998, οι συμμετέχουσες χώρες είχαν ήδη αποδείξει την αποφασιστικότητά τους να συμπήξουν μια νομισματική ένωση επιτυγχάνοντας σημαντική ονομαστική σύγκλιση, όπως ορίζεται με βάση τα κριτήρια του Μάαστριχτ. Η σύγκλιση αυτή έλαβε χώρα σε περιβάλλον οικονομίων της αγοράς οι οποίες μπορούσαν να ανταγωνιστούν αποτελεσματικά σε ένα ανοικτό οικονομικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Υπό τις συνθήκες αυτές, το σύστημα συσσωρεύσε σημαντικό απόθεμα αξιοπιστίας. Όπως έχει τονίσει ο Otmar Issing σε αρκετές πρόσφατες μελέτες, η αξιοπιστία των κυβερνήσεων, μεταξύ άλλων όσον αφορά την ικανότητά τους να εφαρμόζουν αξιόπιστη μη πληθωριστική πολιτική, αποτελεί προϋπόθεση για την ύπαρξη σταθερού νομίσματος, τόσο εσωτερικά όσο και εξωτερικά.<sup>1</sup>

Όταν η δραχμή εντάχθηκε στον ΜΣΙ, επωφελήθηκε της αξιοπιστίας η οποία είχε εδραιωθεί στο σύστημα τα προηγούμενα χρόνια. Επίσης, η δραχμή ευνοήθηκε από το γεγονός ότι η αγορά γνώριζε τη διαθεσιμότητα των διευκολύνσεων αμοιβαίας υποστήριξης που παρείχε το σύστημα, όπως η “διευκόλυνση πολύ βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης”. Εντούτοις, η συμμετοχή της Ελλάδος δεν εξασφαλίστηκε χωρίς κόστος. Οι λοιποί συμμετέχοντες στο σύστημα δεν επιθυμούσαν να θέσουν σε κίνδυνο την αξιοπιστία που είχε επιτευχθεί με τόσο κόπο. Δικαίως απαιτήσαν κάποιο αντίτιμο, το οποίο περιλάμβανε τα εξής στοιχεία:

- Συμφωνήθηκε από όλα τα μέλη νέα κεντρική ισοτιμία – η οποία, όπως επισήμανα προηγουμένως, συνεπαγόταν ονομαστική υποτίμηση κατά 12,3%.

- Η υποτίμηση της δραχμής βασίστηκε τόσο στις εξελίξεις κατά το παρελθόν όσο και στις προοπτικές για το μέλλον. Για να καθοριστεί το μέγεθος της υποτίμησης, ελήφθησαν υπόψη τόσο οι διαφορές πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και των λοιπών χωρών της ΕΕ κατά το παρελθόν όσο

1. Βλ., επί παραδείγματι, Issing (2001).

και οι αναμενόμενες διαφορές για το χρονικό διάστημα έως την προσδοκώμενη είσοδο της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Έτσι, η νέα κεντρική ισοτιμία επιδιωκόταν να είναι διατηρήσιμη.

- Ανακοινώθηκε δέση υποστηρικτικών δημοσιονομικών και διαρθρωτικών μέτρων. Οι προσπάθειες για αναδιάρθρωση των δημόσιων επιχειρήσεων επιταχύνθηκαν. Στόχος των μέτρων ήταν να εξασφαλιστεί η διατηρησιμότητα της νέας κεντρικής ισοτιμίας της δραχμής. Με άλλα λόγια, η ένταξη στον ΜΣΙ επιδιωκόταν να αποτελέσει δοκιμαστική περίοδο για τη συμμετοχή της χώρας στην ΟΝΕ, και όχι άδεια ελεύθερης εισόδου στη ζώνη του ευρώ.

Σε αντίθεση με πολλές άλλες υποτιμήσεις που πραγματοποιήθηκαν στα μέσα και στα τέλη της δεκαετίας του '90, η υποτίμηση της δραχμής δεν συνοδεύθηκε από νέες κερδοσκοπικές επιθέσεις, ούτε από χρηματοπιστωτική κρίση. Επίσης, δεν παρατηρήθηκε ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά αντίθετα επιτάχυνση. Επιπλέον, και πάλι σε αντίθεση με τις άλλες υποτιμήσεις κατά το ίδιο χρονικό διάστημα, ο αντίκτυπος της υποτίμησης της δραχμής στον πληθωρισμό περιορίστηκε σημαντικά. Σε τι οφείλεται η επιτυχής μετάβαση της δραχμής από τη μία κεντρική ισοτιμία στην άλλη; Κατά τη γνώμη μου, τα βασικά συστατικά αυτής της επιτυχούς υποτίμησης ήταν τα εξής:

- Σε αντίθεση με άλλα νομίσματα που υποτιμήθηκαν στα μέσα και στα τέλη της δεκαετίας του '90, η δραχμή εξήλθε από ένα καθεστώς μονομερούς πρόσδεσης και εντάχθηκε σε ένα σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών, τον ΜΣΙ, του οποίου μπορούσε να εκμεταλλευθεί την αξιοπιστία.

- Μετά την υποτίμηση, η δημοσιονομική πολιτική συνέχισε να γίνεται ολοένα πιο περιοριστική. Το δημοσιονομικό έλλειμμα, ως ποσοστό του ΑΕΠ, υποχώρησε σε 1% περίπου το 1999, από 4% το 1997. Η πολιτική για την αγορά εργασίας σταδιακά προσαρμόστηκε στις ανάγκες για δημοσιονομική πειθαρχία και ενίσχυση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας.

- Είχε προηγηθεί αυστηρή εφαρμογή των κανόνων προληπτικής εποπτείας του τραπεζικού συστήματος και δεν υπήρχαν καθαρά ανοίγματα του τραπεζικού συστήματος έναντι του εξωτερικού. Έτσι, δεν παρατηρήθηκε πρόβλημα αναντιστοιχίας νομισμάτων – δηλ. μεγάλες ακάλυπτες θέσεις σε συνάλλαγμα, οι οποίες, υπό συνθήκες υποτίμησης του νομίσματος, αυξάνουν τη δανειακή επιβάρυνση των εγχώριων φορέων που έχουν δανειστεί σε ξένο νόμισμα, προκαλώντας πτωχεύσεις και χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Ο ΜΣΙ, εκτός του ότι ενίσχυσε την αξιοπιστία της στρατηγικής της Τράπεζας της Ελλάδος για αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, καθώς την τοποθέτησε μέσα σ' ένα νέο θεσμικό πλαίσιο, παρέσχε άλλο ένα σημαντικό πλεονέκτημα. Η ένταξη στον ΜΣΙ με τυποποιημένο εύρος διακύμανσης της ισοτι-

μίας  $\pm 15\%$  παρέσχε στην Τράπεζα μεγάλο περιθώριο ελιγμών. Έτσι, όταν επαναλήφθηκε η εισροή κεφαλαίων μετά την ένταξη στον ΜΣΙ, η Τράπεζα επέτρεψε την ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία, συμβάλλοντας στη διατήρηση της περιοριστικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και στην άμβλυνση της πληθωριστικής επίδρασης της υποτίμησης. Η συναλλαγματική ισοτιμία παρέμεινε ανατιμημένη σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία το υπόλοιπο του 1998 και σε όλη τη διάρκεια του 1999. Παραδείγματος χάριν, το 1999 η συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής ήταν κατά μέσον όρο 7,7% υψηλότερη από την κεντρική της ισοτιμία, ενώ κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους το διαπραγματικό επιτόκιο τριών μηνών βρισκόταν περίπου 700 μονάδες βάσης πάνω από το αντίστοιχο γερμανικό επιτόκιο. Λόγω του περιοριστικού και συνεπώς μείγματος πολιτικής, ο πληθωρισμός υποχώρησε στο κατώτατο επίπεδο του 2% στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 1999. Στη συνέχεια, για να περιοριστεί ο βαθμός υποτίμησης που θα απαιτούνταν ώστε η αγοραία ισοτιμία να προσεγγίσει την κεντρική ισοτιμία, αλλά και για να μειωθούν οι πληθωριστικές πιέσεις, η κεντρική ισοτιμία ανατιμήθηκε εκ νέου κατά 3,5% τον Ιανουάριο του 2000. Τα υπόλοιπα αποτελούν πλέον ιστορία: με την ικανοποίηση όλων των κριτηρίων του Μάαστριχτ, την 1η Ιανουαρίου του 2001 η Ελλάδα έγινε το δωδέκατο μέλος της ζώνης του ευρώ.

## Συμπεράσματα

Ποια είναι τα βασικά διδάγματα που προκύπτουν από την εμπειρία της Ελλάδος; Θα κάνω τις εξής επισημάνσεις.

Πρώτον, ένα ενδιάμεσο καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να είναι βιώσιμο στη σημερινή εποχή υψηλής κινητικότητας των κεφαλαίων υπό την προϋπόθεση ότι (α) οι συμμετέχοντες είναι σταθερά προσηλωμένοι στην εφαρμογή υγιών και διατηρήσιμων πολιτικών, στις οποίες περιλαμβάνονται και αυτές που εξασφαλίζουν την καλή λειτουργία της οικονομίας της αγοράς, και (β) το ενδιάμεσο καθεστώς χρησιμοποιείται ως μεταβατική ρύθμιση στην πορεία προς τη νομισματική ένωση. Δεν υπάρχει καμία αντίφαση ανάμεσα στην ύπαρξη του ΜΣΙ II και την υπόθεση του “αποκλειόμενου μέσου”.<sup>2</sup>

2. Όπως ήδη αναφέρθηκε, πρόκειται για την υπόθεση σύμφωνα με την οποία, όσον αφορά τις οικονομίες που έχουν ενσωματωθεί πλήρως στις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίων, υπάρχει ελάχιστο (αν όχι μηδενικό) περιθώριο ενδιάμεσων επιλογών μεταξύ της ελεύθερης διακίνησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας αφενός και της νομισματικής ενοποίησης αφετέρου.

Δεύτερον, ο ΜΣΙ ΙΙ παρέχει την αξιοπιστία ενός συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών το οποίο διαμορφώθηκε σταδιακά μέσω μιας εξελικτικής διαδικασίας, καθώς και την ευελιξία – λόγω του μεγάλου εύρους διακύμανσης – που μπορεί να απαιτείται για την επίτευξη της ονομαστικής σύγκλισης. Ωστόσο, η αξιοπιστία που απορρέει από τη συμμετοχή στον ΜΣΙ ΙΙ δεν θα πρέπει να τίθεται σε κίνδυνο από συχνές αναπροσαρμογές της κεντρικής ισοτιμίας. Όπως έδειξαν καθαρά οι εμπειρίες από τον ΜΣΙ τις δεκαετίες του '80 και του '90, οι συχνές αναπροσαρμογές της κεντρικής ισοτιμίας στο πλαίσιο ενός καθεστώτος πρόσδεσης είναι εφικτές μόνον εφόσον ισχύει καθεστώς ελέγχου της κίνησης κεφαλαίων. Στο σημερινό κόσμο της έντονης κινητικότητας κεφαλαίων, οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν αποτελούν πλέον μέσο το οποίο μπορούν να χρησιμοποιούν με ευελιξία και χωρίς κόστος οι υπεύθυνοι για τη χάραξη της πολιτικής. Όσο συχνότερα χρησιμοποιείται, τόσο υπονομεύεται η αξιοπιστία του καθεστώτος μονομερούς σύνδεσης της ισοτιμίας του νομίσματος με ένα άλλο νόμισμα ή με μια δέσμη άλλων νομισμάτων.

Τρίτον, η ανάγκη για την εφαρμογή ενός συνεπούς μείγματος πολιτικής έχει κρίσιμη σημασία, καθώς και σημαντικές συνέπειες για τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να αντιμετωπίζουμε την ανάλυση της νομισματικής πολιτικής. Όπως προκύπτει τόσο από το υπόδειγμα Mundell-Fleming όσο και από το περίφημο “πρόβλημα της ανάθεσης” του Mundell, η νομισματική πολιτική και η δημοσιονομική πολιτική αποτελούν δύο διακριτά μέσα άσκησης πολιτικής.<sup>3</sup> Ωστόσο, το απλό γεγονός ότι, από λογιστική άποψη, οι δημόσιες δαπάνες πρέπει να χρηματοδοτούνται μέσω φορολογίας, δανεισμού ή/και έκδοσης χρήματος σημαίνει ότι οποιαδήποτε ανάλυση της νομισματικής πολιτικής πρέπει να προβαίνει σε συνεπείς παραδοχές για τη δημοσιονομική πολιτική, με άλλα λόγια η νομισματική πολιτική και η δημοσιονομική πολιτική δεν αποτελούν ανεξάρτητα μέσα άσκησης πολιτικής, αλλά πρέπει να είναι εναρμονισμένα στην πορεία προς την ΟΝΕ, αλλά και μέσα στην ΟΝΕ.

Τέταρτον, ένα αξιόπιστο συναλλαγματικό καθεστώς εξαρτάται εν τέλει από την εμπιστοσύνη που εμπνέει η κυβέρνηση. Μια κυβέρνηση που σέβεται το κράτος του νόμου και την ισχύ των δικαιιοπρασιών και ένα πολιτικό σύστημα που εφαρμόζει αξιόπιστες μη πληθωριστικές πολιτικές αποτελούν προϋπόθεση για την ύπαρξη σταθερού συναλλαγματικού καθεστώτος.

3. Βλ. Mundell (1968).

### **Βιβλιογραφία**

- Eichengreen, B. 2002. "Lessons of the Euro for the Rest of the World", first annual Marshall Plan Lecture, Austrian Marshall Plan Foundation, Βιέννη, 4 Δεκεμβρίου.
- Issing, O. 2001. "The Euro and the ECB: Successful Start—Challenges Ahead", Address at Market News Seminar, Λονδίνο, 3 Μαΐου.
- Mundell, R. 1968. *International Economics*, Λονδίνο, 1968.
- Werner, P. 1970. "Report to the Council and the Commission on the Realisation by Stages of Economic and Monetary Union in the Community", *Bulletin of the European Community, Supplement*, Vol. 3 (Werner Report).



---

# I.2

## Η ένταξη στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και στη ζώνη του ευρώ: η ελληνική εμπειρία

ΜΕ ΤΗΝ ένταξή τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση, τα νέα κράτη-μέλη υποχρεούνται να θεωρούν τη συναλλαγματική τους πολιτική ως θέμα κοινού ενδιαφέροντος, ενώ παράλληλα πρέπει να ασκούν τη νομισματική τους πολιτική με πρωταρχικό στόχο την επίτευξη και διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Επιπλέον, προκειμένου να εξασφαλιστεί στενότερος συντονισμός των οικονομικών πολιτικών και συνεχής σύγκλιση των οικονομικών επιδόσεων των κρατών-μελών, το Συμβούλιο, βάσει εκθέσεων που υποβάλλει η Επιτροπή, παρακολουθεί τις οικονομικές εξελίξεις σε κάθε κράτος-μέλος και στην Κοινότητα, καθώς και τη συνέπεια των οικονομικών πολιτικών των κρατών-μελών με τους γενικούς προσανατολισμούς οικονομικής πολιτικής της Κοινότητας.

Πέρα από αυτές τις υποχρεώσεις, η επιλογή στρατηγικής για τη νομισματική και τη συναλλαγματική πολιτική μετά από την ένταξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι, κατά κύριο λόγο, ευθύνη και προνόμιο των κρατών-μελών.

Όλα τα νέα κράτη-μέλη θα ενταχθούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως “κράτη-μέλη με παρέκκλιση”, το οποίο σημαίνει ότι δεσμεύονται να καταβάλουν κάθε προσπάθεια για την ικανοποίηση των αναγκαίων προϋποθέσεων για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος. Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση προβλέπει ότι (α) σε κάποιο χρονικό σημείο μετά την ένταξή τους στην ΕΕ, τα νέα κράτη-μέλη θα συμμετάσχουν στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II) και (β) όταν θεωρηθεί ότι έχουν ικανοποιήσει τα κριτήρια σύγκλισης που αναφέρονται στη Συνθήκη του Μάαστριχτ, θα υιοθετήσουν το ευρώ.

Διότι ότι οι εντασσόμενες χώρες διαφέρουν σημαντικά ως προς την οικονομική τους διάρθρωση, ως προς το καθεστώς της συναλλαγματικής και της νομισματικής πολιτικής τους, αλλά και ως προς το βαθμό της ονομαστικής και πραγματικής σύγκλισης που έχουν επιτύχει ήδη, δεν είναι δυνατόν να ισχύσει ενιαία πορεία προς τη συμμετοχή τους στον ΜΣΙ II και την υιοθέτηση του ευρώ.

Παρουσίαση στην Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου με την ευκαιρία της 40ής επετείου της, Λευκωσία, 21 Νοεμβρίου 2003.

Πρέπει να σημειωθεί ότι ούτε για τις χώρες που μετέχουν σήμερα στη ζώνη του ευρώ είχε ακολουθηθεί ενιαία πορεία. Υπενθυμίζω ότι η Ελλάδα υιοθέτησε το ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2001, ενώ τα υπόλοιπα κράτη-μέλη που μετέχουν σήμερα στη ζώνη του ευρώ είχαν υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα την 1η Ιανουαρίου 1999. Επομένως, η απόφαση του Συμβουλίου για το ποια από τα νέα κράτη-μέλη πληρούν τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του ευρώ θα ληφθεί κατά περίπτωση, χωριστά για κάθε χώρα, ενώ θα εξακολουθήσει να ισχύει επίσης η αρχή της ίσης μεταχείρισης, όπως ίσχυσε και στο παρελθόν καθ' όλη τη διάρκεια της διαδικασίας της νομοσποιατικής ενοποίησης.

Εν όψει αυτών των προοπτικών για την οικονομία της Κύπρου, θα ήθελα να αναφερθώ κατ' αρχάς στην εμπειρία της Ελλάδος από την ένταξη της στη ζώνη του ευρώ και έπειτα να πω ακόμη λίγα λόγια για την ενταξιακή διαδικασία, όπως προβλέπεται για τα νέα κράτη-μέλη που πρόκειται να ενταχθούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Εδώ και αρκετό καιρό, οι οικονομολόγοι αναγνώρισαν ότι δεν είναι δυνατόν μια κεντρική τράπεζα να ασκεί ανεξάρτητη νομοσποιατική πολιτική στο πλαίσιο ενός καθεστώτος μονομερούς σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος με ένα άλλο νόμισμα ή με μια δέσμη άλλων νομισμάτων υπό συνθήκες ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων. Όσον αφορά τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, μια πολιτική που δεν είναι συμβατή με το στόχο για τη συναλλαγματική ισοτιμία οδηγεί σε ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και τελικά σε επίθεση κατά του νομίσματος. Πιο πρόσφατα, απασχολεί τους οικονομολόγους και η μεγάλη αύξηση του όγκου των ροών κεφαλαίων στην παγκόσμια οικονομία. Η αύξηση αυτή συνοδεύθηκε κατά καιρούς από απότομες και έντονες αναστροφές των κεφαλαιακών ροών, καθώς και από επιθέσεις κατά νομισμάτων με καθεστώς σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας, συχνά με αρνητικές συνέπειες για το τραπεζικό και το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Παρατηρείται επίσης ότι οι κρίσεις στις αγορές συναλλάγματος τείνουν όλο και περισσότερο να μεταδίδονται από τη μια χώρα στην άλλη: νομίσματα χωρών των οποίων τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη φαίνονται υγιή δέχθηκαν επίθεση μετά από επιθέσεις κατά άλλων νομισμάτων με καθεστώς σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Οι παράγοντες αυτοί έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην περίπτωση της Ελλάδος κατά τη δεκαετία του '90 και εξηγούν την εγκατάλειψη της μονομερούς σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής με κάποια δέσμη νομισμάτων, τη συμμετοχή της στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομοσποιατικού Συστήματος και τελικά την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Από μια γρήγορη ματιά στην ελληνική εμπειρία

προκύπτουν ενδιαφέροντα διδάγματα για τις χώρες που βρίσκονται σήμερα στη διαδικασία ένταξης.

Επί μία δεκαεπενταετία περίπου, μέχρι το 1994, η ελληνική οικονομία χαρακτηριζόταν από μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα, υψηλό πληθωρισμό και χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η συμμετοχή στη ζώνη του ευρώ φαινόταν πολύ μακρινός στόχος. Ωστόσο, η προοπτική της ένταξης στη ζώνη του ευρώ και τα οφέλη που θα συνεπαγόταν η ένταξη για τη χώρα συνέβαλαν ώστε η ελληνική κοινή γνώμη να στηρίξει τις απαιτούμενες αλλαγές στον τομέα της οικονομικής πολιτικής. Το 1995 ελήφθη σειρά μέτρων, στα οποία περιλαμβανόταν η σταδιακή υιοθέτηση πιο περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής που οδήγησε στη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος ως ποσοστού του ΑΕΠ από 10% το 1995 σε 4% περίπου το 1997.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, από την πλευρά της, άρχισε το 1995 να χρησιμοποιεί τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής ως ονομαστικό σημείο αναφοράς, εγκαινιάζοντας τη λεγόμενη "πολιτική της σκληρής δραχμής". Η πολιτική αυτή αντανάκλασε την άποψη ότι η υιοθέτηση ενός ορατού στόχου για τη συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να ενισχύσει την αξιοπιστία της αντιπληθωριστικής προσπάθειας. Μέσω της σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής με μια δέσμη νομισμάτων χωρών με χαμηλό πληθωρισμό, ο πληθωρισμός θα μπορούσε να μειωθεί με ταχύ ρυθμό. Πράγματι, ο πληθωρισμός μειώθηκε από 11% περίπου το 1994 σε επίπεδο κάτω του 5% στο τέλος του 1997. Ταυτόχρονα, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης σχεδόν τριπλασιάστηκε σε σχέση με την περίοδο 1991-94.

Η διατήρηση περιοριστικών νομισματικών συνθηκών και υψηλών πραγματικών επιτοκίων, που ήταν απόρροια της πολιτικής της σκληρής δραχμής, οδήγησε σε μεγάλες εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό (η κίνηση κεφαλαίων είχε απελευθερωθεί πλήρως το 1994). Η Τράπεζα της Ελλάδος αντέδρασε παρεμβαίνοντας στην αγορά συναλλάγματος για να περιορίσει την άνοδο της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και στη διατραπεζική αγορά για να απορροφήσει την πλεονάζουσα ρευστότητα και έτσι να αντισταθμίσει την επίδρασή της στις εγχώριες νομισματικές συνθήκες. Όμως αυτές οι πράξεις απορρόφησης της πλεονάζουσας ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα ήταν δαπανηρές και επιπλέον συνέβαλλαν στη διατήρηση της διαφοράς επιτοκίων υπέρ των δραχμικών τοποθετήσεων, πράγμα που προκαλούσε νέες εισροές. Παράλληλα, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής αυξανόταν, επιδεινώνοντας την ανταγωνιστική θέση της χώρας και συμβάλλοντας στη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Τα προβλήματα αυτά κορυφώθηκαν προς το τέλος του 1997 και στις αρχές του 1998. Οι εισροές κεφαλαίων αναστράφηκαν, καθώς εκδηλώ-

θηκαν στην εγχώρια αγορά δευτερογενείς επιδράσεις από την κρίση της Ασίας. Η χειροτέρευση της ανταγωνιστικής θέσης της χώρας ενίσχυε τις εκτιμήσεις των αγορών ότι η δραχμή ήταν υπερτιμημένη. Η άνοδος των επιτοκίων, την οποία συνεπαγόταν η πολιτική της σκληρής δραχμής, υπονόμει τους αναπτυξιακούς και δημοσιονομικούς στόχους ολοένα και περισσότερο. Χρειαζόταν λοιπόν και πάλι αλλαγή του συναλλαγματικού καθεστώτος.

Η αλλαγή αυτή ήταν η ένταξη στον ΜΣΙ στις 16 Μαρτίου 1998. Η κεντρική ισοτιμία που συμφωνήθηκε από κοινού με τις άλλες χώρες της ΕΕ ισοδυναμούσε με υποτίμηση της δραχμής κατά 12,3% έναντι του ECU. Ο ΜΣΙ αποτέλεσε το πλαίσιο μέσα στο οποίο ολοκληρώθηκε η διαδικασία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας. Επίσης ήταν μια φάση δοκιμής για την κεντρική ισοτιμία και για τη διατηρησιμότητα της σύγκλισης. Από αυτές τις απόψεις, η συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ απέφερε ποικίλα οφέλη και προετοίμασε το έδαφος για την υιοθέτηση του ευρώ.

Κατά την ένταξη της δραχμής, ο ΜΣΙ είχε ήδη καταξιωθεί ως αξιόπιστο σύστημα που προωθεί τη σύγκλιση μεταξύ των χωρών της ΕΕ εν όψει της εγκαθίδρυσης της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Με τη συμμετοχή της στον ΜΣΙ, η δραχμή ωφελήθηκε από αυτή την αξιοπιστία. Παράλληλα οι αγορές κατανόησαν ότι υπάρχουν μηχανισμοί αμοιβαίας στήριξης, όπως η “Διευκόλυνση Πολύ Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησης”. Όρος όμως για να δεχθούν την Ελλάδα τα λοιπά μέλη του μηχανισμού ήταν να ληφθούν ορισμένα μέτρα πολιτικής. Πρώτον, η κεντρική ισοτιμία, που, όπως προαναφέρθηκε, συνεπαγόταν υποτίμηση της δραχμής κατά 12,3%, συμφωνήθηκε από όλα τα μέλη. Το μέγεθος της υποτίμησης αποφασίστηκε με βάση τόσο τις διαφορές πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και των λοιπών χωρών της ΕΕ που είχαν παρατηρηθεί μέχρι τότε όσο και τις προβλεπόμενες διαφορές κατά την περίοδο που θα μεσολαβούσε από την υποτίμηση έως την αναμενόμενη ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Έτσι η νέα ισοτιμία είχε όλα τα εχέγγυα ώστε να είναι διατηρήσιμη. Δεύτερον, η αντιπληθωριστική στρατηγική εντάχθηκε σε ένα θεσμικό πλαίσιο που της προσέδωσε αυξημένη αξιοπιστία, ιδίως επειδή η συμμετοχή στον ΜΣΙ συνοδεύθηκε από δέσμευση για την εφαρμογή συμπληρωματικών δημοσιονομικών και διαρθρωτικών μέτρων, με σκοπό τη στήριξη της νέας κεντρικής ισοτιμίας της δραχμής. Εν ολίγοις, σκοπός του ΜΣΙ ήταν να αποτελέσει δοκιμαστική φάση πριν από την υιοθέτηση του ευρώ και όχι διαβατήριο για τη συμμετοχή στην τελική φάση της ΟΝΕ.

Πρέπει να σημειωθεί επίσης ότι η συμμετοχή στον ΜΣΙ με την κανονική ζώνη διακύμανσης  $\pm 15\%$  παρέσχε στην Τράπεζα της Ελλάδος άνετα περιθώρια ελιγμών με σκοπό να διατηρήσει την αυστηρή νομισματική πολιτική

και να περιορίσει τις πληθωριστικές επιπτώσεις της υποτίμησης. Πράγματι, η υποτίμηση της δραχμής δεν πυροδότησε νέους γύρους κερδοσκοπικών υποτιμητικών πιέσεων, η επίπτωσή της στον πληθωρισμό ήταν περιορισμένη και ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας επιταχύνθηκε. Η επιτυχία αυτή μπορεί να αποδοθεί σε διάφορους παράγοντες:

- Αντίθετα με άλλες περιπτώσεις υποτίμησης που έγιναν κυρίως το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '90, η δραχμή εγκατέλειψε μια μονομερή σύνδεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας με μια δέσμη νομισμάτων και προσχώρησε σε ένα καταξιωμένο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών, επωφελούμενη από την αξιοπιστία του.

- Μετά την υποτίμηση η δημοσιονομική πολιτική ακολούθησε ακόμη πιο περιοριστική κατεύθυνση, καθώς το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε σε 1% περίπου το 1999 από 4% το 1997.

- Η πολιτική για την αγορά εργασίας προσαρμόστηκε σταδιακά αφενός προς την ανάγκη να τηρηθεί δημοσιονομική πειθαρχία και αφετέρου προς την ανάγκη η χώρα να διατηρήσει και να ενισχύσει τη διεθνή της ανταγωνιστικότητα χωρίς να καταφεύγει σε μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας, όπως συνέβαινε στο παρελθόν.

- Χάρη στην επαρκή τραπεζική εποπτεία από την Τράπεζα της Ελλάδος, το τραπεζικό σύστημα ήταν υγιές και οι συναλλαγματικοί κίνδυνοι που είχαν αναλάβει οι τράπεζες ήταν περιορισμένοι όταν υποτιμήθηκε η δραχμή, και συνεπώς δεν υπήρχε πιθανότητα να εκδηλωθεί χρηματοπιστωτική κρίση.

- Η Βουλή των Ελλήνων ψήφισε νόμο που κατοχυρώνει την ανεξαρτησία της Τράπεζας της Ελλάδος και ορίζει ως καταστατικό της σκοπό την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Ο ίδιος νόμος έδωσε στην Τράπεζα της Ελλάδος τη δυνατότητα να ελέγχει τη συναλλαγματική πολιτική μέσα σε ένα πλαίσιο που διαμορφώνεται από κοινού με την κυβέρνηση. Μολονότι ο νόμος ψηφίστηκε το Δεκέμβριο του 1997, το ότι επρόκειτο να θεσπιστεί έγινε γνωστό στις αγορές αρκετά ενωρίτερα, μεταδίδοντας ένα σαφές μήνυμα ότι είχε δρομολογηθεί η διαδικασία αλλαγής του καθεστώτος άσκησης της πολιτικής.

Τα κανονικά περιθώρια διακύμανσης που προέβλεπε ο ΜΣΙ παρείχαν επαρκή ευελιξία στην Τράπεζα της Ελλάδος ώστε να συνεχίσει να εφαρμόζει την αντιπληθωριστική της στρατηγική. Όταν επαναλήφθηκαν οι εισροές κεφαλαίων μετά την ένταξη στον ΜΣΙ, η Τράπεζα άφησε τη συναλλαγματική ισοτιμία να ανατιμηθεί σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία, συμβάλλοντας έτσι στη διατήρηση της περιοριστικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και στη συγκράτηση των πληθωριστικών επιπτώσεων της υποτίμησης. Χάρη στο συνεπές και πιο περιοριστικό μείγμα πολιτικής,

ο πληθωρισμός έφθασε στο πρωτοφανές για την Ελλάδα χαμηλό επίπεδο του 2% το δεύτερο εξάμηνο του 1999. Στη συνέχεια, για να περιοριστεί η έκταση της υποτίμησης που θα χρειαζόταν ώστε η τρέχουσα ισοτιμία της δραχμής να προσεγγίσει την κεντρική της ισοτιμία, καθώς και για να συγκρατηθούν οι πληθωριστικές πιέσεις, αποφασίστηκε, στο πλαίσιο του ΜΣΙ, ανατίμηση της κεντρικής ισοτιμίας της δραχμής κατά 3,5% τον Ιανουάριο του 2000. Οι ανωτέρω εξελίξεις, σε συνδυασμό με την εκπλήρωση και των άλλων κριτηρίων του Μάαστριχτ, προετοίμασαν το έδαφος ώστε η Ελλάδα να γίνει το δωδέκατο μέλος της ζώνης του ευρώ από 1ης Ιανουαρίου 2001.

Η διεύρυνση της ΕΕ με άλλα δέκα μέλη, μεταξύ των οποίων και η Κύπρος, το 2004 δημιουργεί σοβαρές προκλήσεις τόσο για το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών όσο και για τις ίδιες τις εντασσόμενες χώρες. Πρόκειται άλλωστε για τη μεγαλύτερη διεύρυνση της ΕΕ από την ίδρυσή της τη δεκαετία του '50. Η συμμετοχή στην ΕΕ αναμένεται να ξελιχθεί τελικά σε συμμετοχή στη ζώνη του ευρώ, οπότε εύλογα γεννάται το ερώτημα ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος για να γίνει αυτό και τι ρόλο θα παίξει ο ΜΣΙ II. Στο σημείο αυτό ειδικότερα, πιστεύω ότι η εμπειρία της Ελλάδος είναι χρήσιμη για τις εντασσόμενες χώρες.

Ας αρχίσω με ένα γενικό δίδαγμα: Η πραγματική και η ονομαστική σύγκλιση συμπληρώνουν και δεν υποκαθιστούν η μια την άλλη. Η ονομαστική σύγκλιση, που απαιτείται για την εκπλήρωση των κριτηρίων του Μάαστριχτ, μπορεί εκ πρώτης όψεως να φαίνεται ότι αναστέλλει την οικονομική ανάπτυξη, στην πράξη όμως αυτό δεν συμβαίνει. Η περίπτωση της Ελλάδος είναι ένα εύγλωπτο παράδειγμα. Η δημοσιονομική εξυγίανση, σε συνδυασμό με την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, συνέβαλε στη δημιουργία μακροοικονομικής σταθερότητας, που με τη σειρά της αύξησε τη εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων και επέδρασε ευεργετικά στην κατανάλωση. Σημαντική ώθηση στην κατανάλωση έδωσε επίσης η παρατεταμένη σταθερή άνοδος των πραγματικών εισοδημάτων. Η βελτίωση του επιχειρηματικού και καταναλωτικού κλίματος οδήγησε, από το 1996 και εξής, σε ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης στην Ελλάδα υψηλότερους από το μέσο όρο της ΕΕ. Κατά συνέπεια, η ονομαστική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας συνοδεύθηκε από πραγματική σύγκλιση του ελληνικού κατά κεφαλήν εισοδήματος προς το μέσο όρο της ΕΕ. Ανάλογη διαπίστωση προκύπτει και από την πρόσφατη εμπειρία των ίδιων των εντασσόμενων χωρών. Οι περισσότερες έχουν σημειώσει πρόοδο ως προς την ονομαστική σύγκλιση, ιδίως ως προς την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, και αυτό συνοδεύθηκε πρόσφατα από ρυθμούς ανάπτυξης υψηλότερους από αυτούς που παρατηρούνται στη ζώνη του ευρώ.

Επί του παρόντος, τα συναλλαγματικά καθεστώτα των εντασσόμενων χωρών ποικίλλουν, από την ελεύθερη διακύμανση μέχρι και το διοικητικό καθορισμό της συναλλαγματικής ισοτιμίας μέσω επιτροπής συναλλάγματος. Το Ευρωσύστημα φρονεί ότι ο ΜΣΙ ΙΙ είναι συμβατός με διάφορες συναλλαγματικές στρατηγικές, με εξαίρεση δύο επιλογές που δεν συνάδουν προς το σκεπτικό της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Αυτές είναι η “ευρωπαϊκή” (η μονομερής υιοθέτηση του ευρώ ως νόμιμου χρήματος) και η σύνδεση του νομίσματος με άλλα νομίσματα αναφοράς εκτός του ευρώ. Και πάλι όμως υπάρχουν πολλές επιλογές για τις εντασσόμενες χώρες.

Βεβαίως η συμμετοχή στον ΜΣΙ ΙΙ επί μία τουλάχιστον διετία χωρίς σοβαρές εντάσεις είναι ένα από τα κριτήρια για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ. Το διάστημα αυτό όμως είναι το ελάχιστο απαιτούμενο και όχι το μέγιστο. Δεν σημαίνει δηλαδή ότι αμέσως μετά την παρέλευση της διετίας η χώρα θα ενταχθεί στη ζώνη του ευρώ. Ο ΜΣΙ ΙΙ θα πρέπει να ερμηνευθεί πιο θετικά, ως ένα πλαίσιο που επιτρέπει την αντιμετώπιση διαφόρων προκλήσεων μακροοικονομικής πολιτικής. Η ονομαστική σύγκλιση δεν είναι προαπαιτούμενο για την ένταξη στον ΜΣΙ ΙΙ. Απεναντίας, όπως έχει δείξει η πείρα, συμβαίνει μάλλον το αντίστροφο: η υιοθέτηση ενός στόχου για τη συναλλαγματική ισοτιμία στο πλαίσιο ενός συστήματος όπως ο ΜΣΙ ΙΙ μπορεί να προωθήσει την ονομαστική σύγκλιση. Συνεπώς ο ΜΣΙ ΙΙ δεν είναι απλώς “προθάλαμος” για την υιοθέτηση του ευρώ.

Όσα είπα προηγουμένως σχετικά με την περίπτωση της Ελλάδος επιβεβαιώνουν τη χρησιμότητα του ΜΣΙ ΙΙ. Θα ήθελα ειδικότερα να επισημάνω τρεις τομείς, όπου κατά τη γνώμη μου ο ΜΣΙ ΙΙ μπορεί να αποδειχθεί ένα ιδιαίτερα χρήσιμο πλαίσιο για την άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής.

- Πρώτον, η ανακοίνωση κεντρικής ισοτιμίας συμβάλλει στη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών και επιβάλλει πειθαρχία στους διάφορους οικονομικούς παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η τελική διαμόρφωση του πληθωρισμού, δηλ. στους εργαζομένους, τους εργοδότες και την κυβέρνηση. Οι εργαζόμενοι συνειδητοποιούν ότι οι μισθολογικές αυξήσεις που δεν συμβαδίζουν με την άνοδο της παραγωγικότητας είναι αυτοαναρροούμενες, αφού δεν υπάρχει πλέον δυνατότητα υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας για ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας. Οι εργοδότες ωθούνται να συγκρατήσουν το κόστος και να βελτιώσουν την ποιότητα των προϊόντων τους, προκειμένου να διατηρήσουν την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεών τους. Τέλος, η κυβέρνηση ωθείται να επιδείξει αυτοσυγκράτηση όσον αφορά τις δαπάνες της, ώστε να αποτρέψει την εκδήλωση πληθωριστικών πιέσεων προερχόμενων από την υπερβάλλουσα ζήτηση στην οικονομία. Η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί επίσης να συμβάλει στη μείωση των διακυμάνσεων του πληθωρισμού, ενώ η δημοσιονομική

πειθαρχία που εξασφαλίζεται μέσω του συναλλαγματικού στόχου ενισχύει τη σταθερότητα του γενικότερου μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

- Δεύτερον, το σύστημα είναι σχεδιασμένο έτσι ώστε να είναι δυνατή η αντιμετώπιση τυχόν διαταραχών. Τα ευρέα περιθώρια διακύμανσης που προβλέπει ο ΜΣΙ ( $\pm 15\%$  σε σχέση με την κεντρική ισοτιμία) επιτρέπουν αυξημένη ευελιξία για την αντιμετώπιση ασύμμετρων διαταραχών οι οποίες έχουν πρόσκαιρες επιδράσεις στην οικονομία. Εξάλλου, υπάρχει δυνατότητα ανατίμησης της κεντρικής ισοτιμίας ενός συμμετέχοντος νομίσματος, εάν αυτό κριθεί αναγκαίο λόγω του ότι η σύγκλιση της αντίστοιχης οικονομίας είναι ταχύτερη της αναμενόμενης και εφόσον συμφωνούν όλα τα μέλη του συστήματος.

- Τέλος, ο ΜΣΙ ΙΙ είναι ένα αξιόπιστο πολυμερές σύστημα. Οι κεντρικές ισοτιμίες εντός του συστήματος συμφωνούνται από όλους τους συμμετέχοντες, συμπεριλαμβανομένης της ΕΚΤ. Αυτό έχει το πλεονέκτημα ότι η κεντρική ισοτιμία που επιλέγεται τυγχάνει ευρείας αποδοχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι κεντρικές τράπεζες, στις οποίες συγκαταλέγεται και η ΕΚΤ, υποχρεούνται να παρεμβαίνουν για τη στήριξη αυτών των κεντρικών ισοτιμιών. Συνεπώς ο ΜΣΙ ΙΙ δεν είναι ισοδύναμος με τη μονομερή σύνδεση της ισοτιμίας ενός νομίσματος με ένα άλλο νόμισμα ή με μια δέσμη άλλων νομισμάτων. Όπως συνέβη με την Ελλάδα, έτσι και οι εντασσόμενες χώρες, όταν θα γίνουν μέλη του ΜΣΙ ΙΙ, θα επωφεληθούν από την αξιοπιστία του συστήματος, καθώς και από την πρακτική στήριξη την οποία παρέχει με τη μορφή ποικίλων πιστωτικών διευκολύνσεων. Το γεγονός αυτό μπορεί να περιορίσει το κόστος που συνεπάγεται η διαδικασία ονομαστικής σύγκλισης γενικότερα και η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού ειδικότερα.

Για τους παραπάνω λόγους, πιστεύω ότι η συμμετοχή στον ΜΣΙ ΙΙ δεν είναι απλώς ένα τεχνικό κριτήριο που πρέπει να εκπληρωθεί ως προαπαιτούμενο για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, αλλά ένα χρήσιμο πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να ασκηθεί η οικονομική πολιτική.

Η συμμετοχή στον ΜΣΙ ΙΙ μόνη της βεβαίως δεν αρκεί. Όπως έδειξε η εμπειρία της Ελλάδος που περιέγραφα, η σύνδεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας με το ευρώ είναι διατηρήσιμη μόνο αν υποστηρίζεται και από τις άλλες οικονομικές πολιτικές. Με αυτή την έννοια, η συμμετοχή στον ΜΣΙ ΙΙ χρησιμεύει ως δοκιμή για τη διατηρησιμότητα της σύγκλισης. Καθοριστικό ρόλο διαδραματίζει εν προκειμένω η δημοσιονομική πολιτική. Αν το μείγμα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής δεν είναι το ενδεδειγμένο, αν δηλ. παράλληλα με την αυστηρή νομισματική πολιτική ασκείται χαλαρή δημοσιονομική πολιτική, τότε παρακωλύεται η διαδικασία σύγκλισης και υπάρχει κίνδυνος να προκύψουν υψηλά πραγματικά επιτόκια και να κλονιστεί η εμπιστοσύνη στο νόμισμα. Η πρόσφατη άνοδος των δημο-

οινομικών ελλειμμάτων σε ορισμένες από τις εντασσόμενες χώρες αποτελεί πηγή ανησυχίας, ιδίως επειδή τα ελλείμματα αυτά φαίνεται να έχουν διαρθρωτικό χαρακτήρα.

Πέρα από τη δημοσιονομική πολιτική, εξίσου μεγάλη σημασία έχει και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η επιτυχής εφαρμογή και λειτουργία της νομισματικής πολιτικής προϋποθέτει την ύπαρξη ενός υγιούς χρηματοπιστωτικού τομέα. Κάτι τέτοιο μπορεί να διασφαλιστεί με την επαρκή εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών. Στις εντασσόμενες χώρες, ο εκσυγχρονισμός του τραπεζικού τομέα και το άνοιγμά του στην ξένη ιδιοκτησία και στον ανταγωνισμό συνοδεύεται από την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων. Η ιστορία διδάσκει ότι σε περιόδους ραγδαίων αλλαγών στο χρηματοπιστωτικό τομέα είναι σύνθηρες τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναλαμβάνουν επισφαλείς θέσεις (όπως υπερβολικά χρηματοδοτικά ανοίγματα προς ένα συγκεκριμένο τομέα της οικονομίας ή μεγάλο ύψους ανοικτές συναλλαγματικές θέσεις).

Έχει λοιπόν ζωτική σημασία, σε περιόδους ραγδαίων αλλαγών, η αρμόδια εποπτική αρχή να επαγρυπνεί ακόμη περισσότερο σχετικά με τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να συνδυάζεται με εκσυγχρονισμό των μεθόδων εποπτείας. Αυτός είναι ένας τομέας όπου το Ευρωσύστημα μπορεί να προσφέρει πολύτιμη τεχνική βοήθεια στις εντασσόμενες χώρες.

Περιέγραψα σε γενικές γραμμές ορισμένες από τις προκλήσεις που κατά τη γνώμη μου θα αντιμετωπίσουν οι εντασσόμενες χώρες στην προσπάθειά τους να γίνουν μέλη της ζώνης του ευρώ. Δεν θα πρέπει να λησμονούμε πάντως ότι οι χώρες αυτές δεν αντιμετωπίζουν όλες τις ίδιες οικονομικές δυσκολίες. Η κυπριακή οικονομία π.χ. έχει επιτύχει υψηλό βαθμό ονομαστικής σύγκλισης τα τελευταία χρόνια και είναι πολύ κοντά στην εκπλήρωση των κριτηρίων του Μάαστριχτ. Εξάλλου, η συμμετοχή στον ΜΣΙ II θα πρέπει να θεωρηθεί φυσική προέκταση της επιτυχούς μονομερούς σύνδεσης της κυπριακής λίρας προς τη λίρα Αγγλίας και στη συνέχεια προς το ευρώ, που εφαρμόζει τα τελευταία χρόνια η Κύπρος. Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων θα ενισχύσει το βαθμό της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης μεταξύ της Κύπρου και των άλλων χωρών της ΕΕ, ενδέχεται όμως να προκαλέσει αυξημένες εισροές κεφαλαίων στη χώρα, οι οποίες, όπως είδαμε στην περίπτωση της Ελλάδος, είναι δυνατόν να δυσχεράνουν την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Η Κύπρος και οι άλλες εντασσόμενες χώρες μπορούν να αξιοποιήσουν την εμπειρία άλλων χωρών, όπως η Ελλάδα. Η εμπειρία αυτή επιβεβαιώνει ότι ακόμη και αρκετά σημαντικές οικονομικές αλλαγές μπορούν να επιτευχθούν σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα.

Ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας, ως ιδρύματος υπεύθυνου για την άσκηση της νομοματικής πολιτικής και για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι υψίστης σημασίας στη διαδικασία αυτή. Είμαι βέβαιος ότι η πείρα που έχει συσσωρεύσει η Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου τα σαράντα αυτά χρόνια εγγυάται την επιτυχία της στην αντιμετώπιση των μελλοντικών προκλήσεων. Τελειώνοντας, σας συγχαίρω για την 40ή επέτειο της Τράπεζας και εύχομαι να εορτάσετε πολλές ακόμη επετείες.

# I.3

## Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην Ελλάδα: μια επισκόπηση

ΑΠΟ ΤΑ ΜΕΣΑ της δεκαετίας του '90 η Ελλάδα έχει σημειώσει σημαντική πρόοδο, γεφυρώνοντας την απόσταση από τις πιο προηγμένες οικονομίες της ΕΕ όσον αφορά το βιοτικό επίπεδο. Ο ετήσιος μέσος ρυθμός ανάπτυξης της χώρας επιταχύνθηκε την τελευταία δωδεκαετία (1995-2006), φθάνοντας στο 4% περίπου, από κάτω του 1% τα προηγούμενα 15 έτη (1980-1994). Έτσι, το κατά κεφαλήν εισόδημα στην Ελλάδα (σε μονάδες αγοραστικής δύναμης) σε σχέση με το μέσο όρο στην ΕΕ-15 αυξήθηκε από 64% το 1995 σε 79% το 2006, σύμφωνα με προκαταρκτικές εκτιμήσεις, χωρίς να συνυπολογίζεται η πρόσφατη αναθεώρηση προς τα άνω του ΑΕΠ, από το έτος 2000 και εξής, την οποία και αξιολογεί επί του παρόντος η Eurostat.<sup>1</sup>

Οι βελτιωμένες αναπτυξιακές επιδόσεις από τα μέσα της δεκαετίας του '90 αντανακλούσαν, από την πλευρά της προσφοράς, κυρίως ευνοϊκές εξελίξεις στην παραγωγικότητα της εργασίας. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας (όπως μετρείται από το ρυθμό ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ ανά απασχολούμενο) επιταχύνθηκε σε σχεδόν 3% την τελευταία δωδεκαετία (1995-2006), από περίπου 0,5% τα προηγούμενα 15 έτη (1980-1994). Η αύξηση της απασχόλησης, η οποία συνδέεται εν πολλοίς με την εισροή μεταναστών από τις αρχές της δεκαετίας του '90, συνέβαλε και αυτή στην άνοδο του προϊόντος. Η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας στην Ελλάδα από τα μέσα της δεκαετίας του '90 αντικατόπτριζε αφενός τα υψηλότερα επίπεδα επενδύσεων και αφετέρου την ταχύτερη άνοδο της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών, εξελίξεις που κατέστησαν δυνατές χάρη στη βελτίωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την αποτελεσματικότητα.

Η βελτίωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος συνδεόταν με τη μεγάλη πτώση του πληθωρισμού κατά τη δεκαετία του '90 –σε σχεδόν

Παρουσίαση σε συνέδριο της Κεντρικής Τράπεζας του Λουξεμβούργου (Banque centrale de Luxembourg) με θέμα "Structural reforms in Europe: harmonisation or decentralisation?", Λουξεμβούργο, 12 Ιανουαρίου 2007.

1. Η αξιολόγηση ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο του 2007. Εάν ληφθεί υπόψη το αναθεωρημένο ΑΕΠ, το κατά κεφαλήν εισόδημα στην Ελλάδα (σε μονάδες αγοραστικής δύναμης) σε σχέση με το μέσο όρο στην ΕΕ-15 αυξήθηκε από 73% το 1995 σε 87% το 2006.

2,5% το 1999, από περίπου 18% κατά μέσον όρο τη δεκαεπενταετία έως το 1994 — και την υιοθέτηση του ευρώ το 2001. Οι αυστηρές μακροοικονομικές πολιτικές (τόσο η νομισματική και η συναλλαγματική όσο και η δημοσιονομική και η εισοδηματική πολιτική) από το πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του '90 έπαιξαν καίριο ρόλο στη μείωση του πληθωρισμού. Οι πολιτικές αυτές έτυχαν ευρείας αποδοχής από το κοινό, καθώς γενικά θεωρήθηκε ότι η άσκησή τους αποσκοπούσε στην εκπλήρωση των όρων για την υιοθέτηση του ευρώ. Η συμμετοχή στην ΟΝΕ από το 2001 εξασφάλισε ένα περιβάλλον νομισματικής σταθερότητας και αξιοπιστίας.

Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην Ελλάδα προχώρησαν με αργό ρυθμό τη δεκαετία του '80, αλλά επιταχύνθηκαν σημαντικά από τις αρχές της δεκαετίας του '90. Τη δεκαετία του '80 — όταν η οικονομία της χώρας αντιμετώπιζε τεράστιες μακροοικονομικές ανισορροπίες λόγω των ακατάλληλων μακροοικονομικών πολιτικών — οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις περιορίστηκαν ως επί το πλείστον στον τομέα του διεθνούς εμπορίου αγαθών σύμφωνα με διεθνείς εμπορικές συνθήκες και τις υποχρεώσεις της χώρας έναντι της ΕΕ, στην οποία η Ελλάδα εντάχθηκε το 1981. Από τις αρχές της δεκαετίας του '90, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις επεκτάθηκαν σε επιλεγμένες αγορές προϊόντων, κυρίως στις τηλεπικοινωνίες και το χρηματοπιστωτικό τομέα, οι οποίες έκτοτε σημειώνουν δυναμική ανάπτυξη. Οι χρήστες αυτών των υπηρεσιών απολαμβάνουν σήμερα απτά οφέλη, μεταξύ των οποίων χαμηλότερες τιμές, ευρύτερο φάσμα επιλογών και καινοτομικά προϊόντα. Κάποια πρόοδος έχει επίσης σημειωθεί ως προς την απελευθέρωση της αγοράς ενέργειας, την ενίσχυση του ανταγωνισμού σε άλλες αγορές προϊόντων μέσω της θέσπισης θεσμικού πλαισίου για την καταπολέμηση πρακτικών που περιορίζουν τον ανταγωνισμό, τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και την άμβλυνση ορισμένων δυσκαμμιών της αγοράς εργασίας. Ο τομέας των εγχώριων θαλάσσιων μεταφορών επίσης απελευθερώθηκε το 2002. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η πρόοδος στην εφαρμογή αυτών των μεταρρυθμίσεων στην Ελλάδα, όπως και σε άλλες χώρες της ΕΕ, διευκολύνθηκε κατά πολύ από τις διαπραγματεύσεις και συμφωνίες σε επίπεδο ΕΕ για την Ενιαία Ευρωπαϊκή Αγορά και από την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος.

Παρά την πρόοδο της Ελλάδος προς την πραγματική σύγκλιση με τις πιο προηγμένες οικονομίες της ΕΕ την τελευταία δωδεκαετία, πολλά μένουν ακόμη να γίνουν όσον αφορά τη διαφύλαξη της μακροοικονομικής σταθερότητας και της διατηρήσιμης ανάπτυξης. Οι μακροοικονομικές ανισορροπίες αντικατοπτρίζονται στην εμμονή του πληθωρισμού σε σχετικά υψηλό επίπεδο (1 έως 1,5 εκατοστιαία μονάδα πάνω από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ τα τελευταία έτη) και στο μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (7-8% κατά μέσον όρο τα τελευταία έτη και πάνω από

10% το 2006). Αν και η απόκλιση του πληθωρισμού και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορούν εν μέρει να αποδοθούν στη διαδικασία της οικονομικής σύγκλισης, το μέγεθος των μακροοικονομικών ανισορροπιών στην περίπτωση της Ελλάδος θα πρέπει να μειωθεί προκειμένου να εξασφαλιστεί μακροπρόθεσμη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και διατηρήσιμη ταχύρρυθμη ανάπτυξη. Η αντιμετώπιση των κύριων γενεσιουργών αιτιών των μακροοικονομικών ανισορροπιών – δηλ. της δημοσιονομικής ανισορροπίας και των διαρθρωτικών δυσκαμψιών της ελληνικής οικονομίας – είναι ιδιαίτερα σημαντική ενόψει των προκλήσεων για τη δημοσιονομική θέση και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της Ελλάδος που απορρέουν αφενός από τη γήρανση του πληθυσμού και αφετέρου από την παγκοσμιοποίηση. Η αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων θα απαιτήσει, πρώτα και κύρια, σταθερή περαιτέρω πρόοδο προς τη δημοσιονομική εξυγίανση, συμπεριλαμβανομένων μέτρων που θα καταστήσουν το δημόσιο σύστημα συντάξεων βιώσιμο. Θα απαιτήσει επίσης πρόσθετες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την εξάλειψη δυσκαμψιών στις αγορές προϊόντων και την αγορά εργασίας και τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

### Δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις

Η ταχεία δημοσιονομική προσαρμογή οδήγησε σε σημαντικό περιορισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος την τελευταία διετία – το οποίο, σύμφωνα με επίσημες εκτιμήσεις, έφθασε το 2,6% του ΑΕΠ το 2006, από 7,8% το 2004. Εντούτοις, αντικατοπτρίζοντας τη συσσώρευση δημοσιονομικών ελλειμμάτων στο παρελθόν, το δημόσιο χρέος παραμένει υπερβολικά υψηλό (104,3% του ΑΕΠ,<sup>2</sup> το δεύτερο σε μέγεθος στην ΕΕ). Επιπλέον, στο υψηλό επίπεδο του υφιστάμενου δημόσιου χρέους δεν συνυπολογίζονται οι επιπτώσεις της γήρανσης του πληθυσμού, οι οποίες θα είναι ιδιαίτερα δυσμενείς στην περίπτωση της Ελλάδος, καθώς, εάν δεν ληφθούν διορθωτικά μέτρα, ο λόγος των δημόσιων δαπανών που συνδέονται με τη γήρανσης προς το ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί κατά 10 εκατοστιαίες μονάδες και πλέον του ΑΕΠ μέχρι το 2050 – δηλ. περισσότερο από ό,τι σε οποιαδήποτε άλλη χώρα της ΕΕ-15.

Για τη δημοσιονομική εξυγίανση θα απαιτηθεί συνεχής προσαρμογή με στόχο την επίτευξη σημαντικών δημοσιονομικών πλεονασμάτων και μεγάλης μείωσης του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Για το σκοπό

2. Με βάση τα αναθεωρημένα εθνικολογιστικά στοιχεία, το δημόσιο χρέος ήταν 95,3% του ΑΕΠ το 2006.

αυτό, θα χρειαστεί αυστηρός έλεγχος των τρεχουσών δαπανών, διεύρυνση της φορολογικής βάσης και περιορισμός της φοροδιαφυγής, ούτως ώστε να δημιουργηθούν και περιθώρια για περαιτέρω μείωση των φορολογικών συντελεστών καθώς και για επαρκείς δαπάνες για δημόσιες υποδομές και για τις αυξανόμενες ανάγκες του γηράσκοντος πληθυσμού. Η ισχυρή δημοσιονομική θέση αναμένεται ότι θα διευκολύνει και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, καθώς θα καταστήσει δυνατή την “αποζημίωση” όσων επιβαρύνονται με το κόστος αυτών των μεταρρυθμίσεων, όπως έγινε με επιτυχία π.χ. στην Ολλανδία και σε ορισμένες άλλες χώρες της ΕΕ. Η δημοσιονομική εξυγίανση θα πρέπει να υποστηριχθεί από μια μεταρρύθμιση του συστήματος συντάξεων που θα εξασφαλίζει τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητά του.

Μέχρι στιγμής, η διατηρήσιμη δημοσιονομική εξυγίανση έχει αποδειχθεί κινούμενος στόχος. Για την επίτευξή της μπορεί να απαιτούνται αλλαγές των δημοσιονομικών θεσμών και πρακτικών. Εν προκειμένω, θα ήταν χρήσιμο να θυμηθούμε την εμπειρία της Ελλάδος όσον αφορά τη δημοσιονομική προσαρμογή τη δεκαετία του '90. Το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε από άνω του 10% του ΑΕΠ κατά μέσον όρο τη δεκαετία 1980-1994 σε περίπου 5% του ΑΕΠ κατά μέσον όρο το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '90 (3,4% το 1999). Ωστόσο, η δημοσιονομική προσαρμογή επιτεύχθηκε περισσότερο μέσω της αύξησης των εσόδων και της μείωσης των δαπανών για τόκους (χάρη στην υποχώρηση του πληθωρισμού και την υιοθέτηση του ευρώ) παρά μέσω του ελέγχου των πρωτογενών δαπανών, οι οποίες μάλιστα συνέχισαν να αυξάνονται ως ποσοστό του ΑΕΠ. Εντέλει, αυτού του τύπου η δημοσιονομική εξυγίανση — που, εκτός της Ελλάδος, χαρακτήρισε και ορισμένες άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ τη δεκαετία του '90 — δεν αποδείχθηκε διατηρήσιμη, όπως φανερώνει η αύξηση των δημοσιονομικών ανισορροπιών που ακολούθησε τόσο στην Ελλάδα όσο και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Υπό τις περιστάσεις αυτές, θεσμικές μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν τη δημοσιονομική πειθαρχία — παρόμοιες με εκείνες που εφαρμόστηκαν κυρίως στο Βέλγιο, την Ολλανδία και τη Σουηδία — μπορεί να αποτελούν το κλειδί για την επίτευξη διατηρήσιμης δημοσιονομικής εξυγίανσης. Οι θεσμικές μεταρρυθμίσεις στις ανωτέρω χώρες της ΕΕ συμπεριλάμβαναν την υιοθέτηση ποσοτικών δημοσιονομικών κανόνων και την αύξηση της διαφάνειας των δημοσιονομικών λογαριασμών, σε συνδυασμό με τη θέσπιση ανεξάρτητων και αξιόπιστων θεσμικών οργάνων που είναι αρμόδια για την αξιολόγηση του σχεδιασμού και της εφαρμογής της δημοσιονομικής πολιτικής. Τέλος, για τη μεταρρύθμιση του συστήματος συντάξεων θα απαιτηθεί δημόσιος διάλογος ώστε να εξασφαλιστεί ευρεία ενημέρωση όσον αφορά την ανάγκη για μεταρρύθ-

μσή του, περιλαμβανομένων των θετικών συνεπειών της μεταρρύθμισης τόσο για τη βιωσιμότητα του συστήματος συντάξεων όσο και για τις προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας.

### **Μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας και βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος**

Σύμφωνα με τις περισσότερες μελέτες και έρευνες που αφορούν το ρυθμιστικό πλαίσιο και το βαθμό κρατικού ελέγχου σε επιμέρους οικονομίες, το ρυθμιστικό πλαίσιο είναι πιο περιοριστικό στην ελληνική από ό,τι σε άλλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Σε πρόσφατες έρευνες<sup>3</sup> της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΟΟΣΑ, το ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών προϊόντων στην Ελλάδα αξιολογήθηκε ως το τέταρτο πιο περιοριστικό μεταξύ των μελών του ΟΟΣΑ και το πιο περιοριστικό μεταξύ των 15 “παλαιών” μελών της ΕΕ. Η έρευνα του ΟΟΣΑ, η οποία καλύπτει τα έτη 1998-2003, καθιστά σαφές ότι στην Ελλάδα το ρυθμιστικό πλαίσιο είναι ιδιαίτερα περιοριστικό όσον αφορά τον κρατικό έλεγχο της οικονομίας και τους φραγμούς στην επιχειρηματικότητα. Αν και έχει σημειωθεί σημαντική βελτίωση σε όλους τους τομείς στη διάρκεια της υπό εξέταση πενταετίας, ο ρυθμός της βελτίωσης δεν ήταν ταχύτερος από το μέσο ρυθμό βελτίωσης των υπόλοιπων χωρών του δείγματος. Όπως εκτιμά ο ΟΟΣΑ,<sup>4</sup> ένα πιο αποτελεσματικό ρυθμιστικό πλαίσιο μπορεί να αυξήσει το ρυθμό ανάπτυξης κατά 0,75 της εκατοστιαίας μονάδας κατά μέσον όρο στις οικονομίες των χωρών-μελών του. Για χώρες όπως η Ελλάδα, οι οποίες ξεκινούν από ένα συγκριτικά πιο περιοριστικό ρυθμιστικό πλαίσιο, η επίδραση στο ρυθμό ανάπτυξης θεωρείται ότι θα είναι ακόμη μεγαλύτερη. Διαδοχικές κυβερνήσεις κατέβαλαν προσπάθειες να υιοθετήσουν την προσέγγιση της “μίας στάσης” για την υποδοχή επενδύσεων κάθε μορφής, βάσει της οποίας μία δημόσια αρχή είναι αρμόδια για τη χορήγηση όλων των αδειών που απαιτούνται για νέες επενδύσεις και τη διεκπεραίωση όλων των ρυθμιστικών θεμάτων. Αν και έχει επιτευχθεί σημαντική πρόοδος τα τελευταία χρόνια, πολλά μένουν ακόμη να γίνουν.

Ας εξετάσουμε τώρα τον τομέα των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας. Η ανάγκη γι’ αυτές τις μεταρρυθμίσεις αναδεικνύεται από το χαμηλό ποσοστό απασχόλησης στην Ελλάδα, το οποίο με τη σειρά του αντανακλά το υψηλό ποσοστό ανεργίας (που παραμένει κοντά στο 9%), καθώς και το

3. Βλ. Conway et al. (2006) και Commission of the European Communities (2006).

4. Βλ. Conway et al. (2006).

χαμηλό ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Η ανεργία είναι ιδιαίτερα υψηλή μεταξύ των γυναικών και των νέων. Έτσι, η ενίσχυση της ευελιξίας της αγοράς εργασίας καθίσταται ιδιαίτερα σημαντική, δεδομένης της ιδιότητας της Ελλάδος ως μέλους νομισματικής ένωσης. Σε νομοθετικό επίπεδο έχουν αναληφθεί ορισμένες πρωτοβουλίες στον τομέα αυτό, με σκοπό την αύξηση της ευελιξίας της απασχόλησης και του χρόνου εργασίας, τη μείωση του μη μισθολογικού κόστους εργασίας και την αναβάθμιση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού. Οι ενεργητικές πολιτικές για την αγορά εργασίας έχουν βελτιωθεί κατά πολύ από τις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας. Και εδώ όμως πολλά μένουν ακόμη να γίνουν. Είναι σημαντικό να αντιμετωπιστεί η ακόμη πολύ υψηλή επιβάρυνση από το μη μισθολογικό κόστος εργασίας, η οποία οφείλεται κυρίως στις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, που συγκαταλέγονται στις υψηλότερες της Ευρώπης. Υπάρχει επίσης η ανάγκη να εκσυγχρονιστούν τα συστήματα εκπαίδευσης και επαγγελματικής κατάρτισης ούτως ώστε να παρέχουν στους εργαζομένους τις δεξιότητες που θα τους επιτρέπουν να παρακολουθούν τις αλλαγές στην τεχνολογία και τις συνθήκες των αγορών, και βέβαια η ανάγκη για βελτίωση της εφαρμογής των ενεργητικών πολιτικών για την αγορά εργασίας.

\* \* \*

Σύμφωνα με την πρόσφατη αξιολόγηση του Εθνικού Προγράμματος Μεταρρυθμίσεων για την Ανάπτυξη και την Απασχόληση (2005-2008) της Ελλάδος από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ελλάδα κινείται με σχετικά ταχείς ρυθμούς στο μακροοικονομικό τομέα, αλλά θα πρέπει να επιταχύνει τις μεταρρυθμιστικές προσπάθειές της στο μικροοικονομικό τομέα και την απασχόληση. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προσδιόρισε επίσης και ορισμένους τομείς πολιτικής όπου θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα: μεταρρύθμιση του συστήματος συντάξεων, εκσυγχρονισμός της δημόσιας διοίκησης, αύξηση των ποσοστών απασχόλησης, εκσυγχρονισμός της προστασίας της απασχόλησης, προώθηση της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού και ενίσχυση της εκπαίδευσης και της κατάρτισης.

Μια πραγματικότητα με την οποία βρίσκεται αντιμέτωπη κάθε χώρα που εφαρμόζει διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις είναι το γεγονός ότι, ενώ το κόστος αυτών των μεταρρυθμίσεων τείνει να επιβαρύνει συγκεκριμένες ομάδες του πληθυσμού και να “καταβάλλεται” αμέσως, τα οφέλη τους συνήθως αφορούν ολόκληρο τον πληθυσμό και εμφανίζονται πιο μακροπρόθεσμα. Η κατάσταση αυτή τείνει να τροφοδοτεί αντιδράσεις στις μεταρρυθμίσεις από τις συγκεκριμένες ομάδες που επηρεάζονται δυσμενώς, ενώ η υποστήριξη των μεταρρυθμίσεων συχνά είναι γλιαρή, αντανά-

κλώντας εν μέρει το γεγονός ότι οι μεταρρυθμίσεις συχνά χρειάζονται χρόνο για να καρποφορήσουν. Με αυτά τα δεδομένα, είναι σαφές ότι χρειάζεται ολοκληρωμένος κοινωνικός διάλογος σε κάθε χώρα, ούτως ώστε να επιτευχθεί συναίνεση για τις μεταρρυθμίσεις. Επιπλέον, ο συντονισμός των μεταρρυθμιστικών πολιτικών στο πλαίσιο της ΕΕ θα ήταν χρήσιμος για τη διάδοση της πληροφόρησης σχετικά με τις μεταρρυθμίσεις και την αντιμετώπιση της αντίδρασης των θιγόμενων ομάδων σε κάθε χώρα της ΕΕ. Αν χρειαζόταν να επιλέξω μεταξύ πλήρους εναρμόνισης και πλήρους αποκέντρωσης των μεταρρυθμίσεων, προσωπικά θα τασσόμουν υπέρ μιας ισχυρής μορφής εναρμόνισης. Οι Οδηγίες της ΕΕ έχουν σαφώς παίξει αποφασιστικό ρόλο στην προώθηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων στην Ελλάδα, ενώ η εφαρμογή της Στρατηγικής της Λισσαβώνας – ένα παράδειγμα της λεγόμενης “ανοικτής μεθόδου συντονισμού” – υπήρξε μέχρι στιγμής περιορισμένη. Γενικότερα, θα τασσόμουν υπέρ της διεύρυνσης του πεδίου εφαρμογής των πρωτοβουλιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Την τελευταία δεκαετία η Ελλάδα κατόρθωσε να αντεπεξέλθει σε πολλές διαδοχικές προκλήσεις. Είμαι βέβαιος ότι θα υπάρξει και τώρα η απαραίτητη συναίνεση για την επίτευξη των μεταρρυθμίσεων που απομένουν. Γι' αυτό, αισιοδοξώ ότι η Ελλάδα όχι μόνο θα διατηρήσει το βιοτικό επίπεδο που έχει επιτύχει με την πάροδο του χρόνου, αλλά και θα το βελτιώσει.

## Βιβλιογραφία

Commission of the European Communities. 2006. *Implementing the Renewed Lisbon Strategy For Growth and Jobs, "A Year of Delivery"*, Βρυξέλλες.

Conway, P., V. Janod and G. Nicoletti. 2006. *Product Market Regulation in OECD Countries: 1998 to 2003*, OECD Working Paper No. 419.



---

# I.4

## Οι συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού: η περίπτωση της Ελλάδος

ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ της γήρανσης του πληθυσμού είναι ζήτημα μεγάλης σημασίας για πολλές χώρες, ιδίως για την Ελλάδα.

Βασικό επίτευγμα της κοινωνικής πολιτικής το δεύτερο ήμισυ του προηγούμενου αιώνα υπήρξε ότι το γήρας δεν θεωρείται πλέον συνώνυμο της χαμηλής ποιότητας ζωής, τουλάχιστον στις προηγμένες χώρες. Αυτό κατορθώθηκε με την παροχή δημόσιων συντάξεων. Βεβαίως, στην Ελλάδα ένα σημαντικό ποσοστό των χορηγούμενων συντάξεων βρίσκεται ακόμη σε πολύ χαμηλό επίπεδο, κυρίως λόγω της αναποτελεσματικότητας και της ανεπάρκειας του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

Όμως, καθώς γηράσκει ο πληθυσμός της Ευρώπης, θα επέλθει σημαντική δημογραφική μεταβολή τα επόμενα σαράντα με πενήντα χρόνια, η οποία θα θέσει σημαντικές προκλήσεις για τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης των χωρών μας. Η γήρανση του πληθυσμού θα δυσχεραίνει όλο και περισσότερο τη διατήρηση των δημόσιων συντάξεων για τους ηλικιωμένους πολίτες σε επιθυμητό επίπεδο. Μια εικόνα των δημογραφικών μεταβολών που αναμένεται να λάβουν χώρα τα επόμενα σαράντα με πενήντα χρόνια παρέχουν οι ακόλουθες προβολές για την Ελλάδα, τις οποίες κατάρτισε η Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι προβολές αυτές καλύπτουν την περίοδο από το 2005 έως το 2050.

- Πρώτη προβολή: καλά νέα – οι άνθρωποι θα ζουν περισσότερο και έτσι ο πληθυσμός 65 ετών και άνω θα αυξηθεί κατά 60% περίπου.

- Δεύτερη προβολή: τα χαμηλά ποσοστά γονιμότητας θα συντελέσουν σε μείωση κατά 20% του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας, δηλ. των ατόμων 15 έως 64 ετών.

- Ο συνδυασμός αυτών των δύο προβολών σημαίνει ότι ο λόγος των ηλικιωμένων προς τον πληθυσμό σε ηλικία εργασίας – γνωστός ως *δείκτης εξάρτησης ηλικιωμένων* – αναμένεται να υπερδιπλασιαστεί από το 2005 έως το 2050 και να υπερβεί το 60%. Αυτό σημαίνει ότι, ενώ το 2005 αντιστοιχούσαν περισσότεροι από τρεις εργαζόμενοι σε κάθε συνταξιούχο, το 2050 η αναλογία αυτή θα μειωθεί σε μόλις 1,6 εργαζομένους.

Παρουσίαση στο συνέδριο του *Economist* με θέμα “Social security reform in Greece”, Αθήνα, 14 Φεβρουαρίου 2008.

Έτσι, η Ελλάδα, όπως και πολλές άλλες ευρωπαϊκές χώρες, θα αντιμετωπίσει μια απότομη αύξηση του δείκτη εξάρτησης ηλικιωμένων. Ωστόσο, δεν είναι απαραίτητο αυτή η κατάσταση αφεαυτής να ασκήσει πιέσεις όσον αφορά τη χρηματοδότηση του συστήματος συντάξεων της χώρας. Συγκεκριμένα, εάν αυξανόταν το ποσοστό του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας το οποίο όντως απασχολείται, η αύξηση αυτή θα συνέβαλλε στη μερική αντιστάθμιση της μείωσης του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας. Δυστυχώς, ακόμη και σχετικά μ' αυτό τα νέα δεν είναι καλά. Το ποσοστό απασχόλησης αναμένεται να εμφανίσει μέτρια αύξηση, η οποία δεν θα είναι αρκετή για να αυξηθεί το επίπεδο της απασχόλησης. Πράγματι, το επίπεδο απασχόλησης αναμένεται να υποχωρήσει κατά 13% από το 2005 έως το 2050.

As συνοψίσω: λόγω της προόδου στον τομέα της υγειονομικής περίθαλψης, οι άνθρωποι θα ζουν περισσότερο και θα αυξηθεί σημαντικά το ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας 65 ετών και άνω τα επόμενα έτη. Παράλληλα, ο αριθμός των ατόμων σε ηλικία εργασίας και ο αριθμός όσων πράγματι εργάζονται θα μειωθούν.

Τι συνεπάγονται λοιπόν αυτές οι δημογραφικές προβολές; Αφενός, συνεπάγονται έντονη υποχώρηση του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης της Ελλάδος, ο οποίος ενδέχεται να μειωθεί τουλάχιστον κατά το ήμισυ έως τις δεκαετίες του 2030 και του 2040. Με μεγαλύτερο πληθυσμό και λιγότερους απασχολούμενους στην παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών, το προϊόν που αναλογεί σε κάθε πολίτη θα είναι μικρότερο.

Αφετέρου, αυτές οι προβολές, εφόσον επαληθευθούν, θα ασκήσουν τεράστιες πιέσεις στα δημόσια οικονομικά της χώρας. Για να σας δώσω μια ένδειξη του μεγέθους αυτών των δημοσιονομικών πιέσεων, σύμφωνα με προβολές που καταρτίστηκαν το 2002, οι δαπάνες για συντάξεις στην Ελλάδα θα αυξηθούν από 12,4% του ΑΕΠ το 2005 σε 22,6% του ΑΕΠ το 2050, δηλαδή κατά 10,2 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Η καθαρή αύξηση των συνολικών δαπανών που επηρεάζονται από τη γήρανση (πλην των δαπανών για μακροχρόνια περίθαλψη, για τις οποίες δεν υπάρχουν επίσημες προβολές) αναμένεται να είναι 11,5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και οι δαπάνες αυτές θα φθάσουν το 32,7% του ΑΕΠ το 2050. Η κατάσταση αυτή αξίζει να παραβληθεί με την προβολή για αύξηση των δαπανών για συντάξεις κατά λίγο περισσότερο από 2 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ τόσο στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 25 χωρών όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 15 την ίδια περίοδο, πρόβλεψη που αντανακλά την επίδραση σημαντικών μεταρρυθμίσεων των συστημάτων συντάξεων οι οποίες πραγματοποιήθηκαν σε πολλές από τις χώρες αυτές από τη δεκαετία του 1990 και μετά.

Η εξέταση αυτών των στοιχείων οδηγεί στο συμπέρασμα ότι υπάρχει αλληλεξάρτηση μεταξύ της μεταρρυθμίσεως των συστημάτων συντάξεων, των δημόσιων δαπανών της απασχόλησης και της ανάπτυξης. Οι συντάξεις αποτελούν μεγάλο ποσοστό των δημόσιων δαπανών και το ποσοστό αυτό αναμένεται να αυξηθεί έντονα τα επόμενα έτη. Επιπλέον, τα συστήματα συντάξεων και οι επιδόσεις της αγοράς εργασίας συνδέονται στενά μεταξύ τους και η σύνδεση αυτή έχει σημαντικές συνέπειες για την οικονομική ανάπτυξη. Τα συστήματα συντάξεων ενσωματώνουν κίνητρα που επηρεάζουν την προσφορά και τη ζήτηση εργασίας για ώριμους εργαζομένους, ενώ το υψηλό επίπεδο απασχόλησης εξασφαλίζει και υψηλά επίπεδα εισφορών στο σύστημα συντάξεων και συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικής ικανότητας της οικονομίας.

Μέχρι τώρα η ανάλυση επικεντρώθηκε στις συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού για τις αναμενόμενες δημόσιες δαπάνες στην Ελλάδα. Ωστόσο, υπάρχει και μια άλλη διάσταση των δημόσιων οικονομικών που απαιτεί προσοχή – οι συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού όσον αφορά τη *διατηρησιμότητα* των δημόσιων οικονομικών. Αυτές οι συνέπειες είναι ιδιαίτερα δυσμενείς για την Ελλάδα λόγω του υψηλού λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ της χώρας, ο οποίος είναι ο δεύτερος υψηλότερος στην ΕΕ. Σχετικά με το ζήτημα αυτό, σύμφωνα με προβολές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ της Ελλάδος θα υπερτριπλασιαστεί μεταξύ 2005 και 2050 φθάνοντας το 346%, αν και θα είναι κάπως χαμηλότερος εάν ληφθεί υπόψη η πρόσφατη αναθεώρηση του ΑΕΠ.

Είναι σαφές ότι απαιτείται ένα ολοκληρωμένο σύνολο από πολιτικές που θα επιδιώκουν να μεταβάλουν τις δημογραφικές προοπτικές, να αυξήσουν την απασχόληση και την παραγωγικότητα μέσω μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και εργασίας, να μεταρρυθμίσουν τα συστήματα συντάξεων και υγείας και να προωθήσουν μια διατηρήσιμη δημοσιονομική εξυγίανση.

Διάφορα μέτρα μπορούν να βοηθήσουν στην αύξηση των ποσοστών απασχόλησης. Το ποσοστό συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό, που είναι ιδιαίτερα χαμηλό στην Ελλάδα, μπορεί να αυξηθεί μέσω της στήριξης των οικογενειών που έχουν παιδιά και μέσω μεγαλύτερης ευελιξίας του χρόνου εργασίας. Το τελευταίο αυτό μέτρο μπορεί επίσης να προσελκύσει περισσότερους νέους στο εργατικό δυναμικό.

Ένα άλλο μέτρο για την ευθεία αντιμετώπιση του προβλήματος που θέτει η γήρανση του πληθυσμού αφορά την ηλικία συνταξιοδότησης, η οποία θα μπορούσε να παρατείνεται οικειοθελώς. Με άλλα λόγια, θα μπορούσε να παρασχεθεί στους εργαζομένους η ευχέρεια να συνεχίσουν να εργάζονται ακόμη και όταν φθάνουν στην ελάχιστη απαιτούμενη ηλικία

συνταξιοδότησης. Μπορεί να επιθυμούν να συνεχίσουν να εργάζονται εάν τα συνταξιοδοτικά οφέλη από την παράταση της παραμονής τους στο εργατικό δυναμικό θα είναι μεγαλύτερα από τη σωρευτική απώλεια σύνταξης εάν αποχωρήσουν από την εργασία αργότερα.

Επιπλέον, μεγαλύτερη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας μακροπρόθεσμα μπορεί να επιτευχθεί με την επιτάχυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και εργασίας, την αύξηση των παραγωγικών επενδύσεων σε πάγιο κεφάλαιο και την αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου.

Η πολύ μεγάλη αύξηση, σύμφωνα με τις προβολές, των δαπανών για συντάξεις στην Ελλάδα μακροπρόθεσμα, η οποία είναι πολύ μεγαλύτερη από ό,τι στις περισσότερες άλλες χώρες της ΕΕ, υποδηλώνει σαφώς ότι, εάν δεν υπάρξει εγκαίρως μια μείζων μεταρρύθμιση του συστήματος συντάξεων, τα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης — π.χ. αυξήσεις φόρων ή μειώσεις των δημόσιων δαπανών που δεν αφορούν τις συντάξεις — δεν θα επαρκούν μόνα τους για να αρθούν οι προβλεπόμενες δημοσιονομικές ανισορροπίες χωρίς να διακυβευθεί η παροχή βασικών δημόσιων υπηρεσιών. Οι μεταρρυθμίσεις του συστήματος συντάξεων θα πρέπει να αποσκοπούν στην εξασφάλιση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του συστήματος δημόσιων συντάξεων, το οποίο θα πρέπει πάντως να εξακολουθήσει να λειτουργεί ως ένα σημαντικό κοινωνικό “δίκτυ ασφαλείας”.

Τέλος, όσο ενωρίτερα προχωρήσει η δημοσιονομική εξυγίανση και υλοποιηθούν οι μεταρρυθμίσεις, τόσο το καλύτερο αφενός για τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών και αφετέρου για τη μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη. Το πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα που απαιτείται για τη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους σε διατηρήσιμη βάση θα είναι σημαντικά υψηλότερο μακροπρόθεσμα αν δεν υπάρξει έγκαιρη δημοσιονομική προσαρμογή. Επιπλέον, η τυχόν καθυστέρηση στη δημοσιονομική προσαρμογή συνεπάγεται χαμηλότερο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, επειδή θα αυξηθούν τόσο η έκταση κατά την οποία θα περιοριστούν άλλες δημόσιες δαπάνες λόγω της μεγάλης αύξησης των δαπανών για συντάξεις όσο και τα οικονομικά αντικίνητρα που απορρέουν από την αύξηση της φορολογίας.

Στην αρχή αναφέρθηκε το αξιοσημείωτο επίτευγμα κατά το δεύτερο ήμισυ του προηγούμενου αιώνα, δηλαδή το ότι η παροχή δημόσιων συντάξεων βελτίωσε κατά πολύ την ποιότητα ζωής των ηλικιωμένων πολιτών, τουλάχιστον στις προηγμένες χώρες. Η επιστροφή σε μια κατάσταση ή η διατήρηση μιας κατάστασης όπου οι ηλικιωμένοι είναι φτωχοί ή εξαρτώνται από άλλους δεν είναι αποδεκτή. (Στην Ελλάδα, δεν είναι αποδεκτή η διατήρηση αυτής της κατάστασης για σημαντικό ποσοστό των ηλικιωμέ-

νων/συνταξιούχων.) Καθώς οι άνθρωποι ζουν περισσότερο, θα πρέπει να είναι σε θέση να προσβλέπουν σε ικανοποιητική ποιότητα ζωής μετά τη συνταξιοδότησή τους. Εάν δεν υπάρξει –και σύντομα μάλιστα– μεταρρύθμιση του συστήματος συντάξεων, η γήρανση του πληθυσμού θα έχει σοβαρές οικονομικές συνέπειες, μεταξύ άλλων και για τα δημόσια οικονομικά. Ωστόσο, υπάρχει φως στο βάθος του τούνελ. Ορισμένες χώρες, όπως είδαμε, έχουν ήδη υλοποιήσει μεταρρυθμίσεις και το παράδειγμά τους μπορεί να χρησιμεύσει ως οδηγός για άλλες χώρες και για εμάς. Σκοπός των μεταρρυθμίσεων είναι να παρέχεται καλύτερο επίπεδο διαβίωσης για όλους τους πολίτες, όχι μόνο σήμερα, αλλά και στο μέλλον.



# II

Το ευρώ και η ενιαία  
νομισματική πολιτική



---

# II.1 Η πρόκληση της νομισματικής πολιτικής σε μια πολυεθνική ζώνη ενιαίου νομίσματος: η εμπειρία της ΕΚΤ

Η ΕΙΣΑΓΩΓΗ του ευρώ το 1999 ήταν ένα αξιοσημείωτο εγχείρημα με το οποίο μια μεγάλη και ετερογενής ομάδα κυρίαρχων κρατών επιδίωξε να ωφεληθεί από την αύξηση της αποτελεσματικότητας που εξασφαλίζει η χρήση κοινού νομίσματος. Παρά τις προειδοποιήσεις πολλών παρατηρητών εκείνη την εποχή ότι το εγχείρημα ήταν καταδικασμένο σε αποτυχία λόγω της ετερογένειας των οικονομιών που θα συμμετείχαν στη νομισματική ένωση, το ευρώ δημιούργησε μια νέα πραγματικότητα για 311 εκατομμύρια Ευρωπαίους και πιθανόν κατέστη το πλέον εμφανές σύμβολο της διαδικασίας ολοκλήρωσης. Στην παρούσα εισήγηση, θα εξετάσω πρώτα συνοπτικά τις συνθήκες που επέτρεψαν την υιοθέτηση του ευρώ το 1999 και θα σκιαγραφήσω τη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της νεοοργανωθείσας Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Στη συνέχεια, θα αξιολογήσω τις επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ και θα ασχοληθώ με το πολυσυζητημένο θέμα αν αρμόζει ενιαία νομισματική πολιτική για όλες τις χώρες στη ζώνη του ευρώ.

## Οι συνθήκες που επέτρεψαν την εισαγωγή του ευρώ

Αφού είχαν προηγηθεί αποτυχημένες απόπειρες, η προσπάθεια δημιουργίας μιας νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη έλαβε νέα ώθηση από τις αρχές της δεκαετίας του '90. Η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ, την οποία διαδέχθηκε η Ευρωπαϊκή Ένωση) υιοθέτησε για πρώτη φορά το στόχο της νομισματικής ένωσης το 1971.<sup>1</sup> Ωστόσο, η πρόοδος προς την επί-

Παρουσίαση στην Κεντρική Τράπεζα της Ινδίας (Reserve Bank of India), Βομβάη, 25 Νοεμβρίου 2005.

1. Η απόφαση αυτή αποτελούσε αντίδραση της ΕΟΚ σε συναλλαγματικές κρίσεις και κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών από τα τέλη της δεκαετίας του '60, οι οποίες αντανάκλαζαν αποκλίσεις μεταξύ των πολιτικών των επιμέρους κρατών-μελών και απειλούσαν να διαταράξουν τη λειτουργία της τελωνειακής ένωσης και της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής.

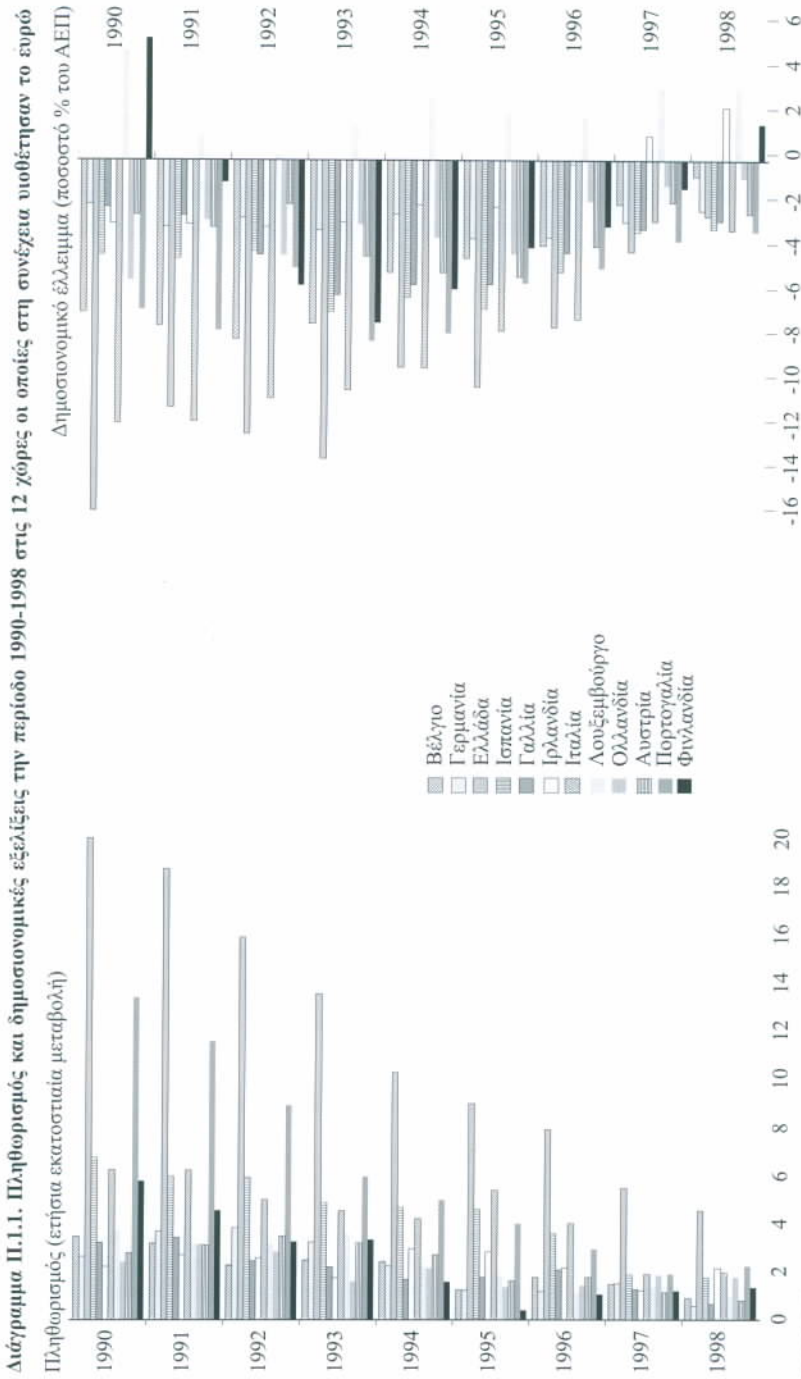
τευξη του στόχου παρεμποδίστηκε στις δεκαετίες του '70 και του '80 από εξωτερικές διαταραχές και αποκλίσεις μεταξύ των μακροοικονομικών πολιτικών των κρατών-μελών. Στα τέλη της δεκαετίας του '80, επιτεύχθηκε συναίνεση στην Ευρώπη σχετικά με τη σημασία ενός ενιαίου νομίσματος για την αποτελεσματικότερη λειτουργία μιας ενιαίας αγοράς. Ταυτόχρονα, έγινε αποδεκτό ότι η πρόοδος προς την ενιαία αγορά θα ασκούσε πίεση ώστε να συγκλίνουν οι οικονομικές πολιτικές, γεγονός που θα έδινε επιπλέον ώθηση στην πορεία για τη νομισματική ενοποίηση της Ευρώπης.

Πριν εισαχθεί το ευρώ το 1999, είχε σημειωθεί σημαντική πρόοδος ως προς τη δημιουργία της ενιαίας αγοράς και του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου, καθώς και ως προς την ονομαστική σύγκλιση μεταξύ των οικονομικών των χωρών που επρόκειτο να συμμετάσχουν στη νομισματική ένωση. Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση του 1992 (περισσότερο γνωστή ως "Συνθήκη του Μάαστριχτ"<sup>2</sup>) έθεσε τις βάσεις της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) και χάραξε την πορεία και το χρονοδιάγραμμα για την πραγματοποίησή της. Η Συνθήκη όρισε ένα σύνολο ονομαστικών (και πρακτικά εφαρμόσιμων) κριτηρίων για την επιλογή των χωρών που μπορούν να συμμετάσχουν στη ζώνη του ενιαίου νομίσματος. Τα κριτήρια οικονομικής σύγκλισης — τα οποία αφορούν τη σταθερότητα των τιμών και της συναλλαγματικής ισοτιμίας, τα δημόσια οικονομικά και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια — χρησίμευσαν ως δείκτες της ικανότητας μιας χώρας να διατηρεί σε μόνιμη βάση οικονομική πολιτική προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα. Πριν από την ένταξή τους στη ζώνη του ευρώ, όλες οι χώρες σημείωσαν σημαντική πρόοδο όσον αφορά την ονομαστική σύγκλιση, όπως αποδεικνύεται από τη μείωση του πληθωρισμού και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων ως ποσοστού του ΑΕΠ μεταξύ του 1990 και του 1998 (βλ. Διάγραμμα Π.1.1).

## Η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ

Καθώς η ΕΚΤ ήταν μια νέα κεντρική τράπεζα χωρίς προηγούμενη ιστορική εμπειρία, ήταν ιδιαίτερα σημαντικό για το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ να υιοθετήσει μια αξιόπιστη στρατηγική νομισματικής πολιτικής. Ως εκ τούτου, η στρατηγική — που αρχικά υιοθετήθηκε το 1998 και επιβεβαιώθηκε με ορισμένες διευκρινίσεις το 2003 — βασίστηκε στην πολύχρονη

2. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ υπογράφηκε στο Μάαστριχτ (Ολλανδία) το Φεβρουάριο του 1992 και τέθηκε σε ισχύ το Νοέμβριο του 1993, μετά από μακρά διαδικασία κύρωσης από τα κράτη-μέλη.



εμπειρία από την πολιτική των κεντρικών τραπεζών και στις στρατηγικές των πιο επιτυχημένων (όσον αφορά τις επιδόσεις στον τομέα του πληθωρισμού) κεντρικών τραπεζών των μελών της νομισματικής ένωσης, ιδίως της Κεντρικής Τράπεζας της Γερμανίας (Bundesbank). Τα βασικά στοιχεία της στρατηγικής περιλαμβάνουν: (α) το στόχο της σταθερότητας των τιμών, (β) τους “δύο πυλώνες” της οικονομικής και της νομισματικής ανάλυσης και (γ) την ανεξαρτησία, την υποχρέωση λογοδοσίας και τη διαφάνεια της κεντρικής τράπεζας.

### *(α) Ο στόχος της σταθερότητας των τιμών*

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ κατέστησε τη σταθερότητα των τιμών τον πρωταρχικό στόχο της ΕΚΤ, επειδή η νομισματική πολιτική μπορεί να συμβάλει περισσότερο στην οικονομική ευημερία διατηρώντας τη σταθερότητα των τιμών. Η άποψη αυτή στηριζόταν σε πολλά ευρήματα της εμπειρικής έρευνας που υποδηλώνουν ότι η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει εν τέλει μόνο το επίπεδο των τιμών και δεν έχει διαρκή επίδραση στις πραγματικές μεταβλητές της οικονομίας. Άλλες πολιτικές, ιδίως η δημοσιονομική και η διαρθρωτική, αποτελούν τα πιο κατάλληλα μέσα για την αύξηση της παραγωγής και τη μείωση της ανεργίας.

Πρόσφατα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ όρισε τη σταθερότητα των τιμών ως δωδεκάμηνη αύξηση των τιμών καταναλωτή για τη ζώνη του ευρώ “κάτω, αλλά πλησίον του 2%” η οποία πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα, ενόψει της μεγάλης χρονικής υστέρησης που παρατηρείται στη μετάδοση των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής.<sup>3,4</sup> Σημειώτέον ότι ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών τροποποιήθηκε ελαφρά το 2003, από ρυθμό πληθωρισμού “κάτω του 2%” σε ρυθμό πληθωρισμού “κάτω, αλλά πλησίον του 2%”. Αυτός ο νέος ορισμός — που συμβαδίζει με τη νομισματική πολιτική που ασκήθηκε από την έναρξη της νομισματικής ένωσης — δημιουργεί ένα περι-

3. Οι τιμές καταναλωτή μετρούνται βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ.

4. Ορισμένοι παρατηρητές πρότειναν να καθιερωθεί δείκτης του πυρήνα του πληθωρισμού, η πρόταση όμως απορρίφθηκε για διάφορους λόγους. Πρώτον, δεν πληρούται η προϋπόθεση της διαφάνειας, δεδομένης της διαφοροποίησης των απόψεων σχετικά με τον ορισμό του πυρήνα του πληθωρισμού και της περιορισμένης κατανόησης της έννοιας από το κοινό. Δεύτερον, η ΕΚΤ είναι αρμόδια για τη διατήρηση της *συνολικής* αγοραστικής δύναμης του ενιαίου νομίσματος, και όχι της αγοραστικής του δύναμης όσον αφορά ένα υποσύνολο αγαθών και υπηρεσιών. Σε κάθε περίπτωση, εκτιμήθηκε ότι ο μεσοπρόθεσμος προσανατολισμός της νομισματικής πολιτικής συντελεί ώστε αυτή να επικεντρώνεται στις θεμελιώδεις — δηλαδή βασικές — τάσεις των τιμών.

θώριο ασφαλείας πάνω από το μηδενικό πληθωρισμό με σκοπό την προστασία από κινδύνους μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών.

### *(β) Οι δύο πυλώνες ανάλυσης*

Κατά την αξιολόγηση των κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών, η ΕΚΤ βασίζεται σε δύο αλληλοσυμπληρούμενες αναλύσεις ή “πυλώνες”, την οικονομική και τη νομισματική ανάλυση.

- Η οικονομική ανάλυση επικεντρώνεται κυρίως στην αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων σε ό,τι αφορά την αλληλεπίδραση προσφοράς και ζήτησης στις αγορές προϊόντων και παραγωγικών συντελεστών και παρέχει βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες ενδείξεις για τον πληθωρισμό.

- Η νομισματική ανάλυση, που συμπληρώνει την οικονομική, επικεντρώνεται στις νομισματικές εξελίξεις, λαμβάνοντας υπόψη τα ευρήματα της εμπειρικής έρευνας σύμφωνα με τα οποία η νομισματική επέκταση και ο πληθωρισμός τείνουν να συνδέονται στενά, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Βάση της νομισματικής ανάλυσης είναι οι τιμές αναφοράς που ανακοινώνει η ΕΚΤ για την αύξηση της ποσότητας χρήματος (M3), οι οποίες και θεωρούνται συμβατές με τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα, λαμβάνοντας υπόψη τις τάσεις όσον αφορά την ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και το δυνητικό προϊόν.<sup>5</sup> Η επιλογή του M3 στηρίζεται στην εμπειρική έρευνα που έχει διεξαχθεί στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και αλλού, σύμφωνα με την οποία το M3 έχει σταθερότερη σχέση με το ονομαστικό ΑΕΠ από άλλα νομισματικά μεγέθη.<sup>6</sup>

Παρά κάποιες ομοιότητες, η νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ διαφέρει τόσο από τον καθορισμό στόχων για τα νομισματικά μεγέθη όσο και από ό,τι συνήθως νοείται ως καθορισμός στόχου για τον πληθωρισμό:

- Η ανακοίνωση τιμών αναφοράς για την αύξηση του M3 δεν συνιστά πολιτική καθορισμού στόχων για τα νομισματικά μεγέθη, αλλά μάλλον δημόσια δέσμευση ότι οι νομισματικές εξελίξεις θα σταθμίζονται κατάλληλα στη διαδικασία λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Σε αντίθεση με ένα αυστηρό καθιερωμένο καθορισμού στόχων για τα νομισματικά μεγέθη, οι αποκλίσεις της αύξησης του M3 από την τιμή αναφοράς του δεν οδηγούν

5. Από το 2003, η τιμή αναφοράς δεν αναθεωρείται πλέον σε ετήσια βάση, εν μέρει για να διαλυθεί η εσφαλμένη εντύπωση ότι χρησιμεύει ως στόχος για το επόμενο έτος.

6. Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες που έχουν διεξαχθεί εντός της ΕΚΤ, η ζήτηση χρήματος (M3) στη ζώνη του ευρώ ήταν πιο σταθερή από ό,τι η ζήτηση χρήματος (βάσει συγκρίσιμων νομισματικών μεγεθών) σε άλλες μεγάλες οικονομίες.

αυτόματα σε προσαρμογές της νομισματικής πολιτικής. Δεν υιοθετήθηκε αυστηρό καθεστώς καθορισμού στόχων για τα νομισματικά μεγέθη, εν μέρει επειδή η ζήτηση χρήματος δεν είναι επαρκώς σταθερή βραχυπρόθεσμα. Στην πράξη, οι παρατεταμένες ανοδικές αποκλίσεις της νομισματικής επέκτασης από την τιμή αναφοράς ερμηνεύεται ότι σηματοδοτούν κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών.

• Η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ μοιάζει, από ορισμένες απόψεις, με το πλαίσιο καθορισμού στόχου για τον πληθωρισμό που ακολουθείται σε ορισμένες χώρες.<sup>7</sup> Διαφέρει όμως από την προσέγγιση αυτή ως προς ένα βασικό σημείο. Συγκεκριμένα, και οι δύο προσεγγίσεις θεωρούν ως τον πρωταρχικό σκοπό της νομισματικής πολιτικής την επίτευξη ενός επακριβώς καθορισμένου και δημοσιοποιημένου στόχου για τον πληθωρισμό. Όμως, όταν καθορίζεται στόχος για τον πληθωρισμό, οι αρχές των κεντρικών τραπεζών κατά κανόνα επικεντρώνονται (κατά το μάλλον ή ήπτον μηχανιστικά) σε αποκλίσεις μιας πρόβλεψης για ένα συγκεκριμένο δείκτη πληθωρισμού από το σχετικό στόχο για συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα. Ως εκ τούτου, όταν γίνεται καθορισμός στόχου για τον πληθωρισμό, οι προβλέψεις της κεντρικής τράπεζας για τον πληθωρισμό για συγκεκριμένη χρονική περίοδο αποτελούν τη βασική μεταβλητή που καθοδηγεί τη λήψη αποφάσεων πολιτικής και τις εξωτερικές ανακοινώσεις. Η ΕΚΤ επέλεξε να μην υιοθετήσει καθεστώς καθορισμού στόχου για τον πληθωρισμό, κυρίως επειδή το πλαίσιο αυτό δεν παρέχει επαρκή ευελιξία για τον προσδιορισμό της φύσης των κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών, καθόσον μάλιστα η κατάλληλη αντίδραση της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται από τη φύση των εν λόγω κινδύνων. Επιπλέον, ένας σταθερός χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης (π.χ. μία διετία) είναι κάπως αυθαίρετος, καθώς δεν λαμβάνει υπόψη παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν τον πληθωρισμό πέραν του επιλεγμένου χρονικού ορίζοντα.

*(γ) Η ανεξαρτησία της ΕΚΤ – η οποία εξισορροπείται από την υποχρέωση λογοδοσίας και τη διαφάνεια*

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ παρέχει πλήρη πολιτική ανεξαρτησία στην ΕΚΤ κατά την επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών. Κατά την άσκηση των

7. Οι κεντρικές τράπεζες οκτώ βιομηχανικών χωρών (του Ηνωμένου Βασιλείου, του Καναδά, της Αυστραλίας, της Νέας Ζηλανδίας, της Ελβετίας, της Σουηδίας, της Νορβηγίας και της Ισλανδίας) και 21 αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς (συμπεριλαμβανομένων της Τσεχίας, της Πολωνίας, της Ουγγαρίας, της Βραζιλίας, της Κορέας, της Ταϊλάνδης και του Μεξικού) εφαρμόζουν σήμερα το καθεστώς καθορισμού στόχου για τον πληθωρισμό.

καθηκόντων τους, ούτε η ΕΚΤ ούτε οι εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) ούτε τα μέλη των οργάνων λήψεως αποφάσεων επιτρέπεται να ζητούν ή να δέχονται υποδείξεις από θεσμικά όργανα της ΕΕ ή των κρατών-μελών. Οι μεγάλες σε διάρκεια θητείες των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, τα οποία συμμετέχουν στο Συμβούλιο ως άτομα, και ο κανόνας ότι η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι μη ανανεώσιμη συμβάλλουν επίσης στην ελαχιστοποίηση της πιθανότητας να ασκείται πολιτική επιρροή σε μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Επιπλέον, για να διασφαλίξεται η οικονομική ανεξαρτησία, η ΕΚΤ διαθέτει δικό της προϋπολογισμό, ενώ απαγορεύεται η χορήγηση πιστώσεων από το Ευρωσύστημα στο δημόσιο τομέα.

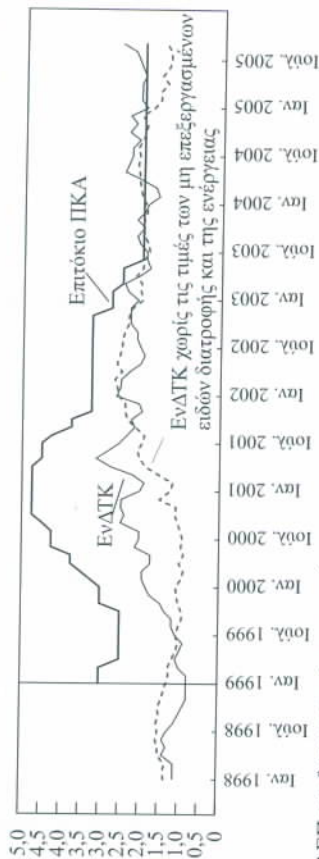
Στις δημοκρατικές κοινωνίες, η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας πρέπει να έχει ως αντίβαρο την υποχρέωση λογοδοσίας, δηλαδή την υποχρέωση της κεντρικής τράπεζας να εξηγεί τις αποφάσεις της στους πολίτες και τους εκλεγμένους εκπροσώπους τους. Αυτό με τη σειρά του απαιτεί διαφάνεια όσον αφορά τους στόχους και τη διαδικασία λήψης αποφάσεων της κεντρικής τράπεζας. Για το σκοπό αυτό, η σταθερότητα των τιμών διατυπώθηκε και ορίστηκε με σαφήνεια ως ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ, ενώ οι αποφάσεις της στον τομέα της νομοματικής πολιτικής εξηγούνται “σε πραγματικό χρόνο” σε συνέντευξη τύπου αμέσως μετά από κάθε συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στην οποία γίνεται καθορισμός των επιτοκίων.<sup>8</sup> Ασφαλώς, πέρα από την ικανοποίηση της υποχρέωσης λογοδοσίας, η διαφάνεια έχει επίσης εξαιρετική σημασία για την επιτυχία της νομοματικής πολιτικής, επειδή βοηθά να εστιάζονται οι πληθωριστικές προσδοκίες σε επίπεδο συμβατό με το στόχο για τον πληθωρισμό.

## Η άσκηση της νομοματικής πολιτικής από το 1999

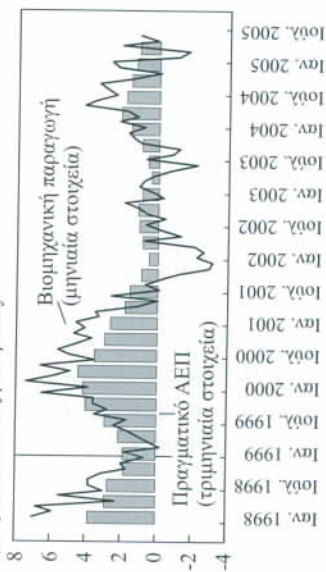
Την περίοδο από τα τέλη του 1999 έως το 2001, σημαντικές θετικές διαταραχές των τιμών, λόγω της εξέλιξης των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των παγκόσμιων τιμών του πετρελαίου, συνέβαλαν στην άνοδο του ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού σε επίπεδο άνω του 3% το Μάιο του 2001 (βλ. Διάγραμμα Π.1.2). Στο περιβάλλον αυτό, καθώς και λόγω των αναμενόμενων συνεπειών του υψηλού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης της περιόδου 1999-2000 για τη σταθερότητα των τιμών, το Διοικητικό Συμβούλιο αύξησε στα-

8. Η ΕΚΤ ήταν η πρώτη κεντρική τράπεζα που υιοθέτησε την πρακτική της εξήγησης σε “πραγματικό χρόνο” των αποφάσεών της στον τομέα της νομοματικής πολιτικής. Στη συνέχεια, και άλλες κεντρικές τράπεζες κινήθηκαν προς την ίδια κατεύθυνση.

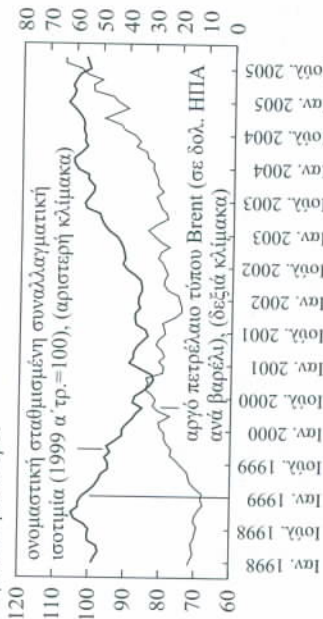
**Διάγραμμα Π.1.2. Βασικό επιτόκιο και εξέλιξη του πληθωρισμού, της οικονομικής δραστηριότητας, της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των τιμών του πετρελαίου στη ζώνη του ευρώ (1998-2005)**  
 α. Επίσης ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) και επιτόκιο πράξεων νέας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) (Ιανουάριος 1998 - Σεπτέμβριος 2005)



β. Πραγματικό ΑΕΠ και βιομηχανική παραγωγή (Ιανουάριος 1998 - Ιούνιος 2005)  
 Επίσης εκταστικές μεταβολές



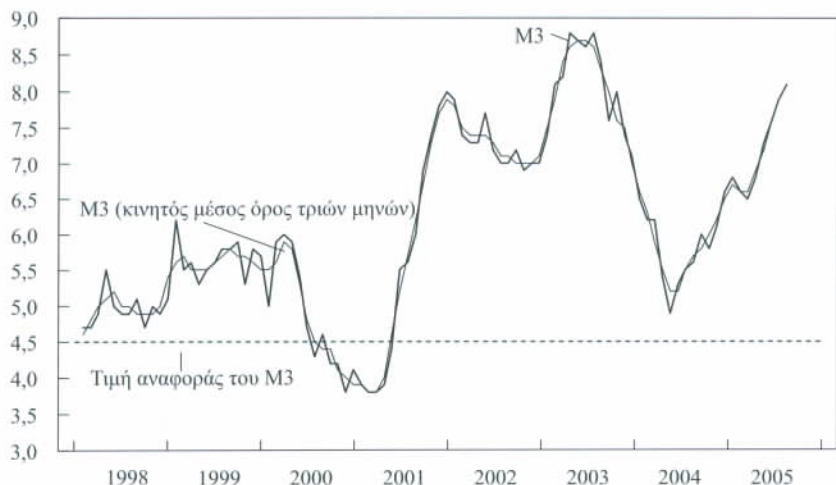
γ. Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και τιμές του πετρελαίου (Ιανουάριος 1998 - Σεπτέμβριος 2005)  
 Μηνιαίοι μέσο όροι



ΠΗΓΗ: ΕΚΤ.

**Διάγραμμα Π.1.3. Ρυθμός αύξησης και τιμή αναφοράς του M3<sup>1</sup> στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 1998-Αύγουστος 2005)**

Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές



ΠΗΓΗ: ΕΚΤ.

1. Ρυθμός διορθωμένος για εποχικές και ημερολογιακές (λόγω τέλους του μηνός) επιδράσεις.

διακά το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης από 2,5% το Νοέμβριο του 1999 σε 4,75% τον Οκτώβριο του 2000. Καθώς υποχωρούσαν η ζήτηση και η οικονομική δραστηριότητα, αντανακλώντας εν μέρει τις παγκόσμιες αβεβαιότητες (τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου και τους πολέμους στο Αφγανιστάν και το Ιράκ), τα επιτόκια μειώθηκαν από την άνοιξη του 2001 και εξής, φθάνοντας στο 2,0% τον Ιούνιο του 2003, όπου παρέμειναν έκτοτε. Η άνοδος των τιμών του πετρελαίου από τα μέσα του 2004 συνέβαλε στην αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή), αλλά, προφανώς λόγω της αξιοπιστίας της ΕΚΤ και των σχετικά υποτονικών συνθηκών ζήτησης, εξακολουθούν να μην υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις συσσώρευσης πληθωριστικών πιέσεων (μέσω δευτερογενών επιδράσεων στον καθορισμό των μισθών και των τιμών). Συγχρόνως, η άνοδος του M3 υπερβαίνει σταθερά την τιμή αναφοράς του (4,5%) από τα μέσα του 2001 (βλ. Διάγραμμα Π.1.3). Κατά τη διετία μέχρι τα μέσα του 2003, η ταχεία αύξηση της ρευστότητας φαίνεται να αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τη μετατόπιση χαρτοφυλακίων — δηλαδή την αυξημένη προτίμηση για ασφαλή και ρευστά περιουσιακά στοιχεία — λόγω της οικονομικής, χρηματοπιστωτικής και γεωπολιτικής αβεβαιότητας που χαρακτήριζε τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Το εάν η συγκεκριμένη μετατόπιση χαρτοφυλακίων αντιπροσωπεύει σε κάποιο βαθμό μόνιμη αλλαγή — δηλαδή μια διαρθρωτικά μεγαλύτερη προτίμηση για ρευστότητα — δεν μπορεί να αποκλειστεί εντελώς. Αντιθέτως, η εκ νέου ταχεία αύξηση της ρευστότητας από τα μέσα του 2004 φαίνεται να αντανακλά κυρίως τα χαμηλά επιτόκια, που τροφοδότησαν την πιστωτική επέκταση, κυρίως προς τα νοικοκυριά.<sup>9</sup> Το Διοικητικό Συμβούλιο ερμηνεύει τις νομισματικές εξελίξεις — ιδίως από τα μέσα του 2004— ως παράγοντα που συνεπάγεται κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών.

Οι επιδόσεις της ΕΚΤ ήταν θετικές τα τελευταία επτά έτη, καθώς εξασφάλισε χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού, προσδοκίες για χαμηλό πληθωρισμό, καθώς και χαμηλά μακροπρόθεσμα επιτόκια (βλ. Διάγραμμα Π.1.2α πιο πάνω, καθώς και Διάγραμμα Π.4.2 στη σελ. 104). Ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού τα τελευταία επτά έτη περίπου ήταν 2,1%, δηλαδή μόνο ελαφρά υψηλότερος από τον ορισμό της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών, παρά τις σημαντικές διαταραχές των τιμών που προήλθαν κυρίως από τις αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό ήταν επίσης αξιοσημείωτα κοντά στον ορισμό της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών. Εξάλλου, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ιδίως τα τελευταία έτη. Η σταθεροποίηση των προσδοκιών είναι αψευδής μάρτυρας της αξιοπιστίας της ΕΚΤ.

### **Αρμόζει ενιαία νομισματική πολιτική για όλες τις χώρες;**

Αν και η επιτυχία της νομισματικής ένωσης όσον αφορά τη διασφάλιση χαμηλού πληθωρισμού και αξιοπιστού νομίσματος είναι αδιαμφισβήτητη, το ζήτημα κατά πόσον αρμόζει μια ενιαία νομισματική πολιτική για όλα τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ εξακολουθεί να αποτελεί αντιζείμενο συζητήσεων. Πρόσφατα, οι συζητήσεις εντάθηκαν, αντανακλώντας ανησυχίες σχετικά με την αυξημένη απόκλιση των ρυθμών ανάπτυξης τα τελευταία τρίμηνα και αβεβαιότητες μετά την απόρριψη της Συνταγματικής Συνθήκης από τη Γαλλία και την Ολλανδία στις αρχές του 2005.

9. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΚΤ, η “πραγματική απόκλιση της ποσότητας χρήματος”, αφού διορθωθεί για την επίδραση των μετατοπίσεων χαρτοφυλακίων, ήταν σχεδόν μηδενική μέχρι τις αρχές του 2003 και άρχισε να αυξάνεται στη συνέχεια. (Η “πραγματική απόκλιση της ποσότητας χρήματος” ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του αποπληθωρισμένου τρέχοντος επιπέδου του M3 και του αποπληθωρισμένου επιπέδου του M3 που θα προέκυπτε από σταθερή ονομαστική αύξηση του M3 ίση με την τιμή αναφοράς της και από πληθωρισμό σύμφωνο με τον ορισμό της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών, λαμβάνοντας ως περίοδο βάσης το Δεκέμβριο του 1998.)

*(α) Η ONE από τη σκοπιά της θεωρίας των βέλτιστων νομισματικών περιοχών*

Η ONE έθεσε τη νομισματική πολιτική ενώπιον μοναδικών προκλήσεων. Οι σκεπτικιστές θεωρούσαν ότι μια ενιαία νομισματική πολιτική είναι καταδικασμένη να αποτύχει, διότι η ζώνη του ευρώ δεν πληροί τις προϋποθέσεις της βέλτιστης νομισματικής περιοχής. Είναι γεγονός ότι η ζώνη του ευρώ χαρακτηρίζεται από έλλειψη κινητικότητας του εργατικού δυναμικού, λόγω γλωσσικών και πολιτιστικών διαφορών, από έλλειψη ενός σημαντικού κεντρικού μηχανισμού δημοσιονομικών μεταβιβάσεων<sup>10</sup> και από το ότι καθεμιά από τις εθνικές οικονομίες έχει ιδιαίτερα θεσμικά και οικονομικά χαρακτηριστικά. Αυτό το σύνολο συνθηκών συνεπάγεται ότι είναι μεγάλη η συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών και έντονες οι επιδράσεις τους. Σύμφωνα με την ίδια επιχειρηματολογία, υπό τις συνθήκες αυτές, οι εν λόγω διαταραχές πιθανόν να προκαλέσουν συνεχή διεύθυνση των διαφορών των τιμών, οπότε ένα κοινό ονομαστικό επιτόκιο στη νομισματική ένωση θα οδηγεί στη διαμόρφωση διαφορετικών πραγματικών επιτοκίων στις επιμέρους χώρες. Σε χώρες-μέλη με σχετικά υψηλή εγχώρια ζήτηση και πληθωρισμό άνω του μέσου όρου, το χαμηλότερο πραγματικό επιτόκιο τροφοδοτεί την εγχώρια ζήτηση και αυξάνει τον πληθωρισμό. Αντίστροφα, σε χώρες με σχετικά χαμηλή εγχώρια ζήτηση και πληθωρισμό κάτω του μέσου όρου, τα υψηλά πραγματικά επιτόκια ασκούν περαιτέρω καθοδικές πιέσεις στην εγχώρια ζήτηση και τον πληθωρισμό. Με άλλα λόγια, η εφαρμογή ενιαίας νομισματικής πολιτικής δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες όλων των μελών της ένωσης.

Όμως, η ανωτέρω παραδοσιακή αντίληψη των βέλτιστων νομισματικών περιοχών παραβλέπει το γεγονός ότι η συμμετοχή σε μια νομισματική ένωση μπορεί να επιφέρει αφεαυτής αλλαγές στη διάρθρωση της οικονομίας και τις οικονομικές επιδόσεις μέσω τουλάχιστον δύο διαύλων: αφενός της αυξημένης αξιοπιστίας της πολιτικής και αφετέρου του εμπορίου και της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Πώς λειτουργεί ο δίαυλος της αξιοπιστίας; Ιδίως για χώρες όπως η Ελλάδα, η Ιταλία, η Πορτογαλία και η Ισπανία, οι οποίες έχουν πρόσφατο ιστορικό σχετικά υψηλών ρυθμών πληθωρισμού, ένα από τα σημαντικότερα οφέλη της συμμετοχής στην ONE ήταν η αύξηση της αξιοπιστίας της πολιτικής λόγω της εξάλειψης της διαρκούς τάσης για υψηλό πληθωρισμό η οποία οφειλόταν στην άσκηση νομισματικής πολιτικής κατά τη διακριτική

10. Ο προϋπολογισμός της ΕΕ ανέρχεται σε μόλις 1% του ΑΕΠ της ΕΕ.

ευχέρεια των εθνικών αρχών.<sup>11</sup> Καθώς μειώθηκαν και σταθεροποιήθηκαν τόσο ο πληθωρισμός όσο και οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό, σχεδόν εξαλείφθηκαν οι διαφορές των ονομαστικών επιτοκίων μεταξύ αυτών των χωρών και των χωρών με ιστορικό σχετικά χαμηλών ρυθμών πληθωρισμού, όπως η Γερμανία. Με την υποχώρηση των ονομαστικών επιτοκίων στις χώρες που κατά παράδοση είχαν υψηλό πληθωρισμό, περιορίζεται και το κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους, με αποτέλεσμα να διευκολύνεται η δημοσιονομική προσαρμογή και να αποδεσμεύονται πόροι για άλλες χρήσεις. Επιπλέον, η μείωση και σταθεροποίηση του πληθωρισμού οδηγεί σε επιμήκυνση των οικονομικών οριζόντων, γεγονός που ενθαρρύνει το μετασχηματισμό του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Θα εξετάσω τώρα το δεύτερο διάυλο, αυτόν του εμπορίου. Πρόσφατες εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι η χρήση ενιαίου νομίσματος μπορεί να προαγάγει το εμπόριο και την ανάπτυξη πολύ περισσότερο από ένα καθεστώς σύνδεσης επιμέρους νομισμάτων με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, τα στοιχεία δείχνουν ότι η υιοθέτηση του ευρώ έχει ήδη αυξήσει τον όγκο των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των μελών της ΟΝΕ κατά 4-16% σε σύγκριση με τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών της Ευρώπης που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Η μεγαλύτερη ενοποίηση στον τομέα του εμπορίου οδηγεί σε υψηλότερη συσχέτιση μεταξύ των οικονομικών κύκλων των επιμέρους χωρών, καθώς οι διαταραχές της ζήτησης είναι κοινές και οι ενδοκλαδικές εμπορικές συναλλαγές είναι αυξημένες, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η ανάγκη για νομισματικές πολιτικές ειδικά σχεδιασμένες για κάθε χώρα.

Υπάρχουν και άλλοι λόγοι για τους οποίους η ύπαρξη νομισματικής ένωσης περιορίζει τη συχνότητα της εμφάνισης διαταραχών που αφορούν μόνο μεμονωμένες χώρες. Κατ' αρχάς, δεν υφίσταται πλέον μία από τις κύριες αιτίες των ασύμμετρων διαταραχών, οι επιδράσεις των διαφορετικών νομισματικών πολιτικών. Επιπλέον, αναμένεται ότι η βαθύτερη ενοποίηση της χρηματοπιστωτικής αγοράς θα επιφέρει και σύγκλιση του μηχα-

11. Με την ένταξη της στη ζώνη του ευρώ, η Ελλάδα ωφελήθηκε σημαντικά στον τομέα της αξιοπιστίας, καθώς απέκτησε ένα σταθερό νομισματικό καθεστώς που εξασφαλίζει χαμηλό πληθωρισμό. Τη δεκαετία μέχρι το 1994 — οπότε η Ελλάδα άρχισε να καταβάλλει σοβαρές προσπάθειες για να εκπληρώσει τα κριτήρια ένταξης στη ζώνη του ευρώ — ο μέσος πληθωρισμός ήταν περίπου 20%, ενώ οι ρυθμοί αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν κάτω του 1% κατά μέσον όρο. Αντίθετα, την τελευταία εξαετία ο μέσος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ υπερέβη το 4%, ενώ ο πληθωρισμός κινείται ελαφρά άνω του 3%. Τα οφέλη στον τομέα της αξιοπιστίας μπορούν να φανούν και από ένα άλλο μέγεθος, τις διαφορές των επιτοκίων. Το 1997, έτος πρώτης έκδοσης δεκαετούς κρατικού ομολόγου στην ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ αυτού του ομολόγου και του συγκρίσιμου γερμανικού ομολόγου ήταν 412 μονάδες βάσης, ενώ σήμερα είναι περίπου 25 μονάδες βάσης.

νισμού μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής. Τέλος, το ενιαίο νόμισμα συμβάλλει στην αύξηση της διαφάνειας των τιμών και, ως εκ τούτου, ενισχύει τον ανταγωνισμό στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και παραγωγικών συντελεστών, με αποτέλεσμα να αυξάνεται ο συγχρονισμός των οικονομικών κύκλων των επιμέρους χωρών.

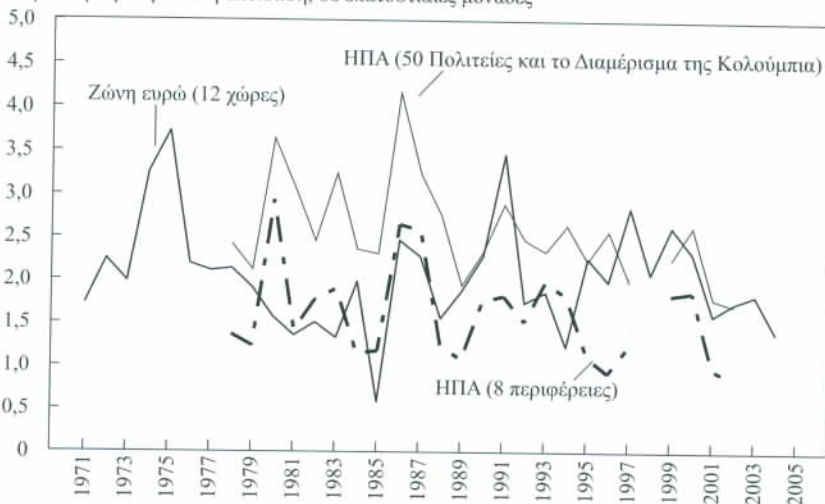
### *(β) Διαφορές ρυθμών πληθωρισμού και ανάπτυξης*

Ωστόσο, είναι γεγονός ότι εξακολουθούν να υπάρχουν διαφορές πληθωρισμού μεταξύ των μελών της ζώνης του ευρώ. Τίθεται το ερώτημα πόσο σημαντικές είναι αυτές και πόσο θα πρέπει να ανησυχούμε. Τα πρόσφατα στοιχεία που δημοσίευσε η ΕΚΤ δείχνουν ότι, την περίοδο 1990-1999, στις 12 χώρες που απαρτίζουν σήμερα τη ζώνη του ευρώ ο βαθμός διασποράς των ρυθμών πληθωρισμού – μετρούμενος ως η τυπική απόκλιση της διασποράς αυτής – υποχώρησε από περίπου 6 εκατοστιαίες μονάδες στις αρχές της δεκαετίας του '90 σε χαμηλότατο επίπεδο (κάτω της μίας εκατοστιαίας μονάδας) το δεύτερο εξάμηνο του 1999 (βλ. Διάγραμμα Π.4.7 στη σελ. 112). Έκτοτε δεν υπήρξε σχεδόν καμία μεταβολή στη διασπορά των ρυθμών πληθωρισμού – δηλ. αυτή παραμένει κάτω της μίας εκατοστιαίας μονάδας. Για να δοθεί ένα μέτρο σύγκρισης, από το 1999 ο βαθμός διασποράς των ρυθμών πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ κινείται κοντά στο επίπεδο που παρατηρείται στις 14 μητροπολιτικές στατιστικές περιφέρειες των ΗΠΑ. Είναι αξιοσημείωτο ότι η διαδικασία ονομαστικής σύγκλισης στη ζώνη του ευρώ δεν συνοδεύθηκε από αύξηση της διασποράς των ρυθμών ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ, η οποία παραμένει κοντά στον ιστορικό μέσο όρο της (περίπου 2 εκατοστιαίες μονάδες) από την υιοθέτηση του ευρώ (βλ. Διάγραμμα Π.1.4, καθώς και Διάγραμμα Π.3.3 στη σελ. 94).<sup>12</sup> Επιπλέον, ο συγχρονισμός των οικονομικών κύκλων των οικονομιών της ζώνης του ευρώ έχει αυξηθεί (βλ. Διάγραμμα Π.1.5): συγκεκριμένα, ο βαθμός συσχέτισης των οικονομικών κύκλων των 12 χωρών της ζώνης του ευρώ έχει αυξηθεί σημαντικά από τις αρχές της δεκαετίας του '90, ενώ παραμένει γενικά αμετάβλητος σε μια ομάδα δώδεκα χωρών του ΟΟΣΑ που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ. Αυτό υποδηλώνει ότι ο αυξημένος συγχρονισμός των οικονομικών κύκλων στη ζώνη του ευρώ μπορεί να αποδοθεί στην

12. Η διασπορά μεταξύ των περιφερειών των ΗΠΑ είναι μεγαλύτερη κατά μέσον όρο, αν και πρέπει να σημειωθεί ότι ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης είναι υψηλότερος κατά μέσον όρο. Από το 1999 η αμερικανική οικονομία, η οποία χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη ευελιξία σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, παρουσιάζει μέσους ρυθμούς ανάπτυξης 3,1%, έναντι περίπου 1,9% κατά μέσον όρο στη ζώνη του ευρώ.

**Διάγραμμα Π.1.4. Διασπορά των ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (ετήσιοι μέσοι όροι) εντός της ζώνης του ευρώ και εντός των ΗΠΑ (1971 - 2004)**

Μη σταθμισμένη τυπική απόκλιση, σε εκατοστιαίες μονάδες



ΠΗΓΕΣ: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Ameco database) και US Bureau of Economic Analysis (BEA).

ολοκλήρωση στο επίπεδο της ΕΕ και, πιο πρόσφατα, στην οικονομική και νομισματική ένωση (ONE), παρά σε παγκόσμιους παράγοντες.

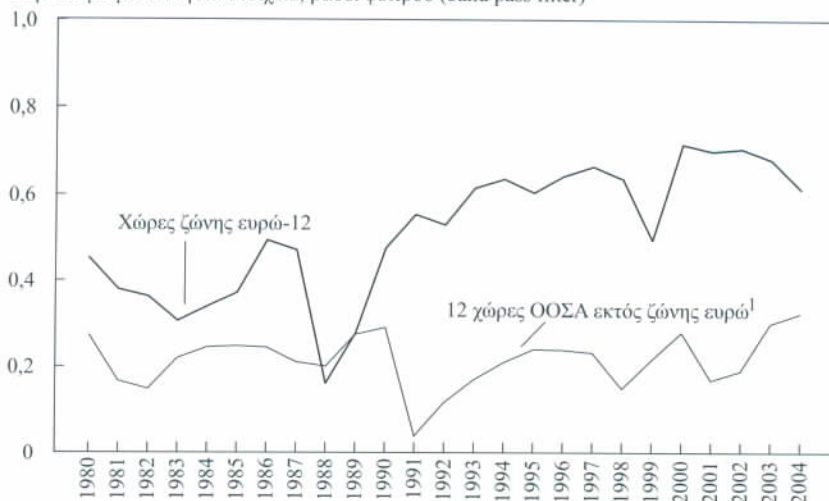
Παρ' όλα αυτά, υπάρχει μια σημαντική διαφορά μεταξύ ζώνης του ευρώ και ΗΠΑ ως προς τις διαφορές πληθωρισμού. Αν και στη ζώνη του ευρώ οι διαφορές πληθωρισμού δεν διευρύνθηκαν, εμφανίζουν όμως σχετικά υψηλό βαθμό εμμονής, μάλιστα υψηλότερο από ό,τι στις 14 μητροπολιτικές στατιστικές περιφέρειες των ΗΠΑ. Από το 1999, σε 7 από τις 12 οικονομίες της ζώνης του ευρώ καταγράφονται ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού οι οποίοι παραμένουν σταθερά πάνω ή κάτω από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ.

Η εμμονή των διαφορών πληθωρισμού μεταξύ των οικονομιών της ζώνης του ευρώ εξηγείται εν μέρει από τη λεγόμενη επίδραση Balassa-Samuelson, σύμφωνα με την οποία οι μακροχρόνιες διαφορές του πληθωρισμού μεταξύ οικονομιών οφείλονται στους διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης της παραγωγικότητας στους τομείς παραγωγής εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων αγαθών των οικονομιών αυτών. Η επίδραση αυτή είναι μέρος μιας διαδικασίας προσαρμογής σε μια νέα ισορροπία, η οποία κατ' αρχήν δεν απαιτεί διόρθωση από την οικονομική πολιτική.

Υπάρχουν όμως και άλλοι παράγοντες που συμβάλλουν στη διατήρηση των διαφορών πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (όπως ο ανεπαρκής συντονισμός των δημοσιονομικών πολιτικών, το γεγονός ότι η διαμόρφωση των

**Διάγραμμα Π.1.5. Μέση συσχέτιση παραγωγικών κενών διαφόρων χωρών (κυλιόμενη περίοδος 8 ετών, 1980-2004)**

Μη σταθμισμένα ετήσια στοιχεία, βάσει φίλτρου (band pass filter)



1. 12 χώρες του ΟΟΣΑ εκτός ζώνης του ευρώ με μακρές στατιστικές σειρές για το ΑΕΠ.

ΠΗΓΗ: Υπολογισμοί με χρήση στοιχείων από τη βάση δεδομένων AMECO της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Τα παραγωγικά κενά έχουν υπολογιστεί με το φίλτρο Baxter and King (Baxter and King band pass filter).

μισθών δεν συμβαδίζει με την εξέλιξη της παραγωγικότητας και η ύπαρξη διαρθρωτικών ανεπαρκειών όπως δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων και παραγωγικών συντελεστών), οι οποίοι δεν είναι και τόσο “αθώοι”. Όπως γνωρίζετε, η επίλυση των προβλημάτων αυτών δεν εμπίπτει στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής. Για την ενίσχυση της ικανότητάς τους να αντιδρούν σε οικονομικές διαταραχές και εθνικές αποκλίσεις, οι επιμέρους χώρες διαθέτουν το όπλο της εθνικής οικονομικής πολιτικής. Πιστεύω ότι η ΟΝΕ έχει αναδείξει την ανάγκη για μεταρρυθμίσεις στη ζώνη του ευρώ, δίνοντας μάλιστα το έναυσμα για τις μεταρρυθμίσεις αυτές. Είναι σημαντικό π.χ. να ενισχυθεί περαιτέρω ο ανταγωνισμός στις αγορές εργασίας και προϊόντων μέσω της απελευθέρωσης, ούτως ώστε να βελτιωθεί το πληροφοριακό περιεχόμενο των ενδείξεων που παρέχονται από την εξέλιξη των τιμών. Εξίσου σημαντικό εργαλείο είναι η εθνική δημοσιονομική πολιτική, καθώς μπορεί να αντιδρά στις διαταραχές με τρόπο ώστε να προλαμβάνει τη διαμόρφωση διαφορών πληθωρισμού. Ωστόσο, η ύπαρξη υγιών δημόσιων οικονομικών είναι ουσιαστικό στοιχείο της σταθερότητας των τιμών και είναι αναγκαία ώστε να λειτουργούν πλήρως οι αυτόματοι σταθεροποιητές χωρίς τον κίνδυνο διαμόρφωσης υπερβολικά υψηλών ελλειμμάτων.

Παρόλο που από την έναρξη της ΟΝΕ έχουν εφαρμοστεί ορισμένες μεταρρυθμίσεις, η ζώνη του ευρώ εξακολουθεί να μην αποτελεί βέλπστη νομοματική περιοχή με την παραδοσιακή έννοια του όρου. Γι' αυτό το λόγο, είναι σημαντικό οι εθνικές πολιτικές για την αγορά εργασίας να αυξήσουν την ευελιξία σε εθνικό και περιφερειακό επίπεδο. Οι διαρθρωτικές πολιτικές πρέπει επίσης να έχουν ως στόχο τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του μηχανισμού καθορισμού των μισθών και των τιμών όσον αφορά τη μείωση της εμμονής των διαφορών πληθωρισμού. Εν προκειμένω, πρέπει να επισημάνω ότι σε ορισμένες χώρες όπως η Ελλάδα η συμπεριφορά των μισθών δεν έχει προσαρμοστεί πλήρως στο νέο καθεστώς.

### **Συμπεράσματα**

Η εφαρμογή ενιαίας νομοματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ υπήρξε μέχρι στιγμής πολύ επιτυχημένη. Χάρη στην αξιοπιστία της νομοματικής πολιτικής της ΕΚΤ, τα επιτόκια έχουν υποχωρήσει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα σε όλες τις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ. Ακόμα και οι χώρες που απολάμβαναν συνθήκες σταθερότητας των τιμών πριν από τη νομοματική ένωση καρπώθηκαν τα οφέλη των χαμηλότερων επιτοκίων στην ισορροπία τους και της βελτιωμένης οικονομικής κατάστασης στις χώρες-εταίρους. Όμως, η σταθερότητα των τιμών και τα χαμηλά επιτόκια αποτελούν αναγκαία, αλλά όχι ικανή συνθήκη για την επιτάχυνση των ρυθμών ανάπτυξης και την άνοδο του βιοτικού επιπέδου στην Ευρώπη. Παρέχουν πάντως το πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να οικοδομηθεί μια δυναμικότερη Ευρώπη. Κατά τη γνώμη μου, οι πρόσφατες εξελίξεις απλώς επιβεβαιώνουν ότι σε μια νομοματική ένωση χρειάζονται περισσότερη ευελιξία και μεγαλύτερος ανταγωνισμός από ό,τι σε ανεξάρτητες νομοματικές περιοχές. Η ευελιξία των αγορών και η τήρηση αυστηρών δημοσιονομικών κανόνων δεν είναι περιττές για τα μέλη μιας νομοματικής ένωσης, αλλά αντίθετα είναι αναγκαίες για την επιτυχή λειτουργία της ένωσης.

---

## II.2 Η προσαρμογή στην ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ

Η ΠΑΡΟΥΣΑ συνάντηση πραγματοποιείται σε μια χρονική στιγμή κατά την οποία εκδηλώνονται αντιγνώμιες σχετικά με την επίδραση που ασκεί στη ζώνη του ευρώ η ενιαία νομισματική πολιτική, ενώ ορισμένοι σχολιαστές έχουν διατυπώσει αμφιβολίες σχετικά με τη διατηρησιμότητα της νομισματικής ένωσης.

Η υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος από την Ευρώπη αποτελεί ίσως το πιο τολμηρό εγχείρημα που ανέλαβε ποτέ μια μεγάλη και ανομοιόμορφη ομάδα κυρίαρχων κρατών με σκοπό να καρπωθεί την αύξηση της αποτελεσματικότητας που προκύπτει από τη χρήση ενιαίου νομίσματος. Το ευρώ δημιούργησε μια νέα νομισματική πραγματικότητα για 300 εκατομμύρια Ευρωπαίους πολίτες, κάτι που ελάχιστοι μπορούσαν να φανταστούν πριν από μία γενεά. Όμως, όπως συμβαίνει με τα περισσότερα τολμηρά εγχειρήματα, το ευρώ είχε κι αυτό καλές και κακές στιγμές. Όταν εισήχθη το 1999, οι σκεπτικιστές αμφέβαλλαν αν το ευρώ θα αποδεικνυόταν σταθερό νόμισμα. Και όμως, το ευρώ, που ίσως είναι το πιο ορατό, το πιο απτό σύμβολο της διαδικασίας ολοκλήρωσης, βρίσκεται αυτή τη στιγμή στον έβδομο χρόνο του και έχει πια καθιερωθεί ως ένα σταθερό και αξιόπιστο νόμισμα.

Σήμερα θέλω να εξετάσω ένα ζήτημα για το οποίο έχει γίνει ευρύς διάλογος: κατά πόσον η άσκηση μιας ενιαίας (δηλαδή κοινής για όλους) νομισματικής πολιτικής είναι κατάλληλη για όλα τα μέλη μιας ετερογενούς νομισματικής ζώνης. Το ζήτημα αυτό συζητείται ευρέως από τότε που ιδρύθηκε η ΟΝΕ. Οι διαφωνίες εντάθηκαν πρόσφατα, καθώς υπάρχουν ανησυχίες σχετικά με την αυξημένη απόκλιση των ρυθμών ανάπτυξης μεταξύ των χωρών-μελών τα τελευταία τρίμηνα, ενώ έχουν δημιουργηθεί και αβεβαιότητες λόγω της απόρριψης της Συνταγματικής Συνθήκης στα δημοψηφίσματα που διεξήχθησαν στη Γαλλία και την Ολλανδία. Προτού διατυπώσω τις απόψεις μου, θα κάνω μια διευκρίνιση. Θα εξετάσω το θέμα από τη σκοπιά της Ελλάδος, που είναι μια μικρή ανοικτή οικονομία με ιστορικό πολύ υψηλού πληθωρισμού και τεράστιων δημοσιονομικών ελλειμμάτων τη δεκαετία του '80 και το πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του '90. Από τη σκοπιά

άλλων χωρών θα μπορούσαν κάλλιστα να αναδειχθούν πλευρές του ζητήματος διαφορετικές από αυτές που εγώ θα αναλύσω.

### **Η ONE από τη σκοπιά της θεωρίας των βέλτιστων νομισματικών περιοχών**

Η ONE έθεσε τη νομισματική πολιτική ενώπιον μοναδικών προκλήσεων. Οι σκεπτικιστές θεωρούσαν ότι μια ενιαία νομισματική πολιτική είναι καταδικασμένη να αποτύχει. Ο σκεπτικισμός αυτός ενισχυόταν από τα επιχειρήματα της παραδοσιακής θεωρίας των βέλτιστων νομισματικών περιοχών, σύμφωνα με την οποία η νομισματική ενοποίηση ενδείκνυται μόνο για οικονομίες με ευέλικτες αγορές, κινητικότητα της εργασίας, κεντρική άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής και χαμηλή συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών. Είναι εμφανές ότι οι προϋποθέσεις αυτές δεν ίσχυαν — και δεν ισχύουν — για τη ζώνη του ευρώ. Εξάλλου, η ζώνη του ευρώ χαρακτηρίζεται από σημαντικά στοιχεία δυσκαμψίας στις αγορές εργασίας και προϊόντων, από έλλειψη ενός ισχυρού κεντρικού μηχανισμού δημοσιονομικών μεταβιβάσεων και από το ότι καθεμιά από τις εθνικές οικονομίες έχει τα δικά της θεσμικά και οικονομικά χαρακτηριστικά. Εξαιτίας των συνθηκών αυτών, η συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών είναι υψηλή και οι επιδράσεις τους έντονες.

Σύμφωνα με την ίδια επιχειρηματολογία, υπό τις συνθήκες αυτές οι ασύμμετρες διαταραχές είναι πιθανό να προκαλούν διεύρυνση των διαφορών πληθωρισμού, με αποτέλεσμα η ύπαρξη ενός κοινού *ονομαστικού* επιτοκίου στη νομισματική ένωση να οδηγεί στη διαμόρφωση διαφορετικών *πραγματικών* επιτοκίων στις επιμέρους χώρες. Σε χώρες-μέλη με σχετικά ισχυρή εγχώρια ζήτηση και πληθωρισμό υψηλότερο του μέσου όρου, η ύπαρξη χαμηλότερων πραγματικών επιτοκίων πυροδοτεί την εγχώρια ζήτηση και τον πληθωρισμό. Αντίστροφα, σε χώρες με σχετικά ασθενή εγχώρια ζήτηση και πληθωρισμό χαμηλότερο του μέσου όρου, η ύπαρξη υψηλών πραγματικών επιτοκίων ασκεί περαιτέρω καθοδικές πιέσεις στην εγχώρια ζήτηση και τον πληθωρισμό. Με άλλα λόγια, η εφαρμογή μιας νομισματικής πολιτικής κοινής για όλους δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες όλων των μελών της ένωσης.

Όμως, αυτή η παραδοσιακή θεωρία των βέλτιστων νομισματικών περιοχών παραβλέπει ορισμένους σημαντικούς παράγοντες, καθώς προσπαθεί να εντοπίσει τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί μια χώρα *εκ των προτέρων*, δηλ. *προτού* ενταχθεί σε μια νομισματική ένωση. Γνωρίζουμε όμως ότι η συμμετοχή σε μια νομισματική ένωση μπορεί να επιφέρει αφεαυτής αλλα-

γές στη διάρθρωση της οικονομίας και τις οικονομικές επιδόσεις *εκ των υστέρων*, μέσω τουλάχιστον δύο διαύλων: αφενός της αυξημένης αξιοπιστίας και αφετέρου του εμπορίου και της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης.

Πώς λειτουργεί ο δίαυλος της αξιοπιστίας; Ιδίως για χώρες όπως η Ελλάδα, η Ιταλία, η Πορτογαλία και η Ισπανία, οι οποίες έχουν πρόσφατο ιστορικό σχετικά υψηλών ρυθμών πληθωρισμού, ένα από τα σημαντικότερα οφέλη της συμμετοχής στην ΟΝΕ ήταν η αύξηση της αξιοπιστίας, επειδή διασφαλίστηκε χαμηλότερος πληθωρισμός σε σχέση με την περίοδο κατά την οποία η άσκηση της νομισματικής πολιτικής ήταν στη δικαιοδοσία των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Καθώς διαμορφώθηκαν σε χαμηλά επίπεδα και σταθεροποιήθηκαν τόσο ο πληθωρισμός όσο και οι πληθωριστικές προσδοκίες, σχεδόν εξαλείφθηκαν οι διαφορές των ονομαστικών επιτοκίων μεταξύ αυτών των χωρών και των χωρών με ιστορικό σχετικά χαμηλών ρυθμών πληθωρισμού, όπως η Γερμανία. Επίσης, δεν υπάρχει πλέον ο κίνδυνος υποτίμησης των νομισμάτων μεταξύ των χωρών που συμμετέχουν στη νομισματική ένωση, ούτε και το αντίστοιχο “ασφάλιστρο κινδύνου” στα επιτόκια. Παράλληλα, με την υποχώρηση των ονομαστικών επιτοκίων στις χώρες που κατά παράδοση είχαν υψηλό πληθωρισμό, περιορίστηκε και το κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους, με αποτέλεσμα να διευκολυνθεί η δημοσιονομική προσαρμογή και να αποδεδειχθούν πόροι για άλλες χρήσεις. Επιπλέον, σε συνθήκες χαμηλού και σταθερού πληθωρισμού επιμηκύνεται ο χρονικός ορίζοντας για τις οικονομικές αποφάσεις, γεγονός που ενθαρρύνει το μετασχηματισμό του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η επιμήκυνση του χρονικού ορίζοντα των οικονομικών αποφάσεων και η μείωση των επιτοκίων ευνοούν τις ιδιωτικές επενδύσεις και την ανάληψη κινδύνων, δημιουργώντας έτσι ευνοϊκές προϋποθέσεις για ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης.

Για την Ελλάδα, η ένταξη στη ζώνη του ευρώ δεν σήμανε μόνο την απώλεια της ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής — οι “καρποί” της οποίας φάνηκαν καθαρά στη διάρκεια της δεκαετίας του '80 και στις αρχές της δεκαετίας του '90 — αλλά και την αύξηση της αξιοπιστίας που συνδεόταν με ένα νομισματικό καθεστώς σταθερού και χαμηλού πληθωρισμού. Κατά τη δεκαπενταετία μέχρι το 1994 — έτος κατά το οποίο η Ελλάδα άρχισε να καταβάλλει σοβαρές προσπάθειες για να εκπληρώσει τα κριτήρια ένταξης στη ζώνη του ευρώ — ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός ήταν περίπου 20%, ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν κάτω του 1%. Αντίθετα, κατά την τελευταία εξαετία ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ξεπέρασε το 4%, ενώ ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός ήταν ελαφρά πάνω από το 3%. Η αύξηση της αξιοπιστίας προκύπτει έμμεσα και από τις διαφορές των επιτοκίων. Το 1997, όταν για πρώτη φορά

εκδόθηκε δεκαετές ομολόγο του Ελληνικού Δημοσίου στην ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ αυτού του ομολόγου και του συγκρίσιμου γερμανικού ομολόγου ήταν 412 μονάδες βάσης, ενώ σήμερα είναι μόλις 24 μονάδες βάσης. Ως εκ τούτου, θεωρώ ότι η εγκατάλειψη της εθνικής νομοματικής πολιτικής δεν συνιστούσε κόστος, αλλά αντίθετα ωφέλεια.

Θα εξετάσω τώρα το δεύτερο διάλογο μέσω του οποίου η συμμετοχή στη νομοματική ένωση επηρεάζει θετικά την οικονομία, αυτόν του εμπορίου. Πρόσφατες εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι η χρήση ενιαίου νομίσματος μπορεί να προαγάγει το εμπόριο και την ανάπτυξη πολύ περισσότερο από ένα καθεστώς σύνδεσης επιμέρους νομισμάτων με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, τα στοιχεία δείχνουν ότι η υιοθέτηση του ευρώ έχει ήδη αυξήσει τον όγκο των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των μελών της ΟΝΕ κατά 4-16% σε σύγκριση με τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών της Ευρώπης που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Η πρόοδος της ολοκλήρωσης στον τομέα του εμπορίου οδηγεί σε υψηλότερη συσχέτιση των οικονομικών κύκλων των επιμέρους χωρών, καθώς οι διαταραχές της ζήτησης είναι κοινές και το ενδοκλαδικό εμπόριο είναι μεγαλύτερο, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η ανάγκη για νομοματικές πολιτικές ειδικά σχεδιασμένες για κάθε χώρα.

Υπάρχουν και άλλοι λόγοι για τους οποίους η ύπαρξη νομοματικής ένωσης περιορίζει τη συχνότητα της εμφάνισης διαταραχών που αφορούν επιμέρους χώρες. Κατ' αρχάς, δεν υφίσταται πλέον μια από τις κύριες αιτίες των ασύμμετρων διαταραχών: οι επιδράσεις των διαφορετικών νομοματικών πολιτικών. Επιπλέον, είναι αναμενόμενο ότι η πρόοδος της ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών θα επιφέρει και σύγκλιση των μηχανισμών μετάδοσης των επιδράσεων της νομοματικής πολιτικής. Τέλος, το ενιαίο νόμισμα συμβάλλει στην αύξηση της διαφάνειας των τιμών και, ως εκ τούτου, ενισχύει τον ανταγωνισμό στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η συσχέτιση των οικονομικών κύκλων των επιμέρους χωρών.

### **Διαφορές πληθωρισμού**

Ωστόσο, είναι γεγονός ότι εξακολουθούν να υπάρχουν διαφορές πληθωρισμού μεταξύ των μελών της ζώνης του ευρώ. Τίθεται το ερώτημα πόσο σημαντικές είναι αυτές και πόσο θα πρέπει να ανησυχούμε. Τα πρόσφατα στοιχεία που δημοσίευσε η ΕΚΤ δείχνουν ότι, την περίοδο 1990-1999, στις 12 χώρες που απαρτίζουν σήμερα τη ζώνη του ευρώ ο βαθμός διασποράς

των ρυθμών πληθωρισμού – μετρούμενος με βάση την τυπική απόκλιση της διασποράς αυτής – υποχώρησε από 6 εκατοστιαίες μονάδες στις αρχές της δεκαετίας του '90 σε ένα ελάχιστο επίπεδο (κάτω της μίας εκατοστιαίας μονάδας) το δεύτερο εξάμηνο του 1999. Έκτοτε η διασπορά των ρυθμών πληθωρισμού μεταβλήθηκε πολύ λίγο – δηλ. παραμένει κάτω της μίας εκατοστιαίας μονάδας. Για να δοθεί ένα μέτρο σύγκρισης, από το 1999 ο βαθμός διασποράς των ρυθμών πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ κινείται κοντά στο επίπεδο που παρατηρείται στις 14 μητροπολιτικές περιοχές των ΗΠΑ τις οποίες καλύπτουν οι αμερικανικές στατιστικές αρχές. Είναι αξιοσημείωτο ότι η διαδικασία ονομαστικής σύγκλισης στη ζώνη του ευρώ δεν συνοδεύθηκε από αύξηση της διασποράς των ρυθμών ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ, η οποία παραμένει κοντά στον ιστορικό μέσο όρο της (περίπου 2 εκατοστιαίες μονάδες) από την υιοθέτηση του ευρώ.

Οι διαφορές πληθωρισμού σε μια νομισματική ένωση παρέχουν πολύτιμες ενδείξεις σχετικά με τις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης στις επιμέρους περιοχές, διευκολύνοντας τις αναγκαίες προσαρμογές όπου υπάρχουν οικονομικές ανισορροπίες. Έτσι, οι διαφορές πληθωρισμού αποτελούν σημαντικό παράγοντα για το σχεδιασμό του μηχανισμού προσαρμογής. Παρ' όλα αυτά, υπάρχει μια σημαντική διαφορά μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ ως προς τις διαφορές πληθωρισμού. Αν και οι διαφορές πληθωρισμού δεν διευρύνθηκαν στη ζώνη του ευρώ, εμφανίζονται όμως σχετικά υψηλό βαθμό εμμονής, ο οποίος είναι υψηλότερος από ό,τι στις 14 μητροπολιτικές περιοχές των ΗΠΑ. Από το 1999, σε 7 από τις 12 οικονομίες της ζώνης του ευρώ καταγράφονται ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού οι οποίοι παραμένουν σταθερά πάνω ή κάτω από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Μια από τις χώρες αυτές είναι η Ελλάδα, όπου ο πληθωρισμός υπερβαίνει σταθερά το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ κατά μιάμιση εκατοστιαία μονάδα περίπου αφότου η Ελλάδα έγινε μέλος της ζώνης το 2001.

Η εμμονή των διαφορών πληθωρισμού στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ οφείλεται σε διάφορους παράγοντες. Σε χώρες με σχετικά χαμηλά εισοδήματα, όπως η Ελλάδα, ένας τέτοιος παράγοντας είναι η λεγόμενη επίδραση Balassa-Samuelson, σύμφωνα με την οποία οι μακροχρόνιες διαφορές του πληθωρισμού μεταξύ οικονομιών οφείλονται στους διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης της παραγωγικότητας στους τομείς παραγωγής εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων αγαθών των οικονομιών αυτών. Αν και είναι δύσκολο να γίνει ακριβής ποσοτικός προσδιορισμός της εν λόγω επίδρασης, φαίνεται ότι αυτή εξηγεί μόνο εν μέρει τις επίμονες διαφορές πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Σε κάθε περίπτωση, η ως άνω επίδραση είναι παροδική. Είναι μέρος αυτού που αποκάλεσα “μηχανισμό προσαρμογής” – στην προκειμένη περίπτωση, προσαρμογής σε υψηλότερο βιοτικό επίπεδο.

Υπάρχουν όμως και άλλοι παράγοντες που συμβάλλουν στη διατήρηση των διαφορών πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ και που δεν είναι τόσο “αθώοι” όσο η επίδραση Balassa-Samuelson. Σ’ αυτούς περιλαμβάνονται ο ανεπαρκής συντονισμός των δημοσιονομικών πολιτικών, το γεγονός ότι η εξέλιξη των μισθών δεν συμβαδίζει με την εξέλιξη της παραγωγικότητας, καθώς και η ύπαρξη διαρθρωτικών ανεπαρειών, όπως είναι τα στοιχεία δυσκαμψίας στις αγορές προϊόντων και συντελεστών. Η επίλυση των προβλημάτων αυτών δεν εμπίπτει στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής. Για την ενίσχυση της ικανότητας των επιμέρους χωρών να αντιμετωπίζουν οικονομικές διαταραχές και εθνικές αποκλίσεις, το κατάλληλο εργαλείο είναι η εθνική οικονομική πολιτική. Είναι σημαντικό π.χ. να ενισχυθεί περαιτέρω, μέσω της απελευθέρωσης, ο ανταγωνισμός στις αγορές εργασίας και προϊόντων, έτσι ώστε να είναι πιο χρήσιμες – να έχουν μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα – οι πληροφορίες που μας δίνουν οι τιμές. Εξίσου σημαντικό εργαλείο είναι η εθνική δημοσιονομική πολιτική, επειδή μπορεί να αντιδρά στις διαταραχές με τέτοιο τρόπο ώστε να αντισταθμίζει τις διαφορές πληθωρισμού καθώς εμφανίζονται. Ωστόσο, η υγιής δημοσιονομική κατάσταση είναι βασικό στοιχείο της σταθερότητας των τιμών και είναι απαραίτητη προκειμένου να είναι δυνατή η πλήρης λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών χωρίς τον κίνδυνο διαμόρφωσης υπερβολικά υψηλών ελλειμμάτων. Γι’ αυτό είναι σημαντικό να επιδιώκουν οι κυβερνήσεις την επίτευξη ισοσκελισμένων ή πλεονασματικών προϋπολογισμών σε περιόδους που είναι ευνοϊκές οι συνθήκες όσον αφορά την οικονομική δραστηριότητα.

Ποιες θα είναι οι συνέπειες των αλλαγών αυτών; Όπως ανέφερα προηγουμένως, η διασπορά των ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ είναι σχετικά χαμηλή, μάλιστα της ίδιας τάξεως με αυτήν που παρατηρείται μεταξύ των περιφερειών των ΗΠΑ. Όμως, στις ΗΠΑ η διασπορά αυτή καταγράφεται γύρω από έναν υψηλότερο μέσο ρυθμό ανάπτυξης. Από το 1999 η αμερικανική οικονομία, η οποία χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη ευελιξία από την οικονομία της ζώνης του ευρώ, αναπτύσσεται με μέσο ρυθμό της τάξεως του 3%, έναντι 2% περίπου στη ζώνη του ευρώ.

Όπως προανέφερα, είναι σαφές ότι η ζώνη του ευρώ κάθε άλλο παρά αποτελεί βέλτιστη νομισματική περιοχή κατά την παραδοσιακή έννοια του όρου, δηλ. με κριτήριο την κινητικότητα των παραγωγικών συντελεστών, την ευελιξία των αγορών και το βαθμό κεντρικής άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής. Ενώ οι κυβερνήσεις έφεραν εις πέρας έναν πραγματικά ηράκλειο άθλο στην προσπάθειά τους για ένταξη στη ζώνη του ευρώ, στη συνέχεια δεν ανέλαβαν να προωθήσουν τις μεταρρυθμίσεις που χρειάζονται για την πλήρη αξιοποίηση των δυνατοτήτων που προσφέρει η ΟΝΕ.

Είναι σημαντικό οι εθνικές πολιτικές για την αγορά εργασίας να αυξήσουν την ευελιξία σε εθνικό και περιφερειακό επίπεδο. Οι διαρθρωτικές πολιτικές θα πρέπει επίσης να στοχεύουν στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του μηχανισμού καθορισμού των μισθών και των τιμών, έτσι ώστε να περιοριστεί η εμμονή των διαφορών πληθωρισμού. Εν προκειμένω, οφείλω να επισημάνω ότι σε ορισμένες χώρες, όπως η Ελλάδα, η συμπεριφορά των μισθών δεν έχει προσαρμοστεί πλήρως στο νέο καθεστώς.

### Συμπεράσματα

Θα ολοκληρώσω την ομιλία μου με τις εξής σκέψεις. Οι πρόσφατες εξελίξεις αποτέλεσαν την αφορμή για λαϊκιστικές ρητορείες που θέτουν υπό αμφισβήτηση τη σκοπιμότητα της ύπαρξης ενιαίου νομίσματος στην Ευρώπη. Ορισμένοι σχολιαστές θέτουν το ερώτημα γιατί χρειάζεται να υπάρχει νομισματική ένωση στην Ευρώπη. Η άποψή μου είναι τελείως διαφορετική. Όπως και οι συνάδελφοί μου στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, απορρίπτω ως παράλογη την πιθανολόγηση ότι το μέλλον της ζώνης του ευρώ είναι αμφίβολο. Η εφαρμογή ενιαίας νομισματικής πολιτικής κοινής για όλους υπήρξε μέχρι στιγμής πολύ επιτυχημένη, εξασφαλίζοντας σταθερότητα των τιμών, με αποτέλεσμα οι μεταβολές των τιμών να παρέχουν αποτελεσματικότερη πληροφόρηση σχετικά με τις συνθήκες της προσφοράς και της ζήτησης. Καρπός της αξιοπιστίας της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι ότι τα επιτόκια βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα σε όλες τις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ. Όμως, η σταθερότητα των τιμών και τα χαμηλά επιτόκια δεν επαρκούν για την επιτάχυνση των ρυθμών ανάπτυξης και τη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου στην Ευρώπη. Κατά τη γνώμη μου, οι πρόσφατες εξελίξεις απλά επιβεβαιώνουν ότι σε μια νομισματική ένωση χρειάζεται μεγαλύτερος ανταγωνισμός από ό,τι σε ανεξάρτητες νομισματικές περιοχές. Η εφαρμογή μεταρρυθμίσεων στις αγορές και η τήρηση αυστηρών δημοσιονομικών κανόνων δεν αποτελούν πολυτέλεια για τα μέλη μιας νομισματικής ένωσης, αλλά βασική ανάγκη. Σ' αυτούς που αμφισβητούν τη σκοπιμότητα της ύπαρξης ενιαίου νομίσματος, θα απαντήσω με μερικά σοφά λόγια του Ιρλανδού θεατρικού συγγραφέα George Bernard Shaw: "Ορισμένοι βλέπουν τα πράγματα όπως είναι και ρωτούν 'γιατί', ενώ εγώ βλέπω τα πράγματα όπως θα μπορούσαν να είναι και ρωτώ 'γιατί όχι'". Λοιπόν, εγώ έτσι βλέπω το μέλλον της Ευρώπης. Πράγματι, γιατί όχι;



---

## II.3 Η ενιαία νομισματική πολιτική αρμόζει σε όλους;

Το ΕΥΡΩ δημιούργησε μια νέα πραγματικότητα για 318 εκατομμύρια Ευρωπαίους και πιθανόν έχει γίνει το πιο ορατό σύμβολο της διαδικασίας ενοποίησης. Η εισαγωγή του ήταν αφεαυτής ένα αξιοσημείωτο επίτευγμα και αποτέλεσε την κορύφωση μιας διαδικασίας σύγκλισης και ενοποίησης που είχε αρχίσει πολλά χρόνια πριν. Ωστόσο, η εισαγωγή του ευρώ δεν σηματοδότησε το τέλος της ευρωπαϊκής οικονομικής ενοποίησης. Αντίθετα, το ευρώ δημιούργησε νέες προκλήσεις για τη νομισματική πολιτική. Στην ομιλία μου θα επικεντρωθώ σε δύο από αυτές τις προκλήσεις:

- Πρώτον, πώς θα οικοδομήσει την αξιοπιστία της η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα που ιδρύθηκε σχετικά πρόσφατα; Υποστηρίζω ότι είναι πολύ σημαντική η υιοθέτηση και η συστηματική εφαρμογή αξιόπιστης στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική.

- Δεύτερον, η ενιαία νομισματική πολιτική αρμόζει στις ιδιαίτερες περιστάσεις κάθε χώρας της ζώνης του ευρώ; Απαντώντας σε αυτό το ερώτημα, υποστηρίζω ότι ο παραδοσιακός τρόπος σκέψης για το τι αποτελεί βέλτιστη νομισματική περιοχή παραβλέπει το γεγονός ότι τα κριτήρια αξιολόγησης που χρησιμοποιούνται είναι, σε ορισμένο βαθμό, ενδογενή. Συγκεκριμένα, υποστηρίζω ότι η ίδια η ίδρυση μιας νομισματικής ένωσης μπορεί να δημιουργήσει προϋποθέσεις που να ευνοούν για την καλή λειτουργία της ένωσης.

### **Η στρατηγική της ΕΚΤ για τη νομισματική πολιτική και η εφαρμογή της**

Η στρατηγική για τη νομισματική πολιτική —η οποία υιοθετήθηκε αρχικά το 1998 και επιβεβαιώθηκε με ορισμένες διευκρινίσεις το 2003— βασίστηκε στην πολύχρονη εμπειρία από την πολιτική των κεντρικών τραπεζών και τη στρατηγική των πιο επιτυχημένων (όσον αφορά τις επιδόσεις στον τομέα του πληθωρισμού) κεντρικών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ. Η στρατηγική περιλαμβάνει τρία βασικά στοιχεία.

Διάλεξη στην Κεντρική Τράπεζα της Χιλής (Banco Central de Chile), Σαντιάγο, 12 Οκτωβρίου 2007.

Πρώτον, το στόχο της σταθερότητας των τιμών. Η άποψη ότι η νομισματική πολιτική μπορεί να συμβάλλει περισσότερο στην οικονομική ευημερία διατηρώντας τη σταθερότητα των τιμών στηρίζεται σε πολλά ευρήματα της εμπειρικής έρευνας που υποδηλώνουν ότι η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει εν τέλει μόνο το επίπεδο των τιμών και δεν μπορεί να έχει διαρκή επίδραση στις πραγματικές μεταβλητές της οικονομίας. Η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως δωδεκάμηνη αύξηση των τιμών καταναλωτή για τη ζώνη του ευρώ “κάτω, αλλά πλησίον του 2%”. Το “πλησίον” προστέθηκε το 2003 προκειμένου να δημιουργηθεί περιθώριο ασφαλείας πάνω από το μηδενικό πληθωρισμό με σκοπό την προστασία από κινδύνους μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών. Ενόψει της μεγάλης χρονικής υστέρησης που παρατηρείται στη μετάδοση των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής, η σταθερότητα των τιμών θα πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα.

Δεύτερον, υπάρχουν οι “δύο πυλώνες”, δηλ. η οικονομική και η νομισματική ανάλυση.

- Η οικονομική ανάλυση επικεντρώνεται κυρίως στην αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοπιστωτικών εξελίξεων από την πλευρά της αλληλεπίδρασης προσφοράς και ζήτησης στις αγορές προϊόντων και παραγωγικών συντελεστών και παρέχει βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες ενδείξεις για τον πληθωρισμό.

- Η νομισματική ανάλυση, η οποία συμπληρώνει την οικονομική, επικεντρώνεται στην εξέλιξη των νομισματικών μεγεθών και των πιστώσεων, λαμβάνοντας υπόψη ότι σύμφωνα με τα ευρήματα της εμπειρικής έρευνας η νομισματική επέκταση και ο πληθωρισμός τείνουν να συνδέονται στενά, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Το τρίτο στοιχείο είναι η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας, η οποία εξισορροπείται από την υποχρέωση λογοδοσίας και τη διαφάνεια. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ παρέσχε πλήρη πολιτική ανεξαρτησία στην ΕΚΤ για την εκπλήρωση του στόχου της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, ούτε η ΕΚΤ ούτε οι εθνικές κεντρικές τράπεζες ούτε τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ και των εν λόγω τραπεζών επιτρέπεται να ζητούν ή να δέχονται υποδείξεις από θεσμικά όργανα της ΕΕ ή των κρατών-μελών. Οι μεγάλες σε διάρκεια θητείες των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, τα οποία συμμετέχουν στο Συμβούλιο ως άτομα και όχι ως εκπρόσωποι χωρών, και ο κανόνας ότι η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής δεν είναι ανανεώσιμη συμβάλλουν επίσης στην ελαχιστοποίηση της δυνατότητας να ασκηθεί πολιτική επιρροή σε μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ.

Ωστόσο, στις δημοκρατικές κοινωνίες, η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας θα πρέπει να έχει ως αντίβαρο την υποχρέωση λογοδοσίας,

δηλαδή την υποχρέωση της κεντρικής τράπεζας να εξηγεί τις αποφάσεις της στο κοινό και τους εκλεγμένους εκπροσώπους του. Αυτό με τη σειρά του απαιτεί διαφάνεια όσον αφορά τόσο τους στόχους όσο και τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Για το σκοπό αυτό, οι αποφάσεις της ΕΚΤ στον τομέα της νομισματικής πολιτικής εξηγούνται “σε πραγματικό χρόνο” σε συνέντευξη τύπου αμέσως μετά από κάθε συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στην οποία γίνεται καθορισμός επιτοκίων.

Η ΕΚΤ είχε θετικές επιδόσεις τα τελευταία εννέα έτη, καθώς εξασφάλισε χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού, προσδοκίες για χαμηλό πληθωρισμό, καθώς και χαμηλά μακροπρόθεσμα επιτόκια. Ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ από την ίδρυσή της και εξής ήταν 2,03%, δηλαδή μόνο ελαφρά υψηλότερος από τον ορισμό της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών, παρά τις σημαντικές διαταραχές των τιμών που προήλθαν κυρίως από τις αυξήσεις της τιμής του πετρελαίου (βλ. Διάγραμμα Π.4.1 στη σελ. 103). Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό (βλ. Διάγραμμα Π.4.2 στη σελ. 104) έχουν επίσης παραμείνει αξιοσημείωτα κοντά στον ορισμό της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών, ενώ τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα μετά τη δημιουργία της νομισματικής ένωσης. Η σταθεροποίηση των προσδοκιών είναι απευθείας μάρτυρας της αξιοπιστίας της ΕΚΤ.

Διατηρώντας τον πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα και εξασφαλίζοντας ότι οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες βρίσκονται σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών, η ΕΚΤ συμβάλλει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στη στήριξη διατηρήσιμης οικονομικής ανάπτυξης και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Η προανατολισμένη προς τη σταθερότητα πολιτική στηρίζει τόσο τα νοικοκυριά, διατηρώντας την αγοραστική δύναμη του εισοδήματος και της αποταμίευσής τους, όσο και τον επιχειρηματικό τομέα, διαμορφώνοντας ένα περιβάλλον χαμηλών και σταθερών επιτοκίων, το οποίο ευνοεί την πραγματοποίηση επενδύσεων.

### **Αρμόζει η άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής για όλες τις χώρες;**

Αν και η επιτυχία της νομισματικής ένωσης όσον αφορά τη διασφάλιση χαμηλού πληθωρισμού και αξιόπιστου νομίσματος είναι αδιαμφισβήτητη, το ζήτημα κατά πόσον αρμόζει η άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε όλα τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ εξακολουθεί να αποτελεί αντικείμενο έντονων συζητήσεων.

(α) *Η ONE από τη σκοπιά της θεωρίας των βέλτιστων νομισματικών περιοχών*

Η ONE έθεσε τη νομισματική πολιτική ενώπιον μοναδικών προκλήσεων. Οι σκεπτικιστές θεωρούσαν ότι μια ενιαία νομισματική πολιτική θα ήταν καταδικασμένη σε αποτυχία, διότι η ζώνη του ευρώ δεν πληροί τις προϋποθέσεις της βέλτιστης νομισματικής περιοχής. Αυτό σημαίνει ότι, αν οι εθνικές οικονομίες πληγούν από ασύμμετρες εξωγενείς διαταραχές ή αν οι διαταραχές μεταδοθούν σε διαφορετικό βαθμό στις επιμέρους οικονομίες εξαιτίας των ιδιαίτερων οικονομικών και θεσμικών χαρακτηριστικών των εν λόγω οικονομιών, οι μηχανισμοί που θα μπορούσαν να μετριάσουν την επίδραση των ανωτέρω διαταραχών είτε δεν υπάρχουν είτε δεν είναι ισχυροί.

Είναι γεγονός ότι η ζώνη του ευρώ χαρακτηρίζεται από έλλειψη κινητικότητας του εργατικού δυναμικού, λόγω γλωσσικών και πολιτισμικών διαφορών, καθώς και από έλλειψη ενός ισχυρού κεντρικού μηχανισμού δημοσιονομικών μεταβιβάσεων. Σύμφωνα με την ίδια επιχειρηματολογία, υπό τις συνθήκες αυτές οι εν λόγω διαταραχές είναι πιθανό να προκαλέσουν διεύρυνση των διαφορών πληθωρισμού, οπότε η ύπαρξη ενός κοινού ονομαστικού επιτοκίου στη νομισματική ένωση θα οδηγήσει στη διαμόρφωση διαφορετικών πραγματικών επιτοκίων στις επιμέρους χώρες. Σε χώρες-μέλη με σχετικά υψηλή εγχώρια ζήτηση και πληθωρισμό άνω του μέσου όρου, η ύπαρξη χαμηλότερων πραγματικών επιτοκίων τροφοδοτεί την εγχώρια ζήτηση και αυξάνει τον πληθωρισμό. Αντίστροφα, σε χώρες με σχετικά χαμηλή εγχώρια ζήτηση και πληθωρισμό κάτω του μέσου όρου, η ύπαρξη υψηλών πραγματικών επιτοκίων ασκεί περαιτέρω καθοδικές πιέσεις στην εγχώρια ζήτηση και τον πληθωρισμό. Με άλλα λόγια, η εφαρμογή ενιαίας νομισματικής πολιτικής δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες όλων των μελών της ένωσης.

Αυτή η παραδοσιακή άποψη για τη βέλτιστη νομισματική περιοχή είναι εκ φύσεως στατική. Βασίζεται στην παραδοχή ότι τα χαρακτηριστικά μιας χώρας, όπως ο βαθμός εμπορικής ενοποίησης της με τις υπόλοιπες χώρες της περιοχής, παραμένουν αμετάβλητα. Ωστόσο, η εμπειρία της ζώνης του ευρώ υποδηλώνει ότι η συμμετοχή σε μια νομισματική ένωση μπορεί να επιφέρει αφεαυτής αλλαγές στη διάρθρωση και τις επιδόσεις της οικονομίας. Μάλιστα, πολλές ακαδημαϊκές ερευνητικές εργασίες, αρκετές από τις οποίες λαμβάνουν υπόψη την εμπειρία της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης, επίσης υποδηλώνουν ότι η δημιουργία μιας νομισματικής ένωσης μπορεί αφεαυτής να δημιουργήσει συνθήκες ευνοϊκές για την καλή λειτουργία της ένωσης.<sup>1</sup>

1. Επισκόπηση της βιβλιογραφίας βλ. στους De Grauwe and Mongelli (2005).

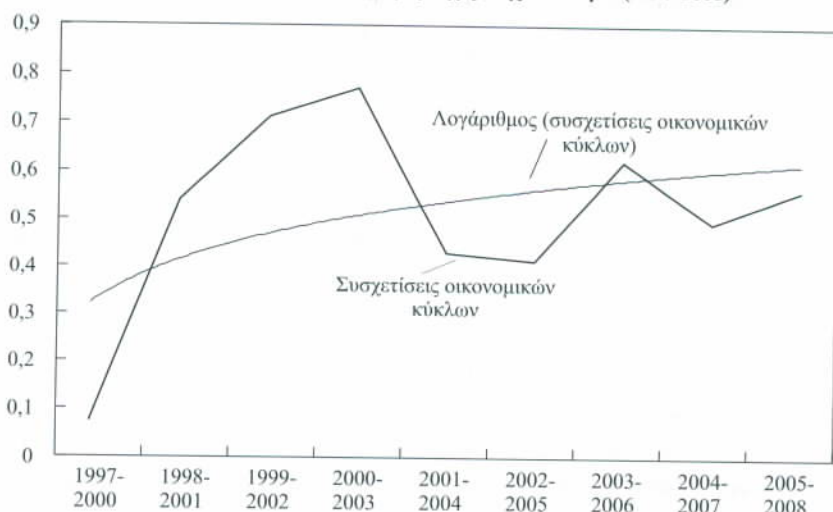
Η εμπειρία της ζώνης του ευρώ έχει δείξει ότι ένα ενιαίο νόμισμα μπορεί να επηρεάσει τα χαρακτηριστικά μιας οικονομίας μέσω τουλάχιστον δύο διαύλων: αφενός της αυξημένης αξιοπιστίας της πολιτικής και αφετέρου της εμπορικής και χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης. Στη συνέχεια θα αναλύσω τους δύο αυτούς διαύλους.

Πώς λειτουργεί ο διάυλος της αξιοπιστίας; Ένα από τα σημαντικότερα οφέλη της συμμετοχής στην ΟΝΕ — ιδίως για χώρες όπως η Ελλάδα, η Ιταλία, η Πορτογαλία και η Ισπανία, οι οποίες έχουν πρόσφατο ιστορικό σχετικά υψηλών ρυθμών πληθωρισμού — είναι η αύξηση της αξιοπιστίας της πολιτικής λόγω της εξάλειψης της τάσης για υψηλό πληθωρισμό που οφειλόταν στην άσκηση νομοματικής πολιτικής κατά τη διακριτική ευχέρεια των εθνικών αρχών. Καθώς δεν υπάρχει κίνδυνος υποτίμησης του νομίσματος και δεν απαιτείται ασφάλιστρο επιτοκίου για να καλυφθεί ο κίνδυνος υποτίμησης, τα ονομαστικά και τα πραγματικά επιτόκια είναι χαμηλότερα από ό,τι θα ήταν στην αντίθετη περίπτωση. Η μείωση και σταθεροποίηση του πληθωρισμού και των πληθωριστικών προσδοκιών οδηγεί σε επιμήκυνση του οικονομικού οριζόντα, γεγονός που ενθαρρύνει το μετασχηματισμό τόσο του χρηματοπιστωτικού όσο και του πραγματικού τομέα.

Επιτρέψατέ μου τώρα να αναφερθώ στη θετική επίδραση του ενιαίου νομίσματος στο εμπόριο. Πρόσφατες εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι η χρήση ενιαίου νομίσματος μπορεί να προαγάγει το εμπόριο πολύ περισσότερο από ό,τι ένα καθεστώς στο οποίο εθνικά νομίσματα συνδέονται μεταξύ τους με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες.<sup>2</sup> Αυτή η άποψη βασίζεται στην αντίληψη ότι η ύπαρξη ενός συνόλου εθνικών νομισμάτων αποτελεί σημαντικό εμπόδιο για τις εμπορικές συναλλαγές. Εκτός από την εξάλειψη του κόστους μετατροπής των νομισμάτων, το ενιαίο νόμισμα και η κοινή νομοματική πολιτική αποκλείουν τυχόν μελλοντικές υποτιμήσεις για την ενίσχυση του ανταγωνιστικότητας και διευκολύνουν τις ξένες άμεσες επενδύσεις και την οικοδόμηση μακροχρόνιων εμπορικών σχέσεων. Αυτές οι επιδράσεις, με τη σειρά τους, μπορούν να προωθήσουν (πέραν των ωφελειών που απορρέουν από την εξάλειψη της αβεβαιότητας ως προς την εξέλιξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των επιμέρους νομισμάτων) τις αμοιβαίες εμπορικές συναλλαγές, την οικονομική και χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση και τη συσσώρευση γνώσεων. Η μεγαλύτερη εμπορική ολοκλήρωση μπορεί να ενισχύσει την ανάπτυξη, αυξάνοντας την αποτελεσματικότητα της κατανομής των πόρων και επιταχύνοντας τη μεταφορά γνώσεων.

2. Βλ. Rose and Stanley (2005) για μια επισκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με την επίδραση του ενιαίου νομίσματος στην προώθηση του εμπορίου.

**Διάγραμμα Π.3.1. Συσχετίσεις οικονομικών κύκλων (κυλιόμενη περίοδος 4 ετών)<sup>1</sup> και λογαριθμική γραμμή της τάσης τους: χώρες της ζώνης του ευρώ (1997-2008)**



<sup>1</sup> Οι κυλιόμενες συσχετίσεις των οικονομικών κύκλων προκύπτουν μέσω του υπολογισμού των συντελεστών συσχέτισης μεταξύ όλων των χωρών της ζώνης του ευρώ, κατά ζεύγη, για κάθε τετραετία (1997-2000, 1998-2001, κ.λπ.). Ο μέσος όρος των εν λόγω συντελεστών υπολογίζεται για καθένα από τις ανωτέρω χρονικές περιόδους.

ΠΗΓΗ: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, AMECO database.

Η εμπειρία της ζώνης του ευρώ υποδηλώνει ότι το ευρώ έχει όντως επιδράσει καταλυτικά στη διαδικασία ολοκλήρωσης των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των χωρών-μελών. Το εμπόριο αγαθών εντός της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε από 26% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 1998 σε 33% το 2006. Αυξήθηκε επίσης το εμπόριο υπηρεσιών εντός της ζώνης του ευρώ. Πρόσφατες εμπειρικές μελέτες έδειξαν ότι δεν έχει σημειωθεί παρόμοια αύξηση των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ.<sup>3</sup>

Το ευρώ άσκησε επίσης θετική επίδραση στις ξένες άμεσες επενδύσεις εντός της ζώνης του ευρώ. Μεταξύ 1999 και 2005 (πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία), το απόθεμα των ξένων άμεσων επενδύσεων εντός της ζώνης του ευρώ υπερδπλασιάστηκε, από περίπου 14% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ σε περισσότερο από 30%.

Η πρόοδος στη διαδικασία ολοκλήρωσης των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των χωρών-μελών και οι αυξανόμενες ροές άμεσων επενδύσεων από τρίτες χώρες προς τη ζώνη του ευρώ οδηγούν σε υψηλότερη συσχέτιση

3. Βλ. Baldwin (2006).

μεταξύ των οικονομικών κύκλων των επιμέρους χωρών, καθώς αυξάνουν τη συγχρότητα των διαταραχών της ζήτησης που είναι κοινές για όλες τις χώρες και συνεπάγονται ανάπτυξη του ενδοκλαδικού εμπορίου (βλ. Διάγραμμα Π.3.1). Έτσι, περιορίζεται η ανάγκη για χάραξη νομισματικής πολιτικής ειδικά σχεδιασμένης για κάθε χώρα.

Υπάρχουν και άλλοι λόγοι για τους οποίους η ύπαρξη νομισματικής ένωσης περιορίζει τη συγχρότητα των διαταραχών που αφορούν μεμονωμένες χώρες. Δεν υφίσταται πλέον μία από τις κύριες αιτίες των ασύμμετρων διαταραχών, δηλ. η επίδραση των διαφορετικών νομισματικών πολιτικών. Επιπλέον, εύλογα αναμένεται ότι η βαθύτερη ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών θα επιφέρει και σύγκλιση του μηχανισμού μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής.

Η εισαγωγή του ευρώ συνετέλεσε στη μεγαλύτερη ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών της ζώνης του ευρώ. Η αγορά χρήματος έχει ενοποιηθεί σχεδόν πλήρως μετά τη δημιουργία της νομισματικής ένωσης. Η σημαντική ανάπτυξη της αγοράς εταιρικών ομολόγων σε ευρώ, αν και αυτή είναι μικρότερη από ό,τι στις ΗΠΑ, επίσης αποτελεί ένδειξη της ενοποίησης και διευρύνει το φάσμα των δυνητικών επενδύτων στους οποίους έχουν πρόσβαση οι επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα Π.4.4 στη σελ. 107). Οι μεταβολές των αποδόσεων των ομολόγων και των μετοχών στις εθνικές αγορές παρουσιάζουν μεγαλύτερη συσχέτιση από ό,τι πριν από την εισαγωγή του ευρώ, παρέχοντας στους επενδυτές τη δυνατότητα να διαφοροποιούν τις επενδύσεις τους και να περιορίζουν τους κινδύνους για δεδομένο επίπεδο αποδόσεων (βλ. Διαγράμματα Π.4.5 και Π.4.6 στις σελ. 108 και 109 αντίστοιχα). Ο κύριος τομέας στον οποίο υστερεί η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η λιανική τραπεζική, όπου, παρά την αύξηση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών τα τελευταία έτη, η διασυνοριακή δραστηριότητα παραμένει σχετικά περιορισμένη.

Οι δυνάμεις που συντελούν σε περαιτέρω ενοποίηση θα συνεχίσουν να επενεργούν, καθώς οι συμμετέχοντες στις αγορές αξιοποιούν όλο και περισσότερο το νέο περιβάλλον της νομισματικής ένωσης. Επιπλέον, διάφορες πρωτοβουλίες, τις οποίες υποστηρίζει το Ευρωσύστημα ή/και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, θα συμβάλουν στην ενίσχυση της διαδικασίας ενοποίησης. Ένα παράδειγμα είναι το TARGET2, η νέα "πλατφόρμα" πληρωμών για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο αναμένεται να τεθεί σε λειτουργία το Νοέμβριο του 2007. Καθώς προχωρεί η ενοποίηση, αναμένεται ότι οι μηχανισμοί μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ θα εξακολουθήσουν να συγκλίνουν, συμβάλλοντας στην εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Πάντως, στην έκταση κατά την οποία οι χώρες συνεχίζουν να πλήττονται από ασύμμετρες διαταραχές ή να εμφανίζουν ασύμμετρες αντιδράσεις σε κοινές διαταραχές, η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να βοηθήσει τα μέλη μιας ένωσης να προστατευθούν από τις επιπτώσεις αυτών των διαταραχών, παρέχοντάς τους την ευκαιρία να διαφοροποιούν τις πηγές των εσόδων τους και να προσαρμόζουν τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους. Στην πράξη, οι χώρες-μέλη μπορούν να μετριάσουν τις επιπτώσεις των διαταραχών με τη διακράτηση, εκ μέρους κάθε χώρας-μέλους, χρηματοοικονομικών απαιτήσεων επί του προϊόντος των άλλων χωρών-μελών στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

### *(β) Πληθωρισμός και διαφορές ανάπτυξης*

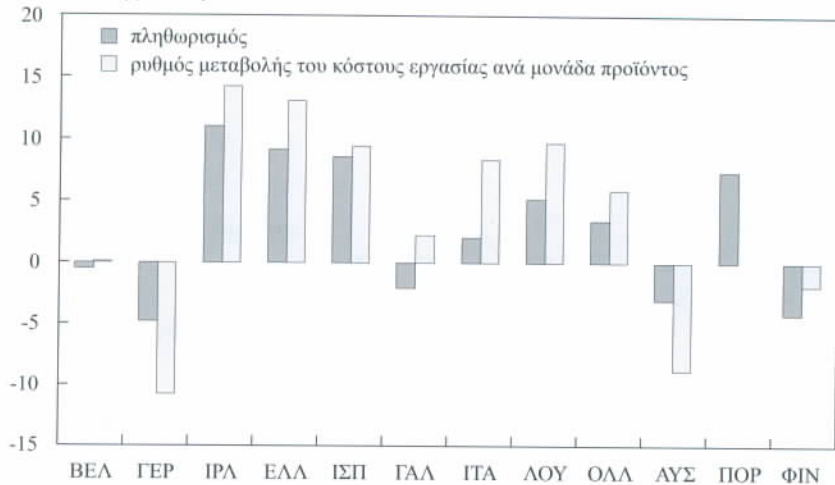
Παρά την αυξημένη εμπορική και χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στη ζώνη του ευρώ, είναι γεγονός ότι εξακολουθούν να υπάρχουν διαφορές ως προς τις οικονομικές επιδόσεις. Πόσο σημαντικές είναι και πόσο θα πρέπει να ανησυχούμε γι' αυτές;

Σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία της ΕΚΤ, την περίοδο 1990-1999 στη ζώνη του ευρώ ο βαθμός διασποράς των ρυθμών πληθωρισμού — μετρούμενος ως η τυπική απόκλιση της διασποράς αυτής— υποχώρησε από περίπου 6 εκατοστιαίες μονάδες στις αρχές της δεκαετίας του 1990 σε ελάχιστο επίπεδο (κάτω της μίας εκατοστιαίας μονάδας) το δεύτερο εξάμηνο του 1999. Έκτοτε δεν υπήρξε σχεδόν καμία μεταβολή της διασποράς των ρυθμών πληθωρισμού — η οποία παραμένει κάτω της μίας εκατοστιαίας μονάδας για αρκετό διάστημα (βλ. Διάγραμμα Π.4.7 στη σελ. 112).

Ένα άλλο γεγονός που αξίζει να υπογραμμιστεί είναι ότι η διασπορά του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ δεν διαφέρει πολύ από τη διασπορά σε μια νομισματική ένωση παρόμοιου μεγέθους, δηλ. στις ΗΠΑ. Ωστόσο, εκεί όπου πράγματι διαφέρει η ζώνη του ευρώ από τις ΗΠΑ είναι στο ότι οι παρατηρούμενες διαφορές πληθωρισμού είναι πιο επίμονες στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα Π.4.7 στη σελ. 112). Αυτό εξηγείται εν μέρει από τη λεγόμενη επίδραση Balassa-Samuelson, σύμφωνα με την οποία οι μακροχρόνιες διαφορές πληθωρισμού μεταξύ των επιμέρους οικονομιών οφείλονται στους διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης της παραγωγικότητας στους τομείς παραγωγής εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων αγαθών των οικονομιών αυτών. Η επίδραση Balassa-Samuelson αντανακλά μια διαδικασία αποκατάστασης της ισορροπίας, η οποία, κατ' αρχήν, δεν απαιτεί διόρθωση από την οικονομική πολιτική. Πράγματι, είναι σημαντικό ότι οι διαφορές που πηγάζουν από την εν λόγω διαδικασία δεν οδηγούν σε

**Λιάγραμμα Π.3.2. Σωρευτική απόκλιση του πληθωρισμού και του ρυθμού μεταβολής του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε επιμέρους χώρες από τους αντίστοιχους μέσους όρους της ζώνης του ευρώ (1999-2006)**

Εκατοστιαίες μονάδες



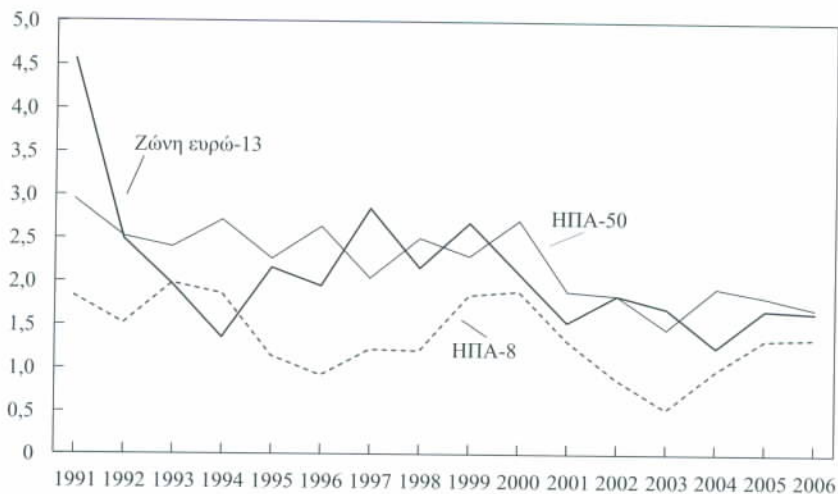
ΠΗΓΗ: ΕΚΤ.

μόνιμη επιδείνωση της ανταγωνιστικής θέσης της χώρας που έχει υψηλότερο πληθωρισμό.

Ωστόσο, δεδομένου του βαθμού σύγκλισης του βιοτικού επιπέδου στις χώρες της ζώνης του ευρώ την τελευταία δεκαετία, δεν είναι δυνατόν παρά να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι η σημερινή συμβολή της επίδρασης Balassa-Samuelson στις διαφορές πληθωρισμού πιθανόν να είναι σχετικά μικρή. Αυτό μπορεί να προκαλέσει ανησυχίες, καθώς υποδηλώνει ότι οι διαφορές προέρχονται από το γεγονός ότι οι μηχανισμοί προσαρμογής στη ζώνη του ευρώ δεν λειτουργούν τόσο ομαλά όσο θα μπορούσαν και ότι οι πολιτικές, πλην της νομισματικής πολιτικής, δεν είναι συμβατές με ρυθμούς πληθωρισμού πλησίον του μέσου όρου της ζώνης του ευρώ. Επομένως, υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που συμβάλλουν στη διατήρηση των διαφορών πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, όπως ο ανεπαρκής συντονισμός της δημοσιονομικής πολιτικής, το γεγονός ότι η διαμόρφωση των μισθών δεν συμβαδίζει με την εξέλιξη της παραγωγικότητας (κάτι που αντανακλάται στους πολύ διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην ένωση) και η ύπαρξη διαρθρωτικών ανεπαρειών, όπως π.χ. δυσκαμψιών στις αγορές προϊόντων και συντελεστών της παραγωγής. Οι επίμονες διαφορές που προκύπτουν από τους παράγοντες αυτούς οδηγούν σε απώλεια αντα-

**Διάγραμμα Π.3.3. Διασπορά των ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ-13, μεταξύ των 50 Πολιτειών και του Διαμερίσματος της Κολούμπια των ΗΠΑ, καθώς και μεταξύ των 8 περιφερειών των ΗΠΑ (1991-2006)**

Μη σταθμισμένη τυπική απόκλιση, σε ποσοστά %



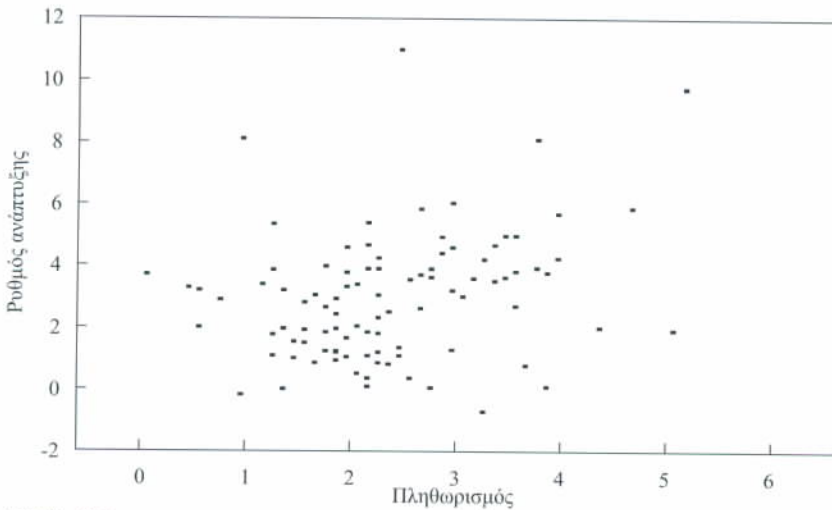
ΠΗΓΗ: ΕΚΤ.

γωνιστικότητας και, ως εκ τούτου, δεν μπορούν να θεωρηθούν “αθώες”. Τα στοιχεία (βλ. Διάγραμμα Π.3.2) δείχνουν ότι υπάρχει έντονη θετική σχέση μεταξύ των μέσων ρυθμών πληθωρισμού στις επιμέρους οικονομίες της ζώνης του ευρώ και της μέσης αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος κατά την περίοδο μετά την έναρξη λειτουργίας της νομισματικής ένωσης.

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η διαδικασία ονομαστικής σύγκλισης από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, η οποία ολοκληρώθηκε με την υιοθέτηση του ευρώ, δεν συνοδεύθηκε από αύξηση της διασποράς των ρυθμών ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ. Η διασπορά δεν αυξήθηκε ούτε μετά την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος. Μάλιστα, διακρίνεται μια ελαφρώς καθοδική τάση, καθώς η διασπορά παραμένει κοντά στον ιστορικό μέσο όρο της (περίπου 2 εκατοστιαίες μονάδες), ο οποίος δεν είναι υψηλότερος από τον αντίστοιχο των ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα Π.3.3). Επιπλέον, ο πληθωρισμός και η ανάπτυξη στις διάφορες χώρες της ζώνης του ευρώ φαίνεται να κινούνται παράλληλα (βλ. Διάγραμμα Π.3.4). Οι χώρες με ρυθμό πληθωρισμού υψηλότερο του μέσου όρου (π.χ. Ιρλανδία, Ελλάδα, Ισπανία) φαίνεται να σημειώνουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης. Αυτό υποδηλώνει ότι, στο βαθμό που οι διαφορές πληθωρισμού δεν αντανακλούν διαφορές ως προς

**Διάγραμμα Π.3.4. Πληθωρισμός και ρυθμοί ανάπτυξης των χωρών της ζώνης του ευρώ (1999-2006)**

Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές



ΠΗΓΗ: ΕΚΤ.

το ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας, η περιοριστική επίδραση της απώλειας ανταγωνιστικότητας αντισταθμίστηκε από άλλους παράγοντες, όπως οι μειώσεις των επιτοκίων κατά την περίοδο έως την υιοθέτηση του ευρώ, οι εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ, η μετανάστευση και η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Αυτοί οι ευνοϊκοί παράγοντες δεν είναι πιθανό ότι θα επιδρουν επ' αόριστον και, όταν η επίδρασή τους υποχωρήσει, οι αρνητικές συνέπειες της μείωσης της ανταγωνιστικότητας είναι πιθανότερο να αποτελέσουν κυρίαρχο προσδιοριστικό παράγοντα της εξέλιξης της οικονομικής δραστηριότητας.

## Συμπεράσματα

Η εφαρμογή ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ υπήρξε μέχρι στιγμής πολύ επιτυχημένη. Όπως προανέφερα, αυτό οφείλεται εν μέρει σε ενδογενείς αλλαγές που επέφερε η ίδια η ύπαρξη της νομισματικής ένωσης. Η ενίσχυση της ολοκλήρωσης των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των χωρών-μελών και η πρόοδος στη διαδικασία ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών, με τη στήριξη την οποία παρέχει το ενιαίο νόμισμα, συνέβαλε ώστε η ζώνη του ευρώ να προσεγγίζει περισσότερο μια βέλτιστη

νομισματική περιοχή. Επιπλέον, η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ προσέφερε χαμηλά επιτόκια και σταθερότητα των τιμών.

Όμως αυτά δεν επαρκούν για να αυξηθεί ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης και να βελτιωθεί το βιοτικό επίπεδο. Τα χαμηλά επιτόκια και το σταθερό επίπεδο των τιμών συγκροτούν το πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να οικοδομηθεί μια δυναμικότερη Ευρώπη. Αν και οι ενδογενείς αντιδράσεις του ιδιωτικού τομέα στη δημιουργία της νομισματικής ένωσης μπορούν να συμβάλουν στην αναγκαία αύξηση της ευελιξίας στις αγορές προϊόντων και εργασίας, οι ίδιες οι χώρες θα πρέπει να υιοθετήσουν μέτρα προς την κατεύθυνση αυτή. Μεταξύ 2001 και 2005, ο ρυθμός ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ ήταν σχετικά υποτονικός. Επίσης, παρά τη μείωση της διασποράς των ρυθμών πληθωρισμού και των ρυθμών ανάπτυξης, η εμμονή της διασποράς αυτής προκάλεσε ανησυχίες όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ.

Υπό τις περιστάσεις αυτές, μερικές χώρες (με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα τη Γερμανία) πραγματοποίησαν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, τα αποτελέσματα των οποίων άρχισαν να γίνονται εμφανή από το δεύτερο εξάμηνο του 2004. Έτσι, η ανεργία στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε κατακόρυφα και έφθασε στο χαμηλότερο επίπεδο της από την έναρξη της νομισματικής ένωσης. Αν και αυτό αντανakλά, εν μέρει, τη φάση ανάκαμψης του οικονομικού κύκλου, μέρος της μείωσης του ποσοστού ανεργίας μπορεί κάλλιστα να οφείλεται στην επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Ωστόσο, εξακολουθούν να υπάρχουν διαρθρωτικές αδυναμίες στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες εξηγούν την ύπαρξη επίμονα υψηλών επιπέδων ανεργίας και χαμηλών ρυθμών συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Οι περαιτέρω μεταρρυθμίσεις θα ενισχύσουν την οικονομική ανάπτυξη και θα προσφέρουν πρόσθετες ευκαιρίες απασχόλησης.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ ήταν και αυτές ευνοϊκές τα τελευταία χρόνια. Εν τούτοις, η δημοσιονομική βελτίωση οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στη μεγάλη αύξηση του προϊόντος και σε έκτακτα έσοδα. Μικρό μόνο μέρος αποδίδεται στην επίδραση μέτρων πολιτικής. Στις συνθήκες της τρέχουσας οικονομικής ανόδου, είναι πολύ σημαντικό να διατηρηθεί η τάση βελτίωσης των δημόσιων οικονομικών και να επιταχυνθεί ο ρυθμός δημοσιονομικής εξυγίανσης. Αυτό θα ενισχύσει την ικανότητα της ζώνης του ευρώ να προσαρμόζεται στις εξωτερικές διαταραχές και θα αυξήσει την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επενδυτών, στηρίζοντας έτσι την ανάπτυξη και την απασχόληση.

Συμπερασματικά, η ζώνη του ευρώ έχει σημειώσει όντως μεγάλη πρόοδο. Η επιτυχία του ενιαίου νομίσματος κατέδειξε ότι μια ενιαία νομισματική πολιτική μπορεί να εφαρμοστεί σε όλες τις χώρες-μέλη. Ήταν τόση η

επιτυχία της ζώνης του ευρώ ώστε αποτέλεσε το έναυσμα για συζητήσεις, που βρίσκονται ακόμη σε πρώιμο στάδιο, για τη δημιουργία περιφερειακών νομισματικών ζωνών στην Αφρική, την Ασία και τη Λατινική Αμερική. Ωστόσο, θα πρέπει να γίνουν ακόμη πολλά για να διασφαλιστεί ότι η ζώνη του ευρώ θα γίνει δυναμικότερος μοχλός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας σε διατηρήσιμη βάση. Κατά τη γνώμη μου, η εμπειρία της ζώνης του ευρώ έως σήμερα επιβεβαιώνει το γεγονός ότι σε μια νομισματική ένωση απαιτείται περισσότερη ευελιξία στις αγορές συντελεστών παραγωγής και προϊόντων και εντονότερος ανταγωνισμός από ό,τι σε ανεξάρτητες νομισματικές περιοχές. Η ευελιξία των αγορών και η τήρηση αυστηρών δημοσιονομικών κανόνων δεν αποτελούν πολυτέλεια για τα μέλη μιας νομισματικής ένωσης, αλλά αναγκαιότητα για την επιτυχή λειτουργία της ένωσης, καθώς παρέχουν τους μηχανισμούς προσαρμογής τους οποίους δεν μπορεί να προσφέρει μια ενιαία νομισματική πολιτική.

## Βιβλιογραφία

- Baldwin, R. E. 2006. "The Euro's Trade Effect", ECB Working Paper No. 594.
- De Grauwe, P. and F. P. Mongelli. 2005. "Endogeneities of Optimum Currency Areas: what brings countries sharing a single currency closer together?", ECB Working Paper No. 468.
- Rose, A. and T. D. Stanley. 2005. "A meta-analysis of the effect of a common currency on international trade", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 19.



---

## II.4 Ενιαία νομισματική πολιτική και βέλτιστες νομισματικές περιοχές: διδάγματα από την εμπειρία της ζώνης του ευρώ

Η ΥΙΟΘΕΤΗΣΗ του ευρώ από 11 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 1999 ήταν ένα αξιοσημείωτο επίτευγμα. Αποτελεί την κορύφωση μιας διαδικασίας ενοποίησης και σύγκλισης που είχε ξεκινήσει περίπου 50 χρόνια νωρίτερα. Η δημιουργία του ευρώ θα μπορούσε να εκληφθεί ως η απόληξη αυτής της διαδικασίας, όπου η Ευρώπη τελικά επιτυγχάνει πλήρη οικονομική και νομισματική ενοποίηση. Ωστόσο, η θεώρηση αυτή θα ήταν – στην καλύτερη περίπτωση – ατελής. Παρότι η εισαγωγή του ευρώ σήμανε την κορύφωση μιας μακράς διαδικασίας, σηματοδότησε επίσης την έναρξη μιας άλλης. Ειδικότερα, δημιούργησε νέες προκλήσεις για την οικονομική πολιτική. Κυρίως σ' αυτές τις προκλήσεις θα αναφερθώ στη συνέχεια.

Αφετηρία για να αναλυθούν τα οφέλη και το κόστος μιας νομισματικής ένωσης είναι η θεωρία των βέλτιστων νομισματικών περιοχών, που πρωτοδιατυπώθηκε από τον Robert Mundell στις αρχές της δεκαετίας του '60 και αποτέλεσε σημαντικό λόγο για να του απονεμηθεί το Βραβείο Νόμπελ στα Οικονομικά. Η βιβλιογραφία περί βέλτιστων νομισματικών περιοχών εντοπίζει το κόστος από τη συμμετοχή μιας χώρας σε μια νομισματική ένωση κυρίως στην απώλεια της δυνατότητας της χώρας αυτής να ασκεί ανεξάρτητη νομισματική πολιτική και να μεταβάλλει την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματός της προκειμένου να μετριάξει τις επιπτώσεις ασύμμετρων διαταραχών. Η θεωρία εντοπίζει επίσης τα χαρακτηριστικά που είναι επιθυμητό να έχουν τα υποψήφια μέλη μιας ενιαίας νομισματικής περιοχής προκειμένου να ελαχιστοποιούν το εν λόγω κόστος. Τα χαρακτηριστικά αυτά μερικές φορές αντιμετωπίζονται ως προϋποθέσεις βάσει των οποίων κρίνεται κατά πόσον μια χώρα θα πρέπει να ενταχθεί σε μια νομισματική ένωση.

Η άποψή μου είναι ότι αυτός ο παραδοσιακός τρόπος σκέψης όσον αφορά την αξιολόγηση των προϋποθέσεων μιας βέλτιστης νομισματικής

περιοχής είναι ατελής. Υπέρ αυτής της άποψης συνηγορούν τα ακόλουθα δύο επιχειρήματα:

- Πρώτον, η παραδοσιακή προσέγγιση θα πρέπει να τροποποιηθεί ώστε να λαμβάνει υπόψη τις σύγχρονες εξελίξεις στη νομισματική θεωρία και πολιτική. Σε έναν κόσμο όπου η νομισματική πολιτική αποτελεί το προσφορότερο μέσο για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, η απώλεια της ανεξαρτησίας της νομισματικής πολιτικής ενδέχεται να μη συνεπάγεται ιδιαίτερο κόστος. Μάλιστα, για μια μικρή ανοικτή οικονομία, όπως η ελληνική, μπορεί τελικά να αποφέρει καθαρά οφέλη.

- Δεύτερον, το να εκλαμβάνονται τα χαρακτηριστικά της βέλτιστης νομισματικής περιοχής ως προϋποθέσεις για την εξασφάλιση της επιτυχίας της συμμετοχής μιας χώρας σε μια νομισματική ένωση μπορεί να είναι παραπλανητικό. Ειδικότερα, αν αυτά τα χαρακτηριστικά θεωρηθούν ως προϋποθέσεις ή κριτήρια, παραβλέπεται το γεγονός ότι μπορεί να είναι και τα ίδια ενδογενή. Πιστεύω ότι αυτή καθ' εαυτήν η ίδρυση μιας νομισματικής ένωσης μπορεί να δημιουργήσει συνθήκες ευνοϊκές για την εύρυθμη λειτουργία της ένωσης.

### **Η παραχώρηση της αρμοδιότητας άσκησης της νομισματικής πολιτικής στην ΕΚΤ**

Πρώτα θα ασχοληθώ με το ζήτημα της απώλειας της ανεξαρτησίας της νομισματικής πολιτικής. Η σύγχρονη νομισματική θεωρία υπογραμμίζει το ρόλο που παίζει η νομισματική πολιτική στην εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. Λειτουργώντας καθ' αυτό τον τρόπο, η νομισματική πολιτική είναι το προσφορότερο μέσο για την εξασφάλιση ενός σταθερού περιβάλλοντος, το οποίο είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την οικονομική ανάπτυξη. Αυτή η αντίληψη έρχεται σε έντονη αντίθεση με την άποψη ότι η νομισματική πολιτική μπορεί να χρησιμοποιείται για την εξομάλυνση βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων στην οικονομία.

Το θεωρητικό υπόβαθρο της έμφασης που δίνεται στη σταθερότητα των τιμών ανάγεται στην κριτική που άσκησαν στα τέλη της δεκαετίας του '60 οι Milton Friedman και Edmund Phelps στην "καμπύλη του Phillips". Η καμπύλη του Phillips εξέφρασε την ιδέα μιας αρνητικής σχέσης (trade-off) μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας. Σύμφωνα με τη θεωρητική σύλληψη των Friedman και Phelps, που συνετέλεσε ώστε να λάβουν και αυτοί οι οικονομολόγοι το Βραβείο Νόμπελ, η εν λόγω αρνητική σχέση είναι — στην καλύτερη περίπτωση — προσωρινή. Έτσι, εάν οι αρχές επέμεναν να προσπαθούν να μειώσουν την ανεργία αφήνοντας τον πληθωρισμό να

αυξάνεται, τελικά αυτό θα οδηγούσε σε συνεχή άνοδο του πληθωρισμού, ενώ η ανεργία θα επέστρεφε στο “φυσικό” ποσοστό της. Αν και η υπόθεση των Friedman και Phelps έγινε ευρέως γνωστή στον ακαδημαϊκό χώρο τη δεκαετία του '70, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής άρνησαν να αντιληφθούν τη σπουδαιότητά της. Έτσι, τη δεκαετία του '70, και σε μερικές περιπτώσεις και του '80, η υπόθεση των Friedman και Phelps δοκιμάστηκε σε πραγματικές συνθήκες. Όπως τώρα γνωρίζουμε, όσες κεντρικές τράπεζες συνέχισαν να προσπαθούν να συγκρατήσουν το ποσοστό της ανεργίας, κατέληξαν να αντιμετωπίζουν ταυτόχρονα και υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού και υψηλά ποσοστά ανεργίας. Αυτό αποτέλεσε έκτοτε ένα μάθημα για τις κεντρικές τράπεζες.

Αξιοποιώντας τη θεωρητική σύλληψη των Friedman και Phelps, οι Finn Kydland και Ed Prescott έδειξαν ότι μια κεντρική τράπεζα που ασκεί πολιτική κατά τη διακριτική της ευχέρεια (και όχι βάσει κανόνων) έχει ένα κίνητρο να υπόσχεται χαμηλό πληθωρισμό, αλλά στη συνέχεια να ασκεί επεκτατική νομοσυντακτική πολιτική που οδηγεί σε υψηλότερο πληθωρισμό χωρίς να μειώνει το επίπεδο της ανεργίας. Με τη συνεισφορά τους – που συνετέλεσε ώστε να απονεμηθεί και σ' αυτούς το Βραβείο Νόμπελ το 2004 – οι Kydland και Prescott έδειξαν ότι, για να είναι αξιόπιστες, οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να επιδεικνύουν απόλυτη δέσμευση στην επιδίωξη χαμηλού πληθωρισμού. Στο πλαίσιο της θεώρησης των Kydland και Prescott, αυτή η απόλυτη δέσμευση καθιστά αναγκαία την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών από πολιτικές πιέσεις για άσκηση πληθωριστικής νομοσυντακτικής πολιτικής. Διαφορετικά, από τη στιγμή που θα παγωθούν οι προδοκίες για τον πληθωρισμό, ενδέχεται να είναι πολύ δύσκολο να μειωθούν, αφού το κόστος (σε όρους υψηλότερης ανεργίας) για να επιτευχθεί κάτι τέτοιο μπορεί να είναι σημαντικό. Και πάλι, όλες εκείνες οι χώρες που άσκησαν επεκτατικές νομοσυντακτικές πολιτικές τις δεκαετίες του '70 και του '80 έδωσαν τη δυνατότητα να δοκιμαστεί και αυτή η υπόθεση σε πραγματικές συνθήκες.

Αυτές οι νέες θεωρητικές συλλήψεις, καθώς και η περαιτέρω ανάπτυξή τους στη συνέχεια, στηρίζαν την ευρέως επικρατούσα σήμερα άποψη ότι οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να διαθέτουν ανεξαρτησία από την πολιτική διαδικασία και να έχουν ως εντολή την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Αυτός είναι ο τρόπος με τον οποίο οι νομοσυντακτικές αρχές μπορούν να συνεισφέρουν τα μέγιστα στη διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη και στη δημιουργία θέσεων εργασίας.

Η στρατηγική της ΕΚΤ για τη νομοσυντακτική πολιτική μπορεί να γίνει αντιληπτή υπ' αυτό το πρίσμα. Αναλύεται σε τρία βασικά στοιχεία. Το πρώτο είναι η επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών, την οποία η ΕΚΤ ορίζει ως

ετήσια αύξηση των τιμών καταναλωτή στη ζώνη του ευρώ “κάτω, αλλά πλησίον του 2%”. Το “πλησίον” προστέθηκε το 2003 για να αφήσει ένα περιθώριο ασφαλείας πάνω από το μηδενικό πληθωρισμό, προς αποφυγήν τυχόν κινδύνων μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών. Η σταθερότητα των τιμών αποτελεί μεσοπρόθεσμο στόχο που αντανακλά τη μεγάλη χρονική υστέρηση στη μετάδοση των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής.

Δεύτερον, οι “δύο πυλώνες” της οικονομικής και της νομισματικής ανάλυσης έχουν διαμορφωθεί έτσι ώστε να μπορεί η ΕΚΤ να επιτυγχάνει το σκοπό της.

- Στο πλαίσιο της *οικονομικής ανάλυσης* αξιολογούνται οι τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις από τη σκοπιά της αλληλεπίδρασης μεταξύ προσφοράς και ζήτησης στις αγορές προϊόντων και συντελεστών παραγωγής. Αυτό παρέχει βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες ενδείξεις για τον πληθωρισμό.

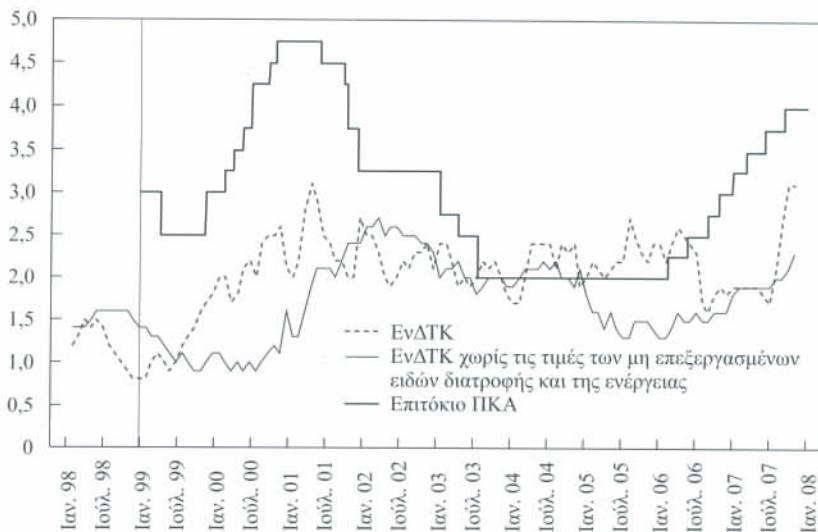
- Για να γίνει διασταύρωση με την οικονομική ανάλυση, η *νομισματική ανάλυση* επικεντρώνεται στις νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις, καθώς λαμβάνει υπόψη την εμπειρική έρευνα η οποία υποδηλώνει ότι η νομισματική επέκταση και ο πληθωρισμός τείνουν να σχετίζονται μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Το τρίτο και τελευταίο στοιχείο είναι η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ παρέχει πλήρη πολιτική ανεξαρτησία στην ΕΚΤ όσον αφορά την προσπάθειά της για επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Ωστόσο, σε μια δημοκρατική κοινωνία η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας πρέπει να αντισταθμίζεται από την υποχρέωση λογοδοσίας της, δηλαδή την υποχρέωση της κεντρικής τράπεζας να εξηγεί τις αποφάσεις της στο κοινό και τους αμετούς εκπροσώπους του (στην περίπτωση της ΕΚΤ, τα μέλη του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου). Με τη σειρά της, η υποχρέωση λογοδοσίας απαιτεί διαφάνεια όσον αφορά τόσο τις επιδιώξεις όσο και τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Για το σκοπό αυτό, οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής που λαμβάνει η ΕΚΤ εξηγούνται “σε πραγματικό χρόνο” κατά τη συνέντευξη τύπου που δίνεται αμέσως μετά από κάθε συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της για τον καθορισμό των επιτοκίων.

Την επιτυχία της νομισματικής στρατηγικής της ΕΚΤ μαρτυρούν οι επιδόσεις της. Από τη δημιουργία της ζώνης του ευρώ, ο μέσος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ διαμορφώνεται στο 2,08%, δηλαδή μόλις κατά τι υψηλότερος από το επίπεδο που υποδηλώνει σταθερότητα των τιμών σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ (βλ. Διάγραμμα Π.4.1). Επίσης, οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό έχουν παραμείνει σταθεροποιημένες κοντά στον ορισμό της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών, γεγονός που επιβεβαιώνει την αξιοπιστία της ΕΚΤ (βλ. Διάγραμμα Π.4.2), ενώ στο ίδιο διάστημα τα μακροπρόθεσμα επιτόκια κυμάνθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

**Διάγραμμα Π.4.1. Ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) και επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 1998-Ιανουάριος 2008)**

Ποσοστά %



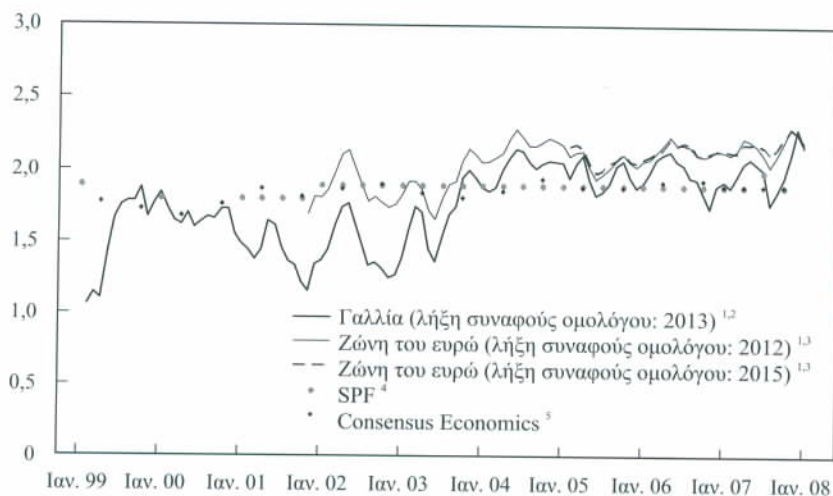
ΠΗΓΗ: ΕΚΤ.

Για χώρες με ιστορικό υψηλών ρυθμών πληθωρισμού, όπως η Ελλάδα, τα οφέλη από την ένταξη στη ζώνη του ευρώ υπήρξαν πολύ σημαντικά. Επί σειράν ετών η Ελλάδα υπέφερε από διψήφιο πληθωρισμό (βλ. Διάγραμμα Π.4.3). Η ανάπτυξη ήταν ανααιμική και η ανεργία αυξανόταν, παρότι υπήρξαν και περίοδοι σχετικά χαλαρής νομισματικής πολιτικής. Τα ονομαστικά επιτόκια ήταν υψηλά, ενίοτε αγγίζοντας σχεδόν το 30% τη δεκαετία του '80. Αντίθετα, τα χαμηλά επίπεδα ονομαστικών επιτοκίων που επικρατούσαν στη ζώνη του ευρώ, τα οποία αντανάκλασαν τα χαμηλά επίπεδα των προσδοκιών για τον πληθωρισμό, δημιούργησαν τις συνθήκες για βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος, υψηλότερες επενδύσεις και, τελικά, υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης.

Συνολικά, η απώλεια της ανεξαρτησίας της νομισματικής πολιτικής – που σύμφωνα με την παλαιότερη βιβλιογραφία περι βέλτιστων νομισματικών περιοχών είναι μία από τις δύο κύριες μορφές κόστους της ένταξης σε μια νομισματική ένωση – τελικά δεν συνιστά απαραίτητα κόστος. Η εν λόγω παλαιότερη βιβλιογραφία είχε διαμορφωθεί στο πλαίσιο των κενσιανών πολιτικών διαχείρισης της ζήτησης οι οποίες ήταν δημοφιλείς τη δεκαετία του '60. Έκτοτε όμως, τόσο η οικονομική θεωρία όσο και η εμπειρία των υψηλών ποσοστών ανεργίας σε συνδυασμό με υψηλούς ρυθμούς

**Διάγραμμα Π.4.2. Δείκτες μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 1999 - Ιανουάριος 2008)**

Μηνιαίοι μέσο όροι



ΠΗΓΗ: ΕΚΤ.

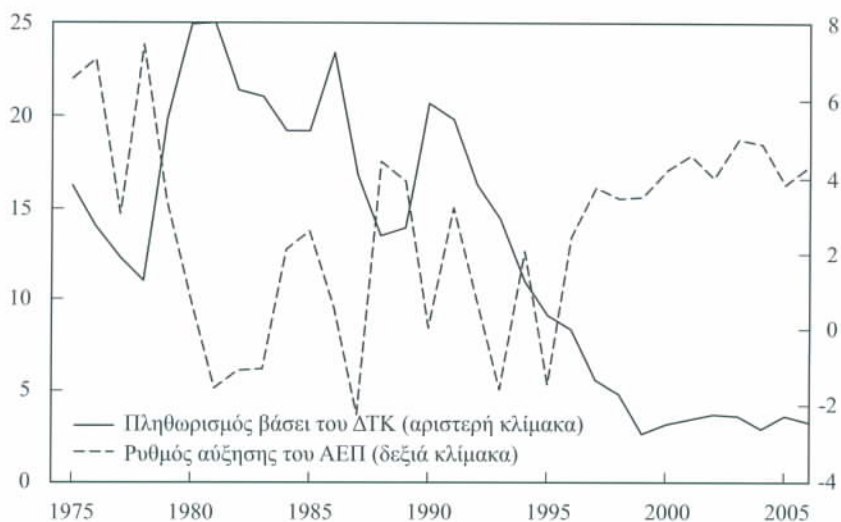
1. Ο δεκαετής ρυθμός πληθωρισμού “νεκρού σημείου” αντανακλά τη μέση τιμή των προσδοκιών για τον πληθωρισμό μέχρι τη λήξη του αντίστοιχου τιμαριθμοποιημένου ομολόγου. Υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής απόδοσης ενός τυπικού ομολόγου και της πραγματικής απόδοσης ενός τιμαριθμοποιημένου ομολόγου παρόμοιας διάρκειας, του ίδιου εκδότη.
2. Γαλλικό κρατικό ομόλογο, τιμαριθμοποιημένο με βάση τον γαλλικό ΔTK χωρίς τις τιμές του καπνού.
3. Γαλλικό κρατικό ομόλογο, τιμαριθμοποιημένο με βάση τον ΕνΔTK της ζώνης του ευρώ χωρίς τις τιμές του καπνού.
4. Έρευνα μεταξύ των επαγγελματικών φορέων διενέργειας προβλέψεων (SPF) που διεξάγει η ΕΚΤ για διαφορετικές μεταβλητές σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες. Οι συμμετέχοντες είναι εμπειρογνώμονες που συνεργάζονται με ιδρύματα τα οποία εδρεύουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Αυτός ο δείκτης των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό αφορά τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του ΕνΔTK που αναμένεται να επικρατεί μετά από πέντε έτη.
5. Έρευνα μεταξύ των κυριότερων φορέων διενέργειας χρηματοοικονομικών και οικονομικών προβλέψεων, όπως δημοσιεύεται από την Consensus Economics Inc. Αυτός ο δείκτης των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό αφορά τον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού που αναμένεται να επικρατεί μετά από έξι έως δέκα έτη.

πληθωρισμού μάς δίδαξαν τη σπουδαιότητα μιας αξιόπιστης νομισματικής πολιτικής που επιδιώκει την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών.

Επιπλέον, υποστηρίξα προηγουμένως ότι για χώρες με ιστορικό υψηλών ρυθμών πληθωρισμού και πολιτικών παρεμβάσεων στη χάραξη πολιτικής, η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής μπορεί να επιτευχθεί με την ένταξη της χώρας σε μια νομισματική ένωση που διαθέτει ανεξάρτητη

**Διάγραμμα Π.4.3. Ρυθμοί ανάπτυξης και πληθωρισμού στην Ελλάδα (1975-2005)**

Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές



ΠΗΓΗ: Εθνική Στατιστική Υπηρεσία της Ελλάδος.

κεντρική τράπεζα. Ανέφερα επίσης, ωστόσο, ότι η παλαιότερη βιβλιογραφία περί βέλτιστων νομισματικών περιοχών εντόπιζε και ένα δεύτερο κόστος από την ένταξη σε μια νομισματική ένωση: την απώλεια της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως μέσου άσκησης πολιτικής. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, ακόμη και όταν η νομισματική πολιτική είναι επικεντρωμένη στη σταθερότητα των τιμών, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία θα μπορούσε να μεταβάλλεται σε περίπτωση ασύμμετρων διαταραχών προκειμένου να διευκολύνεται η προσαρμογή της οικονομίας. Πόσο σημαντική είναι λοιπόν η πολιτική της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως μέσο για την αντιμετώπιση των ασυμμετρικών μεταξύ των χωρών που συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ;

### **Ασύμμετρες διαταραχές και απώλεια της πολιτικής της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως μέσου άσκησης πολιτικής: μια επαναξιολόγηση των προϋποθέσεων για νομισματική ένωση**

Η παλαιότερη βιβλιογραφία περί βέλτιστων νομισματικών περιοχών ασχολήθηκε και με την αναζήτηση μηχανισμών που θα μπορούσαν να αντικαταστήσουν την πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας ή να αντισταθμίσουν την απουσία της. Η έρευνα αυτή οδήγησε στη διατύπωση ορισμένων κριτη-

ριών βάσει των οποίων μπορεί να αξιολογηθεί αν μια υπό δημιουργία νομισματική περιοχή είναι βέλτιστη. Στην πράξη τα κριτήρια αυτά λειτουργήσαν ως προϋποθέσεις για τη δημιουργία μιας ενιαίας νομισματικής περιοχής.

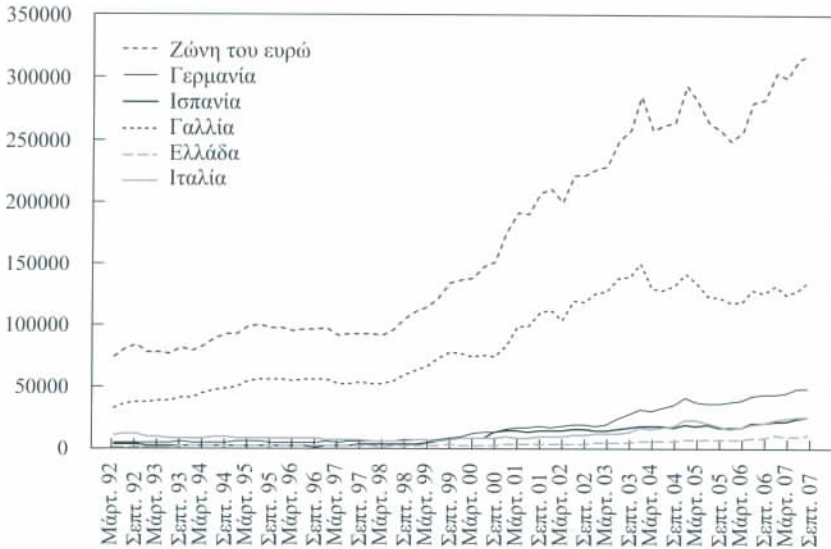
Πιστεύω ότι αυτή η παραδοσιακή θεώρηση είναι στατική, αφού υποθέτει ότι τα χαρακτηριστικά μιας χώρας είναι αμετάβλητα. Στην πραγματικότητα, η εμπειρία από τη ζώνη του ευρώ υποδηλώνει ότι αυτή καθ' εαυτή η συμμετοχή σε μια νομισματική ένωση μπορεί μόνη της να επιφέρει αλλαγές στη διάρθρωση και τις επιδόσεις της οικονομίας οι οποίες θα καταστήσουν βέλτιστη τη νομισματική περιοχή. Πολλές ακαδημαϊκές έρευνες — που βασίστηκαν στην εμπειρία από την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση — δείχνουν ότι η ίδια η ίδρυση μιας νομισματικής ένωσης μπορεί να δημιουργήσει συνθήκες ευνοϊκές για την εύρυθμη λειτουργία της, είτε μέσω ενδογενών μεταβολών στον τρόπο που λειτουργούν οι οικονομίες της ένωσης είτε μέσω των μεταβολών πολιτικής που επιφέρει η ύπαρξη της ένωσης. Επιτρέψτε μου να εξηγήσω καλύτερα αυτό το σημείο, σχολιάζοντας κάποιες από τις “προϋποθέσεις” που απαριθμεί η παλαιότερη βιβλιογραφία και εξετάζοντας την εξέλιξή τους εντός της ζώνης του ευρώ.

Το 1961 ο Mundell χαρακτήρισε την υψηλή κινητικότητα των συντελεστών παραγωγής (τόσο του κεφαλαίου όσο και της εργασίας) ως προϋπόθεση για παραίτηση μιας χώρας από τη χρήση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος. Αν και η κινητικότητα της εργασίας παραμένει σε χαμηλά επίπεδα εντός της ζώνης του ευρώ, αντανakλώντας εν μέρει γλωσσικές και πολιτιστικές διαφορές, η κινητικότητα του κεφαλαίου αυξάνεται συνεχώς, όπως μαρτυρεί η θετική επίδραση που είχε το ευρώ στις εντός της ζώνης του ευρώ ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ). Μεταξύ του 1999 και του 2006 (που είναι το έτος για το οποίο διαθέτουμε τα πιο πρόσφατα στοιχεία), το απόθεμα των ΞΑΕ της ζώνης του ευρώ υπερδιπλασιάστηκε, από περίπου 14% σε πάνω από 30% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ.

Η σημασία της κινητικότητας των κεφαλαίων επισημάνθηκε όχι μόνο από τον Mundell (1961), αλλά και από τον James Ingram, ο οποίος το 1962 υπογράμμισε το ρόλο που μπορεί να παίξει η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών στη μείωση του κόστους της νομισματικής ένωσης. Η ενίσχυση της διαδικασίας ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να συμβάλει με πολλούς τρόπους στη μείωση του εν λόγω κόστους. Πρώτον, μπορεί να καταστήσει το μηχανισμό μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής πιο παρόμοιο στις επιμέρους χώρες της ένωσης. Δεύτερον, μπορεί να βοηθήσει στη μείωση των επιπτώσεων των ασύμμετρων διαταραχών, προκαλώντας εξισορροπητικές κινήσεις στις ροές κεφαλαίων. Τέλος, μπορεί να δώσει στις χώρες-μέλη της ένωσης τη δυνατότητα να προφυλάσσονται από τις επιπτώσεις τυχόν ασύμμετρων διατα-

**Διάγραμμα Π.4.4. Διεθνή εταιρικά ομόλογα κατά χώρα έκδοσης: ανεξόφλητα υπόλοιπα (Μάρτιος 1992-Σεπτέμβριος 2007)**

Εκατ. δολ. ΗΠΑ



ΠΗΓΕΣ: Bureau of Labour Statistics των ΗΠΑ και ΕΚΤ.

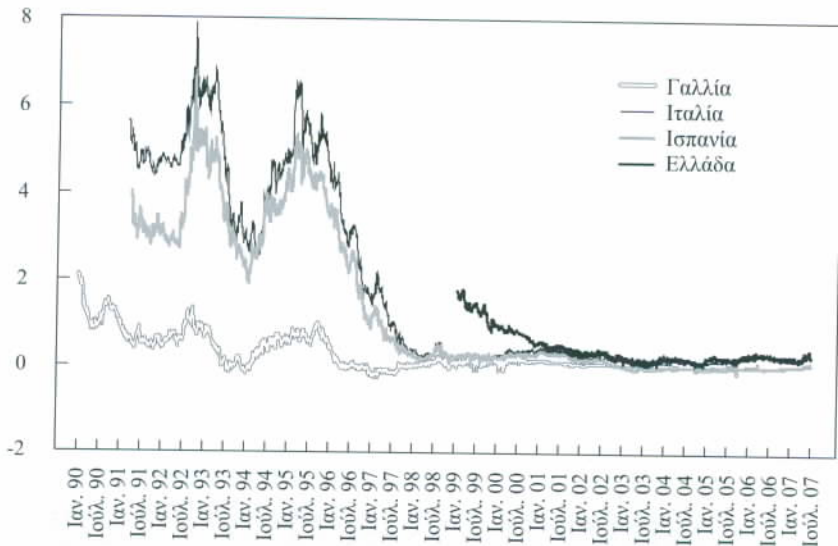
ραχών, καθώς παρέχει ευκαιρίες διαφοροποίησης των πηγών εισοδήματος. Όταν χώρες-μέλη της νομισματικής ένωσης διακρατούν απαιτήσεις έναντι άλλων χωρών της ένωσης, μετριάζεται η επίδραση στο εισόδημα από τυχόν ασύμμετρες διαταραχές.

Η εισαγωγή του ευρώ ενίσχυσε τη διαδικασία ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών της ζώνης του ευρώ. Η αγορά χρήματος είναι σχεδόν πλήρως ενοποιημένη ήδη από τη δημιουργία της νομισματικής ένωσης. Η σημαντική ανάπτυξη της αγοράς εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ επίσης δείχνει την πρόοδο της ενοποίησης και διευρύνει το φάσμα των δυνητικών επενδυτών στους οποίους έχουν πρόσβαση οι επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα Π.4.4). Οι εξελίξεις των αποδόσεων στις εθνικές αγορές ομολόγων και μετοχών εμφανίζουν μεγαλύτερη συσχέτιση από ό,τι πριν από την εισαγωγή του ευρώ (βλ. Διαγράμματα Π.4.5 και Π.4.6). Ο κύριος τομέας όπου η χρηματοπιστωτική ενοποίηση έχει καθυστερήσει είναι η λιανική τραπεζική, όπου —παρά την αύξηση των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών τα τελευταία χρόνια— η διασυννοριακή δραστηριότητα παραμένει σχετικά περιορισμένη.

Η ώθηση για περαιτέρω ενοποίηση θα συνεχιστεί, καθώς όσοι συμμετέχουν στην αγορά θα εκμεταλλεύονται όλο και περισσότερο το νέο περι-

**Διάγραμμα Π.4.5. Διαφορές απόδοσης μεταξύ ευρωπαϊκών δεκαετών κρατικών ομολόγων αναφοράς και του γερμανικού ομολόγου αναφοράς (Ιανουάριος 1990-Ιούλιος 2007)**

Ποσοστά %



ΠΗΓΗ: Datastream.

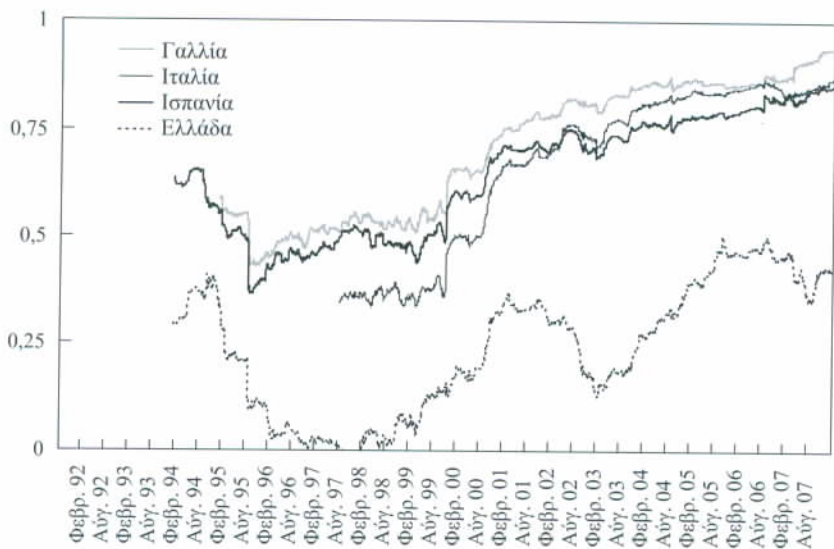
βάλλον της νομισματικής ένωσης. Επιπλέον, ορισμένες πρωτοβουλίες που υποστηρίζονται από το Ευρωσύστημα ή/και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή επίσης ενθαρρύνουν την ενοποίηση. Ένα παράδειγμα είναι το TARGET2, η νέα “πλατφόρμα” πληρωμών για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, η οποία άρχισε να λειτουργεί το Νοέμβριο του 2007. Καθώς η ενοποίηση θα προχωρεί, μπορούμε να αναμένουμε ότι οι μηχανισμοί μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ θα συνεχίσουν να συγκλίνουν, συμβάλλοντας στην εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και προσδίδοντας στη ζώνη του ευρώ όλο και περισσότερο τα χαρακτηριστικά της βέλτιστης νομισματικής περιοχής.

Το 1963 ο Ronald McKinnon προσέθεσε το κριτήριο της εξωστρέφειας. Όσο πιο ανοικτές είναι οι οικονομίες μιας νομισματικής ένωσης, τόσο λιγότερο αποτελεσματικές είναι οι μεταβολές της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας όσον αφορά τη διευκόλυνση της προσαρμογής της οικονομίας, αφού οι μεταβολές είναι πιθανότερο να επηρεάσουν τις εγχώριες τιμές και τους μισθούς, αντισταθμίζοντας την αύξηση της ανταγωνιστικότητας.

Ωστόσο, η πρόσφατη εμπειρική έρευνα υποδηλώνει ότι ένα κοινό νόμισμα – σε αντίθεση με διαφορετικά νομίσματα συνδεδεμένα μεταξύ τους με στα-

**Διάγραμμα Π.4.6.** Συσχετίσεις μεταξύ της απόδοσης του γερμανικού γενικού χρηματιστηριακού δείκτη και άλλων ευρωπαϊκών γενικών χρηματιστηριακών δεικτών (Φεβρουάριος 1992-Ιανουάριος 2008)

Κυλιόμενες εικοσιτετράμηνες περιόδοι



ΠΗΓΗ: Υπολογισμοί βάσει στοιχείων του Datastream.

θερές συναλλαγματικές ισοτιμίες — μπορεί να προαγάγει την εξωστρέφεια των οικονομιών ή την ολοκλήρωση των εμπορικών συναλλαγών.<sup>1</sup> Η βασική ιδέα στην οποία στηρίζεται αυτή η άποψη είναι ότι η ύπαρξη πληθώρας εθνικών νομισμάτων αποτελεί σημαντικό φραγμό για το εμπόριο. Εκτός του ότι εξαλείφεται το κόστος μετατροπής των νομισμάτων, η ύπαρξη ενός ενιαίου νομίσματος και μιας κοινής νομοματικής πολιτικής αποκλείει τυχόν μελλοντικές ανταγωνιστικές υποτιμήσεις και διευκολύνει τις ξένες άμεσες επενδύσεις και την οικοδόμηση μακροπρόθεσμων σχέσεων. Αυτά τα αποτελέσματα μπορούν με τη σειρά τους να προαγάγουν — πέραν όσων επιτυγχάνονται με την εξάλειψη της αβεβαιότητας όσον αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ διαφορετικών νομισμάτων — το αμοιβαίο εμπόριο, την οικονομική και χρηματοπιστωτική ενοποίηση και τη συσσώρευση γνώσεων. Η ενίσχυση της διαδικασίας ολοκλήρωσης των εμπορικών συναλλαγών μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης αυξάνοντας την αποτελεσματικότητα της κατανομής των πόρων και επιταχύνοντας τη μεταφορά γνώσεων.

1. Βλ. Rose and Stanley (2005) για μια επισκόπηση της βιβλιογραφίας περί των επιδράσεων ενός κοινού νομίσματος στην ανάπτυξη των εμπορικών συναλλαγών.

Η εμπειρία από τη ζώνη του ευρώ υποδηλώνει ότι το ευρώ έδρασε πράγματι ως καταλύτης της ολοκλήρωσης των εμπορικών συναλλαγών. Το εμπόριο αγαθών εντός της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε από 26% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 1998 σε 33% το 2006. Το αντίστοιχο εμπόριο υπηρεσιών αυξήθηκε και αυτό, ενώ πρόσφατες εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι δεν σημειώθηκε παρόμοια αύξηση των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών που δεν υιοθέτησαν το ευρώ.<sup>2</sup>

Το 1969 ο Peter Kenen έδωσε έμφαση στη “διαφοροποίηση” του προϊόντος (την παραγωγή μεγαλύτερης ποικιλίας προϊόντων), με βάση την ιδέα ότι οι χώρες των οποίων η παραγωγή παρουσιάζει μεγαλύτερη διαφοροποίηση ή μικρότερη εξειδίκευση είναι λιγότερο πιθανό να αντιμετωπίσουν ασύμμετρες διαταραχές. Πράγματι, πριν από τη δημιουργία της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης, υπήρχαν σοβαρές ανησυχίες ότι η νομισματική ένωση θα ωθούσε τις εθνικές οικονομίες σε μεγαλύτερη εξειδίκευση,<sup>3</sup> καθώς θα αυξανόταν ο βαθμός συγκέντρωσης της παραγωγής προκειμένου να αξιοποιηθούν οι οικονομίες κλίμακας και οι “οικονομίες γεωγραφικής γειτνίασης των επιχειρήσεων” (agglomeration economies). Παρότι ίσως υπάρχουν πολύ λίγες ενδείξεις ότι η έλευση της νομισματικής ένωσης ώθησε τις οικονομίες στην παραγωγή μεγαλύτερης ποικιλίας προϊόντων, δεν υπάρχουν καθόλου ενδείξεις ότι οι οικονομίες οδηγήθηκαν σε μεγαλύτερη εξειδίκευση, γεγονός που κατασιγάξει τους αρχικούς φόβους.

Μια ακόμη συμβολή στη βιβλιογραφία περί βέλτιστων νομισματικών περιοχών – και αυτή από τον Peter Kenen το 1969 – ανέδειξε τη σπουδαιότητα της δημιουργίας ενός μηχανισμού δημοσιονομικών μεταβιβάσεων σε υπερεθνικό επίπεδο ο οποίος θα συνέβαλλε στη σταθεροποίηση οικονομικών που πλήττονται από ασύμμετρες διαταραχές. Αν και η λειτουργία ενός κεντρικού δημοσιονομικού μηχανισμού στην Ευρώπη παραμένει εξαιρετικά περιορισμένη, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, με την έμφαση που δίνει στην επίτευξη ισοσκελισμένης ή πλεονασματικής δημοσιονομικής θέσης στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου, είναι σχεδιασμένο ώστε να εξασφαλίζει ότι κάθε εθνικός προϋπολογισμός θα διαθέτει την απαραίτητη ευελιξία για να αντιδρά σε αντίξοες ασύμμετρες διαταραχές.

Συνολικά, αυτή καθ’ εαυτήν η δημιουργία του ευρώ μπορεί ήδη να συμβάλει στη διαμόρφωση συνθηκών που συνεπάγονται ότι για τις χώρες της ζώνης του ευρώ η προσφυγή σε προσαρμογές της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι λιγότερο απαραίτητη από ό,τι ήταν πριν από την ένταξή τους στη ζώνη του ευρώ. Εντούτοις, θα μπορούσε κάποιος να υπο-

2. Βλ. Baldwin (2006).

3. Βλ. Krugman and Venables (1996).

στηρίζει ότι, σε κάθε περίπτωση, μια χώρα πρέπει να έχει χάσει κάτι, εφόσον δεν διαθέτει πλέον το μέσον της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η απάντησή μου σε αυτό το επιχείρημα είναι ότι η προσαρμογή της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν αποτελεί μαγική λύση. Δεν μπορούμε να περιμένουμε ότι μια οικονομία με προβλήματα ανταγωνιστικότητας — η οποία σημειώνει π.χ. ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της τάξεως του 6% του ΑΕΠ — θα υποτιμήσει την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματός της και θα γίνει στο εξής ανταγωνιστική. Τη δοκιμάσαμε αυτή την πολιτική στην Ελλάδα τη δεκαετία του '80 και καταλήξαμε με υψηλότερο πληθωρισμό, με ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που δεν μειώθηκαν και με ένα νόμισμα ευάλωτο σε κερδοσκοπικές επιθέσεις.

Από την ίδια τη φύση του, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι το αποτέλεσμα των διαχρονικών αποφάσεων του ιδιωτικού τομέα και της κυβέρνησης όσον αφορά την αποταμίευση και τις επενδύσεις. Επομένως, είναι εύλογο ότι οι μεταβολές της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν είναι δυνατόν να οδηγούν σε διατήρησιμη προσαρμογή της οικονομίας. Μια τέτοια προσαρμογή απαιτεί αλλαγές στη διάρθρωση μιας οικονομίας, και —όπως υποστήριξα— η συμμετοχή σε μια νομοσποτική ένωση μπορεί να ενθαρρύνει αυτές τις αλλαγές.

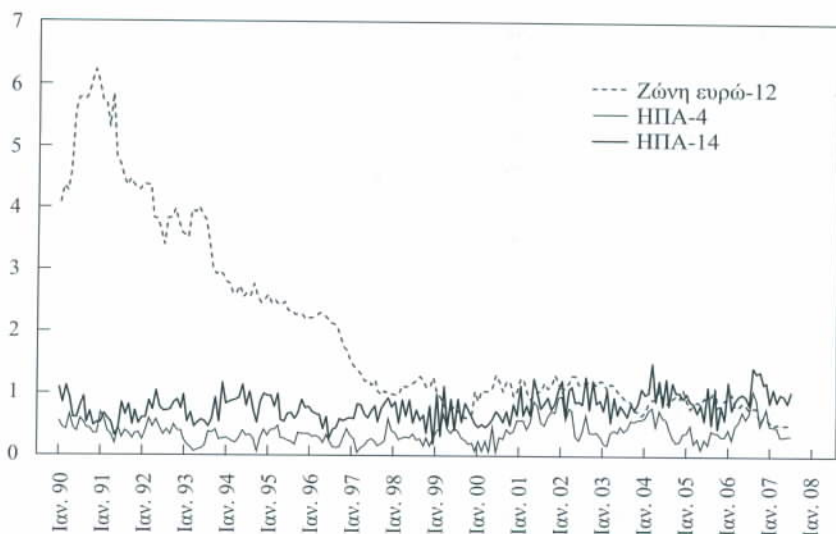
## Συμπεράσματα

Υποστήριξα ότι ο τρόπος θεωρητικής αντιμετώπισης των νομοσποτικών ενώσεων έχει εξελιχθεί σημαντικά από τότε που άρχισε να αναπτύσσεται η θεωρία για τις βέλτιστες νομοσποτικές περιοχές. Η εξέλιξη της σύγχρονης μακροοικονομικής θεωρίας έχει αναδιαμορφώσει τους στόχους της νομοσποτικής πολιτικής. Η έμφαση που δίνεται στις ημέρες μας στη σταθερότητα των τιμών και τη δημιουργία των συνθηκών που είναι απαραίτητες για τη στήριξη της ανάπτυξης και της απασχόλησης κλίνει την πλάστιγγα εις βάρος της επιχειρηματολογίας περί του κόστους της παραίτησης από μια ανεξάρτητη νομοσποτική πολιτική. Εφόσον το πλαίσιο της νομοσποτικής πολιτικής σε επίπεδο ένωσης προσφέρει σταθερότητα των τιμών, δεν υπάρχει ουσιαστική απώλεια από τη μεταφορά της νομοσποτικής πολιτικής στο επίπεδο της ένωσης.

Η επιτυχία της ζώνης του ευρώ κατέδειξε ότι μπορεί τελικά να αρμόζει ενιαία νομοσποτική πολιτική για όλες τις χώρες της ένωσης. Αναφέρω εν συντομία τρία στοιχεία τα οποία στηρίζουν αυτή την άποψη. Πρώτον, η διασπορά των ρυθμών πληθωρισμού στις χώρες της ζώνης του ευρώ (βλ. Διά-

**Διάγραμμα Π.4.7.** Διασπορά των ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού εντός της ζώνης του ευρώ (12 χώρες) και εντός των ΗΠΑ (14 μητροπολιτικές στατιστικές περιοχές και 4 γεωγραφικές περιοχές) (Ιανουάριος 1990 - Αύγουστος 2007)

Μη σταθμισμένη τυπική απόκλιση, ποσοστά %



ΠΗΓΕΣ: Bureau of Labour Statistics των ΗΠΑ και ΕΚΤ.

γραμμά Π.4.7) έχει υποχωρήσει κοντά στο 1% από το δεύτερο εξάμηνο του 1999 και μετά. Ως προς την επίδοση αυτή, η σύγκριση με μια νομισματική ένωση ανάλογου μεγέθους, τις ΗΠΑ, είναι ικανοποιητική. Δεύτερον, η μείωση της διασποράς των ρυθμών πληθωρισμού επιτεύχθηκε χωρίς να έχει ως κόστος την αύξηση της διασποράς των ρυθμών ανάπτυξης. Η διασπορά των ρυθμών ανάπτυξης (βλ. Διάγραμμα Π.3.3 στη σελ. 94) παραμένει κοντά στον ιστορικό μέσο όρο της (περίπου 2 εκατοστιαίες μονάδες) και, αν διαφαίνεται κάποια τάση, αυτή είναι καθοδική. Τέλος, φαίνεται ότι έχει αυξηθεί ο βαθμός συσχέτισης των οικονομικών κύκλων (βλ. Διάγραμμα Π.3.1 στη σελ. 90).

Μετά από σχεδόν 10 έτη νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη, τα στοιχεία υποδηλώνουν ότι η ζώνη του ευρώ ενδογενώς προσαρμόζεται ώστε να καταστεί μια βέλτιστη νομισματική περιοχή. Η εμπειρία της ζώνης του ευρώ σαφώς επιβεβαιώνει ότι τα κριτήρια που έθετε η παλαιότερη βιβλιογραφία δεν είναι απαραίτητα να ικανοποιούνται εξωγενώς πριν από τη δημιουργία της νομισματικής ένωσης. Όμως, δεν θα ήθελα να δώσω την εντύπωση ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής στη ζώνη του ευρώ μπορούν πλέον να επαναπαυθούν και να χαλαρώσουν θεωρώντας ότι έχει ήδη γίνει

ό,τι ήταν απαραίτητο να γίνει. Εξάλλου, στην αρχή της παρούσας ανάλυσης παρατήρησα ότι η υιοθέτηση του ευρώ έφερε νέες προκλήσεις για την οικονομική πολιτική. Η υιοθέτηση του ευρώ δεν ήταν ούτε η αρχή ούτε το τέλος της δημιουργίας μιας βέλτιστης νομισματικής περιοχής μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών. Η διαδικασία συνεχίζεται και χρειάζεται να γίνουν πολύ περισσότερα, ιδίως όσον αφορά τις διαρθρωτικές πολιτικές, ώστε να εξασφαλιστεί ότι η ζώνη του ευρώ θα καταστεί ακόμη δυναμικότερος παράγοντας ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας. Πιστεύω ότι η μέχρι σήμερα εμπειρία από τη ζώνη του ευρώ αναδεικνύει σαφώς το γεγονός ότι μια νομισματική ένωση απαιτεί ευελιξία και ανταγωνισμό στις αγορές συντελεστών παραγωγής και προϊόντων. Αυτά είναι τα χαρακτηριστικά που επιτρέπουν σε μια νομισματική ένωση να λειτουργεί πιο αποτελεσματικά.

### Βιβλιογραφία

- Baldwin, R. 2006. "The euro's trade effects", ECB Working Paper No. 594.
- Ingram, J. C. 1962. "Regional Payments Mechanisms: The case of Puerto Rico", Ράλεϊ, University of North Carolina Press.
- Kenen, P. 1969. "The Optimum Currency Area: an eclectic view" στο Mundell, R. and K. Swoboda (επιμ.) *Monetary Problems of the International Economy*, Σικάγο, Chicago University Press.
- Krugman, P. and A. Venables. 1996. "Integration, Specialization and Adjustment", *European Economic Review*, 40, 3-5, 959-67.
- Kydland, F. and E. Prescott. 1977. "Rules rather than Discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, 85, 473-91.
- McKinnon, R. 1963. "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 52, 717-25.
- Mundell, R. 1961. "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51, 657-65.
- Rose, A. K. and T. D. Stanley. 2005. "A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade", *Journal of Economic Surveys*, 19, 3, 347-65.



# III

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα  
και η χρηματοπιστωτική  
σταθερότητα



---

# III.1 Η πρακτική της Τράπεζας της Ελλάδος όσον αφορά την αξιολόγηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος: οι συνέπειες του νέου Συμφώνου της Βασιλείας (“Βασιλεία II”)

Η ΕΝΝΟΙΑ της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος βρίσκεται στο επίκεντρο της προσοχής, ενόψει των ποικίλων κινδύνων που αντιμετωπίζουν τα χρηματοπιστωτικά συστήματα. Η παρούσα ανάλυση έχει ως θέμα την πρακτική που ακολουθείται για την αξιολόγηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα, τα βασικά ζητήματα εφαρμογής του νέου Συμφώνου της Βασιλείας (“Βασιλεία II”) και ορισμένες συνέπειές του για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Είναι ευρέως αποδεκτό ότι στόχος της αξιολόγησης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι να ξεετάζονται οι κύριες πηγές κινδύνων και ευπάθειας που πιθανόν να επηρεάσουν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και να εκτιμάται η ικανότητά του να απορροφά τις επιπτώσεις δυσμενών διαταραχών.

Η αξιολόγηση της σταθερότητας του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος από την Τράπεζα της Ελλάδος καταλαμβάνει ειδική ενότητα της Έκθεσης για τη Νομισματική Πολιτική που υποβάλλει δύο φορές το χρόνο η Τράπεζα στη Βουλή των Ελλήνων. Επιπλέον, η ετήσια Έκθεση του Διοικητή προς τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Τράπεζας περιλαμβάνει ένα κεφάλαιο για τη σταθερότητα και την εποπτεία του ελληνικού τραπεζικού τομέα.

Παρουσίαση στο διεθνές συνέδριο “Financial Stability and Implications of Basel II” που φιλοξενήθηκε στην Κεντρική Τράπεζα της Τουρκίας (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), Κωνσταντινούπολη, 18 Μαΐου 2005.

Πριν παρουσιάσω την προσέγγιση που ακολουθεί η Τράπεζα της Ελλάδος όσον αφορά την αξιολόγηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα δώσω ορισμένα βασικά στοιχεία σχετικά με το πλαίσιο άσκησης της εποπτείας και με το χρηματοπιστωτικό τομέα στην Ελλάδα.

Ουσιαστικά υπάρχουν τρεις φορείς αρμόδιοι για την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του.

- Η Τράπεζα της Ελλάδος ασκεί το ρυθμιστικό έλεγχο και την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και ορισμένων ειδικών ιδρυμάτων, όπως οι εταιρίες παροχής πιστώσεων, χρηματοδοτικής μίσθωσης και πρακτόρευσης απαιτήσεων κ.λπ., και έχει ως αποστολή να συμβάλλει στη συνολική σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα.

- Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ασκεί το ρυθμιστικό έλεγχο των αγορών κεφαλαίων και εποπτεύει τις εταιρίες επενδύσεων και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων.

- Τέλος, η νεοσυσταθείσα Επιτροπή Εποπτείας Ιδιωτικής Ασφάλισης είναι αρμόδια για τον τομέα των ασφαλιστικών εταιριών.

Η συνεργασία μεταξύ των τριών εθνικών εποπτικών αρχών έχει καιρία σημασία για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Προς το σκοπό αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος υπέγραψε Μνημόνιο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το οποίο ρυθμίζει τις πρακτικές λεπτομέρειες της συνεργασίας. Επιπλέον, στο διοικητικό συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συμμετέχει εκπρόσωπος της Τράπεζας της Ελλάδος με την ιδιότητα του μέλους. Όταν αρχίσει η πλήρης λειτουργία του νέου εποπτικού οργάνου του ασφαλιστικού τομέα, αναμένεται ότι η συνεργασία του με την Τράπεζα της Ελλάδος θα οργανωθεί με παρόμοιο τρόπο.

Οι τράπεζες καταλαμβάνουν κυρίαρχη θέση στον ελληνικό χρηματοπιστωτικό τομέα, καθώς κατέχουν περί το 85% του συνολικού ενεργητικού του. Ο τραπεζικός τομέας χαρακτηρίζεται από σχετικά υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, καθώς οι πέντε μεγαλύτερες τράπεζες ελέγχουν το 65% του συνολικού ενεργητικού του. Το ρυθμιστικό πλαίσιο που εφαρμόζει η Τράπεζα της Ελλάδος βασίζεται πρωτίστως στις σχετικές Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίες είναι εναρμονισμένες με το πλαίσιο "Βασιλεία Ι". Στην Ελλάδα, ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο κύριος κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες. Συνολικά, η κερδοφορία και η κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών τραπεζικών ομίλων είναι ικανοποιητική. Σε ενοποιημένη βάση, η προ φόρων αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και του ενεργητικού ήταν αντίστοιχα 16,1% και 1% το 2004, ενώ ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας διαμορφώθηκε στο 12,8% στο τέλος του 2004.

Στη συνέχεια θα επικεντρωθώ στον τραπεζικό τομέα, με δεδομένη την κυριαρχία του στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Κατ' αρχάς, θα παρουσιάσω την προσέγγιση που ακολουθεί η Τράπεζα της Ελλάδος όσον αφορά την αξιολόγηση της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα. Αφενός, η προσέγγιση αυτή περιλαμβάνει αξιολόγηση πληροφοριών που παρέχονται από ορισμένους δείκτες σχετικά με τα χαρακτηριστικά κινδύνου των τραπεζών και την οικονομική κατάσταση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, καθώς και αξιολόγηση της εξέλιξης των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών και των αγορών από τη σκοπιά της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Αφετέρου, η Τράπεζα της Ελλάδος προσπαθεί να εκτιμήσει την ικανότητα του τραπεζικού τομέα να απορροφά ενδεχόμενες αρνητικές διαταραχές. Προς το σκοπό αυτό, χρησιμοποιεί στοιχεία για την κερδοφορία και την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και λαμβάνει υπόψη τα αποτελέσματα προσομοιώσεων καταστάσεων κρίσης (stress tests).

Για τον υπολογισμό των κύριων δεικτών πιστωτικού κινδύνου, η Τράπεζα της Ελλάδος χρησιμοποιεί τις πληροφορίες που περιέχονται στις εκθέσεις που υποβάλλουν οι τράπεζες στην Τράπεζα της Ελλάδος για εποπτικούς σκοπούς και αφορούν τα δάνεια σε καθυστέρηση, τις προβλέψεις, τη συγκέντρωση κινδύνων και τις μεταβολές διαβαθμίσεων των πιστούχων. Παράλληλα με τους δείκτες που υπολογίζονται βάσει αυτής της πηγής πληροφοριών, τα στοιχεία για το χρέος, το εισόδημα και την κερδοφορία που προέρχονται από έρευνες για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την ικανότητα των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων να εξυπηρετούν το χρέος τους.

Τα στοιχεία των περιοδικών εκθέσεων που υποβάλλουν οι τράπεζες για εποπτικούς σκοπούς παρέχουν επίσης πληροφορίες σχετικά με τον κίνδυνο αγοράς και τον κίνδυνο ρευστότητας. Κατά την αξιολόγηση των πληροφοριών που παρέχουν όλοι αυτοί οι δείκτες, η Τράπεζα της Ελλάδος επίσης λαμβάνει υπόψη τις αντίστοιχες μέσες τιμές αυτών των δεικτών στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ, όπου είναι διαθέσιμες.

Όσον αφορά τις εξελίξεις στις μακροοικονομικές μεταβλητές και στις αγορές που ενδέχεται να επηρεάσουν τη σταθερότητα του τραπεζικού τομέα, η Τράπεζα της Ελλάδος επικεντρώνεται στις εξελίξεις όσον αφορά το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, τα επιτόκια και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, καθώς και τις εξελίξεις στη χρηματιστηριακή αγορά και την αγορά ακινήτων. Η άμεση επίδραση που μπορεί να έχουν στην οικονομική κατάσταση του τραπεζικού τομέα τυχόν δυσμενείς εξελίξεις στα επιτόκια, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις τιμές των μετοχών και των ακινήτων μπορεί να ποσοτικοποιηθεί με τη χρήση στοιχείων για το βαθμό έκθεσης των τραπεζών σε κάθε έναν από αυτούς τους παράγοντες κινδύνου. Τυχόν δυσμενείς εξελίξεις όσον αφορά την άνοδο του ΑΕΠ και οι προαναφερθέντες παράγοντες κινδύνου μπορούν

να επηρεάσουν και έμμεσα τις τράπεζες, κυρίως μέσω της αύξησης του πιστωτικού κινδύνου που προέρχεται από την επίπτωση αυτών των εξελίξεων στην οικονομική κατάσταση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και, ως εκ τούτου, στην ικανότητά τους να εξυπηρετούν το χρέος τους. Επί του παρόντος, η Τράπεζα της Ελλάδος προβαίνει μόνο σε γενική ποιοτική αξιολόγηση αυτής της έμμεσης επίδρασης στις δημοσιευόμενες αναλύσεις της για τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος.

Προκειμένου να αξιολογήσει την ικανότητα του τραπεζικού τομέα να απορροφά τις επιπτώσεις δυσμενών διαταραχών, η Τράπεζα της Ελλάδος επικεντρώνεται σε ορισμένες εξελίξεις όσον αφορά την οικονομική κατάσταση των τραπεζών και αξιοποιεί τα αποτελέσματα προσομοιώσεων καταστάσεων κρίσης. Κατά τις προσομοιώσεις αυτές, η Τράπεζα της Ελλάδος ζητά από τις τράπεζες να ποσοτικοποιήσουν την επίδραση που θα είχαν στα ίδια κεφάλαια και τους λόγους κεφαλαιακής επάρκειάς τους συγκεκριμένα σενάρια δυσμενών μεταβολών στις τιμές ορισμένων βασικών παραγόντων κινδύνου. Οι παράγοντες κινδύνου που εξετάζονται είναι η πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων (probability of default), η ζημία σε περίπτωση αθέτησης (loss given default), τα επιτόκια, οι τιμές των μετοχών και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες. Επιπλέον, η Τράπεζα της Ελλάδος την περίοδο αυτή καταρτίζει ένα μακροοικονομικό πλαίσιο προσομοιώσεων καταστάσεων κρίσης, ιδίως για τον πιστωτικό κίνδυνο.

## **Η εφαρμογή του νέου Συμφώνου της Βασιλείας (“Βασιλεία II”)**

Το νέο Σύμφωνο της Βασιλείας (“Βασιλεία II”) εισάγει σημαντικές αλλαγές στο πλαίσιο άσκησης της εποπτείας και αποτελεί πρόκληση τόσο για τις εποπτικές αρχές όσο και για τις τράπεζες. Πριν εξετάσω ορισμένες συνέπειες του νέου πλαισίου για τη σταθερότητα του τραπεζικού τομέα, θα αναφερθώ στις προετοιμασίες για την εφαρμογή του στην Ελλάδα και τις επιλογές που αναμένεται να κάνουν οι ελληνικές τράπεζες όσον αφορά τις εναλλακτικές μεθόδους υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Η πλειονότητα των ελληνικών τραπεζών αναμένεται να υιοθετήσει την “τυποποιημένη προσέγγιση” (standardised approach) καθορισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου. Ωστόσο, ορισμένες τράπεζες, οι οποίες κατέχουν περίπου 50% του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα, αναμένεται εύλογα ότι θα υιοθετήσουν τη “θεμελιώδη προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων” (foundation IRB approach) για σημαντικό μέρος του συνολικού χαρτοφυλακίου τους. Η Τράπεζα της Ελλάδος ενθαρρύνει τις τράπεζες να επιλέξουν την προ-

σέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων, διότι αυτή επιβάλλει βελτίωση των συστημάτων μέτρησης και διαχείρισης κινδύνων. Έτσι, θα ενισχυθούν η ανταγωνιστική θέση και η ικανότητα προσαρμογής των τραπεζών στις μεταβολές του οικονομικού περιβάλλοντος.

Όσον αφορά το λειτουργικό κίνδυνο, αν και η πλειονότητα των ελληνικών τραπεζών αναμένεται να υιοθετήσει τη μέθοδο του βασικού δείκτη για τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων, οι περισσότερες μεγάλες τράπεζες σχεδιάζουν να υιοθετήσουν την τυποποιημένη μέθοδο, η οποία είναι πιο εξειδικευμένη.

Η Τράπεζα της Ελλάδος συνεργάζεται στενά με τις τράπεζες προκειμένου να τις βοηθήσει να προετοιμαστούν για την εφαρμογή των νέων κανόνων. Στο πλαίσιο αυτό, έχει ήδη εκδώσει πέντε έγγραφα διαβούλευσης, τα οποία εξετάζουν θέματα στα οποία είναι δυνατή η άσκηση εθνικής διακριτικής ευχέρειας και άλλα θέματα στα οποία είναι απαραίτητη η χορήγηση διευκρινίσεων και οδηγιών από την εποπτική αρχή. Έχουν ήδη αρχίσει διεξοδικές διαβουλεύσεις με κάθε τράπεζα που σχεδιάζει να χρησιμοποιήσει την προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων, με σκοπό τον εντοπισμό και την επίλυση προβλημάτων, ενώ η προετοιμασία των τραπεζών που σκοπεύουν να εφαρμόσουν την τυποποιημένη προσέγγιση θα αξιολογηθεί σε μεταγενέστερο στάδιο, έως το τέλος του 2006. Για την Τράπεζα της Ελλάδος σημαντικό είναι να αξιολογήσει όχι μόνο τις τεχνικές λεπτομέρειες των εσωτερικών συστημάτων των τραπεζών και των μεθοδολογιών που χρησιμοποιούν για την επαλήθευση των αποτελεσμάτων των συστημάτων αυτών, αλλά και να διαπιστώσει αν τα αποτελέσματα αυτά αξιοποιούνται κατά τη λήψη διοικητικών αποφάσεων σε τομείς όπως η έγκριση και τιμολόγηση δανείων, ο σχηματισμός προβλέψεων και η κατανομή των κεφαλαίων.

Στο παρόν στάδιο είναι δύσκολο να καθοριστεί η συνολική επίδραση του νέου πλαισίου στις συνολικές κεφαλαιακές απαιτήσεις του ελληνικού τραπεζικού τομέα. Η επίδραση αυτή θα εξαρτηθεί όχι μόνο από τις εναλλακτικές προσεγγίσεις που θα υιοθετήσουν οι τράπεζες, αλλά και από τη σύνθεση και την ποιότητα του ενεργητικού τους, οι οποίες επηρεάζονται από τις οικονομικές συνθήκες. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της μελέτης ποσοτικών επιπτώσεων του 2003 παρέχουν μια –έστω περιορισμένη– προκαταρκτική ένδειξη. Για τις έξι ελληνικές τράπεζες οι οποίες συμμετείχαν και χρησιμοποιούσαν τότε μόνο την τυποποιημένη προσέγγιση, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για την κάλυψη του πιστωτικού και του λειτουργικού κινδύνου αθροιστικά αυξήθηκαν κατά 7,5% σε καθαρή βάση σε σύγκριση με τις αντίστοιχες απαιτήσεις βάσει του ισχύοντος πλαισίου (αναλυτικά, οι απαιτήσεις για τον πιστωτικό κίνδυνο μειώθηκαν κατά 2,5%, ενώ οι απαιτήσεις για το λειτουργικό κίνδυνο αυξήθηκαν κατά 10%).

Ο Δεύτερος Πυλώνας του νέου πλαισίου, ο οποίος αφορά την εποπτική αξιολόγηση, απαιτεί από μεν τις εποπτικές αρχές να ασκούν εποπτεία με βάση τους κινδύνους, από δε τις τράπεζες να διαθέτουν αναλυτικά συστήματα και πολιτικές για τον καθορισμό, την τήρηση και την κατανομή των κεφαλαίων τους ανάλογα με τα χαρακτηριστικά κινδύνου τους. Η απαίτηση αυτή αυξάνει την πίεση τόσο στο διαθέσιμο εποπτικό δυναμικό όσο και στις τράπεζες.

Στην Ελλάδα, η εποπτεία κατά παράδοση επικεντρώνεται περισσότερο στον έλεγχο της ακριβείας των περιοδικών καταστάσεων που υποβάλλουν οι τράπεζες για εποπτικούς σκοπούς, την αξιολόγηση των χαρτοφυλακίων χορηγήσεων σε μια δεδομένη χρονική στιγμή (point-in-time evaluation) και τον τεχνικό υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου αγοράς. Τα τελευταία χρόνια, όμως, δίνεται ολοένα μεγαλύτερη έμφαση στην αξιολόγηση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων, λαμβανομένων υπόψη των χαρακτηριστικών κινδύνου κάθε τράπεζας. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος έκρινε αναγκαίο να επιβάλει σε ορισμένες τράπεζες ελάχιστο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας που υπερβαίνει το προβλεπόμενο ελάχιστο όριο (8%). Προκειμένου να αυξήσει την ικανότητά της για άσκηση εποπτείας βάσει των κινδύνων, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει προβεί σε ενέργειες για την αναβάθμιση των δεξιοτήτων του προσωπικού της Διεύθυνσης Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος μέσω ειδικών προγραμμάτων επιμόρφωσης και έχει προσλάβει προσωπικό με ειδικές γνώσεις στον τομέα της ποσοτικής ανάλυσης κινδύνων. Επίσης, οι τράπεζες έχουν ενισχύσει τις μονάδες διαχείρισης κινδύνων. Όμως, για να εφαρμόσουν οι τράπεζες επιτυχώς τα προβλεπόμενα στο Δεύτερο Πυλώνα, χρειάζονται και άλλες προσπάθειες.

Ο Τρίτος Πυλώνας ενισχύει την πειθαρχία της αγοράς, καθώς απαιτεί από τα πιστωτικά ιδρύματα να γνωστοποιούν πληροφορίες σχετικά με τους κινδύνους που αναλαμβάνουν και δίνει στην αγορά τη δυνατότητα να ανταμείβει τα πιστωτικά ιδρύματα που χαρακτηρίζονται από καλή διοίκηση και ισχυρή κεφαλαιακή βάση.

Ας αναφερθώ τώρα σε μερικές συνέπειες του νέου πλαισίου για τη σταθερότητα του τραπεζικού τομέα.

Για να εφαρμόσουν με επιτυχία το νέο πλαίσιο, οι ελληνικές τράπεζες θα πρέπει να βελτιώσουν περαιτέρω τα συστήματα μέτρησης και διαχείρισης κινδύνων και να αναβαθμίσουν το σχεδιασμό καταστάσεων έκτακτης ανάγκης. Αυτό θα τους δώσει τη δυνατότητα να αντιδρούν ταχύτερα και αποτελεσματικότερα στις διαταραχές που επηρεάζουν τα χαρακτηριστικά κινδύνου τους. Επιπλέον, κατά την αξιολόγηση της σταθερότητας, η Τράπεζα της Ελλάδος θα αξιοποιεί το προϊόν των βελτιωμένων εσωτερικών

οσστημάτων των τραπεζών για να κάνει πιο έγκαιρες και ακριβείς εκτιμήσεις της συνολικής επίπτωσης των εναλλακτικών σεναρίων καταστάσεων κρίσης στα χρηματοδοτικά ανοίγματα και την κεφαλαιακή επάρκεια του τραπεζικού τομέα. Ως εκ τούτου, θα είναι σε θέση να αξιολογεί καλύτερα τη συνολική ανθεκτικότητα του τομέα.

Έχει υποστηριχθεί ότι το νέο πλαίσιο πιθανόν να έχει επιδράσεις που συμβαδίζουν με τον οικονομικό κύκλο (pro-cyclical). Σύμφωνα με τη συλλογιστική αυτή, όσον αφορά τις τράπεζες που χρησιμοποιούν την προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου θα αυξάνονται στις καθοδικές φάσεις του οικονομικού κύκλου λόγω της επιδείνωσης της ποιότητας του χαρτοφυλακίου χορηγήσεων και, αντιστρόφως, θα μειώνονται στις ανοδικές φάσεις. Ως εκ τούτου, η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών θα επιδεινώνεται σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας λόγω της δυσκολίας για άντληση νέων κεφαλαίων. Συνεπώς, οι τράπεζες θα πιέζονται να μειώσουν τις χορηγήσεις τους σε περιόδους ύφεσης, ενώ σε φάσεις ανόδου της οικονομίας θα τείνουν να τις επεκτείνουν υπέρμετρα. Πρέπει να λαμβάνεται υπόψη, όμως, ότι οι τραπεζικές χορηγήσεις ούτως ή άλλως μάλλον συμβαδίζουν σε κάποιο βαθμό με τον οικονομικό κύκλο, ανεξαρτήτως εποπτικού πλαισίου. Επιπλέον, η πρόσθετη επίδραση από την εφαρμογή της προσέγγισης εσωτερικών διαβαθμίσεων είναι δυνατόν να μετριαστεί. Στο πλαίσιο του Δεύτερου Πυλώνα, οι εποπτικές αρχές πρέπει να απαιτούν από τις τράπεζες, υπό κανονικές συνθήκες, να διαθέτουν κεφάλαια που θα υπερβαίνουν άνετα τις ελάχιστες απαιτήσεις και θα δημιουργούν ένα περιθώριο ασφαλείας, καθώς και να διεξάγουν αυστηρές προσομοιώσεις καταστάσεων κρίσης για να αξιολογούν το περιθώριο ασφαλείας που παρέχουν τα κεφάλαιά τους.

Εξάλλου είναι σκόπιμο να ενθαρρυνθούν οι τράπεζες να υιοθετήσουν μια προσέγγιση περισσότερο στραμμένη προς το μέλλον που θα καλύπτει όλες τις φάσεις του οικονομικού κύκλου (through-the-cycle approach) όσον αφορά την αξιολόγηση της ποιότητας των χορηγήσεών τους και την πολιτική σχηματισμού προβλέψεων. Επί του παρόντος, ακόμη και οι πιο εξελεγμένες ελληνικές τράπεζες τείνουν να κάνουν αξιολογήσεις μόνο σε δεδομένη χρονική στιγμή προκειμένου να καθορίσουν τις τιμές των βασικών παραμέτρων του πιστωτικού κινδύνου.

Στο έγγραφο διαβούλευσης που αφορά τις ελάχιστες απαιτήσεις για τα συστήματα εσωτερικών διαβαθμίσεων, η Τράπεζα της Ελλάδος ανακοίνωσε ότι, αν και θα δεχθεί συστήματα αξιολόγησης δεδομένης χρονικής στιγμής (point-in-time evaluation), εντούτοις ενθαρρύνει τις τράπεζες να ενσωματώνουν τις επιδράσεις του οικονομικού κύκλου στις αξιολογήσεις τους.

Στις διάφορες φάσεις της διαβούλευσης πριν από την οριστικοποίηση του νέου πλαισίου “Βασιλεία II” εκφράστηκαν ανησυχίες και σχετικά με τις συνέπειές του για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Υποστηρίχθηκε ότι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις χορηγήσεις προς αυτές τις επιχειρήσεις, ιδίως βάσει της προσέγγισης εσωτερικών διαβαθμίσεων, θα αυξηθούν σε σύγκριση με αυτές βάσει του ισχύοντος πλαισίου, οδηγώντας σε άνοδο του κόστους χρηματοδότησης ή, πιθανόν, σε μείωση των χορηγήσεων προς αυτές τις επιχειρήσεις. Σύμφωνα με την εν λόγω άποψη, και οι δύο αυτοί παράγοντες θα επηρεάσουν αρνητικά την οικονομική κατάσταση των ΜΜΕ, γεγονός που θα έχει αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική ανάπτυξη και την απασχόληση και θα επηρεάσει δυσμενώς τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ιδίως σε χώρες όπως η Ελλάδα, όπου οι ΜΜΕ έχουν μεγάλη συμμετοχή στο συνολικό προϊόν και την απασχόληση. Πιστεύω, όμως, ότι η τελική μορφή του νέου πλαισίου περιορίζει σημαντικά αυτές τις ανησυχίες. Στην Ελλάδα, η πλειονότητα των τραπεζών θα υιοθετήσει την τυποποιημένη προσέγγιση. Μάλιστα, για το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών ανοιγμάτων τους προς ΜΜΕ, τα οποία θα χαρακτηρίζονται ως ανοίγματα λιανικής τραπεζικής, ο συντελεστής στάθμισης κινδύνου θα μειωθεί σε σύγκριση με το ισχύον πλαίσιο. Για το μεγαλύτερο μέρος των υπόλοιπων ανοιγμάτων, ο συντελεστής στάθμισης κινδύνου θα παραμείνει αμετάβλητος. Ακόμα και στην περίπτωση των τραπεζών που θα υιοθετήσουν την προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων, οι περισσότερες ΜΜΕ-δανειολήπτες αναμένεται να ωφεληθούν από τη διόρθωση του συντελεστή στάθμισης κινδύνου βάσει του μεγέθους της επιχείρησης η οποία θα ισχύει για τα ανοίγματα προς τον επιχειρηματικό τομέα ή από το γενικά χαμηλότερο συντελεστή στάθμισης κινδύνου για τα ανοίγματα λιανικής τραπεζικής.

Η αυξημένη γνωστοποίηση πληροφοριών βάσει του Τρίτου Πυλώνα αναμένεται να ενισχύσει την πειθαρχία της αγοράς, καθώς θα αυξήσει τη διαφάνεια. Το γεγονός αυτό θα έχει θετικές συνέπειες για τη σταθερότητα, στο βαθμό που οι προσδοκώμενες αντιδράσεις της αγοράς θα μειώσουν τα κίνητρα των τραπεζών για ανάληψη υπερβολικών κινδύνων. Ωστόσο, η επίδραση της πειθαρχίας της αγοράς, που ασκείται από τους καταθέτες, τους λοιπούς πιστωτές και τους μετόχους, στη συμπεριφορά των τραπεζών συχνά περιορίζεται είτε επειδή αυτοί οι ενδιαφερόμενοι δεν διαθέτουν επαρκώς ισχυρά κίνητρα είτε επειδή, σε ορισμένες περιπτώσεις, τα συμφέροντά τους δεν συμπίπτουν. Ειδικότερα, όταν υπάρχει ή θεωρείται ότι υπάρχει ένα δημόσιο “δίχτυ ασφαλείας,” είναι δυνατόν να μειώνονται τα κίνητρα άσκησης πειθαρχίας εκ μέρους των καταθετών.

Η δημοσιοποίηση περισσότερων και χρησιμότερων πληροφοριών αναμένεται να ενισχύσει το πληροφοριακό περιεχόμενο που έχουν οι τιμές

των μετοχών των εισηγμένων τραπεζών και οι διαφορές επιτοκίων μεταξύ τραπεζικών χορηγήσεων μειωμένης εξασφάλισης και κανονικών χορηγήσεων. Έτσι, θα αυξηθεί η ακρίβεια των δεικτών ευπάθειας που βασίζονται σε στοιχεία της αγοράς (όπως η απόσταση από το σημείο αθέτησης υποχρεώσεων – distance to default, ένας δείκτης που εξάγεται από τις τιμές των μετοχών των τραπεζών στη χρηματιστηριακή αγορά) και θα ενισχυθεί η δυνατότητα διενέργειας προβλέψεων βάσει των εν λόγω δεικτών. Στο σημείο αυτό μπορώ να αναφέρω ότι οι 10 τράπεζες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατέχουν πάνω από 75% του συνολικού ενεργητικού όλων των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα. Βάσει αποτελεσμάτων εμπειρικής ανάλυσης, οι μεταβολές της απόστασης από το σημείο αθέτησης, ιδίως όταν βασίζονται σε σταθμισμένες μέσες τιμές για ολόκληρο τον τραπεζικό τομέα αντί για κάθε τράπεζα χωριστά, αποτελούν ένα χρήσιμο δείκτη (με προσανατολισμό στο μέλλον) για σκοπούς αξιολόγησης της σταθερότητας. Γενικά, οι δείκτες ευπάθειας που βασίζονται σε στοιχεία της αγοράς αποτελούν χρήσιμο συμπλήρωμα των εποπτικών στοιχείων, τα οποία κατά κανόνα εξάγονται από λογιστικά στοιχεία.

Συμπερασματικά, θέλω να τονίσω την αυξανόμενη σημασία που έχει η διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο ολοένα ανταγωνιστικότερο περιβάλλον τα τελευταία χρόνια, μετά την απελευθέρωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και της κίνησης κεφαλαίων. Αυτές οι αλλαγές έχουν κάνει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα πιο ευαίσθητο στις διεθνείς ροές κεφαλαίων, οι οποίες μπορεί ενίοτε να είναι ευμετάβλητες και απρόβλεπτες. Η διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων των ελληνικών τραπεζικών ομίλων, η ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ και η ενοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, αν και αποφέρουν σημαντικά οφέλη, έχουν επίσης αυξήσει την έκθεση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος σε κινδύνους μετάδοσης κρίσεων. Ενόψει αυτών των εξελίξεων, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει εισαγάγει – και συνεχίζει να εισάγει – αλλαγές που βελτιώνουν την ποιότητα της ανάλυσης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, με σκοπό την έγκαιρη και ακριβή αξιολόγηση των κινδύνων και τη διαμόρφωση της κατάλληλης πολιτικής για την αντιμετώπισή τους, όπου χρειάζεται. Πιστεύω ότι η εφαρμογή του νέου πλαισίου “Βασιλεία II” στην Ελλάδα θα συνεπάγεται σημαντικά οφέλη λόγω της επίδρασής του στη σημασία που θα έχουν τα χαρακτηριστικά κινδύνων και τα συστήματα διαχείρισης κινδύνων των τραπεζών κατά την αξιολόγηση της κεφαλαιακής τους επάρκειας, η οποία τελικά είναι ένας βασικός προσδιοριστικός παράγοντας της ικανότητας των τραπεζών να απορροφούν τις επιπτώσεις

δυσμενών διαταραχών. Ως εκ τούτου, τόσο από τη σκοπιά της εποπτείας όσο και από τη σκοπιά της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το δύσκολο έργο της εφαρμογής του νέου πλαισίου “Βασιλεία II” στην Ελλάδα αξίζει κάθε προσπάθεια.

---

## III.2 Η ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά

ΤΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ χρόνια ήταν αισθητή η επιτάχυνση στην ανάπτυξη και την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Στην παρούσα ανάλυση θα εξετάσω τέσσερα κύρια θέματα: (α) γιατί είναι επιθυμητή η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, (β) γιατί αυτή πραγματοποιήθηκε, (γ) τις τάσεις ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών στην ΕΕ και (δ) το ρόλο της κρατικής πολιτικής στην υποστήριξη της ενοποίησης.

Γιατί είναι επιθυμητή η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών; Θεωρώ ότι η κύρια λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι να υπηρετεί τις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας, μεταξύ άλλων ενθαρρύνοντας τις παραγωγικές επενδύσεις, επιτρέποντας τη διασπορά των κινδύνων, κινητοποιώντας τους αποταμευτικούς πόρους και παρακολουθώντας τη χρήση των κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις. Για το σκοπό αυτό, η ανάπτυξη τόσο των αγορών όσο και υγιών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων διαδραματίζει βασικό ρόλο. Στο βαθμό που η αυξημένη ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών επιτρέπει την αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών και των ιδρυμάτων, θα επιφέρει μεγαλύτερα οφέλη μέσω δύο κύριων διαύλων: της αυξημένης συσσώρευσης κεφαλαίων και της υψηλότερης παραγωγικότητας του κεφαλαίου. Μέσω αυτών των δύο διαύλων, η αύξηση της αποτελεσματικότητας του ενοποιημένου χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ΕΕ θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη και σε άνοδο του βιοτικού επιπέδου των πολιτών της ΕΕ.

Στην επιτάχυνση της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ συνέβαλαν κυρίως τρεις αλληλένδετοι παράγοντες. Ο πρώτος είναι η παγκοσμιοποίηση. Η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ευρώπη αποτελεί μέρος μιας ευρύτερης παγκόσμιας εξέλιξης. Η παγκοσμιοποίηση έχει πολλές διαστάσεις – και όλες έχουν ενισχυθεί από τη μείωση του κόστους των επικοινωνιών, των μεταφορών, της επεξεργασίας δεδομένων και των συναλλαγών. Ο δεύτερος παράγοντας είναι η πρόοδος ως προς τη δημιουργία ενός κοινού κανονιστικού πλαισίου για ολόκληρη την ΕΕ ως μέρος της προσπάθειας για την ενοποίηση της εσωτερικής αγο-

ράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Η υιοθέτηση κοινής πολιτικής εκ μέρους της ΕΕ συνοδεύθηκε από απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών των κρατών-μελών, αν και, όπως θα αναλύσω στη συνέχεια, απομένει ακόμη δρόμος που πρέπει να διανυθεί.

Ο τρίτος παράγοντας είναι η υιοθέτηση του ευρώ. Πριν από τον Ιανουάριο του 1999, η υποχρέωση χρήσης πολλών εθνικών νομισμάτων αποτελούσε μεγάλο εμπόδιο για την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ένωση. Η ύπαρξη υψηλού συναλλαγματικού κινδύνου περιορίζει την ελκυστικότητα των διασυνοριακών επενδύσεων, μειώνει τα κίνητρα για την εναρμόνιση του κανονιστικού πλαισίου σε επίπεδο ΕΕ και άμβλυνη τις πιέσεις του ανταγωνισμού στις εγχώριες αγορές των κρατών-μελών.

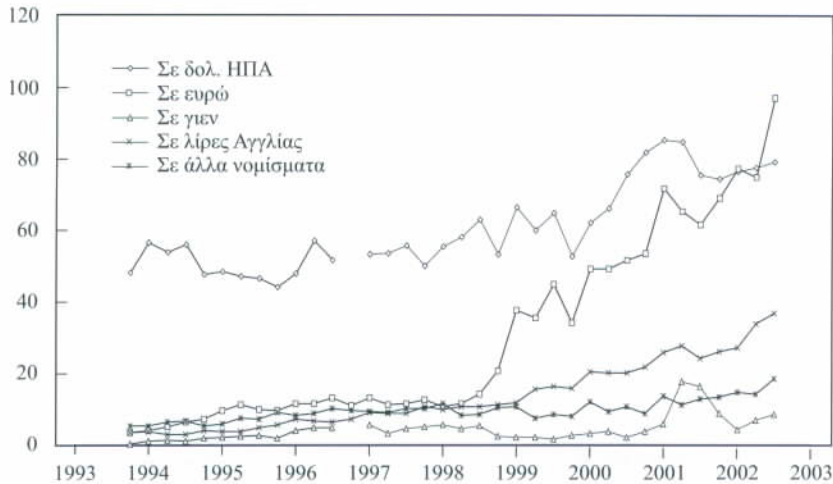
Η εισαγωγή ενός κοινού νομίσματος για δώδεκα κράτη-μέλη άλλαξε ριζικά αυτή την κατάσταση. Το ευρώ εξάλειψε το συναλλαγματικό κίνδυνο ως αιτία κατακερματισμού του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ. Ενίσχυσε επίσης τη διαφάνεια των τιμών, τονώνοντας έτσι τον ανταγωνισμό. Έτσι, η βαθύτερη ενοποίηση οδήγησε σε πιο ομοιογενείς αγορές, σε ένα κύμα συγχωνεύσεων τόσο φορέων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης όσο και χρηματιστηρίων, καθώς και στην εμφάνιση νέων καινοτομικών προϊόντων και τεχνικών.

Η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος — του ευρώ — άσκησε πιθανώς τη μεγαλύτερη επίδραση στη μη καλυπτόμενη από εξασφαλίσεις αγορά χρήματος, δηλαδή τη διατραπεζική αγορά καταθέσεων. Σήμερα υπάρχει σχεδόν πλήρης σύγκλιση των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ, με ελάχιστες ή και μηδενικές διαφορές επιτοκίων κατά την ανταλλαγή κεφαλαίων. Αυτό οφείλεται, σε σημαντικό βαθμό, στη νομισματική ένωση, καθώς όλες οι περιφερειακές αγορές χρήματος που υπήρχαν πριν από την ΟΝΕ ενώθηκαν σε μια μεγάλη αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ. Η δυνατότητα μεταφοράς κεφαλαίων σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ επέτρεψε την εμφάνιση μιας αγοράς χρήματος με βάθος, ρευστότητα και ομοιογένεια.

Ωστόσο, παρά την πρόσφατη πρόοδο, το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ΕΕ εξακολουθεί να είναι κατακερματισμένο. Οι χρηματοπιστωτικές δομές των κρατών-μελών εξελίχθηκαν διαχρονικά υπό την επίρεια συγκεκριμένων εθνικών προτιμήσεων όσον αφορά τα νομικά και τα κανονιστικά πλαίσια. Για παράδειγμα, η πρόοδος ως προς την ενοποίηση της καλυπτόμενης από εξασφαλίσεις αγοράς χρήματος — πρόκειται για την αγορά όπου το χρήμα ανταλλάσσεται έναντι παροχής εξασφαλίσεων ή έναντι συμφωνιών επαναγοράς (repos), η οποία συμπεριλαμβάνει τις αγορές έντοκων γραμματίων του Δημοσίου και πιστοποιητικών κατάθεσης — εμποδίζεται λόγω διαφορών ως προς τους εθνικούς κανόνες για την παροχή εξασφαλίσεων, το διακανονισμό και θέματα σχετικά με την αντιμετώπιση της πτώχευσης. Ωστόσο, σημειώ-

**Διάγραμμα ΠΙ.2.1. Αγορά βραχυπρόθεσμων χρεογράφων: αξία ακαθάριστων εκδόσεων εκ μέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εταιριών και του Δημοσίου των χωρών που υποβάλλουν στοιχεία στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Οκτώβριος 1993-Σεπτέμβριος 2002)**

Δισεκ. δολ. ΗΠΑ, τριμηνιαία στοιχεία



ΠΗΓΗ: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών.

θηκε μεγάλη αύξηση των ακαθάριστων εκδόσεων τίτλων σε ευρώ από τα νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τις μη νομισματικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (βλ. Διαγράμματα ΠΙ.2.1-3). Αν και τα επίπεδα των μηνιαίων εκδόσεων διαφέρουν μεταξύ των ανωτέρω ομάδων εκδοτών (αντανακλώντας τη σχετικά πρόσφατη προσφυγή των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της Ευρώπης στις αγορές βραχυπρόθεσμων χρεογράφων, ενώ οι τράπεζες χρησιμοποιούν την αγορά πιστοποιητικών κατάθεσης για να αντλούν κεφάλαια), δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η έλευση του ευρώ έχει επιφέρει αισθητή αλλαγή.

Οι αγορές ομολόγων, τόσο κρατικών όσο και εταιρικών, εξακολουθούν να είναι ακόμη λιγότερο ενοποιημένες. Στην περίπτωση των κρατικών ομολόγων, οι αποδόσεις έχουν συγκλίνει σημαντικά και οι διαφορές που απομένουν αντανακλούν είτε τον πιστωτικό κίνδυνο είτε τον κίνδυνο ρευστότητας. Συγκεκριμένα, οι μικρότερες χώρες αντιμετωπίζουν συχνά δυσκολίες στη δημιουργία αγορών με μεγαλύτερο βάθος για όλο το φάσμα διαρκειών των κρατικών χρεογράφων. Μια λύση που προτάθηκε είναι ο μεγαλύτερος συντονισμός της έκδοσης χρεογράφων. Ωστόσο, αυτή η πρόταση προκάλεσε κάποιες αντιδράσεις, μεταξύ άλλων επειδή η έκδοση κρατικών χρεογράφων σε κάθε χώρα επηρεάζεται έντονα από τα ιδιαίτερα δημοσιο-

**Διάγραμμα Π3.2.2.** Λοιποί τίτλοι της αγοράς χρήματος: αξία ακαθάριστων εκδόσεων εκ μέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εταιριών και του Δημοσίου των χωρών που υποβάλλουν στοιχεία στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Οκτώβριος 1993-Μάρτιος 2002)

Δισεκ. δολ. ΗΠΑ, τριμηνιαία στοιχεία



ΠΗΓΗ: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών.

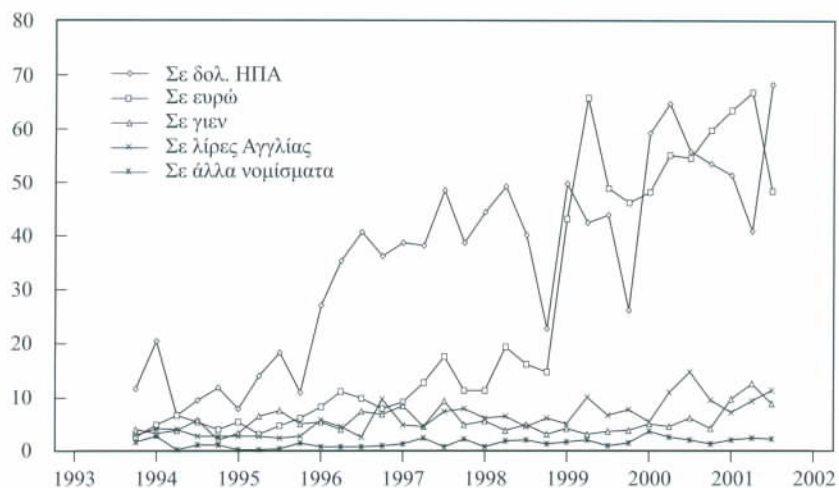
νομικά χαρακτηριστικά της. Όσον αφορά τις αγορές εταιρικών χρεογράφων, η έλλειψη ενοποίησης αντανάκλα το γεγονός ότι οι εταιρίες της ζώνης του ευρώ βασίζονταν κατά παράδοση πολύ λιγότερο από ό,τι οι αγγλοσαξονικές εταιρίες στην άντληση κεφαλαίων από τις χρηματοπιστωτικές αγορές μέσω της έκδοσης χρεογράφων. Οι φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης διαδραματίζουν πολύ σημαντικότερο ρόλο στη ζώνη του ευρώ από ό,τι στα αγγλοσαξονικά χρηματοπιστωτικά συστήματα.

Τέλος, οι αγορές μετοχικών τίτλων παραμένουν κατακερματισμένες παρά τις συγχωνεύσεις μεταξύ χρηματιστηρίων, την αυξημένη χρήση ηλεκτρονικών συναλλαγών και τη μεγαλύτερη θετική συσχέτιση μεταξύ των μεταβολών των τιμών των μετοχών στα διάφορα χρηματιστήρια. Το σημερινό απαισιόδοξο κλίμα στις αγορές μετοχών φαίνεται ότι καθυστερεί την περαιτέρω ενοποίηση μέσω της δημιουργίας ενοποιημένων δικτύων τα οποία θα μπορούσαν να διευκολύνουν τις διασυνοριακές συναλλαγές.

Η εισαγωγή του ευρώ δίνει επίσης νέα ώθηση στον ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι αγορές χονδρικής τραπεζικής έχουν ενοποιηθεί εδώ και κάποιο καιρό, αλλά οι αγορές λιανικής παραμένουν κατακερματισμένες. Οι τράπεζες τείνουν να επικεντρώνονται σε συγ-

**Διάγραμμα ΠΙ.2.3. Γραμμάτια κυμαινόμενου επιτοκίου: αξία εκδόσεων που έχουν ανακοινωθεί από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εταιρίες και το Δημόσιο των χωρών που υποβάλλουν στοιχεία στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Οκτώβριος 1993-Σεπτέμβριος 2001)**

Δισεκ. δολ. ΗΠΑ, τριμηνιαία στοιχεία



ΠΗΓΗ: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών.

χωνεύσεις στην εγχώρια αγορά, ενώ έχουν επεκταθεί διασυνοριακά υπογράφοντας συμφωνίες με τράπεζες άλλων χωρών προκειμένου να διευκολύνουν την παροχή υπηρεσιών στους, εν πολλοίς, εγχώριους πελάτες τους.

Καθώς ορισμένες χρηματοπιστωτικές αγορές της ΕΕ παραμένουν κατακερματισμένες παρά τα οφέλη της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης, επιτρέψατέ μου να αναφερθώ στις ενέργειες που είναι δυνατόν να γίνουν για τη δημιουργία μιας ενοποιημένης χρηματοπιστωτικής αγοράς στην ΕΕ. Ως προς αυτό, ποιος είναι ο ρόλος της κρατικής πολιτικής;

Κατά την άποψή μου, υπάρχουν δύο κύρια πεδία δράσης όπου η κρατική πολιτική μπορεί να συμβάλει στην αποτελεσματικότερη ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Το πρώτο σχετίζεται με την ανάγκη να αρθούν τα νομικά ή κανονιστικά εμπόδια που απομένουν. Το δεύτερο αφορά την κατάλληλη ανταπόκριση στις νέες προκλήσεις που θέτει ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Όσον αφορά την άρση των υφιστάμενων εμποδίων, η ανάγκη δράσης στον τομέα αυτό έχει αναγνωριστεί στο υψηλότερο πολιτικό επίπεδο. Σε διαδοχικές συνόδους του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου τονίστηκε ότι η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ αποτελεί υψηλή προτεραιότητα

της οικονομικής μεταρρύθμισης στην Ένωση. Αυτή η προτεραιότητα αντανακλάται σε μια συνεκτική στρατηγική πολιτικής σε επίπεδο ΕΕ και στον επείγοντα χαρακτήρα που δόθηκε στην εφαρμογή της. Το ζήτημα αντιμετωπίζεται κυρίως στο πλαίσιο του Προγράμματος Δράσης για τα Κεφάλαια Επιχειρηματικού Κινδύνου (ΠΑΚΕΚ) και του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (ΠΔΧΥ) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Το ΠΑΚΕΚ επικεντρώνεται στη βελτίωση της χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων, οι οποίες συχνά λειτουργούν σε τομείς υψηλής τεχνολογίας και υψηλού κινδύνου. Αυτές οι εταιρίες αναφέρουν συχνά ότι η έλλειψη εξωτερικής χρηματοδότησης αποτελεί σημαντικό εμπόδιο για την επέκτασή τους. Δεδομένου του δυναμισμού που οι επιχειρήσεις αυτές προσδίδουν στην οικονομία, η λήψη μέτρων για να περιοριστεί η έλλειψη χρηματοδότησης έχει κρίσιμη σημασία για να επιτευχθούν οι ευρύτεροι στόχοι των κρατών-μελών της ΕΕ, δηλαδή η αύξηση της απασχόλησης, της παραγωγικότητας και της ανάπτυξης. Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Κάρντιφ τον Ιούνιο του 1998 τονίστηκε ιδιαίτερα η σημασία των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και ζητήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να ετοιμάσει ένα πλαίσιο δράσης. Το αποτέλεσμα ήταν το Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες, δηλαδή μια δέσμη 42 πρωτοβουλιών πολιτικής με σκοπό τη βελτίωση της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ μέχρι το 2005. Στους στόχους του προγράμματος συμπεριλαμβάνεται η δημιουργία ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς χονδρικής στην ΕΕ και ανοικτών και ασφαλών αγορών λιανικής. Γενικά, η έμφαση δίνεται στην προώθηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι οποίες θεωρείται ότι υστερούν σε ανάπτυξη στην Ευρώπη. Αν και έχουν υιοθετηθεί ή οριστικοποιηθεί περισσότερες από τις μισές πρωτοβουλίες του ΠΔΧΥ, μένουν ακόμη αρκετά να γίνουν, καθώς αποδεικνύεται δυσχερής η επίτευξη συμφωνίας σε ορισμένα ζητήματα, όπως είναι π.χ. οι μέθοδοι εταιρικής διακυβέρνησης. Υπάρχει σήμερα μεγάλη ποικιλία συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, που διαφέρουν, εν μέρει, ως προς το αν είναι κυρίαρχος ο ρόλος των τραπεζών (π.χ. μέσω συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων ή στα εποπτικά και διοικητικά συμβούλιά τους) ή των αγορών (π.χ. μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων), καθώς και ως προς το βαθμό στον οποίο μπορούν να *συνυπάρχουν* αυτοί οι διαφορετικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης. Η ΕΕ επηρεάζεται από τις διαφορές αυτές. Ωστόσο, η μεγαλύτερη ανάπτυξη των αγορών καθιστά αναγκαία την εφαρμογή κανόνων ρύθμισης της συμπεριφοράς τους, π.χ. στο πεδίο των εξαγορών και των προσφορών εξαγοράς. Αυτές οι διαφορές θα πρέπει να εξαλειφθούν γρήγορα προκειμένου να υλοποιηθεί ο στόχος της εφαρμογής του ΠΔΧΥ μέχρι το τέλος του 2005 (και του ΠΑΚΕΚ μέχρι το τέλος του 2003). Στο πλαίσιο αυτό, η πρόσφατη υιοθέτηση από την

Επιτροπή μιας Οδηγίας για τα Ενημερωτικά Δελτία θα καθιερώσει ένα πραγματικά ενιαίο διαβατήριο για τους εκδότες. Επίσης, υιοθετήθηκε πρόσφατα Κανονισμός της Επιτροπής για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) στην ΕΕ, σύμφωνα με τον οποίο όλες οι εισηγμένες εταιρίες της ΕΕ θα πρέπει να καταρτίζουν τους ενοποιημένους λογαριασμούς τους σύμφωνα με τα ΔΛΠ από το 2005 και εξής.

Εκτός από τα εμπόδια σε συγκεκριμένους τομείς, υπάρχει και το γενικό ζήτημα κατά πόσον η υποδομή που απαιτείται για την ομαλή λειτουργία ενός διασυνοριακού χρηματοπιστωτικού συστήματος θα δημιουργηθεί με φυσικό τρόπο μέσω της λειτουργίας των δυνάμεων της αγοράς ή αν θα πρέπει η δημιουργία της να προαχθεί ενεργά από τις αρχές. Θεωρώ ότι οι αρχές θα πρέπει να διαδραματίσουν πιο ενεργό ρόλο προκειμένου να ενθαρρυνθεί η ανάπτυξη πανευρωπαϊκών συστημάτων διακανονισμού και συμψηφισμού, αποθετηρίων τίτλων κ.λπ. Οι δυνάμεις της αγοράς μπορεί να συναντήσουν εμπόδια λόγω της ύπαρξης ισχυρών εθνικών συμφερόντων (οι υφιστάμενοι εθνικοί οργανισμοί διαθέτουν συχνά μονοπωλιακές εξουσίες, που εμποδίζουν τις αλλαγές) ή/και διαφορών ως προς το κανονιστικό και νομικό περιβάλλον (αν ένα πανευρωπαϊκό ίδρυμα θα πρέπει να συμμορφώνεται προς πολλούς διαφορετικούς εθνικούς κανονισμούς, ανάλογα με τη φύση της συναλλαγής, τότε θα είναι μικρά τα οφέλη που θα προκύψουν από την ύπαρξη ενός τέτοιου ιδρύματος).

Η περαιτέρω ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών δεν επιφέρει μόνο οφέλη, αλλά συνεπάγεται και προκλήσεις όσον αφορά τα μέτρα που απαιτούνται για την εξασφάλιση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την προστασία των συμφερόντων των καταναλωτών και των ελενδυτών. Διάφορα μέτρα του ΠΔΧΥ αφορούν ζητήματα όπως η θέση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε διαδικασία εκκαθάρισης, η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και ο τρόπος αντιμετώπισης των χρηματοπιστωτικών ομίλων. Η ΕΕ ασχολείται από καιρό με την ενίσχυση της διασυνοριακής συνεργασίας μεταξύ των κρατών-μελών στον τομέα της εποπτείας. Οι δύο πρώτες εκθέσεις Brouwer, που δημοσιεύθηκαν το 2000 και το 2001, εξέτασαν λεπτομερώς τις εποπτικές διαδικασίες. Στη δεύτερη έκθεση τονίστηκε η ανάγκη συντονισμού της εποπτείας στους επιμέρους τομείς (τράπεζες, ασφάλειες, κινητές αξίες) ενόψει της δημιουργίας μεγάλων χρηματοπιστωτικών ομίλων. Η τρίτη έκθεση Brouwer δημοσιεύθηκε το Σεπτέμβριο του 2002 και, μεταξύ άλλων, περιείχε εισηγήσεις όσον αφορά τις διαδικασίες με τις οποίες συμφωνούνται, καταρτίζονται και υιοθετούνται οι κοινοτικοί κανονισμοί στην προσπάθεια να επιταχυνθεί η σημερινή, μάλλον δύσκαμπτη διαδικασία.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές δεν μπορούν να λειτουργήσουν διασυνοριακά με σωστό τρόπο χωρίς συντονισμένη ρύθμιση και εποπτεία των τρα-

πεζικών αγορών, των αγορών ασφαλιστικών προϊόντων και των αγορών χρεογράφων, καθώς και μεταξύ αυτών των αγορών. Το σημερινό σύνολο διαρθρώνεται ανά τομέα και περιλαμβάνει επιτροπές συζήτησης, συμβουλευτικές επιτροπές και επιτροπές με ρυθμιστικές εξουσίες. Μετά την καθιέρωση της διαδικασίας Lamfalussy για τη λήψη αποφάσεων στις αγορές χρεογράφων, η σημερινή διάρθρωση των επιτροπών εξετάστηκε λεπτομερώς. Αναφέρω σχετικά ότι η διαδικασία Lamfalussy, η οποία είχε σχεδιαστεί αρχικά για την καθιέρωση ενιαίου κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου του τομέα των χρεογράφων, θα επεκταθεί ώστε να καλύπτει και τις τράπεζες, τις ασφαλιστικές εταιρίες και τους χρηματοπιστωτικούς ομίλους. Το πλαίσιο αυτό θα οδηγήσει σε στενότερο συντονισμό των εποπτικών πρακτικών.

Συνοψίζοντας, θεωρώ ότι η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών της Ευρώπης έχει διανύσει πολύ δρόμο. Ωστόσο, η διαδικασία απέχει ακόμη πολύ από την ολοκλήρωσή της. Η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ αποτελεί ένα από τα θεμέλια της προσπάθειας για να ενισχυθεί ο δυναμισμός της ευρωπαϊκής οικονομίας. Ένα πιο αποτελεσματικό και ενοποιημένο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ΕΕ θα αυξήσει τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων και θα βελτιώσει την παραγωγικότητα του κεφαλαίου, με συνακόλουθες θετικές επιδράσεις στην αύξηση της παραγωγής και τη δημιουργία θέσεων εργασίας.<sup>1</sup>

1. Για τη σημαντική πρόοδο ως προς την ενοποίηση της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής αγοράς από τότε που έγινε η παρουσίαση έως σήμερα, βλ. ενδεικτικά: ECB, *Financial Integration in Europe*, Απρίλιος 2008, και Commission of the European Communities, *European Financial Integration Report*, Δεκέμβριος 2007.

---

## III.3 Οι κίνδυνοι για το χρηματοπιστωτικό σύστημα

ΣΤΗΝ ΕΙΣΗΓΗΣΗ μου αυτή θα αρχίσω αναλύοντας τις πηγές ενδεχόμενων διαταραχών που είναι δυνατόν να επηρεάσουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στη συνέχεια θα εξετάσω το θέμα της ικανότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος να απορροφά πιθανές διαταραχές και θα κλείσω με ορισμένες σκέψεις σχετικά με τις προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι φορείς χάραξης πολιτικής στις βιομηχανικές χώρες.

### **Πηγές ενδεχόμενων διαταραχών που είναι δυνατόν να επηρεάσουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα**

Οι εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές την τελευταία δεκαετία αποτελούν το κλειδί για την κατανόηση όχι μόνο των παραγόντων στους οποίους οφείλονται οι απροσδόκητα υψηλές επιδόσεις της παγκόσμιας οικονομίας τα τελευταία χρόνια – με κύριο χαρακτηριστικό το συνδυασμό ισχυρού ρυθμού ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού – αλλά και των παραγόντων που απειλούν να υπονομεύσουν τη συνέχιση αυτών των επιδόσεων τα επόμενα χρόνια. Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης υποστηρίχθηκαν από τη σταθερή μείωση των πραγματικών επιτοκίων σε ιστορικούς χαμηλά επίπεδα από τα μέσα της δεκαετίας του '90 και εξής. Το χαμηλό επίπεδο των πραγματικών επιτοκίων εξηγείται εν πολλοίς από την άφθονη ρευστότητα παγκοσμίως, η οποία είναι προϊόν των ασυνήθιστα μακρών περιόδων χαλαρής νομισματικής πολιτικής στις μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου. Τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη ως ποσοστό του ονομαστικού ΑΕΠ στις οικονομίες των Ομάδας G3 (ΗΠΑ, ζώνη του ευρώ και Ιαπωνία) αυξήθηκαν κατά 25-35% από το 1997 (αφού παρέμειναν σχεδόν σταθερά το πρώτο μέρος της δεκαετίας του '90), γεγονός που καταδεικνύει τη δημιουργία συνθηκών υπερβάλλουσας ρευστότητας. Στη διαμόρφωση χαμηλών επιτοκίων πιθανόν να συνέβαλαν και άλλοι παράγοντες, μεταξύ των οποίων η αύξηση της αποταμίευσης παγκοσμίως (υπόθεση της “υπεραφθονίας της αποταμίευσης”), η ενίσχυση της αξιοπιστίας των κεντρικών τραπεζών, οι καινοτο-

μίες στο χρηματοπιστωτικό τομέα και η αυξανόμενη ζήτηση ομολόγων από κεντρικές τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές (κυρίως ταμεία συντάξεων). Πάντως, ανεξάρτητα από τους λόγους στους οποίους οφείλεται η μείωση των πραγματικών επιτοκίων, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι το χαμηλό επίπεδο τους αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα όχι μόνο για τις υψηλές αναπτυξιακές επιδόσεις της παγκόσμιας οικονομίας, αλλά και για τις αυξανόμενες χρηματοοικονομικές ανισορροπίες και την εμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων. Τα χαμηλότερα επιτόκια ενθάρρυναν την αύξηση των δαπανών, όπως επιδιωκόταν από τις αρμόδιες αρχές, αλλά η αύξηση αυτή συνδέεται ολοένα περισσότερο με την προοδευτική συσσώρευση χρέους, αρχικά στον επιχειρηματικό τομέα, αλλά πλέον και στον τομέα των νοικοκυριών. Εν τω μεταξύ, η αυξανόμενη απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων ενίσχυσε το μηχανισμό μετάδοσης, ενώ οι χώρες με τις πιο εξελιγμένες χρηματοπιστωτικές αγορές – ιδίως οι ΗΠΑ – έχουν τη δυνατότητα να διατηρούν και μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Οι εξελίξεις αυτές είχαν σημαντική επίδραση στις τιμές των πραγματικών και των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, καθώς και στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, και επίσης συνέβαλαν στην πρόσφατη άνοδο του πληθωρισμού. Το γεγονός ότι ο πληθωρισμός είναι σχετικά συγκρατημένος εξηγείται από την ενίσχυση του ανταγωνισμού στις εσωτερικές αγορές, τις εισαγωγές από χώρες χαμηλού κόστους παραγωγής και την αύξηση της αξιοπιστίας των κεντρικών τραπεζών.

Καθώς οι παγκόσμιες χρηματοοικονομικές ανισορροπίες εντείνονται και υπάρχουν ενδείξεις αύξησης του πληθωρισμού, υπάρχουν βάσιμες ανησυχίες ότι η περίοδος άνθησης της οικονομίας μπορεί να μη συνεχιστεί. Μάλιστα, υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι η αναζήτηση υψηλών αποδόσεων που άρχισε το 2003 μπορεί να φθάνει στο τέλος της λόγω της σταδιακής – και ακόμη μάλλον μέτριας – ανάκαμψης των μακροπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων. Η πρόσφατη άνοδος της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η μεταστροφή των επενδύτων προς κρατικά ομόλογα μηδενικού κινδύνου στο πλαίσιο της αναζήτησης ασφαλών τοποθετήσεων υποδηλώνουν ότι πιθανώς αρχίζει μια διαδικασία επανατιμολόγησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο δανεισμός και οι δαπάνες των νοικοκυριών μπορεί να περιοριστούν σε περίπτωση ύφεσης στην αγορά κατοικιών, γεγονός που είναι ήδη εμφανές στις ΗΠΑ ως αντίδραση στις πιο περιοριστικές νομισματικές συνθήκες. Επίσης, μπορεί να υπάρξει μια περισσότερο ή λιγότερο άτακτη διόρθωση των εξωτερικών ανισορροπιών εάν οι ξένοι πιστωτές της αμερικανικής οικονομίας, συμπεριλαμβανομένων των κεντρικών τραπεζών μεγάλων χωρών της Ασίας, επαναξιολογήσουν την ελκυστικότητα των περιουσιακών στοιχείων σε δολάρια που διακρα-

τούν. Το βασικό ερώτημα, από την άποψη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι αν αυτή η διαδικασία θα εξελιχθεί ομαλά. Μόλις πριν από λίγες εβδομάδες, σε μια ενδιαφέρουσα ανάλυση που δημοσιεύεται στην Ετήσια Έκθεση της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών διατυπώθηκε η άποψη ότι μπορεί να υπάρξει είτε σφοδρή αναταραχή στις αγορές είτε παρατεταμένη περίοδος χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης είτε ίσως συνδυασμός και των δύο. Οι πρόσφατες ιστορικές εμπειρίες της Ιαπωνίας, της Γερμανίας και της Νοτιανατολικής Ασίας δείχνουν ότι μετά από μακρές περιόδους εξαιρετικών οικονομικών επιδόσεων είναι πιθανή μια περίοδος επώδυνης ύφεσης.

### **Η ικανότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος να απορροφά διαταραχές**

Οι ευνοϊκές συνθήκες που συνδέονται με τον οικονομικό κύκλο, σε συνδυασμό με σημαντικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ισχυροποίησαν σημαντικά τους φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης τα τελευταία χρόνια. Οι περισσότερες τράπεζες των μεγάλων οικονομιών – συμπεριλαμβανομένων των μεγάλων ιδρυμάτων με διεθνή δραστηριότητα – αυτή τη στιγμή χαρακτηρίζονται από ισχυρή κεφαλαιακή βάση, υψηλή κερδοφορία και καλή ποιότητα περιουσιακών στοιχείων, όπως αντανακλάται στους χαμηλούς λόγους των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο. Η ισχυρή οικονομική θέση των τραπεζών αντανακλά εν μέρει την πέρα από κάθε προσδοκία ενίσχυση της κερδοφορίας και βελτίωση των ισολογισμών των επιχειρήσεων την τελευταία τριετία λόγω των χαμηλών επιτοκίων, της σταθερής ανάκαμψης της οικονομίας και των αναδιαρθρώσεων που περιόρισαν το κόστος, καθώς οι επιχειρήσεις αντέδρασαν στην προηγούμενη υπερβολική δανειακή εξάρτηση και στις πιέσεις του ανταγωνισμού λόγω της παγκοσμιοποίησης. Ακόμα και η καθαρή θέση των νοικοκυριών φαίνεται να ενισχύθηκε σε πολλές χώρες, παρά την αύξηση του δανεισμού τους, χάρη στην άνοδο των τιμών των κατοικιών και των μετοχών. Ωστόσο, ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία τους γενικά συνέχισε να αυξάνεται σε πολλές βιομηχανικές χώρες, ιδίως στις ΗΠΑ. Εν τω μεταξύ, χάρη στην ταχεία αύξηση των μέσων μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου, η διασπορά των κινδύνων διευρύνθηκε, με αποτέλεσμα να τείνει συνολικά να αυξηθεί η ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να απορροφά ενδεχόμενες διαταραχές. Συνολικά, οι εύρωστοι ισολογισμοί του χρηματοπιστωτικού τομέα, των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών συνέβαλαν στη δημιουργία

σημαντικών περιθωρίων ασφαλείας ουσιαστικά σε όλα τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά συστήματα.

Παρ' όλα αυτά, ακόμη και αν δεν υπάρξει άτακτη διόρθωση των παγκόσμιων ανισορροπιών, οι κυκλικές εξελίξεις, όπως η άνοδος των επιτοκίων και η καμπή του πιστωτικού κύκλου, είναι πιθανό να συνεπάγονται προκλήσεις για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και ιδρύματα. Λόγω των χαμηλότερων επιτοκιακών περιθωρίων εξαιτίας της ενίσχυσης του ανταγωνισμού τα τελευταία χρόνια, οι τράπεζες στηρίζουν τα έσοδά τους στον ταχέως αυξανόμενο όγκο των χορηγήσεων, ιδίως προς τα νοικοκυριά, και στις δραστηριότητες διαπραγματεύσεως περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που μπορεί να συνεπάγεται αυξημένους κινδύνους σε καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου. Η ωρίμανση του πιστωτικού κύκλου του παγκόσμιου επιχειρηματικού τομέα μπορεί επίσης να δημιουργήσει εντάσεις στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, ιδίως στις αγορές πιστωτικών παραγώγων. Στην περίπτωση αυτή, είναι δύσκολο να προβλεφθεί ο τρόπος λειτουργίας της αγοράς πιστωτικών παραγώγων, καθώς ο τρόπος με τον οποίο η αγορά αυτή έχει διασπείρει στην πράξη τον κίνδυνο είναι σχετικά άγνωστος. Επιπλέον, η δημιουργία πιο περιοριστικών συνθηκών ρευστότητας στις οικονομίες της Ομάδας G3 μπορεί να αναδειξει αδυναμίες στην τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων μετά από μια παρατεταμένη περίοδο αναζήτησης ικανοποιητικών αποδόσεων σε περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων. Το μεγαλύτερο κίνδυνο διατρέχουν οι επενδυτές που χαρακτηρίζονται από δανειακή εξάρτηση, ιδίως τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλής μόχλευσης (hedge funds), καθώς ο μάλιστα αναφέρεται ότι οι επενδύσεις τους σε περιουσιακά στοιχεία μικρότερης ρευστότητας βρίσκονται σε άνοδο.

### **Οι προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι φορείς χάραξης πολιτικής στις βιομηχανικές χώρες**

Αναμφίβολα, η νομοματική πολιτική θα πρέπει να συνεχίσει να γίνεται όλο και λιγότερο διευκολυντική, ούτως ώστε να συγκρατηθούν οι πληθωστικές πιέσεις που άρχισαν να εκδηλώνονται, αλλά και να διορθωθούν σταδιακά οι χρηματοοικονομικές ανισορροπίες, καθώς ο μάλιστα το χαμηλό επίπεδο των πραγματικών επιτοκίων αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα για την εμφάνιση αυτών των προβλημάτων. Παράλληλα, οι μεταβολές της νομοματικής πολιτικής πρέπει να είναι σταδιακές και να διέπονται από ρεαλισμό, λόγω αφενός της αβεβαιότητας σχετικά με το μηχανισμό μετάδοσης των επιδράσεων της νομοματικής πολιτικής (όπως καταδεικνύεται από την καθυστερημένη αντίδραση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στην

εφαρμογή πιο περιοριστικής πολιτικής) και αφετέρου της ανάγκης να εξασφαλιστεί ομαλή διόρθωση των χρηματοοικονομικών ανισορροπιών, εξαιτίας των οποίων η εφαρμογή πιο περιοριστικής νομοσποιατικής πολιτικής εγκυμονεί περισσότερους κινδύνους από ό,τι θα συνέβαινε αλλιώς.

Επιπλέον, η νομοσποιατική πολιτική χρειάζεται την υποστήριξη και των άλλων πολιτικών. Η δημοσιονομική πολιτική πρέπει γενικά να γίνει πιο περιοριστική, ιδίως στις ΗΠΑ. Αυτή η μεταβολή κατεύθυνσης θα δημιουργήσει περιθώρια για ελιγμούς της δημοσιονομικής πολιτικής στο μέλλον. Πολλές βιομηχανικές χώρες εφάρμοσαν υπερβολικά χαλαρή δημοσιονομική πολιτική τη δεκαετία του '70 και στις αρχές της δεκαετίας του '80 — και στη συνέχεια δεν διόρθωσαν τα διαρθρωτικά δημοσιονομικά αποτελέσματά τους στις περιόδους άνθησης της οικονομίας — με αποτέλεσμα να υπάρχουν ελάχιστα περιθώρια για ελιγμούς της δημοσιονομικής πολιτικής σε περιόδους ύφεσης (η Ιαπωνία μπορεί να μην ήταν η πρώτη διδάξασα, αλλά βρίσκεται πλέον σ' αυτή τη θέση). Επιπλέον, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις θα πρέπει να στοχεύουν, μεταξύ άλλων, στη διευκόλυνση της μεταφοράς πόρων μεταξύ των τομέων ούτως ώστε να μειωθεί η ανάγκη μεγάλων μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών για τη διόρθωση των εξωτερικών ανισορροπιών, να περιοριστεί το οικονομικό κόστος προσαρμογής και να αμβλυθούν οι πιέσεις για μέτρα προστατευτισμού.

Βεβαίως, ενδέχεται να μην είναι δυνατόν να αποφευχθεί η αντιστροφή των κυκλικών συνθηκών ή η ανώμαλη διόρθωση των χρηματοοικονομικών ανισορροπιών. Για να προετοιμαστούν οι οικονομίες για το ενδεχόμενο αυτό, είναι σημαντικό να εξασφαλιστεί αποτελεσματική επικοινωνία μεταξύ των βασικών παραγόντων του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε εθνικό και διεθνές επίπεδο. Μέχρι στιγμής έχει σημειωθεί πρόοδος στη συζήτηση θεμάτων που αφορούν τις χώρες προέλευσης και υποδοχής επενδύσεων, αλλά δεν έχει επιτευχθεί συμφωνία για το διεθνή επιμερισμό των βαρών σε περίπτωση κρίσης, γεγονός που μπορεί να δυσχεράνει την αποτελεσματική διαχείριση κρίσεων. Η πρόσφατη αλλαγή στις διαδικασίες επιτήρησης από το ΔΝΤ, οι οποίες προσδίδουν στην επιτήρηση αυτή και περιφερειακό χαρακτήρα (πέραν του εθνικού), μπορεί να βοηθήσει στη συντονισμένη προσέγγιση του ζητήματος του διεθνούς επιμερισμού των βαρών και στην αντιμετώπιση των παγκόσμιων εξωτερικών ανισορροπιών.



---

## III.4 Το διεθνές πιστωτικό σύστημα: προκλήσεις και προοπτικές

ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ που αντιμετωπίζει το διεθνές πιστωτικό σύστημα και οι προοπτικές του είναι θέμα άμεσου ενδιαφέροντος για την ελληνική οικονομία, αφενός επειδή η παγκοσμιοποίηση, η οποία έχει προχωρήσει γρήγορα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, έχει αυξήσει την αλληλεξάρτηση των οικονομιών και αφετέρου επειδή ο ελληνικός χρηματοπιστωτικός τομέας είναι ιδιαίτερα δυναμικός και παίζει σημαντικό και διαρκώς αυξανόμενο ρόλο στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Αρχίζω επισημαίνοντας τη ραγδαία ανάπτυξη του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος τα τελευταία έτη. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα περιλαμβάνει τόσο τις τράπεζες (δηλαδή το πιστωτικό σύστημα) όσο και επιχειρήσεις ή οργανισμούς όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια (είτε δραστηριοποιούνται στην αγορά χρήματος είτε είναι επενδυτικού χαρακτήρα), οι ασφαλιστικές εταιρίες και τα ταμεία συντάξεων. Τέσσερις σημαντικές αλλαγές παρατηρούνται στο διεθνή χρηματοπιστωτικό τομέα την τελευταία 25ετία και μάλιστα προχωρούν ταχύτερα τα τελευταία χρόνια.

Πρώτον, τα παγκόσμια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (world financial assets), τα οποία περιλαμβάνουν τραπεζικές καταθέσεις, ιδιωτικά και κρατικά ομόλογα και μετοχικούς τίτλους, έχουν αυξηθεί εντυπωσιακά τόσο ως απόλυτο μέγεθος όσο και ως ποσοστό του παγκόσμιου ΑΕΠ. Η αξία των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ήταν 12 τρισεκατομμύρια δολάρια ή περίπου 100% του παγκόσμιου ΑΕΠ το 1980, 64 τρισεκ. δολάρια ή περίπου 200% του παγκόσμιου ΑΕΠ στο τέλος του 1995 και 140 τρισεκ. δολάρια ή πάνω από 300% του παγκόσμιου ΑΕΠ στο τέλος του 2005. Η εξέλιξη αυτή είναι θετική για την παγκόσμια οικονομία, καθώς συνεπάγεται “βαθύτερες” αγορές κεφαλαίων, πιο εύκολη πρόσβαση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στη χρηματοδότηση, βελτιωμένο καταμερισμό των κινδύνων και αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των παραγωγικών πόρων.

Δεύτερον, τα λεγόμενα “παράγωγα” (δηλαδή μια νέα κατηγορία σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων που βασίζονται σε ή “παράγονται”

από παραδοσιακά χρεόγραφα, μετοχικούς τίτλους, συνάλλαγμα κ.λπ.) έχουν παρουσιάσει εκπληκτική εξέλιξη, καθώς η συνολική ονομαστική αξία τους σχεδόν εικοσαπλασιάστηκε μεταξύ του 1995 και του 2006, οπότε έφθασε τα 327 τρισεκ. δολάρια ή περίπου 600% του παγκόσμιου ΑΕΠ,<sup>1</sup> ενώ το 1980 ήταν αμελητέα. Τα παράγωγα έχουν μεταβάλει ριζικά τις δυνατότητες διαχείρισης κινδύνου. Ταυτόχρονα, όμως, ίσως έχουν ευνοήσει τον εφησυχασμό και τις ριψοκίνδυνες συμπεριφορές, ενώ έχουν μειώσει τη διαφάνεια της χρηματοπιστωτικής αγοράς, καθώς η πληροφόρηση για τα συμβαλλόμενα μέρη δεν είναι επαρκής ή συμμετρική (αντίθετα από ό,τι ισχύει για τα τραπεζικά δάνεια).

Τρίτον, δύο τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα παίρνουν ένα σημαντικό και συνεχώς αυξανόμενο ρόλο στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Πρόκειται για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλής μόχλευσης (hedge funds) και για τα ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια (private equity funds). Τα hedge funds επενδύουν επιθετικά με κίνητρο το βραχυχρόνιο κέρδος και διαχειρίζονταν πρόσφατα πάνω από 1,5 τρισεκ. δολάρια. Τα private equity funds κατά κανόνα εξαγοράζουν επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο: αυτό το κάνουν με υψηλή μόχλευση (δηλαδή με χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων) και συχνά σε συνεργασία με άλλους επενδυτές όπως ασφαλιστικά ταμεία και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στη συνέχεια αναδιοργανώνουν τις επιχειρήσεις, συχνά αυξάνουν το χρέος τους για να αφαιρέσουν κεφάλαιο και να ενισχύσουν την πειθαρχία της αγοράς επί των επιχειρήσεων αυτών και τελικά τις μεταπωλούν με κέρδος, κυρίως μέσω επανεισαγωγής τους στο χρηματιστήριο. Η δραστηριοποίηση των hedge funds και των private equity funds έχει ενισχύσει τους μετόχους έναντι των διοικήσεων των επιχειρήσεων — ιδίως διότι ακόμη και οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις μπορούν πλέον να εξαγοραστούν από private equity funds τα οποία διαθέτουν πολλούς πόρους. Το 2006 η τοποθέτηση νέων κεφαλαίων στα private equity funds υπερέβη τα 400 δισεκ. δολάρια. Ταυτόχρονα όμως, οι επιχειρήσεις αυτές, λόγω του αυξημένου χρέους τους, έχουν γίνει πιο ευπαθείς σε ενδεχόμενες δυσμενείς διαταραχές.

Τέταρτον, οι τράπεζες έχουν διευρύνει το φάσμα των δραστηριοτήτων τους και έχουν αποδυθεί σε διασυνοριακή επέκταση, προκειμένου να αξιοποιήσουν τις οικονομίες κλίμακας και εύρους δραστηριοτήτων (economies of scale and scope) και να διασπείρουν τους κινδύνους. Ενδεικτικά αναφέρω ότι η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο χρηματοπιστωτικό τομέα το 2006 αυξήθηκε κατά 50% και έφθασε το ποσό των 900

1. Η ονομαστική αξία των παραγώγων αναφέρεται στην αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στα οποία βασίζονται τα παράγωγα.

δισεκ. δολαρίων, από το οποίο σχεδόν το μισό αφορούσε διασυννοριακές συμφωνίες. Ταυτόχρονα, όπως προανέφερα, οι τράπεζες έχουν επεκταθεί σε μη παραδοσιακά τραπεζικές δραστηριότητες (όπως τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, τις συναλλαγές σε τίτλους και την ασφάλιση), ενώ συχνά παρέχουν χρηματοδότηση σε hedge funds και σε private equity funds. Η διασυννοριακή επέκταση έχει συνήθως πολλαπλά οφέλη για ένα πιστωτικό ίδρυμα, ειδικότερα ως προς την κερδοφορία και τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Αλλά δεν είναι κατ' ανάγκην αληθές ότι η διασυννοριακή δραστηριότητα έχει μειώσει το συστημικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο για τα ιδρύματα αυτά ως σύνολο, ιδίως τον κίνδυνο που μπορεί να προέλθει από εξαιρετικά δυσμενείς διαταραχές. Ειδικότερα για τις χώρες υποδοχής, η παρουσία ισχυρών ξένων τραπεζών φαίνεται να περιορίζει το ενδεχόμενο παραδοσιακών εγχώριων τραπεζικών κρίσεων. Όμως, οι ξένες τράπεζες μπορούν να μεταδώσουν διαταραχές που έχουν επηρεάσει αρχικά τις μητρικές τους τράπεζες. Τέτοιες διαταραχές είναι συχνά πιο δύσκολο να αντιμετωπιστούν, ή ακόμη και να προβλεφθούν, από τις τοπικές εποπτικές αρχές.

Οι ελληνικές τράπεζες, ειδικότερα, αύξησαν τη διεθνή παρουσία τους σημαντικά κατά τη διάρκεια του 2006, κυρίως με την ταχεία επέκτασή τους στη Νοτιανατολική Ευρώπη: προεξάρχουσα εξέλιξη ήταν η εξαγορά της τουρκικής Finansbank από την Εθνική Τράπεζα. Στο τέλος του 2006 οι όμιλοι των ελληνικών τραπεζών διέθεταν στο εξωτερικό περίπου 1.900 καταστήματα με 32.000 υπαλλήλους, που αντιστοιχούσαν περίπου στο 1/3 του συνολικού αριθμού των καταστημάτων και του προσωπικού τους. Το ενεργητικό των θυγατρικών και των υποκαταστημάτων τους στο εξωτερικό ανερχόταν στα 56,3 δισεκ. ευρώ, ήταν αυξημένο κατά 75% έναντι του 2005 και αποτελούσε το 19% του συνολικού ενεργητικού των ελληνικών εμπορικών τραπεζικών ομίλων. Για την οικονομική χρήση 2006, περίπου το 22% των προ φόρων κερδών τους προερχόταν από τις δραστηριότητες του εξωτερικού. Λόγω των σημαντικών επενδύσεών τους, οι ελληνικές τράπεζες έχουν αποκτήσει σημαντικό μερίδιο αγοράς στις περισσότερες χώρες της ΝΑ Ευρώπης. Συγκεκριμένα το μερίδιό τους με βάση το ενεργητικό στο τέλος του 2006 διαμορφώνεται σε άνω του 30% στην ΠΓΔΜ, σε 20-25% στη Βουλγαρία, την Αλβανία και τη Σερβία, σε 15% στη Ρουμανία και σε 4% στην Τουρκία. Για το σύνολο της ΝΑ Ευρώπης το μερίδιό τους διαμορφώνεται περίπου στο 8%.

Τρεις παράγοντες εξηγούν τη ραγδαία ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα διεθνώς την τελευταία 25ετία.

Ο πρώτος είναι η απελευθέρωση της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού τομέα από τα τέλη της δεκαετίας του '70 (αρχικά στις ΗΠΑ). Η εισα-

γωγή του ευρώ επιτάχυνε την ενοποίηση της χρηματοπιστωτικής αγοράς στην ζώνη του ευρώ.

Ο δεύτερος παράγοντας είναι η θεαματική τεχνολογική πρόοδος στην πληροφορική και τις επικοινωνίες: χωρίς αυτήν δεν θα ήταν δυνατή η τεράστια αύξηση του αριθμού των χρηματοοικονομικών συναλλαγών και η δημιουργία και η τιμολόγηση σύνθετων προϊόντων (όπως είναι τα παράγωγα).

Ο τρίτος παράγοντας είναι οι ευνοϊκές διεθνείς οικονομικές συνθήκες, όπως η ταχεία αύξηση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και του παγκόσμιου εμπορίου, ο χαμηλός πληθωρισμός, τα χαμηλά επιτόκια και η χαμηλή μεταβλητότητα στις αγορές χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Εξάλλου, η νομισματική πολιτική στις μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου, μεταξύ των οποίων είναι και η ζώνη του ευρώ, έχει συμβάλει σημαντικά στη δημιουργία συνθηκών οι οποίες στηρίζουν την οικονομική ανάπτυξη και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Οι εξελίξεις στον διεθνή χρηματοπιστωτικό τομέα που περιέγραφα έχουν αναμφισβήτητα σημαντικές θετικές συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία. Η αύξηση του μεγέθους και του ρόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος (“χρηματοπιστωτική βύθιση”) έχει συμβάλει στην αύξηση της παραγωγικότητας, τη χρηματοδότηση νέων δραστηριοτήτων και την οικονομική ανάπτυξη. Επίσης, η δραστηριοποίηση των hedge funds και των private equity funds έχει συνεισφέρει στην αύξηση της αποτελεσματικότητας του κεφαλαίου μέσω της επιβολής της πειθαρχίας της αγοράς στις διοικήσεις των επιχειρήσεων. Εξάλλου, χάρη στα νέα σύνθετα προϊόντα έχουν βελτιωθεί οι δυνατότητες διαχείρισης κινδύνων.

Από την άλλη πλευρά όμως, οι εξελίξεις συνεπάγονται σοβαρές προκλήσεις για τις εμπορικές αρχές. Οι ευνοϊκές μακροοικονομικές συνθήκες των τελευταίων ετών έχουν καλλιεργήσει προσδοκίες μακροοικονομικής σταθερότητας και έχουν αυξήσει τη διάθεση των επενδυτών να αναλαμβάνουν κινδύνους, όπως αυτό φαίνεται από τα χαμηλά ασφάλιστρα πιστωτικού κινδύνου που ενσωματώνονται στα επιτόκια, καθώς και από την αυξημένη έκδοση χρέους υψηλών αποδόσεων (και υψηλού κινδύνου). Αυτό με τη σειρά του έχει περαιτέρω ενθαρρύνει την ανάπτυξη τεχνικών διαμερισμού και διασποράς των κινδύνων στην ευρύτερη χρηματοπιστωτική αγορά. Συγκεκριμένα, πολλές τράπεζες έχουν αναπτύξει την πρακτική της “δημιουργίας (δανείων) και διανομής (κινδύνων)” (“originate and distribute”). Βάσει της πρακτικής αυτής, οι τράπεζες παρέχουν δάνεια αλλά κατόπιν, χρησιμοποιώντας παράγωγα και άλλα προϊόντα, διανέμουν το μεγαλύτερο μέρος των κινδύνων που συνδέονται με τα δάνεια αυτά σε τελικούς επενδυτές, όπως ταμεία συντάξεων, ασφαλιστικές εταιρίες, αμοι-

βαία κεφάλαια και άλλες τράπεζες. Η τιτλοποίηση είναι μια άλλη μορφή μεταφοράς πιστωτικών κινδύνων.

Υπάρχουν σοβαροί λόγοι για τους οποίους αυτή η τραπεζική πρακτική της “δημιουργίας και διανομής” των δανείων μπορεί να οδηγήσει σε επιδείνωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου. Κατ’ αρχάς, εκείνοι που αποφασίζουν για τα δάνεια δεν έχουν ισχυρό κίνητρο για να αξιολογήσουν ορθά την πιστοληπτική ικανότητα του οφειλέτη, εφόσον κάποιος άλλος θα φέρει τον πιστωτικό κίνδυνο. Επίσης, η “παρακολούθηση του κινδύνου” (risk monitoring) γίνεται λιγότερο αποτελεσματική, καθώς εκείνοι στους οποίους έχει μεταβιβαστεί ο κίνδυνος τείνουν να έχουν λιγότερη πληροφόρηση για τους οφειλέτες από ό,τι έχουν οι τράπεζες. Στις περιπτώσεις αυτές, η παρακολούθηση ανατίθεται συνήθως σε φορείς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (rating agencies), αλλά ορισμένοι επενδυτές ίσως δεν λαμβάνουν επαρκώς υπόψη ότι οι αξιολογήσεις περιέχουν μόνο περιληπτική — και επομένως ελλιπή — πληροφόρηση όσον αφορά την επικινδυνότητα του προϊόντος.

Εξάλλου, οι τράπεζες τείνουν να εξαρτώνται περισσότερο από τη διατήρηση υψηλής αγοραίας ρευστότητας (δηλαδή της δυνατότητας να αγοράζουν ή να πωλούν περιουσιακά στοιχεία χωρίς να επηρεάζουν σημαντικά τις αγοραίες τιμές), η οποία όμως μπορεί να μειωθεί απότομα λόγω δυσμενών διαταραχών. Η υψηλή αγοραία ρευστότητα έχει επιτρέψει στις τράπεζες να διασπείρουν τους κινδύνους των δανείων που δημιουργούν, να προσαρμόζουν το χαρτοφυλάκιό τους και να καλύπτουν κινδύνους με άνεση και χαμηλό κόστος. Η υψηλή αγοραία ρευστότητα αντανακλά εν μέρει την άφθονη χρηματική ρευστότητα, η οποία είναι αποτέλεσμα της ραγδαίας αύξησης των νομισματικών μεγεθών τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις άλλες μεγάλες οικονομίες, όπως οι ΗΠΑ, η Ιαπωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Συμπτώματα της υψηλής αγοραίας ρευστότητας είναι τα υψηλά επίπεδα μόχλευσης, οι χαμηλές αποδόσεις, η περιορισμένη μεταβλητότητα των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, η μικρή διαφορά αποδόσεων μεταξύ των εταιρικών και των κρατικών ομολόγων και το μεγάλο ύψος των αγοραίων συναλλαγών σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Οι ευνοϊκές μακροοικονομικές συνθήκες των τελευταίων ετών και οι διαρθρωτικές αλλαγές (που επέτρεψαν τη διασπορά του πιστωτικού και άλλων κινδύνων) έχουν συντελέσει σε διαρκή αύξηση των χρηματιστηριακών αξιών και πώση των ασφαλιστρών πιστωτικού κινδύνου. Όμως, πολλοί αναλυτές — ανάμεσά τους και οι κυριότερες κεντρικές τράπεζες — συμφωνούν ότι τα ασφαλιστρά κινδύνου είναι πολύ χαμηλότερα από ό,τι θα δικαιολογούσαν αφενός οι ευνοϊκές μακροοικονομικές συνθήκες και αφετέρου η εμφάνιση νέων προϊόντων που ανταποκρίνονται καλύτερα στις

προτιμήσεις των επενδυτών. Υπάρχει δηλαδή η ανησυχία ότι τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία τείνουν να τιμολογούνται με βάση υπερβολικά αισιόδοξες προσδοκίες (“priced for perfection”) και ότι η υψηλή αγοραία ρευστότητα εξαρτάται από τη διατήρηση της εμπιστοσύνης στην ομαλή λειτουργία των αγορών.

Η ενεργός αγορά πιστωτικού κινδύνου, στην οποία επενδυτές αγοράζουν και πωλούν πιστωτικό κίνδυνο, επιτρέπει την ευρεία διασπορά του πιστωτικού κινδύνου στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η διασπορά αυτή του κινδύνου έχει συμβάλει στην σταθερότητα κάθε μεμονωμένης τράπεζας, δηλαδή στην ικανότητά της να αντιμετωπίζει ακραίες δυσμενείς εξελίξεις χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η κεφαλαιακή της επάρκεια. Ταυτόχρονα όμως, η διασπορά των κινδύνων έχει καταστήσει το τραπεζικό σύστημα ως σύνολο πιο ευπαθές σε περίπτωση απότομης και δυσμενούς μεταβολής των συνθηκών. Έτσι, οι κρίσεις μπορεί να είναι πιο σπάνιες: όταν όμως συμβούν, θα τείνουν να είναι πιο σοβαρές.

Η κεφαλαιακή επάρκεια και η σταθερότητα του διεθνούς πιστωτικού συστήματος έχουν ενισχυθεί περαιτέρω τα τελευταία έτη, όπως αυτό φαίνεται από τους ισολογισμούς και τα οικονομικά αποτελέσματα των μεγάλων διεθνών τραπεζών. Το διεθνές πιστωτικό σύστημα έχει επίσης αντιμετωπίσει επιτυχώς σοβαρές διαταραχές στη διεθνή οικονομία, όπως την πτώση των χρηματιστηριακών αξιών το 2000, τις τρομοκρατικές ενέργειες το 2001 και, πιο πρόσφατα, το Φεβρουάριο-Μάρτιο του 2007, την αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών σε ευρύ φάσμα αγορών και την αύξηση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ εταιρικών και κρατικών χρεογράφων. Αν και οι προοπτικές του πιστωτικού συστήματος παραμένουν ευνοϊκές εφόσον συνεχιστεί η ανάπτυξη της διεθνούς οικονομίας, οι εποπτικές αρχές δεν μπορούν να εφησυχάζουν, καθώς υπάρχουν κίνδυνοι οι οποίοι, ιδίως αν εκδηλωθούν ταυτόχρονα, θα μπορούσαν να θέσουν το διεθνές πιστωτικό σύστημα σε σημαντική δοκιμασία. Ειδικότερα:

Πρώτον, υπάρχουν ενδείξεις ποιοτικής επιδείνωσης ειδικότερα στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και υψηλής απόδοσης (και πιστωτικού κινδύνου) στις ΗΠΑ. Αν και οι συνέπειες μέχρι τώρα ήταν περιορισμένες, ενδέχεται το πρόβλημα να οξυνθεί και να επεκταθεί σε άλλες αγορές.

Δεύτερον, τα χαμηλά επιτόκια και οι υγιείς εταιρικοί ισολογισμοί έχουν ενθαρρύνει μια μεγάλη αύξηση των εξαγορών επιχειρήσεων από private equity funds. Αυτό με τη σειρά του έχει οδηγήσει σε σημαντική αύξηση του χρέους των επιχειρήσεων που εξαγοράστηκαν, οι οποίες έτσι έχουν γίνει πιο ευπαθείς σε ενδεχόμενες δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις. Σε κίνδυνο εκτίθενται επίσης οι διαμεσολαβούντες – μεταξύ των οποίων και τράπεζες

– που παρέχουν προσωρινή χρηματοδότηση (bridge financing) για εξαγορές με υψηλή μόχλευση (leveraged buyout operations, LBOs).

Τρίτον, οι εισροές κεφαλαίων σε αναδυόμενες οικονομίες έχουν αυξηθεί σημαντικά, αντανakλώντας εν μέρει τις βελτιωμένες οικονομικές συνθήκες στις οικονομίες αυτές, αλλά και την αναζήτηση αποδόσεων (search for yield) λόγω των χαμηλών επιτοκίων στις περισσότερες ώριμες οικονομίες. Το μέγεθος των εισροών κεφαλαίων και το σχετικά χαμηλό ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου που ενσωματώνεται στο επιτόκιο υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές αναλαμβάνουν σημαντικό κίνδυνο και ότι δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο μιας απότομης αντιστροφής των εισροών κεφαλαίων, που θα προκαλέσει σοβαρές διαταραχές στις αναδυόμενες οικονομίες.

Τέταρτον, υπάρχει το ενδεχόμενο απότομης και μη ομαλής διόρθωσης των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών ανισορροπιών. Το γεγονός ότι πλέον ένα μεγάλο τμήμα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ χρηματοδοτείται με κρατικά χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου και όχι με ξένες άμεσες επενδύσεις ή αγορές μετοχικών τίτλων υποδηλώνει ότι οι εισροές κεφαλαίων στις ΗΠΑ έχουν γίνει πιο ευαίσθητες σε μεταβολές των διαφορών επιτοκίων και σε μια ενδεχόμενη αλλαγή του κλίματος στις αγορές.

Τέλος, η παρατηρούμενη πολύ χαμηλή μεταβλητότητα των τιμών για όλα τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, καθώς και η εξαιρετικά χαμηλή διαφορά επιτοκίου μεταξύ διαφόρων πιστωτικών προϊόντων, υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές δεν έχουν λάβει επαρκώς υπόψη το ενδεχόμενο μια διατάραξη της μεταβλητότητας να λάβει μεγαλύτερες διαστάσεις λόγω των διασυνδέσεων μεταξύ πιστωτικών προϊόντων και αγορών. Έτσι, ενώ οι μεμονωμένοι επενδυτές ίσως δρουν σύμφωνα με τα σήματα που μεταδίδει η αγορά, η συλλογική συμπεριφορά τους μπορεί να προκαλέσει υπερβολική συσσώρευση επενδυτικών θέσεων, δημιουργώντας το ενδεχόμενο απότομης και μη ομαλής προσαρμογής σε περίπτωση μεταβολής των συνθηκών. Για παράδειγμα, η ραγδαία διάδοση ορισμένων νέων προϊόντων όπως είναι τα παράγωγα για τη μεταβίβαση του πιστωτικού κινδύνου (του κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων – credit default swaps), η αύξηση του χρέους σε τμήματα του πιστωτικού συστήματος και η αύξηση του “carry trade” (που αφορά δανεισμό σε νόμισμα χαμηλής απόδοσης και επένδυση σε νόμισμα υψηλής απόδοσης) υποδηλώνουν ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά προσδοκούν συνέχιση της χαμηλής μεταβλητότητας. Υπό τις συνθήκες αυτές, μια μόνιμη αύξηση της μεταβλητότητας θα μπορούσε να προκαλέσει σημαντικές διαταραχές σε ευρύ φάσμα των αγορών.

Όπως προανέφερα, η διεθνοποίηση των τραπεζών έχει μεν ενισχύσει την σταθερότητα των μεμονωμένων ιδρυμάτων, ειδικά προκειμένου για

σχετικά μικρές διαταραχές, αλλά έχει επίσης ενισχύσει τον κίνδυνο οι διεθνείς διασυνδέσεις να αυξήσουν το εύρος και την περιπλοκότητα σοβαρών κρίσεων. Αυτό υπογραμμίζει ότι είναι αναγκαίο, σε εθνικό επίπεδο, οι νομικές και εποπτικές ρυθμίσεις να εξελιχθούν ώστε να ανταποκρίνονται στο συνεχώς εντεινόμενο διεθνή χαρακτήρα των τραπεζών. Συγκεκριμένα, προκειμένου αφενός να μειωθεί η πιθανότητα μετάδοσης διαταραχών λόγω της παγκοσμιοποίησης του πιστωτικού συστήματος και αφετέρου να μεγιστοποιηθούν τα οφέλη από την παγκοσμιοποίηση αυτή, θα πρέπει να ενταθεί η συνεργασία των εποπτικών αρχών προς δύο κατευθύνσεις. Πρώτον, οι επόπτες θα πρέπει να συνεργάζονται στενότερα για τον έλεγχο ιδρυμάτων με διασυνοριακή δραστηριότητα. Και δεύτερον, οι εποπτικές αρχές κάθε χώρας θα πρέπει να βελτιώνουν συνεχώς τις διαδικασίες διαχείρισης κρίσεων, σε συνεργασία με τις αρχές των χωρών με τις οποίες έχουν κοινές ευθύνες και κοινά συμφέροντα. Αν και, όσον αφορά τράπεζες με διασυνοριακή δραστηριότητα, κατά κύριο λόγο αρμόδιες παραμένουν οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές των χωρών υποδοχής, γεγονός το οποίο οπωσδήποτε δεν συνάδει με το γεωγραφικό εύρος των δραστηριοτήτων των τραπεζών αυτών, εντούτοις τέτοια πρακτικά μέτρα θα συντελέσουν στη διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς πιστωτικού συστήματος. Όσον αφορά τη Νοτιοανατολική Ευρώπη, πριν από λίγες ημέρες έγινε ένα σημαντικό βήμα προς την κατεύθυνση της στενότερης περιφερειακής συνεργασίας στον τομέα της τραπεζικής εποπτείας με την υπογραφή στην Αθήνα, μετά από πρωτοβουλία της Τράπεζας της Ελλάδος, ενός Πολυμερούς Μνημονίου Συνεργασίας από τους Διοικητές των κεντρικών τραπεζών επτά χωρών της περιοχής. Στη συνάντηση αυτή επίσης αποφασίστηκε ένα πρόγραμμα δράσης για τη διευκόλυνση και υποστήριξη της εφαρμογής του νέου πλαισίου συνεργασίας.

Επιτρέψατέ μου να καταλήξω με μια σύντομη γενική αναφορά στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών τραπεζών διατηρούνται σε επίπεδα που παρέχουν περιθώρια για τη διασφάλιση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και, σε συνδυασμό με την αποτελεσματικότερη διαχείριση των τραπεζικών κινδύνων, ενισχύουν διαχρονικά την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος, καθώς και την εμπιστοσύνη των καταθετών και του επενδυτικού κοινού.

Ειδικότερα, σύμφωνα με στοιχεία για το Μάρτιο του 2007, ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας των ελληνικών τραπεζών παραμένει ικανοποιητικός και σημαντικά υψηλότερος του ελάχιστου απαιτούμενου (8%), τόσο σε επίπεδο τράπεζας όσο και σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων (13,3% και 11,4%, αντίστοιχα).

Όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο, το πρώτο τρίμηνο του 2007 παρατηρήθηκε οριακή μείωση του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων των ελληνικών εμπορικών τραπεζών (σε 5,3% το Μάρτιο εφέτος, από 5,4% το Δεκέμβριο του 2006), επίπεδο όμως που παραμένει σημαντικά υψηλότερο από ό,τι εκείνο των μεσαίου μεγέθους τραπεζών της ΕΕ-25 (2,9% το Δεκέμβριο του 2006). Ειδικότερα, στο διάστημα αυτό βελτιώθηκε η ποιότητα του χαρτοφυλακίου των δανείων προς τα νοικοκυριά, καθώς παρατηρήθηκε μείωση του λόγου των καταναλωτικών δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των καταναλωτικών δανείων (Μάρτιος 2007: 6,6%, Δεκέμβριος 2006: 6,9%), ενώ σταθερός διατηρήθηκε ο αντίστοιχος λόγος για τη στεγαστική πίστη (3,4%). Επίσης, μειώθηκε περαιτέρω ο λόγος των επιχειρηματικών δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των επιχειρηματικών δανείων (Μάρτιος 2007: 5,8%, Δεκέμβριος 2006: 6%).

Η Τράπεζα της Ελλάδος, έχοντας υπόψη τα ανωτέρω, έχει ζητήσει να λαμβάνονται τα κατάλληλα μέτρα από τις τράπεζες για την περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου τους και την αύξηση του ποσοστού κάλυψης των καθυστερήσεων με προβλέψεις, ούτως ώστε να αποφεύγονται σημαντικές διακυμάνσεις του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας, ενόψει μάλιστα της εφαρμογής του νέου εποπτικού πλαισίου ("Βασιλεία II"). Παράλληλα, τα νοικοκυριά θα πρέπει να σταθμίζουν προσεκτικά τις δυνατότητές τους για εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων, λαμβάνοντας υπόψη, μεταξύ άλλων, τις οικονομικές τους προοπτικές, καθώς και το ενδεχόμενο περαιτέρω αύξησης των επιτοκίων.



# IV

Διεθνή νομισματικά  
θέματα



---

# IV.1 Ο διεθνής ρόλος του ευρώ

## Εισαγωγή

“Πως ΓΙΝΕΤΑΙ διεθνές ένα νόμισμα;” Το ερώτημα αυτό τίθεται όλο και συχνότερα, καθώς αυξάνεται η σημασία του ευρώ στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Στο μεσοπόλεμο κυριαρχούσαν δύο νομίσματα, το δολάριο και η λίρα Αγγλίας, ενώ η μεταπολεμική περίοδος χαρακτηρίστηκε από την κυριαρχία του δολαρίου ΗΠΑ. Αντίθετα με ό,τι συμβαίνει στις εθνικές οικονομίες ή στις νομισματικές ενώσεις, όπου με κυβερνητικές αποφάσεις καθορίζεται ποιο νόμισμα χρησιμοποιείται, η επιλογή των νομισμάτων που χρησιμοποιούνται στις διεθνείς συναλλαγές δεν απορρέει από το νόμο ή από τη θεία βούληση, αλλά κυρίως από διαδικασίες της “αοράτου χειρός”, της αγοράς. Ένα νόμισμα γίνεται διεθνές όταν καλύπτει τις ποικίλες ανάγκες των ξένων επίσημων και ιδιωτικών φορέων αποτελεσματικότερα από ό,τι άλλα μέσα συναλλαγών.

Ποιοι παράγοντες συντελούν στη χρήση ενός συγκεκριμένου νομίσματος στις διεθνείς συναλλαγές; Γιατί ήταν το ολλανδικό φιορίνι το κυρίαρχο διεθνές νόμισμα το 17ο και το 18ο αιώνα, η λίρα Αγγλίας το 19ο αιώνα και στις αρχές του 20ού και το δολάριο από το τέλος του Β' Παγκόσμιου Πολέμου και εξής; Υπάρχουν αρκετοί σημαντικοί παράγοντες που οδηγούν στην καθιέρωση ενός διεθνούς νομίσματος.

Πρώτον και κύριον, ένα διεθνές νόμισμα πρέπει να θεωρείται αξιόπιστο. Για να είναι αποδεκτό, πρέπει όσοι συμμετέχουν στην αγορά να είναι πρόθυμοι να το χρησιμοποιούν ως μέσο διακράτησης/αποθεματοποίησης πλούτου (store of value). Η προϋπόθεση αυτή συνεπάγεται ότι ο πληθωρισμός στη χώρα ή τη νομισματική ένωση που εκδίδει το εν λόγω νόμισμα πρέπει να διατηρείται χαμηλός και σταθερός σε σχέση με αυτόν των χωρών που εκδίδουν άλλα νομίσματα. Ο πληθωρισμός μειώνει την αγοραστική αξία ενός νομίσματος, οπότε αποθαρρύνει τη διεθνή χρήση του, αλλά και οδηγεί σε μείωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του (σε υποτίμησή του) και σε αβεβαιότητα. Συνεπώς, απαραίτητη προϋπόθεση για τη διεθνή

Παρουσίαση στο Συνέδριο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με θέμα “Europe, the Mediterranean and the Euro”, Αθήνα, 4 Φεβρουαρίου 2003.

χρήση ενός νομίσματος είναι να θεωρείται προβλέψιμη και σταθερή η μελλοντική αξία του σε όρους των αγαθών και των υπηρεσιών που μπορούν να αγοραστούν μ' αυτό.

Προφανώς, πολλά νομίσματα πληρούν το εν λόγω κριτήριο, αλλά ελάχιστα γίνονται διεθνή. Ως εκ τούτου, πρέπει να υπάρχουν — και όντως υπάρχουν — και άλλοι παράγοντες που καθορίζουν αν ένα νόμισμα θα γίνει διεθνές ή όχι. Ένας τέτοιος παράγοντας είναι το μέγεθος, δηλ. πόσο μεγάλη, από την άποψη της οικονομίας ή του πληθυσμού, είναι η περιοχή στην οποία το νόμισμα έχει ισχύ νόμιμου χρήματος, με άλλα λόγια, πόσο μεγάλος είναι ο “φυσικός χώρος” του νομίσματος. Μια ισχυρή και ανταγωνιστική οικονομία, η οποία είναι ανοικτή στις διεθνείς εμπορικές και χρηματοοικονομικές συναλλαγές και παίζει ενεργό ρόλο σ' αυτές, είναι φυσικό να “παράγει” μεγάλο αριθμό συναλλαγών σε ξένο νόμισμα που, κατά το ένα τουλάχιστον σκέλος, βασίζονται στην εγχώρια οικονομία, προκειμένου να υποστηρίξει την ευρέως φάσματος επιχειρηματική της δραστηριότητα.

Ένας άλλος παράγοντας που συντελεί στη διεθνή χρήση ενός νομίσματος είναι η ύπαρξη ανοικτού και επαρκώς ανεπτυγμένου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο παράγοντας αυτός είναι απαραίτητο συστατικό μιας ισχυρής, ανταγωνιστικής και ανοικτής οικονομίας. Όπως τα σχετικά χαμηλά επίπεδα του πληθωρισμού και της μεταβλητότητάς του ενισχύουν τη διεθνή ζήτηση ενός νομίσματος, έτσι και οι επαρκώς ανεπτυγμένες χρηματοπιστωτικές αγορές προσφέρουν περιουσιακά στοιχεία κατάλληλα για διεθνή χρήση, αλλά και ενισχύουν τη ζήτηση πρόσθετων περιουσιακών στοιχείων. Η ύπαρξη επαρκώς ανεπτυγμένων χρηματοπιστωτικών αγορών στην επικράτεια όπου εκδίδεται το νόμισμα συμβάλλει στη διεθνή χρήση του νομίσματος αυτού. Οι κεντρικές τράπεζες και οι άλλοι επενδυτές προτιμούν τα χρηματοδοτικά μέσα που συνδυάζουν χαμηλό κίνδυνο και υψηλό βαθμό ρευστότητας, οπότε οι χρηματοπιστωτικές αγορές που χαρακτηρίζονται από αυξημένο βάθος και ρευστότητα και προσφέρουν ένα πλήρες φάσμα προϊόντων και υπηρεσιών προσελκύουν επιχειρηματικές δραστηριότητες από το εξωτερικό.

### **Το νόμισμα ως μέσο μετάδοσης πληροφοριών**

Η ιστορία έχει δείξει ότι οι τρεις παράγοντες που προαναφέρθηκαν — σταθερό νόμισμα, ισχυρή και ανταγωνιστική οικονομία και χρηματοπιστωτικές αγορές με αυξημένο βάθος, εύρος και ρευστότητα — είναι απαραίτητες προϋποθέσεις για τη διεθνή χρήση ενός νομίσματος. Όμως, η ιστορία διδάσκει επίσης ότι, σε κάθε εποχή, μόνο ένα νόμισμα, ή το πολύ ένας

μικρός αριθμός νομισμάτων, κατορθώνουν να καθιερωθούν ως κύρια διεθνή νομίσματα. Προκειμένου να κατανοήσουμε γιατί συμβαίνει αυτό, πρέπει να λάβουμε υπόψη μια βασική λειτουργία του νομίσματος. Το νόμισμα μεταδίδει πληροφορίες σχετικά με τις τιμές. Όταν π.χ. βρίσκεσαι στην Ελλάδα και θέλεις να συγκρίνεις τις τιμές δύο ξενοδοχείων, τις συγκρίνεις σε ευρώ. Με άλλα λόγια, το ευρώ μεταδίδει σημαντικές πληροφορίες που επιτρέπουν τη σύγκριση των τιμών και την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Ως μέσο μετάδοσης πληροφοριών, το νόμισμα λειτουργεί όπως μια διεθνή γλώσσα. Όσο περισσότεροι μιλούν μια γλώσσα, τόσο ευκολότερη γίνεται η επικοινωνία μέσω αυτής. Το ίδιο ισχύει και για το νόμισμα. Ένα νόμισμα θα ήταν ουσιαστικά άχρηστο για κάποιον αν ήταν ο μόνος που το χρησιμοποιούσε. Η χρησιμότητα του νομίσματος εξαρτάται, εν μέρει, από τον αριθμό των ανθρώπων που το χρησιμοποιούν. Όταν ένας εξαγωγέας από τη Σαουδική Αραβία που δεν ομιλεί ιταλικά πωλεί αργό πετρέλαιο σε έναν Ιταλό εισαγωγέα που δεν ομιλεί αραβικά, η συναλλαγή μπορεί να διεξαχθεί με τη χρήση της αγγλικής γλώσσας, αλλά και να συνομολογηθεί και να διακανονιστεί σε δολάρια ΗΠΑ. Στην περίπτωση αυτή, το δολάριο χρησιμοποιείται ως νόμισμα-όχημα, δηλ. για την πραγματοποίηση εξωτερικών εμπορικών συναλλαγών χωρίς απευθείας συναλλαγή με την οικονομία που εκδίδει το νόμισμα. Όπως και η χρήση των αγγλικών, έτσι και η χρήση του νομίσματος διευκολύνει την επικοινωνία μεταδίδοντας πληροφορίες. Όπως συμβαίνει με τη γλώσσα, όσο δημοφιλέστερο είναι ένα νόμισμα, τόσο πιο χρήσιμο είναι για εκείνους που το χρησιμοποιούν. Ένα διεθνές νόμισμα, επειδή η ελκυστικότητά του αυξάνεται όσο επεκτείνεται η χρήση του, τείνει να μετατραπεί σε φυσικό μονοπώλιο. Το γεγονός αυτό εξηγεί γιατί σε κάθε εποχή μόνο ένα νόμισμα ή ένας μικρός αριθμός νομισμάτων καθιερώνονται ως διεθνή.

### **Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα**

Η οικονομία που εκδίδει ένα διεθνές νόμισμα απολαμβάνει πολλά και σημαντικά πλεονεκτήματα. Πρώτον, αντλεί έσοδα από το εκδοτικό προνόμιο, διότι οι μη τοκοφόρες απαιτήσεις έναντι της εν λόγω οικονομίας είναι εκφρασμένες στο νόμισμά της. Όταν π.χ. η Αργεντινή εισάγει αυτοκίνητα από την Ιαπωνία, καλείται να καταβάλει την αξία τους σε συνάλλαγμα που προέρχεται από τις εξαγωγές της, αφού είναι εξαιρετικά απίθανο να είναι πρόθυμος να δεχθεί ο Ιάπωνας εξαγωγέας το νόμισμα της Αργεντινής, το πέσο. Όταν όμως οι ΗΠΑ εισάγουν ιαπωνικά αυτοκίνητα, μπορούν να πληρώσουν με τραπεζογραμμάτια της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, τα οποία

απλώς αποτελούν απαιτήσεις έναντι του αμερικανικού Δημοσίου. Το Συμβούλιο Διοικητών της Ομοσπονδιακής Τράπεζας εκτιμά ότι τα έσοδα των ΗΠΑ από το εκδοτικό προνόμιο ανέρχονται σε 11-15 δισεκ. δολ. ετησίως.

Δεύτερον, όσο επεκτείνεται η διεθνής χρήση ενός νομίσματος, οι χορηγήσεις δανείων, οι επενδύσεις και οι αγοραπωλησίες αγαθών και υπηρεσιών – τόσο εγχώριων όσο και ξένων – διενεργούνται όλο και περισσότερο μέσω των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της χώρας που εκδίδει το εν λόγω νόμισμα, με λογικό επακόλουθο την αύξηση των εσόδων του χρηματοπιστωτικού τομέα της χώρας.

Τρίτον, η τάση των διεθνών εμπορικών συναλλαγών να διενεργούνται στο διεθνές νόμισμα συνεπάγεται ότι η οικονομία που το εκδίδει είναι λιγότερο ευάλωτη σε μεταβολές της αξίας του νομίσματος από ό,τι άλλες οικονομίες. Εάν π.χ. το δολάριο ΗΠΑ υποτιμηθεί σημαντικά έναντι των άλλων νομισμάτων, αυτό θα έχει μικρότερες επιπτώσεις στον πληθωρισμό των ΗΠΑ από ό,τι σε άλλες οικονομίες, εφόσον κατά το μεγαλύτερο μέρος τους οι αμερικανικές εισαγωγές εκφράζονται σε δολάρια. Έτσι, αν το δολάριο υποτιμηθεί στην αγορά συναλλάγματος, δεν θα πρέπει κατ' ανάγκη να αλλάξει και η τιμή (σε δολάρια) των αμερικανικών εισαγωγών.

Το κυριότερο μειονέκτημα για μια χώρα που διαθέτει διεθνές νόμισμα είναι ότι αυτό μπορεί να δυσχεράνει την άσκηση της νομοματικής πολιτικής. Επειδή σημαντικό μέρος του νομίσματος διακρατείται από αλλοδαπούς επενδυτές, τυχόν μετατόπιση χαρτοφυλακίων εις βάρος του νομίσματος μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλες εκροές κεφαλαίων ή/και μεγάλη υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι ανησυχίες σχετικά με την επίδραση των μεταβολών των επενδυτικών προτιμήσεων οδήγησαν τόσο τη γερμανική όσο και την ιαπωνική κυβέρνηση να λάβουν μέτρα για τον περιορισμό της διεθνούς χρήσης του μάρκου και του γιεν, αντίστοιχα, τη δεκαετία του '70 και στις αρχές της δεκαετίας του '80. Ανάλογες ανησυχίες εκφράζονται σήμερα για ενδεχόμενη “ανώμαλη προσγείωση” του δολαρίου ΗΠΑ, καθώς υπάρχει ο φόβος μήπως οι ανισορροπίες της αμερικανικής οικονομίας, ειδικότερα το μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, οδηγήσουν τους αλλοδαπούς επενδυτές σε μαζικές ρευστοποιήσεις των τοποθετήσεών τους σε δολάρια.

### **Ο διεθνής ρόλος του ευρώ**

Επιτρέψατέ μου τώρα να στραφώ στο κύριο θέμα της παρούσας συνεδρίας – το διεθνή ρόλο του ευρώ. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η ΕΚΤ έχει λάβει ουδέτερη θέση ως προς τη διεθνοποίηση του νομίσματος που

εκδίδει, δηλ. ούτε ενθαρρύνει, αλλά ούτε εμποδίζει τη διαδικασία αυτή. Δέχεται την άποψη ότι ο διεθνής ρόλος του ευρώ θα καθοριστεί κυρίως από τις αποφάσεις των αγορών. Πώς έχει λοιπόν η κατάσταση για το ευρώ όσο αφορά τις προϋποθέσεις για να καταστεί ένα νόμισμα διεθνές;

Ο πρώτος παράγοντας που καθορίζει τη διεθνή χρήση ενός νομίσματος είναι, όπως προαναφέρθηκε, η σταθερότητα. Αποστολή της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της αγοραστικής δύναμης του νομίσματος που εκδίδει. Ως εκ τούτου, από την ίδρυσή της η ΕΚΤ επιδιώκει, και μέχρι στιγμής επιτυγχάνει, τη σταθερότητα του νομίσματός της. Η σταθερότητα αυτή αποδεικνύει ότι η ΕΚΤ ως θεσμός λειτουργεί σωστά.

Όμως, τη σταθερότητα του νομίσματος δεν μπορεί να επιδιώκει μόνη της η νομισματική πολιτική, αλλά πρέπει να συνεπικουρείται από μια δημοσιονομική πολιτική με κατεύθυνση συμβατή προς την επιδίωξη αυτή. Η σημασία της σύνδεσης μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής είναι τόσο μεγάλη ώστε πολλοί ερευνητές μιλούν για “κυρίαρχο ρόλο της δημοσιονομικής πολιτικής” (fiscal dominance). Σε σχέση με το διεθνή ρόλο του ευρώ, η στενή σύνδεση νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής συνεπάγεται ότι τα κράτη-μέλη, για να εξασφαλίσουν τη μελλοντική σταθερότητα του ευρώ, θα πρέπει να τηρούν το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Ο δεύτερος παράγοντας που καθορίζει αν ένα νόμισμα θα γίνει διεθνές ή όχι είναι το μέγεθος. Από άποψη πληθυσμού, η ζώνη του ευρώ είναι μία από τις μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου, με περισσότερους από 300 εκατομμύρια κατοίκους. Συγκριτικά, ο πληθυσμός των ΗΠΑ είναι 270 εκατομμύρια και της Ιαπωνίας 125 εκατομμύρια. Η ζώνη του ευρώ είναι ο μεγαλύτερος εμπορικός εταίρος στην παγκόσμια οικονομία και αντιπροσωπεύει σχεδόν το 20% των παγκόσμιων εξαγωγών, έναντι περίπου 15% για τις ΗΠΑ και 9% για την Ιαπωνία. Το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ ισοδυναμεί με 16% του παγκόσμιου ΑΕΠ, δηλ. περίπου 6 εκατοστιαίες μονάδες λιγότερο από το μερίδιο των ΗΠΑ, αλλά υπερδιπλάσιο του μεριδίου της Ιαπωνίας. Ακόμη σημαντικότερες όμως από τα τρέχοντα στοιχεία είναι οι δυνατότητες μελλοντικής ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ, από την άποψη τόσο του πληθυσμού όσο και του ΑΕΠ, εάν και όταν γίνουν τελικά μέλη του Ευρωσυστήματος οι χώρες της ΕΕ που προς το παρόν δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ (Δανία, Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο). Με την ένταξη των χωρών αυτών ο πληθυσμός της νομισματικής ένωσης θα φθάσει τα 376 εκατομμύρια περίπου, δηλ. θα είναι 40% μεγαλύτερος από τον πληθυσμό των ΗΠΑ και τριπλάσιος από εκείνον της Ιαπωνίας, ενώ το ΑΕΠ της θα είναι μόνο κατά τι μικρότερο από εκείνο των ΗΠΑ και 2¼ φορές όσο του ΑΕΠ της Ιαπωνίας. Όλα αυτά τα στοιχεία, τα οποία καταδεικνύουν τη δημογραφική και οικονομική σημασία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, θα ενισχυθούν ακόμη περισσότερο μετά τη διεύρυνση της ΕΕ.

Επιτρέψατέ μου τώρα να εξετάσω τις χρηματοπιστωτικές αγορές της ζώνης του ευρώ. Η εισαγωγή του ευρώ και η επιτυχής λειτουργία του συστήματος πληρωμών TARGET έχουν συμβάλει ώστε να είναι δυνατή η ύπαρξη χρηματοπιστωτικών αγορών με υψηλό βαθμό ενοποίησης στη ζώνη του ευρώ.

Όσον αφορά τις αγορές κεφαλαίων, με την εισαγωγή του ευρώ παρατηρήθηκε έντονη ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων. Η εισαγωγή του ευρώ φαίνεται ότι έδρασε ως καταλύτης για την ανάπτυξη μιας αγοράς ομολόγων στην οποία μπορούν να πραγματοποιηθούν πρωτοφανούς μεγέθους εκδόσεις εταιρικών χρεογράφων. Ως εκ τούτου, η εισαγωγή του ευρώ δημιούργησε τη δεύτερη σε μέγεθος αγορά ομολόγων του κόσμου. Αυτό οδήγησε σε μείωση του κόστους των συναλλαγών, επειδή περιορίστηκαν οι αποκλίσεις μεταξύ των τιμών προσφοράς και των τιμών ζήτησης, και σε μεγαλύτερη ποικιλία τίτλων, καθώς στην αγορά συμμετέχουν πλέον νέες κατηγορίες εκδοτών.

Η ενοποίηση της αγοράς ομολόγων της ζώνης του ευρώ και η συνακόλουθη μείωση του κόστους δανεισμού σε ευρώ σημαίνουν ότι το ευρώ διαδραματίζει ολοένα σημαντικότερο ρόλο ως νόμισμα χρηματοδότησης. Στη διεθνή αγορά χρεογράφων, σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία, η αξία των κυκλοφορούντων χρεογράφων σε ευρώ που εκδόθηκαν από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ ως ποσοστό των συνολικών εκδόσεων χρεογράφων σε ευρώ είναι 29%, ενώ τα αντίστοιχα ποσοστά είναι 44% για το δολάριο ΗΠΑ και 13% για το γιεν Ιαπωνίας.

Αντίθετα με τους δανειολήπτες, οι επενδυτές ενδιαφέρονται για τη μελλοντική πορεία των αποδόσεων και αναζητούν χρηματοπιστωτικές αγορές με υψηλό βαθμό αποτελεσματικότητας και ρευστότητας. Τα χαρακτηριστικά αυτά υφίστανται μόνο όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν επαρκές βάθος και εύρος. Κάτι τέτοιο δεν ισχύει ακόμη για τις χρηματιστηριακές αγορές της ζώνης του ευρώ, των οποίων το μέγεθος, κατά μέσον όρο, τείνει να είναι μικρότερο, και ο όγκος των συναλλαγών σ' αυτές αντίστοιχα μικρότερος, σε σύγκριση με τις αγορές πολλών άλλων βιομηχανικών χωρών. Η κατάσταση αυτή οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην κατάτμηση των εθνικών αγορών, οι οποίες έχουν οικοδομηθεί με άξονα εθνικά αποθετήρια κινητών αξιών και συστήματα διακανονισμού τίτλων που είναι στενά συνδεδεμένα με τις εθνικές υποδομές πληρωμών.

Η πρόκληση είναι να εξαλειφθούν οι θεσμικοί και οικονομικοί παράγοντες που αυξάνουν το κόστος των διασυνοριακών συναλλαγών. Ειδικότερα, η περαιτέρω ενοποίηση προϋποθέτει την εναρμόνιση των λογιστικών κανόνων, των φορολογικών καθεστώτων και των νομικών πλαισίων, καθώς και την απόκτηση της απαραίτητης τεχνικής υποδομής που θα επιτρέπει τη

διαχείριση και το διακανονισμό τίτλων και άλλων περιουσιακών στοιχείων σε διασυννοριακή βάση. Το κόστος που οφείλεται σε αυτά τα κανονιστικά εμπόδια προσδιορίζεται στο Πρόγραμμα Δράσης Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών, το οποίο εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Το Πρόγραμμα Δράσης καθορίζει τις προτεραιότητες και τα χρονοδιαγράμματα για τη λήψη νομοθετικών και άλλων μέτρων προκειμένου να επιτευχθούν τρεις στρατηγικοί στόχοι: (α) η ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών χονδρικής, (β) η ανάπτυξη ανοικτών και ασφαλών αγορών για τις αντίστοιχες υπηρεσίες λιανικής και (γ) η εξασφάλιση συνεχούς σταθερότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ΕΕ. Επίσης, το Πρόγραμμα επισημαίνει τη σημασία της εξάλειψης των φορολογικών εμποδίων και στρεβλώσεων για τη δημιουργία μιας βέλτιστης ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς. Μέχρι σήμερα, έχουν υλοποιηθεί 30 από τα 42 μέτρα που περιέχονται στο Πρόγραμμα Δράσης. Ελπίζω ότι τα υπόλοιπα εμπόδια που προσδιορίζονται στο Πρόγραμμα Δράσης θα αρθούν εντός των προθεσμιών που έχουν τεθεί.<sup>1</sup>

Επειδή, όπως τόνισα ήδη, οι χρηματοπιστωτικές αγορές της ζώνης του ευρώ δεν διαθέτουν ακόμη επαρκές εύρος, δεν έχουν αξιοποιηθεί πλήρως οι δυνατότητες για την ανάδειξη του ευρώ σε διεθνές περιουσιακό στοιχείο. Στο τέλος του 2001, 13% των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων παγκοσμίως ήταν εκφρασμένα σε ευρώ, έναντι 68% περίπου σε δολάρια ΗΠΑ και 5% περίπου σε γιεν Ιαπωνίας. Ως μέσο συναλλαγών και “όχημα” διακράτησης συναλλάγματος, το δολάριο ΗΠΑ παραμένει κυρίαρχο σε παγκόσμιο επίπεδο. Το μερίδιο του ευρώ στις παγκόσμιες πράξεις συναλλάγματος με άμεση συναλλαγή (spot) ανέρχεται σε 20% περίπου.<sup>2</sup>

## Καταληκτικές παρατηρήσεις

Από τις υπάρχουσες αναλύσεις επιβεβαιώνεται ότι το ευρώ έχει καταστεί το δεύτερο σε σπουδαιότητα διεθνές νόμισμα παγκοσμίως. Οι αναλύσεις όμως αποδεικνύουν παράλληλα και ότι το δολάριο προηγείται ακόμη κατά πολύ του ευρώ. Πρωτού κλείσω, επιτρέψατέ μου μερικές παρατηρήσεις σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές.

Δύο σημαντικά και αλληλένδετα στοιχεία θα βοηθήσουν το ευρώ να αποκτήσει ισότιμη θέση με το δολάριο ΗΠΑ. Πρώτον, η βελτίωση της

1. Βλ. υποσημείωση 1 στη σελ. 134.

2. Η διεθνής χρήση του ευρώ έχει αυξηθεί σημαντικά από τότε που έγινε η παρουσίαση. Βλ. ECB, *Review of the international role of the euro*, Ιούνιος 2007.

παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας της ζώνης του ευρώ θα αυξήσει τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων της ζώνης του ευρώ, ενισχύοντας το ρόλο του ως νομίσματος επενδύσεων. Η εκπλήρωση της πρόβλεψης αυτής θα εξαρτηθεί από την πραγματοποίηση ριζικών αλλαγών σε τομείς όπως το ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών προϊόντων και εργασίας, το δημόσιο χρέος και τα δημοσιονομικά ελλείμματα, καθώς και τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης. Δεύτερον, η συνέχιση της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών, απαραίτητη προϋπόθεση για την επέκταση των επενδύσεων σε περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε ευρώ, απαιτεί αλλαγές στη νομοθεσία, τους κανονισμούς, τις πρακτικές της αγοράς και τις υποδομές, καθώς και εναρμόνισή τους.

Το ευρώ πραγματοποίησε εντυπωσιακή είσοδο στην παγκόσμια σκηνή. Σε σημαντικό βαθμό, αυτό οφείλεται στην αξιοπιστία που κατέκτησε η ΕΚΤ ήδη από τα πρώτα χρόνια της λειτουργίας της. Επίσης, αντανάκλα την αντίληψη των αγορών σύμφωνα με την οποία η ζώνη του ευρώ είναι μια οικονομία με υψηλό αναπτυξιακό δυναμικό. Αν στους υπόλοιπους τομείς που εξέτασα γίνουν προσπάθειες με αποφασιστικότητα, η αντίληψη αυτή θα επιβεβαιωθεί και η ελκυστικότητα του ευρώ στη διεθνή κονίστρα θα αυξηθεί, γεγονός που θα του επιτρέψει να αμφισβητήσει τον ηγεμονικό ρόλο τον οποίο διαδραματίζει σήμερα το δολάριο ΗΠΑ.

---

## IV.2 Προωθητικοί παράγοντες και όρια της διαδικασίας συσσώρευσης συναλλαγματικών διαθεσίμων

Η ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΝΑΛΥΣΗ εξετάζει δύο βασικά θέματα: (α) τις αιτίες της τεράστιας αύξησης των συναλλαγματικών διαθεσίμων που παρατηρείται ιδίως μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και (β) τις πιθανές συνέπειες αυτής της εντυπωσιακής συσσώρευσης διαθεσίμων.

Για να αντιληφθούμε καλύτερα τις εξελίξεις, αρκεί να παρατηρήσουμε ότι:

- Εκφρασμένα σε δολάρια ΗΠΑ, τα παγκόσμια συναλλαγματικά διαθέσιμα αυξήθηκαν από περίπου 1,5 τρισεκ. το 1995 σε περίπου 4,7 τρισεκ. τον Αύγουστο του 2006 (βλ. Διάγραμμα IV.2.1).

- Τα παγκόσμια διαθέσιμα αυξήθηκαν σημαντικά, κατά 46% περίπου, την εξαετία 1995-2001, ενώ από το 2001 μέχρι τον Αύγουστο του 2006 σημείωσαν περαιτέρω αύξηση κατά 120%.

- Η συγκέντρωση της διακράτησης διαθεσίμων αυξάνεται. Ενώ το 1995 στις πέντε κεντρικές τράπεζες με τη μεγαλύτερη διακράτηση διαθεσίμων (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναλογούσε περίπου το 25% των διαθεσίμων, μέχρι τον Αύγουστο του 2006 η αναλογία αυτή είχε φθάσει στο 54% (βλ. Διάγραμμα IV.2.2).

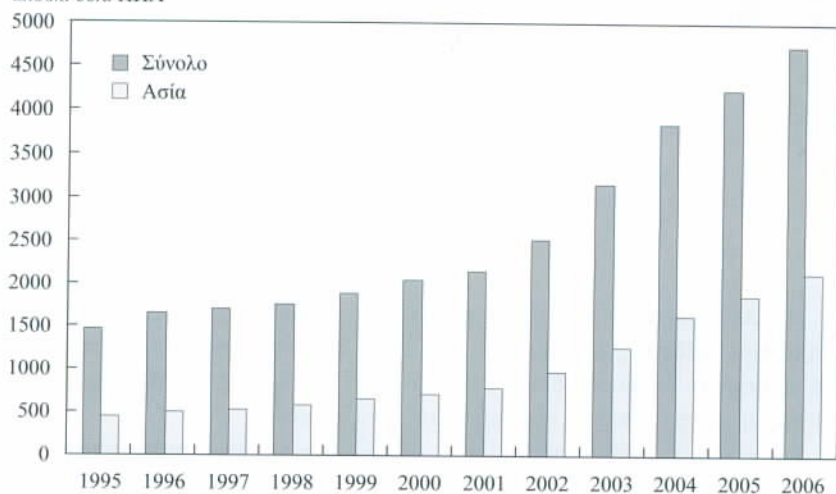
- Οι οικονομίες της Ασίας συγκεντρώνουν τον κύριο όγκο των διαθεσίμων. Τον Αύγουστο του 2006, δύο οικονομίες, της Ιαπωνίας και της Κίνας, διέθεταν σχεδόν το 40% των παγκόσμιων διαθεσίμων (βλ. Διάγραμμα IV.2.2). Συνολικά, στο τέλος του 2005, οκτώ από τις δέκα χώρες με τη μεγαλύτερη διακράτηση διαθεσίμων ήταν ασιατικές. Οι άλλες δύο ήταν η Ρωσία και το Μεξικό.

- Στη διάρκεια των τελευταίων ετών, η άνοδος των τιμών του πετρελαίου ενδέχεται να συνέβαλε στη συσσώρευση διαθεσίμων. Το 2005, για παράδειγμα, η Ρωσία και η Αλγερία, δύο πετρελαιοεξαγωγικές χώρες, συγκαταλέγονταν στις δέκα χώρες με τη μεγαλύτερη συσσώρευση διαθεσίμων.

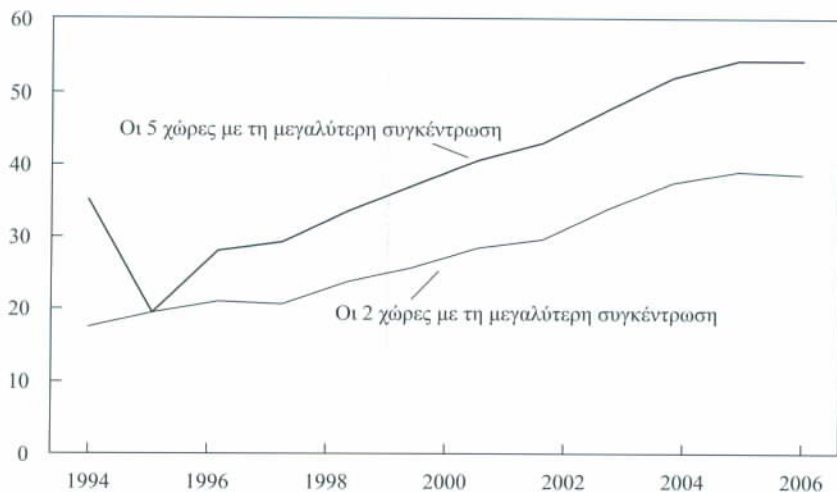
Παρουσίαση στο 3ο Σεμινάριο Υψηλού Επιπέδου του Ευρωσυστήματος και των κεντρικών τραπεζών των χωρών της Λατινικής Αμερικής, Μαδρίτη, 3-4 Δεκεμβρίου 2006.

**Διάγραμμα IV.2.1. Συναλλαγματικά διαθέσιμα (1995-2006)**

Δισεκ. δολ. ΗΠΑ

ΠΗΓΗ: ΔΝΤ, *International Financial Statistics*.**Διάγραμμα IV.2.2. Συγκέντρωση συναλλαγματικών διαθεσίμων (1994-2006)**

Ποσοστό % επί του συνόλου των διαθεσίμων

ΠΗΓΗ: ΔΝΤ, *International Financial Statistics*.

Ας εξετάσουμε τώρα τους παράγοντες που οδήγησαν στη συσσώρευση των διαθεσίμων. Πρώτον, έχει αυξηθεί η ζήτηση διαθεσίμων για συναλλακτικούς σκοπούς. Το παγκόσμιο εμπόριο, όπως μετρείται από τις παγκόσμιες εξαγωγές (σε ονομαστικούς όρους και δολάρια ΗΠΑ), αυξήθηκε περίπου κατά 109% μεταξύ 1995 και 2005. Εντούτοις, το ύψος των διαθεσίμων τριπλασιάστηκε την ίδια περίοδο, άρα η ζήτηση για συναλλακτικούς σκοπούς δεν αρκεί για να ερμηνεύσει την τεράστια συσσώρευση διαθεσίμων.

Δεύτερον, η αποτροπή ανεπιθύμητων ανατιμήσεων της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας υπήρξε βασικός προωθητικός παράγοντας της συσσώρευσης διαθεσίμων. Η επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας που βασίζεται στις εξαγωγές στηρίχθηκε, όπως φαίνεται, σε υποτιμημένες συναλλαγματικές ισοτιμίες σε ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς: αυτό συμβάλλει ώστε να εξηγηθεί η γεωγραφική συγκέντρωση της συσσώρευσης διαθεσίμων στην Ασία.

Τρίτον, μετά τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις που έπληξαν πολυάριθμες αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς τη δεκαετία του '90, η συσσώρευση διαθεσίμων αντανακλά μια επιθυμία αυτασφάλισης έναντι των επιδράσεων τυχόν μελλοντικών κρίσεων. Η παγκοσμιοποίηση, στο βαθμό που συνοδεύεται από χαλάρωση των περιορισμών επί των διασυνοριακών χρηματοπιστωτικών ροών, έχει αυξήσει την ευπάθεια σε κινδύνους αναστροφής των κεφαλαιακών ροών, ενισχύοντας έτσι τη ζήτηση διαθεσίμων για προληπτικούς λόγους. Σε ορισμένες χώρες, η συσσώρευση διαθεσίμων για προληπτικούς λόγους ίσως έχει ενισχυθεί από την αυξημένη πολιτική αποστροφή όσον αφορά την ανάμιξη του ΔΝΤ στην επίλυση ενδεχόμενων κρίσεων.

Με βάση λοιπόν τα ανωτέρω στοιχεία για τα κίνητρα της συσσώρευσης διαθεσίμων, δηλ. αφενός για λόγους διαχείρισης της συναλλαγματικής ισοτιμίας και αφετέρου για προληπτικούς λόγους, ποια συμπεράσματα μπορούν να συναχθούν για τις ενδεχόμενες συνέπειες, ιδίως σε σχέση με τους κινδύνους που συνδέονται με αυτές τις στρατηγικές; Όσον αφορά τη διαχείριση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, το βασικό επιχείρημα είναι ότι μερικές αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, κυρίως ασιατικές, ακολουθούν μια στρατηγική ανάπτυξης που βασίζεται στις εξαγωγές και υποστηρίζεται από τη συναλλαγματική πολιτική. Η συσσώρευση των διαθεσίμων υπήρξε φυσικό επακόλουθο της στρατηγικής αυτής. Χωρίς να παίρνω θέση όσον αφορά το κατά πόσον μερικές χώρες έχουν όντως υιοθετήσει μια τέτοια στρατηγική, επιτρέψατέ μου να εξετάσω το ακόλουθο ζήτημα: αν υπήρχε μια τέτοια συνειδητή στρατηγική υποτίμησης του νομίσματος, αυτή θα ήταν *διατηρήσιμη ή επιθυμητή*;

Όσον αφορά τη *διατηρησιμότητα*, σύμφωνα με την οικονομική θεωρία η κυβέρνηση μιας χώρας δεν μπορεί να ελέγχει επί μακρόν την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος καθορίζοντας την ονομαστική του ισοτιμία σε κάποιο “ανταγωνιστικό” επίπεδο. Καθώς οι εμπορικές συναλλαγές αυξάνονται, ο τομέας των εξαγωγών υιοθετεί νέες τεχνολογίες και βρίσκει τρόπους να γίνεται αποδοτικότερος. Όταν η ανάπτυξη που βασίζεται στις εξαγωγές είναι επιτυχής, οδηγεί σε αυξανόμενο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ασκώντας έτσι συχνά πιέσεις για ανατίμηση του νομίσματος. Αν οι αρχές αντισταθούν σ’ αυτές τις πιέσεις με παρεμβάσεις μεγάλης κλίμακας στην αγορά συναλλάγματος, η νομισματική επέκταση θα τείνει να επιταχυνθεί, προξενώντας πληθωριστικές πιέσεις. Με σταθερή ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία, θα επέλθει τελικά μέσω του πληθωρισμού πραγματική ανατίμηση, άρα η πολιτική αυτή δεν είναι διατηρήσιμη σε πιο μακρό χρονικό ορίζοντα.

Βεβαίως, οι πληθωριστικές συνέπειες της συσσώρευσης διαθεσίμων μπορούν να μετριαστούν μέσω πράξεων απορρόφησης της πλεονάζουσας ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα (*sterilisation*), αλλά το πεδίο εφαρμογής των εν λόγω πράξεων είναι συχνά περιορισμένο και οι πράξεις αυτές μπορεί να είναι αρκετά δαπανηρές. Η πιθανότητα αυτή μας οδηγεί στο ζήτημα του κατά πόσον η διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι *επιθυμητή*. Οι παρεμβάσεις μέσω αγοράς ξένου συναλλάγματος συνεπάγονται παροχή πρόσθετων εγχώριων πιστώσεων στην οικονομία, λόγω της περιορισμένης αποτελεσματικότητας των πράξεων αντιστάθμισης. Την εποχή που “μεσουρανούσε” το σύστημα του Bretton-Woods, οι κυβερνήσεις συχνά ήταν σε θέση να διοχετεύουν αυτές τις πρόσθετες πιστώσεις στον τομέα των εμπορεύσιμων αγαθών, επειδή οι εγχώριες χρηματοπιστωτικές αγορές εκείνη την περίοδο τελούσαν υπό καθεστώς αυστηρών ρυθμίσεων. Αντιθέτως, στο πολύ πιο διαφοροποιημένο και απελευθερωμένο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον του 21ου αιώνα, οι άφθονες πιστώσεις έχουν την τάση να διαχέονται στον τομέα των μη εμπορεύσιμων αγαθών, ιδίως στην αγορά ακινήτων. Τελικά, μια τέτοια εξέλιξη μπορεί να οδηγήσει σε υπερθέρμανση της οικονομίας και σε πληθωριστικές πιέσεις που υπεραντισταθμίζουν οποιαδήποτε αρχική υποτίμηση του νομίσματος, έτσι ώστε η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ενδέχεται εντέλει να καθίσταται υπερτιμημένη. Όπως μας υπενθυμίζει η βιβλιογραφία περί κερδοσκοπικών επιθέσεων, η υπερθερμασμένη οικονομία, η υπερβολική παροχή πιστώσεων και η υπερτιμημένη συναλλαγματική ισοτιμία αποτελούν τις κλασσικές συνθήκες για κερδοσκοπική συμπεριφορά των διαπραγματευτών συναλλάγματος χωρίς αυτοί να αναλαμβάνουν κινδύνους.

Υπάρχουν πρόσθετοι κίνδυνοι που σχετίζονται με τη συσσώρευση διαθεσίμων στο πλαίσιο της διαχείρισης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Πρώ-

τον, η άλλη όψη της συσσώρευσης διαθεσίμων σε δολάρια είναι η χρηματοδότηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ. Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών εκτίμησε ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ το 2005 – περίπου 6% του ΑΕΠ της χώρας αυτής – ισοδυναμούσε με τα 2/3 των παγκόσμιων αποταμιεύσεων, πράγμα που θέτει το ζήτημα κατά πόσον είναι διατηρήσιμη μια τέτοια κατάσταση. Ορισμένοι μελετητές έχουν συγκρίνει την παρούσα κατάσταση με εκείνη που επικρατούσε υπό το σύστημα του Bretton-Woods, υποστηρίζοντας πως ναί μεν οι ΗΠΑ παρουσίαζαν ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών υπό το προηγούμενο σύστημα, αλλά το σύστημα αυτό κατόρθωσε να ισχύσει για πολλά χρόνια. Επομένως, σύμφωνα με το επιχείρημα αυτό, και το παρόν σύστημα είναι διατηρήσιμο. Επιτρέψατέ μου ωστόσο να επισημάνω ότι οι ΗΠΑ ναί μεν παρουσίασαν ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών υπό το σύστημα του Bretton-Woods, αλλά στη διάρκεια των περισσότερων ετών της ισχύος αυτού του συστήματος κατέγραψαν *πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών*, αυξάνοντας έτσι την καθαρή θετική τους θέση έναντι του υπόλοιπου κόσμου. Αντιθέτως, υπό τις παρούσες περιστάσεις, οι ΗΠΑ εμφανίζουν ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και έχουν καταστεί καθαρός *οφειλέτης* έναντι του υπόλοιπου κόσμου, σε επίπεδο της τάξεως του 25% του ΑΕΠ.

Δεύτερον, τα σχετικώς υψηλά εγχώρια επιτόκια, τα οποία αντικατοπτρίζουν τη διενέργεια πράξεων αντιστάθμισης, σε συνδυασμό με μια συναλλαγματική ισοτιμία συνδεδεμένη με νόμισμα αναφοράς, μερικές φορές παρέχουν κίνητρα στις επιχειρήσεις και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μιας χώρας να δανειζονται σε ξένα νομίσματα που έχουν χαμηλά επιτόκια. Σε τέτοιες συνθήκες, το καθεστώς της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας εκλαμβάνεται ως εξασφάλιση έναντι του συναλλαγματικού κινδύνου. Όπως κατέδειξε η νομισματική κρίση στην Ασία το 1997-1998, η συσσώρευση αναντιστοιχιών μεταξύ νομισμάτων που ενδέχεται να σημειωθεί σε τέτοιες περιπτώσεις μπορεί να αποτελέσει το υπόστρωμα μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Τρίτον, ορισμένοι σχολιαστές έχουν υποστηρίξει ότι οι οικονομίες στις οποίες γίνονται πράξεις απορρόφησης (από τις κεντρικές τράπεζες) της πλεονάζουσας ρευστότητας στην εγχώρια αγορά και πραγματοποιούνται επενδύσεις στο εξωτερικό σε υποχρεώσεις σε δολάρια απαλλάσσουν τις ΗΠΑ από την ανάγκη προσαρμογής της εγχώριας ζήτησης, καθώς με τις παρεμβάσεις αυτές διατηρούνται χαμηλά τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στις ΗΠΑ, ενώ παράλληλα μετατοπίζεται το βάρος της προσαρμογής της συναλλαγματικής ισοτιμίας από το δολάριο σε άλλα νομίσματα, τα οποία έχουν κυμαινόμενη ισοτιμία. Τέταρτον, τα συνεχώς μεγάλα ελλείμματα του

ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ ενδέχεται να προξενήσουν πιέσεις υπέρ του προστατευτισμού στη χώρα αυτή, θέτοντας σε κίνδυνο το παγκόσμιο σύστημα εμπορικών συναλλαγών.

Ας εξετάσουμε τώρα τη συσσώρευση διαθεσίμων για προληπτικούς λόγους. Όπως προανέφερα, το κίνητρο αυτό αντανακλά μια τάση αυτασφάλισης έναντι πιθανών μελλοντικών κρίσεων, μετά τις κρίσεις της δεκαετίας του 1990 και των αρχών της δεκαετίας του 2000. Με άλλα λόγια, η συσσώρευση διαθεσίμων για προληπτικούς λόγους μπορεί να θεωρηθεί ως δίδαγμα από αυτές τις προγενέστερες κρίσεις. Αποκομίσαμε όμως όλοι το σωστό δίδαγμα;

Για να απαντήσουμε στο ερώτημα, ας θυμηθούμε ένα ακόμη δίδαγμα που αποκομίσαμε από αυτές τις προγενέστερες κρίσεις: τα ενδιάμεσα καθεστώτα, ή καθεστώτα μονομερούς σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας ενός νομίσματος με ένα άλλο νόμισμα ή με μια δέση άλλων νομισμάτων, δεν είναι βιώσιμα σε έναν κόσμο υψηλής κινητικότητας των κεφαλαίων. Τελικά, αυτά τα καθεστώτα καταρρέουν εξαιτίας κερδοσκοπικών επιθέσεων που συνεπάγονται υψηλό κόστος. Θα θυμάστε ίσως πως μια από τις απόρροιας αυτού του διδάγματος στα τέλη της δεκαετίας του 1990, όπως αντικατοπτρίστηκε στις κατευθύνσεις του ΔΝΤ για την άσκηση της συναλλαγματικής πολιτικής, ήταν ότι, για χώρες με οικονομίες πλήρως ενσωματωμένες στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, τα μόνα βιώσιμα καθεστώτα συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι αυτά της κυμαινόμενης ισοτιμίας και του “σκληρού” νομίσματος, όπου συμπεριλαμβάνονται τα καθεστώτα “επιτροπής συναλλάγματος”, οι “δολαριοποιημένες” οικονομίες και οι νομοματικές ενώσεις. Το ΔΝΤ, στο πλαίσιο των προγραμματιών δανειοδότησης και της επιτήρησης που ασκεί, πολλές φορές έχει ενθαρρύνει διάφορες χώρες να κινηθούν προς τα “ακραία” συναλλαγματικά καθεστώτα.

Η εμπειρία της Αργεντινής ωστόσο κατέδειξε ότι το καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος δεν είναι απρόσβλητο από κερδοσκοπικές επιθέσεις όταν μια οικονομία βρίσκεται σε ύφεση και συγχρόνως η νομοματική πολιτική χαράσσεται στο εξωτερικό, ενώ η ευπάθεια λόγω του εξωτερικού χρέους απαγορεύει την άσκηση αντικυκλικής επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και η οικονομία στερείται επαρκούς ευελιξίας προκειμένου να διορθώσει μόνη της την υπερετίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ταυτόχρονα, η σωρευόμενη πείρα και τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας υποδηλώνουν ότι τα καθεστώτα ελεύθερης διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς δεν αποτελούν πανάκεια. Η εμπειρική έρευνα δείχνει μεταξύ άλλων ότι στις αναδυόμενες οικονομίες οι υποτιμήσεις συνδέονται με μεγαλύτερη μετακύλιση της επίδρασής τους στις εγχώριες τιμές από ό,τι στις βιο-

μηχανικές χώρες, ότι η αρνητική επίδραση της μεταβλητότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας στο εξωτερικό εμπόριο είναι μεγαλύτερη από ό,τι στις βιομηχανικές χώρες, καθώς και ότι στις αναδυόμενες οικονομίες με κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία σημειώνεται μικρότερη αύξηση του μεγέθους και του ρόλου των χρηματοπιστωτικών αγορών από ό,τι στις αναδυόμενες οικονομίες με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.

Συνέπεια των προηγούμενων τάσεων ήταν ότι, όσον αφορά τα συναλλαγματικά καθεστώτα, στις αρχές της δεκαετίας του 2000 οι αναδυόμενες οικονομίες είχαν πολύ μικρά περιθώρια να στραφούν αλλού παρά σε πλήρεις νομισματικές ενώσεις, “δολαριοποίηση” (ή “ευρωπαϊκή”), ή ρυθμίσεις συστημάτων όπως ο ΜΣΙ ΙΙ, ο οποίος διαθέτει ως σταθερό υπόβαθρο την ύπαρξη κριτηρίων ονομαστικής σύγκλισης και υπερεθνικών θεσμών. Έτσι, τα ενδιάμεσα καθεστώτα δεν θεωρούνταν βιώσιμα, ενώ και τα καθεστώτα ελεύθερης διακύμανσης και επιτροπής συναλλάγματος παρουσίαζαν προβλήματα. Η απάντηση σε αυτό το σύνθετο πρόβλημα ήταν η δημιουργία σε αρκετές χώρες ενός υβριδικού καθεστώτος, το οποίο, ενώ παρέχει ευελιξία της συναλλαγματικής ισοτιμίας, συγχρόνως “επιτηρεί” τη συναλλαγματική ισοτιμία, προκειμένου να αποφεύγεται η υπερβολική μεταβλητότητα και να καθίσταται εφικτή η συσσώρευση διαθεσίμων που βοηθούν στη διασφάλιση της διατηρησιμότητας, και χρησιμοποιεί ως ονομαστικό σημείο αναφοράς ένα πλαίσιο καθορισμού στόχου για τον πληθωρισμό. Στοιχεία αυτής της συνολικής στρατηγικής έχουν χρησιμοποιηθεί, σε διαφορετικό βαθμό, από αρκετές οικονομίες της Λατινικής Αμερικής.

Σε πολλές από αυτές τις περιπτώσεις, το καθεστώς χαρακτηρίζεται επισημώς ως “καθεστώς κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας”, ενώ εκ των πραγμάτων προσομοιάζει σε ένα ενδιάμεσο καθεστώς, αν και βρίσκεται στο άκρο του φάσματος των ενδιάμεσων καθεστώτων στο οποίο ανήκουν τα ευέλικτα καθεστώτα. Το γεγονός αυτό μας βοηθά να επιλύσουμε ένα εμπειρικό αίνιγμα, την παρατήρηση ότι η τεράστια αύξηση της συσσώρευσης διαθεσίμων τα τελευταία έτη επήλθε σε μια εποχή όπου αυξάνεται ο αριθμός των οικονομιών με “de jure” κυμαινόμενες ισοτιμίες. “De facto”, ωστόσο, η αύξηση του αριθμού των οικονομιών που όντως επιτρέπουν την ελεύθερη διακύμανση των νομισμάτων τους δεν είναι τόσο έντονη.

Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, κατά τη γνώμη μου, η συσσώρευση διαθεσίμων ενέχει μικρότερο κίνδυνο από εκείνον που ελλοχεύει όταν η ύπαρξη υποτιμημένης συναλλαγματικής ισοτιμίας αποτελεί στόχο πολιτικής. Μάλιστα, τα διάφορα επιμέρους στοιχεία της ανωτέρω στρατηγικής δείχνουν να ενισχύουν το ένα το άλλο. Η ευελιξία της συναλλαγματικής ισοτιμίας εισάγει το στοιχείο του κινδύνου στον δανεισμό σε ξένα νομίσματα, μειώνοντας τις αναντιστοιχίες νομισμάτων και παρέχοντας στη νομισματική πολιτική τη

δυνατότητα να εστιάζεται στη σταθερότητα των τιμών. Αν οι αναντιστοιχίες νομοματών τεθούν υπό καλύτερο έλεγχο, ο “φόβος της διακύμανσης” — που εν μέρει οφείλεται και ο ίδιος σε υπερβολικό δανεισμό σε ξένα νομίσματα — θα μειωθεί, ενώ παράλληλα θα βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα, όσον αφορά τη νομοματική πολιτική, ενός πλαισίου καθορισμού στόχου για τον πληθωρισμό, διότι η επίτευξη χαμηλού πληθωρισμού μπορεί πολύ ευκολότερα να αποτελέσει πρωταρχική επιδίωξη της νομοματικής πολιτικής.

Κλείνοντας μπορεί κανείς να κάνει τις ακόλουθες παρατηρήσεις: Πρώτον, οι συναλλακτικοί σκοποί και οι προληπτικοί λόγοι μπορούν να ερμηνεύσουν σε μεγάλο βαθμό, αλλά οπωσδήποτε όχι εξολοκλήρου τη συσσώρευση διαθεσίμων κατά τα τελευταία δέκα έτη περίπου. Δεδομένου ότι σκοπός της προληπτικής συσσώρευσης διαθεσίμων ήταν η αποτροπή ή η καλύτερη αντιμετώπιση κερδοσκοπικών επιθέσεων, στο βαθμό που οι επιθέσεις αυτές τείνουν να είναι μεταδοτικές η συσσώρευση διαθεσίμων συμβάλλει στη σταθερότητα των διεθνών χρηματοπιστωτικών ρυθμίσεων. Φαίνεται επίσης ότι η εν λόγω συσσώρευση έχει μετριαστεί το κόστος της βασιζόμενης στην αγορά εξασφάλισης για τις χώρες που συσσωρεύουν ευμεγέθη διαθέσιμα, καθώς το υψηλό επίπεδο των διαθεσίμων έχει επανειλημμένα ληφθεί ευνοϊκά υπόψη σε εκθέσεις φορέων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Δεύτερον, στο βαθμό που η συσσώρευση διαθεσίμων αντικατοπτρίζει πολιτικές διαχειρίσις της συναλλαγματικής ισοτιμίας, πιστεύω πως μπορεί να υποστηριχθεί με ισχυρά επιχειρήματα ότι έχει συμβάλει στη βραχυπρόθεση βιωσιμότητα της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης, παραδείγματος χάριν αναβάλλοντας την ανάγκη προσαρμογής για ορισμένες χώρες και συντελώντας στη διατήρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα. Όπως επισημίνα ωστόσο, η στρατηγική της διαχείρισης της συναλλαγματικής ισοτιμίας ενέχει κινδύνους, τόσο για τις εν λόγω οικονομίες όσο και για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Κατά τη γνώμη μου, η *διατηρησιμότητα* του σημερινού ρυθμιστικού πλαισίου θα εξαρτηθεί εν μέρει από μια στροφή — ίσως βαθμιαία — των οικονομιών που ασκούσαν πολιτική διαχείρισης της συναλλαγματικής ισοτιμίας προς καθεστώς μεγαλύτερης ευελιξίας. Αυτή η ευελιξία φυσικά θα χρειαστεί να συνοδευθεί από μακροοικονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές που τονώνουν τη ζήτηση στις χώρες με πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και αυξάνουν τις εγχώριες αποταμιεύσεις στις χώρες με έλλειμμα.

---

## IV.3 Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων: ζητήματα και προκλήσεις

ΑΠΟΤΕΛΕΙ ΠΛΕΟΝ κοινή πεποίθηση ότι η μεγαλύτερη ενσωμάτωση στις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίων μπορεί να έχει τεράστια οφέλη για μια χώρα. Προϋπόθεσή της όμως είναι η άρση των ελέγχων της κίνησης κεφαλαίων.

Στα οφέλη για την ευημερία που προκύπτουν από την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και την αύξηση της πρόσβασης στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων συμπεριλαμβάνονται η αποτελεσματικότερη κατανομή των αποταμιεύσεων, η διοχέτευση των πόρων προς τις παραγωγικότερες δυνατές χρήσεις, η εξομάλυνση της κατανάλωσης, ιδίως σε περιόδους όπου μια χώρα πλήττεται από διαταραχές, η διασπορά των κινδύνων, η πρόσβαση σε διεθνή ιδιοκτησιακά δικαιώματα, ιδίως στην περίπτωση των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), και η ενίσχυση της πειθαρχίας κατά την άσκηση της οικονομικής πολιτικής. Ωστόσο, όπως δείχνει η εμπειρία, εκτός από οφέλη, η απελευθέρωση δημιουργεί και προκλήσεις. Στις παρατηρήσεις που ακολουθούν θα αναπτύξω το θέμα αυτό, τόσο αναφερόμενος στην εκτενή βιβλιογραφία σχετικά με την απελευθέρωση των εξωτερικών χρηματοοικονομικών συναλλαγών όσο και εξετάζοντας τις εμπειρίες των μεσογειακών χωρών ως προς τις ροές κεφαλαίων.

Για να δώσω το πλαίσιο της ανάλυσης, θα αναφερθώ σε ορισμένα συνοπτικά στοιχεία για τις μεσογειακές χώρες.

- Πρώτον, στοιχεία για τα συναλλαγματικά καθεστάτα (βλ. Πίνακα IV.3.1). Στο παρελθόν, όλες οι χώρες είχαν κάποιο καθεστώς σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματός τους. Ενώ διακρίνεται κάποια κίνηση προς λιγότερα άκαμπτα συναλλαγματικά καθεστάτα, η πλειονότητα των χωρών εξακολουθεί να διαθέτει κάποια μορφή σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

- Δεύτερον, στοιχεία για το βαθμό στον οποίο έχει απελευθερωθεί η κίνηση κεφαλαίων (βλ. Διάγραμμα IV.3.1). Στον τομέα αυτό η εικόνα είναι ανάμικτη. Δύο χώρες – το Ισραήλ και η Ιορδανία – έχουν προχωρήσει σε

Παρουσίαση στην τρίτη Ευρωμεσογειακή διάσκεψη στην οποία συμμετείχαν οι κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος και των μεσογειακών χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ και που συνδιοργανώθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος και την ΕΚΤ, Ναύπλιο, 25 Ιανουαρίου 2006.

Πίνακας IV.3.1. Συναλλαγματικά καθεστώτα στις μεσογειακές χώρες

<i>Με σύνδεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας</i>	<i>Χωρίς σύνδεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας</i>
Αλγερία <sup>1</sup>	Αίγυπτος
Ιορδανία	Ισραήλ
Λίβανος	
Λιβύη	
Μαρόκο	
Συρία	
Τυνησία <sup>2</sup>	

ΠΗΓΕΣ: ΔΝΤ, *AREAER* 2004, και υπολογισμοί της ΕΚΤ, 2005.

1. Η Αλγερία διαθέτει de jure καθεστώς ελεγχόμενης διακείμενης.

2. Η Τυνησία ακολουθεί κανόνα πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας.

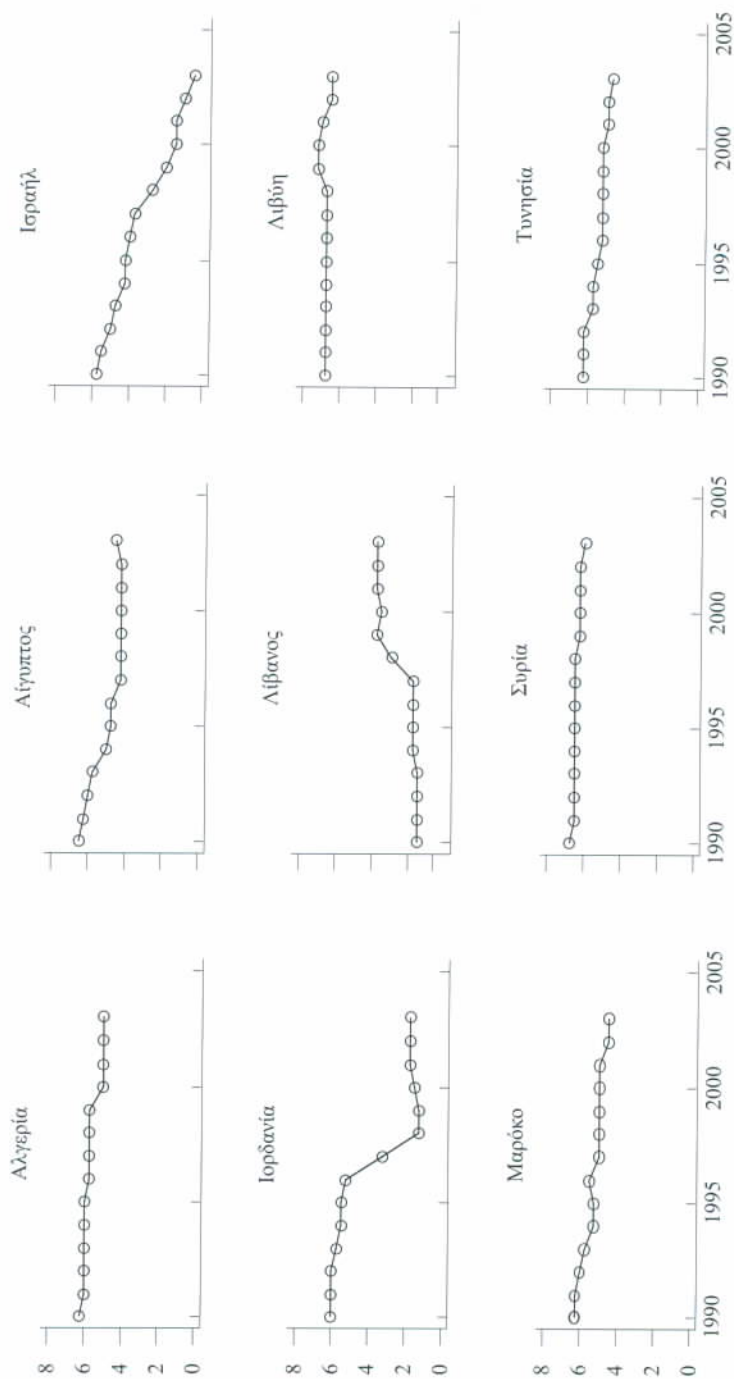
πλήρη απελευθέρωση, ορισμένες άλλες έχουν σημειώσει αρκετή πρόοδο, ενώ άλλες έχουν κάνει μόνο διστακτικά βήματα.

• Τρίτον, στοιχεία για τις καθαρές εισροές ή εκροές ιδιωτικών κεφαλαίων: αυτές είναι κατά κανόνα της τάξεως του 5% του ΑΕΠ, αν και περιστασιακά μπορούν να φθάσουν το 15%, ή ακόμα και το 20% και πλέον. Τα μεγέθη αυτά είναι παρόμοια με εκείνα στα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ, καθώς και στην Ελλάδα και την Πορτογαλία πριν από την ένταξή τους στη ζώνη του ευρώ (βλ. Πίνακα IV.3.2).

Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων μπορεί να θεωρηθεί μέσο για τη βελτίωση της αξιοπιστίας του πλαισίου πολιτικής προκειμένου, μεταξύ άλλων, να ενθαρρυνθούν μεγαλύτερες διασυνοριακές ροές κεφαλαίων. Το επίπεδο ανάπτυξης της πλειονότητας των μεσογειακών χωρών (βλ. Διάγραμμα IV.3.2) υποδηλώνει ότι θα πρέπει να είναι εισαγωγείς κεφαλαίων – δεδομένης της έλλειψης κεφαλαίων, η απόδοση του πάγιου κεφαλαίου θα πρέπει να είναι, όλων των άλλων παραγόντων τηρουμένων σταθερών, υψηλότερη από ό,τι σε περισσότερο ανεπτυγμένες χώρες. Υπό τις συνθήκες αυτές, η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων μπορεί να βοηθήσει στην προσέλκυση χρηματοδοτικών πόρων για επενδύσεις, ανεξάρτητα από τη μορφή τους ή από το αν ενθαρρύνουν τις εγχώριες επενδύσεις. Καθώς έχει ληφθεί η ισχύς της Συμφωνίας για τις Πολυίνες,<sup>1</sup> γεγονός που έχει επηρεάσει την ανταγωνιστική θέση των μεσογειακών χωρών, για να διαφυλαχθεί η ανταγωνιστικότητα των συναφών κλάδων παραγωγής θα χρειαστούν σημαντικές επενδύσεις με σκοπό την αναβάθμιση και τον εκσυγχρονισμό τους.

1. Η συμφωνία αυτή (Multifiber Agreement) έθετε φραγμούς στις εισαγωγές κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων από αναπτυσσόμενες χώρες.

Διάγραμμα IV.3.1. Δείκτης έντασης ελέγχων κίνησης κεφαλαίων (1990-2005)



ΠΗΓΗ: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

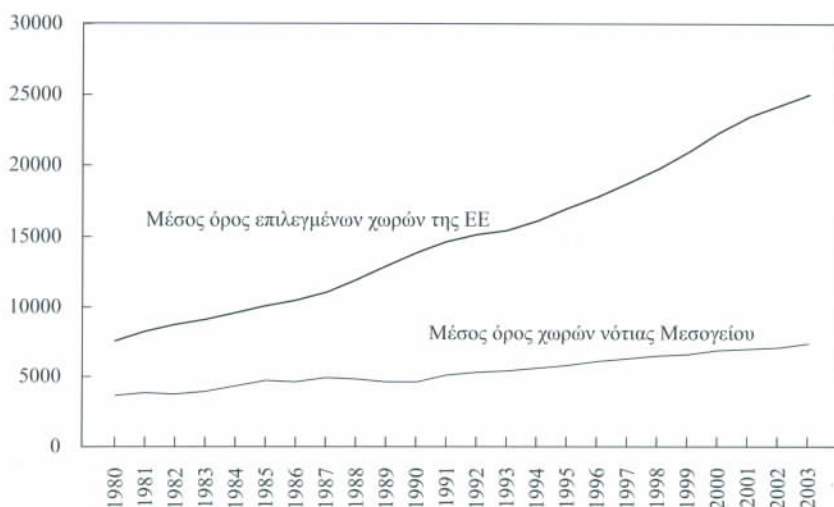
**Πίνακας IV.3.2. Καθαρές ροές ιδιωτικών κεφαλαίων (1990-2004)**

Ποσοστό % του ΑΕΠ

		Μέσος όρος	Μέγιστο ποσοστό
Μεσόγειος	Σύνολο ροών κεφαλαίων	3,6	28,2
	Ροές κεφαλαίων εκτός ΞΑΕ	3,9	29,7
Ανατολική Ευρώπη	Σύνολο ροών κεφαλαίων	7,7	59,6
	Ροές κεφαλαίων εκτός ΞΑΕ	6,7	60,1
Νότια Ευρώπη	Σύνολο ροών κεφαλαίων	4,7	19,4
	Ροές κεφαλαίων εκτός ΞΑΕ	4,2	20,4

ΠΗΓΗ: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος βάσει στοιχείων του ΔΝΤ, *Balance of Payments*, CD-ROM.**Διάγραμμα IV.3.2. Κατά κεφαλήν ΑΕΠ (1980-2003)**

Σε δολ. ΗΠΑ ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης



ΠΗΓΗ: ΔΝΤ, World Economic Outlook Database.

Οι ροές κεφαλαίων επίσης διευκολύνουν τη διασπορά των κινδύνων, ούτως ώστε να εξομαλύνονται ευκολότερα οι διαταραχές που πλήττουν την κάθε χώρα. Εν μέρει λόγω του κάπως χαμηλότερου βαθμού διαφοροποίησης

**Πίνακας IV.3.3. Ρυθμοί ανάπτυξης: σύγκριση μεσογειακών χωρών και επιλεγμένων χωρών της ζώνης του ευρώ**

Ρυθμοί αύξησης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε δολ. ΗΠΑ ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης

Χώρες	Μέσος ρυθμός ανάπτυξης 1980-2003	Τυπική απόκλιση ρυθμών ανάπτυξης
Αλγερία	3,2	3,2
Αίγυπτος	5,2	3,0
Ισραήλ	4,7	3,0
Ιορδανία	2,7	4,8
Λίβανος	4,4	20,2
Λιβύη	0,2	5,6
Μαρόκο	4,5	5,3
Συρία	3,8	6,0
Τυνησία	5,3	2,9
<b>Μέσος όρος</b>	<b>3,8</b>	<b>6,0</b>
Γαλλία	4,4	1,8
Ελλάδα	4,3	2,0
Ιρλανδία	7,5	3,1
Ιταλία	4,7	2,0
Πορτογαλία	5,8	3,1
Ισπανία	5,5	1,9
<b>Μέσος όρος</b>	<b>5,4</b>	<b>2,3</b>

ΠΗΓΗ: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος βάσει στοιχείων του ΔΝΤ, World Economic Outlook Database, Απρίλιος 2005.

της σύνθεσης της παραγωγής στις μεσογειακές οικονομίες, η μεταβλητότητα των ρυθμών ανάπτυξης των χωρών αυτών είναι σημαντικά μεγαλύτερη από ό,τι των Ευρωπαϊών γειτόνων τους (βλ. Πίνακα IV.3.3). Το ίδιο ισχύει για τους ρυθμούς των επενδύσεων, καθώς η χρηματοδότησή τους παρουσιάζει υπερβολική εξάρτηση από την εθνική αποταμίευση. Οι παράγοντες αυτοί υποδηλώνουν ότι τα οφέλη από τη διασπορά των κινδύνων χάρη στην πρόσβαση στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων είναι εξόχως σημαντικά.

Η εμπειρία δείχνει ότι έχει σημασία η σειρά εφαρμογής των μέτρων απελευθέρωσης της οικονομίας. Από τη βιβλιογραφία προκύπτουν τα ακόλουθα διδάγματα.

- Πρώτον, η απελευθέρωση των (εσωτερικών ή εξωτερικών) χρηματοοικονομικών συναλλαγών πρέπει να γίνεται μόνον αφού έχουν εξαλειφθεί οι πραγματικές στρεβλώσεις, γιατί σε αντίθετη περίπτωση η χρηματοδότηση δεν θα κατευθύνεται κατ' ανάγκην προς τους τομείς που παρουσιάζουν υψηλή οριακή παραγωγικότητα κεφαλαίου.

• Δεύτερον, η απελευθέρωση των εξωτερικών χρηματοοικονομικών συναλλαγών απαιτεί έναν ισχυρό και απελευθερωμένο εγχώριο χρηματοπιστωτικό τομέα. Τα εγχώρια επιτόκια πρέπει να είναι συμβατά με τα επίπεδα των επιτοκίων παγκοσμίως. Οι οικονομικές μονάδες, είτε πρόκειται για εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είτε για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις είτε για νοικοκυριά, πρέπει επίσης να διαθέτουν επαρκείς γνώσεις ώστε να είναι σε θέση να κατανοούν τους κινδύνους που ελλοχεύουν σ' ένα απελευθερωμένο περιβάλλον, να αναπτύσσουν κατάλληλες στρατηγικές αντίδρασης στις συνθήκες των απελευθερωμένων χρηματοπιστωτικών αγορών και να έχουν πρόσβαση στα μέσα που είναι απαραίτητα για την εφαρμογή αυτών των στρατηγικών. Μια ανεπτυγμένη χρηματοπιστωτική αγορά μπορεί να βοηθήσει και στη χάραξη πολιτικής σ' ένα απελευθερωμένο περιβάλλον. Η προσπάθεια αντιστάθμισης (με πράξεις απορρόφησης της πλεονάζουσας ρευστότητας) ακόμη και μέτρων ροών κεφαλαίων σε μια αγορά κρατικών τίτλων που χαρακτηρίζεται από περιορισμένες συναλλαγές μπορεί να έχει σημαντικές αποσταθεροποιητικές συνέπειες και να αποδειχθεί εξαιρετικά δύσκολη και δαπανηρή.

• Τρίτον, η διαδικασία απελευθέρωσης των εξωτερικών συναλλαγών απαιτεί χρόνο. Οι περισσότερες χώρες, επί παραδείγματι, απελευθερώνουν πρώτα τις εισροές και μετά τις εκροές. Οι ξένες άμεσες επενδύσεις, οι οποίες θεωρούνται πιο μακροπρόθεσμη και μόνιμη εισροή, συνήθως απελευθερώνονται πριν από ροές κεφαλαίων η απελευθέρωση των οποίων μπορεί να δώσει ευκαιρίες εκδήλωσης κερδοσκοπικής συμπεριφοράς.

• Τέταρτον, δύο παράγοντες που σύμφωνα με την πρόσφατη εμπειρία αποτελούν προαπαιτούμενα της επιτυχούς απελευθέρωσης των εξωτερικών χρηματοοικονομικών συναλλαγών είναι η μακροοικονομική σταθερότητα και η ανάγκη για ένα υγιές τραπεζικό σύστημα με καλή εποπτεία. Το πρώτο προαπαιτούμενο προκύπτει ιδίως από την εμπειρία των οικονομιών σε μετάβαση, ενώ το δεύτερο ήταν ιδιαίτερα εμφανές στην περίπτωση της Νοτιοανατολικής Ασίας.

Ένα τελευταίο ζήτημα, που τέθηκε πιο πρόσφατα στη βιβλιογραφία, είναι κατά πόσον ο περιφερειακός συντονισμός της διαδικασίας απελευθέρωσης μπορεί να είναι επωφελής. Υπάρχουν ενδείξεις ότι η συντονισμένη απελευθέρωση σε πολλές χώρες μπορεί να προκαλέσει σημαντική αύξηση του απόλυτου επιπέδου τόσο των εισροών όσο και των εκροών κεφαλαίων, αλλά και της μεταβλητότητάς τους. Το φαινόμενο αυτό εξηγείται, τουλάχιστον εν μέρει, από την εκτενή σχετική βιβλιογραφία, η οποία αναγνωρίζει την πιθανότητα κερδοσκοπικών υπερτιμήσεων περιουσιακών στοιχείων (bubbles), μετάδοσης κρίσεων (contagion) και κερδοσκοπικών επιθέσεων που βασίζονται σε αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες (self-fulfilling attacks).

Όμως, και η μονομερής απελευθέρωση από μια χώρα μπορεί να οδηγήσει σε προβλήματα. Η απελευθέρωση στην οποία προβαίνει μια χώρα μπορεί να συνεπάγεται αρνητικές “εξωτερικές οικονομίες” για άλλες χώρες, καθώς η εν λόγω χώρα απορροφά ροές κεφαλαίων από τους γείτονές της. Οι μεσογειακές χώρες συνήθως θεωρείται ότι ανήκουν περίπου στην ίδια κατηγορία κινδύνου και ότι αντιμετωπίζουν παρόμοιες διαταραχές. Ως εκ τούτου, η ενθάρρυνση μορφών περιφερειακής ενοποίησης μπορεί να αποφέρει οφέλη, π.χ. μέσω της προώθησης των συναλλαγών επί τίτλων σταθερού εισοδήματος. Η πρακτική αυτή μπορεί να βοηθήσει στην αύξηση των συναλλαγών στις αγορές (market deepening) και στην εξοικείωση τόσο των εγχώριων αποταμιευτών όσο και των ξένων επενδυτών με τις νέες ευκαιρίες που προσφέρει η απελευθέρωση.

Ενώ η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων μπορεί να αποφέρει δυνητικά οφέλη, δημιουργεί επίσης ορισμένες προκλήσεις για τη χάραξη της μακροοικονομικής πολιτικής, ιδίως στις χώρες που διαθέτουν κάποια μορφή μονομερούς σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματός τους με ένα άλλο νόμισμα ή με μια δέσμη άλλων νομισμάτων ή όπου οι νομισματικές αρχές παρακολουθούν στενά το επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η εμπειρία δείχνει ότι οι χώρες αυτές είναι ευάλωτες σε περιόδους τόσο μεγάλων καθαρών εισροών κεφαλαίων όσο και μεγάλων καθαρών εκροών, καθώς και στις δύο περιπτώσεις μπορεί να περιπλακεί σημαντικά η άσκηση της μακροοικονομικής πολιτικής.

Όταν ο στόχος μιας χώρας για τη συναλλαγματική ισοτιμία είναι εξαιρετικά αξιόπιστος, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, ενώ παράλληλα οι νομισματικές αρχές ασκούν περιοριστική νομισματική πολιτική με στόχο τη μείωση του πληθωρισμού, είναι δυνατή η εμφάνιση υπέρμετρων καθαρών εισροών κεφαλαίων. Το πρόβλημα των εισροών κεφαλαίων μπορεί να επιδεινωθεί εάν η δημοσιονομική πολιτική είναι χαλαρή. Αυτό το μείγμα πολιτικής, δηλ. ο συνδυασμός περιοριστικής νομισματικής πολιτικής και χαλαρής δημοσιονομικής πολιτικής, κατά κανόνα οδηγεί σε σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις από ό,τι στις ξένες αγορές, με αποτέλεσμα να ενθαρρύνονται οι εισροές κεφαλαίων.

Αυτές οι εισροές, όμως, έχουν επιπτώσεις στην εγχώρια αγορά χρήματος. Οι παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος για την πρόληψη της ανατίμησης της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας οδηγούν σε αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων, ενώ δημιουργείται πλεονάζουσα ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά με τα ισχύοντα επιτόκια. Η κατάσταση αυτή μπορεί να υπονομεύσει τις προσπάθειες αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού ή να καταστήσει δύσκολη τη διατήρησή του σε χαμηλά επίπεδα. Ενώ η απορρόφηση (από την κεντρική τράπεζα) της

πλεονάζουσας ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά μπορεί να περιορίσει αυτές τις επιδράσεις, οι δυσκολίες για συνέχιση των πράξεων απορρόφησης επί μακρόν είναι πλέον γνωστές.

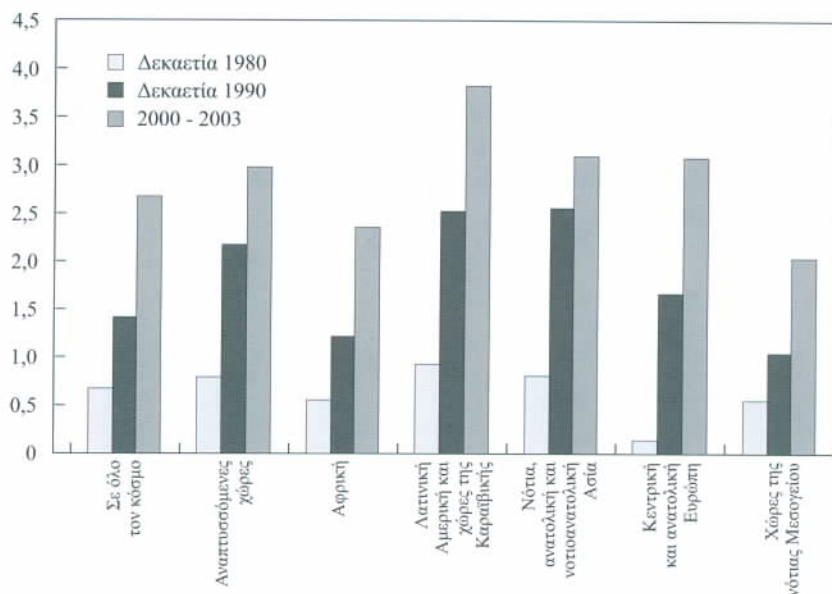
Οι μεγάλες καθαρές εκροές κεφαλαίων μπορεί να αποδειχθούν εξίσου προβληματικές για τη μακροοικονομική πολιτική. Η αφνίδια απόσυρση κεφαλαίων μπορεί να υπονομεύσει τη μονομερή σύνδεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας ενός νομίσματος με ένα άλλο νόμισμα ή με μια δέσμη άλλων νομισμάτων, καθώς οι νομισματικές αρχές θα δυσκολεύονται ολοένα περισσότερο να διατηρήσουν την αξιοπιστία της τρέχουσας συναλλαγματικής ισοτιμίας σε περιβάλλον μείωσης των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις μπορεί να οδηγήσουν σε εγκατάλειψη της σύνδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας, υπονομεύοντας την αξιοπιστία της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής. Οι εμπειρίες ορισμένων αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς, μεταξύ των οποίων πολλές από αυτές που επλήγησαν από την κρίση στο Μεξικό το 1994-95 και στην Ανατολική Ασία το 1997-98, δείχνουν ότι οι μεγάλες υποτιμήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας συχνά ακολουθούνται από νέους γύρους κερδοσκοπικών επιθέσεων, χρηματοπιστωτική κρίση, υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας και πληθωριστικές πιέσεις.

Λαμβανομένων υπόψη των συνεπειών των καθαρών ροών κεφαλαίων για την άσκηση της μακροοικονομικής πολιτικής και την οικονομία γενικότερα, είναι σημαντικό να προσδιοριστούν οι παράγοντες που καθορίζουν τις ροές. Εν προκειμένω, τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας που έχει γίνει στην Τράπεζα της Ελλάδος σχετικά με τις μεσογειακές χώρες ενισχύουν σημαντικά την άποψη ότι χρειάζεται υγιής μακροοικονομική πολιτική για την αποφυγή υπέρμετρων καθαρών εισροών ή εκροών κεφαλαίων. Υπάρχουν ελάχιστες ενδείξεις ότι στις μεσογειακές χώρες υπήρξε μετάδοση των κρίσεων, τουλάχιστον από τις αρχές της δεκαετίας του '90 έως σήμερα. Όπως ανέφερα, πολλές από τις χώρες αυτές διαθέτουν σχετικά περιοριστικό καθεστώς που διέπει την κίνηση κεφαλαίων. Όμως, καθώς η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων βρίσκεται σε εξέλιξη, η μετάδοση των κρίσεων καθίσταται περισσότερο πιθανή, οπότε η ανάγκη για ένα διατηρήσιμο μείγμα πολιτικής θα καταστεί επιτακτικότερη.

Οι ροές ξένων άμεσων επενδύσεων αποτελούν μια ειδική κατηγορία ροών κεφαλαίων που μπορεί να ενισχύσει την ανάπτυξη, καθώς είναι πιο μακροπρόθεσμοι χαρακτήρα και εξαρτώνται κυρίως από τα χαρακτηριστικά της πραγματικής οικονομίας της χώρας υποδοχής. Αν και η επίδραση των ΞΑΕ στη χώρα υποδοχής δεν είναι μονοδιάστατη, γενικά θεωρείται ότι είναι θετική όσον αφορά την ανάπτυξη, καθώς παρέχει χρήσιμους διαύλους για τη μεταφορά τεχνολογίας, τεχνογνωσίας και σύγχρο-

**Διάγραμμα IV.3.3. Εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων (1980-2003)**

Ποσοστό % του ΑΕΠ



ΠΗΓΗ: Υπολογισμός βάσει στοιχείων της UNCTAD, *World Investment Report 2004*.

νων πρακτικών διοίκησης. Η εμπειρία των μεσογειακών χωρών όσον αφορά την προσέλκυση ΞΑΕ είναι ανάμικτη. Αν και υπάρχουν διαφορές μεταξύ των επιμέρους χωρών, ως σύνολο αυτές δεν έχουν ωφεληθεί από τη μεγάλη αύξηση των ροών ΞΑΕ παγκοσμίως (βλ. Διάγραμμα IV.3.3). Οι εμπειρίες των εν λόγω χωρών υποδηλώνουν ότι στους προσδιοριστικούς παράγοντες των εισροών ΞΑΕ στην περιοχή συγκαταλέγονται ο βαθμός στον οποίο είναι ανοικτές οι οικονομίες όσον αφορά τόσο το εμπόριο όσο και τις ροές κεφαλαίων, ο βαθμός περιφερειακής ενοποίησης και το επιχειρηματικό κλίμα.

Συμπερασματικά, από την ανάλυση που προηγήθηκε προκύπτουν τρεις κύριες διαπιστώσεις. Πρώτον, οι μεσογειακές χώρες θα ωφεληθούν πολύ από την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, μεταξύ άλλων επειδή αυτή θα συμβάλει στη μείωση της μεταβλητότητας των επενδύσεων και του ρυθμού ανάπτυξης και θα διευκολύνει τη διασπορά των κινδύνων. Δεύτερον, η εμπειρία αυτών των χωρών από τις ροές ιδιωτικών κεφαλαίων εκτός των ΞΑΕ αναδεικνύει τη σημασία που έχει η άσκηση υγιούς μακροοικονομικής πολιτικής. Επιπλέον, αν και η μετάδοση των κρίσεων γενικά δεν συγκαταλέγεται στις εμπειρίες των μεσογειακών χωρών, από την παρακολούθηση

των εξελίξεων σε περιοχές όπου η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων βρίσκεται σε εξέλιξη προκύπτει ότι στη διάρκεια αυτής της διαδικασίας χρειάζεται προστασία από τις επιπτώσεις της μετάδοσης των κρίσεων, με ένα αξιόπιστο μείγμα μακροοικονομικής πολιτικής και ένα υγιές χρηματοπιστωτικό σύστημα υπό αυστηρή εποπτεία. Τέλος, υπάρχει περιθώριο για εθνικές και περιφερειακές πολιτικές που μπορούν να συμβάλουν στην άνοδο του επιπέδου των ροών ΞΑΕ στις μεσογειακές χώρες και να αυξήσουν τα δυνητικά οφέλη ενός δεδομένου επιπέδου ΞΑΕ για τις οικονομίες των χωρών υποδοχής.

---

## IV.4 Μακροοικονομική διαχείριση σε ένα περιβάλλον διαταραχών της συνολικής προσφοράς: διδάγματα από την πρόσφατη εμπειρία

Η ΠΑΡΟΥΣΑ μελέτη αφορά τη μακροοικονομική διαχείριση κατά την αντιμετώπιση διαταραχών που προέρχονται από την πλευρά της προσφοράς. Αν και επικεντρώνεται στις αντιδράσεις της νομισματικής πολιτικής, η μελέτη θα εξετάσει επίσης εν συντομία τους ενδεχόμενους ρόλους των αντιδράσεων άλλων πολιτικών, καθώς και ζητήματα που συνδέονται με το μείγμα πολιτικής.

Οι διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της ιστορίας της παγκόσμιας οικονομίας τα τελευταία 40 χρόνια περίπου. Η πιο κοινή διαταραχή από την πλευρά της προσφοράς, εξίσου γνωστή σε οικονομολόγους και μη, είναι εκείνη που συνδέεται με τις διακυμάνσεις της τιμής του πετρελαίου. Ωστόσο, άλλο παράδειγμα είναι οι διαταραχές της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών λόγω των καινοτομιών ή/και της τεχνολογικής προόδου. Ένα πρόσφατο παράδειγμα διαταραχής αυτού του είδους είναι η ραγδαία τεχνολογική ανάπτυξη του τέλους της δεκαετίας του '90 στις ΗΠΑ, η οποία οδήγησε στη δημιουργία της λεγόμενης “νέας οικονομίας”.

### Ορισμένα θεωρητικά ζητήματα

Οι διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς επηρεάζουν την παραγωγή και, ως εκ τούτου, τόσο το δυνητικό όσο και το πράγματι καταγραφόμενο προϊόν. Ας εξετάσουμε πρώτα, την επίδραση στο δυνητικό προϊόν. Για ένα δεδομένο επίπεδο των συντελεστών παραγωγής και των τιμών, μια

Εισήγηση στο Συμπόσιο της SEANZA (της ομάδας των κεντρικών τραπεζών της Νοτιοανατολικής Ασίας, της Νέας Ζηλανδίας και της Αυστραλίας) που διοργανώθηκε από την Κεντρική Τράπεζα της Μαλαισίας (Bank Negara Malaysia), νήσο Langkawi, 25 Νοεμβρίου 2006.

αρνητική διαταραχή της προσφοράς (π.χ. αύξηση της τιμής του πετρελαίου ή επιβράδυνση της παραγωγικότητας) μειώνει το δυνητικό προϊόν της οικονομίας. Αντιστρόφως, αυξάνει τις τιμές όταν το επίπεδο του προϊόντος παραμένει σταθερό. Καθώς αυξάνεται το κόστος παραγωγής, τα περιθώρια κέρδους συρρικνώνονται και οι εταιρίες αυξάνουν τις τιμές τους σε μια προσπάθεια να διατηρήσουν τα μικτά κέρδη τους. Ως εκ τούτου, για ένα δεδομένο επίπεδο ζήτησης, η αρνητική διαταραχή της προσφοράς οδηγεί σε μείωση του προϊόντος, οπότε ασκείται ανοδική πίεση στο επίπεδο των τιμών.

Εάν η ανοδική πίεση στο επίπεδο των τιμών δεν αντιμετωπιστεί από τις νομισματικές αρχές, θα έχει αρνητικές επιδράσεις στη ζήτηση, προκαλώντας μείωση του πράγματι καταγραφόμενου προϊόντος. Επιπλέον, οι διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς μπορεί να επηρεάσουν περαιτέρω τη ζήτηση εάν, όπως είναι πιθανό, οι καταναλωτές και οι επενδυτές προσαρμόζουν τις αποφάσεις τους ανάλογα με τις μελλοντικές προοπτικές. Όσο πιο μόνιμη θεωρείται αυτή η διαταραχή, τόσο εντονότερες είναι και οι επιδράσεις στη ζήτηση. Μια μόνιμη υποχώρηση του δυνητικού προϊόντος πιθανόν να προκαλέσει απαισιόδοξες προσδοκίες σχετικά με τα μελλοντικά εισοδήματα και τον πλούτο και να οδηγήσει τους καταναλωτές σε περικοπή των δαπανών τους. Η πώση της πραγματικής απόδοσης των επενδύσεων οδηγεί τις επιχειρήσεις σε περιορισμό των επενδύσεών τους. Η επίδραση αυτή ίσως αποδειχθεί ιδιαίτερα έντονη σε περίπτωση αρνητικής διαταραχής της προσφοράς που οφείλεται σε επιβράδυνση του ρυθμού τεχνολογικής προόδου. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις μπορεί να επηρεαστούν από την αύξηση των περιορισμών στη χρηματοδότηση, καθώς η υποχώρηση των κερδών περιορίζει το ύψος των κεφαλαίων που μπορούν να δημιουργηθούν εντός της επιχείρησης.

Έτσι, οι αρνητικές διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς είναι δυνατόν να προκαλέσουν υποχώρηση του ρυθμού αύξησης τόσο του δυνητικού όσο και του πράγματι καταγραφόμενου προϊόντος. Χωρίς αμφιβολία, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ, όλων των άλλων παραγόντων τηρουμένων σταθερών, θα επιβραδυνθεί ή ίσως θα γίνει αρνητικός. Αυτό που είναι λιγότερο σαφές είναι ποια θα είναι η τελική επίδραση στο επίπεδο των τιμών (ή, γενικότερα, στον πληθωρισμό). Αρχικά, η διαφορά μεταξύ του πράγματι καταγραφόμενου και του δυνητικού προϊόντος, δηλ. το παραγωγικό κενό, πιθανόν να είναι θετική και να προκαλέσει πληθωριστικές πιέσεις. Ωστόσο, μόλις οι επιδράσεις στη ζήτηση αρχίσουν να γίνονται αισθητές, το παραγωγικό κενό περιορίζεται και οι πληθωριστικές πιέσεις υποχωρούν.

Στο σημείο αυτό ίσως αξίζει να σημειωθεί ότι η επίδραση στις τιμές ή τον πληθωρισμό μπορεί να διαφέρει ανάλογα με την αιτία της αρνητικής διαταραχής της προσφοράς. Σε περίπτωση διαταραχής της τιμής του πετρε-

λαίου, η επίδραση στον πληθωρισμό πιθανόν να είναι μεγαλύτερη σε σχέση με άλλες διαταραχές. Πέραν του ότι αποτελεί σημαντικό συντελεστή παραγωγής, το πετρέλαιο είναι επίσης καταναλωτικό αγαθό και έτσι η τιμή του μεταδίδεται άμεσα στις τιμές καταναλωτή. Οι τιμές είναι επίσης δυνατόν να αυξηθούν στο βαθμό που οι εργαζόμενοι αντιτίθενται στη διάβρωση των πραγματικών αποδοχών τους διεκδικώντας υψηλότερους ονομαστικούς μισθούς, που θα αντανakλώνται στις τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών που παράγουν. Αυτή η συμπεριφορά γεννά ένα δεύτερο γύρο αύξησης των τιμών, ενδεχομένως οδηγώντας σε πληθωριστική δίνη μισθών-τιμών. Οι πληθωριστικές δίνες μισθών-τιμών αποτελούν ιδιαίτερη πηγή ανησυχίας για τους φορείς χάραξης πολιτικής, καθώς είναι πιθανό να επιτείνουν την αρχική επίδραση μιας αύξησης της τιμής του πετρελαίου (ή οιασδήποτε άλλης αύξησης). Ο χρόνος εκδήλωσης τέτοιων δευτερογενών επιδράσεων εξαρτάται σε καθοριστικό βαθμό από παράγοντες όπως η μέση διάρκεια των συμφωνιών για τους μισθούς και οι ρήτρες αναπροσαρμογής των μισθών τις οποίες μπορεί να περιέχουν οι εν λόγω συμφωνίες. Τα στοιχεία από τις ΗΠΑ και την Ευρώπη υποδηλώνουν ότι σε αυτές τις νομοματικές περιοχές η εν λόγω χρονική υστέρηση ανέρχεται περίπου σε ένα έτος.<sup>1</sup>

Η ανωτέρω ανάλυση οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι φορείς χάραξης πολιτικής αντιμετωπίζουν μια ιδιαίτερα δύσκολη πρόκληση όταν καλούνται να αντιδράσουν σε διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς, σε αντίθεση με τις διαταραχές της ζήτησης, οι οποίες επηρεάζουν τόσο το ρυθμό ανάπτυξης όσο και τον πληθωρισμό προς την ίδια κατεύθυνση και έτσι απλουστεύουν κάπως την αντίδραση της πολιτικής. Μια αρνητική διαταραχή της προσφοράς τείνει να επιβραδύνει το ρυθμό αόδου του ΑΕΠ (ίσως μάλιστα και να τον καταστήσει αρνητικό), ενώ αυξάνει τον πληθωρισμό. Έτσι, η νομοματική πολιτική βρίσκεται αντιμέτωπη με το εξής δίλημμα: εάν οι αρχές προσπαθήσουν να διατηρήσουν το επίπεδο ή το ρυθμό της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας, διατρέχουν τον κίνδυνο να θέσουν σε κίνηση μια πληθωριστική δίνη.

Μια σημαντική παράμετρος κατά τη λήψη αποφάσεων σχετικά με την αντίδραση της πολιτικής πρέπει να είναι το κατά πόσον η διαταραχή αναμένεται να είναι μόνιμη ή προσωρινή. Μια προσωρινή διαταραχή είναι απίθανο να δικαιολογεί αντίδραση της πολιτικής, υπό την προϋπόθεση ότι οι καταναλωτές, οι επενδυτές και οι φορείς χάραξης πολιτικής θα αντιληφθούν ότι η διαταραχή είναι βραχύβια. Σε περίπτωση προσωρινής διατα-

1. Ο Taylor (1999) παρέχει άμεσα στοιχεία για τις ΗΠΑ. Τα στοιχεία για την Ευρώπη είναι έμμεσα, αλλά υποδηλώνουν ότι η διάρκεια των συμφωνιών για τους μισθούς είναι περίπου ετήσια, όπως και στις ΗΠΑ (βλ. Smets and Wouters, 2002).

ραχής, αναμένεται σύντομα ανάκαμψη, οπότε είναι απίθανο να εκδηλωθούν πρόσθετες επιδράσεις στη ζήτηση. Παράλληλα οποιαδήποτε μείωση του δυνητικού προϊόντος θα είναι πρόσκαιρη. Υπό τις συνθήκες αυτές, αντενδίδονται η αντίδραση της νομισματικής πολιτικής. Ο αντίκτυπος της διαταραχής ενδέχεται να έχει ήδη εξαλειφθεί όταν θα γίνει πλέον αισθητή η επίδραση των ενεργειών της νομισματικής πολιτικής. Με άλλα λόγια, η μεγάλη χρονική υστέρηση που συνοδεύει τις επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής καθιστά απρόσφορη την αντίδραση της πολιτικής αυτής για την εξομάλυνση των προσωρινών διαταραχών της οικονομίας.

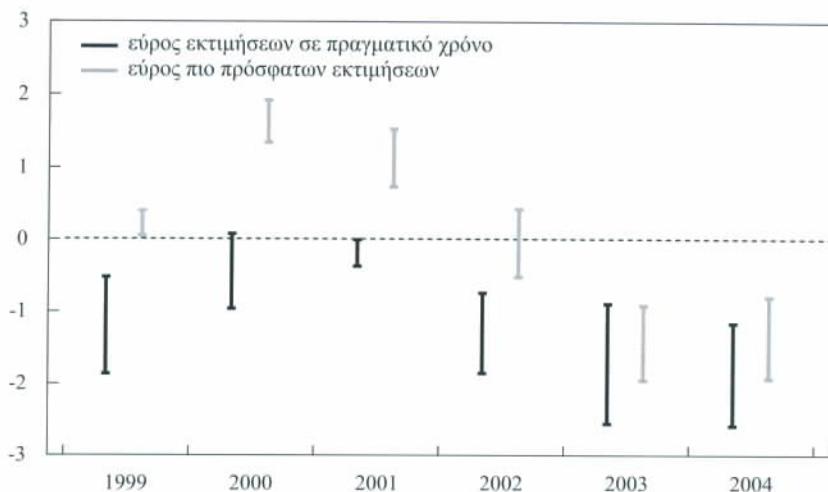
Αντιθέτως, μια μόνιμη διαταραχή από την πλευρά της προσφοράς οδηγεί, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα υπό συνθήκες δυσκαμψίας των μισθών και των τιμών, στην πρόκληση που περιγράφεται παραπάνω – δηλ. στην αντιμετώπιση χαμηλότερου ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ και πιθανώς, υψηλότερου πληθωρισμού. Η αντίδραση των νομισματικών αρχών θα εξαρτηθεί από τους στόχους τους. Ένα ενδεχόμενο πλαίσιο άσκησης πολιτικής, μολοντί δεν είναι αυτό που ακολουθεί η ΕΚΤ, είναι ο κανόνας του Taylor, με βάση τον οποίο αποδίδονται συγκεκριμένοι συντελεστές στάθμισης τόσο στον πληθωρισμό όσο και στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ κατά τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Θα μπορούσε κανείς να φανταστεί μια κατάσταση στην οποία το επιτόκιο παραμένει ουσιαστικά αμετάβλητο βραχυπρόθεσμα – ακριβώς επειδή η αύξηση του επιτοκίου που θα επιβαλλόταν από την άνοδο του πληθωρισμού θα αντισταθμιζόταν από την αιλουμένη μείωση του επιτοκίου λόγω της υποχώρησης του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Στην πράξη ωστόσο, είναι πιθανότερο να αυξηθεί το επιτόκιο, δεδομένης της σημασίας που οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες αποδίδουν στη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Μια αύξηση του βασικού επιτοκίου παρουσιάζει επίσης το πλεονέκτημα ότι μπορεί να αποσοβήσει πιθανές δευτερογενείς επιδράσεις εάν η αιτία της διαταραχής είναι η αύξηση της τιμής του πετρελαίου. Το κρίσιμο στοιχείο εδώ είναι η έμφαση στη σταθερότητα των τιμών κατά την αντιμετώπιση των διαταραχών. Διατηρώντας τη σταθερότητα των τιμών, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να συμβάλουν ώστε να διασφαλιστεί ότι ο ρυθμός ανόδου του προϊόντος θα επανέλθει στο δυνητικό του επίπεδο, καθώς αποφεύγονται τα στρεβλωτικά “σήματα” που δίνουν οι τιμές λόγω της αύξησης του πληθωρισμού.

Μακροπρόθεσμα ωστόσο, μια μόνιμη ροητική διαταραχή της προσφοράς οδηγεί σε μείωση του επιτοκίου ισορροπίας. Σε μια τέτοια κατάσταση, η νομισματική πολιτική επικεντρώνεται στην ανάγκη επαναφοράς του επιτοκίου της αγοράς σε επίπεδα συμβατά με το επιτόκιο ισορροπίας.

Το ανωτέρω επιχείρημα προϋποθέτει ότι ο φορέας χάραξης πολιτικής είναι σε θέση να γνωρίζει με σαφήνεια τόσο τη φύση των διαταραχών όσο

#### Διάγραμμα IV.4.1. Δυνητικό προϊόν: σύγκριση των πιο πρόσφατων εκτιμήσεων και των εκτιμήσεων σε "πραγματικό χρόνο" (1999-2004)

Εκατοστιαίες μονάδες



Σημείωση: Στο διάγραμμα παρουσιάζεται το εύρος των εκτιμήσεων που δημοσιεύθηκαν από τους τρεις οργανισμούς. Το εύρος των εκτιμήσεων που δημοσιεύθηκαν κατά το αντίστοιχο έτος (άνοιξη και Ιούνιο) απεικονίζεται με τις ράβδους χρώματος μαύρου, ενώ το εύρος των πιο πρόσφατων εκτιμήσεων (φθινόπωρο 2004 και Δεκέμβριος 2004) με τις ράβδους χρώματος γκρι.

ΠΗΓΗ: ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Φεβρουάριος 2005, Πλαίσιο 5.

και τον αντίκτυπο τους. Όμως, στην πραγματικότητα η κατάσταση δεν είναι τόσο απλή. Τα προβλήματα που συνδέονται με τη μέτρηση του δυνητικού προϊόντος, επομένως και του παραγωγικού κενού, είναι γνωστά και δεν υπάρχει λόγος να επαναληφθούν εδώ. Ένα ακόμα πρόβλημα είναι ότι, ακόμα και εάν θεωρηθεί ότι διαθέτουμε έναν ικανοποιητικό τρόπο για τη μέτρηση του δυνητικού προϊόντος, οι εκτιμήσεις για το δυνητικό προϊόν σε *πραγματικό χρόνο* συνήθως διαφέρουν από εκείνες που γίνονται εκ των υστέρων με βάση τα ιστορικά στοιχεία (βλ. Διάγραμμα IV.4.1).<sup>2</sup> Είναι δύσκολο να μετρηθεί το δυνητικό προϊόν γενικά, και αποτελεί ακόμη μεγα-

2. Η βιβλιογραφία υποδεικνύει ότι οι συστάσεις πολιτικής που βασίζονται σε στοιχεία σε *πραγματικό χρόνο* ίσως διαφέρουν σημαντικά από εκείνες που βασίζονται σε εκ των υστέρων αναθεωρημένα στοιχεία (βλ. π.χ. Orphanides and van Norden, 2002, και Gerdesmeier and Roffia, 2004). Π.χ. οι πληθωριστικές πιέσεις στις ΗΠΑ που συνόδευσαν τις πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του '70 μπορούν να αποδοθούν εν μέρει στη λανθασμένη εκτίμηση του παραγωγικού κενού από τις νομοματικές αρχές (υπερεκτίμηση του δυνητικού προϊόντος με βάση στοιχεία σε *πραγματικό χρόνο*), η οποία οδήγησε σε πιο χαλαρή νομοματική πολιτική από ό,τι θα είχε ασκηθεί διαφορετικά (βλ. Hunt, 2005).

λύτερη πρόκληση να μετρηθεί με ακρίβεια τη στιγμή που οι νομισματικές αρχές πρέπει να λάβουν μια απόφαση. Επιπλέον, εκτός των προβλημάτων μέτρησης του δυνητικού προϊόντος, υπάρχει το ζήτημα κατά πόσον είναι δυνατόν να καθοριστεί αν οι διαταραχές είναι προσωρινές ή μόνιμες. Είναι σαφές ότι, όσο ταχύτερα γίνει η διάκριση μεταξύ μόνιμης και προσωρινής διαταραχής, τόσο πιο γρήγορα μπορεί να καθοριστεί η τυχόν αντίδραση της πολιτικής. Πρακτικά, αυτό συνεπάγεται τη συνεχή αξιολόγηση από τις νομισματικές αρχές των εξελίξεων στην πλευρά της προσφοράς και, δεδομένου ότι μια αξιολόγηση σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή ενδέχεται να χαρακτηρίζεται από σημαντική αβεβαιότητα, η αντίδραση της νομισματικής πολιτικής πιθανόν να είναι σταδιακή.

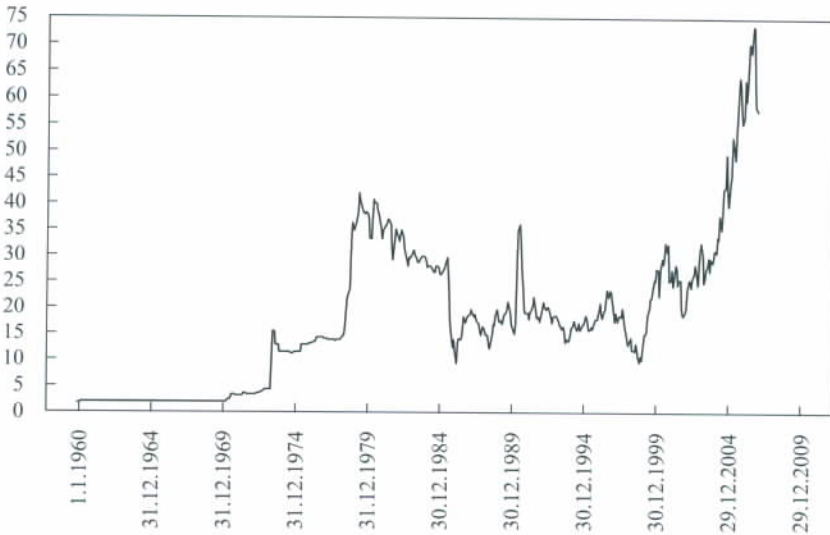
### **Η εμπειρία της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ από διαταραχές στην πλευρά της προσφοράς**

Η μέχρι τώρα εξέταση του θέματος επικεντρώθηκε στο πλαίσιο ανάλυσης. Ένα από τα βασικά μηνύματα που προκύπτουν από την ανάλυση αυτή είναι το ότι η θεωρία δεν μας παρέχει σαφή κατεύθυνση – υπάρχουν υπερβολικά πολλά “εάν” και “αλλά”. Για το λόγο αυτό, είναι σκόπιμο να εξετάσουμε την πρόσφατη εμπειρία από διαταραχές της προσφοράς και να συναγάγουμε κάποια συμπεράσματα από την εμπειρία αυτή.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα IV.4.2, η τιμή του πετρελαίου παρουσίασε κατακόρυφη άνοδο τα τελευταία χρόνια, από κάτω των 30 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι το 2003 στο πρωτοφανές επίπεδο των 70 δολ. ΗΠΑ και πλέον το βαρέλι στις αρχές Αυγούστου του 2006. Οι παράγοντες που συνέβαλαν σ’ αυτή την απότομη άνοδο προέρχονται από την πλευρά τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς. Όσον αφορά τη ζήτηση, οι ενεργειακές ανάγκες των αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς, ιδίως της Κίνας και της Ινδίας, αυξάνονται με ταχύ ρυθμό. Σε σχέση με την προσφορά, το πλεονάζον δυναμικό είναι χαμηλό σε όλα τα στάδια της παραγωγικής αλυσίδας του πετρελαίου σε ένα περιβάλλον γεωπολιτικών εντάσεων. Ακόμη και αν ληφθεί υπόψη ότι η τιμή του πετρελαίου υποχώρησε πρόσφατα κάτω από τα 60 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι, η αύξηση της τιμής του πετρελαίου από επίπεδο κάτω των 30 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι αποτελεί πολύ σημαντική διαταραχή της τιμής του πετρελαίου. Η διαταραχή αυτή παρουσιάζεται σε μια περίοδο όπου τόσο η οικονομία των ΗΠΑ όσο και εκείνη της ζώνης του ευρώ εμφανίζουν αποκλίνουσες εξελίξεις της παραγωγικότητας. Από τα μέσα της δεκαετίας του '90, στις ΗΠΑ παρατηρείται μια θετική διαταραχή της παραγωγικότητας, καθώς η μακροπρόθεσμη τάση της παραγωγικότητας παρουσίασε

**Διάγραμμα IV.4.2. Διεθνείς τιμές του πετρελαίου (Νοέμβριος 1960 - Νοέμβριος 2006)**

Δολ. ΗΠΑ το βαρέλι



ΠΗΓΗ: Thomson Financial Datastream.

σημαντική άνοδο μετά από δύομισι δεκαετίες καθοδικών τάσεων. Αντιθέτως, στη ζώνη του ευρώ, η καθοδική τάση που άρχισε τη δεκαετία του '70 συνεχίζεται (βλ. Διάγραμμα IV.4.3).<sup>3</sup>

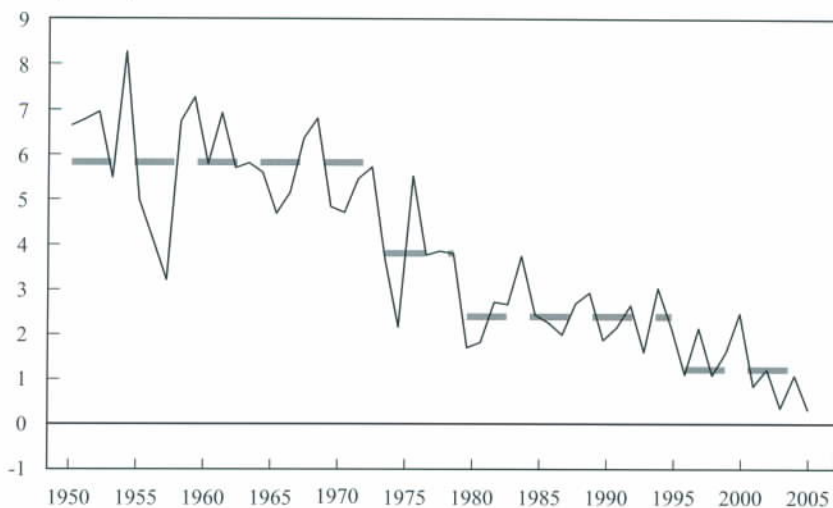
Οι αντιδράσεις των οικονομιών τόσο των ΗΠΑ όσο και της ζώνης του ευρώ (όσον αφορά τον πληθωρισμό και το ΑΕΠ) στη διαταραχή της τιμής του πετρελαίου υπήρξαν, μέχρι σήμερα, συγκρατημένες. Η οικονομία των ΗΠΑ συνέχισε να επεκτείνεται με υψηλό ρυθμό. Μολονότι ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης το γ' τρίμηνο του 2006 ήταν σημαντικά χαμηλότερος έναντι των προσδοκιών, το αποτέλεσμα αυτό αντανακλούσε κυρίως την επιβράδυνση στην αγορά κατοικιών. Αν και ο πληθωρισμός αυξήθηκε σε περίπου 4% το καλοκαίρι του 2006, στη συνέχεια υποχώρησε, καθώς ο πρόσφατος κύκλος άσκησης πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ συνέβαλε, μεταξύ άλλων, σ' αυτό το αποτέλεσμα. Στη ζώνη του ευρώ, η ανάκαμψη, μολονότι εξελίχθηκε με

3. Όσον αφορά τις εξελίξεις τόσο της παραγωγικότητας της εργασίας όσο και της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών της παραγωγής από το 1960, βλ. επίσης Skozlas and Tissot (2005).

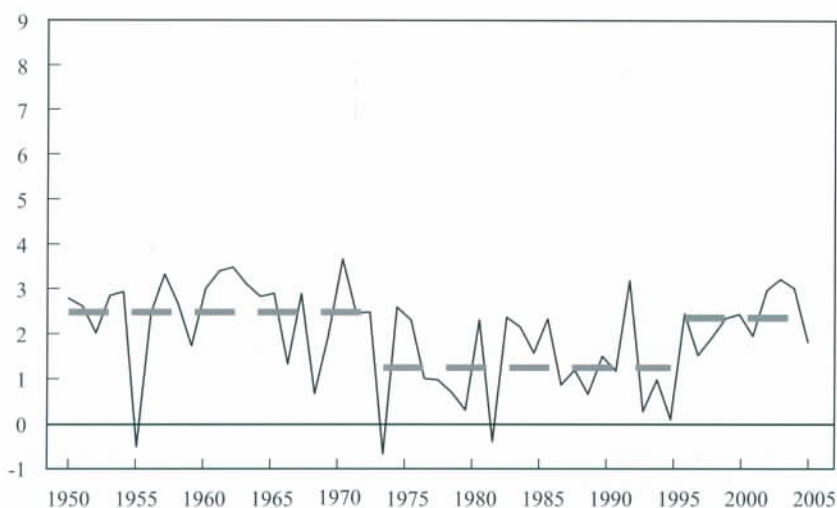
**Διάγραμμα IV.4.3. Παραγωγικότητα της εργασίας στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ (1950-2005)**

Εκατοστιαίες μεταβολές

Ζώνη του ευρώ



ΗΠΑ



Υπολογισμοί της ΕΚΤ με βάση στοιχεία του Groningen Growth and Development Center και του Conference Board-Total Economy Database, Μάιος 2006, <http://www.ggd.net>, καθώς και του US Bureau of Labor Statistics.

ΠΗΓΗ: R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker και J. Turunen (2006), *Labour Productivity Developments in the Euro Area*, ECB Occasional Paper No 53.

**Πίνακας IV.4.1. Επίδραση μιας αύξησης κατά 50% των τιμών του πετρελαίου στον πληθωρισμό και το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ**

Εκατοστιαίες μονάδες

	Πληθωρισμός <sup>1</sup>			Ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ		
	Έτος 1	Έτος 2	Έτος 3	Έτος 1	Έτος 2	Έτος 3
<b>Τριμηνιαία υποδείγματα</b>						
ECB AWM	0,5	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,1
EC QUEST <sup>2</sup>	0,4	0,1	0,1	-0,6	-0,2	-0,1
NiGEM <sup>2</sup>	0,3	0,2	0,0	-0,8	0,0	0,1
OECD Interlink	0,6	0,2	0,1	-0,4	0,2	0,4
<b>Ετήσιο υπόδειγμα</b>						
IMF Multimod	1,6	1,1	0,5	-0,1	-0,3	0,1

ΠΗΓΗ: EKT (2004).

ECB AWM: Dieppe, A. and J. Henry (2004), "The euro area viewed as a single economy: how does it respond to shocks?", *Economic Modelling* 21, σελ. 833-75. EC QUEST: European Commission (2004): "How vulnerable is the euro area economy to higher oil prices?", *Quarterly Report on the Euro Area*, 3(2), σελ. 15-20. NiGEM: Barell, R. and O. Pomerantz (2004), "Oil prices and the world economy", NIESR Discussion Paper No. 242. OECD Interlink: Dalsgaard, T., C. André and P. Richardson (2001), "Standard shocks in the OECD Interlink Model", OECD, Economics Department Working Papers, No. 306. IMF Multimod: Hunt, B., P. Isard and D. Laxton (2001), "The macroeconomic effects of higher oil prices", IMF Working Paper WP/01/14.

1. Πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ για το υπόδειγμα ECB AWM, πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ για τα άλλα υποδείγματα.

2. Τα αρχικά αποτελέσματα του EC QUEST και του NiGEM βασίζονται σε προσομοιώσεις αύξησης των τιμών του πετρελαίου κατά 25% και 20% αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά έχουν διορθωθεί με βάση την παραδοχή ύπαρξης γραμμικότητας.

καθυστερήσει, σήμερα αποκτά ολοένα μεγαλύτερο εύρος και βάθος. Ο ρυθμός αύξησης του προϊόντος το 2006 διαμορφώνεται κοντά στο δυνητικό ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ, αν όχι υψηλότερα. Επιπλέον, ο πληθωρισμός, αν και είναι υψηλότερος σε σχέση με τον ορισμό της EKT για τη σταθερότητα των τιμών ("κάτω αλλά πλησίον του 2%"), είναι αρκετά κάτω από τα επίπεδα που παρατηρήθηκαν μετά τις δύο πρώτες διαταραχές της τιμής του πετρελαίου. Τα αποτελέσματα αυτά φαίνεται να υποδηλώνουν ότι οι επιπτώσεις είναι πιο συγκρατημένες από εκείνες που προβλέπουν τα οικονομομετρικά υποδείγματα και που υπολογίζονται με βάση τις σχέσεις του παρελθόντος, όταν οι διαταραχές της τιμής του πετρελαίου είχαν σχετικά μεγάλη επίπτωση στον πληθωρισμό και το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Επί παραδείγματι, τα οικονομομετρικά υποδείγματα της ζώνης του ευρώ προβλέπουν ότι μια αύξηση κατά 50% των τιμών του πετρελαίου θα προσέθετε, *ceteris paribus*, περίπου 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας στο μέσο πληθωρισμό βάσει του ΔΤΚ το πρώτο έτος, ενώ θα περιορίζε το ρυθμό αύξησης του

ΑΕΠ κατά περίπου 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας (βλ. Πίνακα IV.4.1).<sup>4</sup> Ωστόσο, δεν παρατηρήθηκαν τόσο μεγάλες επιπτώσεις αυτή τη φορά. Ως εκ τούτου, φαίνεται ότι υπάρχουν άλλοι παράγοντες που εξηγούν τα αποτελέσματα αυτής της συγκεκριμένης διαταραχής. Το εν λόγω επιχείρημα μπορεί να αναλυθεί περαιτέρω.

Στις ΗΠΑ, η αρνητική διαταραχή της προσφοράς λόγω της αύξησης της τιμής του πετρελαίου συνέβη σε περίοδο επιτάχυνσης του δυναμικού ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας, δηλ. υπό συνθήκες θετικής διαταραχής της προσφοράς. Η αυξημένη παραγωγικότητα της εργασίας κατά τη δεκαετία του '90 προήλθε από την πιο εντατική χρήση του κεφαλαίου. Μετά την αντιστροφή της υπερτίμησης των μετοχών ("bubble") του τεχνολογικού κλάδου στην καμπή της χιλιετίας, η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών αποτέλεσε τον κύριο μοχλό αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας.<sup>5</sup> Επιπλέον, υποστηρίζεται ότι ο Alan Greenspan, έχοντας εντοπίσει έγκαιρα τη διαταραχή της παραγωγικότητας (και σίγουρα νωρίτερα από πολλούς άλλους, συμπεριλαμβανομένων των μισθωτών, με αποτέλεσμα να διατηρηθούν σε χαμηλά επίπεδα οι πιέσεις στους μισθούς), μπόρεσε να εκμεταλλευθεί τα οφέλη της διαταραχής για να επιτύχει χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του πληθωρισμού και υψηλότερο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης αποφεύγοντας να αυξήσει τα βασικά επιτόκια στο επίπεδο του νέου, υψηλότερου επιτοκίου ισορροπίας που συνεπαγόταν μακροπρόθεσμα η διαταραχή.<sup>6</sup> Έχει επίσης επισημανθεί ότι η απελευθέρωση των αγορών ενέργειας στις ΗΠΑ κατέστησε την οικονομία πιο ανθεκτική σε διαταραχές της τιμής του πετρελαίου, καθώς οι αυξήσεις της τιμής του πετρελαίου δεν έχουν πλέον την ίδια αρνητική επίδραση στην παραγωγικότητα που είχαν στο παρελθόν.<sup>7</sup>

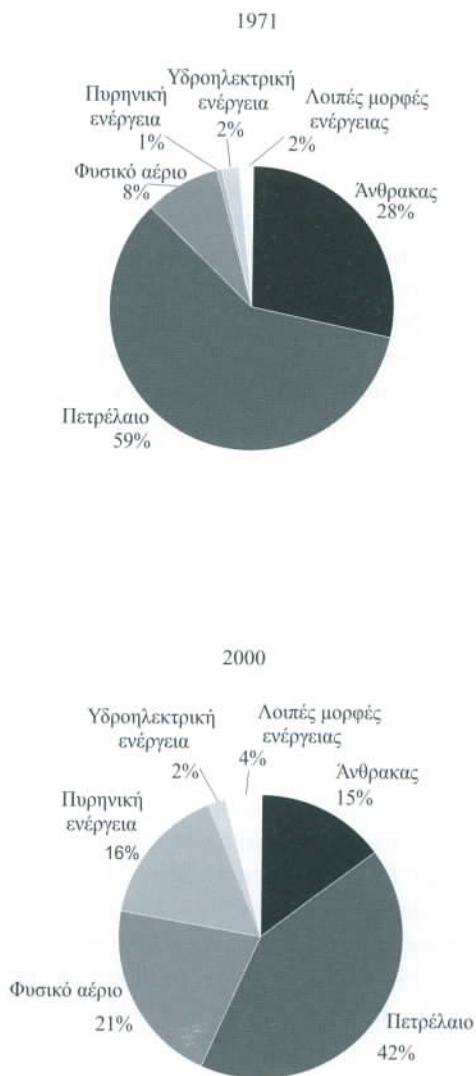
4. Όσον αφορά τις επιπτώσεις των αυξήσεων της τιμής του πετρελαίου στην οικονομία των ΗΠΑ, βλ. Bernanke et al. (1997) και την ανταλλαγή απόψεων με τους Hamilton και Herrera (Hamilton and Herrera, 2004, Bernanke et al., 2004), Carlstrom and Fuentes (2005) και Jones et al. (2004). Η Federal Reserve Bank of San Francisco (2005) αναφέρεται σε στοιχεία που υποδηλώνουν ότι, μετά από μια αύξηση κατά 50% των τιμών του πετρελαίου, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ ύστερα από δύο χρόνια υποχωρεί κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας περίπου κάτω από το επίπεδο ισορροπίας ("steady state") και ο πληθωρισμός αυξάνεται κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας.

5. Βλ. ECB (2006b), σελ. 76.

6. Βλ. Blinder and Reis (2005).

7. Βλ. Dwahan and Jeske (2006). Ο μηχανισμός μέσω του οποίου επιτυγχάνεται αυτό είναι ο εξής: Στις αρχές της δεκαετίας του '70, οι τιμές της ενέργειας στις ΗΠΑ ήταν ακόμη ελεγχόμενες. Έτσι, μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση η διανομή ενέργειας γινόταν με δελτίο, αλλά αυτό δεν σήμαινε απαραίτητα ότι οι πιο παραγωγικές μονάδες ήταν εκείνες που είχαν πρόσβαση στη διαθέσιμη ενέργεια. Για το λόγο αυτό, οι διαταραχές της τιμής του πετρελαίου είχαν αρνητική επίδραση στην παραγωγικότητα.

Διάγραμμα IV.4.4. Εξάρτηση από το πετρέλαιο στη ζώνη του ευρώ (σύγκριση 1971 και 2000)



Ωστόσο, η εμπειρία των ΗΠΑ δεν μας βοηθά ιδιαίτερα να κατανοήσουμε την κατάσταση στη ζώνη του ευρώ. Η συνεχιζόμενη επιβράδυνση του μακροχρόνιου ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας, που οφείλεται στη μείωση τόσο της εντατικής χρήσης του κεφαλαίου όσο και της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών,<sup>8</sup> συνεπάγεται ότι η ζώνη του ευρώ διερχόταν ήδη μια περίοδο αρνητικής διαταραχής της προσφοράς όταν άρχισε να αυξάνεται η τιμή του πετρελαίου. Η κατάσταση αυτή υποδηλώνει ότι υπάρχουν κάποιοι παράγοντες, ίσως τόσο στην οικονομία των ΗΠΑ όσο και σε εκείνη της ζώνης του ευρώ, που συνέβαλαν στην άμβλυνση του αντίκτυπου της τελευταίας αρνητικής διαταραχής της προσφοράς. Μεταξύ των παραγόντων αυτών διακρίνονται οι εξής.

Πρώτον, υπάρχει μια ομάδα παραγόντων που θα μπορούσαν γενικά να χαρακτηριστούν ως διαρθρωτικές μεταβολές στις βιομηχανικές οικονομίες. Ορισμένοι αναλυτές επισημαίνουν ότι οι βιομηχανικές οικονομίες εξαρτώνται λιγότερο από το πετρέλαιο σήμερα από ό,τι τη δεκαετία του '70 (βλ. Διαγράμματα IV.4.4-6). Σήμερα το προϊόν εξαρτάται πολύ λιγότερο από την ενέργεια σε σύγκριση με προηγούμενες δεκαετίες, ενώ η εξάρτηση των βιομηχανικών χωρών από το πετρέλαιο έχει περιοριστεί χάρη στην αξιοποίηση άλλων πηγών ενέργειας.<sup>9</sup> Ωστόσο, το στοιχείο αυτό μόνο του δεν επαρκεί ως εξήγηση, καθώς, εάν η επίδραση μιας αύξησης της τιμής του πετρελαίου είναι ανάλογη προς την ποσότητα της ενέργειας που χρησιμοποιείται στην παραγωγή, τότε, όλων των άλλων παραγόντων τηρουμένων σταθερών, και πάλι θα περίμενε κανείς μεγάλη επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης λόγω της πρόσφατης μεγάλης αύξησης των τιμών.<sup>10</sup> Πάντως, δεν παρατηρήθηκε τέτοια επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης.

Μια δεύτερη διαρθρωτική μεταβολή είναι η πρόοδος της παγκοσμιοποίησης, η οποία έχει ενισχύσει σημαντικά τις ανταγωνιστικές πιέσεις στις βιομηχανικές χώρες.<sup>11</sup> Πέραν της μειωτικής επίδρασης που ασκεί στις τιμές στις βιομηχανικές χώρες μέσω των μειωμένων τιμών των εισαγομένων (θετική διαταραχή της προσφοράς), η παγκοσμιοποίηση επίσης μείωσε τη διαπραγματευτική ισχύ των εργατικών συνδικάτων. Η κατάσταση αυτή φαίνεται ότι συνέβαλε στον περιορισμό των δευτερογενών επιδράσεων και

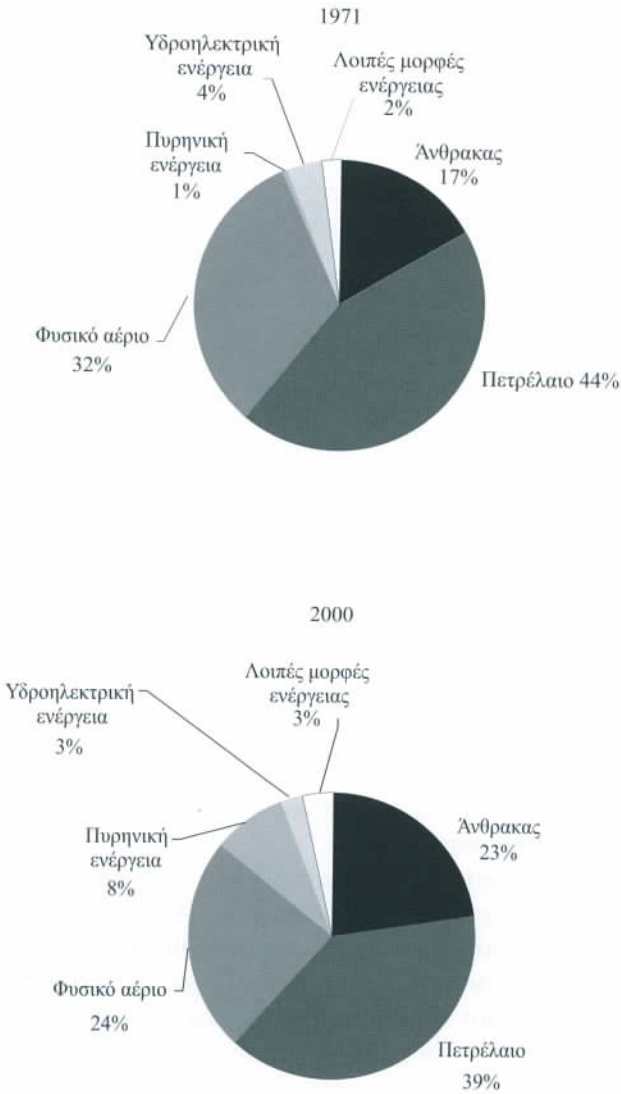
8. Βλ. ECB (2006b), σελ. 76.

9. Βλ. Andersen and Bernard (1991).

10. Βλ. Dhawan and Jeske (2006).

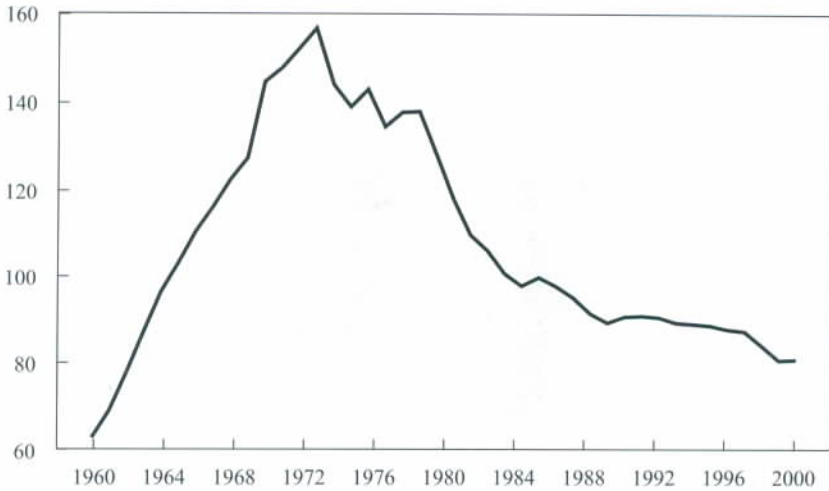
11. Ο παράγοντας αυτός επισημάνθηκε από τους Weber (2006), King (2006) και Liikanen (2006). Ο ΟΟΣΑ (2006) εκτιμά ότι, εάν δεν υπήρχαν οι επιδράσεις της παγκοσμιοποίησης, ο πληθωρισμός στις προηγμένες χώρες συνολικά θα ήταν περίπου 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας υψηλότερος την περίοδο 2000-2005. Βλ. επίσης ECB (2006a).

Διάγραμμα IV.4.5. Εξάρτηση από το πετρέλαιο στις ΗΠΑ (σύγκριση 1971 και 2000)



**Διάγραμμα IV.4.6. Πετρέλαιο και παραγωγή (1960-2000)**

Τόνοι πετρελαίου ανά εκατομμύριο ευρώ ΑΕΠ σε τιμές του 1995



ΠΗΓΗ: International Energy Agency και Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

βοήθησε τις βιομηχανικές χώρες να αποφύγουν τις πληθωριστικές δίνες μισθών-τιμών. Οι εργοδότες σήμερα ανθίστανται στις διεκδικήσεις για μισθολογικές αυξήσεις ενόψει των υψηλών τιμών της ενέργειας προκειμένου να μη συρρικνωθούν τα περιθώρια κέρδους τους. Επιπλέον, ο διεθνής ανταγωνισμός έχει περιορίσει σημαντικά τη δυνατότητα των εταιριών να καθορίζουν τις τιμές, καθώς τώρα διστάζουν περισσότερο να αυξήσουν τις τιμές σε σύγκριση με τις περιόδους που ακολούθησαν παλαιότερες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου.

Πέραν αυτών των διαρθρωτικών μεταβολών της οικονομίας, ένας σημαντικός παράγοντας που συμβάλλει στον περιορισμό των επιδράσεων των αρνητικών διαταραχών της προσφοράς είναι η αυξημένη αξιοπιστία των νομισματικών αρχών – στοιχείο που θα μπορούσαμε να χαρακτηρίσουμε ως μεταβολή του θεσμικού πλαισίου. Η αυξημένη αξιοπιστία μπορεί να θεωρηθεί αποτέλεσμα της κατοχύρωσης της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών και του γεγονότος ότι σήμερα πολύ περισσότερες κεντρικές τράπεζες έχουν επιφορτιστεί ρητά με την επίτευξη σταθερότητας των τιμών. Οι δύο σημαντικότερες αρνητικές διαταραχές της προσφοράς της δεκαετίας του '70 και οι διαφορετικές αντιδράσεις της νομισματικής πολιτικής που ακολούθησαν μπορεί να θεωρηθεί ότι διαδραμάτισαν αποφασιστικό ρόλο στη μεταβολή των αντιλήψεων για τη νομισματική πολιτική.

Αυτή η εμπειρία οδήγησε με τη σειρά της στην προαναφερθείσα μεταβολή του θεσμικού πλαισίου.

Οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου των περιόδων 1973-74 και 1979-80 συνοδεύθηκαν και οι δύο από άνοδο του πληθωρισμού και επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης στις περισσότερες βιομηχανικές χώρες. Ωστόσο, η αντίδραση της νομισματικής πολιτικής στις διαταραχές υπήρξε διαφορετική. Γενικά, η πρώτη πετρελαϊκή κρίση αντιμετωπίστηκε με διευκολυντική πολιτική, καθώς η νομισματική πολιτική χαλάρωσε προκειμένου να αντισταθμιστεί ο αρνητικός αντίκτυπος στην οικονομική ανάπτυξη. Αντιθέτως, η νομισματική πολιτική έγινε σημαντικά πιο περιοριστική μετά τη δεύτερη πετρελαϊκή κρίση, καθώς οι κεντρικές τράπεζες έδωσαν έμφαση στη συγκράτηση του πληθωρισμού.<sup>12</sup> Το γεγονός ότι η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση δεν αντιμετωπίστηκε με διευκολυντική νομισματική πολιτική οδήγησε σε επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης βραχυπρόθεσμα, αλλά περιορίσε τον πληθωριστικό αντίκτυπο της διαταραχής. Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι η συρρίκνωση του προϊόντος υπήρξε μεγαλύτερη από ό,τι θα ήταν υπό διαφορετικές συνθήκες, καθώς η νομισματική πολιτική στη διάρκεια της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης έπρεπε να γίνει επαρκώς περιοριστική ώστε όχι μόνο να αντιμετωπιστεί η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση, αλλά και να αντισταθμιστούν οι πληθωριστικές πιέσεις που παρέμεναν από την πρώτη κρίση. Επιπλέον, επειδή οι νομισματικές αρχές δεν είχαν ως στόχο να περιορίσουν τον πληθωρισμό στη διάρκεια της πρώτης πετρελαϊκής κρίσης, ήταν δυσκολότερο να επηρεαστούν και να μεταβληθούν οι προσδοκίες στη διάρκεια της δεύτερης κρίσης. Έτσι, οι κεντρικές τράπεζες αντιμετώπισαν υψηλό κόστος, σε όρους οικονομικής ύφεσης, στην προσπάθειά τους να αποκαταστήσουν τη σταθερότητα των τιμών στη δεκαετία του '80.

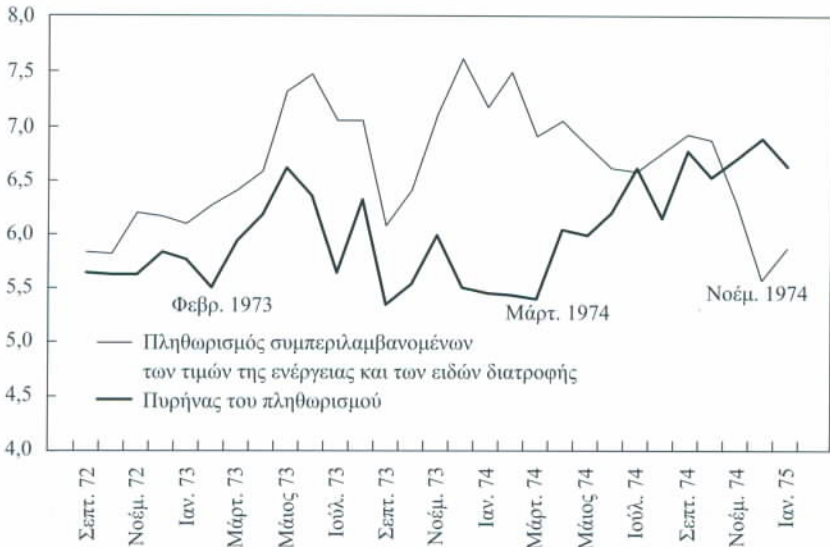
Ένα βασικό συμπέρασμα για τη χάραξη πολιτικής που προκύπτει από αυτά τα δύο περιστατικά είναι το εξής: οι ακατάλληλες πολιτικές αντιμετώπισης των αρνητικών διαταραχών της προσφοράς που οξύνουν τις πληθωριστικές συνέπειες των διαταραχών τελικά συνεπάγονται μεγαλύτερο κόστος για την οικονομία μεσοπρόθεσμα από ό,τι εάν οι αρχές ακολουθούσαν πολιτικές προσανατολισμένες προς τη σταθερότητα των τιμών. Οι ακατάλληλες βραχυπρόθεσμες πολιτικές δυσκολεύουν περισσότερο τις αρχές να σταθεροποιήσουν την οικονομία στη διάρκεια των διαταραχών που ακολουθούν.<sup>13</sup> Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώνεται από τις εξελίξεις του πληθωρισμού (μετρούμενου βάσει

12. Αν και τελικά ασκήθηκε περιοριστική νομισματική πολιτική στη Γερμανία και τις ΗΠΑ αμέσως μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση, τη στιγμή της διαταραχής η νομισματική πολιτική ήταν χαλαρή.

13. Bλ. Yellen (2006).

**Διάγραμμα IV.4.7. Πληθωρισμός μετρούμενος βάσει του γενικού δείκτη και πυρήνας του πληθωρισμού στη Γερμανία στη διάρκεια της πρώτης πετρελαϊκής κρίσης (Σεπτέμβριος 1972-Ιανουάριος 1975)**

Εκατοστιαίες μεταβολές



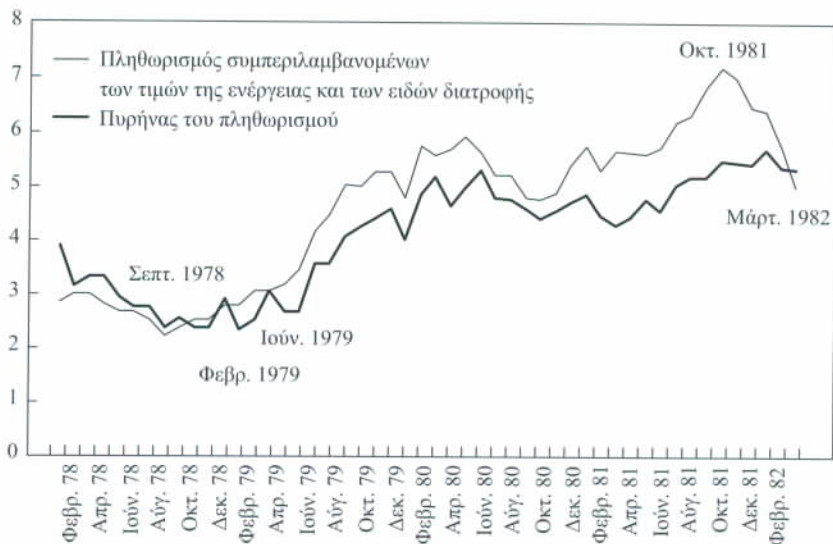
ΠΗΓΗ: ΕΚΤ

του γενικού δείκτη) και του πυρήνα του πληθωρισμού στη Γερμανία μετά την πρώτη και τη δεύτερη πετρελαϊκή κρίση. Στο Διάγραμμα IV.4.7 παρουσιάζεται η αντίδραση μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση και στο Διάγραμμα IV.4.8 η αντίδραση μετά τη δεύτερη. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αντέδρασε πολύ γρηγορότερα μετά τη δεύτερη κρίση, γεγονός που ενισχύει το επιχείρημα ότι οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό είχαν παγιωθεί μετά την πρώτη κρίση, οπότε χρειαζόταν μια ισχυρή δόση περιοριστικής νομισματικής πολιτικής.

Ένα άλλο συμπέρασμα που προκύπτει από την ανωτέρω ανάλυση αφορά τη δυσκολία άσκησης πολιτικής σε έναν κόσμο που χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα. Ας εξετάσουμε την αλλαγή των συσχετισμών στην οποία αναφέρθηκαν παραπάνω. Η αλλαγή αυτή οφείλεται στον περιορισμό της εξάρτησης της παραγωγής από το πετρέλαιο, την αύξηση του παγκόσμιου ανταγωνισμού και τις επιδράσεις της στη μισθολογική συμπεριφορά και τα περιθώρια κέρδους, καθώς και την αύξηση της αξιοπιστίας των κεντρικών τραπεζών. Λόγω αυτών αλλά και άλλων μεταβολών, το οικονομικό περιβάλλον στο οποίο κινούμαστε μπορεί να περιγραφεί ακριβέστερα ως μια δομή με διαρκώς μεταβαλλόμενες παραμέτρους, γεγονός που βοηθά να εξηγηθεί γιατί αστόχησαν οι προβλέψεις των υποδειγμάτων σχετικά με τις επιδράσεις της τελευταίας δια-

**Διάγραμμα IV.4.8. Πληθωρισμός μετρούμενος βάσει του γενικού δείκτη και πυρήνας του πληθωρισμού στη Γερμανία στη διάρκεια της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης (Ιανουάριος 1978-Μάρτιος 1982)**

Εκατοστιαίες μεταβολές



ΠΗΓΗ: ΕΚΤ

ταραχής της τιμής του πετρελαίου. Η πρόκληση για το φορέα χάραξης νομισματικής πολιτικής είναι να ενεργεί χωρίς να εξαρτάται από μια παγωμένη οικονομική δομή που βασίζεται σε μέσους συντελεστές του παρελθόντος.

Τα διδάγματα αυτά έχουν ενσωματωθεί στο νέο θεσμικό πλαίσιο χάραξης της νομισματικής πολιτικής που υιοθετήθηκε σε όλες τις βιομηχανικές χώρες τη δεκαετία του '90. Αναγνωρίζοντας τα όρια άσκησης μιας παρεμβατικής νομισματικής πολιτικής σε ένα κόσμο που χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα και μεταβαλλόμενες τιμές των παραμέτρων, οι νομισματικές αρχές επικέντρωσαν την προσοχή τους σε αυτό που μπορούν να εξασφαλίσουν – δηλ. τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Το σημαντικότερο είναι ότι το περιβάλλον αυτό προσέδωσε στη νομισματική πολιτική νέα αξιοπιστία και διαμόρφωσε ένα καθεστώς προσδοκιών για χαμηλό πληθωρισμό. Σε ένα τέτοιο καθεστώς, ο πληθωρισμός είναι λιγότερο ευαίσθητος σε αυξήσεις της τιμής του πετρελαίου. Στο πλαίσιο μιας νεοκεϋνσιανής καμπύλης Phillips επί παραδείγματι, ο πληθωρισμός εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τις τρέχουσες προσδοκίες για το μελλοντικό πληθωρισμό. Εάν οι προσδοκίες είναι σταθερά εστιασμένες, τότε ο πληθωρισμός δεν αυξάνεται αντιδρώντας σε μια αρνητική διαταραχή της προσφοράς, επειδή οι οικονομικές μονάδες δεν

αναμένουν αύξηση του πληθωρισμού. Επομένως, οι ενέργειες πολιτικής των νομισματικών αρχών που αποσκοπούν στη σταθεροποίηση των τιμών, καθώς και η ικανότητα των νομισματικών αρχών να γνωστοποιούν αποτελεσματικά στο κοινό τις δεσμεύσεις της πολιτικής τους, συγκράτησαν τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και συνέβαλαν σημαντικά ώστε η αντίδραση του πληθωρισμού στην πρόσφατη διαταραχή της τιμής του πετρελαίου να είναι υποτονική.

Εκτός του ότι δεν οδήγησε σε έντονη αύξηση του πληθωρισμού, η τελευταία διαταραχή της τιμής του πετρελαίου δεν οδήγησε στην ύφεση που παρατηρήθηκε στις προηγούμενες πετρελαϊκές κρίσεις. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να σχετίζεται εν μέρει με το γεγονός ότι η πρόσφατη διαταραχή της τιμής του πετρελαίου αντανάκλα, ως ένα βαθμό, την υψηλή ζήτηση πετρελαίου στις ΗΠΑ, την Κίνα και την Ινδία. Ως εκ τούτου, η επιδείνωση των όρων εμπορίου για τις χώρες που εισάγουν πετρέλαιο φαίνεται ότι αντισταθμίστηκε από την υψηλότερη ζήτηση των αγαθών τους από τις χώρες που έχουν μεγαλύτερη ζήτηση ενέργειας.

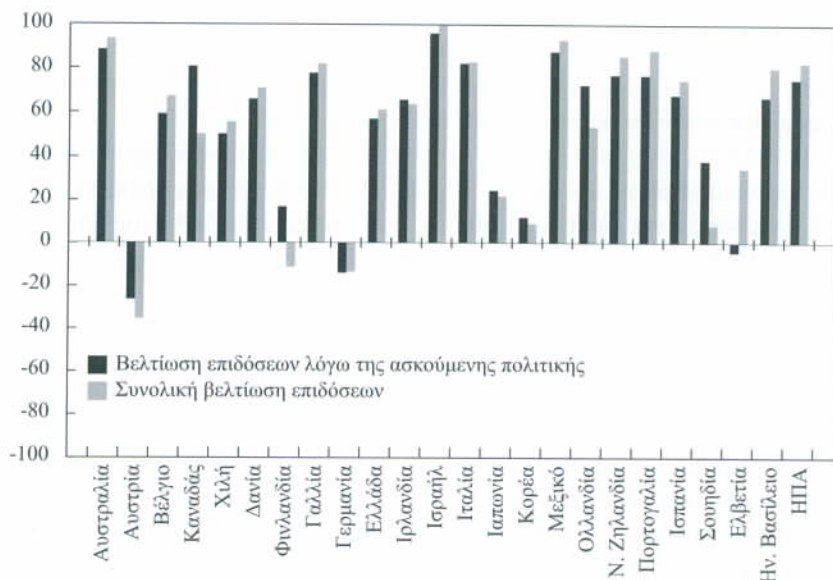
Ωστόσο, και πάλι το πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής και η αυξημένη αξιοπιστία της βοηθούν ώστε να εξηγηθεί η πιο συγκρατημένη αντίδραση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Οι κεντρικές τράπεζες ίσως αντιμετωπίζουν σε μικρότερο βαθμό δίλημμα μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης και πληθωρισμού.<sup>14</sup> Καθώς η δυναμική του πληθωρισμού επηρεάζεται έντονα από τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό, μια αξιόπιστη κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να συγκρατεί τον πληθωρισμό χωρίς να επιβραδύνει σημαντικά το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, δεδομένου ότι μπορεί να αρκεί η ίδια η πεποίθηση ότι θα ληφθούν μέτρα εάν απαιτηθεί. Μάλιστα, τα στοιχεία δείχνουν ότι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής αποτελεί τον κύριο παράγοντα στον οποίο οφείλονται οι βελτιωμένες μακροοικονομικές επιδόσεις, όπως μετρούνται από την υποχώρηση της μεταβλητότητας του πληθωρισμού και του προϊόντος<sup>15</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.4.9). Αυτή η αυξημένη αποτελεσματικότητα οφείλεται στη ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών και στη μεγαλύτερη διαφά-

14. Βλ. Woodford (2003).

15. Οι Cecchetti και Krause (2004) παρέχουν στοιχεία που υποστηρίζουν αυτή την άποψη. Τα αποτελέσματά τους στηρίζονται στην εκτίμηση των ορίων αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής, τα οποία ορίζονται με βάση τη μεταβλητότητα του πληθωρισμού και του ΑΕΠ. Θα μπορούσε βέβαια κανείς να υποστηρίξει ότι δεν είναι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής που εξηγεί τις καλύτερες μακροοικονομικές επιδόσεις, αλλά μάλλον το γεγονός ότι υπήρξε μείωση της μεταβλητότητας των διαταραχών της προσφοράς. Οι συγγραφείς διακρίνουν τη μεταβολή των επιδόσεων στο μέρος που εξηγείται από τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της πολιτικής και στο μέρος που οφείλεται σε αλλαγές της μεταβλητότητας των διαταραχών. Διαπιστώνουν ότι, για την πλειονότητα των 24 χωρών που αναλύθηκαν για τη δεκαετία του '80 και του '90, η βελτίωση των συνολικών μακροοικονομικών επιδόσεων εξηγείται από την αύξηση της αποτελεσματικότητας της πολιτικής.

**Διάγραμμα IV.4.9. Μεταβολές επιδόσεων λόγω της ασκούμενης πολιτικής (σύγκριση μεταξύ 1983-1990 και 1991-1998)**

Βελτίωση επιδόσεων (σε ποσοστά %)



ΠΗΓΗ: Cecchetti et al. (2004), Διάγραμμα 4.

νεια, που παρέχει στις νομοματικές αρχές τη δυνατότητα να γνωστοποιούν πιο αποτελεσματικά τους στόχους της νομοματικής τους πολιτικής.

Το πλαίσιο νομοματικής πολιτικής της ΕΚΤ, το οποίο βασίζεται σε δύο πυλώνες και λαμβάνει υπόψη τους πραγματικούς, τους νομοματικούς και τους χρηματοπιστωτικούς παράγοντες, δημιουργεί προϋποθέσεις αξιοπιστίας και δίνει στη ζώνη του ευρώ τη δυνατότητα να απολαύσει τα οφέλη που αναφέρθηκαν παραπάνω. Ο ρητός στόχος της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών, σε συνδυασμό με τον ποσοτικό ορισμό της σταθερότητας των τιμών ως ρυθμού πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2%, συμβάλλει στη σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Στο Διάγραμμα Π.4.2 στη σελ. 104 παρουσιάζεται η σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό από τη δημιουργία της ζώνης του ευρώ και της ΕΚΤ. Παρά την ελαφρά αύξηση του αναμενόμενου πληθωρισμού από τα πρώτα χρόνια της οικονομικής και νομοματικής ένωσης, οι προσδοκίες διατηρούνται σταθερές στο 2% περίπου. Παράλληλα, νέες πληροφορίες που έχουν σημασία για τη χάραξη της νομοματικής πολιτικής αξιολογούνται στις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ με βάση τους δύο πυλώνες – την οικονομική και τη νομοματική ανάλυση. Η οικονομική

ανάλυση επικεντρώνεται στην πραγματική δραστηριότητα και τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες, παράγοντες που επηρεάζουν τις εξελίξεις των τιμών μεσοπρόθεσμα. Η νομισματική ανάλυση παρέχει μια πιο μακροπρόθεσμη προοπτική που βασίζεται στο γεγονός ότι, σε τελική ανάλυση, ο πληθωρισμός μακροπρόθεσμα είναι νομισματικό φαινόμενο. Συνολικά, η στρατηγική δεν δικαιολογεί βραχυπρόθεσμο παρεμβατισμό και προσπάθειες “εξομάλυνσης” των συνθηκών της οικονομίας (“fine-tuning”).

Η ύπαρξη ενός ρητού στόχου, σε συνδυασμό με το ισχύον πλαίσιο χάραξης της νομισματικής πολιτικής, αποδείχθηκαν επιτυχή και επέτρεψαν στην ΕΚΤ να εδραιώσει την αξιοπιστία της στη διάρκεια της σύντομης ιστορίας της. Το θεσμικό πλαίσιο της ΕΚΤ επίσης διευκολύνει τη χάραξη πολιτικής υπό συνθήκες διαφάνειας και τη γνωστοποίηση των αποφάσεων πολιτικής στο ευρύ κοινό και τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Το γεγονός ότι η επικοινωνιακή πολιτική της ΕΚΤ είναι επιτυχής υποστηρίζεται από ορισμένα στοιχεία που δείχνουν ότι η έμφαση της ΕΚΤ σε έναν ποσοτικό ορισμό της σταθερότητας των τιμών έχει επηρεάσει τους φορείς που καθορίζουν τις τιμές και τους μισθούς στη ζώνη του ευρώ. Μολονότι οι τιμές τείνουν να μεταβάλλονται πολύ αργά στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση π.χ. με τις ΗΠΑ, οι πληθωριστικές διαταραχές εξαλείφονται με παρόμοιο ρυθμό όπως στις ΗΠΑ – η πρόσθετη δυσκαμψία στη ζώνη του ευρώ αντισταθμίζεται από τα οφέλη που προκύπτουν από το ότι η νομισματική πολιτική είναι αποτελεσματική στο να σταθεροποιεί τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ.<sup>16</sup>

Επομένως, ποια συμπεράσματα προκύπτουν από την παραπάνω ανάλυση για την πλέον ενδεδειγμένη πολιτική σήμερα; Δεδομένου ότι οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό δείχνουν να είναι επαρκώς σταθεροποιημένες, ενδέχεται οι αρμόδιοι χάραξης πολιτικής να αισθανθούν τον πειρασμό να ακολουθήσουν μια διευκολυντική νομισματική πολιτική, εκμεταλλευόμενοι την αυξημένη αξιοπιστία. Ωστόσο, μια διευκολυντική νομισματική πολιτική δεν θα ήταν συνετή, καθώς οι προσδοκίες των οικονομικών μονάδων για τον πληθωρισμό μπορεί να αυξηθούν, θέτοντας τέλος στην περίοδο *χαμηλών προσδοκιών για τον πληθωρισμό*. Μάλιστα, εάν οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό δεν εξαρτώνται μόνο από τον εκάστοτε τρέχοντα πληθωρισμό, αλλά και από το μέσο πληθωρισμό σε ένα παλαιότερο καθεστώς υψηλότερου πληθωρισμού, μια μεγάλη και επίμονη διαταραχή, όπως μια αρνητική διαταραχή της προσφοράς ενέργειας, θα μπορεί κάλλιστα να κάνει τις οικονομικές μονάδες να αυξήσουν τις προσδοκίες τους ότι οι νομισματικές αρχές θα στραφούν προς καθεστώς υψηλότερου πληθωρισμού.<sup>17</sup>

16. ECB (2006b), σελ. 79.

17. Βλ. Gagnon (1997).

Η αξιολογία που κέρδισαν μέχρι σήμερα οι νομισματικές αρχές δεν πρέπει να τεθεί σε κίνδυνο από τη χαλάρωση του ανεκτού εύρους του πληθωρισμού. Μια αξιόπιστη κεντρική τράπεζα μπορεί να συμβάλει στη σταθεροποίηση της οικονομίας στη διάρκεια μιας διαταραχής των τιμών του πετρελαίου χωρίς να υιοθετήσει υψηλότερο στόχο για τον πληθωρισμό. Μάλιστα, μια αξιόπιστη κεντρική τράπεζα μπορεί να *εκμεταλλευθεί* την αξιολογία της στη διάρκεια μιας διαταραχής των τιμών του πετρελαίου, καθώς αντιμετωπίζει σε μικρότερο βαθμό δίλημμα μεταξύ πληθωρισμού και οικονομικής ανάπτυξης από ό,τι μια λιγότερο αξιόπιστη κεντρική τράπεζα. Η κατάσταση αυτή δίνει στην αξιόπιστη κεντρική τράπεζα τη δυνατότητα να αντιμετωπίσει τη διαταραχή ασκώντας λιγότερο περιοριστική νομισματική πολιτική από ό,τι θα χρειαζόταν σε διαφορετική περίπτωση, καθώς η δυναμική του πληθωρισμού που οφείλεται στις προσδοκίες χαρακτηρίζεται από αυτοσυγκράτηση.<sup>18</sup> Στη συγκεκριμένη περίπτωση της ΕΚΤ, η αξιολογία και οι επαρκώς σταθεροποιημένες προσδοκίες για τον πληθωρισμό επέτρεψαν στη νομισματική πολιτική να είναι αρκετά διευκολυντική παρά το γεγονός ότι ο πραγματικός πληθωρισμός ήταν 2% και πάνω για περίοδο άνω των δύο ετών. Πιο πρόσφατα ωστόσο, εμφανίστηκαν δυνητικοί ανοδικοί κίνδυνοι για τον πληθωρισμό που προέρχονται τόσο από τις εξελίξεις της πραγματικής οικονομίας όσο και από τις νομισματικές εξελίξεις. Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ ενήργησε ώστε να προλάβει τυχόν υλοποίηση αυτών των ανοδικών κινδύνων, αίροντας τη διευκολυντική νομισματική πολιτική. Έτσι εξηγείται η αύξηση των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ το προηγούμενο έτος.

### **Θα μπορούσαν οι άλλες οικονομικές πολιτικές να διαδραματίσουν κάποιο ρόλο;**

Μέχρι στιγμής η προσοχή μας επικεντρώθηκε στις αντιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στις διαταραχές της προσφοράς. Πρωτού φθάσουμε στα

18. Η ιδέα στην οποία στηρίζεται αυτό το επιχειρήμα παρουσιάστηκε από τον Woodford (2003). Ο τρέχων πληθωρισμός αποτελεί συνάρτηση του οριακού κόστους (συμπεριλαμβανομένων των μεταβολών των τιμών του πετρελαίου) και των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Εάν οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό είναι επαρκώς σταθεροποιημένες, δεν θα επηρεάσουν καθ' ανάγκη τον τρέχοντα πληθωρισμό στη διάρκεια μιας διαταραχής της τιμής του πετρελαίου, διότι οι αγορές γνωρίζουν ότι η κεντρική τράπεζα θα προβεί σε ενέργειες ώστε να σταθεροποιήσει τον πληθωρισμό. Ως εκ τούτου, καθώς δεν θα υπάρχει μια εσωτερική πληθωριστική δυναμική με σημείο εκκίνησης λιγότερο σταθεροποιημένες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, η ενίσχυση του περιοριστικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής θα είναι μικρότερη από εκείνη την οποία θα χρειαζόταν μια λιγότερο αξιόπιστη κεντρική τράπεζα.

συμπεράσματα, θα ήταν χρήσιμο να διατυπώσουμε ορισμένες παρατηρήσεις σχετικά με τον ενδεχόμενο ρόλο των άλλων οικονομικών πολιτικών.

Πρώτον, η αντοχή μιας οικονομίας στις αρνητικές διαταραχές της προσφοράς θα ενισχυθεί εάν αυξηθεί η ευελιξία της αγοράς εργασίας. Το γεγονός αυτό αναγνωρίζεται ευρέως και, στην ΕΕ, οδήγησε στην υιοθέτηση διαφόρων πολιτικών που αποσκοπούν στον περιορισμό των δυσκαμψιών στο πλαίσιο της Συμφωνίας της Λισσαβώνας. Σε περίπτωση έλλειψης αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας, η αντίδραση της νομισματικής πολιτικής σε μια αρνητική διαταραχή της προσφοράς είναι ιδιαίτερα επιβεβλημένη λόγω της βραδείας αντίδρασης των πραγματικών μισθών στη διαταραχή. Οι αρνητικές διαταραχές της προσφοράς αυξάνουν το οριακό κόστος (είτε άμεσα σε περίπτωση διαταραχής της τιμής του πετρελαίου είτε μέσω της ανάγκης απασχόλησης περισσότερου εργατικού δυναμικού για την παραγωγή του ίδιου προϊόντος σε περίπτωση αρνητικής διαταραχής της παραγωγικότητας). Ο πληθωρισμός σε αυτές τις συνθήκες είναι αποτέλεσμα έλλειψης προσαρμογής των πραγματικών μισθών. Έτσι, όσο ταχύτερα προσαρμοστούν οι πραγματικοί μισθοί, τόσο πιο γρήγορα θα συγκλίνει το πράγματι καταγραφόμενο προϊόν προς το νέο δυναμικό προϊόν. Εάν οι οικονομίες ήταν πιο ευέλικτες, τότε η πρόκληση για τη νομισματική πολιτική που προκύπτει από μια αρνητική διαταραχή της προσφοράς θα ήταν πολύ περιορισμένη.<sup>19</sup>

Δεύτερον, εάν η νομισματική πολιτική δίνει έμφαση στη σταθερότητα των τιμών και τη σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό, η πιθανότητα να προκαλέσει ύφεση μια αρνητική διαταραχή της προσφοράς θα μπορούσε να αντιμετωπιστεί μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής. Εάν οι δημοσιονομικές συνθήκες παρέχουν στις κυβερνήσεις την ευελιξία να αφήσουν τους αυτόματους σταθεροποιητές να λειτουργήσουν μετά από μια αρνητική διαταραχή της προσφοράς, τα φορολογικά έσοδα θα υποχωρήσουν και οι μεταβιβάσεις θα αυξηθούν, οδηγώντας σε αναθέρμανση της οικονομίας. Επιπλέον, μια περιοριστική νομισματική πολιτική που αποσκοπεί στην αντιμετώπιση των πληθωριστικών συνεπειών μιας δυσμενούς διαταραχής της προσφοράς θα μπορούσε να συνοδεύεται από επεκτατική δημοσιονομική πολιτική κατά τη διακριτική ευχέρεια των αρχών, με μείωση των συντελεστών φορολογίας ή αύξηση των δημόσιων δαπανών. Οι τελευταίες πολιτικές θα μπορούσαν να περιορίσουν περαιτέρω την επιβραδυντική επίδραση της διαταραχής στην οικονομική ανάπτυξη αντισταθμίζοντας την αρνητική επίδραση της αύξησης της τιμής του πετρελαίου στην ιδιωτική ζήτηση. Επομένως, εάν η κυβέρνηση διαθέτει την απαραίτητη ευε-

19. Βλ. Blanchard and Gali (2005).

λιξία, η δημοσιονομική πολιτική θα μπορούσε να μειώσει το βάρος του σταθεροποιητικού ρόλου της νομισματικής πολιτικής.

Ωστόσο, στη ζώνη του ευρώ, η εμβέλεια της δημοσιονομικής πολιτικής είναι επί του παρόντος περιορισμένη λόγω της μη άσκησης πιο περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής τα προηγούμενα χρόνια, όταν ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης υπερέβαινε το ρυθμό βάσει της τάσης. Ως εκ τούτου, σε πολλές χώρες διατηρήθηκαν υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και υψηλά επίπεδα χρέους. Ακόμα και το περιθώριο λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών, με παράλληλη τήρηση των κανόνων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, είναι εξαιρετικά περιορισμένο. Η κατάσταση αυτή υπογραμμίζει την ανάγκη να προβούν οι κυβερνήσεις στις απαραίτητες δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις προκειμένου να επιτευχθούν ισοσκελισμένοι προϋπολογισμοί ή δημοσιονομικά πλεονάσματα στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. Μόνο κατ' αυτό τον τρόπο θα μπορέσει η δημοσιονομική πολιτική να χρησιμεύσει ως εργαλείο αντιμετώπισης της επίδρασης οποιασδήποτε μελλοντικής αρνητικής διαταραχής της προσφοράς.

## Συμπεράσματα

Συμπερασματικά, το μήνυμα της παρούσας μελέτης είναι ότι οι κεντρικές τράπεζες δεν πρέπει να αντιδρούν στις αρνητικές διαταραχές της προσφοράς χαλαρώνοντας τη νομισματική πολιτική, γιατί αυτό απλώς θα υπονομεύσει την αξιοπιστία που προσπαθούν να αποκτήσουν πολλές κεντρικές τράπεζες και θα αυξήσει το κόστος συγκράτησης του πληθωρισμού στο μέλλον. Αντίθετα, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να εκμεταλλευθούν την αξιοπιστία που έχουν αποκτήσει στο παρελθόν – η νομισματική πολιτική είναι πιο αποτελεσματική όταν υπάρχουν σαφώς σταθεροποιημένες προσδοκίες, γεγονός που δίνει στις κεντρικές τράπεζες τη δυνατότητα να αντιμετωπίζουν τις πληθωριστικές διαταραχές με μικρότερο κόστος.

Παράλληλα, και άλλες πολιτικές όπως η δημοσιονομική πολιτική και, ακόμη περισσότερο, οι διαρθρωτικές πολιτικές μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο. Σε τελική ανάλυση, δεν πρέπει να λησμονούμε το κλασικό δίδαγμα του Jan Tinbergen ότι πρέπει να υπάρχουν τόσα μέσα όσοι και στόχοι. Η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να καταφέρει τα πάντα και είναι πολύ προτιμότερο να παραμένει επικεντρωμένη σε αυτό που είναι σε θέση να επιτύχει, δηλ. τη σταθερότητα των τιμών. Κατ' αυτό τον τρόπο, παρέχει τις απαραίτητες συνθήκες επίτευξης άλλων μακροοικονομικών στόχων, συμπεριλαμβανομένης της οικονομικής ανάπτυξης και της δημιουργίας θέσεων εργασίας.

## Βιβλιογραφία

Andersen, P.S. and H.J. Bernard. 1991. "Energy Shocks and the Demand for Energy", BIS Working Paper No. 17.

Bernanke, B.S., M. Gertler and M. Watson. 1997. "Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks", *Brookings Papers on Economic Activity*, 91-116.

Bernanke, B. S., M. Gertler and M. Watson. 2004. "Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behaviour: the role of monetary policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, 36, 2.

Blanchard, O. and J. Gali. 2005. "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model", NBER Working Paper No. 2005.

Blinder, A. S. and R. Reis 2005. "Understanding the Greenspan Standard", Federal Reserve Bank of Kansas City, Symposium on The Greenspan Era: Lessons for the Future.

Carlstrom, C. and T. Fuerst. 2005. "Oil Prices, Monetary Policy and the Macroeconomy", Policy Discussion Paper No. 10, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Cecchetti, S. G., A. Flores-Lagunes and S. Krause. 2004. "Has Monetary Policy Become More Efficient?", NBER Working Paper No. 10973.

Dhawan, R. and K. Jeske. 2006. "How Resilient is the Modern Economy to Energy Price Shocks?", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 91, 3, 21-32.

Dotsey, M. and M. Reid. 1992. "Oil Shocks, Monetary Policy, and Economic Activity," *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, Ιούλιος/Αύγουστος, 14-27.

ECB. 2004. "Oil Prices and the Euro Area Economy", *Monthly Bulletin*, Νοέμβριος.

ECB. 2006a. "Effects of the Rising Trade Integration of Low-Cost Countries on Euro Area Import Prices", *Monthly Bulletin*, Αύγουστος, 56-7.

ECB. 2006b. "Monetary Policy Activism", *Monthly Bulletin*, Νοέμβριος, 67-81.

Edge, R. M., T. Laubach and J.C. Williams. 2003. "The Responses of Wages and Prices to Technology Shocks", αδημοσίευτο.

Gagnon, J.E. 1997. "Inflation Regimes and Inflation Expectations", United States Department of the Treasury Research Discussion Paper No. 9701.

Gali, J., J.D. Lopez-Salido and J. Valles. 2003. "Technology Shocks and Monetary Policy: Assessing the Fed's Performance", *Journal of Monetary Economics*, 50, 723-43.

Gerdesmeier, D., and B. Roffia. 2004. "Taylor Rules for the Euro Area: The Issue of Real-Time Data", Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 37.

Gramlich E. M. 2004. "Oil Shocks and Monetary Policy", Remarks at the Annual Economic Luncheon, Federal Reserve Bank of Kansas.

Hamilton, J. and A. Herrera. 2004. "Oil Shocks and Aggregate Behavior: the role of monetary policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, 36, 2.

Hooker, M.A., 2002. "Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime", *Journal of Money, Credit and Banking*, 34, 540-61.

Hunt, B. 2005. "Oil Price Shocks: Can they Account for the Stagflation of the 1970s?", IMF Working Paper No. 215.

Hutchison, M.M. 1991. "Aggregate Demand, Uncertainty and Oil Prices: The 1990 Oil Shock in Comparative Perspective", BIS Economic Papers, No. 31.

Jones, D. W., P. N. Leiby and I. K. Paik. 2004. "Oil Price Shocks and the Macroeconomy: what have we learned since 1996?", *The Energy Journal*, 25, 2.

King, M. 2006. "Monetary Policy Developments", speech at a dinner hosted by the Scottish Financial Enterprise and the Edinburgh Chamber of Commerce.

Liikanen, E. 2006. "Monetary Policy in Theory and Practice", speech at the Turku School of Economics and Business Administration.

Meyer, L. H. 2000. "The Economic Outlook and the Challenges Facing Monetary Policy", speech at the Toronto Association for Business and Economics.

OECD. 2006. "Globalisation and Inflation in the OECD Economies", Working Party No. 1 on Macroeconomic and Structural Policy Analysis, ECO/CPE/WP1 (2006)14.

Orphanides, A. and S. van Norden. 2002. "The Unreliability of Output Gap Estimates in Real Time", *Review of Economics and Statistics*, 84, 569-83.

Parry, R.T. 2000. "Monetary Policy in the New Environment: The US Experience", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2000-31.

Skoczytas, L. and B. Tissot. 2005. "Revisiting Recent Productivity Developments Across OECD Countries", BIS Working Papers, No. 182.

Smets, F. and W. Wouters. 2002. "An Estimated Stochastic Dynamic General Equilibrium Model of the Euro Area", ECB Working Paper No. 171.

Taylor, J.B. 1999. "Staggered Price and Wage Setting in Macroeconomics", στο Taylor J. B. and M. Woodford (επιμ.) *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1, 1009-50.

Trehan, B. 2005. "Oil Price Shocks and Inflation", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2005-28.

Weber, A. A. 2006. "Oil Price Shocks and Monetary Policy in the Euro Area", Whitaker Lecture before the Central Bank and Financial Services Authority of Ireland.

Woodford, M. 2003. *Interest and Prices. Foundation of a Theory of Monetary Economics*, Princeton University Press.

Yellen, J. L. 2005. "Productivity and Inflation", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2005-04.

Yellen, J. L. 2006. "Enhancing Fed Credibility". *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2006-05.



ISBN 978-960-7032-43-0