



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

Τμήμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Εφαρμοσμένη  
Οικονομική

Κατεύθυνση : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η Ευρωπαϊκή κρίση και το μέλλον της Ευρώπης

Κυριαζή Ιωάννα

Επιβλέπων καθηγητής : Κυριαζής Νικόλαος

Βόλος ,2020

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<u>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</u>	3
<u>ABSTRACT</u>	4
<u>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</u>	5
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΠΕΡΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΕΝΩΣΕΩΝ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ</u>	8
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΚΑΘΕΣΤΩΤΑ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ ΩΣ ΑΤΕΛΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΝΩΣΕΙΣ</u>	16
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – ΠΩΣ ΝΑ ΣΥΜΠΛΗΡΩΣΟΥΜΕ ΠΟΛΙΤΙΚΑ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΝΕ</u>	31
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ</u>	42
4.1. <u>Εισαγωγή</u>	42
4.2. <u>Γενικά για τον ρόλο των Κεντρικών Τραπεζών Ιστορικά</u>	44
4.3. <u>Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην αρχιτεκτονική της ευρωζώνης</u>	47
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΠΕΙΘΑΡΧΙΑ ΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΩΝ</u>	61
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ</u>	74
6.1. <u>Η γενικότερη κατάσταση</u>	74
6.2. <u>Η λύση στην κρίση</u>	77
6.3. <u>Η κατάσταση με τον κορονοϊό</u>	89
<u>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</u>	92
<u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u>	96

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

1. Σκοπός: Κύριοι στόχοι της παρούσας εργασίας είναι ο προσδιορισμός των κυριότερων κινητήριων δυνάμεων που επηρεάζουν τη μελλοντική εξέλιξη της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης και η εξέταση της παρούσας κατάστασης που αντιμετωπίζει η ΕΕ, οι προτεραιότητες της ΕΚΤ και οι προκλήσεις που αντιμετωπίζουν τα κράτη μέλη της Ευρώπης.
2. Μεθοδολογία: Περιγραφή, με χρήση της βιβλιογραφίας, της αρχικής δομής διακυβέρνησης της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, με τη διακυβέρνηση τρίτης τάξης (κοινά πρότυπα) να παρουσιάζεται σε διαφορετικό βαθμό στη νομισματική, οικονομική και δημοσιονομική διακυβέρνηση.
3. Ευρήματα: Από την κρίση, η μετατόπιση κανόνων (διακυβέρνηση τρίτης τάξης) επέτρεψε τη δημιουργία νέων οργανισμών (π.χ. του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας και του Ενιαίου Μηχανισμού Εποπτείας) και την επέκταση των αρμοδιοτήτων των υφιστάμενων θεσμών (ιδίως της ΕΚΤ). Σε τομείς στους οποίους δεν προέκυψαν κανονιστικές αλλαγές (συντονισμός της δημοσιονομικής και οικονομικής πολιτικής), η διακυβέρνηση δεύτερης τάξης χαρακτηρίστηκε από διαδοχικές αλλαγές στους υφιστάμενους θεσμούς. Ο βαθμός στον οποίο η οικονομική διακυβέρνηση έχει γίνει πιο ιεραρχική εξαρτάται τόσο από τη δύναμη των κανόνων διακυβέρνησης τρίτης τάξης όσο και από τις προτιμήσεις μεγάλων κρατών όπως η Γερμανία είτε να διατηρήσουν την κυριαρχία τους είτε να δημιουργήσουν πρόσθετους κανόνες που δεσμεύουν τα κράτη μέλη.
4. Περιορισμοί: Ως βασικός περιορισμός μπορεί να αναφερθεί ότι η μελέτη βασίστηκε μόνο σε δευτερογενείς πηγές και δεν υπήρξε πρωτογενής έρευνα, το οποίο βέβαια μπορεί να αποτελέσει και ένα στοιχείο για μελλοντική διερεύνηση.
5. Επιπτώσεις πολιτικής: Η ΕΕ έχει βιώσει τα τελευταία χρόνια μια πρωτοφανή κρίση που αγγίζει πραγματικά τα βασικά χαρακτηριστικά και τις αξίες της. Το έργο της ONE διαρθρώθηκε σε πολιτικά θεμέλια και προσδοκίες, με τεράστιες κοινωνικοοικονομικές επιπτώσεις.

## ABSTRACT

1. Purpose: The main objectives of this document are to identify the main driving forces affecting the future development of Economic and Monetary Union and to examine the current situation facing the EU, the ECB's priorities and the challenges facing its Member States. Europe.
2. Methodology: Description, using the literature, of the original governance structure of Economic and Monetary Union, with third-order governance (common standards) being presented to varying degrees in monetary, economic and budgetary governance.
3. Findings: Since the crisis, the displacement of rules (third-order governance) has allowed the creation of new agencies (eg the European Stability Mechanism and the Single Supervisory Mechanism) and the extension of the responsibilities of existing institutions (in particular the ECB). In areas where no regulatory changes have occurred (coordination of fiscal and economic policy), second-tier governance has been characterized by successive changes to existing institutions. The degree to which economic governance has become more hierarchical depends both on the strength of third-party governance rules and on the preferences of large states such as Germany to either maintain their sovereignty or create additional rules binding on Member States.
4. Limitations: As a major limitation it can be stated that the study was based only on secondary sources and there was no primary research, which of course may be an element for future investigation.
5. Policy implications: The EU has experienced an unprecedented crisis in recent years that truly touches on its core characteristics and values. EMU's work was structured on political foundations and expectations, with huge socio-economic implications.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Ευρωκρίση ή αλλιώς κρίσης της Ευρωζώνης, αποτελεί μια μορφή συνεχιζόμενου προβλήματος, οικονομικής κατά βάσης φύσεως, που επηρεάζει τις χώρες-μέλη από το 2009 και μετά, αφού τότε ήταν που μια ομάδα δέκα τραπεζών από την Ανατολική και Κεντρική Ευρώπη, ζήτησαν το περίφημο πακέτο διάσωσης. Το 2009 υπήρχε πρόβλεψη πτώσης 1,8% της οικονομικής απόδοσης όλης της Ευρωπαϊκής Ένωσης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εξαιτίας της ύφεσης (Fidmuc, 2004).

Η συνεχιζόμενη ύφεση και κρίση, έκανε δύσκολο ή αδύνατο το έργο των χωρών της Ευρωζώνης να αναχρηματοδοτήσουν ή να εξοφλήσουν το υπέρογκο δημόσιο χρέος τους, με αποτέλεσμα να ζητούν την βοήθεια τρίτων όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Οι τράπεζες βρίσκονταν σε άσχημη κατάσταση αφού παρουσίαζαν υποκεφαλαιοποίηση και αντιμετώπιζαν σοβαρότατα προβλήματα χρέους και ρευστότητας. Επίσης η οικονομική μεγέθυνση παρουσίαζε αργή ανάπτυξη ενώ ήταν άνισα κατανομημένη ανάμεσα στις χώρες-μέλη στο σύνολο της Ευρωζώνης (Beck, 2013).

Οι κυβερνήσεις εκείνων των κρατών που επηρεάστηκαν περισσότερο εξαιτίας της κρίσης συμμορφώθηκαν με τις εντολές μιας επιτροπής που ήταν γνωστή ως «Τρόϊκα», που είχε σχηματιστεί από τρεις οργανισμούς, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Όλα τα παραπάνω όμως δεν έγιναν ξαφνικά και η κρίση φαίνεται πως είχε ξεκινήσει αρκετά πριν το 2009. Το 1992, τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπέγραψαν την συνθήκη του Μάαστριχτ, που είχε ως σκοπό να αναγκάσει τις χώρες να αναλάβουν την υποχρέωση του περιορισμού του δημοσιονομικού τους ελλείμματος και του χρέους τους. Επειδή όμως κάποιες χώρες στις αρχές του 2000 απέτυχαν να παραμείνουν στα όρια των κριτηρίων της συνθήκης του Μάαστριχτ, στράφηκαν στην τιτλοποίηση των μελλοντικών κυβερνητικών τους εσόδων με σκοπό να μειώσουν τα χρέη και τα ελλείμματά τους, και να αποφύγουν τα διεθνή πρότυπα (von Hagen & Wyplosz, 2008).

Έτσι τα κράτη μπορούσαν να αποκρύψουν το πραγματικό ύψος του χρέους και του ελλείμματος, με κάποιες τεχνικές που περιλάμβαναν συναλλαγές εκτός ισολογισμού, χρήση σύνθετων κατασκευών παραγώγων χρέους και συναλλάγματος και ασυνεπή λογιστική.

Μέχρι το τέλος του 2009, είχαν δημιουργηθεί μεταξύ των επενδυτών τεράστιοι φόβοι σχετικά με την πτώχευση, λόγω του ολοένα αυξανόμενου ύψους του δημοσίου και ιδιωτικού χρέους σε όλο τον πλανήτη, που συνδιαζόταν με ένα κύμα υποβάθμισης του δημόσιου χρέους κάποιων Ευρωπαϊκών κρατών από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Ως αποτέλεσμα της διάσωσης των τραπεζών και των κυβερνήσεων απέναντι στις οικονομίες που παρουσίασαν επιβράδυνση μετά το σπάσιμο της φούσκας των ακινήτων, το ιδιωτικό χρέος που είχε προκύψει μεταφέρθηκε στο ήδη επιβαρυνόμενο δημόσιο χρέος (Gibson, et al. 2014).

Στην Ελλάδα συγκεκριμένα, εν μέρη λόγω της ύφεσης αλλά και λόγω των δεσμεύσεων περί υψηλών συντάξεων και μισθών στο δημόσιο τομέα, το δημόσιο χρέος διογκώθηκε με τον δανεισμό. Η ίδια η δομή της Ευρωζώνης ως νομισματική ένωση, και χωρίς να υπάρχουν διαφορετικά φορολογικά και συνταξιοδοτικά συστήματα, χωρίς δηλαδή να υπάρχει δημοσιονομική ένωση, περιόρισε την ικανότητα των Ευρωπαίων ηγετών να αντιδράσουν δυναμικά και συνεισέφερε στην περαιτέρω κλιμάκωση της κρίσης.

Οι ανησυχίες ενισχύονται σχετικά με το θέμα φερεγγυότητας των τραπεζικών συστημάτων και των κρατών αφού οι Ευρωπαϊκές τράπεζες κατέχουν υπό την ιδιοκτησία τους ένα σημαντικό τμήμα του δημόσιου χρέους, με τις ανησυχίες να εντείνονται στις αρχές του 2010, και να οδηγούν τα κράτη-μέλη στην εφαρμογή μέτρων χρηματικής υποστήριξης και οικονομικής λιτότητας, όπως ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) (Krugman, 2013).

Στην αντιμετώπιση της κρίσης εκτός από την εφαρμογή προγραμμάτων διάσωσης και πολιτικών μέτρων, η ίδια η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, έχει λάβει μέτρα παρέχοντας φτηνά δάνεια ύψους πάνω από 1 τρις ευρώ, για να διατηρηθεί η ροή του χρήματος ανάμεσα στις τράπεζες της Ευρώπης και μειώνοντας ταυτόχρονα τα επιτόκια.

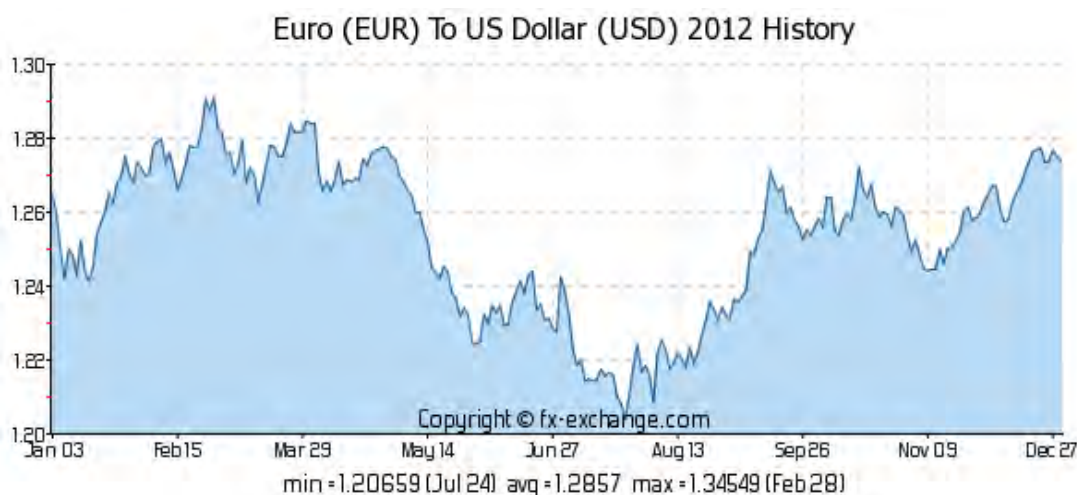
Η ΕΚΤ στις 6 Σεπτεμβρίου του 2012, προέβη στην καθυσύχαση των χρηματαγορών με ανακοίνωση που αφορούσε την δωρεάν και άνευ ορίων υποστήριξη προς όλες τις χώρες της Ευρωζώνης που συμμετέχουν σε προληπτικό ή κάποιο πρόγραμμα διάσωσης. Η κρίση τείνει να επηρεάσει περισσότερο τις χώρες που παρουσίαζαν σημαντικά δημοσιονομικά κενά, όπως η Ελλάδα και η Ισπανία, με την ανεργία να φτάνει το 27% του πληθυσμού, ενώ συνέβαλλε στην αλλαγή της κατανομής πολιτικής ισχύος σε χώρες όπως η Ελλάδα, η Ισπανία, η Ιταλία, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ολλανδία, η Σλοβακία και η Σλοβενία (Aizenman, 2016).

Η Ευρωζώνη θα λέγαμε πως αντιμετωπίζει σοβαρές δυσκολίες στο να ξεπεράσει την οικονομική κυρίως κρίση. Οι αγορές παραμένουν νευρικές, ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα, το δημόσιο χρέος, η ανεργία, η μείωση της απασχόλησης των νέων και η αύξηση του ΑΕΠ, αποτελούν θέματα που συνοψίζουν τις συνέπειες τις κρίσεις από το 2007 έως και τις μέρες μας (Cartenaro & Morris, 2008).

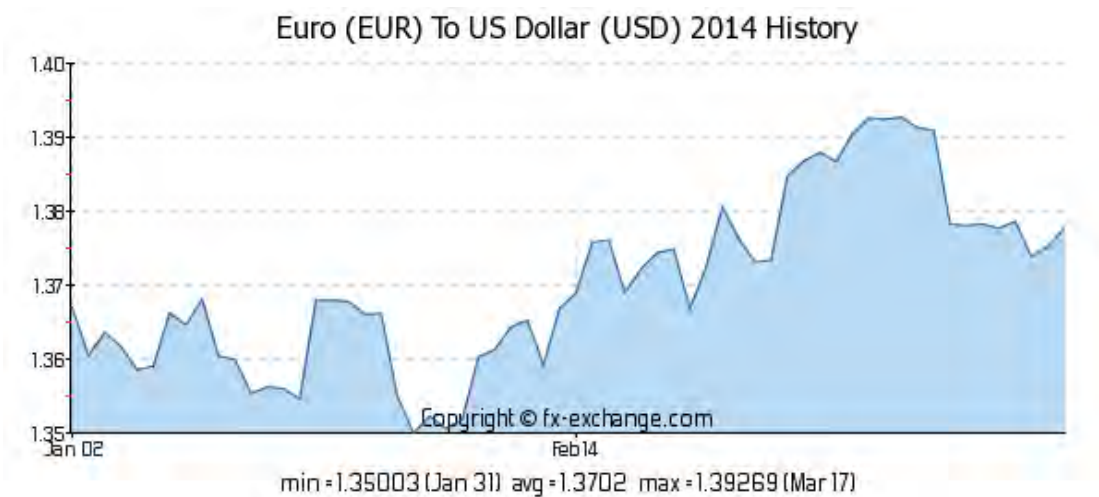
## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΠΕΡΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΕΝΩΣΕΩΝ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

Η κρίση της Ευρωζώνης αποτελεί συνέχιση μιας παγκόσμιας αναταραχής που ξεκίνησε ουσιαστικά το 2007, από την Αμερικανική «φούσκα» στην αγορά των ακινήτων, που οδήγησε στην παγκόσμια τραπεζική κρίση, μετατράπηκε σε παγκόσμια ύφεση και κατέληξε στην κρίση του δημοσίου χρέους. Η βασική αδυναμία των Ευρωπαϊκών τραπεζών είναι το συσσωρευμένο δημόσιο και ιδιωτικό χρέος κατά την περίοδο της έντονης χρηματιστικοποίησης από το 2000 και μετά.

Στο πλαίσιο της χρηματιστικοποίησης δημιουργήθηκε το Ευρώ, που αποτελεί μορφή διεθνούς αποθεματικού νομίσματος, δημιουργημένο από μια ομάδα Ευρωπαϊκών κρατών με σκοπό την εξασφάλιση των πλεονεκτημάτων των Ευρωπαϊκών τραπεζών και των μεγάλων επιχειρήσεων. Ο απώτερος σκοπός όμως ήταν το Ευρώ να μπορέσει να ανταγωνιστεί το δολάριο, κάτι που δεν θα μπορούσε να συμβεί εάν δεν υπήρχε ένα αντίστοιχο ισχυρό ενιαίο κράτος. Έτσι αποκαλύπτεται και η βασική θεμελιώδης αδυναμία του Ευρώ: Στηρίζεται σε μια συμμαχία ανόμοιων κρατών, χωρίς συνοχή, που αντιπροσωπεύουν οικονομίες με διαφορετικές ανάγκες και αποκλίνουσες ανταγωνιστικότητες (Pasimeni, 2014).







Πηγή: <https://www.fx-exchange.com/usd/eur-24-exchange-rates.html>

**Γράφημα 1. Διακύμανση της συναλλαγματικής αξίας του ευρώ έναντι αυτής του δολαρίου κατά την τελευταία τριετία.**

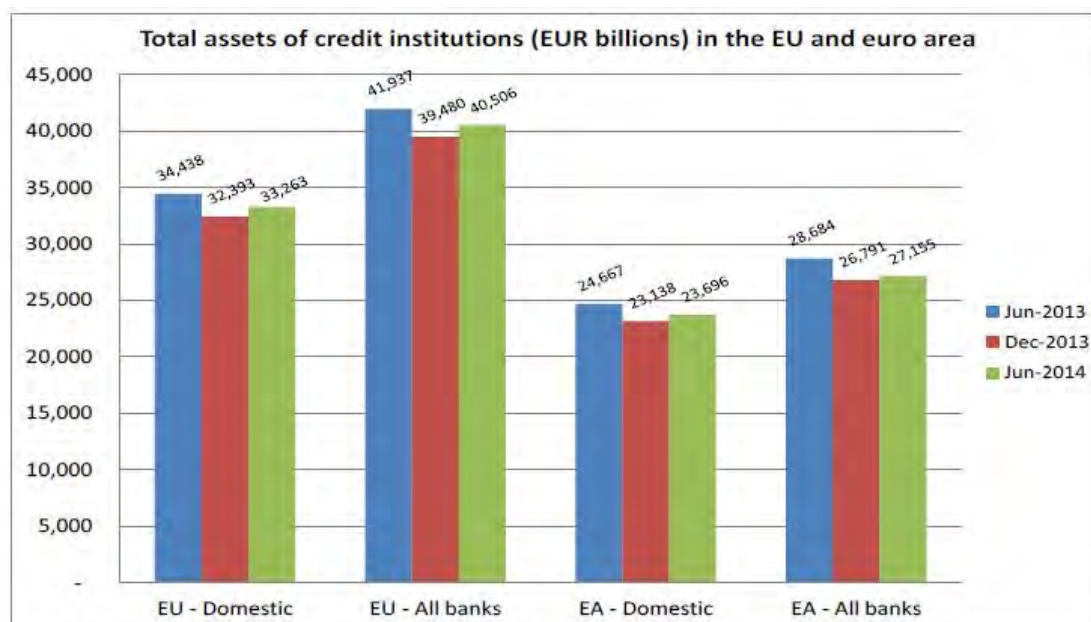
Το Ευρώ κατά την διάρκεια της παγκόσμιας κρίσης που ξεκίνησε το 2007, αποτελούσε διαμεσολαβητή στην Ευρώπη. Η ΟΝΕ, προχώρησε στον διαχωρισμό περιφέρειας και κέντρου και εισήγαγε ανάμεσά τους σχέσεις διακρίσεων και ιεραρχίας. Αποτέλεσμα ήταν τη δεκαετία του 2000, η περιφέρεια να χάνει τα επίπεδα ανταγωνιστικότητάς της και να αυξάνονται τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στις ανταλλαγές με το κέντρο, αλλά και να συσσωρεύονται σημαντικές οφειλές προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του κέντρου. Έτσι η Γερμανία αναδείχτηκε ως η μεγαλύτερη οικονομική δύναμη της Ευρώπης (Costantini, et al. 2014).

Υπάρχει βέβαια έντονος νεοφιλελευθερισμός στις πολιτικές της Ευρωζώνης σχετικά με την αντιμετώπιση της κρίσης. Παρατηρείται αύξηση των έμμεσων φόρων, περικοπή των δημοσίων δαπανών, μείωση των μισθών, ιδιωτικοποίηση της δημόσιας περιουσίας και έντονη απελευθέρωση των αγορών. Ταυτόχρονα, παρατηρούνται θεσμικές αλλαγές εντός της ONE, του Ευρωπαϊκού ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης Σταθερότητας και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ώστε να εδραιωθεί η κυριαρχία του κέντρου και ιδιαίτερα η οικονομική θέση της Γερμανίας. Βλέποντας τα παραπάνω θα μπορούσε κάποιος να ισχυριστεί πως οι πολιτικές που εφαρμόζονται απειλούν να μετατοπίσουν τις ισορροπίες της οικονομικής, πολιτικής και κοινωνικής δύναμης κατά της εργασίας και υπέρ του κεφαλαίου, σε όλη την Ευρωζώνη (Deutsche Bundesbank, 2011).

Το να αναφέρεται η λιτότητα θεωρείται αντιφατικό, αφού οδηγεί σε περαιτέρω ύφεση, που έχει ως αποτέλεσμα να τίθενται σε κίνδυνο οι τράπεζες και η νομισματική ένωση, ενώ επιδεινώνεται το ήδη δυσβάσταχτο βάρος του χρέους. Η παραπάνω αντίφαση αποτελεί τροχοπέδη της φύσης της ONE, αφού αποτελείται από συμμαχίες κρατών με αποκλίνουσες ανταγωνιστικότητες. Έτσι η ONE, έρχεται αντιμέτωπη με ένα σοβαρό δίλλημα: είτε να έρθει σε ρήξη, είτε να δημιουργήσει κρατικούς μηχανισμούς που θα είχαν την δυνατότητα να επιβάλλουν πολιτικές αύξησης της ανταγωνιστικότητας. Η μεγάλη πιστωτική ισχύς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας χρησιμοποιήθηκε αυθαίρετα για να προστατευθούν τα συμφέροντα των ομολογιούχων, των τραπεζών και των μεγάλων επιχειρήσεων, παρακάμπτοντας σε μερικές περιπτώσεις ακόμη και το ίδιο το καταστατικό της ΕΚΤ. Ιδιοποιήθηκε η κοινωνική δύναμη με μη – δημοκρατικούς τρόπους από ένα θεσμό που έχει τεθεί στην υπηρεσία του Ευρωπαϊκού κεφαλαίου. Έτσι η ΕΚΤ δεν μπορεί να μειώσει τα αποτελέσματα της κρίσης, αφού περιορίζεται από την έλλειψη ενός ενιαίου κράτους που θα μπορεί να στηρίξει την φερεγγυότητα και τις υποχρεώσεις της (Handler, 2013).

Είναι λογικό όπως και με την περίπτωση της ΕΚΤ, να υπάρχει πρόβλημα και με την λειτουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, αφού δεν υπάρχει ενιαία κρατική αρχή που να μπορεί να υποστηρίξει αξιόπιστα την διερεύνηση της ικανότητας δανεισμού, ενώ η ικανότητα του Ταμείου να αναπληρώνει το κεφάλαιο των τραπεζών που βρίσκονται σε κίνδυνο, αντιφάσκει με τον εθνικό χαρακτήρα των τραπεζών. Δεν είναι εύκολο σε μια συμμαχία που αποτελείται από

διαφορετικά κράτη, να αντλήσει από κοινού τα απαραίτητα κεφάλαια ώστε να διασώσει τις τράπεζες ενός εκ των μελών της. Έτσι δεν είναι λογικό για παράδειγμα η Γερμανία να διασώσει τις Πορτογαλικές τράπεζες χωρίς να υπάρχει το ανάλογο αντάλλαγμα.

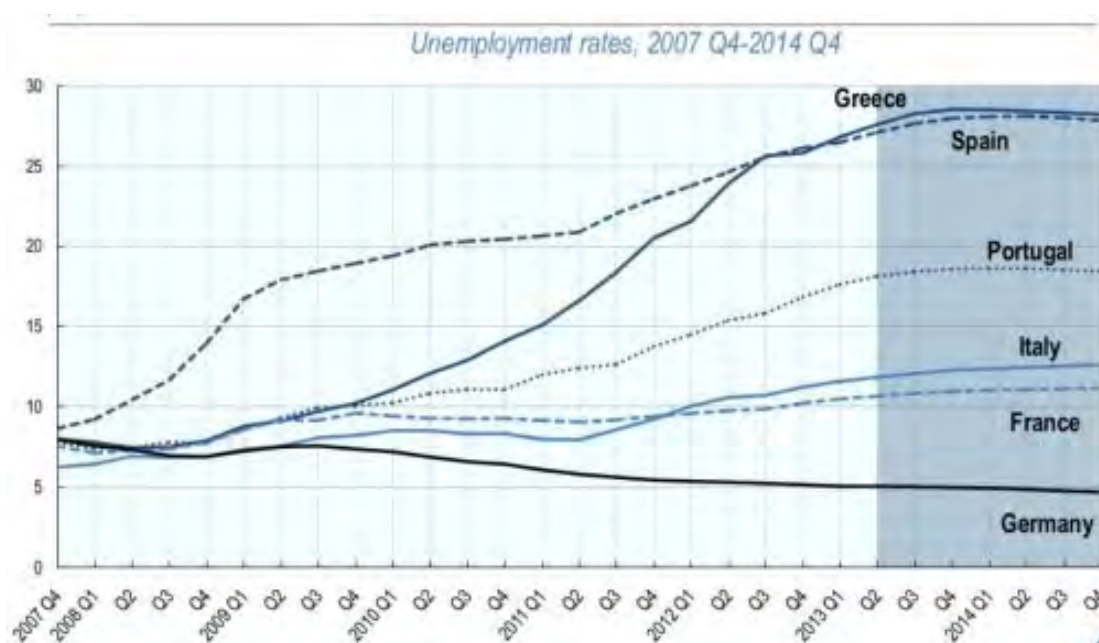


Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150828.en.html>

**Γράφημα 2. Το σύνολο του ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ευρωζώνη (δεδομένα σε δισεκατομμύρια ευρώ)**

Οι εγχώριες τράπεζες έχουν συνδεθεί με τα εθνικά κράτη από την αρχή της κρίσης και μετά, έτσι οι τράπεζες έχουν αποκτήσει το δημόσιο χρέος των κρατών που ανήκουν, καταθέτουν την πλεονάζουσα ρευστότητα στις εθνικές κεντρικές τράπεζες και λογικά στηρίζονται όλο και περισσότερο στον Μηχανισμό Επείγουσας Παροχής Ρευστότητας, που τον παρέχει η εθνική κεντρική τράπεζα. Έτσι τα εθνικά κράτη και οι τράπεζες αντιμετωπίζουν από κοινού ένα νέο πρόβλημα: Τον κίνδυνο της από κοινού αθέτησης πληρωμών. Τα περιφερειακά κράτη λοιπόν έρχονται αντιμέτωπα με ένα δίλημμα, είτε να χάσουν εντελώς τον έλεγχο των τραπεζών, είτε να τις κρατικοποιήσουν πλήρως. Το μέλλον φαίνεται δυσόπινο και περιλαμβάνει υψηλά επίπεδα ανεργίας, χαμηλά επίπεδα ανάπτυξης και ολοένα μεγαλύτερη αύξηση του χρέους. Αυτό συμβαίνει επειδή απουσιάζουν αποτελεσματικές θεσμικές αλλαγές στους κόλπους της ίδιας της ΟΝΕ, εντείνεται το σχίσμα μεταξύ περιφέρειας και κέντρου, αυξάνονται οι πιέσεις για λιτότητα και οι απειλές κατά των τραπεζών, με

αποτέλεσμα να δημιουργούνται δυσμενείς συνθήκες στις περιφερειακές χώρες. Το αποτέλεσμα είναι οι περιφερειακές χώρες να δυσκολεύονται να παραμείνουν εντός της ΟΝΕ, με την πιο πιθανή υποψήφια για άμεση έξοδο να είναι η Ελλάδα (Aizenman, 2016).



Πηγή: Eurostat

Γράφημα 3. Ρυθμός ανεργίας σε διάφορες χώρες της Ευρωζώνης - Σταθερές τιμές 2007

Η αθέτηση των πληρωμών είναι αναπόφευκτη αφού η Ελλάδα δεν πληροί της προϋποθέσεις για να συμμετάσχει σε σχέδια διάσωσης και δεν μπορεί να εξυπηρετήσει το δημόσιο χρέος της. Ωστόσο, η λεγόμενη συντεταγμένη αθέτηση πληρωμών, δηλαδή η αθέτηση των πληρωμών με πρωτοβουλία των πιστωτών και εντός των περιορισμών της ΟΝΕ, δεν θα ήταν συμφέρουσα για την ίδια την χώρα. Το αποτέλεσμα θα είναι η χώρα να μην αλλάζει την πολιτική της λιτότητας, να οδηγείται σε απώλεια ελέγχου των εγχώριων τραπεζών της, να κρατιέται στην σκληρά ανταγωνιστική λαβή του ευρώ, ενέργειες που θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην απώλεια της εθνικής ανεξαρτησίας, αφού η δημοσιονομική πολιτική θα έμπαινε υπό τον έλεγχο των κρατών κέντρου. Φυσικά η έξοδος της χώρας από την ΟΝΕ, εξακολουθεί να υφίσταται ως ενδεχόμενο. Με κυρίαρχο και δημοκρατικό τρόπο που να οδηγεί σε εκτεταμένη διαγραφή χρέους, πρέπει να γίνεται η αθέτηση των πληρωμών με πρωτοβουλία του οφειλέτη. Αυτό βέβαια θα επισπεύσει την

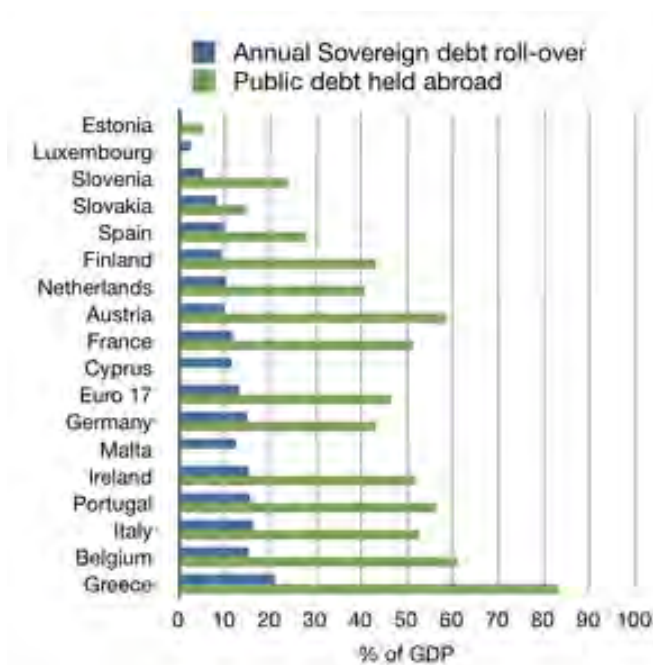
ενδεχόμενη έξοδο της χώρας από την ONE. Εάν όμως το κράτος εγκαταλείψει το Ευρώ, θα έχει περισσότερες επιλογές για να αντιμετωπίσει το δημόσιο χρέος του, αφού θα μπορεί να μετατρέψει το σύνολο του χρέους στο νέο νόμισμα (για παράδειγμα σε δραχμή). Έτσι ανακτάται ο έλεγχος της νομισματικής πολιτικής και προσφέρεται μεγαλύτερη ευχέρεια κινήσεων για την διάσωση των εγχώριων τραπεζών μέσω της παροχής εγχώριας ρευστότητας και της εθνικοποίησης. Η έξοδος όμως έχει και αρνητικές πτυχές, αφού οι τράπεζες θα αντιμετωπίζουν προβλήματα ενεργητικού και υποχρεώσεων λόγω του ότι ένα μέρος τους παραμένει σε Ευρώ. Έτσι θα μπορούσε να υπάρξει συρρίκνωση των τραπεζών με την πάροδο των χρόνων, ενώ δημιουργούνται προβλήματα στην νομισματική κυκλοφορία που προκαλούν συναλλαγματικής φύσεως προβλήματα, αφού το νέο νόμισμα υποτιμάται. Η διατάραξη όμως της νομισματικής κυκλοφορίας δεν είναι καθοριστική και η υποτίμηση θα οδηγήσει σε ταχεία ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας. Είναι λοιπόν λογικό πως εάν η Ελλάδα προβεί σε στάση πληρωμών, θα πρέπει και να αποχωρήσει από την ONE (von Hagen & Wyplosz, 2008).

Υπάρχουν σοβαροί κίνδυνοι στην αθέτηση των πληρωμών με πρωτοβουλία του οφειλέτη, αλλά η οικονομική και κοινωνική παρακμή εντός της ONE, θα μπορούσε να έχει κατάληξη σε μια ακόμη πιο άσχημη έξοδο για την περιφερειακή χώρα. Σε πορεία ανάκαμψης θεωρητικά θα μπορούσε να τεθεί μια χώρα εάν αθετούσε τις πληρωμές της μέσω μιας αποφασισμένης κυβερνήσεως. Έτσι είναι απαραίτητο να υπάρχει ένα ευρύ πρόγραμμα που να περιλαμβάνει την αναδιανομή, τον έλεγχο των κεφαλαιακών ροών, την βιομηχανική πολιτική και την ριζική αναδιάρθρωση των θεσμών του κράτους. Η χώρα θα πρέπει να στοχεύει σε πορεία υψηλής απασχόλησης και βιώσιμης ανάπτυξης, ενώ η ισορροπία των δυνάμεων θα πρέπει να είναι υπέρ της εργασίας και όχι υπέρ του κεφαλαίου. Τέλος θα πρέπει να υπάρξει ενισχυμένο σχέδιο προστασίας της εθνικής ανεξαρτησίας (Jager & Hafner, 2013).



Πηγή: World Bank

Γράφημα 4. Μέγεθος χρέους σε σχέση με την οικονομική απόδοση



Πηγή: [https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-319-26760-9\\_3](https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-319-26760-9_3)

Γράφημα 5. Ετήσια εξαγορά δημοσίου χρέους και δημόσιο χρέος που διακρατείται στο εξωτερικό, ποσοστά επί του ΑΕΠ

Η οικονομική, πολιτική και κοινωνική ολοκλήρωση της Ευρώπης φτάνει σε ένα τέλος εξαιτίας της κρίσης της Ευρωζώνης, ενώ η ιδεολογία του Ευρωπαϊσμού που στηρίχτηκε στην ενότητα και την αλληλεγγύη των λαών βρίσκεται σε κρίση. Η σοβαρότητα και το βάθος της ύφεσης προκαλούν έντονα κοινωνικά φαινόμενα κατά των μεγάλων επιχειρήσεων και τραπεζών παντού μέσα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ενώ το τέλμα που έχει φτάσει η ΟΝΕ, εγείρει την δυνατότητα της ενεργούς κοινωνικής, πολιτικής και οικονομικής παρέμβασης των κρατών ολόκληρης της Ευρωζώνης. Η απαραίτητη αναδόμηση της Ευρώπης, αφού η ΟΝΕ και η ΕΕ βρίσκονται υπό καθεστώς κρίσης, δεν πρέπει να γίνει από τους εκπροσώπους του νεοφιλελευθερισμού, που υπερασπίζουν τα συμφέροντα του κεφαλαίου, αλλά θα πρέπει να έχει σαν βάση ένα έντονο δημοκρατικό περιεχόμενο, να αντλεί δύναμη από την παράδοση της Πολιτικής Οικονομίας και των Ετερόδοξων Οικονομικών, να στηρίζεται στην κοινωνία των πολιτών και την οργανωμένη εργασία, αλλά και να κινείται ανάμεσα στον απερχόμενο Ευρωπαϊσμό και τον επερχόμενο Εθνικισμό. Πάνω απ' όλα όμως θα πρέπει η εκάστοτε κυβέρνηση να έχει στον σχεδιασμό της το

παλιό σοσιαλιστικό απόφθεγμα, ότι μόνο όταν η βάση είναι το συμφέρον των εργαζομένων, είναι δυνατό το χτίσιμο μιας ισχυρής Ευρωπαϊκής ενότητας (Costantini, et al. 2014).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΚΑΘΕΣΤΩΤΑ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ ΩΣ ΑΤΕΛΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΝΩΣΕΙΣ**

Ένα καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι το σύστημα που η νομισματική αρχή μιας χώρας, γενικά η κεντρική τράπεζα, υιοθετεί για να καθορίσει τη συναλλαγματική ισοτιμία του δικού της νομίσματος σε σχέση με άλλα νομίσματα. Κάθε χώρα είναι ελεύθερη να υιοθετήσει το καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών

που θεωρεί βέλτιστο και θα το κάνει με τη χρήση κυρίως νομισματικής και ενίοτε και δημοσιονομικής πολιτικής.

Η διάκριση μεταξύ αυτών των καθεστώτων συναλλαγματικών ισοτιμιών γενικά γίνεται μόνο μεταξύ καθεστώτων σταθερών και ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών, αλλά διαπιστώνουμε ότι υπάρχουν πολλά άλλα διαφορετικά καθεστάτα, μερικά από τα οποία βρίσκονται μεταξύ αυτών των ακραίων περιπτώσεων (Silvestre, et al. 2007):

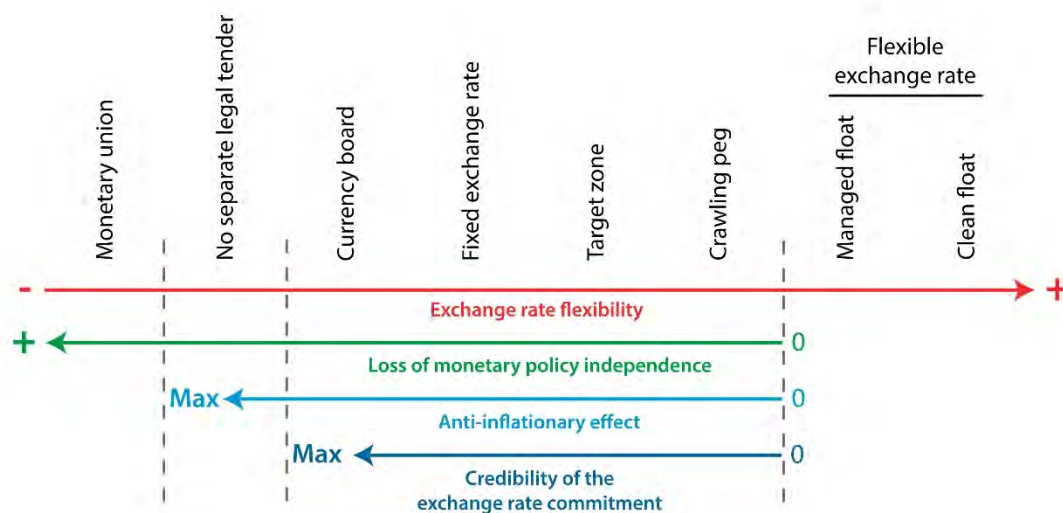
- Νομισματική Ένωση, με κοινό νόμισμα, όπως η Ευρωζώνη.
- Μη απαίτηση ξεχωριστού νόμιμου χρήματος, όπου λαμβάνει χώρα η χρήση του νομίσματος άλλης χώρας.
- Το Συμβούλιο Επιτοκίων, μια ρητή συμφωνία επί μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ δύο ή περισσότερων νομισμάτων.
- Στοιχείο ζώνης στόχου, όπου η συναλλαγματική ισοτιμία επιτρέπεται να κυμαίνεται εντός ορισμένων ζωνών.
- Διαχειριζόμενο επιτόκιο, ευέλικτο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών με κάποια κυβερνητική παρέμβαση.
- Καθαρή ισοτιμία, η συναλλαγματική ισοτιμία καθορίζεται από την αγορά.

Η "αδύνατη τριάδα", που αναφέρεται επίσης ως "τρίλημμα", δηλώνει ότι οποιοδήποτε καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών θα έχει μόνο δύο από τα ακόλουθα τρία χαρακτηριστικά: ελεύθερη ροή κεφαλαίων, καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, και κυρίαρχη νομισματική πολιτική, και έτσι, το ένα είναι πάντα ανοικτό.

Κάθε καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών έχει προφανώς τις ιδιαιτερότητές του, τις αρετές του και τις αδυναμίες του. Ο καθορισμός του καταλληλότερου καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών για μια συγκεκριμένη χώρα δεν είναι ένα απλό καθήκον που θα διακυβεύεται. Η οικονομία μιας χώρας πλήττεται έντονα από την απόφαση αυτή. Το ακόλουθο σχήμα δείχνει τα διαφορετικά καθεστάτα σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια



ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος (Krugman, et al. 2011):



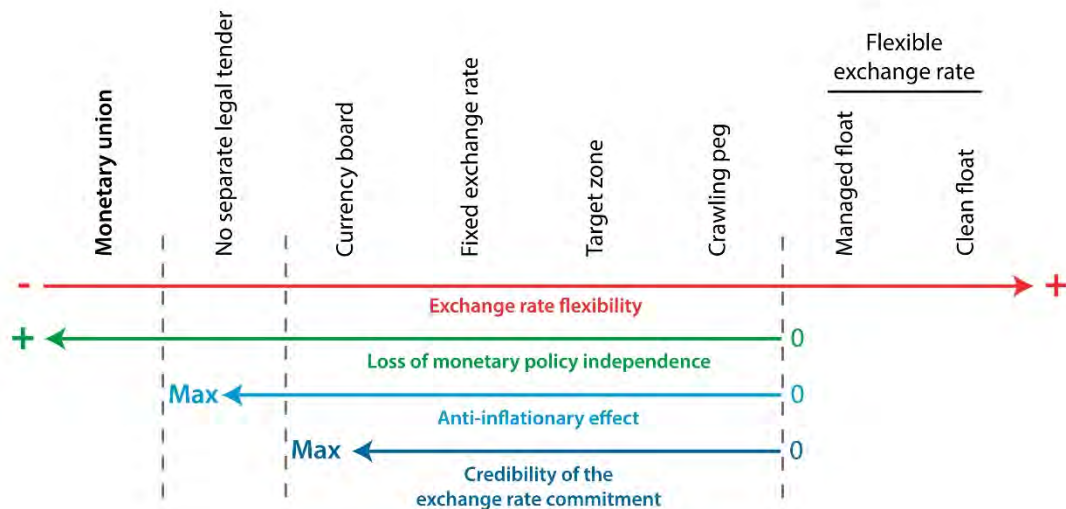
Μια νομισματική ένωση, είναι ένα καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών όπου δύο ή περισσότερες χώρες χρησιμοποιούν το ίδιο νόμισμα. Εντούτοις, σε ορισμένες ειδικές περιπτώσεις ενδέχεται να υπάρχει και νομισματική ένωση, ακόμη και αν υπάρχουν περισσότερα από ένα ενιαίο νόμισμα, εάν τα νομίσματα έχουν μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ τους. Στην περίπτωση αυτή, απαιτείται συνολική και αμετάκλητη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων αυτών των χωρών. Οι σχέσεις ισοτιμίας τους καθορίζονται αμετάκλητα, χωρίς να επιτρέπεται η διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η διαδικασία αυτή εφαρμόζεται προοδευτικά, μέχρι να επιτευχθεί πλήρης νομισματική ολοκλήρωση (Costantini, et al. 2014).

Ένα από τα πρώτα γνωστά παραδείγματα νομισματικής ένωσης ήταν η Λατινική Νομισματική Ένωση, η οποία δημιουργήθηκε τον 19ο αιώνα, όταν τα περισσότερα νομίσματα της Ευρώπης εξακολουθούσαν να κατασκευάζονται από χρυσό και ασήμι. Παρόλο που το έργο απέτυχε για διάφορους λόγους, λειτούργησε σωστά για μερικές δεκαετίες. Το πιο γνωστό παράδειγμα μίας τρέχουσας νομισματικής ένωσης βρίσκεται στην Ευρώπη όπου 18 χώρες μοιράζονται το ευρώ. Ωστόσο, πρέπει να ειπωθεί ότι στην περίπτωση αυτή η νομισματική ένωση έρχεται κατά μήκος μιας οικονομικής ένωσης (σχηματίζοντας έτσι μια οικονομική και νομισματική ένωση), η οποία δεν συμβαίνει πάντοτε.

Σε μια νομισματική ένωση υπάρχει σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας και πλήρης οικονομική ολοκλήρωση που απολαμβάνει μεταξύ των χωρών της, με την τιμή της νομισματικής ανεξαρτησίας. Πρέπει να υπάρχει μια κοινή κεντρική τράπεζα προκειμένου να συντονιστεί η κατάλληλη νομισματική πολιτική για να διασφαλιστεί η ορθή λειτουργία της νομισματικής ένωσης, ανεξάρτητα από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, οι οποίες χάνουν πολλές από τις αρμοδιότητές τους. Ο οικονομολόγος Robert Mundell συνέβαλε σημαντικά στην ανάλυση των νομισματικών ενώσεων στο έγγραφο του «Μια Θεωρία των Βέλτιστων Νομισματικών Περιοχών» του 1961. Η θεωρία των βέλτιστων νομισματικών περιοχών καθορίζει τα χαρακτηριστικά που είναι απαραίτητα ώστε τα νομισματικά συνδικάτα να είναι βέλιστα και συνεπώς αειφόρα και οικονομικά αποδοτικά μακροπρόθεσμα (Aizenman, 2016).

Όταν αναλύεται ο αντίκτυπος των νομισματικών ενώσεων στις οικονομικές επιδόσεις των μελών, υπάρχουν θετικές και αρνητικές επιπτώσεις. Οι αρνητικές συνέπειες της δημιουργίας μιας νομισματικής ένωσης είναι, μεταξύ άλλων, η απώλεια της ανεξαρτησίας της νομισματικής πολιτικής, η εμφάνιση προβλημάτων λόγω της αρχικής καθιέρωσης ισοτιμιών ή οι δυσκολίες στην καθιέρωση της πλήρους κινητικότητας των κεφαλαίων. Τα θετικά αποτελέσματα περιλαμβάνουν: την εξαφάνιση της αβεβαιότητας στη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών μεταξύ των χωρών, την υψηλότερη νομισματική σταθερότητα και τον έλεγχο του πληθωρισμού από την υπερεθνική κεντρική τράπεζα.

Το ακόλουθο σχήμα παρουσιάζει τα διαφορετικά καθεστάτα συναλλαγματικών ισοτιμιών σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος:



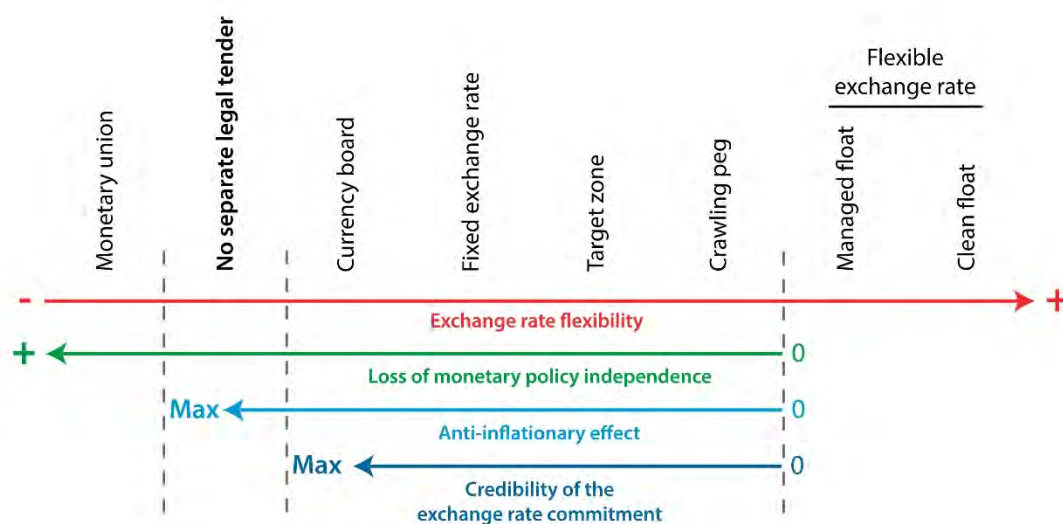
Στο πλαίσιο καθεστώτος ανεξάρτητου νόμιμου χρήματος, μια χώρα χρησιμοποιεί το νόμισμα ενός άλλου και, ως εκ τούτου, αποδίδει την ικανότητά της να χρησιμοποιεί νομισματικές πολιτικές. Όπως δήλωσε το ΔΝΤ, στο πλαίσιο συμφωνίας ανταλλαγής χωρίς ξεχωριστό νόμιμο χρήμα, «το νόμισμα άλλης χώρας κυκλοφορεί ως το μοναδικό νόμιμο χρήμα ή το μέλος ανήκει σε νομισματική ένωση στην οποία το ίδιο νόμιμο χρήμα είναι κοινό από τα μέλη της ένωσης ». Μετά από αυτόν τον ορισμό, μπορούμε να συμπεριλάβουμε κάθε χώρα στην Ευρωζώνη. Ωστόσο, δεδομένου ότι στην περίπτωση αυτή δημιουργήθηκε μια νέα κεντρική διοίκηση, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, θεωρείται μια καθαρή νομισματική ένωση (Aizenman, 2016).

Το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο παράδειγμα συμφωνίας ανταλλαγής χωρίς ξεχωριστό νόμιμο χρήμα είναι η επίσημη δολαριοποίηση. Στην περίπτωση αυτή, η χώρα υιοθετεί το δολάριο ως το νόμισμά της. Τα πιο συνηθισμένα παραδείγματα είναι οι περιπτώσεις του Ισημερινού, του Παναμά και του Ελ Σαλβαδόρ. Το Ελ Σαλβαδόρ είναι μια σπάνια υπόθεση, καθώς τα δολάρια συνυπάρχουν με το παλαιό εγχώριο νόμισμα, το κολόν. Ωστόσο, η εκτύπωση νέων κολόν απαγορεύεται, επομένως θα συνυπάρχουν με δολάρια έως ότου όλα τα χαρτονομίσματα κολόν φθαρούν φυσικά (Costantini, et al. 2014).

Η κυριότερη επίπτωση για μια χώρα να υιοθετήσει μια συμφωνία ανταλλαγής χωρίς ξεχωριστό νόμιμο νόμισμα είναι ότι παραιτείται εντελώς από τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής. Επομένως, συνήθως το καθεστώς αυτό υιοθετείται από κυβερνήσεις που θεωρούνται μη αξιόπιστες, υποκαθιστώντας το νόμισμά τους υπέρ

ενός νομίσματος άλλης χώρας που θεωρείται σταθερό και με αποτελεσματική νομισματική πολιτική (Beck, 2013).

Το ακόλουθο σχήμα δείχνει τα διαφορετικά καθεστάτα σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος:



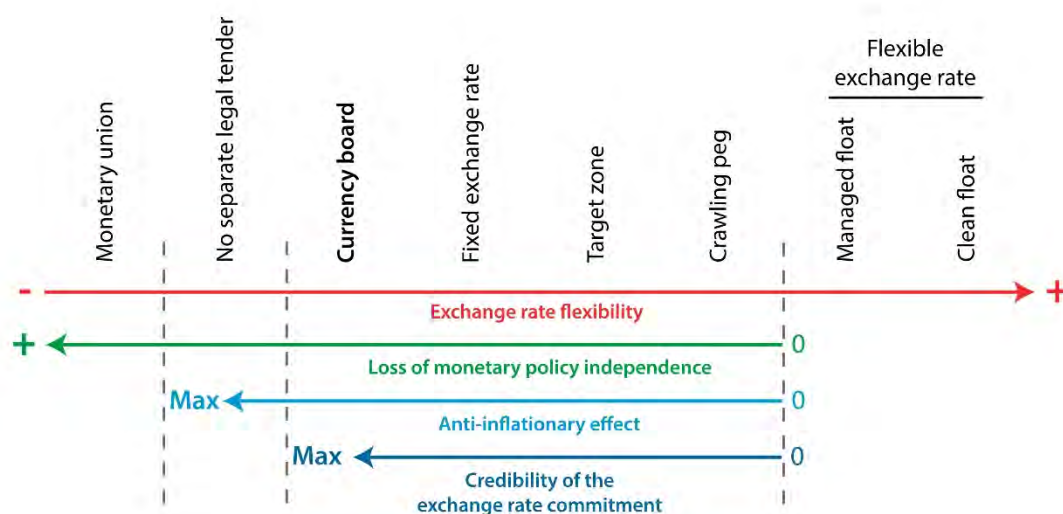
Ένα νομισματικό συμβούλιο είναι ένα καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών που βασίζεται στην πλήρη μετατρεψιμότητα ενός τοπικού νομίσματος σε ένα αποθεματικό, με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και κάλυψη 100% της νομισματικής προμήθειας που συνοδεύεται από συναλλαγματικά αποθέματα. Ως εκ τούτου, στο σύστημα του νομισματικού συμβουλίου δεν μπορεί να υπάρξει καταπιστευματική έκδοση χρημάτων. Όπως ορίζεται από το ΔΝΤ, μια συμφωνία νομισματικού συμβουλίου είναι ένα "νομισματικό καθεστώς που βασίζεται σε ρητή νομοθετική δέσμευση για την ανταλλαγή εγχώριου νομίσματος για ένα συγκεκριμένο ξένο νόμισμα με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία σε συνδυασμό με περιορισμούς στην αρχή έκδοσης". Για να λειτουργούν σωστά οι πίνακες συναλλάγματος, πρέπει να υπάρχει μακροπρόθεσμη δέσμευση για το σύστημα και αυτόματη μετατροπή νομισμάτων. Αυτό περιλαμβάνει, χωρίς περιορισμό, τον περιορισμό της εκτύπωσης νέων χρημάτων, καθώς αυτό θα επηρέαζε τη συναλλαγματική ισοτιμία (Pasimeni, 2014).

Οι πρώτοι πίνακες νομισμάτων εμφανίστηκαν κατά τη διάρκεια του δέκατου ένατου αιώνα στη Βρετανία και στις αποικίες της Γαλλίας. Δεδομένου ότι για τους ντόπιους των αποικιών που χρησιμοποιούσαν το μητροπολιτικό νόμισμα ήταν επικίνδυνη (απώλεια ή καταστροφή χαρτονομισμάτων και κερμάτων, πόροι μόνιμα κλειδωμένοι στο νόμισμα), η εφαρμογή των νομισματικών συμβουλίων στις αποικίες ήταν λογική. Η αρχή του νομισματικού συμβουλίου δημιουργήθηκε με τον τρόπο αυτό το 1844 από το British Charter Act (von Hagen & Harden, 1995).

Τα πλεονεκτήματα της χρήσης ενός νομισματικού συμβουλίου περιλαμβάνουν χαμηλό πληθωρισμό, οικονομική αξιοπιστία και χαμηλότερα επιτόκια. Ωστόσο, δεν υπάρχει σχεδόν καμία νομισματική ανεξαρτησία, καθώς οι νομισματικές πολιτικές θα επικεντρωθούν στη διατήρηση της κάλυψης του νομισματικού εφοδιασμού του αποθεματικού σε βάρος άλλων εσωτερικών παραγόντων. Η κεντρική τράπεζα δεν θα ενεργεί πλέον ως δανειστής τελευταίας προσφυγής και η νομισματική πολιτική θα περιορίζεται αυστηρά σε εκείνη που επιτρέπεται από τους τραπεζικούς κανόνες του καθεστώτος νομισματικού συμβουλίου (Krugman, et al. 2011).

Παραδείγματα περιλαμβάνουν το βουλγαρικό λέβα έναντι του ευρώ ή το δολάριο του Χονγκ Κονγκ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ.

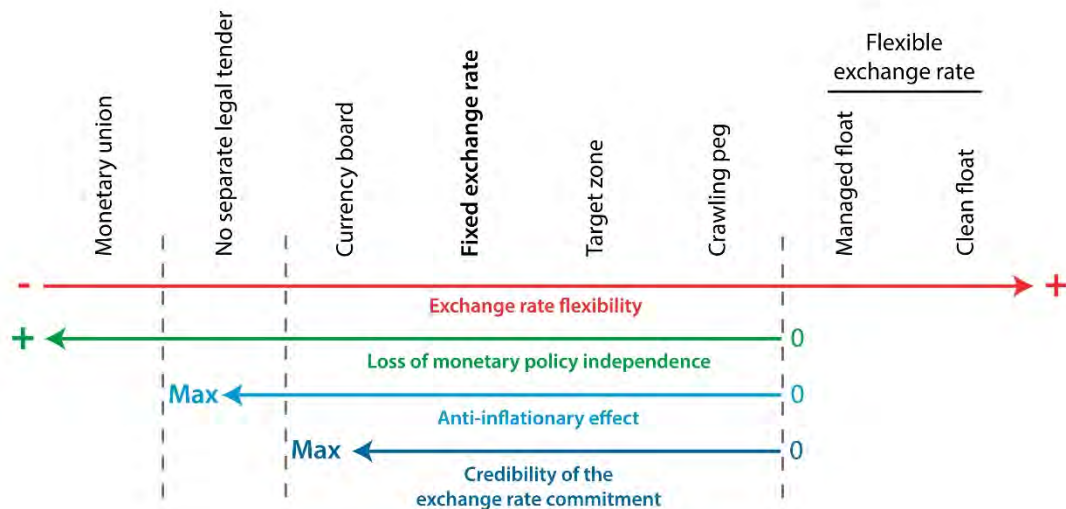
Το ακόλουθο σχήμα δείχνει τα διαφορετικά καθεστάτα σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος:



Μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, είναι ένα καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών στο οποίο είναι σταθερό το νόμισμα μιας χώρας, είτε σε νόμισμα άλλης χώρας, σε ένα καλάθι νομισμάτων ή σε άλλο μέτρο αξίας, όπως ο χρυσός. Η νομισματική αρχή μιας χώρας καθορίζει τη συναλλαγματική ισοτιμία και δεσμεύεται να αγοράσει ή να πουλήσει το εγχώριο νόμισμα στην τιμή αυτή. Για να το διατηρήσει, η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος και αλλάζει τα επιτόκια. Το πιο γνωστό παράδειγμα μπορεί να βρεθεί στο χρυσό πρότυπο, από το 1879 έως το 1914, όπου η αξία των περισσότερων νομισμάτων εκφράστηκε σε χρυσό. Βρήκαμε ένα άλλο παράδειγμα στο σύστημα Bretton Woods, από το 1944 έως το 1973, όπου το δολάριο των ΗΠΑ ήταν το επίσημο αποθεματικό και τα νομίσματα συνδυάστηκαν με αυτό (Gibson, et al. 2014).

Τα σταθερά καθεστάτα ανταλλαγών συνήθως επιφέρουν σταθερότητα στην πραγματική οικονομική δραστηριότητα, καθώς μειώνουν την αστάθεια και τις διακυμάνσεις των σχετικών τιμών. Επιπλέον, εξαλείφει τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Αντιθέτως, το κύριο μειονέκτημα είναι η αδυναμία προσαρμογής του εμπορικού ισοζυγίου και η ανάγκη για τις κυβερνήσεις να διαθέτουν αποθεματικό εξωτερικού περιουσιακού στοιχείου προκειμένου να υπερασπιστεί την σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία (Kose, et al. 2005).

Το ακόλουθο σχήμα δείχνει τα διαφορετικά καθεστάτα σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος:



Μια ρύθμιση ζώνης στόχου είναι ένα συμφωνημένο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών στο οποίο ορισμένες χώρες δεσμεύονται να διατηρήσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία τους σε ένα συγκεκριμένο περιθώριο ή ζώνη διακύμανσης. Αυτά τα περιθώρια μπορούν να καθοριστούν έναντι άλλου νομίσματος, μιας συνεταιριστικής ρύθμισης (όπως του ΕRMII) ή ενός συνόλου νομισμάτων. Η εξάπλωση αυτού του περιθωρίου μπορεί ωστόσο να ποικίλει, δίνοντας τη θέση σε δύο διαφορετικές εκδόσεις:

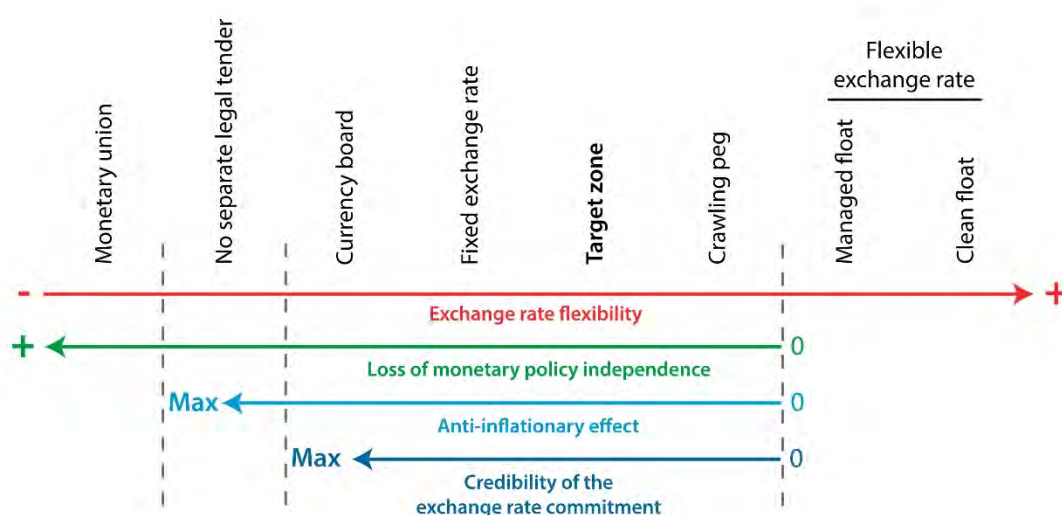
**Ισχυρή έκδοση:** επίσης γνωστή ως συμβατικές ρυθμίσεις σταθερού στύλου. Η συναλλαγματική ισοτιμία κυμαίνεται μεταξύ περιθωρίων  $\pm 1\%$  ή λιγότερο και αναθεωρείται αρκετά σπάνια. Η νομισματική αρχή μπορεί να διατηρήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία μέσα στα περιθώρια μέσω άμεσης παρέμβασης (π.χ. αγορά και πώληση εσωτερικού και ξένου νομίσματος στην αγορά) ή μέσω έμμεσης παρέμβασης (π.χ. επηρεάζοντας τα επιτόκια). Η ευελιξία της νομισματικής πολιτικής είναι μεγαλύτερη από ό, τι για τις συναλλαγματικές ρυθμίσεις χωρίς ξεχωριστό νόμιμο νόμισμα (Papademos, 2008).

**Αδύναμη έκδοση:** είναι επίσης γνωστή ως συνδεδεμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες σε οριζόντιες ζώνες. Στην περίπτωση αυτή, η συναλλαγματική ισοτιμία κυμαίνεται περισσότερο από  $\pm 1\%$  γύρω από την καθορισμένη κεντρική ισοτιμία. Εδώ, υπάρχει περιορισμένος βαθμός διακριτικής ευχέρειας της νομισματικής πολιτικής.

Οι ρυθμίσεις της ζώνης στόχου μπορούν να θεωρηθούν ότι βρίσκονται στο ήμισυ μεταξύ σταθερών και ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αυτό το σύστημα

συναλλαγματικών ισοτιμιών επιτρέπει επομένως να επικρατούν σχετικά σταθερές συνθήκες συναλλαγών μεταξύ των χωρών και ταυτόχρονα επιτρέπει κάποια διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών ανάλογα με τις σχετικές οικονομικές συνθήκες και τις εμπορικές ροές (Costantini, et al. 2014).

Το ακόλουθο σχήμα παρουσιάζει τα διαφορετικά καθεστάτα συναλλαγματικών ισοτιμιών σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος:

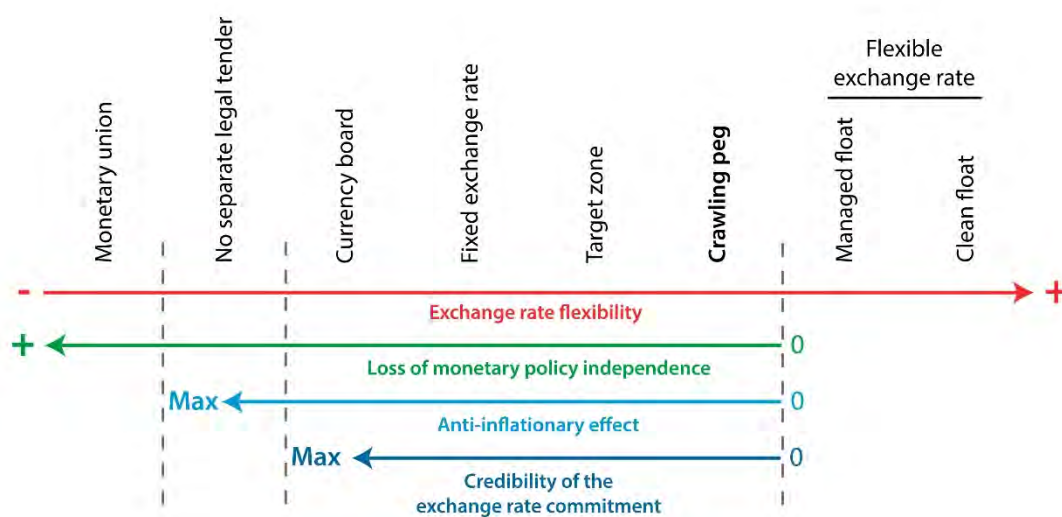


Ένας ανιχνευτής είναι ένα σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών που ορίζεται κυρίως από δύο χαρακτηριστικά: μια σταθερή ονομαστική αξία του νομίσματος, η οποία συχνά αναθεωρείται και προσαρμόζεται λόγω παραγόντων της αγοράς όπως ο πληθωρισμός, και ένα εύρος τιμών μέσα στο οποίο επιτρέπεται να κυμαίνεται.

Όπως το θέτει το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), το νόμισμα αναπροσαρμόζεται περιοδικά σε μικρά ποσά με σταθερό επιτόκιο ή σε ανταπόκριση σε μεταβολές σε επιλεκτικούς ποσοτικούς δείκτες, όπως οι παρελθούσες διαφορές πληθωρισμού έναντι των μεγάλων εμπορικών εταίρων, οι διαφορές μεταξύ του στόχου για τον πληθωρισμό και τον αναμενόμενο πληθωρισμό σε σημαντικούς εμπορικούς εταίρους. Ο ρυθμός ανίχνευσης μπορεί να ρυθμιστεί με ρυθμό προς τα πίσω (προσαρμόζοντας ανάλογα με τον πληθωρισμό ή άλλους δείκτες) ή με τρόπο προνοητικό (προσαρμόζοντας ανάλογα με το προκαθορισμένο σταθερό επιτόκιο ή / και τον προβλεπόμενο πληθωρισμό). Πρέπει να επισημανθεί ότι η διατήρηση ενός δεσμού



ανίχνευσης περιορίζει τη νομισματική πολιτική, σε παρόμοιο βαθμό απ' ό, τι για τις ρυθμίσεις της ζώνης στόχου. Αυτά τα χαρακτηριστικά επιτρέπουν τη σταδιακή υποτίμηση του νομίσματος, το οποίο έχει λιγότερο τραυματική επίδραση στην οικονομία της χώρας. Επιπλέον, αυτή η τεχνική συμβάλλει στην πρόληψη ή τουλάχιστον στην απαλότητα της κερδοσκοπίας πάνω στο νόμισμα. Για τους λόγους αυτούς, αυτός ο τύπος συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών χρησιμοποιείται συνήθως με τα "αδύναμα" νομίσματα (Jager & Hafner, 2013). Οι χώρες της Λατινικής Αμερικής είναι γνωστό ότι είναι επιρρεπείς στο να χρησιμοποιήσουν το σύστημα ανίχνευσης μαρκαρίσματος έναντι του δολαρίου των Ηνωμένων Πολιτειών, όπου σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να παρατηρηθεί υποτίμηση σε καθημερινή βάση. Το ακόλουθο σχήμα παρουσιάζει τα διαφορετικά καθεστάτα συναλλαγματικών ισοτιμιών σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος:



Ένα διαχειριζόμενο επιτόκιο είναι ένα ευέλικτο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών στο οποίο η κυβέρνηση ή η κεντρική τράπεζα της χώρας μπορεί να παρεμβαίνει περιστασιακά προκειμένου να κατευθύνει τη νομισματική αξία της χώρας σε μια ορισμένη κατεύθυνση. Αυτό γίνεται εν γένει προκειμένου να λειτουργήσει ως μέσο αποκατάστασης των οικονομικών κλυδωνισμών και, ως εκ τούτου, να μετριάσει την επίδρασή της στην οικονομία (Pasimeni, 2014).

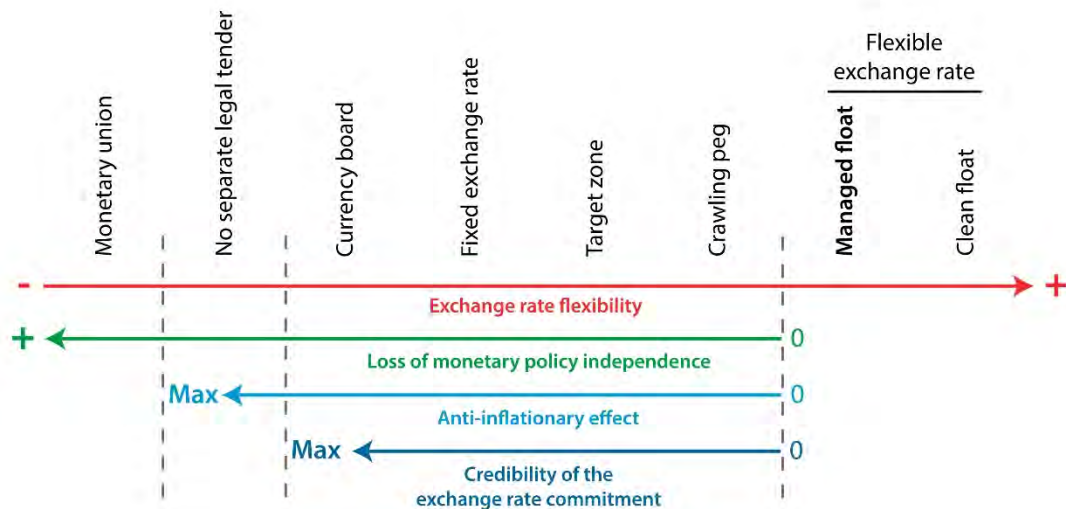
Ένα διαχειριζόμενο επιτόκιο βρίσκεται στην μέση μεταξύ μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας και μιας ευέλικτης, καθώς μια χώρα μπορεί να αντλήσει τα οφέλη από ένα σύστημα ελεύθερων κυμαινόμενων επιτοκίων αλλά εξακολουθεί να έχει την επιλογή να παρεμβαίνει και να ελαχιστοποιεί τους κινδύνους που συνδέονται με ένα ελεύθερο κυμαινόμενο νόμισμα. Για παράδειγμα, αν η αξία ενός νομίσματος αυξάνεται ή μειώνεται πολύ γρήγορα, η κεντρική τράπεζα μπορεί να αποφασίσει να παρέμβει προκειμένου να ελαχιστοποιήσει τυχόν επιβλαβείς επιπτώσεις που μπορεί να προκύψουν από την κατά τα άλλα ριζοσπαστική διακύμανση.

Αυτό ισχύει ιδιαίτερα όταν το διεθνές εμπόριο μπορεί να επηρεαστεί: οι κεντρικές τράπεζες ενδέχεται να αντιδράσουν σε μεγάλη ανατίμηση του νομίσματός τους, προκειμένου να διατηρήσουν τις καθαρές εξαγωγές. Για παράδειγμα, το 1994 η αμερικανική κυβέρνηση αποφάσισε να αγοράσει μεγάλα ποσά μεξικανικών πεσών με στόχο να σταματήσει την ταχεία απώλεια αξίας του πέσο, ώστε να διατηρηθεί το εμπορικό status quo (Scharpf, 2015).

Παρόλο που οι περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες χρησιμοποιούν ένα ευέλικτο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών, στην πραγματικότητα, το χρησιμοποιούν όλοι σε ένα όριο. Στην πραγματικότητα, δεδομένου ότι οι περισσότερες χώρες παρεμβαίνουν σε αγορές συναλλάγματος σε κάποιο βαθμό από καιρό σε καιρό, αυτές μπορούν να θεωρηθούν ως συστήματα διαχείρισης συστημάτων ισοτιμιών.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, το οποίο επιβλέπει τη σωστή λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος και παρακολουθεί την οικονομία και τις πολιτικές των μελών του, "επιτρέπει" την παρέμβαση σε συναλλαγματικές ισοτιμίες όταν υπάρχουν σαφείς ενδείξεις κινδύνου για οποιαδήποτε οικονομία του κράτους - μέλους του (Costantini, et al. 2014).

Το ακόλουθο σχήμα δείχνει τα διαφορετικά καθεστάτα σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος:



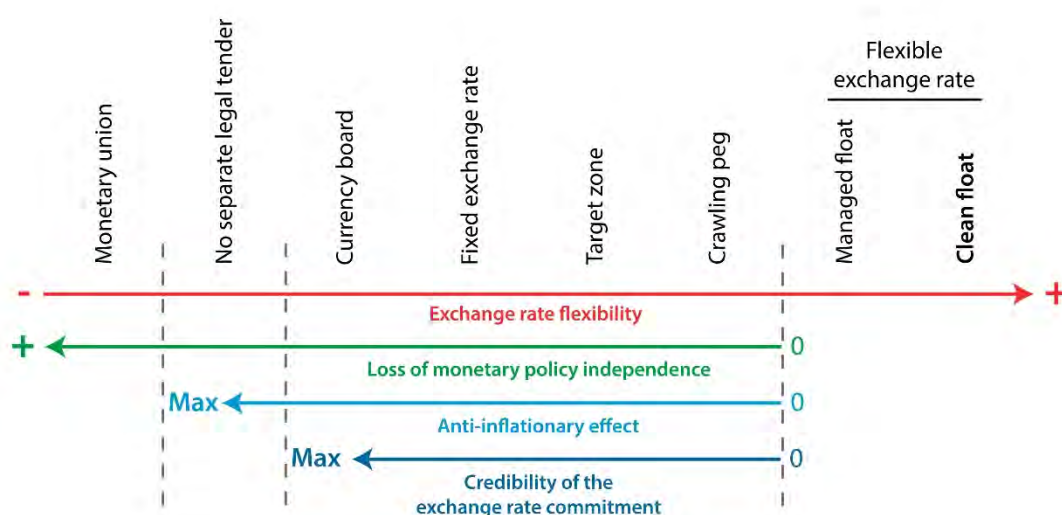
Μια ελεύθερη κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία, που μερικές φορές αναφέρεται ως καθαρό ή καθαρό επιτόκιο, είναι ένα ευέλικτο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών που καθορίζεται αποκλειστικά από τις δυνάμεις της αγοράς της ζήτησης και της προσφοράς ξένου και εγχώριου νομίσματος και όπου η κυβερνητική παρέμβαση είναι εντελώς ανύπαρκτη. Τα καθαρά επιπλέον είναι αποτέλεσμα της *laissez-faire* ή της ελεύθερης οικονομίας της αγοράς.

Η συγκεκριμένη ισοτιμία είναι, θεωρητικά, ο καλύτερος τρόπος να πάτε. Επιτρέπει στις χώρες να διατηρήσουν τη νομισματική ανεξαρτησία τους, πράγμα που ουσιαστικά σημαίνει ότι μπορούν να επικεντρωθούν στις εσωτερικές πτυχές της οικονομίας τους και να ελέγξουν τον πληθωρισμό και την ανεργία χωρίς να ανησυχούν για εξωτερικές πτυχές. Ωστόσο, πρέπει να λάβουμε υπόψη τις εξωτερικές κρίσεις, όπως οι αυξήσεις των τιμών πετρελαίου ή οι πτήσεις κεφαλαίου, οι οποίες μπορούν να καταστήσουν αδύνατη τη διατήρηση ενός καθαρά κυμαινόμενου συστήματος κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών (Aizenman, 2016).

Στην πραγματικότητα, σχεδόν κανένα από τα νομίσματα των ανεπτυγμένων χωρών δεν έχει σταθερή ισοτιμία, καθώς όλοι έχουν κάποιο βαθμό υποστήριξης από την αντίστοιχη κεντρική τράπεζά τους και έτσι έχουν μια διαχειριζόμενη επίπλευση. Στην πραγματικότητα, δεδομένου ότι οι περισσότερες χώρες παρεμβαίνουν σε αγορές συναλλάγματος σε κάποιο βαθμό από καιρό σε καιρό, αυτές μπορούν να θεωρηθούν ως συστήματα διαχείρισης συστημάτων ισοτιμιών. Το Διεθνές Νομισματικό

Σύστημα, το οποίο επιβλέπει τη σωστή λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος και παρακολουθεί τις οικονομικές και οικονομικές πολιτικές των μελών του, "επιτρέπει" την παρέμβαση σε συναλλαγματικές ισοτιμίες όταν υπάρχουν σαφείς ενδείξεις κινδύνου για οποιαδήποτε οικονομία του μέλους του (Krugman, et al. 2011).

Το ακόλουθο σχήμα δείχνει τα διαφορετικά καθεστάτα σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος:



Οι ευέλικτες συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορούν να οριστούν ως συναλλαγματικές ισοτιμίες που καθορίζονται από την παγκόσμια προσφορά και ζήτηση νομίσματος. Με άλλα λόγια, είναι οι τιμές συναλλάγματος που καθορίζονται από την αγορά, οι οποίες μπορούν να μεταβληθούν ταχέως λόγω της προσφοράς και της ζήτησης και δεν συνδέονται ούτε ελέγχονται από τις κεντρικές τράπεζες. Το αντίθετο σενάριο, όπου οι κεντρικές τράπεζες παρεμβαίνουν στην αγορά με αγορές και πωλήσεις ξένου και εγχώριου νομίσματος, προκειμένου να διατηρηθεί η συναλλαγματική ισοτιμία εντός ορίων, γνωστές και ως ζώνες, ονομάζεται σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία (Scharpf, 2015).

Στο πλαίσιο αυτού του καθαρού ορισμού της ευέλικτης συναλλαγματικής ισοτιμίας, μπορούμε να βρούμε δύο τύπους ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών: καθαρά κυμαινόμενα καθεστάτα και διαχειριζόμενα συστήματα ισοτιμιών. Αφενός, υπάρχουν καθαρά κυμαινόμενα καθεστάτα όταν, σε ένα ευέλικτο καθεστώς συναλλαγματικών

ισοτιμιών, δεν υπάρχουν απολύτως επίσημες αγορές ή πωλήσεις νομισμάτων. Από την άλλη πλευρά, τα κατανεμημένα καθεστάτα (που ονομάζονται επίσης βρώμικα) είναι εκείνα τα ευέλικτα καθεστάτα συναλλαγματικών ισοτιμιών όπου συμβαίνει τουλάχιστον κάποια επίσημη παρέμβαση.

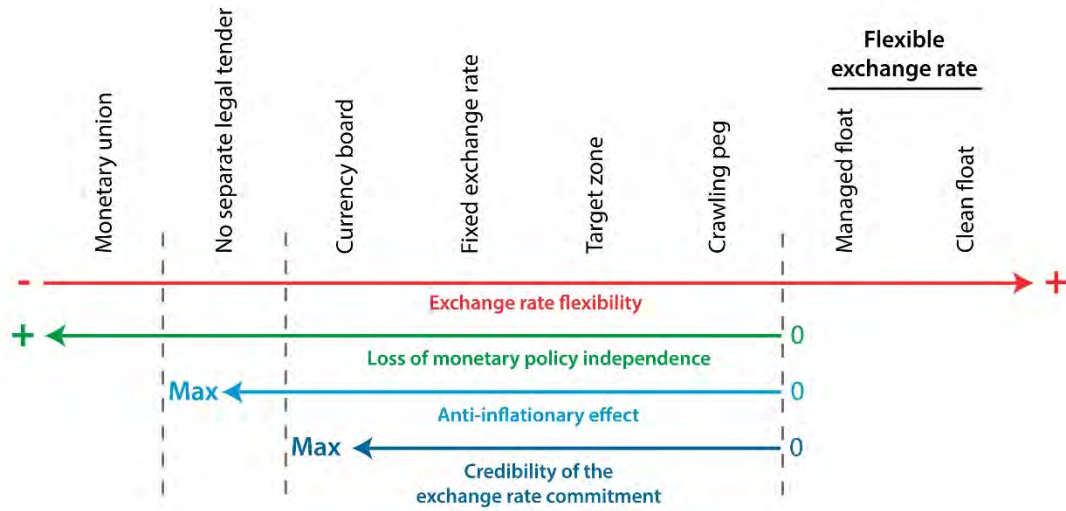
Τα ευέλικτα καθεστάτα συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν σπάνια πριν από τα τέλη του 20ού αιώνα. Πριν από τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, οι κυβερνήσεις αγόραζαν και πωλούσαν το ξένο και το εγχώριο νόμισμα για να διατηρήσουν μια επιθυμητή συναλλαγματική ισοτιμία, ειδικά σύμφωνα με την εμπορική πολιτική κάθε χώρας. Μετά από μερικές εμπειρίες με ευέλικτες συναλλαγματικές ισοτιμίες κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1920, οι περισσότερες χώρες επανήλθαν στο χρυσό πρότυπο. Το 1930, πριν ξεκινήσει ένα νέο κύμα ευέλικτων καθεστώτων επιτοκίων, πριν από τον πόλεμο, πάνω από 50 χώρες βρίσκονταν στο χρυσό πρότυπο. Ωστόσο, οι περισσότερες χώρες θα την εγκαταλείψουν λίγο πριν ξεκινήσει ο Β Παγκόσμιος Πόλεμος (Wyplosz, 1999).

Το 1944, με σχεδόν τον πόλεμο, ο συντονισμός της διεθνούς πολιτικής άρχισε να έχει νόημα στο μυαλό όλων. Μαζί με άλλους διεθνείς οργανισμούς που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια αυτών των ετών, υπογράφηκε η συμφωνία του Bretton Woods, δημιουργώντας ένα νέο σύστημα σύνδεσης: τα νομίσματα ήταν συνδεδεμένα με το δολάριο, το οποίο με τη σειρά του συνδέθηκε με χρυσό. Μόλις το 1973, όταν ο Bretton Woods κατέρρευσε τελείως, οι χώρες άρχισαν να εφαρμόζουν καθεστάτα ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών (Poterba & von Hagen, 1999).

Ο Μίλτον Φρίντμαν ήταν υπέρμαχος των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στο άρθρο του "Η περίπτωση για ευέλικτες συναλλαγματικές ισοτιμίες", το 1953, επεσήμανε το βαθμό στον οποίο οι ευέλικτες συναλλαγματικές ισοτιμίες θα βελτίωναν την παγκόσμια οικονομία μέσω της νομισματικής ανεξαρτησίας. Επίσης, οι οικονομολόγοι Robert Mundell και Marcus Fleming, όπως αποδεικνύεται από το μοντέλο IS-LM-BoP που προέρχεται από τα έργα τους, επεσήμαναν πόσο επιζήμια μπορούν να είναι οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Όλα αυτά σχετίζονται με την έννοια της "αδύνατης τριάδας" (Artis, et al. 2000).

Το ακόλουθο σχήμα δείχνει τα διαφορετικά καθεστάτα σύμφωνα με τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές: ευελιξία συναλλαγματικών ισοτιμιών, απώλεια

ανεξαρτησίας νομισματικής πολιτικής, αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα και αξιοπιστία της υποχρέωσης συναλλάγματος:



### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – ΠΩΣ ΝΑ ΣΥΜΠΛΗΡΩΣΟΥΜΕ ΠΟΛΙΤΙΚΑ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΝΕ

Η κοινή χρήση ενός κοινού νομίσματος θεωρήθηκε από τους αρχιτέκτονες της Συνθήκης του Μάαστριχτ ως ένα ακόμη βήμα προς την κατεύθυνση της πληρέστερης οικονομικής ολοκλήρωσης και της ενιαίας αγοράς. Με τα δύο σημαντικά στάδια της καθιέρωσης ενός κοινού νομίσματος, του ευρώ (€), το 1999 και το 2002, τα έθνη της ευρωζώνης μετακινήθηκαν ακόμη πλησιέστερα προς οικονομική ολοκλήρωση, δεσμεύοντας τις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες και συμφωνώντας να εκφράσουν όλα τα χρέη σε ευρώ. Ήταν η μεγαλύτερη οικονομική ολοκλήρωση μιας νομισματικής περιοχής που ο κόσμος είχε δει, από την ενοποίηση των Ηνωμένων Πολιτειών σε μια νομισματική ένωση από το δολάριο, πάνω από δύο αιώνες νωρίτερα (Artis, 2003).

Ωστόσο, η απλή κατανομή ενός κοινού νομίσματος δεν μεταφράζεται σε οικονομική συμμετρία και ολοκλήρωση, ούτε παρουσιάζει απεριόριστη και άπειρη οικονομική και πολιτική αρμονία. Είναι σημαντικό, σε μια ανάλυση της νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη, να στραφούμε στο πρωτοποριακό έργο του Καναδού οικονομολόγου Robert Mundell, που κέρδισε το βραβείο Νόμπελ, ο οποίος περιγράφει για πρώτη φορά στη δεκαετία του 1960 αυτό που σήμερα είναι γνωστό ως η θεωρία των άριστων ή βέλτιστων νομισματικών περιοχών (ΑΝΠ ή ΒΝΠ). Στο έργο του, «Η Θεωρία των Βέλτιστων Νομισματικών Περιοχών», ο Mundell ισχυρίστηκε ότι υπάρχει μια ισορροπία που απαιτείται για να αποφασιστεί εάν θα αποβεί ή όχι μοιραίο νόμισμα, με βάση τα κόστη και τα οφέλη που συνεπάγεται η απόφαση και επιπτώσεις μιας νομισματικής ένωσης. Και ενώ πολλά από τα οικονομικά δομήματα και ιδρύματα της δεκαετίας του 1960 έχουν εξελιχθεί ή αλλάξει σήμερα (κυρίως το τέλος του συστήματος Bretton-Woods με τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες), το έργο του Mundell εξακολουθεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις για οποιοδήποτε νόμισμα που μοιράζεται μεταξύ περισσότερων από μία χωρών, συμπεριλαμβανομένου του ευρώ (Fidrmuc, 2004).

Στην απλούστερη μορφή της, όπως την περιγράφει ο Mundell, μια βέλτιστη νομισματική περιοχή είναι μια περιοχή, όπου τα οφέλη από την κοινή χρήση ενός κοινού νομίσματος αντισταθμίζουν το κόστος. μια περιοχή όπου ένα ενιαίο νόμισμα θα δημιουργούσε τη μεγαλύτερη οικονομική αποδοτικότητα ή θα επωφεληθεί. Μια τέτοια περιοχή δεν χρειάζεται να είναι υπερεθνική. Στην πραγματικότητα, μεγάλο

μέρος του πρωτότυπου δοκιμίου του Mundell σχετικά με τις βέλτιστες νομισματικές περιοχές επικεντρώθηκε στην ιδέα των ενδοκοινοτικών ή υποεθνικών περιφερειών ως βέλτιστων νομισματικών περιοχών. Μόνο μετά την ιδέα της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης που έλαβε χώρα το δεύτερο μισό του εικοστού αιώνα, η θεωρία του Mundell εφαρμόστηκε πρακτικά σε μια διεθνή οντότητα, δηλαδή στην Ευρωζώνη (Scharpf, 2015).

Σύμφωνα με τον Mundell και άλλους εξέχοντες οικονομολόγους, ένα από τα πιο προφανή οφέλη είναι η μείωση του κόστους των συναλλαγών, δηλαδή του κόστους της οικονομικής ανταλλαγής. Όσον αφορά την ευρωζώνη, αυτό αφορά κυρίως το κόστος που προκύπτει από την επιχειρηματική δραστηριότητα ή τη διεξαγωγή οικονομικής συναλλαγής, με διαφορετική χώρα σε διαφορετικό νόμισμα. Η πολυπλοκότητα πάνω από δώδεκα νομισμάτων σε μια σχετικά μικρή γεωγραφική περιοχή (όπως η Ευρώπη) στην οποία διεξάγεται επιχειρηματική δραστηριότητα, θα οδηγούσε προφανώς σε πολλούς πονοκεφάλους και δυσκολίες στην ανάγκη ανταλλαγής νομισμάτων με διαφορετικές συναλλαγματικές ισοτιμίες, ιδίως μετά την κατάρρευση του Bretton Woods στη δεκαετία του 1970 και την εμφάνιση κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών (De Grauwe, 2015).

Υπάρχουν όμως και άλλα οφέλη για μια βέλτιστη νομισματική περιοχή. Ένα από τα σημαντικότερα είναι η αύξηση της κινητικότητας των κεφαλαίων ή η ευελιξία με την οποία οι επενδυτές, είτε πρόκειται για ιδιώτες είτε για επιχειρήσεις, μπορούν να μεταφέρουν κεφάλαια σε μια περιοχή. Αυτό έγινε ιδιαίτερα σημαντικό κατά το δεύτερο ήμισυ του εικοστού αιώνα, με αυξημένη εστίαση στις άμεσες ξένες επενδύσεις (ΑΞΕ) τόσο προς την Ευρώπη όσο και προερχόμενες από αυτήν. Εκτός από την κινητικότητα των κεφαλαίων, η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού αποτελεί επίσης βασικό όφελος για μια βέλτιστη νομισματική περιοχή. Σε μια βέλτιστη νομισματική περιοχή, το εργατικό δυναμικό, όπως και το κεφάλαιο, θα πρέπει να είναι κυρίως κινητό, δηλαδή οι εργαζόμενοι πρέπει να είναι ελεύθεροι και να μπορούν να μετακινούνται από ένα τμήμα της περιφέρειας σε άλλο, ανάλογα με το πού είναι περισσότερο διαθέσιμη η απασχόληση. Είναι σημαντικό να σημειωθεί η δυνητική δυσκολία για την Ευρώπη εδώ, με τον πυκνό συνδυασμό εθνικών πολιτισμών και γλωσσών σε σχετικά μικρή γεωγραφική περιοχή, ιδιαίτερα σε



σύγκριση με άλλους μεγάλους οικονομικούς παράγοντες παγκοσμίως (π.χ. Ηνωμένες Πολιτείες, Κίνα κ.λπ.). Αυτό είναι ένα πολύ σημαντικό θέμα (Aizenman, 2016).

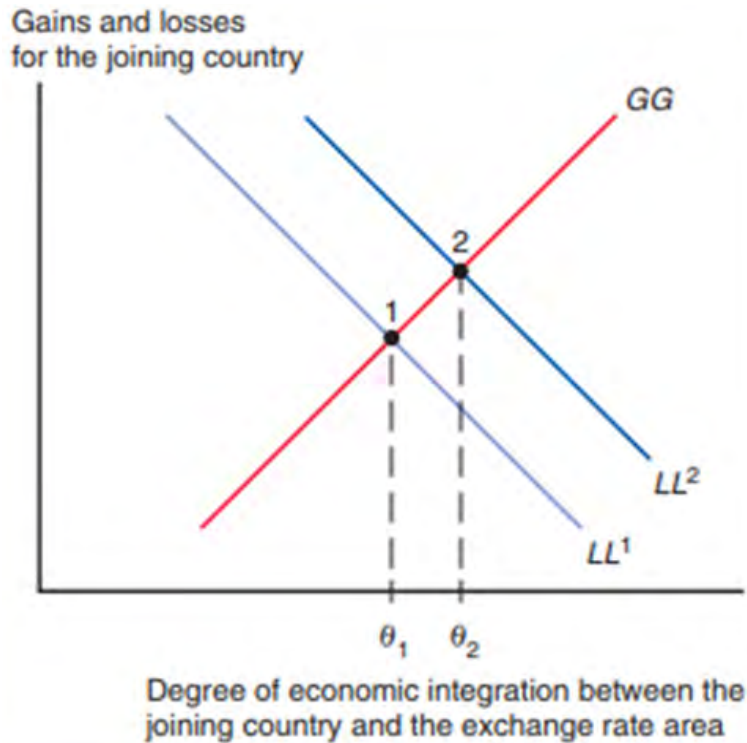
Στην οικονομία, η άριστη νομισματική περιοχή (ΑΝΠ), γνωστή και ως βέλτιστη νομισματική περιοχή (ΒΝΠ), είναι μια γεωγραφική περιοχή η οποία θα μεγιστοποιούσε την οικονομική απόδοση ώστε να έχει ολόκληρη η περιοχή ένα κοινό νόμισμα. Η υποκείμενη θεωρία περιγράφει τα βέλτιστα χαρακτηριστικά για τη συγχώνευση των νομισμάτων ή τη δημιουργία ενός νέου νομίσματος. Η θεωρία χρησιμοποιείται συχνά για να υποστηρίξει εάν μια συγκεκριμένη περιοχή είναι ή όχι έτοιμη να αποτελέσει μια νομισματική ένωση, ένα από τα τελικά στάδια της οικονομικής ολοκλήρωσης (Jager & Hafner, 2013).

Η βέλτιστη νομισματική περιοχή είναι συχνά μεγαλύτερη από μια χώρα. Για παράδειγμα, ένα μέρος της λογικής πίσω από τη δημιουργία του ευρώ είναι ότι οι μεμονωμένες χώρες της Ευρώπης δεν αποτελούν η καθεμία μια βέλτιστη νομισματική περιοχή, αλλά ολόκληρη η Ευρώπη στο σύνολό της. Η δημιουργία του ευρώ αναφέρεται συχνά επειδή παρέχει την πιο σύγχρονη και τη μεγαλύτερη μελέτη περίπτωσης μιας προσπάθειας εντοπισμού μιας βέλτιστης νομισματικής περιοχής και παρέχει ένα συγκριτικό μοντέλο πριν και μετά από το οποίο δοκιμάζονται οι αρχές της θεωρίας (Pasimeni, 2014).

Θεωρητικά, η βέλτιστη νομισματική περιοχή, μπορεί επίσης να είναι μικρότερη από μια χώρα. Ορισμένοι οικονομολόγοι υποστήριζαν ότι, για παράδειγμα, οι Ηνωμένες Πολιτείες έχουν ορισμένες περιοχές που δεν εντάσσονται σε μια βέλτιστη νομισματική περιοχή σε σχέση με την υπόλοιπη χώρα.

Στην θεωρία της βέλτιστης νομισματικής περιοχής πρωτοστάτησε ο οικονομολόγος Robert Mundell. Η πίστωση συχνά πηγαίνει στο Mundell ως συντάκτη της ιδέας, αλλά ορισμένοι επισημαίνουν επίσης την πρότερη έρευνα που έγινε στην περιοχή από τον Abba Lerner. Ακόμη, ο Kenen (1969) και ο McKinnon (1963) ανέπτυξαν περαιτέρω αυτήν την ιδέα (Beck, 2013).

Η θεωρία δημοσιεύθηκε από τον Mundell το 1961, και είναι η περισσότερο αναφερόμενη από τους οικονομολόγους. Οι κρίσεις ασυμμετρίας, θεωρούνται ότι υπονομεύουν την πραγματική οικονομία, επομένως εάν είναι πολύ σημαντικές και δεν μπορούν να ελεγχθούν.



Εικόνα 1. Γράφημα Krugman για τα κόστη και τα οφέλη της ένταξης

Έτσι, ένα καθεστώς με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες θεωρείται καλύτερο, επειδή η παγκόσμια νομισματική πολιτική (επιτόκια) δεν θα τελειοποιηθεί για τη συγκεκριμένη κατάσταση της κάθε συστατικής περιοχής (Gibson, et al, 2014).

Τα τέσσερα συχνά αναφερόμενα κριτήρια για μια επιτυχή νομισματική ένωση είναι:

- Η κινητικότητα της εργασίας στην περιοχή. Αν υποθέσουμε ότι οι εγχώριοι και οι αλλοδαποί έχουν μια ολοκληρωμένη αγορά εργασίας, έτσι ώστε η εργασία να είναι ελεύθερη να μετακινηθεί μεταξύ των χωρών, τότε τι αποτέλεσμα θα έχει αυτό στην απόφαση να διαμορφωθεί μια βέλτιστη νομισματική περιοχή; Αυτό περιλαμβάνει τη φυσική ικανότητα μετακίνησης (θεωρήσεις, δικαιώματα των εργαζομένων κ.λπ.), έλλειψη πολιτιστικών εμποδίων στην ελεύθερη κυκλοφορία (όπως διαφορετικές γλώσσες) και θεσμικές ρυθμίσεις (όπως η δυνατότητα μεταβίβασης των συντάξεων σε όλη την περιοχή). Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε ότι οι εγχώριοι και οι αλλοδαποί αρχικά έχουν ίση παραγωγή και ανεργία και αν υποθέσουμε περαιτέρω ότι μια αρνητική κρίση πλήττει τους εγχώριους, αλλά όχι τους αλλοδαπούς, εάν η παραγωγή μειωθεί και η ανεργία αυξάνεται στους εγχώριους, τότε το εργατικό δυναμικό θα αρχίσει να μεταναστεύει σε άλλες χώρες, όπου η ανεργία

είναι χαμηλότερη. Αν αυτή η μετανάστευση μπορεί να συμβεί με ευκολία, η επίδραση της αρνητικής κρίσης στους εγχώριους θα είναι λιγότερο επώδυνη. Επιπλέον, θα υπάρξει λιγότερη ανάγκη να εφαρμόσουν οι εγχώριοι μια ανεξάρτητη ανταπόκριση νομισματικής πολιτικής για λόγους σταθεροποίησης. Με μια υπερβολική προσφορά εργασίας σε μια περιοχή, η προσαρμογή μπορεί να συμβεί μέσω της μετανάστευσης (Costantini, et al, 2014).

- Διαφάνεια με κινητικότητα κεφαλαίου και ευελιξία των τιμών και των μισθών στην περιοχή. Αυτό συμβαίνει έτσι ώστε οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης της αγοράς να διανέμουν αυτόματα τα χρήματα και τα αγαθά εκεί όπου χρειάζονται. Στην πράξη δεν λειτουργεί τέλεια, καθώς δεν υπάρχει πραγματική ευελιξία των μισθών. Τα έθνη της Ευρωζώνης εμπορεύονται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ τους (το ενδοευρωπαϊκό εμπόριο είναι μεγαλύτερο από το διεθνές εμπόριο) και οι πιο πρόσφατες εμπειρικές αναλύσεις του «αποτελέσματος του ευρώ» δείχνουν ότι το ενιαίο νόμισμα αύξησε το εμπόριο κατά 5% έως 15% σε σύγκριση με το εμπόριο μεταξύ χωρών εκτός του ευρώ (Krugman, 2013).
- Ένα σύστημα καταμερισμού κινδύνου, όπως ένας αυτόματος μηχανισμός δημοσιονομικής μεταφοράς για την ανακατανομή των χρημάτων σε τομείς που έχουν επηρεαστεί αρνητικά από τα δύο πρώτα χαρακτηριστικά. Αυτό συνήθως λαμβάνει τη μορφή φορολογικής ανακατανομής σε λιγότερο ανεπτυγμένες περιοχές μιας χώρας/ περιοχής. Αυτή η πολιτική, μολονότι θεωρητικά αποδεκτή, είναι δύσκολο να εφαρμοστεί πολιτικά, καθώς οι περιφέρειες με καλύτερες αποδόσεις σπανίως παραιτούνται εύκολα από τα έσοδά τους. Θεωρητικά, η Ευρώπη έχει ρήτρα μη διάσωσης στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, πράγμα που σημαίνει ότι δεν επιτρέπονται φορολογικές μεταβιβάσεις. Κατά την κρίση της Ευρωζώνης του 2010 (που σχετίζεται με το δημόσιο χρέος), η ρήτρα μη διάσωσης εγκαταλείφθηκε de facto τον Απρίλιο του 2010 (Beck, 2013).
- Οι συμμετέχουσες χώρες έχουν παρόμοιους επιχειρηματικούς κύκλους. Όταν μια χώρα αντιμετωπίζει μια ανάπτυξη ή ύφεση, άλλες χώρες της ένωσης είναι πιθανό να ακολουθήσουν. Αυτό επιτρέπει στην κοινή κεντρική τράπεζα να προωθήσει την ανάπτυξη σε περιόδους ύφεσης και να περιορίσει τον

πληθωρισμό σε περίπτωση ανάπτυξης. Εάν οι χώρες σε μια νομισματική ένωση έχουν ιδιοσυγκρασιακούς επιχειρηματικούς κύκλους, τότε η βέλτιστη νομισματική πολιτική μπορεί να αποκλίνει και οι συμμετέχοντες μπορεί να επιδεινωθούν κάτω από μια κοινή κεντρική τράπεζα (Silvestre, et al, 2007).

Προτεινόμενα πρόσθετα κριτήρια είναι τα εξής:

- Διαφοροποίηση παραγωγής (Peter Kenen)
- Ομογενείς προτιμήσεις
- Κοινότης του πεπρωμένου («Αλληλεγγύη») (Handler, 2013).

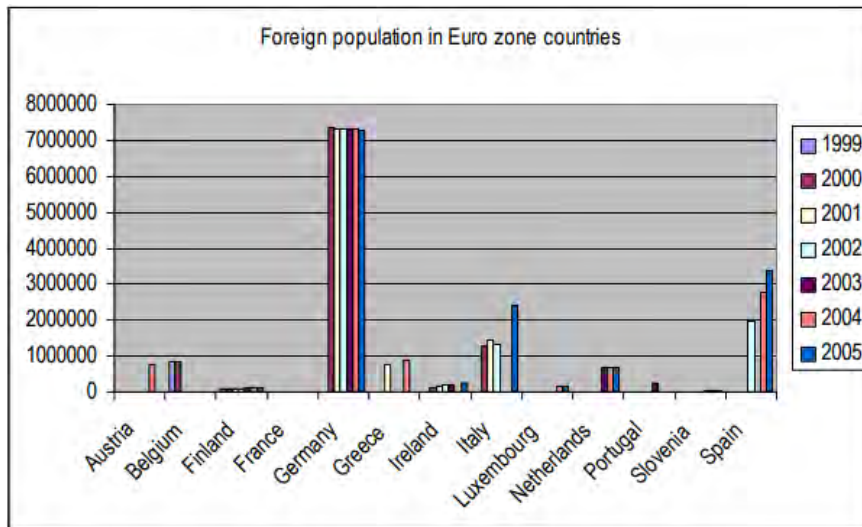
Η θεωρία των ΑΝΠ εφαρμόστηκε συχνότερα στις συζητήσεις για το ευρώ και την Ευρωπαϊκή Ένωση. Πολλοί ισχυρίστηκαν ότι η ΕΕ δεν πληρούσε πραγματικά τα κριτήρια για μια ΑΝΠ κατά τη στιγμή της υιοθέτησης του ευρώ και αποδίδει τις οικονομικές δυσκολίες της ευρωζώνης εν μέρει στη συνεχιζόμενη αδυναμία να το πράξει. Η Ευρώπη καταφέρνει πράγματι να επιτύχει καλά μερικά από τα μέτρα που χαρακτηρίζουν μια ΑΝΠ (όπως η συμμετρία των κρίσεων). Εξετάζοντας τη συσχέτιση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ με την περιοχή ολόκληρης της ζώνης, οι χώρες της Ευρωζώνης παρουσιάζουν ελαφρώς μεγαλύτερες συσχετίσεις σε σύγκριση με τις ΗΠΑ. Ωστόσο, έχουν χαμηλότερη κινητικότητα στην εργασία από τις Ηνωμένες Πολιτείες, πιθανώς λόγω των γλωσσικών και πολιτισμικών διαφορών. Στο έργο του Ο' Rourke, περισσότερο από το 40% των κατοίκων των Η.Π.Α. γεννήθηκαν εκτός του κράτους στο οποίο ζουν. Στην Ευρωζώνη, μόνο το 14% των ανθρώπων γεννήθηκαν σε διαφορετική χώρα από αυτή στην οποία ζουν. Στην πραγματικότητα, η αμερικανική οικονομία προσέγγισε μια ενιαία αγορά εργασίας τον 19ο αιώνα (Krugman, 2013). Ωστόσο, για τα περισσότερα τμήματα της ευρωζώνης, αυτά τα επίπεδα κινητικότητας του εργατικού δυναμικού και της ένταξης στην αγορά εργασίας παραμένουν μακρινή προοπτική. Επιπλέον, η οικονομία των Η.Π.Α., με κεντρική ομοσπονδιακή φορολογική αρχή, έχει μεταφορές σταθεροποίησης (Jager & Hafner, 2013). Όταν μια πολιτεία στις Η.Π.Α. βρίσκεται σε ύφεση, κάθε πτώση κατά 1 δολάριο στο ΑΕΠ του εν λόγω κράτους θα είχε αντισταθμιστική μεταβίβαση 28 σεντ. Αυτές οι σταθεροποιητικές μεταβιβάσεις δεν υπάρχουν τόσο στην Ευρωζώνη όσο και στην Ε.Ε., επομένως, δεν μπορούν να βασίζονται στον φορολογικό

φεντεραλισμό για την εξομάλυνση των περιφερειακών οικονομικών διαταραχών. Ωστόσο, η ευρωπαϊκή κρίση μπορεί να ωθήσει την ΕΕ προς περισσότερες ομοσπονδιακές δυνάμεις στη δημοσιονομική πολιτική (Aizenman, 2016).

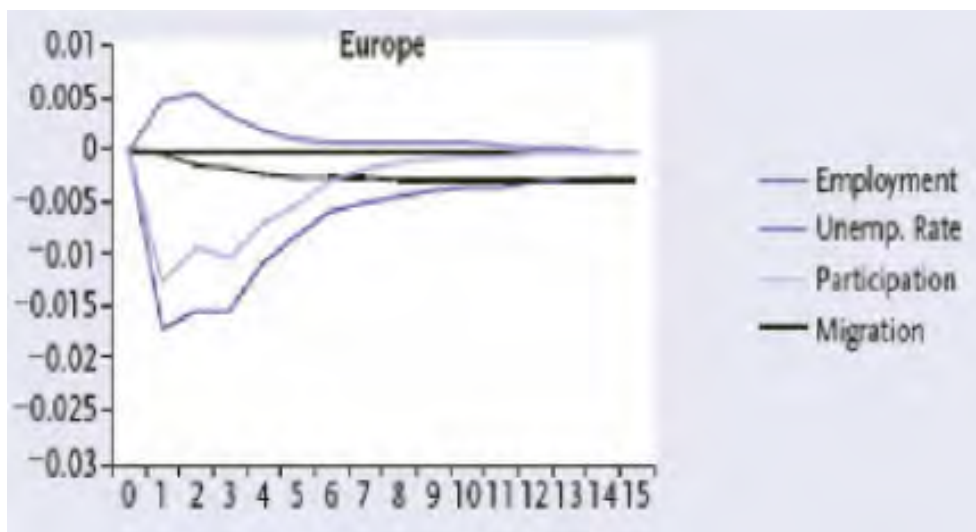
Η έννοια ενός νομίσματος που δεν συμφωνεί με ένα κράτος, συγκεκριμένα ένα μεγαλύτερο από ένα κράτος – τυπικά, μιας διεθνούς νομισματικής αρχής χωρίς αντίστοιχη φορολογική αρχή – έχει επικριθεί από τους Κεϋνσιανούς και μετα – Κεϋνσιανούς οικονομολόγους, οι οποίοι τονίζουν το ρόλο του ελλείμματος δαπανών από μια κυβέρνηση (τυπική, φορολογική αρχή) στη λειτουργία μιας οικονομίας και θεωρούν το ενδεχόμενο να χρησιμοποιεί κανείς ένα διεθνές νόμισμα χωρίς δημοσιονομική εξουσία να είναι μια απώλεια της «νομισματικής κυριαρχίας» (Silvestre, et al, 2007). Συγκεκριμένα, οι κεϋνσιανοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι η δημοσιονομική ώθηση με τη μορφή ελλειμματικών δαπανών είναι η πιο ισχυρή μέθοδος καταπολέμησης της ανεργίας κατά τη διάρκεια της παγίδευσης ρευστότητας. Ένα τέτοιο κίνητρο μπορεί να μην είναι δυνατό εάν τα κράτη που ανήκουν σε μια νομισματική ένωση δεν επιτρέπεται να κατέχουν επαρκή ελλείμματα. Η μετα-κεϋνσιανή θεωρία του νεο-χαρταλισμού υποστηρίζει ότι οι δαπάνες του δημοσιονομικού ελλείμματος δημιουργούν χρήματα, ότι η ικανότητα εκτύπωσης χρημάτων είναι θεμελιώδους σημασίας για την ικανότητα του κράτους να διαχειρίζεται πόρους και ότι «τα χρήματα και η νομισματική πολιτική είναι πολύπλοκα συνδεδεμένα με την πολιτική κυριαρχία και φορολογική εξουσία». Και οι δύο αυτές κριτικές θεωρούν ότι τα πλεονεκτήματα συναλλαγής ενός κοινού νομίσματος είναι ελάχιστα σε σύγκριση με αυτά τα μειονεκτήματα και γενικότερα δίνουν λιγότερη έμφαση στη συναλλακτική λειτουργία του χρήματος ως μέσο ανταλλαγής και μεγαλύτερη έμφαση στη χρήση του ως λογιστικής μονάδας (Krugman, 2013). Πολλές μελέτες αφιερώνονται στο καθήκον να αναγνωριστεί εάν μια συγκεκριμένη νομισματική ενοποίηση οδήγησε στην επίτευξη των ρητρών βελτιστοποίησης για μια νομισματική περιοχή. Αυτές οι μελέτες αναφέρονται συνήθως στην περίπτωση που μια χώρα προσαρμόζει τη συναλλαγματική ισοτιμία της σε εκείνη του σημαντικότερου εμπορικού εταίρου της, δημιουργώντας έτσι μια νομισματική περιοχή. Στην περίπτωση αυτή, η διερεύνηση του θέματος της βέλτιστης σχέσης αναφέρεται συνήθως στη χώρα καθορισμού. Ωστόσο, μια πραγματική ερευνητική πρόκληση εμφανίζεται όταν η νομισματική ενοποίηση στέφεται με την εισαγωγή ενός κοινού νομίσματος, όπως και η τελευταία περίπτωση στον κόσμο, η

εισαγωγή του ευρώ (Pasimeni, 2014). Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η νομισματική ενοποίηση από την άποψη της Θεωρίας των ΑΝΠ στην Ευρώπη ξεκίνησε το 1979 με τη δημιουργία του EMS, όταν τα τότε κράτη μέλη της τότε Ε.Κ. σταθεροποίησαν αμετάκλητα τις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων τους στην κεντρική ισοτιμία που αντιπροσωπεύεται από το φανταστικό ευρωπαϊκό νόμισμα, το ECU (Ευρωπαϊκή Λογιστική Μονάδα). Η ιδέα πίσω από αυτό έγινε γνωστή ως Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών Ι. Ωστόσο, χρειάστηκαν 20 χρόνια για να ακολουθηθούν αυτά τα αρχικά βήματα για τη νομισματική ολοκλήρωση, από μια υιοθέτηση ενιαίου νομίσματος. Αν και έγιναν κάποιες απόπειρες εκτίμησης του EMS ως ΑΝΠ, η πραγματική πρόκληση τέθηκε μετά το 1999. Η έναρξη της ΟΝΕ προκάλεσε το ενδιαφέρον για τη συζήτηση αν η κατανομή ενός νέου ενιαίου νομίσματος θέτει ελεύθερες δυνάμεις που φέρνουν κοντά τις χώρες της ζώνης του ευρώ (De Grauwe, 2015).

Ο Mongelli (2002), από την αρχή, διερευνά διεξοδικά την θεωρία των ΑΝΠ, αφιερώνοντας σημαντικό μερίδιο στη ζώνη του ευρώ. Παρόλο που η μελέτη διεξάγεται αρκετά νωρίς, συνάγονται ορισμένα σημαντικά συμπεράσματα. Για παράδειγμα, διασαφηνίζει το συμπέρασμα ότι η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού καθώς και η ευελιξία των τιμών και των μισθών στις ευρωπαϊκές χώρες είναι χαμηλές. Σε αυτό υποστηρίζεται η έκθεση της Επιτροπής της ΕΕ (2004), η οποία θεωρεί ότι η ευελιξία αυτή παρακωλύεται από την αργή ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς και από τη βραδύτητα της κατάργησης ορισμένων μη δασμολογικών φραγμών. Επίσης, οι πραγματικοί μισθοί είναι αρκετά άκαμπτοι στις περισσότερες χώρες, η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού είναι χαμηλή και συνήθως προκαλείται από άλλους παράγοντες και όχι ως απάντηση σε κάποια οικονομική κρίση (Jager & Hafner, 2013). Υποστηρικτικά προς αυτές τις έννοιες είναι τα γεγονότα που παρουσιάζονται στα επόμενα γραφήματα. Το πρώτο καταγράφει τα στοιχεία για τους αλλοδαπούς στις χώρες της ευρωζώνης. Παρόλο που λείπει μεγάλο μέρος των στοιχείων, τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν για την περίοδο 1999-2005 δεν δείχνουν αλλαγές, γεγονός που υποδηλώνει την αργή κινητικότητα του εργατικού δυναμικού. Στο δεύτερο γράφημα γίνεται μια προσπάθεια εκτίμησης των απαντήσεων της αγοράς εργασίας σε ένα ασυμμετρικό σοκ. Είναι εμφανές ότι η αγορά εργασίας ανταποκρίνεται με αργούς ρυθμούς σε τέτοιες αναταράξεις. Αυτά τα γεγονότα δεν υποστηρίζουν την άποψη ότι η ζώνη του ευρώ είναι ΑΝΠ (Costantini, et al, 2014).



Εικόνα 2. Ο ξένος πληθυσμός στις χώρες της ζώνης του ευρώ



Εικόνα 3. Προσπάθεια εκτίμησης των απαντήσεων της αγοράς εργασίας σε ένα ασυμμετρικό σοκ

Σε αντίθεση με την παραπάνω συζήτηση, αρκετές μελέτες διαπίστωσαν την ενίσχυση της συνάφειας των ροών άμεσων ξένων επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ, η οποία αποτελεί στήριξη για την ΑΝΠ. Για παράδειγμα, ο ΟΟΣΑ (1999) δείχνει ότι τόσο οι εισροές άμεσων ξένων επενδύσεων όσο και οι εξερχόμενες ΑΞΕ από τις χώρες της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν σε όλες σχεδόν τις χώρες πίσω με την εισαγωγή του ευρώ. Ωστόσο, σε γενικές γραμμές για τη συνολική χρηματοοικονομική ολοκλήρωση στην ευρωζώνη, είναι μάλλον χαμηλότερη σε σύγκριση με εκείνη των ΗΠΑ. Ακόμη, ο Issing (2000) παρατηρεί έναν αυξανόμενο βαθμό ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών όσον αφορά λιγότερες ευκαιρίες για αρμπιτράζ και μικρότερες διαφορές επιτοκίων. Επιπλέον, η αγορά χρήματος ενσωματώνεται πρώτα

μετά την εισαγωγή του ευρώ, ενώ οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ συγκλίνουν σημαντικά (Beck, 2013).

Ο Mongelli (2002) τονίζει περαιτέρω το υψηλό οικονομικό άνοιγμα όλων των ευρωπαϊκών χωρών καθώς και την υψηλή διαφοροποίηση της παραγωγής. Όχι μόνο το εμπόριο εντατικοποιήθηκε μετά από την εισαγωγή του ευρώ, αλλά και οι χώρες που θα ενταχθούν στην ευρωζώνη στο μέλλον θα ικανοποιήσουν τα χαρακτηριστικά, ανεξάρτητα από το αν οικοδομήσουν μια ΑΝΠ με την ευρωζώνη όπως ήταν πριν. Επιπλέον, οι διαφορές πληθωρισμού μειώθηκαν στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Σχετικά με το δημοσιονομικό σχέδιο, εξηγεί ότι όλες οι χώρες της ζώνης του ευρώ ταιριάζουν με τα δημοσιονομικά κριτήρια του Μάαστριχτ και τηρούν το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Ωστόσο, οι ομοσπονδιακές μεταβιβάσεις και οι μεταβολές των ομοσπονδιακών πληρωμών φόρων παρέχουν ένα πολύ μεγαλύτερο περιθώριο για ειδικές περιφέρειες στις ΗΠΑ από ό, τι τα έσοδα και οι δαπάνες της ΕΕ. Επιπλέον, δεν υπάρχουν καθόλου φορολογικές μεταβιβάσεις εντός της ΕΕ. Ο προϋπολογισμός της ΕΕ είναι πολύ μικρός, μόνο το 2% του ΑΕΠ της ΕΕ. Στο πλαίσιο της οικονομικής διαφάνειας, αρκετές μελέτες εξέτασαν την επίδραση της νομισματικής ενοποίησης στην Ευρώπη στο ενδοευρωπαϊκό εμπόριο. Δύο από αυτές αξίζει να αναφερθούν, δηλαδή αυτές των Rose και Van Wincoop (2001), οι οποίες προέβλεπαν αύξηση του εμπορίου εντός της ζώνης του ευρώ κατά περισσότερο από 50%. Παρόμοια αποτελέσματα προέρχονται από τους Bun και Klaassen (2002) που χρησιμοποιούν ένα δυναμικό μοντέλο και εκτιμούν μια μακροπρόθεσμη επίδραση περίπου 40% (Aizenman, 2016).

Συνολικά, αν και έχουν γίνει σημαντικές αλλαγές όσον αφορά το ζήτημα της βέλτιστης αξιολόγησης της ζώνης του ευρώ ως νομισματικής περιοχής, η ευρωζώνη δεν θα μπορούσε να θεωρηθεί ως η άριστη νομισματική περιοχή. Ωστόσο, από την εισαγωγή του ευρώ, ακολούθησε σημαντική πρόοδος στον τομέα της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης, της σύγκλισης του πληθωρισμού και του ανοίγματος του εμπορίου. Αντίθετα, η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού και η ευελιξία των μισθών παρέμεινε χαμηλή, ενώ η δημοσιονομική ολοκλήρωση μειώνεται με το σεβασμό των κανόνων του ΣΣΑ και όχι με μια κοινή φορολογική πολιτική που θα επιτρέψει στις δημοσιονομικές μεταφορές να απορροφήσουν εξωτερικούς κραδασμούς (Krugman, 2013).



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ**

### **4.1. Εισαγωγή**

Κατά την προηγούμενη περίοδο, οι κεντρικές τράπεζες ήταν πολύ επιφυλακτικές στην αποκάλυψη πληροφοριών, κατηγορούμενες για έλλειψη σαφήνειας και διαφάνειας. Η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής είναι άμεσα ανάλογη με τους κραδασμούς της νομισματικής πολιτικής (de Haan & Jansen, 2010).

Με την πάροδο του χρόνου έχει παρατηρηθεί μια διαδικασία μετασχηματισμού, η οποία μπορεί να βασιστεί στο γεγονός ότι εάν οι νομισματικές αρχές είναι πιο ανοιχτές στο ευρύ κοινό, θα μπορούσε να σημειωθεί ένα αυξανόμενο επίπεδο αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής. Από την άποψη αυτή, η αύξηση της προβλεψιμότητας των ενεργειών των κεντρικών τραπεζών μπορεί να οδηγήσει σε μια πιο αποτελεσματική διαχείριση της νομισματικής πολιτικής ή της οικονομίας στο σύνολό της. Για παράδειγμα, στο όραμα του οικονομολόγου Woodford, η επιτυχία της νομισματικής πολιτικής δεν διασφαλίζεται μόνο με τον έλεγχο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, αλλά και επηρεάζοντας τις προσδοκίες της αγοράς στην επιθυμητή κατεύθυνση (Woodford, 2005).

Επίσης, μετά την απόκτηση της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας με την άρση του παράγοντα πολιτικής παρέμβασης, προκλήθηκε επίσης αυξανόμενο επίπεδο λογοδοσίας των νομισματικών αρχών, το οποίο συνεπαγόταν μετατόπιση προς μεγαλύτερη διαφάνεια της νομισματικής πολιτικής.

Επί του παρόντος, η ικανότητα των κεντρικών τραπεζών να επηρεάζουν την πραγματική οικονομία εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από την ικανότητά τους όσον αφορά τις προσδοκίες της αγοράς σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη των επιτοκίων. Μια ολοκληρωμένη δέσμη τωρινών και μελλοντικών πολιτικών για το ευρύ κοινό είναι ζωτικής σημασίας για την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Από την άποψη αυτή, θεωρείται ότι η νομισματική πολιτική γίνεται σταδιακά η τέχνη της διαχείρισης των προσδοκιών (de Haan & Jansen, 2010).

Τα επιχειρήματα υπέρ μιας ισχυρής επικοινωνίας είναι:

- Αύξηση της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής.
- Αύξηση της προβλεψιμότητας των ενεργειών των κεντρικών τραπεζών.
- Αύξηση της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών.

Μέσα από μια ευρεία πολιτική επικοινωνίας, επιβάλλεται αυξημένη διαφάνεια, οπότε η κεντρική τράπεζα παρέχει στους παράγοντες της αγοράς το δικό της όραμα σχετικά με τους θεμελιώδεις παράγοντες που καθοδηγούν τη νομισματική πολιτική, οδηγώντας στη δημιουργία ενός ενάρετου κύκλου (Blinder, 2006). Πιο συγκεκριμένα, η διαφάνεια επιτρέπει την αύξηση της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής, ενισχύοντας την αξιοπιστία της μέσω της αυξανόμενης ευθύνης και της αυτοπειθαρχίας, αλλά και βελτιώνοντας τις προσδοκίες της νομισματικής πολιτικής μεσοπρόθεσμα.

Η διαφάνεια των κεντρικών τραπεζών θεωρείται ως συστατικό της καλής πρακτικής από την άποψη της νομισματικής πολιτικής, επομένως θεωρείται απαραίτητη όχι μόνο επειδή ενισχύει τη δημοκρατική ευθύνη αλλά και επειδή προάγει τον αποτελεσματικό έλεγχο των προσδοκιών του κοινού σχετικά με την τράπεζα (Cukierman, 2009).

Αναμφισβήτητα, η διαφανής επικοινωνία είναι η πιο ενδεδειγμένη στο διάλογο με τις ομάδες στόχους, αλλά η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία επέστησε την προσοχή σε μια υπερβολική επικοινωνία (Trabelsi, 2012). Αυτή η περίσσεια μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία σύγχυσης και αρνητικών επιπτώσεων στις πληθωριστικές προσδοκίες, ιδιαίτερα στην περίπτωση των κρατών που παρέχουν προβλέψεις για τα επιτόκια της νομισματικής πολιτικής (π.χ. Νορβηγία ή Σουηδία), αναφέροντας έτσι το τρίγωνο διαφάνειας της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής : ειλικρίνεια, σαφήνεια και αποτελεσματικότητα της πληροφορίας (Winkler, 2002).

Υπό την οπτική του Παπαδήμου (2008), η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο διαφανής, αλλά όχι πάντα, και έτσι οι μελέτες που πραγματοποιούνται δείχνουν ότι μια διαφανής επικοινωνία είναι ευεργετική, αλλά είναι απαραίτητο να προσδιοριστούν τα όριά της. Σε αυτό το πλαίσιο, έχει σημασία η ακόλουθη άποψη του Blinder και των συναδέλφων του (2008): ίσως το καλύτερο που μπορεί να κάνει μια κεντρική τράπεζα είναι να διδάξει στις αγορές τον τρόπο σκέψης της. (Ingves, 2013, Aucremanne & Ide, 2010, González-Páramo, 2010).

#### **4.2. Γενικά για τον ρόλο των Κεντρικών Τραπεζών Ιστορικά**

Οι πιο πρώιμες κεντρικές τράπεζες ήταν οι κυρίαρχοι εκδότες τραπεζογραμματίων και τραπεζιτών στην κυβέρνηση. Πράγματι, συχνά αυτές οι λειτουργίες πήγαν χέρι-

χέρι. Η κυριαρχία έναντι της έκδοσης χαρτονομισμάτων - η οποία συχνά προέκυπτε από τα προνόμια που παραχωρούνταν από τις κυβερνήσεις - έδωσε συνήθως στις κεντρικές τράπεζες επαρκή κλίμακα ώστε να είναι η φυσική επιλογή για κυβερνητικές τραπεζικές εργασίες. Και η κλίμακα παρείχε επίσης τη δυνατότητα ανάληψης ενός μέρους του προϊόντος της έκδοσης προς την κυβέρνηση (González Páramo, 2010).

Η Εθνική Τράπεζα της Αυστρίας, η Εθνική Τράπεζα της Δανίας, η Τράπεζα της Γαλλίας, η Τράπεζα της Ιταλίας, η Τράπεζα της Πορτογαλίας και η Τράπεζα της Ισπανίας ιδρύθηκαν, μεταξύ άλλων, σε προσπάθειες αποκατάστασης της νομισματικής σταθερότητας και της αξιοπιστίας των τραπεζογραμματίων μετά από περιόδους υπερεκτίμηση και κατάρρευση της μετατρεψιμότητας. Η επιδίωξη της νομισματικής σταθερότητας και ενός αξιόπιστου νομισματικού συστήματος βρισκόταν πράγματι στην καρδιά των πρώιμων κεντρικών τραπεζών, αν και με κάπως διαφορετικό τρόπο από ό, τι τώρα. Τα επιτόκια προσαρμόστηκαν από τις τράπεζες αυτές με τρόπο που διατηρούσε τη σταθερότητα, αλλά το κίνητρο ήταν η επιβίωση - για να διατηρηθεί το κλάσμα των τραπεζογραμματίων που υποστηρίζονται από τα είδη και έτσι να παραμείνουν επαρκώς ρευστά για την εξυπηρέτηση όλων των υποχρεώσεων - παρά για κάποιο ευρύτερο μακροοικονομικό ενδιαφέρον. Σε λίγες περιπτώσεις, όταν η μετατρεψιμότητα ανακόπηκε ως ζήτημα επιλογής καθεστώτος και όχι ως σκοπιμότητας, οι προσπάθειες για ενεργή διαχείριση της νομισματικής πολιτικής έπεσαν περισσότερο στην έλλειψη γνώσης από οτιδήποτε άλλο (Flandreau, 2007).

Με την πάροδο του χρόνου, αυτές οι κυρίαρχες τράπεζες έγιναν τραπεζίτες στο τραπεζικό σύστημα. Για εμπορικούς λόγους, η κυρίαρχη τράπεζα θα δάνειζε περιστασιακά στις τράπεζες - πελάτες για να καλύψει τις προσωρινές ελλείψεις ρευστότητας, μια δραστηριότητα που έφερε φυσικό ενδιαφέρον για την υγεία των τραπεζών πελατών. Και οι δύο αυτοί δανειστές τελευταίας ανάγκης και οι άτυπες λειτουργίες τραπεζικής εποπτείας έπεσαν κάπως από αυτό που τώρα καταλαβαίνουμε με τους όρους, δεδομένου ότι οδηγούσαν από το εμπορικό συμφέρον και όχι από κάποιο δημόσιο καλό στόχο (Winkler, 2002).

Οι θεμελιώδεις αλλαγές στα τέλη του 19ου και στις αρχές του 20ου αιώνα συνέδεσαν αυτές τις αρχικές κεντρικές τραπεζικές λειτουργίες πιο άμεσα με τους στόχους της

δημόσιας πολιτικής. Ο μετασχηματισμός των στόχων, παρά των λειτουργιών, ήταν η βασική αλλαγή. Βεβαίως, οι πρώιμες κεντρικές τράπεζες δημιουργήθηκαν συχνά για δημόσιους λόγους. Εκτός από την αποκατάσταση της νομισματικής σταθερότητας μετά από μια κρίση, οι λόγοι αυτοί ήταν να ενσωματωθεί η κατακερματισμένη έκδοση του ιδιωτικού χαρτονομίσματος (για «καλή τάξη» ή η αποτελεσματικότητα των συναλλαγματικών λόγων ή, όπως στη Γερμανία και την Ιταλία, για την υποστήριξη της πολιτικής ολοκλήρωσης), η προώθηση της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης (π.χ. στην περίπτωση της Sveriges Riksbank, διατήρηση της εμφάνισης των τραπεζών) και να βελτιωθεί η χρηματοδότηση του εμπορίου στο Βέλγιο και την Ολλανδία. Ωστόσο, αυτά τα δημόσια αγαθά δεν ήταν ο μόνος σκοπός τους (Blinder, et al, 2008).

Οι συζητήσεις των κεντρικών τραπεζών κατά τη διάρκεια του 19ου αιώνα υπογράμμισαν όλο και περισσότερο τις επιπτώσεις τους στην εθνική ευημερία. Η πραγματεία του Bagehot σχετικά με τη λειτουργία δανειστή τελευταίας ανάγκης επικεντρώθηκε σε κανόνες του παιχνιδιού που θα λειτουργούσαν προς το συμφέρον του συστήματος στο σύνολό του. Η εισαγωγή του χρυσού προτύπου διευκρίνισε την προσδοκία ότι η κεντρική τράπεζα θα εξασφάλιζε μετατρεψιμότητα για το καλό του έθνους, στόχος που σταδιακά περιλάμβανε τη διεθνή συνεργασία μεταξύ κορυφαίων κεντρικών τραπεζών (Levine, 2011).

Ο μετασχηματισμός αυτός συνδέθηκε με την πτώση των εμπορικών στόχων. Πριν από τον 20ό αιώνα, όλες οι κεντρικές τράπεζες ιδρύθηκαν ως οντότητες κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Η πιθανότητα σύγκρουσης μεταξύ στόχων δημόσιας πολιτικής και οικονομικών συμφερόντων ήταν σαφής. Οι δανειοδοτήσεις τελευταίας μορφής έθεσαν το ζήτημα της ουδετερότητας κατά την αντιμετώπιση των εμπορικών αντιπάλων του. Παρόμοια ζητήματα προέκυψαν από την άποψη της νομισματικής διαχείρισης, καθώς κατέστη προφανές ότι οι κυριότερες τράπεζες ήταν συνήθως πιο κερδοφόρες σε περιόδους νομισματικής και χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες του 19ου αιώνα είχαν αποσυρθεί ή είχαν αποκλειστεί από τις εμπορικές δραστηριότητες στις αρχές του 20ου αιώνα, αν και η Τράπεζα της Γαλλίας και η Ολλανδική Τράπεζα συνέχισαν να ασκούν εκτεταμένες εμπορικές δραστηριότητες μέχρι τα τέλη του 19ου αιώνα (Trabelsi, 2012).

Έχοντας προκληθεί από τις οικονομικές κρίσεις μεταξύ των πολέμων, την κατανομή του χρυσού προτύπου και τις αλλαγές στη σκέψη για τον ρόλο της κυβέρνησης στην οικονομική διαχείριση, η μετατροπή των κεντρικών τραπεζών σε φορείς δημόσιας πολιτικής ολοκληρώθηκε στις αρχές του 20ου αιώνα. Οι κεντρικές τράπεζες έπρεπε να διαχειρίζονται τη νέα νομισματική τάξη, αν και χωρίς μηχανικό πρότυπο να τηρούν. Παρά την μη αποδεδειγμένη ικανότητα των κεντρικών τραπεζών να αποκαταστήσουν τη νομισματική σταθερότητα, οι χώρες που δεν τους είχαν ακόμη προωθηθεί, θα έπρεπε προχωρήσουν σε εθνικοποίηση της κεντρικής τράπεζας (Blinder, 2006).

Καθώς η εστίαση της δημόσιας πολιτικής επικράτησε, η κατανομή του χρυσού προτύπου προκάλεσε την αλλαγή της φύσης της λειτουργίας της νομισματικής πολιτικής. Χωρίς τους κανόνες ή τα όρια μετατρεψιμότητας, οι χώρες έλαβαν την επιλογή - μέσω των κεντρικών τους τραπεζών - για τον καλύτερο τρόπο διατήρησης των εσωτερικών και εξωτερικών αξιών των εθνικών νομισμάτων τους. Η άσκηση αυτής της επιλογής βρίσκεται στον πυρήνα της σύγχρονης κεντρικής τράπεζας (Woodford, 2005).

Η λειτουργία της εποπτείας και της ρύθμισης έγινε όλο και πιο επίσημη και άμεση, ωθούμενη και από τη μετατόπιση της στάσης απέναντι στον ρόλο της κυβέρνησης να παρεμβαίνει για τη ρύθμιση και καθοδήγηση της οικονομικής δραστηριότητας. Η δημιουργία του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών στις Ηνωμένες Πολιτείες, με εκτεταμένες κανονιστικές και διευθυντικές αρμοδιότητες, οφείλεται σε μεγάλο βαθμό σε αυτές τις εκτιμήσεις. Στην Ευρώπη, ιδιαίτερα μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, οι κεντρικές τράπεζες, όπως η Αυστριακή Εθνική Τράπεζα, η Τράπεζα της Γερμανίας (Deutsche Bundesbank), η Τράπεζα της Ιταλίας και η Ολλανδική Τράπεζα, είχαν την τυπική ευθύνη να επιβλέπουν τις τράπεζες φύλλων και άλλων οδηγιών).

Η αλλαγή στάσης απέναντι στον ρόλο της κυβέρνησης και της άμεσης παρέμβασης οδήγησε επίσης στην απόκτηση μιας λειτουργίας οικονομικής ανάπτυξης. Τόσο άμεσα όσο και μέσω του τραπεζικού συστήματος, πολλές κεντρικές τράπεζες άρχισαν να επιχορηγούν τη χρηματοδότηση οικονομικών τομέων που στόχευαν οι κυβερνήσεις που επιζητούν πιο γρήγορη εκβιομηχάνιση. Συχνά, η προτιμησιακή μεταχείριση περιλάμβανε την άμεση παροχή τραπεζικών υπηρεσιών -ιδίως κεφαλαίου

και εμπορικής χρηματοδότησης- σε επιχειρήσεις σε στοχοθετημένους τομείς και ιδίως σε κρατικές επιχειρήσεις (Woodford, 2005).

### **4.3. Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην αρχιτεκτονική της ευρωζώνης**

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα είναι μια έκφραση που χρησιμοποιήθηκε πιο συχνά τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερα κατά τις δύο τελευταίες δεκαετίες και κατά τη διάρκεια του αντίκτυπου της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης του 2007. Ο προσανατολισμός των νομισματικών αρχών προς τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα δείχνει μια ευρύτερη προσέγγιση στην άσκηση πολιτικής από τον πολιτικό προσανατολισμό προς τη σταθερότητα των τιμών. Ταυτόχρονα, με την αποδοχή αυτού του προσανατολισμού, η συνεργασία και ο συντονισμός με άλλους φορείς χάραξης πολιτικής, εποπτικές αρχές και ρυθμιστικές αρχές αποκτούν μεγαλύτερη σημασία και αποσκοπούν στη συστηματική αντιμετώπιση αυτού του ευρέως καθορισμένου στόχου (González Páramo, 2010).

Αυτό που επηρεάζει τη σημερινή εθνική σταθερότητα στον κόσμο των ανοιχτών συνόρων και των ελεύθερων χρηματοοικονομικών ροών είναι η επιρροή των διεθνών παραγόντων, ο συγχρονισμός των κύκλων των επιχειρήσεων και το υψηλό επίπεδο των διασυνοριακών ροών. Η κατάσταση εθνικής οικονομικής σταθερότητας δεν μπορεί να εξεταστεί ξεχωριστά από αυτές τις επιρροές. Παρά το γεγονός ότι οι εθνικές πολιτικές, ιδίως στον τομέα της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών, διέπονται από την αρχή της κυριαρχίας στη λήψη αποφάσεων, αποκτά όλο και μεγαλύτερη σημασία η τυποποίηση των κανονισμών και ο συντονισμός με τα θεσμικά όργανα άλλων χωρών και διεθνών οργανισμών (Parademos, 2008).

Επίσης, η νέα χρηματοπιστωτική υποδομή, ιδίως στην Ευρώπη, διαμορφωμένη υπό τη μορφή του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ESFS) και επιβάλλεται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ), επηρεάζει ένα μεγαλύτερο επίπεδο εναρμόνισης και τυποποίησης του ρυθμιστικού και θεσμικού πλαισίου σε συνδεδεμένες αγορές (Woodford, 2005).

Ο συστημικός κίνδυνος αντιπροσωπεύει τον συνολικό κίνδυνο στην αγορά και αντικατοπτρίζει την κατάσταση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Αποτελείται από όλους τους σχετικούς κινδύνους που υπάρχουν στο οικονομικό σύστημα: τους κινδύνους στο τραπεζικό / χρηματοπιστωτικό σύστημα, τη φορολογική περιοχή, την πραγματική οικονομία και την αλληλεπίδρασή τους. Ο συστημικός κίνδυνος μπορεί να προκύψει από δύο πηγές ελαττωμάτων. Η Deutsche Bundesbank (2011, σ. 76) αναφέρει ότι πρόκειται για: (1) ελλείψεις ή κενά στο κανονιστικό πλαίσιο και (2) ελλείψεις ή / και ανωμαλίες στην ίδια την αγορά. Όταν μιλάμε για ελλείψεις ή νομικά κενά στο ρυθμιστικό πλαίσιο, συνεπάγονται μηχανισμούς που ρυθμίζουν τους επιχειρηματικούς κινδύνους, παρέχουν κατάλληλη αξιολόγηση και προστασία από την υλοποίηση των κινδύνων και μειώνουν την ασυμμετρία στις πληροφορίες με στόχο την αποτελεσματική διαχείριση και τη διασπορά κινδύνων.

Μπορεί να προκύψουν θεσμικά και κανονιστικά κενά ή ασυνέπειες στην εφαρμογή των κανονισμών σε τομείς όπως: (1) κριτήρια για την ταξινόμηση περιουσιακών στοιχείων και την επακόλουθη πρόβλεψη ζημιών, (2) απαιτήσεις για αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων, (3) απαιτήσεις διαφάνειας στα δεδομένα και αποκαλύψεις πληροφοριών. Επίσης, οι ελλείψεις ή η ακατάλληλη εφαρμογή των λογιστικών προτύπων μπορεί να μειώσουν την ποιότητα της αξιολόγησης κινδύνου (Flandreau, 2007).

Μια άλλη πηγή συστημικού κινδύνου είναι η ανεπάρκεια της αγοράς. Οι πιο σοβαρές διαταραχές της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μπορεί να προκύψουν από τη συμπεριφορά των κοπαδιών των συμμετεχόντων στην αγορά, την ανεπαρκή αξιολόγηση και την εσφαλμένη εκτίμηση των κινδύνων λόγω της μειωμένης διαφάνειας των επιχειρήσεων και της διαθεσιμότητας των δεδομένων. Επίσης, ο ορθολογισμός της αγοράς μειώνεται από την απερίσκεπτη συμπεριφορά και τις προσδοκίες των συμμετεχόντων ότι ο κίνδυνος δεν θα υλοποιηθεί εξαιτίας της «υπερεκτίμησης» ορισμένων τύπων ασφάλειας, όπως είναι οι άμεσες κυβερνητικές εγγυήσεις ή οι διάφορες μορφές κρατικών ή άλλων καθεστώτων εγγύησης (Aucremanne & Ide, 2010).

Στις ανοιχτές οικονομίες, το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι επίσης ανοιχτό και διεθνώς ενοποιημένο. Αυτό το χαρακτηριστικό του συστήματος απαιτεί μια ανοικτή προσέγγιση στη χάραξη πολιτικής για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ο



Hannoun (2010) υποστηρίζει ότι η προσέγγιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας πρέπει να βασιστεί στα ακόλουθα στοιχεία: την εστίαση σε ολόκληρο το σύστημα, τις αντικυκλικές πολιτικές, τις συμμετρικές πολιτικές, την πολιτική που βασίζεται σε μεγάλο χρονικό ορίζοντα και την ολιστική προσέγγιση (Levine, 2011).

Η εμπειρία της κρίσης ρευστότητας έδειξε ότι η προσέγγιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας πρέπει να είναι ευρύτερη, δηλαδή σε όλο το σύστημα, προκειμένου να αναλύεται συνεχώς η αλληλεπίδραση των τάσεων και να επηρεάζονται οι παράγοντες που εμφανίζονται και αναπτύσσονται στον χρηματοπιστωτικό και τον πραγματικό τομέα. Η εποπτεία των επιμέρους ιδρυμάτων είναι πολύ σημαντική για τη δημιουργία μιας μονάδας που αποτελείται από καλές συνιστώσες. Ωστόσο, δεν πρέπει να παραβλέψουμε το σύστημα ως ένα ενιαίο πλαίσιο, δεδομένου ότι η κρίση έδειξε ότι η αλληλεπίδραση και η εξάπλωση είναι ακριβώς οι παράγοντες που πρέπει να αναλυθούν προκειμένου να αποκτηθεί μια ευρύτερη προοπτική των πηγών και των δυνητικών απειλών για τη σταθερότητα των οικονομικών συστημάτων της χώρας (Trabelsi, 2012).

Οι οικονομικές πολιτικές που δημιουργούνται από τις αρμόδιες αρχές πρέπει να είναι αντικυκλικές. Αυτό θα εξασφαλίσει την έγκαιρη δημιουργία buffer σε καλές στιγμές που μπορεί να μειωθεί σε δύσκολες στιγμές. Επιπλέον, αυτό δυναμικά ενισχύει την ανθεκτικότητα και μειώνει την πιθανότητα ανεξέλεγκτων προσαρμογών σε περιόδους πίεσης. Ταυτόχρονα, οι οικονομικές πολιτικές πρέπει να είναι συμμετρικές, να ανταποκρίνονται κατά τη διάρκεια των φάσεων άνθησης και αποτυχίας των οικονομικών και επιχειρηματικών κύκλων. Η συμμετρία αντίδρασης, δηλαδή τα έγκαιρα μέτρα που εφαρμόζονται κατά τη διάρκεια της φάσης άνθησης, έχει καίρια σημασία για την πρόληψη των φουσαλίδων. Η αδράνεια στην πρόληψη και η στήριξη της πολιτικής αντιμετώπισης των συνεπειών της (ενδεχόμενης) έκρηξης φούσκας είναι πολύ δαπανηρές λύσεις (González Páramo, 2010).

Η προσέγγιση της χάραξης πολιτικής πρέπει να βασίζεται σε μεγάλο χρονικό ορίζοντα. Αυτή είναι η μόνη προσέγγιση που λαμβάνει υπόψη τις καθυστερήσεις μεταξύ της συσσώρευσης του συστημικού κινδύνου και της υλοποίησής του. Ορισμένοι κίνδυνοι που δεν χρειάζεται να είναι συστημικής σημασίας βραχυπρόθεσμα μπορεί να προκαλέσουν οικονομική αστάθεια με την πάροδο του χρόνου και με συνεχή συσσώρευση.

Επιπλέον, η προσέγγιση των πολιτικών πρέπει να είναι ολιστική, αντανακλώντας την ανάγκη εναρμόνισης των στόχων με άλλες πολιτικές. Οι μακροπροληπτικές, νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές πρέπει να είναι συμπληρωματικές όσον αφορά τις προτεραιότητες, ειδικά, καμία από αυτές τις πολιτικές δεν αρκεί για την επίτευξη σταθερότητας. Οι αντιφατικοί στόχοι και η έλλειψη συντονισμού πολιτικής δημιουργούν γρήγορα περιθώρια για την παραγωγή κινδύνου (Papademos, 2008).

Εάν μια τέτοια ευρεία προσέγγιση περιλαμβάνεται στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η μικροδιαδικασία, δηλαδή η εποπτεία μεμονωμένων ιδρυμάτων στη χρηματοπιστωτική αγορά, θα εξακολουθήσει να έχει έναν αρκετά σημαντικό ρόλο. Η πραγματοποίηση ταυτόχρονων και συγχρονισμένων δραστηριοτήτων σε αμφοτέρωτα επίπεδα έχει ως αποτέλεσμα την επίτευξη σταθερότητας τόσο σε επίπεδο συστήματος όσο και σε ατομικό επίπεδο.

Ένα σταθερό ιδιωτικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, η εφαρμογή των διεθνών κανονισμών και προτύπων και η σταθερότητα των τιμών θεωρήθηκαν ως παράγοντες για τη διασφάλιση της οικονομικής ανάπτυξης και της σταθερότητας. Εντούτοις, η πιθανότητα ελαττώσεων της αγοράς που δεν συμπεριλήφθηκαν στην ανάλυση των δεικτών σταθερότητας παραμελήθηκε, ωστόσο θεωρούνται οι ρίζες των σημερινών προβλημάτων. Η αύξηση των τιμών των άλλων περιουσιακών στοιχείων, καθώς και η έλλειψη παραγωγικότητας και αποδοτικότητας στις εταιρικές επιχειρήσεις και το μοντέλο ανάπτυξης που βασίζεται στην κατανάλωση, οδήγησαν στη συσσώρευση αναποτελεσματικών και κινδύνων που υλοποιήθηκαν με την κρίση ως μεγάλες απώλειες σε όλους τους τομείς.

Από μόνη της, η νομισματική πολιτική δεν ήταν σε θέση να αντιμετωπίσει αυτές τις ανισορροπίες. Η φιλοκυκλική δημοσιονομική πολιτική, η ανεπαρκής διάρθρωση της δημιουργίας του ΑΕΠ και η ακαμψία της αγοράς εργασίας συνέβαλαν στην αναποτελεσματική κατανομή της πλεονάζουσας ρευστότητας που υπήρχε τότε στην αγορά και στην πρόληψη της οικονομικής ανάπτυξης, με αποτέλεσμα την υπερθέρμανση και την έκρηξη της φούσκας των τιμών.

Ακόμη και πριν από την κρίση, ο Levine (2011) είχε επισημάνει ένα δίλημμα σχετικά με το εάν τα οικονομικά οδηγούν στην ανάπτυξη και εάν ναι, με ποιο τρόπο; Υπογράμμισε ότι τα οικονομικά προάγουν την οικονομική ανάπτυξη αυξάνοντας την αποδοτικότητα της κατανομής κεφαλαίων και όχι μόνο την απλή αύξηση των

επενδύσεων. Η συμβολή αυτού του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομική ανάπτυξη επεκτείνεται μετά την κρίση: «Η δημοσιονομική ρύθμιση δεν αφορά μόνο στην πρόληψη κρίσεων. Πρόκειται επίσης για την καλλιέργεια χρηματοπιστωτικών συστημάτων που παρέχουν υπηρεσίες προώθησης της ανάπτυξης». Σε ένα τέτοιο επιχειρηματικό περιβάλλον, η εισροή ξένου κεφαλαίου θα κατανεμηθεί πιο αποτελεσματικά και η διασπορά του κινδύνου θα είναι επαρκής.

Τα μη παραγωγικά κίνητρα αποφέρουν μακροπρόθεσμα μη παραγωγικά αποτελέσματα. Προκειμένου να μειωθούν τα εν λόγω κίνητρα, η ρύθμιση που προανατολίζεται στην πολιτική θα πρέπει να ενθαρρύνει την κατανομή των πόρων που αποσκοπούν σε επιχειρηματικές ιδέες και να αποθαρρύνει τη χρηματοδότηση σχεδίων με δυνητικά έκτακτα ενδεχόμενα έξοδα. Ένα οικονομικό σύστημα που στοχεύει στην ανάπτυξη και τη σταθερότητα, τονώνει τόσο την οικονομική ανάπτυξη όσο και την εθνική ανάπτυξη.

Προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί ο νομικός κίνδυνος κατά τη θέσπιση κανονισμών, δίνεται έμφαση όχι μόνο στην πρόληψη της αστάθειας αλλά και στη δημιουργία μιας βιώσιμης αναπτυξιακής πολιτικής βασισμένης στον ανταγωνισμό, την παραγωγικότητα, την καινοτομία και τη συνολική επιχειρηματική ανάπτυξη. Μια τέτοια επιλογή της οικονομικής πολιτικής συμβάλλει επίσης στη δημιουργία ενός σταθερού χρηματοπιστωτικού συστήματος που στρέφεται σε αναπτυξιακά κίνητρα. Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ως μακροοικονομική πραγματικότητα, προκύπτει από τη σταθερότητα και τη βιωσιμότητα των φορέων που ασκούν τις δραστηριότητές τους σε μια τέτοια αγορά. Μέσω του πρίσματος της μακροοικονομικής σταθερότητας, η προσέγγιση αυτή αντιμετωπίζει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα ως δημόσιο αγαθό που γίνεται είτε άμεσος είτε έμμεσος στόχος των οικονομικών πολιτικών.

Υπάρχει μια γενική συναίνεση μεταξύ των οικονομολόγων ότι, δεδομένης της απώλειας νομισματικής ανεξαρτησίας, η δημοσιονομική πολιτική στην Ευρωζώνη πρέπει να συμβάλει στην εξομάλυνση των επιπτώσεων των ασύμμετρων διαταραχών στην πραγματική παραγωγή και στον πληθωρισμό. Ωστόσο, υπάρχουν διαφωνίες σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να επιτευχθεί καλύτερα αυτό. Μια κρίσιμη συζήτηση είναι εάν τα μέλη μιας νομισματικής ένωσης αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο κενό ελλείμματος από χώρες που δεν μοιράζονται ένα νόμισμα. Όπως φάνηκε από τον Velasco (1999) και πιο πρόσφατα από τον Hallett (2008), όλες οι χώρες

αντιμετωπίζουν ένα κοινό πρόβλημα: οι πολιτικοί που εκπροσωπούν διαφορετικές ομάδες συμφερόντων ή γεωγραφικές περιοχές έχουν ελάχιστα κίνητρα να περιορίσουν τις δαπάνες τους. Ωστόσο, οι Poterba και von Hagen (1999), οι Beetsma και Uhlig (1999) και ο Eichengreen (2005) υποστηρίζουν ότι κάθε μέλος μιας νομισματικής ένωσης αντιμετωπίζει επίσης την ευκαιρία να ξεπεράσει τη βιώσιμη δημοσιονομική πολιτική άλλων μελών. Η κρίσιμη διαφορά είναι η αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Η Velasco υποστηρίζει ότι οι αγορές ομολόγων είναι αποτελεσματικές ακόμη και σε συνάλλαγμα, επειδή η ζήτηση των επενδυτών σε επιτόκια θα διαφοροποιήσει τις χώρες με ισχυρά και αδύναμα οικονομικά συστήματα. Από την άλλη πλευρά, οι Poterba και von Hagen υποστηρίζουν ότι οι αγορές θα αντιδράσουν στη βιωσιμότητα του νομίσματος και όχι στη χώρα. Ως αποτέλεσμα, μια χώρα με απειλητικά δημόσια οικονομικά αυξάνει τις αποδόσεις των ομολόγων για όλες τις χώρες μέλη. Πιο πρόσφατα, οι Charí και Kehoe (2007) διαπίστωσαν ότι τα όρια του χρέους και του ελλείμματος είναι ωφέλιμα για μια νομισματική ένωση μόνον εάν η νομισματική αρχή δεν μπορεί να δεσμευτεί για τις πολιτικές της. Με γνώμονα τη Γερμανία, το ΣΣΑ ήταν μια απάντηση στην ευρέως διαδεδομένη πεποίθηση ότι τα μέλη της Ευρωζώνης αντιμετωπίζουν πρόσθετες μεροληπτικές ελλείψεις.

Ακόμα και μεταξύ των ακαδημαϊκών που συμφωνούν ότι τα μέλη της Ευρωζώνης αντιμετωπίζουν πρόσθετες μεροληπτικές ελλείψεις, υπάρχει ξεχωριστή συζήτηση για τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να καταπολεμηθεί. Η μεροληψία του ελλείμματος είναι ένα εγχώριο ζήτημα επειδή είναι το αποτέλεσμα μιας δημοκρατικής διαδικασίας που δεν επιβάλλει πειθαρχία στις σημερινές γενιές σε βάρος των μελλοντικών γενεών στην ίδια χώρα (Wyplosz, 1999). Μπορεί να διορθωθεί σχετικά εύκολα σε εθνικό επίπεδο με την καθιέρωση δημοκρατικών πολιτικών θεσμών που θα επιβάλλουν δημοσιονομική πειθαρχία. Ωστόσο, λίγες χώρες της ΟΝΕ το έπραξαν. Η βιβλιογραφία, για παράδειγμα Alesina et al (2008), ο Dyson (2000) και ο Wyplosz (1999), διαφωνούν για το κατά πόσον η ΕΕ πρέπει να εισέλθει ή να επιβάλει δημοσιονομική πειθαρχία στα μέλη της όταν οι οικείοι εκλογείς τους αρνούνται να το πράξουν. Η παρέμβαση θα ωφελήσει ολόκληρη την ΟΝΕ, όπως περιγράφεται στην εισαγωγή, αλλά παραβιάζει την εθνική κυριαρχία.

Μπορεί να υπάρξει πολιτική αντίδραση, καθώς εάν η ΕΕ ενεργεί ως «καλοπροαίρετος δικτάτορας» - επιβάλλοντας εξωτερικούς περιορισμούς στα εγχώρια ζητήματα - οι εκλογείς θα θυμούνται και η ευρωπαϊκή ολοκλήρωση θα μπορούσε ενδεχομένως να τεθεί πίσω δεκαετίες (Alesina et al., 2008). Το ΣΣΑ είναι πολιτικά αμφισβητούμενο για 'αυτόν ακριβώς τον λόγο: επιβάλλει εξωτερικά δημοσιονομική πειθαρχία εις βάρος της εθνικής κυριαρχίας. Παρ 'όλα αυτά, οι συγγραφείς της πιο πρόσφατης λογοτεχνίας υποστήριξαν ακόμη μεγαλύτερους περιορισμούς στην εθνική κυριαρχία. οι von Hagen και Wyplosz (2008) υποστήριξαν ένα σύστημα συλλογικής ασφάλισης που ανακατανέμει εισόδημα μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης ως απάντηση σε ασύμμετρες κυκλικές διαταραχές.

Οι αντίπαλοι της δημοσιονομικής πειθαρχίας υποστηρίζουν επίσης ότι οι δημοσιονομικοί κανόνες του ΣΣΑ είναι υπερβολικά περιοριστικοί για να επιτρέψουν επαρκή ευελιξία της δημοσιονομικής πολιτικής. Οι υποστηρικτές της πειθαρχημένης δημοσιονομικής πολιτικής βασισμένης σε κανόνες, όπως οι Beetsma et al. (2004) και Artis και Buti (2000), επιμένουν ότι όσο ο προϋπολογισμός είναι πλεονασματικός ή σχεδόν ισοσκελισμένος, οι αυτόματοι σταθεροποιητές επαρκούν για την αντιμετώπιση των πιο πιθανών διαταραχών, καθιστώντας περιττές κρατικές δαπάνες. Άλλοι, όπως το Korckman (2001), ευνοούν πρόσθετους κανόνες για να περιορίσουν τις προκυκλικές αυξήσεις των δαπανών κατά τις περιόδους έντονης ανάπτυξης. Υποστηρίζουν ότι οι διακριτικές φορολογικές δαπάνες είναι ξεπερασμένες και πρέπει να αποφεύγονται. Αντίθετα, οι Canzoneri και Diba (2001) υποστηρίζουν ότι οι δημοσιονομικοί κανόνες αποτελούν περιττό και δαπανηρό «αλβατόρ» που εμποδίζει την αποτελεσματικότητα των πολιτικών σταθεροποίησης κατά του κύκλου και περιορίζει την ανάπτυξη.

Οι Eichengreen και Wyplosz (1998) προειδοποιούν επίσης για υπερβολικά περιοριστικούς δημοσιονομικούς κανόνες, αλλά για διαφορετικό λόγο. προτείνουν ότι μια μονομερής εστίαση της ευρωζώνης στη μείωση του ελλείμματος θα αποσπάσει την προσοχή από πιο πιεστικά ζητήματα, ήτοι τη μεταρρύθμιση της αγοράς εργασίας. Το ΣΣΑ δημιουργήθηκε τελικά επειδή οι περισσότεροι οικονομολόγοι της ΕΕ ευνοούν την πειθαρχημένη δημοσιονομική πολιτική υπό το πρίσμα των εξωτερικών συνεπειών που προκύπτουν από το ότι αποτελούν μέρος μιας νομισματικής ένωσης. Ωστόσο, η ύφεση του 2008/09 και η λαϊκή στήριξη για δαπάνες δημοσιονομικού

τόνου έχουν προκαλέσει όλο και μεγαλύτερη πρόκληση σε αυτή την υποστήριξη για "πειθαρχία".

Μια άλλη σημαντική συζήτηση αφορά το ιδανικό μακροπρόθεσμο επίπεδο δημόσιου χρέους. Μερικοί, όπως και οι Rostagno et al. (2001), υποστηρίζουν τη σταδιακή μακροχρόνια μείωση των επιπέδων δημόσιου χρέους στο μηδέν. Υποστηρίζουν ότι, ενώ υπάρχει ένα βραχυπρόθεσμο κόστος μείωσης του δημόσιου χρέους, τα μακροπρόθεσμα οφέλη θα είναι σημαντικά και θα επιτρέψουν την αυτοασφάλιση έναντι των ελλειμμάτων εισοδήματος σε περιόδους οικονομικής καταπόνησης. Άλλοι, όπως και ο Missale (2001), αμφισβητούν τα οφέλη από το μηδενικό χρέος και υποστηρίζουν ένα μακροπρόθεσμα σταθερό επίπεδο χρέους με βάση το χρηματοπιστωτικό σύστημα της κάθε χώρας. Δεδομένου ότι οι εθνικοί προϋπολογισμοί στο πλαίσιο του ΣΣΑ υποτίθεται ότι παραμένουν σχεδόν ισοσκελισμένοι, το ΣΣΑ προωθεί τη βαθμιαία μείωση του δημόσιου χρέους. Ωστόσο, τα αληθινά μακροπρόθεσμα οφέλη από τη σταδιακή μείωση του χρέους έχουν αντιμετωπιστεί όλο και περισσότερο καθώς ο πληθυσμός της ΕΕ γηράζει. Όλα τα προγράμματα ή οι μεταρρυθμίσεις που προσπαθούν να επιλύσουν τα προκύπτοντα προβλήματα δικαιοσύνης θα απαιτούσαν πιθανότατα αυξημένο δημόσιο χρέος, αλλά πολλοί, όπως και οι Beetsma και Debrun (2004) και Issing (2004) υποστηρίζουν ότι οι μακροπρόθεσμες επιπτώσεις της μη αντιμετώπισης αυτής της πρόκλησης θα μπορούσαν να έχουν πολύ πιο καταστροφικές συνέπειες.

Το ΣΣΑ δημιουργήθηκε προκειμένου να διασφαλιστεί ότι το πνεύμα δημοσιονομικής πειθαρχίας που προτάθηκε από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ ακολουθήθηκε και μετά την υιοθέτηση του ευρώ από τις χώρες. Συνεπώς, μεγάλο μέρος του αρχικού ΣΣΑ αποτελεί συνέχεια των διαδικασιών που περιγράφονται στη συνθήκη του Μάαστριχτ του 1992. Το άρθρο 104 της Συνθήκης ορίζει ότι «τα κράτη μέλη αποφεύγουν τα υπερβολικά ελλείμματα». Η δημοσιονομική πειθαρχία κρίνεται βάσει δύο κριτηρίων: «εάν ο λόγος του προβλεπόμενου ή του πραγματικού δημόσιου ελλείμματος προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν υπερβαίνει την τιμή αναφοράς» και «εάν το ποσοστό του δημόσιου χρέους προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν υπερβαίνει την τιμή αναφοράς, εκτός εάν ο δείκτης μειωθεί επαρκώς και πλησιάσει την τιμή αναφοράς με ικανοποιητικό ρυθμό».

Αυτές οι τιμές αναφοράς συμφωνήθηκαν να είναι 3 και 60 τοις εκατό στη Συνθήκη του Μάαστριχτ και να προσαρτηθούν στη Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Πριν από την υιοθέτηση του ευρώ, κάθε κράτος μέλος θα επιτύχει «τη βιωσιμότητα της δημοσιονομικής θέσης της κυβέρνησης. αυτό θα καταστεί προφανές από την επίτευξη δημοσιονομικής θέσης του δημοσίου χωρίς υπερβολικό έλλειμμα, όπως καθορίστηκε σύμφωνα με το άρθρο 104 Γ. «Το ΣΣΑ έχει μια διττή προσέγγιση για τον περιορισμό των υπερβολικών ελλειμμάτων: διαθέτει ένα προληπτικό σκέλος και ένα διορθωτικό σκέλος.

Ο προληπτικός βραχίονας χρησιμοποιεί «μαλακές» τακτικές: εξετάζει τις δημοσιονομικές θέσεις των κρατών μελών και ενθαρρύνει την πίεση των ομοτίμων έναντι των κακών επιδόσεων. Για το σκοπό αυτό, οι χώρες πρέπει να υποβάλλουν ετησίως τα Προγράμματα Σταθερότητας και Σύγκλισης, τα οποία αναφέρουν λεπτομερώς τον μεσοπρόθεσμο στόχο τους (ΜΔΣ) για τη δημοσιονομική πολιτική και τον τρόπο επίτευξής τους. Συγκεκριμένα, το ΣΣΑ ορίζει ότι ο ΜΔΣ είναι ένας «σχεδόν ισοσκελισμένος ή πλεονασματικός» προϋπολογισμός. Η Επιτροπή και το Συμβούλιο ECOFIN εξετάζουν τα προγράμματα σταθερότητας και μπορούν να επιλέξουν να δημοσιοποιήσουν τη γνώμη τους. Πιο επίσημα, υπάρχει επίσης μια «συσκευή έγκαιρης προειδοποίησης», βάσει της οποίας το Συμβούλιο μπορεί να συστήσει σε ένα κράτος μέλος, το οποίο πιστεύει ότι κινδυνεύει να εκτελέσει υπερβολικό έλλειμμα, να διορθώσει την επισφαλή δημοσιονομική του θέση. Η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος του ΣΣΑ επιτρέπει εξαιρετικές περιστάσεις εάν η χώρα παρουσιάσει πτώση του πραγματικού ΑΕΠ τουλάχιστον κατά 2%. εάν η κάμψη είναι μακροχρόνια ή απότομη, η πτώση του πραγματικού ΑΕΠ μεταξύ 0,75 και 2% μπορεί επίσης να θεωρηθεί εξαιρετική.

Αντίθετα, ο διορθωτικός βραχίονας είναι αυστηρός, επίσημος και έχει σχεδιαστεί για να ενισχύσει τη δημοσιονομική πειθαρχία. Εκτός αν υπάρχουν εξαιρετικές περιστάσεις όπως περιγράφονται παραπάνω, το υπερβολικό έλλειμμα πρέπει να διορθωθεί εντός του έτους που ακολουθεί τον προσδιορισμό του. Εάν το Συμβούλιο πιστεύει ότι το κράτος μέλος δεν σημειώνει ικανοποιητική πρόοδο, μπορεί να ειδοποιήσει το κράτος μέλος να λάβει μέτρα για τη μείωση του ελλείμματος. Σε περίπτωση συνεχούς μη συμμόρφωσης, το Συμβούλιο έχει δέκα μήνες από την ημερομηνία κατά την οποία δήλωσε για πρώτη φορά το υπερβολικό έλλειμμα για την έκδοση κυρώσεων, γεγονός που θα απαιτούσε κατά το πρώτο έτος μη καταβλητέα

κατάθεση και πρόστιμο κατά το δεύτερο. Ουσιαστικά, οι διαδικασίες στον διορθωτικό βραχίονα δεν είναι αυτόματες. Οι αποφάσεις του Συμβουλίου πρέπει να εγκριθούν με ειδική πλειοψηφία βάσει της σύστασης της Επιτροπής.

Ενώ το ΣΣΑ ήταν επιτυχές στην αρχή, επικρίθηκε το γεγονός ότι ο αριθμός των χωρών που διατηρούν προϋπολογισμούς με υπερβολικά ελλείμματα αυξήθηκε κάθε χρόνο. Το ΣΣΑ επίσης έχασε σημαντική αξιοπιστία το 2003. Στις 25 Νοεμβρίου 2003, το Συμβούλιο αναγνώρισε ότι η Γαλλία και η Γερμανία είχαν υπερβολικά ελλείμματα, αλλά στη συνέχεια ανέστειλε τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (EDP) αρνούμενη να εκδώσει σύσταση με προθεσμία. Εάν το Συμβούλιο είχε ειδοποιήσει και εξέδωσε σύσταση, η Γερμανία και η Γαλλία θα είχαν υποστεί κυρώσεις εάν δεν τήρησαν την προθεσμία. Στην απόφασή τους, το Συμβούλιο ισχυρίστηκε ότι, επειδή η Γερμανία και η Γαλλία υποσχέθηκαν να διορθώσουν το έλλειμμα τους, οι περαιτέρω διατυπώσεις EDP ήταν περιττές. Η Γερμανία, η Γαλλία, η Ιταλία και η Πορτογαλία, όλες οι μεγάλες χώρες με ελλείμματα, ψήφισαν κατά της συνεχιζόμενης διεύρυνσης, οδηγώντας ορισμένους, όπως οι Cartenaro και Morris (2008), να υποθέσουν ότι η απόφαση ήταν καθαρά πολιτική.

Η Επιτροπή αμφισβήτησε αμέσως την απόφαση του Συμβουλίου ενώπιον του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου. Στην απόφαση της 13ης Ιουλίου 2004 επί της υποθέσεως C-27/04 της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων κατά του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το δικαστήριο ακύρωσε τα συμπεράσματα του Συμβουλίου με τα οποία ανέτρεψαν την αναστολή της ΔΥΕ. Ωστόσο, αυτή ήταν μόνο μια μικρή νίκη για την Επιτροπή. Στην απόφασή τους, το ΔΕΚ αναγνώρισε την ικανότητα του Συμβουλίου να αναστέλλει ή να καθυστερεί *de facto* τους κανόνες, ακύρωσαν την απόφαση του Συμβουλίου διότι είχαν χρησιμοποιήσει την εσφαλμένη διαδικασία για να λάβουν την απόφασή τους. Έτσι, το ΣΣΑ έπρεπε να μεταρρυθμιστεί προκειμένου να ανακτήσει την πολιτική του αξιοπιστία.

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση έχει υπενθυμίσει στην Ευρωζώνη γιατί η δημοσιονομική πειθαρχία είναι τόσο σημαντική. Έχει επίσης αποδείξει ότι οι αγορές από μόνες τους είναι ανεπαρκείς για την επιβολή κυρώσεων για δημοσιονομική ακεραιότητα. Η αγορά τιμωρεί την Ελλάδα για το αυξανόμενο έλλειμμα και το χρέος της με ασυνεχές τρόπο, αλλά αργά. Μέχρι να αυξηθούν τα ασφάλιστρα ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης για να αντανakλούν την επισφαλή κατάσταση της Ελλάδας, τα



επίπεδα χρέους ήταν ήδη μη βιώσιμα χωρίς εξωτερική βοήθεια. Ενώ η μνήμη της ελληνικής κρίσης παραμένει ισχυρή, το ΣΣΑ πρέπει να μεταρρυθμιστεί ξανά. Προς το συμφέρον του χρόνου και της πολιτικής σκοπιμότητας, οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα πρέπει να αντιμετωπίσουν ιδανικά τις κυριότερες αδυναμίες του συμφώνου χωρίς να απαιτείται αλλαγή της Συνθήκης. Όπως αποδείχθηκε νωρίτερα, οι σημαντικότεροι περιορισμοί του Συμφώνου είναι η συνεχιζόμενη αδυναμία του να προωθήσει την αντικυκλική συμπεριφορά κατά τη διάρκεια των περιόδων άνθησης και η τάση του να επικεντρωθεί εξ ολοκλήρου στα δημόσια οικονομικά.

Η φιλοκυκλική δημοσιονομική πολιτική είναι ανεπιθύμητη. Επιδεινώνει την αστάθεια του επιχειρηματικού κύκλου, πράγμα που αποβαίνει εις βάρος της δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Η αύξηση των δαπανών κατά τη διάρκεια των βραχιόνων ενδέχεται να απαιτήσει δημοσιονομικό περιορισμό κατά τη διάρκεια της ύφεσης, δηλ. Περισσότερη φιλοκυκλική συμπεριφορά. Η Ευρωζώνη το 2010 είναι ένα παράδειγμα. Υπάρχουν εμπειρικές ενδείξεις για μια αντίστροφη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας και της ανάπτυξης. Οι Fatas και Mihov (2003) εκτιμούν ότι η μείωση της πολιτικής μεταβλητότητας κατά ένα τοις εκατό (η τυπική απόκλιση των κυκλικά προσαρμοσμένων κυβερνητικών δαπανών) οδηγεί σε πτώση της μεταβλητότητας της παραγωγής παρόμοιου μεγέθους. Η βιβλιογραφία δείχνει ότι με την αύξηση της αβεβαιότητας, η υψηλή μεταβλητότητα μειώνει τις επενδύσεις κεφαλαίου και τον σχηματισμό ανθρώπινου κεφαλαίου. Οι επενδύσεις αποθαρρύνονται επειδή η μεγαλύτερη μεταβλητότητα μπορεί να αυξήσει την αποστροφή κινδύνου (Bernanke, 1983). Σύμφωνα με τους Kose et al. (2005), αυτό το φαινόμενο είναι σημαντικό: οι Kose et al., διαπίστωσαν ότι η αύξηση της μεταβλητότητας της παραγωγής κατά ένα τοις εκατό μπορεί να μειώσει την οικονομική ανάπτυξη κατά το ίδιο ποσό.

Ενώ τα αποδεικτικά στοιχεία δείχνουν έτσι τις επιζήμιες συνέπειες της φιλοκυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής, υπάρχει διαφωνία ως προς το κατά πόσον οι δημοσιονομικοί κανόνες επηρεάζουν ή όχι τη διαφορά. Χρησιμοποιώντας παλινδρομήσεις σε διατομές, οι von Hagen και Harden (1995) διαπίστωσαν ότι οι χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ με αυστηρότερους δημοσιονομικούς κανόνες συνδέονται με χαμηλότερα κυβερνητικά ελλείμματα και δανεισμό. Τα αποτελέσματά τους ήταν ιδιαίτερα σημαντικά όταν η χώρα μέλος χρησιμοποίησε διαδικασίες - σε αντίθεση με τους αριθμητικούς στόχους - ως δημοσιονομικό κανόνα. Ομοίως, οι Gleich (2003) και Flic και Scartascini (2004) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η παρουσία

δημοσιονομικών κανόνων και δημοσιονομικών διαδικασιών επηρεάζει τα δημοσιονομικά αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, θεωρούν ότι η ύπαρξη μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών πλαισίων είναι ιδιαίτερα σημαντική. Τέλος, ο Hameed (2005) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι χώρες με πιο διαφανείς δημοσιονομικές πρακτικές είναι λιγότερο φιλοκυκλικές. Ωστόσο, αυτό δεν αποδεικνύει την αιτιότητα.

Οι χώρες μπορούν να υιοθετήσουν καλά θεσμικά όργανα προϋπολογισμού λόγω της πολιτιστικής τους εκτίμησης για δημοσιονομική πειθαρχία. Αυτό θα δημιουργούσε μια μεροληψία ενδογενείας σε εμπειρικές μελέτες που προσπαθούν να συσχετίσουν τα δημοσιονομικά αποτελέσματα με τους θεσμικούς παράγοντες. Ο Manasse (2005) διαπίστωσε ότι οι δημοσιονομικοί κανόνες τείνουν να μειώνουν κατά μέσο όρο τη μεροληψία του ελλείμματος μόνο όταν δεν λαμβάνεται υπόψη η ποιότητα των ιδρυμάτων. Παρ' όλα αυτά, υπάρχει ευρεία συναίνεση ότι οι καλά σχεδιασμένοι δημοσιονομικοί κανόνες έχουν τη δυνατότητα να βελτιώσουν τη δημοσιονομική πειθαρχία.

Οι δημοσιονομικοί κανόνες πρέπει να προσπαθήσουν να μεγιστοποιήσουν την αξιοπιστία της κυβέρνησης, ελαχιστοποιώντας ταυτόχρονα την απώλεια ευελιξίας που προκύπτει. Οι δύο πιο σημαντικές ιδιότητες ενός επιθυμητού δημοσιονομικού κανόνα είναι ότι πρώτα έχει σαφή και διαφανή βέλτιστο προϋπολογισμό και δεύτερον ότι ενισχύει το κόστος της κυβέρνησης να απομακρυνθεί από αυτή την ιδανική δημοσιονομική στάση (von Hagen et al., 2001). Υπάρχουν δύο βασικές μέθοδοι για την επίτευξη αυτού του στόχου. Η πρώτη μέθοδος βασίζεται σε αριθμητικούς κανόνες, το δεύτερο ευνοεί τους διαδικαστικούς κανόνες. Οι αριθμητικοί κανόνες θεσπίζουν κάποιο σκληρό όριο για τα ελλείμματα του δημόσιου προϋπολογισμού. Δυστυχώς, μπορεί να τείνουν να αυξάνουν την φιλοκυκλική συμπεριφορά, υποδεικνύοντας ένα αποδεκτό επίπεδο ελλείμματος κατά τους χρόνους άνθησης και περιορίζοντας τη φορολογική διακριτική ευχέρεια κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Οι διαδικαστικοί κανόνες θεσπίζουν αυστηρές απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων και διαφάνειας, προκειμένου να μεγιστοποιηθεί το κόστος της φήμης για την παρέκκλιση από τον ιδανικό προϋπολογισμό.

Έχουν ένα ελάχιστο όριο στις διακριτικές δαπάνες, αλλά η αποτελεσματικότητά τους ποικίλλει. Οι χώρες με ιστορικό υπερβολικών ελλειμμάτων συχνά επηρεάζονται ελάχιστα από το πρόσθετο κόστος φήμης. Το ΣΣΑ είναι ένα μείγμα των δύο. Οι τιμές

αναφοράς για το έλλειμμα και το χρέος είναι αριθμητικοί κανόνες, ενώ η εφαρμογή σχεδόν βασίζεται αποκλειστικά στην πολιτική δέσμευση και το κόστος της φήμης.

Στη Φινλανδία, η κεντρική κυβέρνηση χρησιμοποιεί ανώτατο όριο δαπανών που καθορίζεται ετησίως για περίοδο τεσσάρων ετών. Τα ανώτατα όρια καθορίζονται με στόχο την επίτευξη διαρθρωτικού πλεονάσματος. Για να επιτευχθεί αυτό, τα ανώτατα όρια καθορίζονται σε πραγματικούς όρους, ονομαστικούς όρους και στο πλαίσιο του ετήσιου προϋπολογισμού κάθε έτους. Πρόσφατα, οι τόκοι και τα κυκλικά ευαίσθητα στοιχεία εξαιρέθηκαν από τον προϋπολογισμό. Ομοίως, οι Κάτω Χώρες χρησιμοποιούν επίσης ένα ανώτατο όριο δαπανών που καθορίζει το ανώτατο όριο σε πραγματικούς όρους, καθαρό από τα έσοδα μη τέλους για μια περίοδο τεσσάρων ετών. Κάθε χρόνο, το ανώτατο όριο μετατρέπεται σε ετήσιο προϋπολογισμό χρησιμοποιώντας τον προβλεπόμενο αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Σε περίπτωση απροσδόκητων δαπανών, η Ολλανδία δημιούργησε ένα αποθεματικό ταμείο. Τέλος, η Ισπανία ψήφισε το νόμο για τον προϋπολογισμό και τη σταθερότητα το 2001 που τέθηκε σε ισχύ το 2003. Εκτός εάν το κοινοβούλιο συμφωνήσει ότι υπάρχουν «εξαιρετικές περιστάσεις», η Ισπανία πρέπει να διαθέτει ισορροπημένο ή πλεονασματικό προϋπολογισμό. Οι δημοσιονομικοί στόχοι ορίζονται για κυλιόμενες τριετείς περιόδους. Νέο χρέος μπορεί να χορηγηθεί μόνο για τη χρηματοδότηση κεφαλαιουχικών δαπανών.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΠΕΙΘΑΡΧΙΑ ΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΩΝ**

Ένα μακροχρόνιο ερευνητικό ζήτημα στη διεθνή και συγκριτική πολιτική οικονομία αφορά τη σχέση μεταξύ των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών και των κυβερνητικών πολιτικών. Πόση δύναμη ασκούν οι χρηματοπιστωτικές αγορές σε σχέση με τα αποτελέσματα της πολιτικής; Είναι οι κυβερνήσεις οι «κύριοι των αγορών» ή οι αγορές πρέπει να λαμβάνονται ως «κύριοι των κυβερνήσεων των κρατών» (Strange 1996: 4); Αν και το ερώτημα αυτό έχει προσελκύσει μεγάλη προσοχή κατά τη διάρκεια της Κρίσης του Κυβερνητικού Χρέους της Ευρωζώνης, το επιστημονικό ενδιαφέρον για τη δυναμική της πειθαρχίας της αγοράς προηγείται των σημερινών δεινών της Ευρωζώνης. Η αύξηση της επιστημονικής προσοχής κατά την τελευταία δεκαετία προκλήθηκε από συγκριτικά πρόσφατες εξελίξεις, όπως η χρηματοπιστωτική παγκοσμιοποίηση, ο σχεδιασμός σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων και η αυξανόμενη χρηματιστικοποίηση των αγορών κρατικών ομολόγων. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα στο πλαίσιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Η εισαγωγή του ευρώ εξάλειψε τους συναλλαγματικούς κινδύνους μεταξύ των νομισμάτων των συμμετεχόντων κρατών μελών και με τον τρόπο αυτό οδήγησε σε μια πολύ πιο ολοκληρωμένη αγορά δημόσιου χρέους. Επιπλέον, ενόψει των

αυξανόμενων επιπέδων χρέους και των δημοσίων ελλειμμάτων, η ευρωπαϊκή νομισματική ολοκλήρωση προκάλεσε ερωτήματα ως προς το ρόλο που ενδεχομένως να διαδραματίσουν οι πιστωτές των χρηματοπιστωτικών αγορών για την επίτευξη δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Μια απάντηση δείχνει την υπόθεση πειθαρχίας της αγοράς (βλ. Bishop 1992, Lane 1993). Από την εποχή μετά το Bretton Woods, η πειθαρχία της αγοράς θεωρήθηκε ως μια δύναμη δημοσιονομικής σύνεσης, με τους υπερασπιστές να επικροτούν τον τρόπο με τον οποίο οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές θα πειθαρχούν την κυβερνητική πολιτική και θα αναγκάσουν τα κράτη να υιοθετήσουν πιο συντηρητικά, προγράμματα (Helleiner 1995: 324). Η υπόθεση της πειθαρχίας της αγοράς εξαρτάται από την ανταπόκριση τόσο των χρηματοπιστωτικών αγορών όσο και των εθνικών φορέων χάραξης πολιτικής. Αφενός, οι χρηματοπιστωτικές αγορές πρέπει να αντιδρούν στις αλλαγές της δημοσιονομικής πολιτικής. Από την άλλη πλευρά, οι οφειλέτες πρέπει να ανταποκρίνονται στην τιμωρία της αγοράς (κόστος εξυπηρέτησης του χρέους). Η πειθαρχία της αγοράς ορίζεται ως η αμοιβαία ανταπόκριση των χρηματοπιστωτικών αγορών και των κρατικών δανειοληπτών.

Ενώ οι εμπειρικές μελέτες της πρώτης πτυχής της υπόθεσης πειθαρχίας της αγοράς (απόκριση στην αγορά) είναι άφθονοι, η πλευρά της (ανταπόκριση της κυβέρνησης) έχει παραμεληθεί ευρέως. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία τείνει να επιβεβαιώσει ότι οι αγορές πειθαρχίζουν τις κυβερνήσεις, χωρίς να υπολογίζουν εάν οι αγορές τιμωρίας των επιτοκίων επιβάλλουν, στην πραγματικότητα έχουν την υποτιθέμενη και «επιθυμητή» επίδραση στην κυβερνητική πολιτική. Ωστόσο, η ανταπόκριση της κυβέρνησης είναι καθοριστική. Οι κυρώσεις επιτοκίου μπορούν να προκαλέσουν σημαντικές μακροοικονομικές συνέπειες. Τα υψηλότερα επιτόκια των κρατικών ομολόγων δεν οδηγούν μόνο σε επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης, αλλά συνήθως σε υψηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια στην υπόλοιπη οικονομία, με ενδεχόμενες διαταραχές στις αποφάσεις για επενδύσεις και κατανάλωση (Gros 2012). Στην Ελλάδα και την Πορτογαλία, η κρίση του κρατικού χρέους έχει επίσης τροφοδοτήσει μια τραπεζική κρίση, όπου οι εγχώριες τράπεζες ήταν οι κύριοι επενδυτές στην εγχώρια αγορά κρατικών ομολόγων. Η πτώση της αγοραίας αξίας των ομολόγων της κυβέρνησής τους είχε άμεσο αντίκτυπο στο κεφάλαιο των τραπεζών και οδήγησε σε πτώση των τιμών των μετοχών και διεύρυνση των περιθωρίων πιστωτικής υπερημερίας στις οποίες οι τράπεζες αντέδρασαν τελικά αρνούμενοι να

παρέχουν σε άλλες τράπεζες διατραπεζική ρευστότητα (de Grauwe 2011). Οι εγχώριες τράπεζες αντιμετωπίζουν περαιτέρω προβλήματα χρηματοδότησης, καθώς η εγχώρια ρευστότητα μειώνεται και μειώνεται ο δανεισμός στην πραγματική οικονομία. Αυτές οι πραγματικές οικονομικές απώλειες προσθέτουν έτσι στη δημοσιονομική επιβάρυνση υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης. Σύμφωνα με τους Favero et al. (2000: 2) αν η τιμωρία στην αγορά θέτει σε κίνδυνο τη φερεγγυότητα μιας χώρας, τότε ο ρόλος των spread spreads στα εθνικά ομόλογα ως μια διάταξη δημοσιονομικής πειθαρχίας είναι σημαντικά εξασθενημένος. Παρόμοια με τη Lane (1993), ο Hallerberg (2011) υποστηρίζει ότι οι πληθυσμοί πρέπει να ερμηνεύσουν την πειθαρχία της αγοράς ως ένδειξη για την αρμοδιότητα της κυβέρνησής τους και να τιμωρήσουν τις κυβερνήσεις που αντιμετωπίζουν πίεση στην αγορά. Αυτή η τιμωρία θα μπορούσε να προκαλέσει αυτό που η Lane (1993) θεωρεί το τέταρτο κριτήριο της πειθαρχίας της αγοράς, δηλαδή την ανταπόκριση των κυβερνήσεων. Για να λειτουργήσει η πειθαρχία της αγοράς, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής πρέπει να ανταποκριθούν, ελπίζοντας να αποφύγουν τις συνεχώς αυξανόμενες κυρώσεις επιτοκίου, πριν από το υψηλό επίπεδο του χρέους, καθώς ο αυξανόμενος κίνδυνος ανατροπής καθίσταται μη βιώσιμος. Εάν όχι, η τιμωρία στην αγορά κινδυνεύει να μετατραπεί σε φοροδιαφυγή, επιδεινώνοντας την ίδια την ασθένεια που υποτίθεται ότι θεραπεύει.

Η πειθαρχία της αγοράς θεωρήθηκε και εξακολουθεί να θεωρείται βασικό στοιχείο για τη λειτουργία της ONE (Padoa-Schioppa 2002, Cœuré 2013). Παρόλο που τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης μπορούν να εκδίδουν χρέη αυτοδικαίως, είναι περιορισμένα στις επιλογές πολιτικής τους ενόψει οικονομικών δυσχερειών, επειδή δεν είναι πλέον υπεύθυνοι για τη νομισματική πολιτική. Αυτό οδήγησε σε έναν από τους «ιδρυτικούς φόβους» της ONE, δηλαδή ότι οι κυβερνήσεις θα επιδιώκουν είτε τη νομισματική αποταμίευση από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είτε τη δημοσιονομική διάσωση από άλλα κράτη μέλη (Ravasio και Ohly 1997: 480, Cafruny και Ryner 2007: 151). Η πειθαρχία της αγοράς θεωρήθηκε ότι συνέβαλε στον δημοσιονομικό περιορισμό της ONE σύμφωνα με τα όσα προβλέπει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ), η απαγόρευση της νομισματικής χρηματοδότησης, η απαγόρευση της προνομιακής πρόσβασης του δημόσιου τομέα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και η ρήτρα «χωρίς διάσωση» εξασφαλίζω; «στον βαθμό που η πειθαρχία που επιβάλλεται από την αγορά οδηγεί σε πιο συνετές

δημοσιονομικές πολιτικές και συμβάλλει στην πρόληψη των χρηματοπιστωτικών κρίσεων [...], προστατεύει τους πολίτες από το να πληρώσουν για τις προκλήσεις των κυβερνήσεων άλλων κρατών» (Schuknecht et al., 2009, 371). Πράγματι, η ανικανότητα του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης να πειθαρχήσει τα δημοσιονομικά άθλια κράτη οδήγησε τους Artis και Corsetti (2005) να υποδείξουν ότι η ΕΕ «ίσως χρειαστεί να κοιτάξει προς την αγορά για να επιβάλει κυρώσεις στους αδιάλλακτους οφειλέτες».

Η ιδέα ότι οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής μπορούν να «αξιοποιήσουν πόρους εκτός του δημόσιου τομέα για την προώθηση της δημόσιας πολιτικής» (Grabosky 1995) δεν είναι ξεχωριστό για το έργο της ONE. Ο ρόλος του πειθαρχικού νεοφιλελευθερισμού έχει προωθηθεί στα πλαίσια πολιτικής της παγκοσμιοποίησης και είναι ανάλογος όχι μόνο με τις συμφωνίες του Μάαστριχτ και της ONE, αλλά με την ευρύτερη προοπτική της Συναίνεσης της Ουάσιγκτον (βλέπε Babb 2013). Ο πειθαρχικός νεοφιλελευθερισμός, σύμφωνα με τον Gill (1998: 6), φιλοδοξεί έναν κόσμο στον οποίο οι πράξεις των κυβερνήσεων, καθώς και οι επιχειρήσεις και οι εργαζόμενοι, είναι εσωτερικά και εξωτερικά πειθαρχημένες από τις δυνάμεις της αγοράς ή διαφορετικά, από τη δύναμη του κεφαλαίου ».5 Η βασική αρχή για να μετατραπεί η πειθαρχία της αγοράς σε « σπαθί για να επιτεθεί σε εξευτελιστικές κυβερνήσεις »(Dyson and Featherstone 1999: 674) διατήρησε την απόκριση τόσο στους διαμορφωτές πολιτικής όσο και στους ακαδημαϊκούς κύκλους. Στην έρευνα του 263 τυχαίως επιλεγμένων οικονομολόγων από τα 150 κορυφαία ακαδημαϊκά τμήματα του κόσμου, ο Chwioroth (2009: 94) διαπιστώνει ότι η πλειοψηφία των ερωτηθέντων οικονομολόγων (69%) απέρριψε την πρόταση ότι οι κυβερνήσεις πρέπει να απομονώνονται από την πειθαρχία της αγοράς . Μέσα από την ασιατική χρηματοπιστωτική κρίση, ο Michel Camdessus (1997), τότε Διευθύνων Σύμβουλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), επέμεινε ότι «οι χώρες δεν μπορούν να ανταγωνιστούν για τις ευλογίες των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών και να αρνηθούν την πειθαρχία τους». Η Παγκόσμια Οικονομική Έκθεση του ΔΝΤ, το 1997, παρότρυνε τις κρίσεις στους ευρωπαϊκούς μηχανισμούς συναλλαγματικών ισοτιμιών το 1992 και το 1993 ως παράδειγμα ότι «οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές μπορούν να χρησιμεύσουν στην« πειθαρχία »των κυβερνήσεων (είτε αυξάνοντας τα ασφάλιστρα υπερημερίας είτε ), ενθαρρύνοντας την υιοθέτηση των κατάλληλων πολιτικών »(Gill 1998: 15).

Στο πλαίσιο της ONE, η πειθαρχία της αγοράς, όπως λέει ο πρώην πρόεδρος της ΕΚΤ Duisenberg (2000), παρουσιάζεται ως «προσφέροντας ένα υγιές κίνητρο για την επιδίωξη των σωστών πολιτικών». Προκειμένου να προωθηθούν οι «κατάλληλες» αλλαγές πολιτικής, θεωρήθηκε ότι η πειθαρχία της αγοράς ξεπέρασε την ενοχλητική γεωγραφία του ευρώ, όπως χαρακτηρίζεται από τη Θεωρία των Βέλτιστων Νομισματικών Περιοχών του Mundell (1961) .6 Σύμφωνα με τη μονεταριστική σχολή ενδογενούς σύγκλισης, η νομισματική ένωση έπρεπε να διευκολυνθεί από τους διορθωτικούς μηχανισμούς της πειθαρχίας της αγοράς για την αντιμετώπιση των αποκλίσεων (Pisani-Ferry 2014: 22). Επομένως, ο πειθαρχικός νεοφιλελευθερισμός παρουσίασε μια λύση στις αντιρρήσεις της «Βέλτιστης Νομισματικής Περιοχής» κατά της νομισματικής ολοκλήρωσης (Snaith 2013: 193). Αυτή η ενδογενής αλλαγή που επιφέρουν οι δυνάμεις της αγοράς υποστηρίζεται επίσης από τα «μνημόνια συμφωνίας» για την Ελλάδα και την Ιρλανδία, τα οποία επιβάλλουν ένα ευρύ φάσμα απελευθερωτικών «διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων» (Scharpf 2013). Η πολιτική ελκυστικότητα των λύσεων που καθοδηγούνται από την αγορά έχει επιζήσει από την πρόσφατη οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση που δεν έχει πληγεί (Best 2010: 40). Σε αντίθεση με την εκτίμηση του Baker (2013) για το τι αποκαλεί «η νέα συναίνεση της Βασιλείας» για τη δημοσιονομική ρύθμιση, η πειθαρχία της αγοράς εξακολουθεί να βρίσκεται στο επίκεντρο του συντονισμού της δημοσιονομικής πολιτικής της ΕΕ.

Η πειθαρχία της αγοράς περιορίζεται τακτικά από την ανταπόκριση των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές στις δημόσιες πολιτικές. Πολλές μελέτες εξέτασαν λεπτομερώς την επίπτωση των ελλειμμάτων και των επιπέδων του χρέους σε δείκτες κινδύνου κρατικών ομολόγων. Σε αυτή τη βιβλιογραφία, τα αποτελέσματα της δημοσιονομικής πολιτικής διαμορφώνονται ως καθοριστικοί παράγοντες για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, τις αποδόσεις των ομολόγων (είτε απόλυτες αποδόσεις είτε περιθώρια σε ένα μηδενικό επιτόκιο αναφοράς κινδύνου. Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών καταδεικνύει τη σημαντική ανταπόκριση της αγοράς στην «υπερβολική» δημοσιονομική πολιτική στις αναπτυσσόμενες χώρες (Edwards 1984, Gelos et al., 2011), στις αναδύμενες αγορές (Min 1998, Ferrucci 2003), σε προηγμένες οικονομίες (Alesina et al. 1992, Ardagna 2009) και τα κράτη μέλη της ONE (Lonning 2000, Maltritz 2012).



Η φερόμενη έλλειψη ανταπόκρισης στην αγορά που οδηγεί στον ηθικό κίνδυνο των οφειλετών έχει κατηγορηθεί ευρέως ως ο κύριος ένοχος της ευρωπαϊκής κρίσης του κρατικού χρέους. Η αφήγηση Wójcik και Fahrholz (2011) είναι αντιπροσωπευτική της συμβατικής - και όπως ισχυριζόμαστε ατελείωτης - σοφίας:

Στο οικονομικό άκρο, [...] οι αγορές ανέλαβαν για πολλά χρόνια πολύ μεγάλους κινδύνους, αντιμετωπίζοντας, για παράδειγμα, τα ελληνικά και τα γερμανικά ομόλογα κατά τον ίδιο τρόπο. Αυτό οδήγησε σε μείωση της πειθαρχίας της αγοράς [...] η οποία με τη σειρά της οδήγησε χώρες όπως η Ελλάδα να επιδοθούν σε υπερβολικές δημοσιονομικές δαπάνες.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (COM 2011: 7) εξέφρασε την απογοήτευσή της για την «ασυνέπεια» της ανταπόκρισης στην αγορά στα κράτη μέλη της Ευρωζώνης ως «αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό της περιόδου από την έναρξη του ευρώ». Αυτή η ασυνέπεια έχει πιστοποιηθεί άμεσα στη νομισματική ένωση. Οι Arghyrou και Krontonikas (2011) υποστηρίζουν την πρόταση για το «εμπόριο σύγκλισης» για την περίοδο πριν από το 2007, σύμφωνα με την οποία οι συμμετέχοντες στην αγορά υιοθέτησαν το βέλτιστο σενάριο της πλήρους σύγκλισης με τα βασικά γερμανικά, ακόμη και για χώρες με σαφή επιδείνωση της μακροοικονομικής τους κατάστασης - βασικές αρχές. Bernoth et al. (2004) βεβαιώνουν ότι το ασφάλιστρο κινδύνου ρευστότητας, το οποίο αντανάκλα τον κίνδυνο να μην είναι σε θέση ο επενδυτής να ρευστοποιήσει την επένδυσή του μέσα σε μια αναμενόμενη χρονική περίοδο, μειώθηκε με την ένταξη στην ONE (βλ. Επίσης Faini 2006).

Αυτό δείχνει ότι «οι αγορές ενδέχεται να προβλέψουν δημοσιονομική στήριξη στις χώρες της ONE που αντιμετωπίζουν οικονομική δυσπραγία» (Bernoth et al., 2004: 18, βλέπε επίσης Talani 2004: 128, Pisani-Ferry 2014: 68). Η αποδοχή μιας συμφωνίας μη διάσωσης θεωρείται θεμελιώδης προϋπόθεση για την αποτελεσματική λειτουργία της πειθαρχίας της αγοράς και για την αποφυγή του ηθικού κινδύνου των επενδυτών<sup>9</sup>: «Οι αγορές δεν πρέπει να προβλέπουν ότι ο παραβατικός δανειολήπτης θα διαφυλαχθεί» (Lane 1993: 54). Επομένως, η έλλειψη μιας αξιόπιστης δέσμευσης διάσωσης δεν έχει ως αποτέλεσμα να έχει μειώσει την ανταπόκριση της αγοράς σε διαφορετικά χαρακτηριστικά κινδύνου κυριαρχίας στην ευρωζώνη. Όπως λέει ο Larry Summers (2011), πρώην διευθυντής του Εθνικού Οικονομικού Συμβουλίου των

ΗΠΑ, «είναι πλέον σαφές ότι η πειθαρχία της αγοράς εντός της νομισματικής ένωσης είναι ανεπαρκώς ισχυρή και αξιόπιστη για να εξασφαλίσει υγιή χρηματοδότηση».

Η συμβατική σοφία της αποτυχίας της πειθαρχίας της αγοράς είναι ελλιπής, αν όχι εσφαλμένη. Πρώτον, το πορτρέτο του Wójcik και Fahrholz (2011) για μια μείωση της ανταπόκρισης στην αγορά που οδήγησε «χώρες όπως η Ελλάδα να επιδοθούν σε υπερβολικές δημοσιονομικές δαπάνες» είναι προβληματική. αφήνεται να αναρωτηθούμε ποιες χώρες εκτός από την Ελλάδα έχουν οι συντάκτες στο μυαλό. Υπάρχει αυξανόμενη συναίνεση ότι ούτε η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ούτε η ευρύτερη κρίση κρατικού χρέους μπορούν να αποτελέσουν μια προειδοποιητική ιστορία της φαινομενικής φθοράς (Armington και Baccaro 2012, Blyth 2013. Η απότομη επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών και των όρων δανεισμού δεν προκλήθηκε από τους υπεύθυνους για τη χάραξη πολιτικής επέτρεψαν τη διαχείριση των ελλειμμάτων για να κάμψουν τις εκλογικές ευνοϊκές βάσεις, αλλά ήταν αποτέλεσμα του «σημαντικού δημοσιονομικού κόστους μέσω ενός συνδυασμού διαφυγών στο χρηματοπιστωτικό τομέα, της απώλειας εσόδων λόγω της κατάθλιψης και, δευτερευόντως, της διακριτικής αντικυκλικής δημοσιονομικής ώθησης (Buti και Carnot 2012: 903).

Οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές ενδέχεται να είναι πιο επιφυλακτικοί απέναντι σε μη βιώσιμες δημοσιονομικές πολιτικές, διότι οι κίνδυνοι αθέτησης είναι υψηλότεροι αν δεν υπάρχει χρεώσιμος χρέος (Favero κ.ά. 2000, Missale 2001) .<sup>10</sup> Έτσι, η νομισματική ενοποίηση δημιουργεί «οιονεί κρατικό χρέος» (Gelpern 2012) καθιστά τα κράτη μέλη της ευρωζώνης ευάλωτα στις παθολογίες που συνδέονται με το τι αποκαλούν «αρχική αμαρτία» οι Eichengreen και Hausmann (2005): η ανικανότητα μιας χώρας να δανειστεί στο εξωτερικό στο δικό της νόμισμα. Αυτό οδηγεί σε επιδείνωση των όρων δανεισμού των κρατών μελών της ΟΝΕ, υποβαθμίζοντας τις χώρες που - παρόμοιες με τις αναπτυσσόμενες χώρες - τώρα δανείζουν αποτελεσματικά σε ένα «ξένο νόμισμα». Οι χώρες της ευρωζώνης, έχοντας χάσει τον έλεγχο του νομίσματος στο οποίο εκδίδεται το χρέος τους, ενδέχεται να υποχρεωθούν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές να χρεοκοπούν. Όπως έθεσε ο Krugman (2011):

Οι φόβοι αθέτησης, με την αύξηση του κόστους των τόκων, μπορούν να προκαλέσουν την αδυναμία πληρωμής [...]. Μια χώρα με δικό της νόμισμα δεν

βρίσκεται στην ίδια θέση: ακόμη και αν ωθείται σε κάποιο πληθωρισμό, δεν υπάρχει κόκκινη γραμμή που πρέπει να περάσει.

Η χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους σε μια νομισματική ένωση είναι εγγενώς ασταθής επειδή μια κυβέρνηση που χάνει την ψήφο εμπιστοσύνης των επενδυτών έχει λίγες άλλες επιλογές εκτός από την αδυναμία πληρωμής. Αυτό είναι που ο De Grauwe (2011) θεωρεί την «έμφυτη ευπάθεια» μιας νομισματικής ένωσης. Σύμφωνα με έναν διευθυντή του ταμείου που ρωτήθηκε για τις επιπτώσεις της νομισματικής ένωσης στη μελέτη του Mosley (2004) σχετικά με τη σχέση μεταξύ κυβέρνησης και χρηματοπιστωτικών αγορών μετά την ONE, «δεν υπάρχει κίνδυνος αθέτησης όταν η κυβέρνηση διαχειρίζεται τα δικά της τυπογραφεία, (12) Δεδομένου ότι η αθέτηση υποχρεώσεων αποτελεί συχνά απότομο και απρόβλεπτο γεγονός για τους επενδυτές, οι αγορές λέγεται ότι ευνοούν τη νομισματική εξόφληση ως μέσο μείωσης της επιβάρυνσης από υψηλό δημόσιο χρέος: «η μεγάλη πιθανότητα ένα συμβάν μικρού αντίκτυπου (ένα bit inflation) δεν είναι ισοδύναμο με την χαμηλή πιθανότητα ενός συμβάντος με υψηλό αντίκτυπο (default)» (Gros 2012: 42).

Οι διαμορφωτές της πολιτικής διαμορφώνουν ιδανικά σε κάποιο σημείο ότι η δημοσιονομική εξυγίανση είναι προτιμότερη από το δανεισμό με υψηλότερα επιτόκια και μεταβάλλουν ανάλογα τη συμπεριφορά τους (Hallerberg 2011: 130). Αλλά επειδή οι κυβερνήσεις δεν μπορούν πλέον να χρησιμοποιήσουν τη νομισματική πολιτική ως εργαλείο αποπληρωμής, η δημοσιονομική εξυγίανση κερδίζει τη σημασία ως πολιτική επιλογή για την αντιμετώπιση του αυξανόμενου χρέους. Η ανταπόκριση στα σήματα της αγοράς γίνεται επομένως ένα φαινόμενο πρωτίστως δημοσιονομικό και όχι νομισματικό. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο αναμένουμε ότι η ανταπόκριση της κυβέρνησης στα σήματα της αγοράς θα είναι ισχυρότερη και όχι ασθενέστερη στη νομισματική ένωση.

Επιπλέον, οι συμβατικοί λογαριασμοί σοφίας συνήθως δεν λαμβάνουν υπόψη το κράτος. Αυτή η παραβίαση ευθυγραμμίζεται με μια ευρύτερη τάση μέσα στο ΙΠΕ που αναδύεται στα τέλη της δεκαετίας του '80 με την κρατική παρέμβαση (βλ. Schmidt 2007). Και όμως, τα κράτη δεν είναι καθόλου παθητικοί παραλήπτες της τιμωρίας της αγοράς. Αντ' αυτού, αναλαμβάνουν το ρόλο των ενεργών διαχειριστών της πειθαρχίας της αγοράς. Η διαχείριση αυτή λαμβάνει δύο κύριες μορφές: (α) στρατηγικές διαχείρισης του χρέους που επηρεάζουν το κόστος εξυπηρέτησης του

χρέους και (β) πραγματική ανταπόκριση των υπευθύνων χάραξης πολιτικής στις μεταβολές του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους. Θεωρώντας την κρατική υπηρεσία ως αναπόσπαστο μέρος της πειθαρχίας της αγοράς, αυτή η μελέτη απορρίπτει την έννοια της «ανίσχυρης πολιτείας» (Weiss 1998). Έτσι, συμβάλλουμε στην ευρύτερη λογοτεχνία που αμφισβητεί την πίσω θέση που συχνά υποβαθμίζεται το κράτος στη συγκριτική και διεθνή πολιτική οικονομία (Hobson and Ramesh 2002, Mosley 2003a, Phillips 2005b, Weiss 2005).

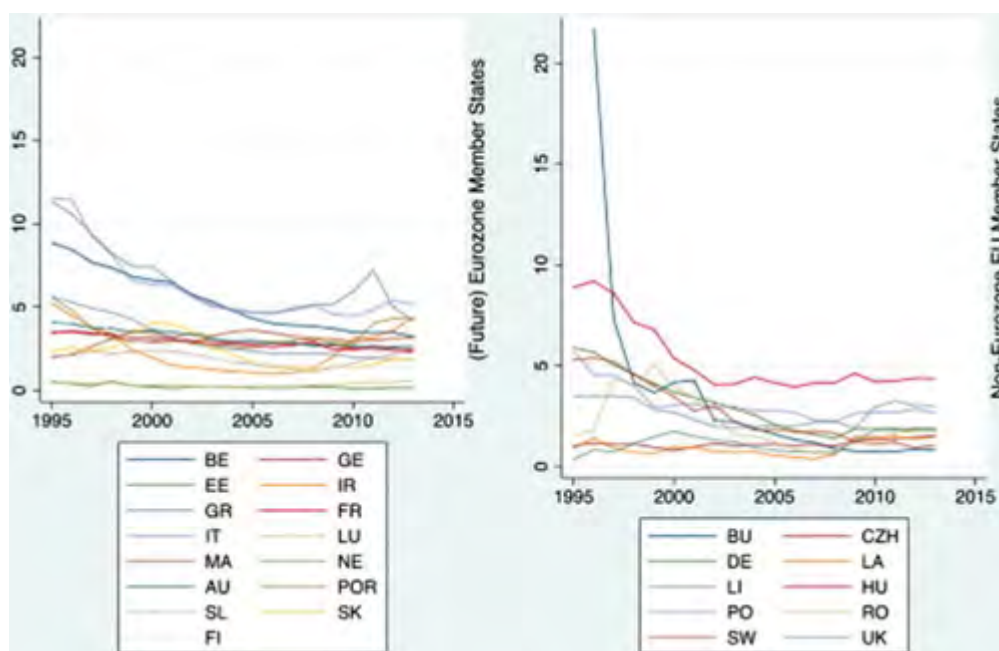
Η πειθαρχία της αγοράς έχει γίνει ο τίτλος των αναλύσεων που εστιάζουν στην πραγματικότητα στους καθοριστικούς παράγοντες του πιστωτικού κινδύνου, όπως μετράται από τη διαφορά (spread) του κόστους δανεισμού και το επιτόκιο αναφοράς. Τα κρατικά χρεόγραφα αποτελούν ένα απόλυτα κατάλληλο μέτρο πιστοληπτικής ικανότητας (Obstfeld and Taylor 2003). Ωστόσο, ως δείκτης για την πειθαρχία της αγοράς, η καταλληλότητά τους είναι λιγότερο πειστική. Codogno et al. (2003: 56, δική τους) υποδηλώνουν ότι οι διαφορές αποδόσεων είναι σημαντικοί δείκτες της αντίληψης της αγοράς για την ευπάθεια του φορολογικού συστήματος και, επειδή οι υψηλότερες αποδόσεις των ομολόγων συνεπάγονται υψηλότερο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, επιβάλλουν πειθαρχία στην αγορά στις δημοσιονομικές πολιτικές των εθνικών κυβερνήσεων. Δεδομένου του σημαντικού μεγέθους των μεγαλύτερων επιβαρύνσεων του δημόσιου χρέους, ακόμη και οι μικρές διακυμάνσεις των τιμών των ομολόγων ενδέχεται να συνεπάγονται σημαντικές πραγματικές δαπάνες για τους φορολογούμενους, καθώς και πολιτικές δαπάνες για τις κυβερνήσεις (βλέπε Manganelli και Wolswijk 2007). Εντούτοις, οι αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών μεταφράζονται μόνο αργά σε υψηλότερο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, καθώς τα υψηλότερα επιτόκια, φυσικά, πληρώνονται μόνο για τα νεοεκδοθέντα χρέη (Somogyi 2006: 3). Για να επιτύχουμε μέτρηση της τιμωρίας στην αγορά, είναι προτιμότερο να χρησιμοποιήσουμε το τρέχον κόστος εξυπηρέτησης του χρέους για τους σκοπούς της μελέτης μας.

Μια μεταβλητή εξυπηρέτησης του χρέους (παραλλαγή) παρουσιάζεται στις μελέτες για τους καθοριστικούς παράγοντες της δημοσιονομικής πολιτικής. Η χρησιμοποίηση των πραγματικών αλλαγών στις δαπάνες εξυπηρέτησης του χρέους είναι σύμφωνη με την άποψη της κυβέρνησης που αφορά την επιλογή των πολιτών, η οποία κυριαρχεί στη βιβλιογραφία των δημόσιων οικονομικών, σύμφωνα με την οποία οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής είναι ευκαιριακοί και επιρρεπείς σε διαχρονική

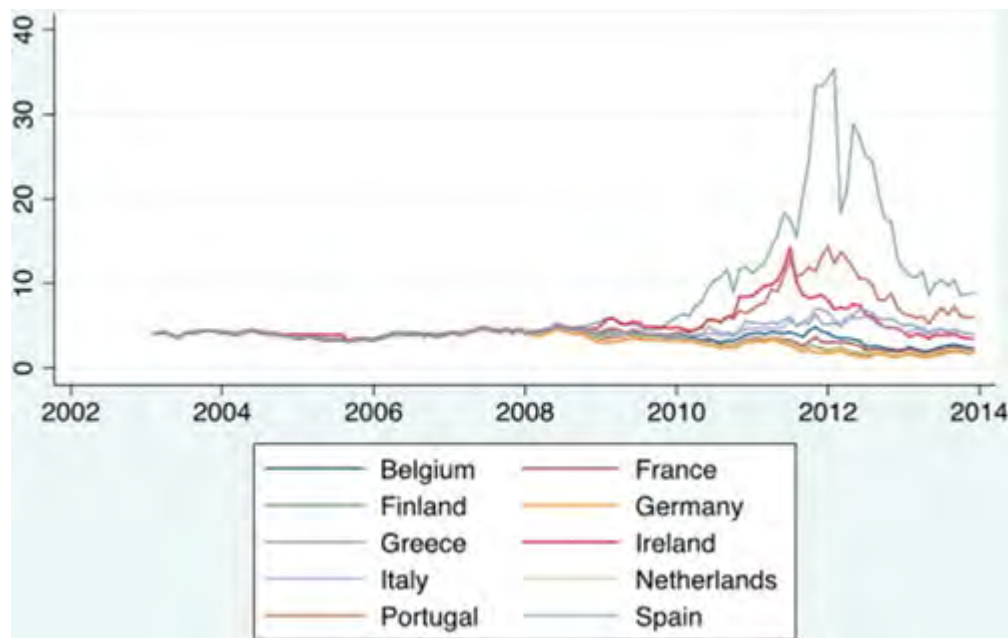
συμπεριφορά. Αυτό δεν σημαίνει ότι οι κυβερνήσεις δεν ανταποκρίνονται στα σήματα της αγοράς με τη μορφή υψηλότερων αποδόσεων των ομολόγων ή υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο, η ανταπόκριση αυτή ενδέχεται να ποικίλλει σημαντικά ανάλογα με τη διάρθρωση του χρέους (δηλαδή, πόσο γρήγορα η αύξηση των επιτοκίων μεταφράζεται σε υψηλότερο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους) και την αντιμετώπιση των δαπανών του «κοινού» (Lohmann 2003). Διάφορες μελέτες σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες των δημοσίων ελλειμμάτων, ξεκινώντας από τους Roubini και Sachs (1989), ελέγχουν το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους (De Haan και Sturm 2000). Hallerberg et al. (2007: 350) υποστηρίζουν ότι το «κόστος εξυπηρέτησης του χρέους καταγράφει τον αντίκτυπο των πληρωμών τόκων καθώς και τις πολιτικές πιέσεις που μπορεί να προκύψουν από τα υψηλά επίπεδα πληρωμών τόκων στις κυβερνήσεις». Αυτές οι «πολιτικές πιέσεις» μπορεί να καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα ανησυχιών σχετικά με την αρμοδιότητα της κυβέρνησης στη δημοσιονομική διαχείριση, τον φόβο της αύξησης των φόρων ή / και των περικοπών δαπανών για την αντιστάθμιση του υψηλότερου κόστους εξυπηρέτησης του χρέους και τελικά της πιθανότητας αθέτησης. Ιδιαίτερα στη βιβλιογραφία για τη δημοσιονομική εξυγίανση, συχνά συμπεριλαμβάνονται τα έξοδα εξυπηρέτησης του χρέους για την αντιμετώπιση της πίεσης για δημοσιονομικές βελτιώσεις (Wagschal and Wenzelburger 2008, Nickel et al., 2010, Molnar 2012).

Μια πρώτη ματιά στα στοιχεία (Σχήμα 1) δείχνει το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους για την ΕΕ27 μεταξύ του 1995 και του 2012, ενώ το δείγμα διαιρείται σε (μελλοντικά) κράτη μέλη της Ευρωζώνης και κράτη μέλη της ΕΕ που δεν ανήκουν στην ευρωζώνη. Γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι η τιμωρία στην αγορά μειώθηκε σταθερά τη δεκαετία του 1990. Η μείωση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους είναι προφανώς ένα ευρύτερο φαινόμενο της ΕΕ των 27 και δεν προορίζεται αποκλειστικά για τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης. Η πρώτη δεκαετία της ΟΝΕ κυριαρχείται από την αναζήτηση αποδόσεων. Αυτό πρέπει να εξεταστεί στο παγκόσμιο πλαίσιο της χαμηλής μεταβλητότητας, αντανακλώντας τα ευρύτερα μοτίβα της μείωσης του κόστους δανεισμού των κρατικών ομολόγων σε αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς (Pisani-Ferry 2014: 68). Επιπλέον, παρά την σαφή τάση των όλο και πιο ευνοϊκών συνθηκών δανεισμού πριν από την κρίση κρατικού χρέους, η τιμωρία της αγοράς φαίνεται να είναι λιγότερο ομοιογενής και, για την περίοδο μετά το 2009, αυξήθηκε λιγότερο δραματικά από ότι

οι πανταχού παρούσες τιμές των αυξανόμενων αποδόσεων των ομολόγων, η συσχέτιση των πραγματικών αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων για τα κράτη μέλη της ΕΕ και το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους υποδηλώνει ότι το ασφάλιστρο κινδύνου που χρεώνουν οι επενδυτές είναι μόνο εν μέρει για την πραγματική τιμή που οι κυβερνήσεις πρέπει να πληρώσουν για δικαιώματα. Ο δείκτης συσχέτισης είναι λιγότερο ισχυρός για τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης ( $r(153) = 0,22, p < .01$ ) από ό, τι για τα κράτη μέλη εκτός Ευρωζώνης ( $r(175) = 0,55, p < .01$ ). Η μέση υπολειμματική ληκτότητα του χρέους στην ευρωζώνη συγκλίνουν πριν από την οικονομική κρίση, ιδίως με τις χώρες υψηλού χρέους που επωφελούνται της ευκαιρίας να επεκτείνουν τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση με φθηνότερο κόστος (Wolswikij and de Haan 2005). Ωστόσο, εξακολουθεί να υπάρχει (και όλο και περισσότερο) σημαντική διακύμανση στη μέση διάρθρωση του χρέους της αγοράς κρατικών ομολόγων (Lojisch et al., 2011).



Εικόνα 4. Κόστος εξυπηρέτησης του χρέους (% του ΑΕΠ), 1995-2013



Εικόνα 5. Αποδόσεις δεκαετών επιτοκίων κρατικών ομολόγων

Φυσικά, οι βελτιώσεις στις δημοσιονομικές θέσεις κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες επηρέασαν θετικά τη διαχείριση του δημόσιου χρέους και μείωσαν το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους. Πέραν των δημοσιονομικών λόγων για τη μείωση της τιμωρίας στην αγορά, οι στρατηγικές διαχείρισης του χρέους τις τελευταίες δύο δεκαετίες συγκριτικά ευνοϊκών συνθηκών της αγοράς, με επίκεντρο το μακροπρόθεσμο χρέος σταθερού επιτοκίου μακροπρόθεσμα, σήμαιναν ότι οι αυξήσεις των οριακών επιτοκίων χρειάστηκαν περισσότερο για να τροφοδοτήσει το μέσο κόστος δανεισμού.<sup>15</sup> Αυτή η ενεργητική διαχείριση του χρέους μόνωσε τόσο την Ευρωζώνη όσο και όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ (αν και σε διαφορετικό βαθμό) από οποιαδήποτε επιδείνωση του κλίματος της αγοράς. Ειδικότερα, η δομή του χρέους είναι κρίσιμη εδώ. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις στο Μεξικό το 1994 και η Ινδονησία, η Κορέα, η Μαλαισία, η Ταϊλάνδη και η Ρωσία το 1997/1998 χαρακτηρίστηκαν από το γεγονός ότι οι χώρες αυτές έπρεπε να στραφούν σε μεγάλες ποσότητες βραχυπρόθεσμου εξωτερικού χρέους που τους καθιστούσε ιδιαίτερα ευάλωτους σε μια απότομη αλλαγή στην αντίληψη της αγοράς (Jeanne 2004: 2135). Το 2010, η ληκτότητα του ελληνικού χρέους ήταν η δεύτερη

μεγαλύτερη διάρκεια στις προηγμένες οικονομίες (Cottarelli et al., 2010: 18). Ως εκ τούτου, η Ελλάδα ήταν σε θέση να επωφεληθεί από χαμηλά ποσοστά πριν από την κρίση, επιπλέον των συγκριτικά ευνοϊκών ποσοστών χρηματοδοτικής συνδρομής της ΕΕ. το 2012, το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους στην Ελλάδα ανερχόταν στο 5% του ΑΕΠ. Αυτό είναι το ίδιο με το 2003, παρά το γεγονός ότι τα επίπεδα του ελληνικού χρέους αυξήθηκαν από 98% του ΑΕΠ το 2003 σε 157% το 2012. Ομοίως, το ισπανικό κόστος εξυπηρέτησης του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν το ίδιο το 2012 και το 2001 3% του ΑΕΠ). Το ποσοστό αυτό είναι αξιοσημείωτο δεδομένου ότι ο δείκτης δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ αυξήθηκε από 55 σε 86 κατά την ίδια περίοδο. Για το Βέλγιο, τη Γερμανία, τις Κάτω Χώρες, την Αυστρία και τη Σουηδία, οι δαπάνες για τόκους μειώθηκαν συνεχώς κατά την περίοδο 1995-2013 - συμπεριλαμβανομένων των οικονομικών κρίσεων κατά τα οποία τα επίπεδα του χρέους αυξήθηκαν. Αυτά τα στοιχεία του πραγματικού κόστους εξυπηρέτησης του χρέους δείχνουν ότι υπό ορισμένες προϋποθέσεις τα κράτη μέλη της ΟΝΕ είναι σε θέση να διαχειριστούν τον περιορισμό της χρηματοπιστωτικής αγοράς.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ

### 6.1. Η γενικότερη κατάσταση

Οι οικονομίες είναι ευάλωτες λόγω κυρίως του ηθικού κινδύνου (moral hazard), ο οποίος αναφέρεται σε κατάχρηση του ιδιωτικού και του δημοσίου χρέους πριν από ένα δανειστή έσχατης ανάγκης. Επίσης οι υπανάπτυκτες οικονομίες είναι ιδιαίτερα επιρρεπείς να βιώσουν κρίσεις που οφείλονται στην αδύναμη βιομηχανική και οικονομική τους δομή, παρέχοντας ως λύση την ανάπτυξη και τις ιδιωτικοποιήσεις. Οι άλλες ορθόδοξες ιδέες σχετίζονται με αναντιστοιχίες μεταξύ βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους.

Από μια περισσότερο ολιστική προσέγγιση, η έλλειψη των χρηματοοικονομικών στοιχείων σε όλο τον κόσμο βρίσκεται στο επίκεντρο ορισμένων προσεγγίσεων ως αιτία των κρίσεων έναντι των προβλημάτων των ασταθών οικονομιών. Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, υπάρχει πολύ μεγαλύτερη ζήτηση από την παραγωγή των χρηματοοικονομικών στοιχείων. Η σπανιότητα αυτή παράγει παγκόσμιες ανισοροπίες και κερδοσκοπικές φούσκες, ιδιαίτερα σε αναδυόμενες οικονομίες (Krugman, et al, (2012).

Οι ελλείψεις θεωρούνται προσωρινά ανεπάρκειες ως προς την διεθνή ρευστότητα λόγω των χαμηλών επιτοκίων, του χαμηλού πληθωρισμού, και των περιστατικών αντιπληθωρισμού. Κατά την άποψη αυτή οι αναδυόμενες αγορές έχουν συμβάλει σημαντικά στην τρέχουσα παγκόσμια έλλειψη ενεργητικού. Οι επιχειρήσεις και τα άτομα δανείζονται για την εξομάλυνση μεταξύ της προσωρινής κατανάλωσης. Σε γενικές γραμμές, η έλλειψη χρηματοοικονομικών στοιχείων καθαρά είτε σε επίπεδο της χώρας είτε σε επίπεδο οικονομίας οφείλεται στην μικροοικονομία, την μακροοικονομία και την πολιτική. Τα εθνικά αξιόγραφα με χαμηλή τιμή και ασφάλεια προκαλούνται σε επίπεδο οικονομικής πολιτικής και δημιουργούν μεγαλύτερη ζήτηση για διεθνή χρηματοπιστωτικά στοιχεία (Ferrari-Filho & Conceição, 2005).

Οι κερδοσκοπικές φούσκες βασίζονται στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών στοιχείων (υπεραξίες) και όχι στα μερίσματα, γεγονός που συνεπάγεται δυναμική αναποτελεσματικότητα, αν και στο τέλος αναζητείται η ισορροπία. Οι κερδοσκοπικές αυξήσεις δεν συνεπάγονται αστάθεια. Το τελευταίο διάστημα τόσο η πραγματική κατάσταση και τα χρηματοπιστωτικά στοιχεία αποτελούν το επίκεντρο της προσοχής (Ταμουραντζής, 2012).

Στα χρόνια από τότε που η οικονομική κρίση άρχισε, οι εξηγήσεις για το τι συνέβη συνέχισαν να κυριαρχούνται έως ένα σημείο μεταξύ νεοφιλελεύθερων και κεϋνσιανών. Οι ορθόδοξοι οικονομολόγοι αμφισβητούν το θράσος των τραπεζιτών, τους λανθασμένους υπολογισμούς των κυβερνήσεων, και την ανευθυνότητα των δανειοληπτών. Οι ετερόδοξοι οικονομολόγοι φέρουν αντιρρήσεις για την έλλειψη ελέγχου, την ανοχή για την κερδοσκοπία, και την απουσία των δημοσιονομικών κανονισμών. (Gorton, 2012).

Η διαίρεση της κοινωνίας σε πλούσιους και φτωχούς μεταφράζεται σε διαφορετικές μορφές κατανάλωσης, όχι μόνο: περιορίζει επίσης σημαντικά την αφομοίωση των μεταποιημένων αγαθών. Η διαστρωμάτωση τάξεων εμποδίζει τακτικά την πραγματοποίηση της αξίας αναστέλλοντας την πώληση εμπορευμάτων σε τιμές συμβατές με τα αναμενόμενα κέρδη (Krugman, et al, (2012).

Τονίζοντας πως ο σύγχρονος καπιταλισμός επεκτείνει τη ζήτηση χωρίς να δημιουργεί τον ομόλογό του των υψηλότερων εισοδημάτων, η προσέγγιση αυτή αποσαφηνίζει έναν καθοριστικό παράγοντα για την κρίση. Αλλά το πραγματικό βάρος αυτής της ανισορροπίας και ο βαθμός ωριμότητάς του είναι αμφιλεγόμενα. Μια ένδειξη της περιορισμένης εμβέλειας που παρουσιάζει αυτή η αντίφαση είναι η εκδήλωση της κρίσης στην οικονομία από τις μεγαλύτερες υπερκαταναλώσεις του πλανήτη (ΗΠΑ), και την επακόλουθη επέκταση της και σε άλλες περιοχές υψηλής ζήτησης (Ευρώπη και Ιαπωνία) (Krugman, et al, (2012).

Το αποτέλεσμα έρχεται σε αντίθεση με την αποδεκτή επίδραση του ίδιου του ανταγωνισμού στα μεταπολεμικά χρόνια. Ενώ αρχικά η παγκόσμια οικονομία θα μπορούσε να στεγάσει την ταυτόχρονη αύξηση της παραγωγής και του εμπορίου, αργότερα, δεν υπήρχε αρκετός χώρος για όλους. Η Γερμανία και η Ιαπωνία

υπονόμευσαν τη βιομηχανική και εμπορική υπεροχή των Ηνωμένων Πολιτειών, και οι τρεις αντίπαλοι εγκλωβίστηκαν σε έναν ασφυκτικό ανταγωνισμό. Η είσοδος της Κίνας στον παγκόσμιο καπιταλισμό αναδεικνύει τέτοιες εντάσεις και εισάγει μια πρόσθετη μάζα εμπορευμάτων με την πληθώρα των προϊόντων.

Ο ανταγωνισμός επιβάλλει ένα ποσοστό της παραγωγής που καθιστά το μεγαλύτερο μέρος των αγαθών που κατασκευάζονται δυσανάλογα με τα επίπεδα της αγοράς. Οι επιχειρήσεις οδηγούνται στο να αυξήσουν την παραγωγικότητά τους, ενώ ο ανταγωνισμός τους αποτρέπει από την εκτίμηση του δυναμικού για την τοποθέτηση στην αγορά. Δεδομένου ότι ο ίδιος ο ανταγωνισμός εμποδίζει τον συντονισμό μεταξύ των επιχειρήσεων, οι τσέπες των πλεονασμάτων επανεμφανίζονται ξανά και ξανά. Οι καπιταλιστές έχουν επίγνωση των συνεπειών αυτών (Obstfeld, et al, 2012).

Το κύριο πλεονέκτημα αυτού του χαρακτηρισμού είναι η επικέντρωσή του στις τρέχουσες επιπτώσεις μιας μακροχρόνιας ανισορροπίας. Αυτό δείχνει ότι οι αβέβαιες αγορές, η αμφίβολη ζήτηση, και η σιγουριά για τα κέρδη δεν αποθαρρύνουν την ανταγωνιστική δραστηριότητα. Η μάχη για να μειώσουν το κόστος και να εκτοπίσουν τους ανταγωνιστές συνεχίζεται σε πλήρη εξέλιξη. Αυτός ο αγώνας ωθεί την οικονομία προς βάραθρα τόσο ανεπιθύμητα και αδυσώπητα (Δήμα, 2011).

Αυτή η άποψη δεν αποδίδει την κρίση σε λάθη της οικονομικής πολιτικής, σε λανθασμένους υπολογισμούς με τα επιτόκια, ή σε αντιφάσεις κατά τον υπολογισμό των επενδύσεων. Δείχνει πώς η κατάρρευση της οικονομικής δραστηριότητας είναι αποτέλεσμα αυτού του ανταγωνιστικού καταναγκασμού. Ο ανταγωνισμός δεν επιτρέπει το συντονισμό των ενεργειών μεταξύ των διαφόρων επιχειρήσεων, και ωθεί όλους τους συμμετέχοντες να φέρουν την ανάπτυξη των πλεονασματικών προϊόντων. Υπάρχει πλεόνασμα εμπορευμάτων, λόγω της επέκτασης του ανταγωνισμού, των επενδύσεων και της παραγωγικότητας. Η κρίση επιβεβαιώνει ότι το σύστημα δεν πάσχει από στασιμότητα, αλλά από απρόβλεπτα επίπεδα δραστηριότητας.

## **6.2. Η λύση στην κρίση**

Η πολιτική για Περιφερειακούς Πόλους Καινοτομίας αναδεικνύει τις δυσκολίες σχεδιασμού και εφαρμογής πολιτικής για τη συγκρότηση συστημάτων καινοτομίας

στην Ελλάδα. Από το 2001 μέχρι σήμερα, η πολιτική αυτή ολοκλήρωσε ένα πλήρη κύκλο "σχεδιασμού- υλοποίησης-αξιολόγησης" και προσφέρεται για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τους στόχους που αρχικά έθεσε για τη βελτίωση των περιφερειακών συστημάτων καινοτομίας. Παρά την κριτική που ασκείται στο κείμενο και τις αδυναμίες που επισημαίνονται, η συνολική αποτίμησή μας είναι πρόκειται για μια πολιτική που έχει σημαντικά θετικά αποτελέσματα και είναι κατάλληλη για την υποστήριξη συστημάτων καινοτομίας στις ελληνικές περιφέρειες και σε άλλες με παρόμοια χαρακτηριστικά. Δεδομένου ότι θα συνεχίσει να εφαρμόζεται στο μέλλον, ο απολογισμός και η επισήμανση των αδυναμιών σε όλες τις φάσεις του κύκλου σχεδιασμού-υλοποίησης μπορεί να συμβάλλει στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και βιωσιμότητάς της (Antonopoulos, et al, 2009).

Η πολιτική των Περιφερειακών Πόλων Καινοτομίας επιχειρεί να συμπληρώσει τις Περιφερειακές Στρατηγικές Καινοτομίας (RTP, RIS, RITTS) που εκπονήθηκαν σε όλες σχεδόν τις ελληνικές περιφέρειες στην περίοδο 1995-2004, αλλά ελάχιστα εφαρμόστηκαν. Οι περιφερειακές στρατηγικές καινοτομίας, ως αφετηρία των πόλων καινοτομίας, απέβλεπαν στην ενδυνάμωση της ενδογενούς ικανότητας καινοτομίας των περιφερειών. Εφαρμόστηκαν σε 150 περίπου περιφέρειες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) (Komninos, 2009) με πρωτοβουλία της Γενικής Διεύθυνσης Περιφερειακής Πολιτικής και είχαν ως στόχο τη βελτίωση των ικανοτήτων των τοπικών και περιφερειακών φορέων να ασκούν πολιτική καινοτομίας που να ανταποκρίνεται στις ανάγκες των οργανισμών παραγωγής και στις ικανότητες της τοπικής επιστημονικής και ερευνητικής κοινότητας. Προωθούν μορφές συνεργασίας τύπου "τριπλής έλικας", δηλαδή συμφωνίες μεταξύ δημόσιας διοίκησης, επιχειρήσεων, πανεπιστημίων/ερευνητικών κέντρων για προτεραιότητες και έργα της τεχνολογικής ανάπτυξης μιας περιφέρειας (Komninos, 2013).

Μαζί με την απουσία μιας τομεακής πολιτικής υπήρξε επίσης μια μικρή εστίαση στα περιφερειακά στοιχεία του συστήματος καινοτομίας. Η περιφερειακή διάσταση και η συγκέντρωση της καινοτόμου δραστηριότητας - και η ανάγκη ανάληψης δράσης - δεν έχουν ενσωματωθεί επαρκώς στον σχεδιασμό της πολιτικής καινοτομίας και στη διαδικασία εφαρμογής. Μια πολιτική που αφορά περισσότερο την περιφέρεια πρέπει να προσπαθήσει να ενισχύσει τις υπάρχουσες υψηλές συγκεντρώσεις καινοτόμων δραστηριοτήτων, αντιμετωπίζοντας τις ιδιαίτερες αδυναμίες τους, προκειμένου να

μετατραπούν σε δυναμικούς και κορυφαίους πόλους καινοτομίας για τη χώρα (Sofouli & Vonortas, 2007). Ομοίως, θα πρέπει να επικεντρωθεί στην ενίσχυση της περιορισμένης απορροφητικότητας των λιγότερο ανεπτυγμένων περιφερειών - με σημαντική ποικιλομορφία στον χαρακτήρα τους. Μια ομοιογενής πολιτική καινοτομίας και η περιορισμένη ικανότητα των περιφερειακών αρχών να σχεδιάζουν και να εφαρμόζουν στοχοθετημένες πολιτικές έχει αγνοήσει σε μεγάλο βαθμό τις περιφερειακές ανισότητες και ασυμμετρίες του συστήματος και τις ειδικές ανάγκες κάθε συγκεκριμένης περιοχής (Antonopoulos, et al, 2009).

Εντούτοις, μέσα στο μάλλον σκοτεινό τοπίο του συστήματος καινοτομίας υπάρχουν μερικά φωτεινά σημεία που δείχνουν ότι είναι εφικτές και εναλλακτικές τροχιές. Αναφέρουμε ορισμένους τομείς, κυρίως στις υπηρεσίες, που δείχνουν ένα καλό επίπεδο απόδοσης στην καινοτομία, καθώς και στη γεωγραφική συσσώρευση πόρων τεχνολογίας και καινοτομίας σε ορισμένες περιοχές. Αυτές οι τομειακές και περιφερειακές τάσεις αποτελούν ορόσημα για ένα καλύτερο μέλλον και την αναδιοργάνωση του εθνικού συστήματος καινοτομίας που απαιτείται. Δείχνουν τη δημιουργία καινοτομίας, ορισμένοι κόμβοι μπορεί να ξεφύγουν από τη συνολική καθυστέρηση και να λειτουργήσουν ως «νησιά καινοτομίας» σύμφωνα με τους τοπικούς κανόνες και κανονισμούς. Θεωρούμε ως αδυναμία, να χρησιμοποιήσουμε έναν όρο από τη βιβλιογραφία προβλέψεων, υπέρ συγκεκριμένων συστημάτων καινοτομίας ανά τομέα / περιοχή (Komninos & Tsamis, 2008).

Οι πολιτικές τεχνολογίας και καινοτομίας πρέπει να επικεντρωθούν περισσότερο σε λιγότερα, μεγάλα και μακροπρόθεσμα στρατηγικά έργα, που χαρακτηρίζονται από τον προγραμματισμό και τη συνέχεια, αντί να αμβλύνουν ένα ευρύ φάσμα μικρών παρεμβάσεων με περιορισμένη ικανότητα επίπτωσης. Οι πολιτικές πρέπει να επικεντρωθούν περισσότερο στην υποστήριξη των θεσμών, των αλληλεπιδράσεων και των δεσμών μεταξύ των διαφόρων στοιχείων σε σύγκριση με την άμεση παροχή κεφαλαίων σε επιχειρήσεις. Σε αυτό το επίπεδο, η επιλεκτικότητα συμβαδίζει με την ανάπτυξη κατάλληλων μηχανισμών αξιολόγησης που παρέχουν ανατροφοδότηση για τα αποτελέσματα που έχουν επιτευχθεί με βάση σαφώς προκαθορισμένους στόχους και στόχους που θα χρησιμεύσουν για τον μελλοντικό σχεδιασμό πολιτικής. Στην περίπτωση των υποστηριζόμενων οργανώσεων, για παράδειγμα, η αυξημένη αποτελεσματικότητα θα σημαίνει επίσης αυξημένη εξέταση των παρελθουσών

επιδόσεων και της αξιοπιστίας έναντι των μελλοντικών προθέσεων (Komninos & Tsamis, 2008).

Είναι απαραίτητο οι εφαρμοζόμενες πολιτικές καινοτομίας να υιοθετήσουν έναν περισσότερο τομεακό προσανατολισμό. Οι προηγούμενες και οι τρέχουσες πολιτικές απέφυγαν σε μεγάλο βαθμό είτε να δώσουν προτεραιότητα στους διάφορους τομείς της μεταποίησης και των υπηρεσιών είτε να επικεντρωθούν σε συγκεκριμένους τομείς δραστηριοτήτων έρευνας και τεχνολογικής ανάπτυξης. Για μια μικρή χώρα όπως η Ελλάδα για παράδειγμα, η παράλληλη ανάπτυξη πολλών τομέων έρευνας και ανάπτυξης δεν είναι εφικτή και έχει ως αποτέλεσμα μόνο τον κατακερματισμό των δραστηριοτήτων και την απώλεια της απαραίτητης κρίσιμης μάζας. Η ανάλυση του παραδείγματος της Φινλανδίας - μιας χώρας με ένα από τα πιο επιτυχημένα συστήματα καινοτομίας - δείχνει ότι εστιάζει ρητά σε μερικές επιλεγμένες τεχνολογικές περιοχές (Corona, et al, 2006).

Η τομεακή εστίαση πρέπει να συνδυαστεί με την ενίσχυση των υφιστάμενων περιφερειακών συστημάτων καινοτομίας. Με βάση τις αναλυτικές ασκήσεις χαρτογράφησης, θα πρέπει να εντοπίσουν τα πλεονεκτήματα και τις αδυναμίες (π.χ. ελλείψεις συνδέσμων, δομές), να εστιάσουν στη βελτίωση της λειτουργίας τους, να αυξήσουν τις γνώσεις και την αποτελεσματική διάχυση στο εσωτερικό του συστήματος, να αναπτύξουν συνδέσεις και να ενσωματωθούν σε ευρύτερα εθνικά και διεθνή δίκτυα διαδικασίες. Μια τέτοια περίπτωση φαίνεται να είναι το πρόσφατο σχέδιο για τους Περιφερειακούς Πόλους Καινοτομίας. Το συγκεκριμένο μέτρο υποστηρίζει επιλεγμένους τομείς σε επιλεγμένες περιοχές με κρίσιμη μάζα παραγωγής, E & A και καινοτομίας. Παρέχει ένα συνδυασμό μηχανισμών υποστήριξης και χρηματοδοτικών εργαλείων για τη δημιουργία νέων γνώσεων και την ανάπτυξη συνδέσμων μάθησης και αλληλεπιδράσεων μεταξύ επιχειρήσεων, ερευνητικών οργανισμών και μεσάζοντων, που μπορεί να περιλαμβάνει κοινοπραξίες, δίκτυα καινοτομίας, spin-off επιχειρήσεις, κατάρτιση και ανταλλαγή προσωπικού (Komninos & Tsamis, 2008).

Παρά τη διάστασή τους και την ετερογένεια, η λογική για τη δημιουργία επιστημονικών πάρκων παραδοσιακά θεωρείται η εγγύτητα με πανεπιστημιακά εργαστήρια και τα ερευνητικά κέντρα, η ύπαρξη θερμοκοιτίδων, η δημιουργία

ευκαιριών δικτύωσης, ο ρόλος ως φορέας γεφύρωσης που παρέχει στις επιχειρήσεις κατάλληλη στέγαση και τεχνικές και επιχειρηματικές υπηρεσίες (Albahari, et al, 2016).

Λέξεις-κλειδιά όπως τα δίκτυα, η ανοιχτή καινοτομία, οι κοινότητες, η ομαδοποίηση, τα επιχειρηματικά οικοσυστήματα, οι πόλοι καινοτομίας, αναδύονται ως ανανεωμένο ενδιαφέρον και επιτρέπουν παράγοντες μιας νέας στρατηγικής για το επιστημονικό πάρκο. Αυτή η νέα προσέγγιση απαιτεί ένα είδος πολιτιστικής αλλαγής και νοοτροπίας όχι μόνο από την πλευρά της διοικητικής δομής του πάρκου, αλλά και από την πλευρά των στάσεων των επιχειρήσεων καθώς και από τις αλλαγές στις δεξιότητες και την οργάνωση.

Οι παραδοσιακοί πόλοι μπορούν να οριστούν ως "γεωγραφικές συγκεντρώσεις διασυνδεδεμένων εταιρειών, εξειδικευμένων προμηθευτών, παρόχων υπηρεσιών, επιχειρήσεων σε συναφείς βιομηχανίες, εκπαιδευτικών ιδρυμάτων και φορέων υποστήριξης που συνδέονται με τεχνολογίες ή τελικό προϊόν σε μια τοπική περιοχή ή περιοχή" (Albahari, et al, 2016). Σε τοπικό επίπεδο, μέσω των αξιακών δικτύων τους και των αποδεδειγμένων διαύλων μεταξύ επιχειρήσεων, ερευνητών και ακαδημαϊκών, οι συσπειρώσεις παρέχουν αποτελεσματικούς καταλύτες για παρεμβάσεις πολιτικής καινοτομίας ... υπάρχουν δυνατότητες για την περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας των δραστηριοτήτων των συνεργατικών σχηματισμών »και συνεπώς συμβάλλουν στη στρατηγική «Ευρώπη 2020» (Komninos, 2013).

Οι πόλοι αποτελούν σήμερα βασικό στοιχείο του οικονομικού πλαισίου της Ευρώπης: ενώ τα πιο επιτυχημένα συγκροτήματα είναι καθοδηγούμενα από την αγορά και αποτελούν αυθόρμητο παράγοντα, από το τέλος της δεκαετίας του 1990 ένας αυξανόμενος αριθμός ομάδων είναι το αποτέλεσμα δημόσιων πολιτικών προσανατολισμένων προς το μέλλον (Komninos, 2008).

Όλο και περισσότεροι πόλοι καινοτομίας θεωρούνται ως εργαλείο τόσο για τη διατήρηση της "οικονομικής ευημερίας" σε περιφερειακό επίπεδο όσο και για την υποστήριξη της ανάπτυξης καινοτόμων τομέων. Τα τελευταία χρόνια, ιδίως σε επίπεδο ΕΕ, η έννοια των πόλων καινοτομίας έχει μετακινηθεί ως ένας τρόπος για την τόνωση ενός συγκεκριμένου τεχνολογικού τομέα (οι αποκαλούμενες "τεχνολογικές

συσπειρώσεις") σε μια διαφορετική προσέγγιση που ενθαρρύνει συμπλέγματα που συγκεντρώνουν συνεργάτες από την άποψη της αγοράς και με βάση διαφορετικά και συμπληρωματικά περιουσιακά στοιχεία. Η λεγόμενη προσέγγιση "έξυπνης εξειδίκευσης" είναι άμεση συνέπεια ενός τέτοιου οράματος (Sofouli & Vonortas, 2007).

Ακολουθώντας αυτή την προσέγγιση «θα πρέπει να γίνει κατανοητό από την αρχή ότι η ιδέα της έξυπνης εξειδίκευσης δεν απαιτεί την επιβολή ειδίκευσης μέσω κάποιας μορφής βιομηχανικής πολιτικής από την κορυφή προς τα κάτω η οποία κατευθύνεται σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο «μεγάλο σχέδιο». Αυτή η προσέγγιση είναι διαφορετική και αντίθετη από αυτή που χρησιμοποιείται για το σχεδιασμό, την ανάπτυξη και την εφαρμογή επιστημονικών πάρκων που συνήθως σχεδιάζονται μετά από μια προσέγγιση «από την κορυφή προς τη βάση» (Antonopoulos, et al, 2009).

Ένα νέο μέτρο εισήχθη στο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Ανταγωνιστικότητα, για να ευνοηθεί η ανάπτυξη «πόλων καινοτομίας» στην Ελλάδα. Οι λεπτομερείς προδιαγραφές του προγράμματος, μέσω των οποίων οι ενδιαφερόμενοι περιφερειακοί φορείς θα υποβάλουν αίτηση για χρηματοδότηση, προετοιμάστηκαν από τη Διαχειριστική Αρχή του Προγράμματος και τη Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας, επικουρούμενη από εξωτερικό σύμβουλο (Sofouli & Vonortas, 2007).

Οι αρμόδιες αρχές αναμένουν να εγκατασταθούν περίπου πέντε πόλοι στη χώρα με την υποστήριξη του προγράμματος για αναπτυξιακά έργα. Μεταξύ άλλων δραστηριοτήτων, αυτές περιλαμβάνουν τη δημιουργία δικτύων και δημόσιων υποδομών και την απόκτηση εξοπλισμού. Τα καθεστώτα κρατικών ενισχύσεων για την έρευνα και την ανάπτυξη, την περιφερειακή ανάπτυξη και τη δημιουργία εταιρειών spin-off και τεχνολογικών πάρκων θα χρησιμοποιηθούν για να δικαιολογήσουν τη δράση. Από το δημόσιο θα διατεθεί ποσό 10 εκατομμυρίων ευρώ για το καθεστώς, το οποίο θα ενισχύσει περαιτέρω την ιδιωτική χρηματοδότηση. Στο πλαίσιο της υλοποίησης των Περιφερειακών Πόλων Καινοτομίας θα χρηματοδοτηθούν οι ακόλουθες κατηγορίες Δραστηριοτήτων (Antonopoulos, et al, 2009):



- Ανάπτυξη δραστηριοτήτων έρευνας στον τομέα των επιχειρήσεων και τεχνολογίας για τη δημιουργία δεσμού μεταξύ έρευνας και βιομηχανίας και για την προώθηση της καινοτομίας.
- Υποστήριξη καινοτόμων δραστηριοτήτων σε περιφερειακό επίπεδο μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ), κυρίως μέσω της παροχής βοήθειας στη μεταφορά τεχνογνωσίας και τεχνολογίας.
- Υποστήριξη της επέκτασης των τεχνολογικών και ερευνητικών υποδομών σε τομείς περιφερειακού ενδιαφέροντος.
- Εκπαίδευση σε περιοχές που σχετίζονται με τις επιλεγμένες τεχνολογικές προτεραιότητες της συγκεκριμένης περιοχής. Εκπαίδευση και κατάρτιση σε θέματα έρευνας, τεχνολογίας και καινοτομίας για την κάλυψη περιφερειακών αναγκών.
- Οριζόντιες δραστηριότητες των Περιφερειακών Πόλων Καινοτομίας όπως:
  1. Δημιουργία ταυτότητας Περιφερειακών Πόλων Καινοτομίας και υποστήριξη της διεθνοποίησης των θεσμών της Περιφέρειας.
  2. Ανάπτυξη στρατηγικής, προοπτικής και αξιολόγησης του Περιφερειακού Πόλου Καινοτομίας, συμπεριλαμβανομένης της δημιουργίας ενός αναπτυξιακού σχεδίου (Komninos & Tsamis, 2008).

Οι επιλέξιμες δραστηριότητες υλοποιούνται μέσω των εργασιών. Κάθε εργασία αντιστοιχεί σε ένα μέσο υλοποίησης. Τα έξι μέσα εφαρμογής είναι τα εξής:

- Κοινοπραξίες έρευνας και τεχνολογικής ανάπτυξης σε περιοχές προτεραιότητας για την περιοχή.
- Ανάπτυξη και δικτύωση φορέων παροχής υπηρεσιών σχετικά με τη μεταφορά τεχνολογίας και την καινοτομία.
- Ενίσχυση των υποδομών των δημόσιων ερευνητικών και τεχνολογικών οργανισμών.

- Δραστηριότητες για την προετοιμασία της βοήθειας προς ερευνητικές μονάδες σε σχέση με την τυποποίηση και εμπορική εκμετάλλευση των αποτελεσμάτων της έρευνας.
- Περιφερειακές τεχνολογικές πλατφόρμες.
- Εκπαίδευση (Sofouli & Vonortas, 2007).

Τις τελευταίες δεκαετίες, η καινοτομία και η δημιουργικότητα έχουν καταστεί κρίσιμες δεξιότητες για την επίτευξη επιτυχίας στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Η ανάγκη για δημιουργική επίλυση προβλημάτων προέκυψε καθώς όλο και περισσότερα προβλήματα διαχείρισης απαιτούν δημιουργικές ιδέες για να βρεθούν οι κατάλληλες λύσεις.

Η δημιουργικότητα συμβαδίζει με την καινοτομία. Και δεν υπάρχει καινοτομία χωρίς δημιουργικότητα. Ενώ η δημιουργικότητα είναι η δυνατότητα παραγωγής νέων και μοναδικών ιδεών, η καινοτομία είναι η εφαρμογή αυτής της δημιουργικότητας - αυτή είναι η εισαγωγή μιας νέας ιδέας, λύσης, διαδικασίας ή προϊόντος. Η δημιουργικότητα είναι η κινητήρια δύναμη πίσω από την καινοτομία και η ενσωμάτωση της εξέτασης των πραγμάτων από μια διαφορετική προοπτική και την ελευθερία των περιορισμών μέσω κανόνων και γραπτών ή άγραφων κανόνων (von Hagen & Wyplosz, 2008).

Η δημιουργικότητα και η καινοτομία μέσα σε μια καλά οργανωμένη επιχείρηση αναγνωρίστηκαν πάντα ως ένας σίγουρος δρόμος προς την επιτυχία. Η τόνωση της δημιουργικότητας και η εξερεύνηση εντελώς νέων και άγνωστων πριν από τις περιοχές οδηγούν ως αποτέλεσμα στην αύξηση της παραγωγικότητας του οργανισμού. Η ενθάρρυνση των εργαζομένων να σκέφτονται έξω από το κουτί και να τους δίνει χρόνο και πόρους για να διερευνήσουν νέους τομείς για καινοτόμες ιδέες είναι το κλειδί για οικονομικά αποδοτικές επιχειρηματικές λύσεις.

Η δημιουργικότητα βελτιώνει τη διαδικασία επίλυσης προβλημάτων. Δεν έχει σημασία αν μιλάμε για την ανάπτυξη μιας νέας στρατηγικής ή ενός καινοτόμου τρόπου να μείνουμε μπροστά από τον ανταγωνισμό. Η δημιουργική επίλυση

προβλημάτων δίνει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που κάθε επιχείρηση προσπαθεί να επιτύχει (Gibson, et al. 2014).

Δημιουργικές ιδέες και καινοτόμες προσεγγίσεις μπορούν να προέλθουν σχεδόν παντού - από τους συνεργάτες, τους πελάτες, τις ομάδες-στόχους, τους υπαλλήλους. Γι' αυτό είναι σημαντικό να υποστηριχθεί και να ενθαρρυνθεί από την εταιρεία μια ανοιχτή ανταλλαγή ιδεών.

Μελέτες έχουν επιβεβαιώσει ότι όλες οι επιχειρήσεις θέλουν να είναι πιο καινοτόμες. Μία έρευνα διαπίστωσε ότι σχεδόν το 90% των επιχειρήσεων πιστεύουν ότι η καινοτομία αποτελεί προτεραιότητα γι' αυτούς. Το συμπέρασμα είναι ότι η σημασία της καινοτομίας αυξάνεται και αυξάνεται σημαντικά. Στο σημερινό οικονομικό σενάριο, η καινοτομία έχει γίνει ένας σημαντικός παράγοντας για τον επηρεασμό του στρατηγικού σχεδιασμού. Έχει αναγνωριστεί ότι η καινοτομία οδηγεί στη δημιουργία πλούτου. Παρόλο που η αποτελεσματικότητα είναι απαραίτητη για την επιτυχία των επιχειρήσεων, μακροπρόθεσμα, δεν μπορεί να διατηρήσει την ανάπτυξη των επιχειρήσεων (Aizenman, 2016).

Οι πιο συχνά προγραμματισμένοι και μετρημένοι συνδυασμοί ιδεών, αντικειμένων και ανθρώπων οδηγούν στην καινοτομία που οδηγεί σε νέες επιχειρηματικές ιδέες και τεχνολογικές επαναστάσεις. Προκειμένου να χαρακτηριστούν πολύτιμες καινοτομίες, τα νέα προϊόντα και υπηρεσίες πρέπει να είναι αρκετά ισχυρά ώστε να προχωρήσουν μέσω αυστηρών διαδικασιών εμπορευματοποίησης και στην αγορά. Ο ειδικός της διαχείρισης, Peter Drucker, δήλωσε ότι εάν ένας καθιερωμένος οργανισμός, ο οποίος σε αυτή την εποχή απαιτεί καινοτομία, δεν είναι σε θέση να καινοτομήσει, αντιμετωπίζει παρακμή και εξαφάνιση. Πολλοί οργανισμοί υιοθετούν μέτρα για την ενίσχυση της ικανότητάς τους να καινοτομούν. Τέτοιες εταιρείες δημιουργούν ένα αξιόπιστο λειτουργικό σύστημα για την καινοτομία, ένα σημαντικό δείκτη της εταιρικής βιωσιμότητας (Aizenman, 2016).

Στον επιχειρηματικό κόσμο, για να είναι χρήσιμη μια καινοτόμος ιδέα, πρέπει να μπορεί να αναπαραχθεί χωρίς να είναι υπερβολικά δαπανηρή και πρέπει να επιλύσει μια συγκεκριμένη ανάγκη. Η καινοτομία επιτυγχάνεται παρέχοντας κάτι πρωτότυπο

και συχνά θεωρείται ότι παράγει αποτελεσματικότητα, οδηγώντας σε μια ιδέα που επηρεάζει σημαντικά τη γενική κοινωνία.

Οι έρευνες έχουν δείξει ότι ο ανταγωνισμός σε συνδυασμό με την έντονη ζήτηση αποτελεί σημαντική κινητήρια δύναμη της καινοτομίας. Η ένταση του ανταγωνισμού είναι ο καθοριστικός παράγοντας της καινοτομίας και της παραγωγικότητας. Η καινοτομία, πέρα από τα προϊόντα και τις υπηρεσίες, περιλαμβάνει επίσης νέες διαδικασίες, νέα συστήματα επιχειρήσεων και νέες μεθόδους διαχείρισης, οι οποίες έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην παραγωγικότητα και την ανάπτυξη (von Hagen & Wyplosz, 2008).

Σήμερα χρειαζόμαστε καινοτομίες περισσότερο από κάθε άλλη φορά. Κάθε οργάνωση και επιχείρηση αισθάνονται τον αντίκτυπο της παγκοσμιοποίησης, της μετανάστευσης, των τεχνολογικών αναθεωρήσεων και της επανάστασης της γνώσης και των ζητημάτων της κλιματικής αλλαγής. Η καινοτομία θα φέρει προστιθέμενη αξία και θα διευρύνει τη βάση απασχόλησης. Η καινοτομία είναι επιτακτική εάν η ποιότητα ζωής σε αυτές τις δύσκολες συνθήκες είναι να βελτιωθεί. Η καινοτομία θα κάνει τον κόσμο μια καλύτερη θέση για τη νεότερη γενιά.

Ο Guido Tabellini τονίζει ότι, για να διατηρηθεί η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση και να αποφευχθεί η μελλοντική κρίση, χρειαζόμαστε επαρκείς κοινούς δημοσιονομικούς πόρους για να αντιμετωπίσουμε τόσο τη συστηματική τραπεζική κρίση όσο και το τρέχον δημόσιο χρέος» (Pasimeni, 2014).

Μια νέα λύση στις δυσκολίες προσαρμογής με μια σταθερή ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία προτείνεται από την Pesenti. Η ιδέα είναι ότι οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις καθιστούν δυνατή την αντικατάσταση των σχετικών αλλαγών τιμών με μεταβολές στη σύνθεση της παραγωγής. Αλλά η δημιουργία εταιρειών και νέων γραμμών παραγωγής είναι δαπανηρή και συνήθως απαιτεί οικονομικούς πόρους. Η διαρθρωτική μεταρρύθμιση δεν μπορεί να επιτύχει χωρίς κατάλληλες πολιτικές που αντιμετωπίζουν αυστηρούς πιστωτικούς περιορισμούς στις επενδύσεις και τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων λόγω προβλημάτων ρευστότητας και ισολογισμού που πλήττουν τις τράπεζες. Δεν έχουμε πλέον διχοτομία μεταξύ δαπανηρών μεταρρυθμίσεων και αντι-ύφεσης νομισματικής πολιτικής, αλλά μάλλον

ένα ολοκληρωμένο και ίσως συντονισμένο όραμα των νομισματικών και διαρθρωτικών πολιτικών για την αποκατάσταση της ανάπτυξης. Η εναλλακτική, μη ελκυστική επιλογή είναι η συνεχής εξάρτηση από την αποπληθωριστική προσαρμογή σε μια νομισματική ένωση που έχει κολλήσει στο μηδέν κατώτερο όριο (Scharpf, 2015).

Η Beatrice Weder di Mauro υπογραμμίζει το κληρονομικό χρέος ως το βασικό εύθραυστο που πρέπει να εξαλειφθεί για να λειτουργήσει οποιαδήποτε λύση. Οι Corsetti et al. (2005) πρότειναν μια εναλλακτική προσέγγιση για ταχεία και συντονισμένη μείωση του χρέους. Η πρόταση περιλαμβάνει συμφωνία από όλες τις χώρες της Ευρωζώνης να δεσμεύσουν μελλοντικά έσοδα χάριν αποχώρησης χρέους. Θα προωθούσαν τις τρέχουσες και τις μελλοντικές ροές εισοδήματος και θα δεσμεύουν την καθαρή παρούσα αξία τους για να αγοράσουν πίσω το εθνικό χρέος τώρα. Επιπλέον, στοιχεία αλληλεγγύης και ανταλλαγή χρεών θα μπορούσαν να κάνουν τη συμφωνία μείωσης του χρέους βιώσιμη και δίκαιη.

### **6.3. Η κατάσταση με τον κορονοϊό**

Μία από τις άμεσες οικονομικές συνέπειες της πανδημίας του κοροναϊού είναι η ξαφνική έλλειψη ρευστότητας που επηρεάζει τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες συνήθως είναι οι πιο πληγείσες σε μια κρίση και είναι σημαντικό να τις υποστηρίξουμε με επαρκή ρευστότητα, ώστε να μπορούν να επιβιώσουν από την κρίση. Ωστόσο, οι τράπεζες δεν έχουν κίνητρα να δανείζουν χρήματα στις ΜΜΕ λόγω της ξαφνικής αύξησης του αντιληπτού κινδύνου. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο οι εγγυήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την υποστήριξη αυτών των δανείων είναι απαραίτητες. (Nicola, et al. 2020).

Σε αυτό το σημείο γίνεται λόγος για το λεγόμενο ευρωομόλογο ( η κορονο-ομόλογο όπως θέλουν κάποιοι να το λένε ) , δηλαδή αξιόχρεα τα οποία προτείνεται να εκδοθούν από κοινού από τις 17 χώρες που συμμετέχουν στην Ευρωζώνη . Είναι δηλαδή επενδυτικά προϊόντα με τα οποία ο αγοραστής δανείζει ένα συγκεκριμένο ποσό στον εκδότη του ευρωομολόγου ( στην περίπτωση αυτή σε όλες τις χώρες του ευρώ) για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα , με ένα προσυμφωνημένο επιτόκιο. Στόχος αυτού του ευρωομολόγου είναι η κοινή ανάληψη χρέους από όλα τα κράτη

της Ευρωζώνης με κοινή ευθύνη για αποπληρωμή του κεφαλαίου αλλά και των τόκων, με προοπτική να διαμοιραστούν τα χρήματα ανάλογα με τις ανάγκες των χωρών. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι οικονομικά ισχυρές χώρες θα πλήρωναν υψηλότερο επιτόκιο από αυτό που καταβάλουν σήμερα και αντίστοιχα θα μειωνόταν το κόστος για τους οικονομικά ασθενέστερους.

Το Ευρωμόλογο θα είχε ως αποτέλεσμα να γίνει πιο εύκολη η εξυπηρέτηση του χρέους για τις ασθενέστερες οικονομίες, όπως είναι και η ελληνική, αλλά ταυτόχρονα μπορεί να οδηγήσει σε πιθανή μείωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ισχυρότερων ευρωπαϊκών χωρών όπως η Γερμανία. Και αυτό γιατί με τα ευρωμόλογα το χρέος γίνεται κοινό για όλους, δηλαδή η Γερμανία θα έπρεπε να εγγυάται και την αποπληρωμή των χρεών χωρών όπως η Ιταλία, η Ισπανία και η Ελλάδα. Μια τέτοια εξέλιξη δεν είναι επιθυμητή από την Γερμανική κυβέρνηση που μέχρι στιγμής έχει την υψηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση. (Boot, et al. 2020).

Ασφαλώς είναι μία ελκυστική προοπτική για χώρες όπως η Ιταλία και η Ισπανία, που έχουν ήδη υψηλό δημόσιο χρέος και θα προτιμούσαν τη χρηματοδότηση μέσω κοινού ομολόγου από μία προσφυγή στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM). Το ευρωμόλογο στηρίζουν επίσης η Γαλλία και άλλες έξι ευρωπαϊκές χώρες. Την ίδια στιγμή Ολλανδία, Αυστρία, Φινλανδία και Γερμανία επιμένουν στην άρνησή τους, γιατί φοβούνται ότι ένα κοινό ομόλογο θα άνοιγε τον ασκό του Αιόλου.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι επικριτές υποστηρίζουν ότι έτσι ένας σημαντικός μηχανισμός πειθαρχίας διακόπτεται επειδή τα αυξανόμενα επιτόκια θα πειθαρχούν τις υπερχρεωμένες χώρες. Ωστόσο, τα προγράμματα αγοράς ομολόγων λειτουργούν προς την αντίθετη κατεύθυνση. Έτσι, τα κίνητρα των κυβερνήσεων για ενοποίηση των προϋπολογισμών τους θα μειωθούν από τα προγράμματα αγοράς ομολόγων της κεντρικής τράπεζας (Mayer, 2013, Sinn, 2014, 71 κ.ε.). Τα προγράμματα έρχονται σε τιμή που θα μπορούσε (μεταξύ άλλων) να μετριάσει την πίεση που ασκούν οι κυβερνήσεις για να παγιώσουν τους προϋπολογισμούς τους.

Αυτή η αλληλεπίδραση μεταξύ των απαιτήσεων ενδιαφέροντος των χρηματοπιστωτικών αγορών και της πολιτικής για το έλλειμμα της κυβέρνησης συζητείται υπό την έννοια της υποθετικής πειθαρχίας αγοράς (MDH). Έχει συζητηθεί για πρώτη φορά από τους Damrau, και Miller (1989), Frenkel και Goldstein (1991) και Lane (1993). Η MDH αποτελείται από δύο μισά: Το πρώτο εξάμηνο αντιμετωπίζει το ερώτημα κατά πόσον οι χρηματοπιστωτικές αγορές αντιδρούν στο αυξανόμενο δημόσιο χρέος και απαιτούν υψηλότερα επιτόκια ενώ το δεύτερο εξάμηνο - υπό την προϋπόθεση ότι οι αγορές αντιδρούν με την αύξηση των ασφαλιστρών - αντιμετωπίζει το ζήτημα αν οι κυβερνήσεις αντιδρούν σε αυξανόμενο ενδιαφέρον με τη διόρθωση της δημοσιονομικής τους πολιτικής.

Οι Alesina, de Broeck, Prati και Tabellini (1992) δείχνουν ότι στον ΟΟΣΑ η διαφορά μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών επιτοκίων συσχετίζεται θετικά με το οφειλόμενο χρέος και την ανάπτυξή της. Σε χώρες με αειφόρο ποσόστωση χρέους, αυτό το αποτέλεσμα δεν μπορεί να επιβεβαιωθεί. Σε δημοτικό επίπεδο, το Capeci (1994)

βρίσκει αποδεικτικά στοιχεία ότι οι αγορές απαιτούν υψηλότερα ασφάλιστρα όταν το δημοτικό χρέος αυξάνεται. Οι Bayoumi, Goldstein και Woglom (1995) επιβεβαιώνουν αυτό το αποτέλεσμα για το επίπεδο των ομοσπονδιακών κρατών των ΗΠΑ. Σύμφωνα με τον Laubach (2003), τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στις ΗΠΑ επηρεάζονται αρνητικά από τα υψηλότερα πρωτογενή ελλείμματα σε χώρες με χρέη άνω του μέσου όρου. Οι χώρες Ardagna, Caselli και Lane (2007) επιβεβαιώνουν αυτά τα αποτελέσματα για τις χώρες του ΟΟΣΑ: Σε χώρες με επίπεδα χρέους άνω του μέσου όρου, η αύξηση της ποσοστώσεως του πρωτογενούς ελλείμματος κατά 1% οδηγεί σε σωρευτική αύξηση των επιτοκίων κατά 1,5% μετά από 10 χρόνια. Ο Bulut (2012) δείχνει επιτέλους ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες με υψηλά διαρθρωτικά ελλείμματα πρέπει να αντισταθμίσουν τους κινδύνους αθέτησης με υψηλότερα επιτόκια.

Για το δεύτερο μισό της MDH, υπάρχει εντυπωσιακά λίγη εμπειρική βιβλιογραφία και επιπλέον είναι αντιφατική. Για μία ομάδα χωρών του ΟΟΣΑ, οι Heinemann και Winschel (2001) βρίσκουν ασύμμετρες αντιδράσεις από τις κυβερνήσεις που αντιμετωπίζουν μεταβαλλόμενες συνθήκες βιωσιμότητας (που ορίζονται από αυτούς ως η διαφορά μεταξύ πραγματικού ενδιαφέροντος και πραγματικών ρυθμών ανάπτυξης): Ενώ υπάρχει σαφής αντίδραση αύξησης των πρωτογενών πλεονασμάτων σε περιόδους επιδεινώνοντας τις συνθήκες βιωσιμότητας, η αντίδραση σε περιόδους βελτίωσης των συνθηκών είναι λιγότερο έντονη. Ωστόσο, η αντίδραση σε περίπτωση επιδεινούμενων συνθηκών είναι αργή και όχι αρκετά ισχυρή για να επιτύχει μια βιώσιμη κατάσταση του χρέους. Ο Bulut (2012) επιβεβαιώνει την πειθαρχημένη επίδραση των πιστωτικών αγορών στις κυβερνήσεις των αναπτυσσόμενων χωρών. Η Kula (2004) από την άλλη πλευρά δεν βρίσκει καμία αντίδραση των δημόσιων δανειοληπτών. Το MDH απορρίπτεται όσον αφορά τις ομοσπονδιακές πολιτείες των ΗΠΑ μεταξύ του 1973 και του 1998. Ωστόσο, παραδέχεται ότι μπορεί να υπάρξει πειθαρχική επίπτωση σε περίπτωση που οι κυβερνήσεις κινδυνεύουν να αποκοπούν από τις πιστωτικές αγορές.

Το φορολογικό σύμφωνο ως μηχανισμός πειθαρχίας θα μπορούσε έτσι να καταστεί ιδιαίτερα σημαντικό. Λαμβάνοντας υπόψη ότι το ΣΣΑ είχε πολύ περιορισμένο πειθαρχημένο αποτέλεσμα (Ioannou & Stracca, 2014), ότι ποτέ δεν έχει γίνει απόλυτα σεβαστό από την αρχή του (Afflatet, 2016) και ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δείχνει μεγάλη παραμέληση όσον αφορά την επιβολή κυρώσεων, υπάρχουν μόνο λίγα



σημάδια ότι οι κανόνες του δημοσιονομικού συμπεράσματος θα επιβάλουν αποτελεσματικά στο μέλλον τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις.

Υπήρχε πάντα μια σχέση μεταξύ κεντρικών τραπεζών και κυβερνήσεων. Δεδομένου ότι οι κεντρικές τράπεζες δημιουργούνται από κυβερνητική νομοθεσία και αντλούν τις εξουσίες τους από μια τέτοια νομοθεσία, δεν μπορούν να διαχωριστούν εντελώς από την κυβέρνηση. Η σημερινή συζήτηση αφορά τον κατάλληλο βαθμό διαχωρισμού.

Η ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας έχει προκύψει σε αυτήν την αναζήτηση μιας νέας σταθεράς («άγκυρας»). Οι προηγούμενες ρυθμίσεις είχαν επιβάλει διεθνή πειθαρχία σε χώρες, αλλά όταν πέρασαν στην ιστορία, η ευθύνη για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών επανήλθε στις εθνικές αρχές. Νέοι τρόποι έπρεπε να βρεθούν, στις αντικρουόμενες προτεραιότητες της χάραξης εθνικής πολιτικής, για να «αγκυρωθούν» οι τιμές έναντι των ενδογενών διογκώσεων στις πληθωριστικές πιέσεις.

Πέντε βασικές ερωτήσεις που προκύπτουν είναι:

- Γιατί η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας είναι ένα σημαντικό ζήτημα;
- Τι είναι η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας;
- Η αυξημένη ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας οδηγεί σε χαμηλότερο πληθωρισμό;
- Η προληπτική εποπτεία θέτει σε κίνδυνο την ανεξαρτησία; και
- Τι σημαίνει λογοδοσία;

Καμία από αυτές τις ερωτήσεις δεν έχει απλή απάντηση. Υπάρχουν και λειτουργούν διαφορετικά μοντέλα κεντρικών τραπεζών. Αυτό, πιστεύω, συμβαδίζοντας με τις διαφορετικές ιστορικές ρίζες των κεντρικών τραπεζών και τα διαφορετικά περιβάλλοντα στα οποία έχουν εξελιχθεί, μερικές φορές ωθούνται περισσότερο από τυχαία στοιχεία παρά από τη σκόπιμη πρόθεση των νομοθετών ή των κεντρικών τραπεζιτών. Οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες αυτές τις μέρες επιδιώκουν μια σειρά λειτουργιών, αλλά η έμφαση εδώ είναι στη νομισματική πολιτική. Αυτή είναι η λειτουργία που, από τη δεκαετία του 1970, ήταν το επίκεντρο της συζήτησης για την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών.

Στην Ευρώπη, μια απόφαση του Γερμανικού Συνταγματικού Δικαστηρίου ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) απέτυχε να δικαιολογήσει επαρκώς ένα πρόγραμμα αγορών περιουσιακών στοιχείων που ξεκίνησε το 2015, συγκλονίζει την πολιτική και οικονομική σκηνή. Ορισμένοι προτείνουν ότι θα μπορούσε να οδηγήσει στην εξάλειψη του ευρώ. Μπορεί να είναι δύσκολο με την πρώτη ματιά να καταλάβουμε γιατί. οι αγορές ήταν τεράστιες - περισσότερα από 2 τρισεκατομμύρια ευρώ του δημόσιου χρέους. Αλλά κατασκευάστηκαν πριν από χρόνια.

Η νομική σύγκρουση στην Ευρώπη έχει σημασία όχι μόνο επειδή η ΕΚΤ είναι η δεύτερη πιο σημαντική κεντρική τράπεζα στον κόσμο και όχι μόνο επειδή η παγκόσμια χρηματοπιστωτική σταθερότητα εξαρτάται από τη σταθερότητα της ευρωζώνης. Φέρνει επίσης στην επιφάνεια ποιο πρέπει να είναι ένα βασικό ερώτημα της σύγχρονης κυβέρνησης: Ποιος είναι ο σωστός ρόλος των κεντρικών τραπεζών; Ποια είναι η πολιτική βάση για τις ενέργειές τους; Ποιος, εάν κάποιος, πρέπει να επιβλέπει τις κεντρικές τράπεζες;

Καθώς επιβεβαιώθηκε το οικονομικό σοκ του COVID-19, οι κεντρικές τράπεζες είναι οι πρώτοι που ανταποκρίνονται στην οικονομική πολιτική. Κρατούν τα ηνία της παγκόσμιας οικονομίας. Αλλά σε αντίθεση με τα εθνικά ταμεία που ενεργούν από ψηλά με φορολόγηση και κρατικές δαπάνες, οι κεντρικές τράπεζες βρίσκονται στην αγορά. Ενώ τα Υπουργεία Οικονομικών έχουν προϋπολογισμούς περιορισμένους με κοινοβουλευτική ή κογκρέσο, η πυρηνική δύναμη της κεντρικής τράπεζας είναι ουσιαστικά απεριόριστη. Τα χρήματα που δημιουργούνται από τις κεντρικές τράπεζες εμφανίζονται μόνο στους ισολογισμούς τους, όχι στο χρέος του κράτους. Οι κεντρικές τράπεζες δεν χρειάζεται να αυξήσουν τους φόρους ή να βρουν αγοραστές του χρέους τους. Αυτό τους δίνει τεράστια δύναμη.

Πώς ασκείται αυτή η εξουσία και υπό ποιο καθεστώς αιτιολόγησης ορίζει τα όρια της οικονομικής πολιτικής; Το παράδειγμα των σύγχρονων κεντρικών τραπεζών που συζητείται στην σπαρτιατική δικαστική αίθουσα στη γερμανική πόλη Καρλσρούη δημιουργήθηκε πριν από μισό αιώνα εν μέσω της αναταραχής του πληθωρισμού και της πολιτικής αστάθειας της δεκαετίας του 1970. Τα τελευταία χρόνια, έχει υποστεί αυξανόμενο άγχος. Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών έχει επεκταθεί μαζικά.

Σε μεγάλο μέρος του κόσμου, ιδίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, αυτό έχει προκαλέσει αξιοσημείωτα μικρή δημόσια συζήτηση. Αν και οι δικαστικές διαφορές στη Γερμανία

είναι από πολλές απόψεις σκοτεινές, έχει το πλεονέκτημα να δώσει έμφαση σε αυτό το θεμελιώδες ζήτημα της σύγχρονης διακυβέρνησης. Αντιμέτωπος με την αβέβαια θέση του γερμανικού δικαστηρίου, μπορεί να είναι δελεαστικό να υποχωρήσει σε υπεράσπιση του status quo. Αυτό θα ήταν λάθος. Αν και είναι ατελές με πολλούς τρόπους, η απόφαση του δικαστηρίου αποκαλύπτει ένα πραγματικό χάσμα μεταξύ της πραγματικότητας της κεντρικής τραπεζικής του 21ου αιώνα και της συμβατικής κατανόησης της αποστολής της που κληρονομήθηκε από τον 20ο αιώνα. Αυτό που χρειαζόμαστε είναι ένα νέο νομισματικό σύνταγμα.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Aizenman, J. (2016). Optimal Currency Area: A 20th Century Idea for the 21st Century? (No. w22097). National Bureau of Economic Research.
- Artis, M. J. (2003). Reflections on the optimal currency area (OCA) criteria in the light of EMU. *International Journal of Finance & Economics*, 8(4), 297-307.
- Beck, K. (2013). Determinants of Business Cycles Synchronization in the European Union and the Euro Area. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 8(4), 25-48.
- Boot, A. W., Carletti, E., Haselmann, R., Kotz, H. H., Krahenen, J. P., Pelizzon, L., ... & Subrahmanyam, M. G. (2020). *The coronavirus and financial stability* (No. 78). SAFE Policy Letter.
- Costantini, M., Fragetta, M., & Melina, G. (2014). Determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU: An optimal currency area perspective. *European Economic Review*, 70, 337-349.
- De Grauwe, P. (2015). Design failures of the Eurozone. *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions*, 99-108.

- Fidrmuc, J. (2004). The endogeneity of the optimum currency area criteria, intra industry trade, and EMU enlargement. *Contemporary economic policy*, 22(1), 1-12.
- Gibson, H. D., Palivos, T., & Tavlas, G. S. (2014). The crisis in the Euro area: an analytic overview. *Journal of Macroeconomics*, 39, 233-239.
- Handler, H. (2013). The Eurozone: piecemeal approach to an optimum currency area. Austrian Institute of Economic Research, Working Paper, 446.
- Jager, J., & Hafner, K. A. (2013). The optimum currency area theory and the EMU. *Intereconomics*, 48(5), 315-322.
- Krugman, P. (2013). Revenge of the optimum currency area. *NBER Macroeconomics Annual*, 27(1), 439-448.
- Nicola, M., Alsafi, Z., Sohrabi, C., Kerwan, A., Al-Jabir, A., Iosifidis, C., ... & Agha, R. (2020). The socio-economic implications of the coronavirus and COVID-19 pandemic: a review. *International Journal of Surgery*.
- Pasimeni, P. (2014). An optimum currency crisis. *The European Journal of Comparative Economics*, 11(2), 173-204.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. (2020). The coronavirus debt threat. *The Wall Street Journal*, 26.
- Scharpf, F. W. (2015). Political legitimacy in a non-optimal currency area. *Democratic politics in a European Union under stress*, 19-47.
- Silvestre, J., Mendonça, A., & Passos, J. (2007). The shrinking endogeneity of optimum currency areas criteria: evidence from the European Monetary Union-A Beta Regression Approach.
- Alesina, Alberto, Filipe R. Campante, and Guido Tabellini. 2008. "Why Is Fiscal Policy Often Procyclical?" *Journal of the European Economic Association*. 6:5, pp. 1006-1036.
- Artis, Michael J. and Marco Buti. 2000. "Setting Medium Term Fiscal Targets in EMU," in A. Brunila, M. Buti and D. Franco (eds.), *The Stability and*

Growth Pact: the architecture of fiscal policy in the EMU. New York: Palgrave, pp.185-203.

- Beetsma, Roel and Xavier Debrun. 2004. "Reconciling Stability and Growth: Smart Pacts and Structural Reforms". IMF Staff Papers. 51:3.
- Bernanke, Ben S. 1983. "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment". The Quarterly Journal of Economics. 98:1, pp. 85-106.
- Cartenaro, M. and R. Morris. 2008. "Fiscal policy and implementation in EMU," in Francesco, Farina and Roberto Tamborini (eds.), Macroeconomic policy in the European Monetary Union: from the old to the new stability and growth pact. London: Routledge, pp. 20- 44.
- Kose, M Ayhan, Eswar S Prasad, and Marco E Terrones. 2005. "Growth and Volatility in an Era of Globalization." IMF Staff Papers. 52:31.
- Manasse, Paolo. 2005. "Deficit limits, budget rules, and fiscal policy." IMF working paper, 05/120.
- Missale, Alessandro. 2001. "Public Debt Management and the SGP," in A. Brunila, M. Buti and D. Franco (eds.), The Stability and Growth Pact: the architecture of fiscal policy in the EMU. New York: Palgrave, pp. 344-70.
- Poterba, James M., and Juergen von Hagen. 1999. Fiscal institutions and fiscal performance. Chicago, Ill: University of Chicago Press.
- von Hagen, Juergen and Charles Wyplosz. 2008. "EMU's Decentralized System of Fiscal Policy." Economic Papers- Directorate General for Economic and Monetary Affairs. 306, pp. 1- 24.
- von Hagen, Juergen, and Ian Harden. 1995. "Budget processes and commitment to fiscal discipline". European Economic Review. 39:3-4, pp. 771-79.
- von Hagen, Juergen and Hughes-Hallet, A. and Strauch, R. 2001. "Budgetary consolidation in EMU." European Commission Economic Paper no. 148.

- Wyplosz, Charles. 1999. “Economic Policy Coordination in EMU: Strategies and Institutions.” ZEI Policy Paper, B11.
- Krugman, P. R., Obstfeld, M., & Melitz, M. (2011). *International Economics: Theory and Policy* (Prentice Hall).
- Blinder, A. S. (2006). *Monetary policy today: sixteen questions and about twelve answers*. Center for Economic Policy Studies, Princeton University.
- Deutsche Bundesbank. (2011). „Financial Stability Review.“ Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
- Papademos, L. (2008). *Monetary policy communication and effectiveness*. In speech delivered at the Annual Meeting of the Allied Social Science Associations, New Orleans, LA.