

---

## Κεφάλαιο 1

# Το Κόστος ενός Κοινού Νομίσματος

---

### Εισαγωγή

**Τ**Ο ΚΟΣΤΟΣ της νομισματικής ένωσης για μία χώρα-μέλος προκύπτει από την απώλεια της δυνατότητας χρήσης ενός σημαντικού «εργαλείου» οικονομικής πολιτικής, η οποία αναπόφευκτα συνοδεύει την εγκατάλειψη του εθνικού νομίσματος. Πιο συγκεκριμένα, το κόστος προκαλείται από την αδυναμία άσκησης εθνικής νομισματικής πολιτικής. Σε μία ολοκληρωμένη νομισματική ένωση, η εθνική κεντρική τράπεζα μίας χώρας-μέλους παύει να υπάρχει ή αποδυναμώνεται πλήρως. Όταν μία χώρα εντάσσεται σε νομισματική ένωση, οι οικονομικές αρχές της χώρας δεν έχουν την δυνατότητα να μεταβάλλουν την τιμή του νομίσματος (με υποτιμήσεις ή ανατιμήσεις), να προσδιορίσουν την ποσότητα του νομίσματος που βρίσκεται σε κυκλοφορία ή να αλλάξουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια.

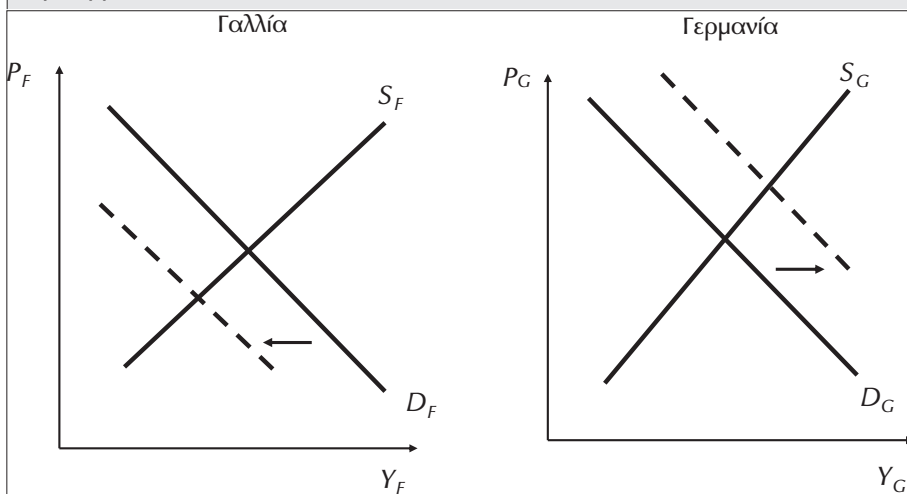
Μπορεί να αναρωτηθεί κανείς, σε αυτό το σημείο, ποιο είναι το όφελος μίας χώρας από την δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής (στην οποία συμπεριλαμβάνεται η διαχείριση της τιμής του νομίσματός της). Για πολλούς λόγους, αυτή η πολιτική είναι εξαιρετικά χρήσιμη για μία συγκεκριμένη χώρα. Για παράδειγμα, οι μεταβολές της τιμής του νομίσματος είναι ένα αποτελεσματικό «εργαλείο» οικονομικής πολιτικής, όταν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της χώρας απαιτούν προσαρμογές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στο Τμήμα 1.1 αυτού του κεφαλαίου, θα αναλύσουμε ορισμένα από αυτά τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, τα οποία δημιουργούν την ανάγκη μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Σε επόμενα τμήματα, θα εξετάσουμε πρόσθετους τρόπους επιβάρυνσης της οικονομίας μίας χώρας από την απώλεια της νομισματικής ανεξαρτησίας, σε συνδυασμό με εναλλακτικές μεθόδους χρηματοδότησης των ελλειμμάτων στους κυβερνητικούς προϋπολογισμούς.

Η ανάλυση που ακολουθεί σε αυτό το κεφάλαιο, είναι γνωστή ως «θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών» (“theory of optimum currency areas”). Αυτή η θεωρία, η οποία έχει πρωτεργάτες τον Mundell (1961), τον McKinnon (1963) και τον Kenen (1969), εστιάζει στην πλευρά του κόστους, στην ανάλυση κόστους-οφέλους της νομισματικής ένωσης.<sup>1</sup>

## 1.1 Μεταβολές στην ζήτηση (Mundell)

Ας θεωρήσουμε την περίπτωση μίας μεταβολής στην ζήτηση που εξέτασε ο Mundell (1961), στο περίφημο άρθρο του για τις άριστες νομισματικές περιοχές.<sup>2</sup> Ας υποθέσουμε αρχικά ότι δύο χώρες, τις οποίες θα αποκαλούμε Γαλλία και Γερμανία, έχουν σχηματίσει μία νομισματική ένωση. Με αυτό εννοούμε ότι οι δύο χώρες έχουν εγκαταλείψει τα εθνικά νομίσματά τους και χρησιμοποιούν ένα κοινό νόμισμα (ευρώ-euro), το οποίο κυκλοφορεί και διαχειρίζεται μία κοινή κεντρική τράπεζα (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα - European Central Bank - ECB). Στην συνέχεια, ας υποθέσουμε ότι οι καταναλωτές στρέφουν για κάποιον λόγο τις προτιμήσεις τους από τα προϊόντα που παράγονται στην Γαλλία προς τα

**Διάγραμμα 1.1** Συνολική ζήτηση και συνολική προσφορά στην Γαλλία και την Γερμανία.



1 Για επισκοπήσεις αυτής της βιβλιογραφίας, βλ. Ishiyama (1975), Tower and Willett (1976) και Mongelli (2002).

2 Βλ. Mundell (1961).

προϊόντα που παράγονται στην Γερμανία. Οι συνέπειες αυτής της ασύμμετρης διαταραχής στην συνολική ζήτηση παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 1.1.

Οι ευθείες στο Διάγραμμα 1.1 είναι οι συνήθεις ευθείες συνολικής ζήτησης και συνολικής προσφοράς μίας ανοικτής οικονομίας, τις οποίες συναντάμε στα περισσότερα εγχειρίδια Μακροοικονομικής.<sup>3</sup> Οι ευθείες συνολικής ζήτησης έχουν αρνητική κλίση, η οποία δείχνει ότι οι αυξήσεις του εγχώριου επιπέδου τιμών προκαλούν μειώσεις της ζήτησης για το εγχώριο προϊόν (και αντίστροφα).<sup>4</sup> Οι ευθείες συνολικής προσφοράς έχουν θετική κλίση, η οποία δείχνει ότι οι αυξήσεις του εγχώριου επιπέδου τιμών προκαλούν -σε περιβάλλον ανταγωνιστικών αγορών- αυξήσεις της προσφοράς προϊόντος από τις εγχώριες επιχειρήσεις που ωφελούνται από την άνοδο των τιμών και αυξάνουν την κερδοφορία τους (και αντίστροφα). Οι θέσεις των ευθειών συνολικής προσφοράς στο διάγραμμα προσδιορίζονται από την τιμή της εργασίας (τον ονομαστικό μισθό) και τις τιμές των υπόλοιπων παραγωγικών συντελεστών (για παράδειγμα, την τιμή της ενέργειας, τις τιμές των εισαγόμενων εισροών κλπ), τις οποίες υποθέτουμε σταθερές. Πιθανές μεταβολές στις τιμές των παραγωγικών συντελεστών θα μετατοπίσουν τις ευθείες συνολικής προσφοράς.

Η ασύμμετρη διαταραχή στην συνολική ζήτηση παρουσιάζεται στο διάγραμμα με την μετατόπιση της ευθείας συνολικής ζήτησης στην Γερμανία προς τα πάνω-δεξιά και την μετατόπιση της ευθείας συνολικής ζήτησης στην Γαλλία προς τα κάτω-αριστερά. Όπως θα διαπιστώσουμε αργότερα, ο προσωρινός ή μόνιμος χαρακτήρας αυτών των μετατοπίσεων έχει ιδιαίτερη σημασία. Σε αυτό το σημείο της ανάλυσής μας, θα υποθέσουμε ότι οι μετατοπίσεις των ευθειών συνολικής ζήτησης που οφείλονται σε μεταβολή των προτιμήσεων των καταναλωτών, είναι μόνιμες. Παρατηρώντας το διάγραμμα, βλέπουμε ότι οι μετατοπίσεις των ευθειών συνολικής ζήτησης προκαλούν πτώση του επιπέδου ισορροπίας του προϊόντος στην Γαλλία και άνοδο του επιπέδου ισορροπίας του προϊόντος στην Γερμανία. Αυτό το αποτέλεσμα πιθανότατα οδηγεί σε αύξηση της ανεργίας στην Γαλλία και σε μείωση της ανεργίας στην Γερμανία.

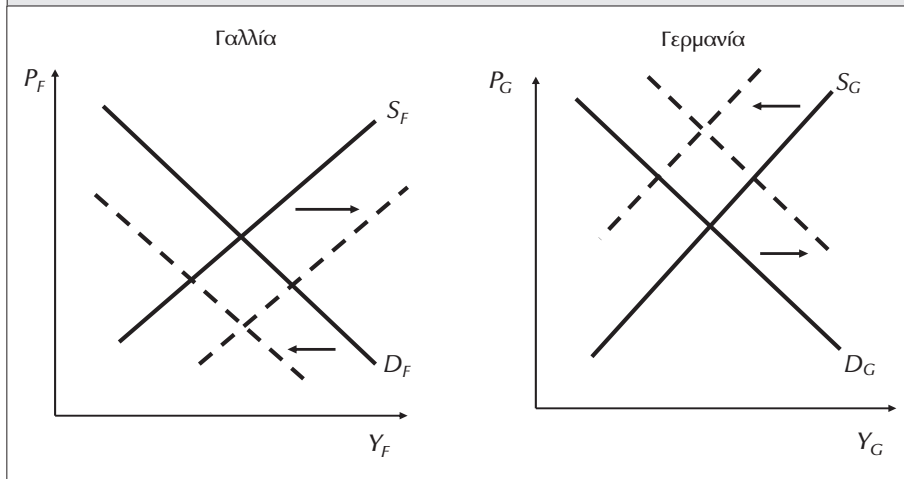
Και στις δύο χώρες θα εμφανισθούν προβλήματα προσαρμογής. Η γαλλική οικονομία θα υποστεί συνέπειες από την μείωση της παραγωγικής δραστηριότητας και την αύξηση του ποσοστού ανεργίας. Η γερμανική οικονομία θα

3 Βλ. Krugman and Wells (2005), Mankiw (2006) ή Blanchard (2008).

4 Πρόκειται για το αποτέλεσμα υποκατάστασης μίας αύξησης των τιμών. Εκτός από αυτό, στην συνήθη ανάλυση συνολικής ζήτησης, υπάρχει επίσης ένα νομισματικό αποτέλεσμα. Μία αύξηση του εγχώριου επιπέδου τιμών προκαλεί μείωση του αποθέματος πραγματικών ρευστών διαθέσιμων και ασκεί αυξητική επίδραση στο εγχώριο πραγματικό επιτόκιο. Στην συνέχεια, η αύξηση του εγχώριου πραγματικού επιτοκίου οδηγεί σε μείωση της συνολικής ζήτησης (βλ. De Grauwe 1983). Σε αυτό το σημείο της ανάλυσής μας, αγνοούμε το νομισματικό αποτέλεσμα και εστιάζουμε στο αποτέλεσμα υποκατάστασης.

βρεθεί αντιμέτωπη με ανοδικές πιέσεις στο εγχώριο επίπεδο τιμών (αυξημένος πληθωρισμός). Το ερώτημα που προκύπτει, είναι το εξής: Υπάρχει κάποιος μηχανισμός αυτόματης εξισορρόπησης στις δύο οικονομίες; Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα είναι καταφατική. Για την ακρίβεια, υπάρχουν δύο μηχανισμοί που μπορούν να επαναφέρουν αυτόματα τις δύο οικονομίες σε κατάσταση ισορροπίας. Ο πρώτος από αυτούς βασίζεται στην ευελιξία των μισθών (wage flexibility) και ο δεύτερος στην κινητικότητα της εργασίας (mobility of labour).

**Διάγραμμα 1.2** Η διαδικασία αυτόματης προσαρμογής.



(1) *Ευελιξία των μισθών.* Αν οι μισθοί στην Γαλλία και την Γερμανία είναι ευέλικτοι, μπορεί κανείς να προβλέψει τις ακόλουθες εξελίξεις. Στην Γαλλία, οι άνεργοι θα περιορίσουν τις μισθολογικές απαιτήσεις τους και θα δεχτούν να εργασθούν με χαμηλότερους μισθούς. Στην Γερμανία, αντιθέτως, η υπερβάλλουσα ζήτηση στην αγορά εργασίας θα ασκήσει ανοδικές πιέσεις στους μισθούς. Τα αποτελέσματα αυτού του μηχανισμού αυτόματης προσαρμογής παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 1.2. Η πτώση των μισθών στην Γαλλία θα οδηγήσει σε μείωση του κόστους παραγωγής και αύξηση της προσφοράς προϊόντος, δηλαδή σε μετατόπιση της ευθείας συνολικής προσφοράς της Γαλλίας προς τα κάτω-δεξιά. Η άνοδος των μισθών στην Γερμανία θα προκαλέσει αύξηση του κόστους παραγωγής και μείωση της προσφοράς προϊόντος, δηλαδή μετατόπιση της ευθείας συνολικής προσφοράς της Γερμανίας προς τα πάνω-αριστερά. Αυτές οι μετατοπίσεις των ευθειών συνολικής προσφοράς οδηγούν σε μία νέα ισορροπία, η επίτευξη της οποίας επηρεάζει τις τιμές και την ανταγωνιστικότητα των προϊόντων. Στην Γαλλία, το επίπεδο τιμών θα μειωθεί, αυξάνοντας την

ανταγωνιστικότητα των γαλλικών προϊόντων και ενδυναμώνοντας την συνολική ζήτηση. Αντίστροφες εξελίξεις θα εμφανισθούν στην Γερμανία.

Επίσης, πρέπει να σημειωθεί ότι οι δευτερεύουσες επιδράσεις στην συνολική ζήτηση που εμφανίζονται, ενισχύουν τον μηχανισμό αυτόματης προσαρμογής. Η άνοδος των μισθών και του επιπέδου τιμών στην Γερμανία, η οποία βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα των γαλλικών προϊόντων, θα μετατοπίσει την ευθεία συνολικής ζήτησης της Γαλλίας προς τα πάνω-δεξιά. Αντιθέτως, η πτώση των μισθών και του επιπέδου τιμών στην Γαλλία, η οποία περιορίζει την ανταγωνιστικότητα των γερμανικών προϊόντων, θα μετατοπίσει την ευθεία συνολικής ζήτησης της Γερμανίας προς τα κάτω-αριστερά.

(2) *Κινητικότητα της εργασίας*. Ο δεύτερος μηχανισμός που οδηγεί σε νέα ισορροπία τις δύο οικονομίες, είναι η κινητικότητα της εργασίας. Η υπερβάλλουσα ζήτηση και οι αυξημένοι μισθοί στην αγορά εργασίας της Γερμανίας θα προσελκύσουν τους ανέργους της Γαλλίας, οι οποίοι θα μεταναστεύσουν στην Γερμανία για να εργασθούν. Αυτή η μετακίνηση εργαζομένων θα περιορίσει την πρωτοκλή τάση των μισθών στην Γαλλία και την αυξητική τάση των μισθών στην Γερμανία. Με αυτόν τον τρόπο, το πρόβλημα ανεργίας της Γαλλίας θα αντιμετωπισθεί και οι πληθωριστικές πιέσεις (από το αυξημένο κόστος παραγωγής) στην Γερμανία θα εξασθενίσουν.

Η προηγηθείσα ανάλυση οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα προβλήματα προσαρμογής της Γαλλίας και της Γερμανίας θα λυθούν αυτόματα, αν οι μισθοί είναι ευέλικτοι ή/και η κινητικότητα της εργασίας ανάμεσα στις δύο χώρες είναι επαρκώς υψηλή. Ωστόσο, αν δεν πληρούνται αυτές οι δύο προϋποθέσεις, τα προβλήματα προσαρμογής των δύο χωρών δεν θα αντιμετωπισθούν. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι η άνοδος της ανεργίας δεν οδηγεί σε πτώση των μισθών στην Γαλλία και οι Γάλλοι άνεργοι δεν μεταναστεύουν στην Γερμανία. Σε αυτήν την περίπτωση, η γαλλική οικονομία θα παραμένει παγιδευμένη στην κατάσταση ανισορροπίας που παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 1.1. Από την άλλη πλευρά, η υπερβάλλουσα ζήτηση στην αγορά εργασίας της Γερμανίας θα συνεχίσει να ασκεί ανοδικές πιέσεις στους μισθούς και στο κόστος παραγωγής, μετατοπίζοντας την ευθεία συνολικής προσφοράς της Γερμανίας προς τα πάνω-αριστερά. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, η ισορροπία πρέπει να αποκατασταθεί αποκλειστικά μέσω της ανόδου του επιπέδου τιμών στην Γερμανία. Οι αυξήσεις των τιμών στα γερμανικά προϊόντα θα βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα των γαλλικών προϊόντων και θα μετατοπίσουν την ευθεία συνολικής ζήτησης της Γαλλίας προς τα πάνω-δεξιά. Επομένως, αν οι μισθοί στην Γαλλία δεν μειωθούν, η διαδικασία αποκατάστασης της ισορροπίας θα προκαλέσει έξαρση του πληθωρισμού στην Γερμανία.

Ποιες θα ήταν οι εξελίξεις, όμως, αν οι δύο χώρες δεν συμμετείχαν στην νομισματική ένωση; Σε αυτήν την περίπτωση, οι οικονομικές αρχές των δύο

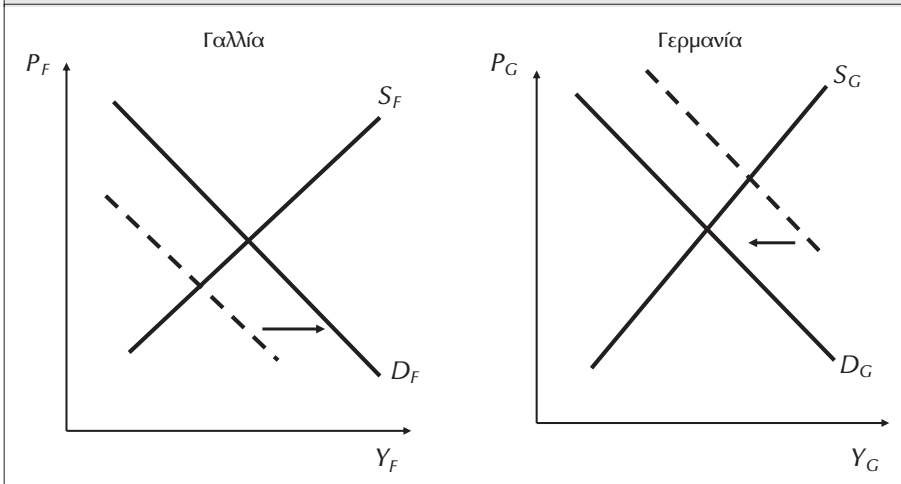
χωρών θα μπορούσαν να ασκήσουν κατάλληλες εθνικές νομισματικές πολιτικές, προκειμένου να λύσουν τα προβλήματα προσαρμογής που δημιουργεί η ασύμμετρη διαταραχή της ζήτησης. Οι οικονομικές αρχές των χωρών που διατηρούν την νομισματική ανεξαρτησία τους, έχουν στην διάθεσή τους αρκετά μέσα νομισματικής πολιτικής. Σε αυτό το σημείο, θα περιγράψουμε δύο μεθόδους που είναι δυνατόν να επιλεγούν, ανάλογα με το σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών στο οποίο συμμετέχουν οι χώρες. Θα θεωρήσουμε δύο διαφορετικά συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στο πρώτο σύστημα, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι κυμαινόμενες, όπως συμβαίνει στο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών που συμμετέχουν οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιαπωνία. Σε αυτό το συναλλαγματικό περιβάλλον, οι οικονομικές αρχές των χωρών μπορούν να μεταβάλλουν κατάλληλα τα εγχώρια επιτόκια, προκειμένου να επιτυγχάνουν συγκεκριμένους μακροοικονομικούς στόχους. Στο δεύτερο σύστημα, τα εθνικά νομίσματα έχουν προσδεθεί σε κάποιο ξένο νόμισμα, όπως συμβαίνει με το εθνικό νόμισμα της Δανίας και το ευρώ ή με τα εθνικά νομίσματα της Κίνας και διαφόρων χωρών της Λατινικής Αμερικής και το δολάριο. Σε αυτό το συναλλαγματικό περιβάλλον, οι οικονομικές αρχές των χωρών μπορούν να υποτιμούν ή να ανατιμούν τα εθνικά νομίσματα.

Ας υποθέσουμε ότι η Γαλλία και η Γερμανία συμμετέχουν σε ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σε αυτό το συναλλαγματικό περιβάλλον, οι οικονομικές αρχές της Γαλλίας μπορούν να μειώσουν το εγχώριο επιτόκιο (ασκώντας επεκτατική νομισματική πολιτική), για να τονώσουν την συνολική ζήτηση. Από την άλλη πλευρά, οι οικονομικές αρχές της Γερμανίας μπορούν να αυξήσουν το εγχώριο επιτόκιο (ασκώντας συσταλτική νομισματική πολιτική), για να περιορίσουν την συνολική ζήτηση. Αν οι οικονομικές αρχές της Γαλλίας και της Γερμανίας ασκήσουν αυτές τις νομισματικές πολιτικές, το γαλλικό φράγκο θα υποτιμηθεί, το γερμανικό μάρκο θα ανατιμηθεί και τα γαλλικά προϊόντα θα γίνουν πιο ανταγωνιστικά από τα γερμανικά προϊόντα. Τόσο οι μεταβολές των επιτοκίων όσο και οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών θα αυξήσουν την συνολική ζήτηση στην Γαλλία και θα μειώσουν την συνολική ζήτηση στην Γερμανία, προσφέροντας μία λύση στα προβλήματα προσαρμογής των δύο χωρών.

Στην συνέχεια, ας υποθέσουμε ότι η Γαλλία και η Γερμανία έχουν προσδέσει τα εθνικά νομίσματά τους. Σε αυτό το συναλλαγματικό περιβάλλον, οι οικονομικές αρχές των δύο χωρών μπορούν να υποτιμήσουν το φράγκο, να ανατιμήσουν το μάρκο και να επιτύχουν παρόμοια αποτελέσματα. Η υποτίμηση του φράγκου θα αυξήσει την ανταγωνιστικότητα των γαλλικών προϊόντων και θα τονώσει την συνολική ζήτηση στην Γαλλία. Η ανατίμηση του μάρκου θα μειώσει την ανταγωνιστικότητα των γερμανικών προϊόντων και θα περιορίσει την συνολική ζήτηση στην Γερμανία.

Οι συνέπειες αυτών των εθνικών νομισματικών πολιτικών παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 1.3. Η επεκτατική νομισματική πολιτική των οικονομικών αρχών της Γαλλίας (ή, στην περίπτωση του δεύτερου συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών, η υποτίμηση του φράγκου) μετατοπίζει την ευθεία συνολικής ζήτησης της Γαλλίας προς τα πάνω και δεξιά (αύξηση συνολικής ζήτησης). Στην Γερμανία συμβαίνει το αντίθετο. Η συσταλτική νομισματική πολιτική (ή, στην περίπτωση του δεύτερου συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών, η ανατίμηση του μάρκου) μετατοπίζει την ευθεία συνολικής ζήτησης της Γερμανίας προς τα κάτω και αριστερά (μείωση συνολικής ζήτησης).

**Διάγραμμα 1.3** Συνέπειες της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής στην Γαλλία και της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής στην Γερμανία.



Αυτές οι μετατοπίσεις των ευθειών συνολικής ζήτησης επαναφέρουν τις δύο χώρες σε κατάσταση ισορροπίας. Το πρόβλημα ανεργίας της Γαλλίας αντιμετωπίζεται και η Γερμανία αποφεύγει τις πληθωριστικές πιέσεις. Και αυτά τα αξιοσημείωτα αποτελέσματα επιτυγχάνονται με την χρησιμοποίηση ενός μόνου μέσου νομισματικής πολιτικής. (Ο αναγνώστης πιθανότατα θα έχει την αίσθηση ότι αυτή η λύση των προβλημάτων προσαρμογής μοιάζει πολύ εύκολη, για να είναι αληθινή! Και πραγματικά, έτσι είναι. Στο σημείο αυτό, όμως, παρουσιάζουμε απλώς την θεωρία του Mundell. Αργότερα, στο Κεφάλαιο 2, θα διατυπώσουμε την κριτική μας.)

Αντιθέτως, όταν η Γαλλία και η Γερμανία συμμετέχουν σε μία νομισματική ένωση, οι οικονομικές αρχές τους δεν έχουν την δυνατότητα να ασκήσουν ανεξάρτητες νομισματικές πολιτικές. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, η Γαλλία



αντιμετωπίζει επίμονο πρόβλημα ανεργίας, το οποίο μπορεί να λυθεί μόνον με αποπληθωρισμό. Με αυτήν την έννοια, μπορούμε να πούμε ότι η συμμετοχή στην νομισματική ένωση επιβαρύνει την Γαλλία με κάποιο κόστος, όταν η χώρα αυτή αντιμετωπίζει τις αρνητικές επιδράσεις μίας διαταραχής της ζήτησης. Από την άλλη πλευρά, η συμμετοχή στη νομισματική ένωση επιβαρύνει με κάποιο κόστος και την Γερμανία, επειδή η οικονομία της δέχεται πληθωριστικές πιέσεις.

Ας ανακεφαλαιώσουμε, όμως, τα κυριότερα συμπεράσματα αυτής της ενότητας. Μετά από μία ασύμμετρη διαταραχή της ζήτησης, όταν οι μισθοί είναι άκαμπτοι και η κινητικότητα της εργασίας είναι περιορισμένη, οι χώρες που συμμετέχουν σε μία νομισματική ένωση δυσκολεύονται να λύσουν τα προβλήματα προσαρμογής περισσότερο από τις χώρες που έχουν διατηρήσει τα εθνικά νομίσματά τους και μπορούν να κάνουν υποτιμήσεις ή ανατιμήσεις. (Στο Πλαίσιο 1.1, θα δούμε αν αυτό το συμπέρασμα διατηρεί την ισχύ του, όταν η διαταραχή της ζήτησης είναι σύμμετρη.) Στην τελευταία περίπτωση, οι εθνικές νομισματικές πολιτικές (οι οποίες ασκούνται με μεταβολές των επιτοκίων ή/και των συναλλαγματικών ισοτιμιών) προσδίδουν κάποια ευελιξία, σε ένα σύστημα που είναι εξαιρετικά δύσκαμπτο. Με άλλα λόγια, δύο ή περισσότερες χώρες συνιστούν άριστη νομισματική περιοχή και μπορούν να ωφεληθούν από την συμμετοχή σε μία νομισματική ένωση, αν ικανοποιείται μία από τις ακόλουθες συνθήκες: (α) Αν υπάρχει επαρκής ευελιξία μισθών, (β) Αν υπάρχει επαρκής κινητικότητα εργασίας.

---

## 1.2 Νομισματική ανεξαρτησία και κυβερνητικοί προϋπολογισμοί

Οι χώρες που εντάσσονται σε νομισματική ένωση, χάνουν την νομισματική ανεξαρτησία τους. Σύμφωνα με την επιχειρηματολογία του Τμήματος 1.1, οι οικονομικές αρχές αυτών των χωρών έχουν περιορισμένη δυνατότητα αντιμετώπισης ασύμμετρων διαταραχών. Αυτό είναι το κεντρικό νόημα της παραδοσιακής θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών, η οποία διατυπώθηκε από τον Mundell (1961). Ωστόσο, η θεωρία του Mundell δεν είναι πλήρης, επειδή παραγνωρίζει μία άλλη σημαντική επίπτωση από την απώλεια της νομισματικής ανεξαρτησίας. Η ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση επηρεάζει δραματικά την δυνατότητα των κυβερνήσεων της χώρας να χρηματοδοτούν τα ελλείμματα των προϋπολογισμών τους. Παρ' όλη την εξαιρετική σημασία της, η προαναφερθείσα επίπτωση περιέργως υποβαθμίστηκε ή



αγνοήθηκε, μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη, το 2010! Ας εξετάσουμε, λοιπόν, αναλυτικότερα αυτό το ζήτημα.<sup>5</sup>

Οι κυβερνήσεις των χωρών-μελών μίας νομισματικής ένωσης εκδίδουν χρεόγραφα σε νόμισμα που δεν ελέγχουν. Για παράδειγμα, όταν η Γαλλία, η Γερμανία και η Ισπανία εντάχθηκαν στην Ευρωζώνη, οι κυβερνήσεις τους έπαψαν να εκδίδουν χρεόγραφα στα εθνικά νομίσματά τους (Γαλλικό φράγκο, Γερμανικό μάρκο και Ισπανική πεσέτα), στα οποία είχαν πλήρη έλεγχο. Μετά την ένταξή τους στην Ευρωζώνη, οι κυβερνήσεις αυτών των χωρών εκδίδουν χρεόγραφα σε ευρώ, ένα νόμισμα που καμία δεν ελέγχει. Αυτή η εξέλιξη είχε μία θεμελιώδη επίπτωση. Όπως θα διαπιστώσουμε στις επόμενες παραγράφους αυτής της ενότητας, λόγω της απώλειας της νομισματικής ανεξαρτησίας, οι χρηματοοικονομικές αγορές απέκτησαν την ισχύ να οδηγούν σε αναγκαστική χρεοκοπία (αθέτηση υποχρεώσεων εξυπηρέτησης χρέους) αυτές τις χώρες. Αντιθέτως, ο προαναφερθείς κίνδυνος είναι πολύ περιορισμένος στις χώρες που δεν συμμετέχουν σε νομισματική ένωση και οι κυβερνήσεις τους διατηρούν τον έλεγχο των εθνικών νομισμάτων, στα οποία εκδίδουν τα χρεόγραφά τους. Αυτές οι χώρες δύσκολα μπορεί να οδηγηθούν σε αναγκαστική χρεοκοπία από τις χρηματοοικονομικές αγορές.

Για να εξηγήσουμε αυτήν την αντίθεση, θα αναλύσουμε λεπτομερώς τις χρηματοοικονομικές συνέπειες που προκύπτουν, όταν οι επενδυτές αρχίζουν να αμφιβάλλουν για την φερεγγυότητα της κυβέρνησης μίας χώρας και την ικανότητα εξυπηρέτησης του χρέους της. Στην ανάλυσή μας, θα θεωρήσουμε χώρες-αντιπροσώπους από τις δύο διαφορετικές κατηγορίες χωρών: το Ηνωμένο Βασίλειο ως τυπική «μοναχική» χώρα (με έλεγχο του εθνικού νομίσματος) και την Ισπανία ως τυπική χώρα-μέλος νομισματικής ένωσης (με απώλεια νομισματικής ανεξαρτησίας).<sup>6</sup>

#### Πλαίσιο 1.1 Σύγκριση σύμμετρων και ασύμμετρων διαταραχών

Όπως διαπιστώσαμε, η εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών δημιουργεί κόστος προσαρμογής σε μία νομισματική ένωση, όταν η ευελιξία των αγορών εργασίας είναι περιορισμένη ή ανύπαρκτη. Όμως, η περίπτωση των σύμμετρων διαταραχών είναι πολύ διαφορετική. Για να συγκρίνουμε τις δύο μορφές διαταραχών (σύμμετρες και ασύμμετρες), θα εξετάσουμε μία σύμμετρη διαταραχή ζήτησης, χρησιμοποιώντας το ίδιο υπόδειγμα συνολικής ζήτησης και συνολικής προσφοράς δύο χωρών, που παρουσιάσαμε στο Διάγραμμα 1.1. Πιο συγκεκριμένα, θα θεωρήσουμε μία διαταραχή ζήτησης που προκαλεί ισομεγέθεις μετατοπίσεις προς τα κάτω και αριστερά στις ευθείες συνολικής ζήτησης της Γαλλίας και της Γερμανίας. Οι συνέπειες παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 1.4.

5 Οι επόμενες ενότητες βασίζονται στο De Grauwe (2011).

6 Βλ. Kopf (2011) για μία εμβριθή ανάλυση και Winkler (2011) για μία ενδιαφέρουσα σύγκριση με το τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ στον 19<sup>ο</sup> αιώνα.

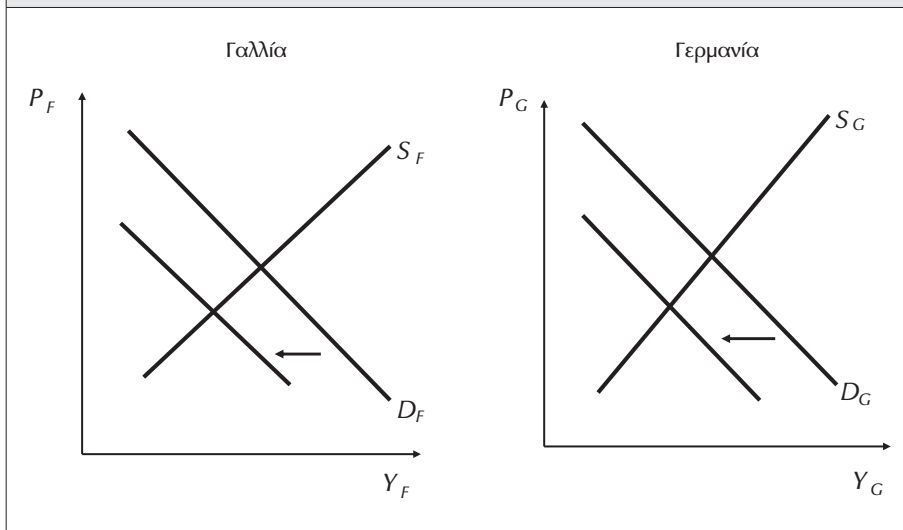
Αν η Γαλλία και η Γερμανία συμμετέχουν σε νομισματική ένωση, είναι δυνατόν να αντιμετωπισθούν οι αρνητικές συνέπειες από μία τέτοια σύμμετρη διαταραχή ζήτησης; Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα είναι καταφατική, τουλάχιστον θεωρητικά. Σε μία νομισματική ένωση, η κοινή κεντρική τράπεζα (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα - European Central Bank - ECB) έχει αποκλειστική αρμοδιότητα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Επίσης, επειδή οι αγορές χρήματος είναι πλήρως ενοποιημένες σε μία νομισματική ένωση, υπάρχει μόνον ένα βασικό επιτόκιο. Επομένως, η διοίκηση της κοινής κεντρικής τράπεζας μπορεί να μειώσει αυτό το επιτόκιο, χρησιμοποιώντας το εργαλείο της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής που έχει στην διάθεσή της, προκειμένου να τονώσει την συνολική ζήτηση και στις δύο χώρες. Αντιλαμβανόμαστε ότι η διαφορά με την περίπτωση της ασύμμετρης διαταραχής ζήτησης είναι σημαντική. Όταν η διαταραχή ζήτησης είναι σύμμετρη, η κοινή κεντρική τράπεζα μπορεί να παρέμβει, χρησιμοποιώντας ένα εργαλείο για την αντιμετώπιση ενός κοινού προβλήματος μειωμένης συνολικής ζήτησης και στις δύο χώρες. Αντιθέτως, όταν η διαταραχή ζήτησης είναι ασύμμετρη, η κοινή κεντρική τράπεζα δεν μπορεί να παρέμβει, επειδή είναι αδύνατον με ένα εργαλείο να αντιμετωπίσει δύο εντελώς διαφορετικά προβλήματα: Την μειωμένη συνολική ζήτηση στην Γαλλία και την αυξημένη συνολική ζήτηση στην Γερμανία. Αν η κοινή κεντρική τράπεζα μειώσει το επιτόκιο για να τονώσει την συνολική ζήτηση στην Γαλλία, η παρέμβασή της θα αυξήσει την ένταση των πληθωριστικών πιέσεων στην Γερμανία. Από την άλλη πλευρά, αν η κοινή κεντρική τράπεζα αυξήσει το επιτόκιο για να περιορίσει τις πληθωριστικές πιέσεις στην Γερμανία, η παρέμβασή της θα συρρικνώσει ακόμη περισσότερο την μειωμένη συνολική ζήτηση στην Γαλλία και θα επιδεινώσει το πρόβλημα ανεργίας σε αυτήν την χώρα.

Επίσης, έχει ενδιαφέρον η παρουσίαση των εξελίξεων στο εναλλακτικό σενάριο, όταν οι δύο χώρες δεν συμμετέχουν σε νομισματική ένωση και αντιμετωπίζουν σύμμετρη διαταραχή ζήτησης. Σε αυτές τις συνθήκες, η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος είναι μία αποτελεσματική πολιτική; Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα είναι αρνητική. Ας υποθέσουμε ότι οι νομισματικές αρχές της Γαλλίας υποτιμούν το φράγκο. Αυτή η ενέργεια θα τονώσει την συνολική ζήτηση στην Γαλλία, αλλά θα πλήξει την γερμανική οικονομία. Η ευθεία συνολικής ζήτησης της Γαλλίας θα μετατοπισθεί προς τα πάνω και δεξιά, ενώ η ευθεία συνολικής ζήτησης της Γερμανίας θα μετατοπισθεί περισσότερο προς τα κάτω και αριστερά. Με αυτόν τον τρόπο, η Γαλλία ουσιαστικά λύνει τα προβλήματα προσαρμογής της, εξάγοντάς τα στην Γερμανία! Κατά πάσα πιθανότητα, οι νομισματικές αρχές της Γερμανίας θα αντιδράσουν, προχωρώντας σε υποτίμηση του μάρκου. Επομένως, ο κίνδυνος μίας αλληλουχίας (ενός σπινάλ) υποτιμήσεων είναι ορατός. Τελικά, η πολιτική υποτίμησης του εθνικού νομίσματος θα χάσει ολοσχερώς την αποτελεσματικότητά της. Για να αποφύγουν αυτήν την εξέλιξη, οι νομισματικές αρχές των δύο χωρών θα χρειασθεί να συντονίσουν τις ενέργειες και τις πολιτικές τους. Όμως, ένας τέτοιος συντονισμός δεν είναι καθόλου εύκολος, όταν εμπλέκονται οι νομισματικές αρχές δύο ανεξάρτητων χωρών, με αντικρουόμενα οικονομικά συμφέροντα. Αντιθέτως, σε μία νομισματική ένωση, αυτή η νομισματική συνεργασία είναι θεσμικά κατοχυρωμένη. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το περιβάλλον της νομισματικής ένωσης είναι ελκυστικότερο και προτιμότερο από το περιβάλλον της νομισματικής

ανεξαρτησίας, όταν οι χώρες αντιμετωπίζουν σύμμετρες διαταραχές. Ωστόσο, όταν οι διαταραχές είναι ασύμμετρες, το πλεονέκτημα της νομισματικής ένωσης εξαφανίζεται.

Πρέπει να σημειώσουμε ότι η ανάλυσή μας βασίστηκε στην σιωπηρή υπόθεση ότι η κοινή κεντρική τράπεζα (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα - European Central Bank - ECB) μπορεί να διαχειρισθεί αποτελεσματικά την συνολική ζήτηση στην νομισματική ένωση. Για πολλούς λόγους, όμως, η δυνατότητα της νομισματικής πολιτικής να τονώσει την συνολική ζήτηση είναι περιορισμένη. Βέβαια, η ίδια κριτική μπορεί να ασκηθεί και στην πολιτική υποτίμησης του εθνικού νομίσματος. Όταν οι χώρες διατηρούν την νομισματική ανεξαρτησία τους και οι νομισματικές αρχές χρησιμοποιούν τις μεταβολές των ισοτιμιών ως μέσο αντιμετώπισης ασύμμετρων διαταραχών, η συναλλαγματική πολιτική εμφανίζει περιορισμούς και αδυναμίες. Στο Κεφάλαιο 2, θα επανέλθουμε στην εξέταση αυτών των ζητημάτων.

**Διάγραμμα 1.4** Σύμμετρες διαταραχές.



## Ηνωμένο Βασίλειο

Ας παραθέσουμε τις πιθανές εξελίξεις, αν οι επενδυτές αρχίσουν να φοβούνται ότι η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου ενδέχεται να αθετήσει τις υποχρεώσεις εξυπηρέτησης του χρέους της. Εξαιτίας αυτού του φόβου, οι επενδυτές θα πουλήσουν κυβερνητικά ομόλογα του Ηνωμένου Βασιλείου, αυξάνοντας τις αποδόσεις αυτών των χρεογράφων. Στην συνέχεια, οι επενδυτές πιθανότατα θα μετατρέψουν σε άλλα νομίσματα τις λίρες που θα αποκτήσουν

από αυτές τις πωλήσεις, αυξάνοντας την προσφορά λιρών στην αγορά ξένου συναλλάγματος. Η τιμή της λίρας (ισοτιμία) θα ακολουθήσει πτωτική πορεία στην αγορά συναλλάγματος, μέχρι να υπάρξει αρκετό ενδιαφέρον για αγορά λιρών, που θα απορροφήσει την αυξημένη προσφορά τους. Το αποτέλεσμα της λειτουργίας του προαναφερθέντα μηχανισμού είναι η παραμονή αυτών των λιρών στην αγορά χρήματος του Ηνωμένου Βασιλείου και η επένδυσή τους αργότερα σε χρηματοοικονομικά στοιχεία της ίδιας χώρας. Με άλλα λόγια, το απόθεμα χρήματος του Ηνωμένου Βασιλείου θα παραμείνει αμετάβλητο. Ένα μέρος αυτών των λιρών πιθανότατα θα επενδυθεί ξανά σε κυβερνητικά χρεόγραφα του Ηνωμένου Βασιλείου. Αν δεν συμβεί αυτό, η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου ενδέχεται να αντιμετωπίσει δυσκολίες στην προσπάθεια αναχρηματοδότησης του χρέους της, με ανεκτά επιτόκια. Ακόμη και σε αυτήν την δυσμενή εξέλιξη, όμως, η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου έχει την δυνατότητα να προσφύγει στην Τράπεζα της Αγγλίας (Bank of England), η οποία μπορεί να προσφέρει το απαιτούμενο χρηματικό ποσό για την κάλυψη όλων των απαιτήσεων. Επομένως, η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου εξασφαλίζει πάντα την αναγκαία ρευστότητα για την αναχρηματοδότηση του χρέους της και οι επενδυτές δεν έχουν λόγο να φοβούνται την εμφάνιση μίας κρίσης ρευστότητας στο Ηνωμένο Βασίλειο, η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε αναγκαστική χρεοκοπία την κυβέρνησή του. Η ύπαρξη της Τράπεζας της Αγγλίας, μίας ανώτερης δύναμης που λειτουργεί ως έσχατο καταφύγιο, προσφέρει την καλύτερη διασφάλιση.

## Ισπανία

Η περίπτωση μίας χώρας-μέλους νομισματικής ένωσης, όπως η Ισπανία, είναι πολύ διαφορετική. Ας παραθέσουμε τις πιθανές εξελίξεις, αν οι επενδυτές αρχίσουν να φοβούνται ότι η κυβέρνηση της Ισπανίας ενδέχεται να αθετήσει τις υποχρεώσεις εξυπηρέτησης του χρέους της. Εξαιτίας αυτού του φόβου, οι επενδυτές θα πουλήσουν κυβερνητικά ομόλογα της Ισπανίας, αυξάνοντας τις αποδόσεις αυτών των χρεογράφων. Μέχρι αυτό το σημείο, οι εξελίξεις στην Ισπανία είναι πανομοιότυπες με τις αντίστοιχες στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η συνέχεια, όμως, διαφέρει δραματικά. Οι επενδυτές ενδέχεται να τοποθετήσουν τα ευρώ που θα αποκτήσουν από τις πωλήσεις κυβερνητικών ομολόγων της Ισπανίας, σε χρεόγραφα άλλων χωρών, για παράδειγμα σε κυβερνητικά ομόλογα της Γερμανίας. Η διαφυγή αυτών των ευρώ από το τραπεζικό σύστημα της Ισπανίας είναι ανεμπόδιστη, επειδή δεν υπάρχει εθνικό νόμισμα διαπραγματεύσιμο σε αγορά ξένου συναλλάγματος με ευέλικτη ισοτιμία, το οποίο θα μπορούσε να

αποτρέψει αυτήν την εξέλιξη. Επομένως, το απόθεμα χρήματος της Ισπανίας θα μειωθεί και η κυβέρνηση της χώρας θα βρεθεί αντιμέτωπη με μία κρίση ρευστότητας, η οποία μπορεί να θέσει μεγάλα εμπόδια στην προσπάθεια αναχρηματοδότησης του χρέους της, με ανεκτά επιτόκια. Στην περίπτωση της Ισπανίας, όμως, η κυβέρνηση της χώρας δεν έχει την δυνατότητα να προσφύγει στην Τράπεζα της Ισπανίας (Bank of Spain), προκειμένου να αποκτήσει το απαιτούμενο χρηματικό ποσό για την κάλυψη όλων των απαιτήσεων. Η Τράπεζα της Ισπανίας είναι μέρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ - η κοινή κεντρική τράπεζα της Ευρωζώνης). Η τελευταία έχει θεωρητικά απεριόριστες δυνατότητες παροχής ρευστότητας, αλλά η κυβέρνηση της Ισπανίας δεν ασκεί κανέναν έλεγχο στην διοίκησή της. Μία τέτοια κρίση ρευστότητας, αν είναι αρκετά σοβαρή, μπορεί να οδηγήσει την κυβέρνηση της Ισπανίας σε αναγκαστική χρεοκοπία (αθέτηση υποχρεώσεων εξυπηρέτησης χρέους). Οι επενδυτές γνωρίζουν καλά αυτό το ενδεχόμενο και τις οικονομικές αδυναμίες που το καθιστούν πιθανό. Γι' αυτόν τον λόγο, οι παράγοντες των χρηματοοικονομικών αγορών θα θέσουν υπό συνεχή στενή επιτήρηση την κυβέρνηση της Ισπανίας και θα αμφισβητήσουν ευθέως την φερεγγυότητά της, αν διαπιστώσουν επιδείνωση των ελλειμμάτων του κυβερνητικού προϋπολογισμού. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές αποκτούν τρομακτική ισχύ στο περιβάλλον μίας νομισματικής ένωσης, η οποία μπορεί να «γονατίσει» οποιαδήποτε από τις χώρες-μέλη της.

Η περίπτωση της Ισπανίας ανακαλεί στην μνήμη τις αναδυόμενες οικονομίες, οι κυβερνήσεις των οποίων υποχρεώνονται να δανεισθούν σε ξένα νομίσματα. Αυτές οι οικονομίες αντιμετωπίζουν το ίδιο πρόβλημα και απειλούνται διαρκώς με βίαιο τερματισμό της αναπτυξιακής πορείας τους, αν μία ξαφνική διακοπή της εισροής κεφαλαίων προκαλέσει σοβαρή κρίση ρευστότητας (βλ. Calvo 1988 και Eichengreen et al. 2005).

Η προηγηθείσα ανάλυση δίνει έμφαση στην ευπάθεια των νομισματικών ενώσεων. Όταν οι παράγοντες των χρηματοοικονομικών αγορών αίρουν την εμπιστοσύνη τους στην κυβέρνηση μίας συγκεκριμένης χώρας-μέλους νομισματικής ένωσης, οι επενδυτές πωλούν μαζικά τα κυβερνητικά ομόλογα αυτής της χώρας, αυξάνοντας τις αποδόσεις τους και πυροδοτώντας μία κρίση ρευστότητας που μπορεί να δημιουργήσει σοβαρό πρόβλημα φερεγγυότητας και αξιοπιστίας στην χώρα. Το τελευταίο αυξάνει το κόστος δανεισμού αυτής της χώρας-μέλους, διογκώνει το χρέος της και αναγκάζει την κυβέρνησή της να προχωρήσει σε περικοπές δημοσίων δαπανών και σε αύξηση της φορολογίας. Αυτές οι αναγκαστικές πολιτικές λιτότητας δημιουργούν μεγάλο πολιτικό κόστος, η πίεση του οποίου μπορεί να οδηγήσει την κυβέρνηση της χώρας-μέλους σε αθέτηση των υποχρεώσεων εξυπηρέτησης του χρέους της και σε κήρυξη χρεοκοπίας. Επομένως, οι χώ-

ρες που εντάσσονται σε νομισματική ένωση, εκτίθενται στις εκδηλώσεις δυσπιστίας των επενδυτών και στις δραματικές συνέπειες που αυτές συνήθως έχουν. Μπορεί να πει κανείς ότι υπάρχει μία προφητεία με χαρακτηριστικά «αυτοπραγμάτωσης», σε αυτήν την δυναμική σχέση επενδυτών και χωρών-μελών μίας νομισματικής ένωσης. Όταν οι παράγοντες των χρηματοοικονομικών αγορών αρχίζουν να αμφισβητούν την ικανότητα (ή την διάθεση) της κυβέρνησης μίας συγκεκριμένης χώρας-μέλους να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της, οι επενδυτές πωλούν τα κυβερνητικά ομόλογα αυτής της χώρας, αυξάνουν την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων εξυπηρέτησης του χρέους της και ωθούν τελικά την κυβέρνησή της σε αναγκαστική χρεοκοπία. Στο Κεφάλαιο 5, θα επανεξετάσουμε αυτό το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των κρίσεων κυβερνητικού χρέους.

Επίσης, πρέπει να τονισθεί ότι οι κυβερνήσεις των χωρών που διατηρούν την νομισματική ανεξαρτησία τους, δεν αντιμετωπίζουν τα προβλήματα της προαναφερθείσας δυναμικής σχέσης, επειδή εκδίδουν χρεόγραφα στα εθνικά νομίσματά τους και διαθέτουν πάντα την απαιτούμενη ρευστότητα για να καλύψουν όλες τις απαιτήσεις των δανειστών τους. Βέβαια, οι κυβερνήσεις αυτών των χωρών έχουν τα δικά τους προβλήματα. Μεταξύ των άλλων, η ευχερής και επιπόλαια χρηματοδότηση του χρέους με αυξήσεις του αποθέματος χρήματος οδηγεί στον πληθωρισμό. Όμως, παραμένει αδιαμφισβήτητο το συμπέρασμα ότι οι κυβερνήσεις των «μοναχικών» χωρών είναι αδύνατον να οδηγηθούν σε αναγκαστική χρεοκοπία από τις χρηματοοικονομικές αγορές, χωρίς την θέλησή τους. Από την άλλη πλευρά, οι κυβερνήσεις των χωρών που συμμετέχουν σε νομισματικές ενώσεις, αντιμετωπίζουν αυτόν τον υπαρκτό κίνδυνο, ο οποίος επιβαρύνει με κόστος και καθιστά ευπαθείς τις νομισματικές ενώσεις.

Η ευπάθεια των νομισματικών ενώσεων και οι ασύμμετρες διαταραχές συνδέονται με μία σημαντική αμφίδρομη σχέση, την οποία θα εξετάσουμε στο Τμήμα 1.3.

---

### 1.3 Ασύμμετρες διαταραχές και δυναμική του χρέους

Ας επιστρέψουμε στο υπόδειγμα των δύο χωρών, το οποίο παρουσιάσαμε στο Τμήμα 1.1 και χρησιμοποιήσαμε στην ανάλυση των προβλημάτων προσαρμογής που αντιμετωπίζουν η Γαλλία και η Γερμανία, όταν εντάσσονται σε νομισματική ένωση και πλήττονται από μία ασύμμετρη διαταραχή ζήτησης. Πώς επηρεάζεται η διαδικασία προσαρμογής στις οικονομίες αυτών των χωρών, όταν συνεκτιμούμε τόσο τις επιπτώσεις της ασύμμετρης διαταραχής ζήτησης, όσο και τις συνέπειες της δυναμικής του χρέους; Ας εστιάσουμε αρχικά στην Γαλλία.



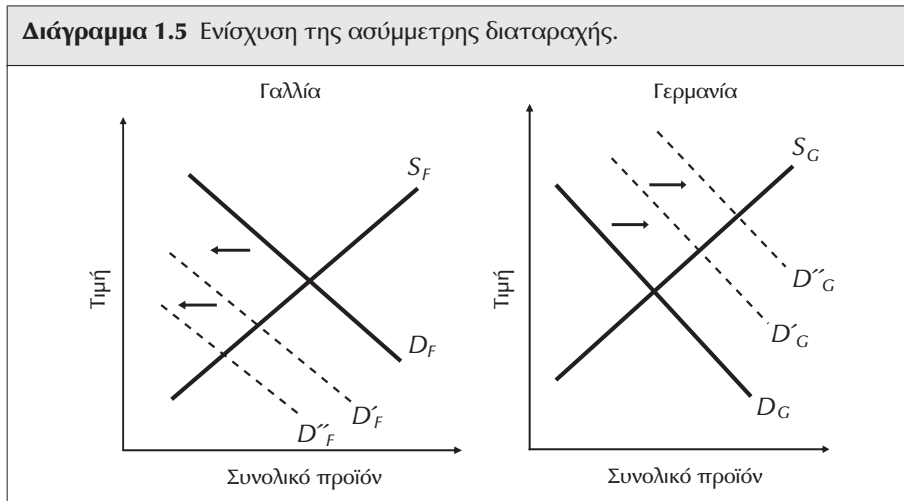
Οι αρνητικές επιπτώσεις της ασύμμετρης διαταραχής ζήτησης προκαλούν μείωση του συνολικού προϊόντος και της απασχόλησης στην γαλλική οικονομία, η οποία επιδρά με δύο τρόπους στον προϋπολογισμό της γαλλικής κυβέρνησης. Πρώτον, η μείωση του γαλλικού ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν) οδηγεί σε συρρίκνωση των φορολογικών εσόδων, η οποία είναι αναλογικά μεγαλύτερη από την μείωση του ΑΕΠ, λόγω της προοδευτικότητας του φόρου εισοδήματος. Δεύτερον, οι δημόσιες δαπάνες αναγκαστικά αυξάνονται, προκειμένου να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα που προκαλεί η άνοδος της ανεργίας. Υπό την επίδραση αυτών των δύο παραγόντων, το έλλειμμα του κυβερνητικού προϋπολογισμού της Γαλλίας διογκώνεται. Η αύξηση αυτού του ελλείμματος ακολουθεί αυτόματα την μείωση του ΑΕΠ.

Αν η πτώση της συνολικής ζήτησης είναι αρκετά σοβαρή, η αυτόματη αύξηση του ελλείμματος στον κυβερνητικό προϋπολογισμό της Γαλλίας θα πάρει σημαντικές διαστάσεις, ικανές να προκαλέσουν δυσπιστία στους επενδυτές για την ικανότητα της κυβέρνησης της Γαλλίας να εξυπηρετήσει το χρέος της, δημιουργώντας τελικά πρόβλημα φερεγγυότητας και αξιοπιστίας στην χώρα. Σε αυτό το σημείο, θα χρησιμοποιήσουμε στοιχεία της ανάλυσης που παρουσιάσαμε στο Τμήμα 1.2 (περίπτωση της Ισπανίας). Λόγω της δυσπιστίας προς την κυβέρνηση της Γαλλίας, οι επενδυτές θα πουλήσουν κυβερνητικά ομόλογα αυτής της χώρας, αυξάνοντας τις αποδόσεις τους και πυροδοτώντας μία κρίση ρευστότητας. Το μακροοικονομικό αποτέλεσμα αυτής της κρίσης είναι η άνοδος των επιτοκίων και η μείωση της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης στην Γαλλία, η οποία θα οδηγήσει σε περαιτέρω μετατόπιση της ευθείας συνολικής ζήτησης της Γαλλίας προς τα κάτω και αριστερά. Στο Διάγραμμα 1.5, η ευθεία συνολικής ζήτησης της Γαλλίας μετατοπίζεται αρχικά -λόγω της ασύμμετρης διαταραχής ζήτησης- από την θέση  $D_F$  στην θέση  $D'_F$  (όπως στο Διάγραμμα 1.1) και στην συνέχεια -λόγω της κρίσης χρέους- από την θέση  $D'_F$  στην θέση  $D''_F$ . Επομένως, η κρίση χρέους ενισχύει τις αρχικές αρνητικές επιπτώσεις της ασύμμετρης διαταραχής ζήτησης, στην Γαλλία.

Ποιες είναι οι επιδράσεις από την κρίση χρέους της Γαλλίας στην Γερμανία; Σε αυτό το σημείο, θα χρησιμοποιήσουμε ξανά στοιχεία της ανάλυσης που παρουσιάσαμε στο Τμήμα 1.2 (περίπτωση της Ισπανίας). Οι επενδυτές θα τοποθετήσουν τα ευρώ που αποκτούν από τις πωλήσεις κυβερνητικών ομολόγων της Γαλλίας, σε χρεόγραφα άλλων χωρών, τις κυβερνήσεις των οποίων εμπιστεύονται περισσότερο. Στο πλαίσιο ανάλυσης αυτής της ενότητας, μία εύλογη υπόθεση είναι ότι οι επενδυτές θα στραφούν στα κυβερνητικά ομόλογα της Γερμανίας, αυξάνοντας τις τιμές τους και μειώνοντας τις αποδόσεις τους. Το μακροοικονομικό αποτέλεσμα αυτής της ροής ρευστότητας από την Γαλλία προς την Γερμανία είναι η πτώση των επιτοκίων και η αύξηση της καταναλωτικής και



επενδυτικής δαπάνης στην Γερμανία, η οποία θα οδηγήσει σε περαιτέρω μετατόπιση της ευθείας συνολικής ζήτησης της Γερμανίας προς τα πάνω και δεξιά. Στο Διάγραμμα 1.5, η ευθεία συνολικής ζήτησης της Γερμανίας μετατοπίζεται αρχικά -λόγω της ασύμμετρης διαταραχής ζήτησης- από την θέση  $D_G$  στην θέση  $D'_G$  (όπως στο Διάγραμμα 1.1) και στην συνέχεια -λόγω της κρίσης χρέους- από την θέση  $D'_G$  στην θέση  $D''_G$ . Επομένως, η κρίση χρέους ενισχύει τις αρχικές θετικές επιπτώσεις της ασύμμετρης διαταραχής ζήτησης, στην Γερμανία.



Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η κρίση χρέους της Γαλλίας επιτείνει την ασύμμετρη διαταραχή ζήτησης, ενισχύοντας τις αρνητικές επιπτώσεις στην Γαλλία και τις θετικές επιπτώσεις στην Γερμανία. Αυτό το ενισχυτικό αποτέλεσμα οφείλεται στην αύξηση των επιτοκίων στην Γαλλία και στην μείωση των επιτοκίων στην Γερμανία. Οι μεταβολές των επιτοκίων λειτουργούν αποσταθεροποιητικά και διογκώνουν τα προβλήματα προσαρμογής στις οικονομίες των δύο χωρών.

Η απόκλιση ανάμεσα στα επιτόκια της Γαλλίας και τα επιτόκια της Γερμανίας, στο περιβάλλον μίας νομισματικής ένωσης, μπορεί να προκαλέσει απορία στον αναγνώστη! Ένα από τα χαρακτηριστικά της νομισματικής ένωσης δεν είναι η σύγκλιση των επιτοκίων σε όλες τις χώρες-μέλη της; Η απάντηση στο ερώτημα είναι αρνητική. Η εξίσωση των επιτοκίων ισχύει μόνον για το βραχυπρόθεσμο βασικό επιτόκιο που βρίσκεται υπό τον έλεγχο της κοινής κεντρικής τράπεζας της νομισματικής ένωσης. Αντιθέτως, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια μπορεί να αποκλίνουν. Τα επιτόκια που θεωρούμε στην ανάλυσή μας, είναι μακροπρόθεσμα και συνδέονται με αποδόσεις κυβερνητικών ομολόγων μεγάλης

ένωσης είναι εκτεθειμένες στις αντιδράσεις των χρηματοοικονομικών αγορών, οι οποίες μπορούν να ενισχύσουν την αστάθεια των οικονομικών κύκλων. Όταν μία χώρα-μέλος πλήττεται από οικονομική ύφεση που αυξάνει τα ελλείμματα του κυβερνητικού προϋπολογισμού της, η κυβέρνηση αυτής της χώρας μπορεί να βρεθεί αντιμέτωπη με μαζικές πωλήσεις κυβερνητικών ομολόγων, οι οποίες θα προκαλέσουν κρίση ρευστότητας και μεγάλες αυξήσεις των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Αυτή η εξέλιξη οδηγεί αναπόφευκτα την κυβέρνηση της χώρας-μέλους στην λήψη μέτρων λιτότητας (αύξηση φορολογίας και περικοπή δημόσιων δαπανών), τα οποία επιδεινώνουν την οικονομική ύφεση.

Στις προηγηθείσες ενότητες, η ανάλυση των ασύμμετρων διαταραχών επικεντρώθηκε στις διαταραχές της ζήτησης. Ωστόσο, υπάρχουν και άλλες ασυμμετρίες που μπορεί να εμπλέξουν τις χώρες-μέλη μίας νομισματικής ένωσης σε δύσκολες και επώδυνες διαδικασίες προσαρμογής. Στα Τμήματα 1.7 και 1.8, εξετάζουμε μερικές από αυτές τις ασυμμετρίες.

---

## 1.7 Διαφορές στους θεσμούς της αγοράς εργασίας

Χωρίς αμφιβολία, υπάρχουν μεγάλες θεσμικές διαφορές στις αγορές εργασίας των ευρωπαϊκών χωρών. Σε ορισμένες από αυτές (για παράδειγμα, στην αγορά εργασίας της Γερμανίας), τα οργανωμένα και ισχυρά εργατικά συνδικάτα έχουν δεσπόζουσα θέση. Σε άλλες (για παράδειγμα, στην αγορά εργασίας του Ηνωμένου Βασιλείου), τα εργατικά συνδικάτα είναι ελλιπώς συσπειρωμένα και σχετικά αποδυναμωμένα. Οι θεσμικές διαφορές στις αγορές εργασίας των χωρών-μελών μπορούν να επιβαρύνουν με σημαντικό κόστος μία νομισματική ένωση, επειδή δημιουργούν μεγάλες αποκλίσεις μισθών και τιμών, ακόμη και στις περιπτώσεις που οι χώρες-μέλη αντιμετωπίζουν τις ίδιες διαταραχές. Για παράδειγμα, μία αύξηση στην τιμή του πετρελαίου έχει διαφορετικές επιπτώσεις στους μισθούς και στις τιμές των επιμέρους χωρών-μελών, οι οποίες εξαρτώνται από την οργάνωση, την ισχύ και τις αντιδράσεις των εργατικών συνδικάτων.

Μερικές μακροοικονομικές θεωρίες εστιάζουν στην σπουδαιότητα των θεσμών στις αγορές εργασίας. Η πιο δημοφιλής από αυτές παρουσιάστηκε από τους Bruno και Sachs (1985).<sup>11</sup> Σύμφωνα με αυτήν την θεωρία, οι διαταραχές

---

11 Πρέπει να σημειώσουμε ότι αυτές οι θεωρίες είχαν ήδη παρουσιασθεί και συζητηθεί ευρέως σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, πριν οι Bruno και Sachs δημοσιεύσουν την εργασία τους. Όμως, οι Bruno και Sachs είχαν το πλεονέκτημα της αρθρογραφίας στην αγγλική γλώσσα, το οποίο τους έδωσε την δυνατότητα να διαδώσουν διεθνώς τις απόψεις τους.

προσφοράς (για παράδειγμα, μία αύξηση στην τιμή του πετρελαίου) έχουν πολύ διαφορετικές μακροοικονομικές επιπτώσεις, οι οποίες εξαρτώνται από τον βαθμό οργάνωσης και κεντρικής εκπροσώπησης των εργατικών συνδικάτων στις διαπραγματεύσεις για τους μισθούς. Όταν ο προαναφερθείς βαθμός είναι υψηλός σε μία χώρα (οι Bruno και Sachs ονομάζουν αυτές τις χώρες «κορπορατιστικές»), η ηγεσία των κεντρικά οργανωμένων εργατικών συνδικάτων λαμβάνει υπόψη τις πληθωριστικές συνέπειες των μισθολογικών αυξήσεων και δεν εγείρει υπερβολικές διεκδικήσεις στις συλλογικές διαπραγματεύσεις. Σε μία τέτοια χώρα, η συνδικαλιστική ηγεσία αντιλαμβάνεται ότι οι μεγάλες μισθολογικές αυξήσεις επιταχύνουν τον ρυθμό πληθωρισμού και δεν αυξάνουν τους πραγματικούς μισθούς. Επομένως, όταν μία διαταραχή προσφοράς πλήττει την χώρα, η συνδικαλιστική ηγεσία δεν διεκδικεί μεγάλες αυξήσεις στις συλλογικές διαπραγματεύσεις, επειδή συνειδητοποιεί ότι οι απώλειες στους πραγματικούς μισθούς λόγω της διαταραχής προσφοράς είναι αδύνατο να αντισταθμιστούν με αυξήσεις ονομαστικών μισθών.

Από την άλλη πλευρά, σε μία χώρα με χαμηλό βαθμό οργάνωσης και κεντρικής εκπροσώπησης των εργατικών συνδικάτων στις διαπραγματεύσεις για τους μισθούς, οι μακροοικονομικές επιπτώσεις μίας διαταραχής προσφοράς είναι πολύ διαφορετικές. Σε μία τέτοια χώρα, οι επικεφαλές των επιμέρους εργατικών συνδικάτων που διαπραγματεύονται τους ονομαστικούς μισθούς, γνωρίζουν ότι εκπροσωπούν ένα μικρό μέρος του εργατικού δυναμικού και θεωρούν ότι οι διεκδικούμενες μισθολογικές αυξήσεις έχουν μικρή επίδραση στο γενικό επίπεδο τιμών. Σε αυτήν την περίπτωση, εμφανίζεται το γνωστό «πρόβλημα του λαθρεπιβάτη» (“free-riding problem”). Οι επικεφαλές κάθε μεμονωμένου εργατικού συνδικάτου έχουν κίνητρο να διεκδικήσουν και να πετύχουν ονομαστικές μισθολογικές αυξήσεις για τα μέλη του συνδικάτου τους. Αν δεν ενεργήσουν με αυτόν τον τρόπο, θα μειωθούν οι πραγματικοί και οι σχετικοί μισθοί των μελών του συνδικάτου τους, επειδή οι επικεφαλές των άλλων εργατικών συνδικάτων θα διεκδικήσουν και θα πετύχουν ονομαστικές μισθολογικές αυξήσεις για τα μέλη των δικών τους συνδικάτων. Αυτή η διάρθρωση κινήτρων διαμορφώνει ένα μη συνεργατικό παίγνιο (non-cooperative game). Και ο ονομαστικός μισθός στην ισορροπία ενός τέτοιου μη συνεργατικού παιγνίου είναι υψηλότερος από τον ονομαστικό μισθό στην ισορροπία του αντίστοιχου συνεργατικού παιγνίου (cooperative game). Επομένως, σε μία χώρα με χαμηλό βαθμό οργάνωσης και κεντρικής εκπροσώπησης των εργατικών συνδικάτων στις διαπραγματεύσεις για τους μισθούς, η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων μετά από μία διαταραχή προσφοράς είναι δύσκολη. Στο μη συνεργατικό περιβάλλον που διαμορφώνεται, κανένας συνδικαλιστής δεν έχει κίνητρο να κάνει το πρώτο βήμα προς την κατεύθυνση του περιορισμού των μισθολογικών

απαιτήσεων, όταν γνωρίζει ότι οι υπόλοιποι συνδικαλιστές δεν θα τον ακολουθήσουν και η κίνησή του θα μειώσει τελικά τους πραγματικούς και τους σχετικούς μισθούς των μελών του συνδικάτου του.

Το μη συνεργατικό παίγνιο της προηγούμενης παραγράφου είναι παρόμοιο με το πασίγνωστο παίγνιο των θεατών σε ένα ποδοσφαιρικό γήπεδο. Όταν όλοι οι θεατές είναι καθισμένοι, κάθε μεμονωμένος θεατής έχει κίνητρο να σηκωθεί όρθιος και να αποκτήσει καλύτερη θέα στον αγωνιστικό χώρο. Η δυναμική αυτού του παιγνίου οδηγεί σε μία ιδιόμορφη ισορροπία, στην οποία οι θεατές σηκώνονται όλοι όρθιοι, κανένας δεν αποκτά καλύτερη θέα στον αγωνιστικό χώρο και όλοι αισθάνονται δυσφορία. Από την στιγμή που θα σηκωθούν όρθιοι, όμως, είναι δύσκολο να ξανακαθίσουν. Κανένας μεμονωμένος θεατής δεν έχει κίνητρο να κάνει την αρχή και να καθίσει στην θέση του, επειδή γνωρίζει ότι θα χάσει τελείως την οπτική επαφή με τον αγωνιστικό χώρο, αφού η κίνησή του θα περάσει απαρατήρητη και κανένας άλλος θεατής δεν πρόκειται να ακολουθήσει το παράδειγμά του.

Οι Calmfors και Driffill (1988) προχώρησαν περισσότερο σε αυτήν την ανάλυση και παρατήρησαν ότι τα αποτελέσματά της δεν συνδέονται γραμμικά με τον βαθμό οργάνωσης και κεντρικής εκπροσώπησης των εργατικών συνδικάτων στις διαπραγματεύσεις για τους μισθούς, επειδή μία ακόμη εξωτερική επίδραση υπεισέρχεται και διαδραματίζει ρόλο στην δυναμική της ανάλυσης. Πιο συγκεκριμένα, όταν ο προαναφερθείς βαθμός είναι ιδιαίτερα χαμηλός (για παράδειγμα, όταν οι διαπραγματεύσεις για τους μισθούς διενεργούνται σε κάθε επιχείρηση χωριστά), οι μισθολογικές διεκδικήσεις έχουν άμεση επίπτωση στην ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και στις προοπτικές απασχόλησης των εργαζομένων. Οι υπερβολικές μισθολογικές απαιτήσεις από τους εκπροσώπους ενός μεμονωμένου συνδικάτου σε μία συγκεκριμένη επιχείρηση μπορεί να οδηγήσουν σε μείωση της απασχόλησης εργαζομένων στην επιχείρηση και σε απολύσεις κάποιων μελών του συνδικάτου. Σε αυτές τις συνθήκες, όταν μία διαταραχή προσφοράς κάνει την εμφάνισή της, οι συνδικαλιστές μπορεί να περιορίσουν τις μισθολογικές διεκδικήσεις στις διαπραγματεύσεις με τους εργοδότες.

Σύμφωνα με τους Calmfors και Driffill, στις χώρες που χαρακτηρίζονται από υψηλό ή ιδιαίτερα χαμηλό βαθμό οργάνωσης και κεντρικής εκπροσώπησης των εργατικών συνδικάτων στις διαπραγματεύσεις για τους μισθούς, η αντιμετώπιση των επιπτώσεων από τις διαταραχές προσφοράς (για παράδειγμα, των συνεπειών μίας αύξησης στην τιμή του πετρελαίου) είναι σχετικά ευκολότερη. Αντιθέτως, στις χώρες που αυτός ο βαθμός είναι μέτριος, η αντιμετώπιση των επιπτώσεων από τις διαταραχές προσφοράς είναι αρκετά πιο δύσκολη. Στις χώρες της πρώτης κατηγορίας, η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων μετά από μία διαταραχή προσφοράς είναι εφικτή και οι επιδράσεις στον πλη-

θωρισμό και στην απασχόληση είναι ηπιότερες. [Για εμπειρικές ενδείξεις, βλ. Calmfors and Driffill (1988).]

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι θεσμικές διαφορές στις αγορές εργασίας των χωρών-μελών μπορούν να επιβαρύνουν με σημαντικό κόστος μία νομισματική ένωση, επειδή δημιουργούν αποκλίσεις στους μισθούς και στις τιμές, ακόμη και στις περιπτώσεις που οι χώρες-μέλη πλήττονται από τις ίδιες διαταραχές προσφοράς. Στην ανάλυση του υποδείγματος των δύο χωρών που παρουσιάσαμε στο Τμήμα 1.1, μία διαταραχή προσφοράς μετατοπίζει τις ευθείες συνολικής προσφοράς προς τα πάνω και αριστερά. Όμως, λόγω των αποκλίσεων στους μισθούς και στις τιμές, η μετατόπιση της ευθείας συνολικής προσφοράς στην μία χώρα είναι μεγαλύτερη από την μετατόπιση της ευθείας συνολικής προσφοράς στην άλλη χώρα. Αυτή η διαφοροποίηση των μετατοπίσεων δημιουργεί προβλήματα μακροοικονομικής προσαρμογής, παρόμοια με αυτά που εξετάσαμε στις προηγούμενες ενότητες.

---

## 1.8 Διαφορές στις νομοθεσίες

Η πορεία ολοκλήρωσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξελίσσεται για αρκετές δεκαετίες, αλλά οι διαφορές στις νομοθεσίες των χωρών-μελών παραμένουν σημαντικές και ασκούν σοβαρές επιδράσεις στην λειτουργία των αγορών. Σε αυτήν την ενότητα, θα εξετάσουμε τις επιπτώσεις αυτών των διαφορών στην αγορά στεγαστικών δανείων, την αγορά κεφαλαίου, την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και την καταναλωτική δαπάνη.

Η αγορά στεγαστικών δανείων δεν λειτουργεί με τον ίδιο τρόπο σε όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, λόγω των διαφορών στις νομοθεσίες. Οι διαφοροποιήσεις των νόμων για την προστασία των τραπεζών που χορηγούν στεγαστικά δάνεια, δημιουργούν σημαντικές αποκλίσεις στον βαθμό κινδύνου αυτών των δανείων, από την μία χώρα-μέλος στην άλλη. Σε ορισμένες χώρες-μέλη, η νομοθεσία επιτρέπει στις τράπεζες να απαιτούν υψηλή -έως και πλήρη (100%)- κάλυψη για τα χορηγούμενα στεγαστικά δάνεια. Σε άλλες χώρες-μέλη, το απαιτούμενο ποσοστό εγγυήσεων είναι πολύ μικρότερο. Επίσης, οι διαφοροποιήσεις των νόμων δημιουργούν μεγάλες αποκλίσεις στην συχνότητα αναπροσαρμογής των στεγαστικών επιτοκίων, από την μία χώρα-μέλος στην άλλη. Σε ορισμένες χώρες-μέλη, η νομοθεσία επιτρέπει στις τράπεζες να χορηγούν στεγαστικά δάνεια με κυμαινόμενα επιτόκια. Σε άλλες χώρες-μέλη, τα στεγαστικά δάνεια έχουν σταθερά επιτόκια, σε όλη την χρονική διάρκειά τους. Λόγω αυτών των αποκλίσεων, οι ίδιες διαταραχές (για παράδειγμα, μία αύξηση στο

βασικό επιτόκιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας) έχουν διαφορετικές συνέπειες στις επιμέρους χώρες-μέλη της Ευρωζώνης. Αρκετές εμπειρικές μελέτες επιβεβαιώνουν αυτήν την άποψη (βλ. Dornbusch et al. 1998, Cecchetti 1999, Maclennan et al. 1999, Peersman and Smets 2001 και Mojon 2000).

Επίσης, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων δεν διενεργείται με τον ίδιο τρόπο σε όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, λόγω των διαφορών στις νομοθεσίες. Στις χώρες-μέλη με αγγλοσαξονική νομική παράδοση, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων απευθύνονται άμεσα στις αγορές κεφαλαίου (αγορές ομολογιών, αγορές μετοχών κλπ) για την χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων τους, με αποτέλεσμα οι αγορές κεφαλαίου να εμφανίζουν ιδιαίτερη ανάπτυξη και να διαθέτουν αυξημένη ρευστότητα και ποικιλία εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Αντιθέτως, στις χώρες-μέλη με την νομική παράδοση της ηπειρωτικής Ευρώπης, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων απευθύνονται κυρίως στο τραπεζικό σύστημα για την χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων τους, με αποτέλεσμα οι αγορές κεφαλαίου να εμφανίζουν χαμηλούς δείκτες ανάπτυξης. Γι' αυτούς τους λόγους, οι συνέπειες από τις μεταβολές των επιτοκίων είναι διαφορετικές στις επιμέρους χώρες-μέλη της Ευρωζώνης. Για παράδειγμα, οι μεταβολές των επιτοκίων στις χώρες-μέλη με αγγλοσαξονική νομική παράδοση μπορεί να έχουν σοβαρές επιπτώσεις στην καταναλωτική δαπάνη, επειδή οι καταναλωτές κατέχουν πολλά χρεόγραφα (ομολογίες, μετοχές κλπ). Σε αυτές τις χώρες-μέλη, μία αύξηση των επιτοκίων που μειώνει τις τιμές των χρεογράφων, έχει άμεσο αντίκτυπο στον πλούτο των καταναλωτών και επηρεάζει δραστικά την συμπεριφορά τους. Αντιθέτως, στις χώρες-μέλη με την νομική παράδοση της ηπειρωτικής Ευρώπης, οι μεταβολές των επιτοκίων επηρεάζουν την καταναλωτική δαπάνη μέσω του τραπεζικού συστήματος και έχουν σχετικά μικρές επιπτώσεις. Σε αυτές τις χώρες-μέλη, μία αύξηση των επιτοκίων που περιορίζει τις τραπεζικές πιστώσεις και δυσχεραίνει την λήψη καταναλωτικών δανείων, έχει έμμεση και ήπια επίδραση στην συμπεριφορά των καταναλωτών.<sup>12</sup>

---

## 1.9 Συμπέρασμα

Σε αυτό το κεφάλαιο του βιβλίου, εξετάσαμε το κόστος της νομισματικής ένωσης, το οποίο επιβαρύνει τις χώρες που εντάσσονται σε αυτήν. Μία πηγή κό-

---

12 Για τους περιορισμούς των τραπεζικών πιστώσεων, βλ. Stiglitz and Weiss (1981). Για μία ανάλυση των επιπτώσεών τους στην νομισματική ένωση, βλ. Cecchetti (1999).



στους είναι οι σημαντικές διαφορές που υπάρχουν ανάμεσα στις οικονομίες των επιμέρους χωρών. Όταν μία χώρα διατηρεί την νομισματική ανεξαρτησία της, οι εθνικές νομισματικές πολιτικές που ασκούνται από τις κυβερνήσεις της (στις οποίες περιλαμβάνονται οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εθνικού νομίσματός της), μετριάζουν ή εξαλείφουν τις συνέπειες από τις ιδιαιτερότητες της οικονομίας της. Αντιθέτως, όταν μία χώρα εντάσσεται σε νομισματική ένωση, η δυνατότητα άσκησης εθνικής νομισματικής πολιτικής παύει να υφίσταται και η αναζήτηση εναλλακτικών πολιτικών καθίσταται επιτακτική και συχνά αδιέξοδη. Για παράδειγμα, όταν η οικονομία μίας χώρας αντιμετωπίζει πρόβλημα περιορισμένης ανταγωνιστικότητας, η πολιτική μείωσης των μισθών και των τιμών μπορεί να προσφέρει μία λύση. Όμως, αυτές οι εναλλακτικές πολιτικές συνήθως είναι σκληρές και επώδυνες, ειδικά σε συνθήκες απώλειας της νομισματικής ανεξαρτησίας.

Μία άλλη πηγή κόστους είναι η διαχείριση του κυβερνητικού χρέους. Οι κυβερνήσεις μίας χώρας που εντάσσεται σε νομισματική ένωση, εκδίδουν κυβερνητικά χρεόγραφα σε νόμισμα που δεν ελέγχουν (στο κοινό νόμισμα), με αποτέλεσμα να γίνονται ευάλωτες και να εκτίθενται στις αντιδράσεις δυσπιστίας των χρηματοοικονομικών αγορών. Αυτές οι αντιδράσεις εντείνουν την αστάθεια των οικονομικών κύκλων και μπορούν να προκαλέσουν σοβαρές κρίσεις ρευστότητας, οι οποίες οδηγούν ακόμη και σε αναγκαστική χρεοκοπία.

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι χώρες επωμίζονται μεγάλο βάρος, όταν εγκαταλείπουν τα εθνικά νομίσματά τους για να ενταχθούν σε μία νομισματική ένωση, ειδικά όταν αυτή η νομισματική ένωση είναι ημιτελής, δηλαδή δεν συμπληρώνεται από μία δημοσιονομική ένωση. Με αυτήν την έννοια, μία χώρα που εντάσσεται σε νομισματική ένωση, μειονεκτεί σαφώς έναντι των χωρών που διατηρούν την νομισματική ανεξαρτησία τους. (Να σημειωθεί ότι τα οφέλη από την συμμετοχή μίας χώρας σε νομισματική ένωση δεν έχουν ακόμη εισαχθεί και συνεκτιμηθεί στην ανάλυσή μας. Αυτά τα οφέλη ενδέχεται να αντισταθμίζουν πλήρως το κόστος που δημιουργείται από την εγκατάλειψη του εθνικού νομίσματος.)

Η ανάλυση που παρουσιάστηκε σε αυτό το κεφάλαιο του βιβλίου, βασίστηκε στην θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών. Αυτή η θεωρία δέχθηκε έντονη κριτική, η οποία οδήγησε στην ανάπτυξη σημαντικών νέων ιδεών και απόψεων. Στο Κεφάλαιο 2, η προσοχή μας στρέφεται στην κριτική της θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών.



---

## Κεφάλαιο 2

# Η Θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών: Μία Κριτική

---

### Εισαγωγή

**Σ**ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1, εξετάσαμε τους λόγους για τους οποίους η ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση μπορεί να έχει κόστος. Η ανάλυσή μας βασίστηκε στην γνωστή «θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών» (“theory of optimum currency areas”), η οποία έχει δεχθεί κριτική που κινείται σε τρεις άξονες.<sup>1</sup> Πρώτον, οι διαφορές μεταξύ των χωρών ενδέχεται να μην είναι αρκετά σημαντικές και ικανές να απασχολήσουν την σχετική ανάλυση. Δεύτερον, οι εθνικές νομισματικές πολιτικές (στις οποίες περιλαμβάνονται οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών) μπορεί να μην είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικές στην αντιμετώπιση των συνεπειών από τις διαφορές μεταξύ των χωρών. Τρίτον, εκτός από σχετικά αναποτελεσματικές, οι εθνικές νομισματικές και συναλλαγματικές πολιτικές ενδέχεται να είναι επιζήμιες, όταν οι πολιτικοί έχουν τον έλεγχο και την διαχείρισή τους. Σε αυτό το κεφάλαιο του βιβλίου, θα παρουσιάσουμε τους τρεις άξονες αυτής της κριτικής.

---

### 2.1 Πόσο σημαντικές και συναφείς είναι οι διαφορές μεταξύ των χωρών;

Χωρίς αμφιβολία, οι διαφορές μεταξύ των χωρών είναι πολλές. Όμως, αυτές οι διαφορές είναι αρκετά σημαντικές και ικανές να θέσουν ανυπέρβλητα εμπόδια στην νομισματική ενοποίηση;

---

<sup>1</sup> Βλ. EC Commission (1990) και Gros and Thygesen (1998).

### **Είναι πιθανόν μία μόνον χώρα (ή ομάδα χωρών) να δέχεται αρνητικές επιδράσεις από τις διαταραχές ζήτησης;**

Το κλασικό υπόδειγμα δύο χωρών του Mundell ξεκινά με την εξέταση μίας ασύμμετρης διαταραχής ζήτησης, η οποία οφείλεται σε στροφή των καταναλωτικών προτιμήσεων από τα προϊόντα της μίας χώρας προς τα προϊόντα της άλλης χώρας. Σε αυτό το υπόδειγμα, η μία χώρα δέχεται αρνητικές επιδράσεις από την διαταραχή ζήτησης και η άλλη χώρα δέχεται θετικές επιδράσεις από την διαταραχή ζήτησης. Πόσο συχνή είναι η εμφάνιση τέτοιων ασύμμετρων διαταραχών ζήτησης στις χώρες της Ευρώπης που εντάχθηκαν σε νομισματική ένωση; Δύο απαντήσεις έχουν δοθεί σε αυτό το ερώτημα. Η πρώτη, η οποία προτάθηκε και υποστηρίχθηκε στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με τίτλο «Μία Αγορά, Ένα Νόμισμα» (“One Market, One Money”), μπορεί να ονομασθεί «άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής». Η δεύτερη προτάθηκε και υποστηρίχθηκε από τον Paul Krugman.

Σύμφωνα με την άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών ζήτησης με την προαναφερθείσα μορφή γίνεται λιγότερο συχνή στις ευρωπαϊκές χώρες με την πάροδο του χρόνου, επειδή το εμπόριο μεταξύ των βιομηχανικών οικονομιών της Ευρώπης είναι διαδραστικό, λόγω των οικονομιών κλίμακας και των συνθηκών ατελούς ανταγωνισμού (διαφοροποίηση προϊόντος) που επικρατούν στις αγορές προϊόντων της Ευρώπης. Αυτοί οι παράγοντες δημιουργούν μία ιδιαίτερη διάρθρωση εμπορικών σχέσεων, στην οποία κάθε χώρα εισάγει και εξάγει ταυτόχρονα τις ίδιες κατηγορίες προϊόντων, από και προς τις υπόλοιπες χώρες. Για παράδειγμα, στο υπόδειγμα δύο χωρών του Mundell, η Γαλλία εισάγει και εξάγει ταυτόχρονα αυτοκίνητα, από και προς την Γερμανία, και αντίστροφα. Όταν οι εμπορικές σχέσεις έχουν τέτοια διάρθρωση, οι διαταραχές ζήτησης επηρεάζουν όλες τις χώρες με τον ίδιο τρόπο. Στο παράδειγμά μας, όταν η ζήτηση αυτοκινήτων μειώνεται, οι καταναλωτές αγοράζουν γενικώς λιγότερα αυτοκίνητα, τόσο από τις γαλλικές όσο και από τις γερμανικές αυτοκινητοβιομηχανίες. Επομένως, οι ευθείες συνολικής ζήτησης των δύο χωρών μετατοπίζονται προς την ίδια κατεύθυνση (κάτω και αριστερά). Επίσης, η διαδικασία ενοποίησης στις αγορές προϊόντων παρακάμπτει τα εμπόδια και ενισχύει αυτήν την ολοκλήρωση στην διάρθρωση των εμπορικών σχέσεων. Γι’ αυτούς τους λόγους, οι επιδράσεις των διαταραχών ζήτησης τείνουν να εξομοιωθούν στις επιμέρους βιομηχανικές οικονομίες της Ευρώπης και οι σύμμετρες διαταραχές ζήτησης αποκτούν μεγαλύτερη συχνότητα εμφάνισης από τις ασύμμετρες διαταραχές ζήτησης.<sup>2</sup>

2 Επίσης, ο Peter Kenen (1969) επεσήμανε και αυτός την συμβολή της ομοιότητας των εμπορικών δομών στην μείωση του κόστους της νομισματικής ένωσης.

Η άποψη του Paul Krugman είναι εντελώς διαφορετική. Σύμφωνα με αυτήν την άποψη (βλ. Krugman 1991), η δυναμική του εμπορίου που αναπτύσσεται σε συνθήκες ύπαρξης οικονομιών κλίμακας, έχει ένα ακόμη σημαντικό χαρακτηριστικό, το οποίο ενισχύει την καταλληλότητα του υποδείγματος Mundell. Οι οικονομίες κλίμακας που ευνοούν το διαδραστικό εμπόριο και την ολοκλήρωση των εμπορικών σχέσεων, οδηγούν επίσης σε περιφερειακή συγκέντρωση της βιομηχανικής δραστηριότητας. Η άρση των φραγμών και των εμποδίων στο εμπόριο έχει δύο διαμετρικά αντίθετες επιπτώσεις στην συγκέντρωση της βιομηχανικής δραστηριότητας. Από την μία πλευρά, οι βιομηχανικές επιχειρήσεις αποκτούν την δυνατότητα δημιουργίας αποκεντρωμένων παραγωγικών εγκαταστάσεων, κοντά στις τελικές αγορές των προϊόντων τους. Από τη άλλη πλευρά, όμως, οι βιομηχανικές επιχειρήσεις αποκτούν κίνητρο συγκέντρωσης των παραγωγικών εγκαταστάσεων σε συγκεκριμένες περιοχές, προκειμένου να εκμεταλλευθούν τις δημιουργούμενες οικονομίες κλίμακας (τόσο τις στατικές όσο και τις δυναμικές). Επομένως, η εμπορική ολοκλήρωση μπορεί να συνοδεύεται από περιφερειακή συγκέντρωση της βιομηχανικής δραστηριότητας.<sup>3</sup>

Στον Πίνακα 2.1, παρουσιάζεται η περιφερειακή κατανομή της παραγωγής αυτοκινήτων στις ΗΠΑ και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η σύγκριση των δεδομένων του πίνακα επιβεβαιώνει την ύπαρξη μίας ισχυρής σχέσης ανάμεσα στην εμπορική ολοκλήρωση και την περιφερειακή συγκέντρωση της βιομηχανικής δραστηριότητας. Η περιφερειακή συγκέντρωση της παραγωγής αυτοκινήτων στις ΗΠΑ είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την περιφερειακή συγκέντρωση της παραγωγής αυτοκινήτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το ίδιο ισχύει και για πολλούς άλλους βιομηχανικούς κλάδους (βλ. Krugman 1991). Επίσης, η ολοκλήρωση των αγορών στις ΗΠΑ αναμφίβολα είναι πολύ μεγαλύτερη από την ολοκλήρωση των αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Στο μέλλον, η Ευρωπαϊκή Ένωση μπορεί προοδευτικά να φθάσει σε περιφερειακή συγκέντρωση της βιομηχανικής δραστηριότητας παρόμοια με αυτήν των ΗΠΑ, καθώς θα εξελίσσεται η διαδικασία ολοκλήρωσης των αγορών της. Για παράδειγμα, οι αυτοκινητοβιομηχανίες είναι πιθανό να συγκεντρωθούν στην Γερμανία ή σε κάποια άλλη συγκεκριμένη χώρα. Επομένως, η αυξημένη περιφερειακή συγκέντρωση της βιομηχανικής δραστηριότητας μπορεί μελλοντικά να ενισχύσει τις διαφορές μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Γι' αυτόν τον λόγο, ο Paul Krugman ισχυρίστηκε ότι οι επιδράσεις των διαταραχών δεν θα εξομοιωθούν στις επιμέρους βιομηχανικές οικονομίες της Ευρώπης και οι ασύμμετρες διαταραχές ζήτησης θα έχουν υψηλή συχνότητα εμφάνισης.

3 Η ύπαρξη αυτής της σχέσης εντοπίστηκε και εξετάστηκε παλαιότερα από τους Myrdal (1957) και Kaldor (1966). Για μία σχετική επισκόπηση, βλ. Balassa (1961). Ο Krugman (1991) προχώρησε σε μία αυστηρότερη θεωρητική θεμελίωση αυτής της σχέσης.

**Πίνακας 2.1** Περιφερειακή κατανομή της παραγωγής αυτοκινήτων

| ΗΠΑ                         | %    | Ευρωπαϊκή Ένωση  | %    |
|-----------------------------|------|------------------|------|
| Μεσο-δυτικές Πολιτείες      | 66,3 | Γερμανία         | 38,5 |
| Νότιες Πολιτείες            | 25,4 | Γαλλία           | 31,1 |
| Δυτικές Πολιτείες           | 5,1  | Ιταλία           | 17,6 |
| Βορειο-ανατολικές Πολιτείες | 3,2  | Ηνωμένο Βασίλειο | 12,9 |

Πηγή: Krugman (1991).

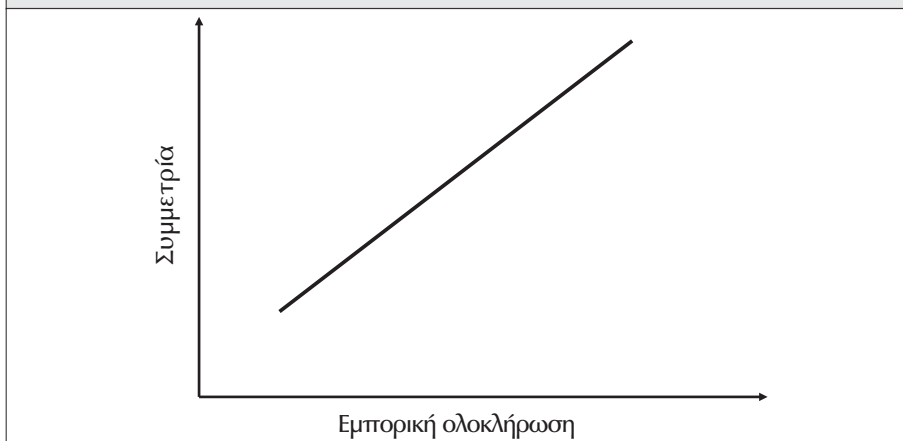
Οι δύο απόψεις για την σχέση που συνδέει την εμπορική ολοκλήρωση με την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών, κατανοούνται συστηματικότερα με την βοήθεια διαγράμμάτων. Η άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.1. Ο βαθμός συμμετρίας των μεταβολών στο συνολικό προϊόν και την απασχόληση των επιμέρους χωρών (ομάδων χωρών ή περιφερειών) που πρόκειται να ενταχθούν σε νομισματική ένωση, μετριέται στον κάθετο άξονα του διαγράμματος.<sup>4</sup> Ο βαθμός εμπορικής ολοκλήρωσης αυτών των χωρών μετριέται στον οριζόντιο άξονα του διαγράμματος. Ένα μέτρο του βαθμού εμπορικής ολοκλήρωσης μπορεί να είναι η αξία του εμπορίου μεταξύ των χωρών ως ποσοστό του συνολικού ΑΕΠ τους. Η άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής εκφράζεται από την θετική κλίση της ανερχόμενης ευθείας του διαγράμματος. Όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός εμπορικής ολοκλήρωσης, τόσο υψηλότερος είναι και ο βαθμός συμμετρίας ή τόσο χαμηλότερη είναι η συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών που διαφοροποιούν τις μεταβολές στο συνολικό προϊόν και την απασχόληση των επιμέρους χωρών (ομάδων χωρών ή περιφερειών).

Η άποψη του Krugman εκφράζεται από την αρνητική κλίση της κατερχόμενης ευθείας στο Διάγραμμα 2.2. Όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός εμπορικής ολοκλήρωσης, τόσο χαμηλότερος είναι ο βαθμός συμμετρίας ή τόσο υψηλότερη είναι η συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών που διαφοροποιούν τις μεταβολές στο συνολικό προϊόν και την απασχόληση των επιμέρους χωρών (ομάδων χωρών ή περιφερειών).<sup>5</sup>

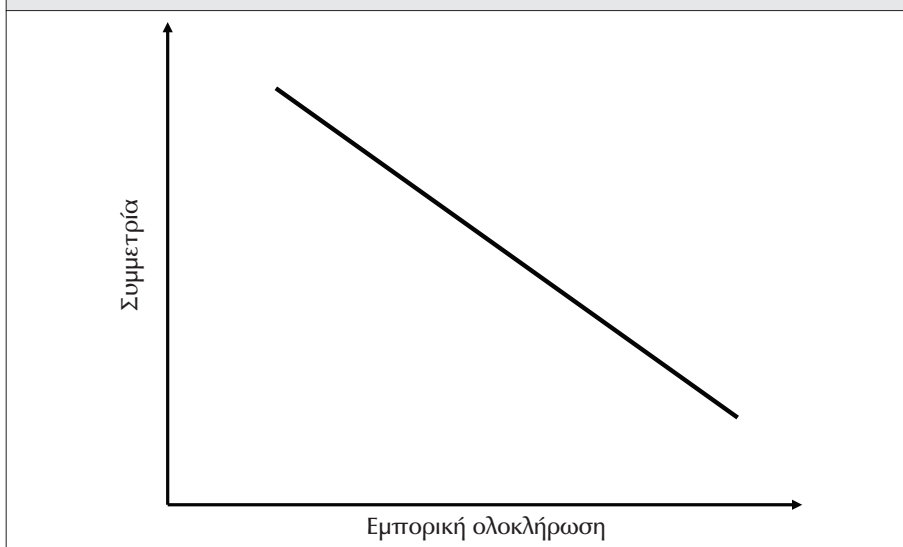
4 Ένα μέτρο του βαθμού συμμετρίας μπορεί να είναι ο συντελεστής συσχέτισης των ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης (των ρυθμών αύξησης του συνολικού προϊόντος - ΑΕΠ) στις επιμέρους χώρες. Όταν αυτός ο συντελεστής συσχέτισης είναι ίσος με 1, ο βαθμός συμμετρίας ισούται με 1. Αντιθέτως, όταν αυτός ο συντελεστής συσχέτισης είναι ίσος με -1, ο βαθμός συμμετρίας ισούται με 0.

5 Επίσης, αυτή η άποψη μπορεί να συνδεθεί με τον Kenen (1969), ο οποίος επεσήμανε ότι οι χώρες που έχουν λιγότερο διαφοροποιημένες παραγωγικές δομές, είναι περισσότερο επιρρεπείς σε ασύμμετρες διαταραχές και λιγότερο κατάλληλες για ένταξη σε νομισματική ένωση. Επειδή οι μικρές χώρες που είναι ιδιαίτερα εξαρτημένες από την παγκόσμια οικονομία, έχουν παραγωγικές δομές με υψηλή εξειδίκευση, αυτή η άποψη οδηγεί σε ένα παράδοξο

**Διάγραμμα 2.1** Η άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.



**Διάγραμμα 2.2** Η άποψη του Krugman.



Ποια από τις δύο απόψεις αποδίδει μία σαφέστερη και καθαρότερη εικόνα της οικονομικής πραγματικότητας; Αυτό το ερώτημα είναι δύσκολο να απα-

συμπεράσσει. Οι μικρές χώρες που είναι «ανοικτές» στην παγκόσμια οικονομία, πρέπει να διατηρούν τα εθνικά νομίσματά τους και να μην εντάσσονται σε νομισματικές ενώσεις. [Γι' αυτό το παράδοξο και την ερμηνεία του, βλ. Frankel and Rose (1998)].

νηθεί ευθέως. Ωστόσο, θα μπορούσε να ισχυρισθεί κανείς ότι η άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής μάλλον υπερτερεί. Χωρίς αμφιβολία, η εμπορική ολοκλήρωση οδηγεί σε περιφερειακή συγκέντρωση της παραγωγής. Ταυτόχρονα, όμως, καθώς εξελίσσεται η διαδικασία ολοκλήρωσης των αγορών προϊόντων στις επιμέρους χώρες, τα εθνικά σύνορα προοδευτικά παύουν να είναι καθοριστικός προσδιοριστικός παράγοντας της γεωγραφικής κατανομής των παραγωγικών δραστηριοτήτων. Επομένως, η μελλοντική περιφερειακή συγκέντρωση της παραγωγής θα αγνοήσει τα εθνικά σύνορα και τα συμπλέγματα των παραγωγικών εγκαταστάσεων θα υπερβούν τις εθνικές επικράτειες. Με άλλα λόγια, η γεωγραφική περιφέρεια που συγκεντρώνει μία συγκεκριμένη παραγωγική δραστηριότητα, μπορεί μελλοντικά να εκτείνεται και να καλύπτει περιοχές σε όλες τις πλευρές των συνόρων δύο ή περισσότερων χωρών. Για παράδειγμα, οι αυτοκινητοβιομηχανίες δεν είναι απαραίτητο να συγκεντρωθούν στην Γερμανία, αλλά μπορεί να εγκατασταθούν σε μία ευρύτερη υπερεθνική γεωγραφική περιφέρεια, η οποία θα εκτείνεται από την νότια Γερμανία μέχρι την βόρεια Ιταλία. Σε αυτό το οικονομικό περιβάλλον, μία διαταραχή στην ζήτηση αυτοκινήτων θα έχει ταυτόχρονες και παρόμοιες επιδράσεις στην οικονομία της Γερμανίας και στην οικονομία της Ιταλίας.

Να σημειωθεί ότι η προαναφερθείσα επιχειρηματολογία δεν καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η εμπορική ολοκλήρωση αποτρέπει την περιφερειακή συγκέντρωση των παραγωγικών δραστηριοτήτων, αλλά οδηγεί στον ισχυρισμό ότι τα εθνικά σύνορα προοδευτικά χάνουν την ικανότητα διαμόρφωσης του χάρτη της περιφερειακής συγκέντρωσης των παραγωγικών δραστηριοτήτων. Κάποιες συγκεκριμένες περιοχές θα συνεχίσουν να είναι επιρρεπείς σε ασύμμετρες διαταραχές, αλλά αυτές οι περιοχές θα υπερβαίνουν τα εθνικά σύνορα, καθώς η διαδικασία εμπορικής ολοκλήρωσης θα εξελίσσεται. Τελικά, η δυναμική της οικονομικής ολοκλήρωσης μπορεί να υποκαταστήσει επιτυχώς τις εθνικές νομισματικές και συναλλαγματικές πολιτικές στην αντιμετώπιση των συνεπειών από τις ασύμμετρες διαταραχές.

Επίσης, τα προαναφερθέντα επιχειρήματα δεν πρέπει να οδηγήσουν στο συμπέρασμα ότι οι οικονομολόγοι γνωρίζουν με ακρίβεια την σχέση που συνδέει την οικονομική ολοκλήρωση με την εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών. Οι οικονομολόγοι απλώς δέχονται μία θεωρητική υπόθεση και υποστηρίζουν την άποψη ότι η οικονομική ολοκλήρωση περιορίζει την πιθανότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών. Ωστόσο, αυτό το ζήτημα χρειάζεται εμπειρική διερεύνηση, η οποία πρέπει να απαντά δύο βασικά ερωτήματα. Πρώτον, η νομισματική ένωση επιταχύνει την διαδικασία της οικονομικής ολοκλήρωσης; Μερικοί ερευνητές προσπάθησαν να απαντήσουν αυτό το ερώτημα (βλ. Rose 2000, Rose and van Wincoop 2001 και Glick and Rose 2002), χρησιμοποιώντας

στατιστικά δεδομένα από όλες σχεδόν τις χώρες του κόσμου. Πιο συγκεκριμένα, αυτοί οι ερευνητές προσπάθησαν να αναλύσουν τις επιδράσεις μίας νομισματικής ένωσης στις ροές εμπορίου μεταξύ των χωρών-μελών της. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους (και μετά την αφαίρεση των επιδράσεων στις ροές εμπορίου από άλλους παράγοντες), η συμμετοχή -απλά και μόνον- μίας χώρας σε νομισματική ένωση διπλασιάζει τον όγκο των εμπορικών συναλλαγών με τις υπόλοιπες χώρες-μέλη.

Αυτά τα εντυπωσιακά οικονομετρικά αποτελέσματα προκάλεσαν το ενδιαφέρον και άλλων ερευνητών, οδηγώντας τελικά στην δημιουργία μίας εκτεταμένης αρθρογραφίας. Ορισμένοι ερευνητές άσκησαν κριτική στα αποτελέσματα του Rose, χρησιμοποιώντας οικονομετρικά επιχειρήματα (βλ., για παράδειγμα, Persson 2001, Nitsch 2001 και Baldwin 2006). Άλλοι ερευνητές επικέντρωσαν την προσοχή τους στις εμπορικές συνέπειες της νομισματικής ενοποίησης στην Ευρώπη (βλ. Bun and Klaasen 2002, Micco et al. 2003, De Nardis and Vicarelli 2003, Flam and Nordstrom 2003 και Berger and Nitsch 2006). Αυτοί οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το -αρχικώς ισχυρό- «αποτέλεσμα Rose» είναι μεροληπτικό και υπερεκτιμά τις εμπορικές συνέπειες της νομισματικής ενοποίησης στην Ευρώπη. Σύμφωνα με τα δικά τους αποτελέσματα, η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση αύξησε τον όγκο των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των χωρών-μελών κατά 5% έως 20%. Τα ποσοστά αυτά είναι αρκετά μικρότερα από τα αντίστοιχα του Rose. Σε κάθε περίπτωση, όμως, οι επιδράσεις από την νομισματική ενοποίηση της Ευρώπης στις ροές εμπορίου είναι σημαντικές και αιτιολογούνται σχετικά εύκολα. Εκτός από τις διευκολύνσεις που προσφέρει το κοινό νόμισμα, η νομισματική ένωση προωθεί την εξομοίωση των μεθόδων πληρωμών, την ενοποίηση των τραπεζικών συστημάτων και την ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών αγορών γενικότερα. Όλοι αυτοί οι παράγοντες διευκολύνουν τις εμπορικές συναλλαγές και αυξάνουν τον όγκο του εμπορίου μεταξύ των χωρών-μελών. Στο Κεφάλαιο 3, θα επανέλθουμε στο ζήτημα των επιδράσεων από την κυκλοφορία του ευρώ στις εμπορικές συναλλαγές, όταν θα εξετάσουμε τα οφέλη του κοινού νομίσματος.

Δεύτερον, η επιτάχυνση της διαδικασίας οικονομικής ολοκλήρωσης επηρεάζει την ασυμμετρία των διαταραχών; Η ενδιαφέρουσα εμπειρική έρευνα των Frankel και Rose (1998) προσπαθεί να απαντήσει αυτό το ερώτημα, αναλύοντας τις επιδράσεις που δέχεται η οικονομική δραστηριότητα, από την ανάπτυξη ισχυρών εμπορικών σχέσεων μεταξύ των χωρών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης, η ανάπτυξη ισχυρών εμπορικών σχέσεων μεταξύ δύο χωρών αυξάνει την συσχέτιση των οικονομικών δραστηριοτήτων τους και θέτει σε παράλληλες τροχιές τις οικονομίες τους. Οι μελέτες του Rose (2000) και των Rose και Engel (2001) κατέληξαν στο ίδιο συμπέρασμα. Επίσης, οι Artis



και Zhang (1995) κατέληξαν σε παρόμοια αποτελέσματα, αναλύοντας στατιστικά δεδομένα σχετικά με τον βαθμό της οικονομικής ολοκλήρωσης στις χώρες της Ευρώπης και την συσχέτιση των οικονομικών κύκλων τους. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης τους, η επιτάχυνση της διαδικασίας οικονομικής ολοκλήρωσης στην Ευρώπη, κατά την διάρκεια των δεκαετιών του 1980 και του 1990, αύξησε την συσχέτιση των οικονομικών κύκλων στις χώρες της. Χρησιμοποιώντας την ορολογία των Διαγραμμάτων 2.1 και 2.2, οι προαναφερθείσες μελέτες οδηγούν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στην συμμετρία και την εμπορική ολοκλήρωση.

Υπάρχει ένας ακόμη παράγοντας που ενισχύει την άποψη ότι η επιτάχυνση της διαδικασίας οικονομικής ολοκλήρωσης περιορίζει την ασυμμετρία των διαταραχών σε μία νομισματική ένωση. Πρόκειται για τον ανερχόμενο οικονομικό ρόλο των υπηρεσιών. Οι οικονομίες κλίμακας εμφανίζονται συχνότερα στις βιομηχανικές δραστηριότητες και σπανιότερα στις δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών. Γι' αυτόν τον λόγο, ο τομέας παροχής υπηρεσιών δεν είναι ιδιαίτερα αποκεντρωμένος, δεν περιορίζεται στο τοπικό επίπεδο και παρουσιάζει χαμηλή περιφερειακή συγκέντρωση. Η οικονομική ολοκλήρωση δεν μεταβάλλει αυτά τα χαρακτηριστικά του τομέα παροχής υπηρεσιών. Αντιθέτως, τα χαρακτηριστικά του τομέα παροχής υπηρεσιών μπορούν να προωθήσουν την οικονομική ολοκλήρωση. Με την πάροδο του χρόνου, η συμμετοχή του τομέα παροχής υπηρεσιών στο συνολικό προϊόν αυξάνεται συνεχώς (τα τελευταία χρόνια, η συμμετοχή των υπηρεσιών στο ΑΕΠ υπερβαίνει το 70%, σε πολλές χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης). Επομένως, καθώς εξελίσσεται η διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης, οι οικονομικές δραστηριότητες θα ξεφεύγουν από το τοπικό ή το εθνικό επίπεδο και θα καλύπτουν συνεχώς μεγαλύτερες γεωγραφικές περιοχές. Σύμφωνα με αρκετές ενδείξεις, αυτή η τάση έχει ήδη εμφανισθεί στις ΗΠΑ. Μία μελέτη του ΟΟΣΑ (βλ. OECD 1999a) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η περιφερειακή συγκέντρωση της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ έχει αρχίσει να περιορίζεται, μετά από δεκαετίες συνεχούς ανοδικής πορείας. Οι Aiginger και Leitner (2002) επιβεβαιώνουν αυτό το συμπέρασμα και ισχυρίζονται ότι η περιφερειακή συγκέντρωση της οικονομικής δραστηριότητας έχει αρχίσει να περιορίζεται και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης τους, η Ευρωπαϊκή Ένωση ενδέχεται να μην ακολουθήσει το ιστορικό πρότυπο της περιφερειακής συγκέντρωσης των ΗΠΑ.

Οι διαθέσιμες εμπειρικές ενδείξεις επιτρέπουν την συνοπτική διατύπωση δύο συμπερασμάτων. Πρώτον, η νομισματική ένωση επιταχύνει την διαδικασία της οικονομικής ολοκλήρωσης. Δεύτερον, η επιτάχυνση στην διαδικασία της οικονομικής ολοκλήρωσης περιορίζει την πιθανότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών. Τα νέα για τις χώρες που αποφασίζουν να σχηματίσουν μία νομισματική

λαιο 1, όταν δημιουργούνται συνθήκες γενικευμένης δυσπιστίας, οι επενδυτές πωλούν μαζικά τα κυβερνητικά ομόλογα των χωρών-μελών που πλήττονται από τις ασύμμετρες διαταραχές, δημιουργώντας αυξήσεις επιτοκίων και εκροές κεφαλαίων που οδηγούν σε σοβαρές κρίσεις ρευστότητας. Επομένως, οι χρηματοοικονομικές αγορές χάνουν τον σταθεροποιητικό ρόλο τους και δεν υποστηρίζουν τον μηχανισμό διασφάλισης από ασύμμετρες διαταραχές. Τρίτον, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να είναι μία ανεξάρτητη πηγή ασύμμετρων διαταραχών, αλλά οι συνέπειες των μεγάλων ασύμμετρων διαταραχών αναμφίβολα αντιμετωπίζονται ευκολότερα με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες.

---

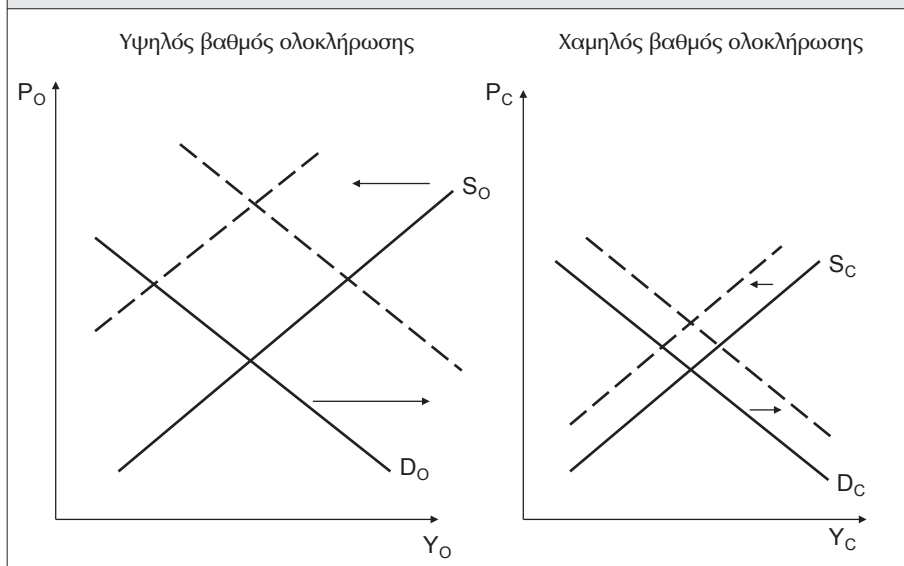
## 2.5 Το κόστος της νομισματικής ένωσης και ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης των χωρών

Σε αυτό το κεφάλαιο του βιβλίου, συναντήσαμε αρκετές φορές το ζήτημα των επιδράσεων από τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης στο κόστος της νομισματικής ένωσης. Σε αυτήν την ενότητα, θα εστιάσουμε σε δύο πτυχές αυτού του ζητήματος και θα συνοψίσουμε τα συμπεράσματα που προκύπτουν. Πρώτον, ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μίας χώρας (ο βαθμός ανάπτυξης των οικονομικών σχέσεων της χώρας με τις υπόλοιπες χώρες) συσχετίζεται με την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών. Έχουμε ήδη παρουσιάσει την άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και την άποψη του Krugman. Σύμφωνα με την άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός ολοκλήρωσης, τόσο υψηλότερος είναι και ο βαθμός συμμετρίας των διαταραχών. Αυτή η άποψη οδηγεί στο συμπέρασμα ότι ο υψηλός βαθμός ολοκλήρωσης περιορίζει το κόστος της νομισματικής ένωσης, επειδή μειώνει την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών. Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με την άποψη του Krugman, όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός ολοκλήρωσης, τόσο χαμηλότερος είναι ο βαθμός συμμετρίας των διαταραχών. Αυτή η άποψη οδηγεί στο ακριβώς αντίθετο συμπέρασμα: Ο υψηλός βαθμός ολοκλήρωσης διογκώνει το κόστος της νομισματικής ένωσης, επειδή αυξάνει την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών.

Η δεύτερη πτυχή του ζητήματος των επιδράσεων από τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης στο κόστος της νομισματικής ένωσης, συνδέεται με την αποτελεσματικότητα της πολιτικής μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας (πολιτική υποτίμησης του εθνικού νομίσματος) στην αντιμετώπιση των συνεπειών από τις ασύμμετρες διαταραχές. Η αποτελεσματικότητα αυτής της πολιτικής σε δύο χώρες με διαφορετικούς βαθμούς οικονομικής ολοκλήρωσης (υψηλός

βαθμός ολοκλήρωσης και χαμηλός βαθμός ολοκλήρωσης) παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.15. Οι επιπτώσεις μίας υποτίμησης του εθνικού νομίσματος στην συνολική ζήτηση και στην συνολική προσφορά διαφοροποιούνται σημαντικά, ανάλογα με τον βαθμό ολοκλήρωσης. Θα εξετάσουμε αρχικά την πλευρά της συνολικής ζήτησης. Οι επιπτώσεις της ίδιας υποτίμησης στην συνολική ζήτηση είναι ισχυρότερες στην χώρα με υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης και ασθενέστερες στην χώρα με χαμηλό βαθμό ολοκλήρωσης. Σε κάθε χώρα, η υποτίμηση μειώνει τις σχετικές τιμές των αγαθών της εγχώριας παραγωγής, προωθεί τις εξαγωγές και αυξάνει την συνολική ζήτηση. Επειδή οι εξαγωγές καλύπτουν μεγάλο μέρος του ΑΕΠ στην χώρα με υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης και μικρό μέρος του ΑΕΠ στην χώρα με χαμηλό βαθμό ολοκλήρωσης, η ίδια υποτίμηση αυξάνει την συνολική ζήτηση περισσότερο στην πρώτη χώρα και λιγότερο στην δεύτερη χώρα. Στο Διάγραμμα 2.15, η μετατόπιση της ευθείας συνολικής ζήτησης προς τα δεξιά είναι σχετικά μεγάλη στην χώρα με υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης και σχετικά μικρή στην χώρα με χαμηλό βαθμό ολοκλήρωσης.

**Διάγραμμα 2.15** Η αποτελεσματικότητα της υποτίμησης του εθνικού νομίσματος ως συνάρτηση του βαθμού οικονομικής ολοκλήρωσης.



Στην συνέχεια, θα εξετάσουμε την πλευρά της συνολικής προσφοράς. Οι επιπτώσεις της ίδιας υποτίμησης στην συνολική προσφορά είναι ισχυρότερες στην χώρα με υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης και ασθενέστερες στην χώρα με χαμηλό βαθμό ολοκλήρωσης. Σε κάθε χώρα, η υποτίμηση αυξάνει τις τιμές των εισαγό-

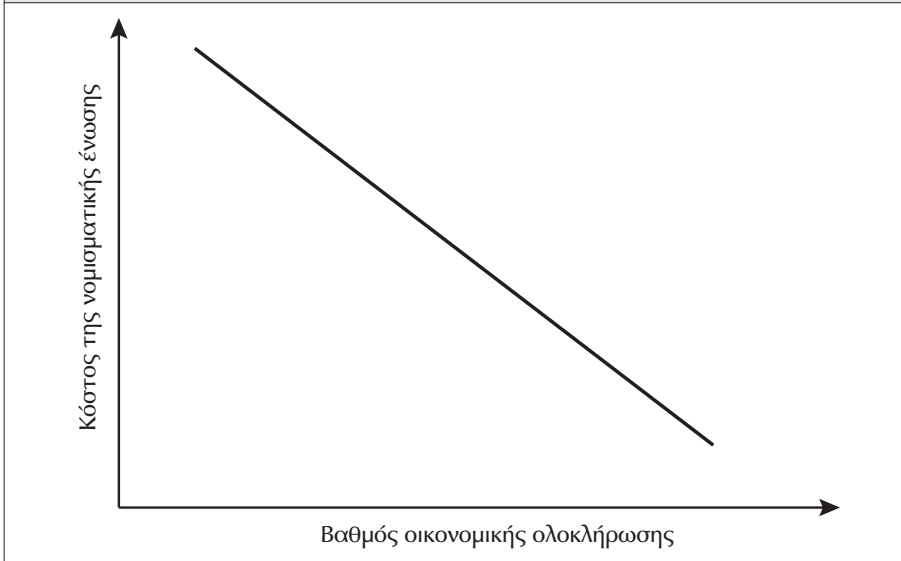
μενων αγαθών και τον δείκτη τιμών καταναλωτή, τροφοδοτεί μία αλληλουχία διαδοχικών μεταβολών στις τιμές και στους μισθούς, και οδηγεί τελικά σε μείωση της συνολικής προσφοράς. Επειδή οι εισαγωγές ως ποσοστό της συνολικής κατανάλωσης έχουν μεγάλο μέγεθος στην χώρα με υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης και μικρό μέγεθος στην χώρα με χαμηλό βαθμό ολοκλήρωσης, η ίδια υποτίμηση μειώνει την συνολική προσφορά περισσότερο στην πρώτη χώρα και λιγότερο στην δεύτερη χώρα. Στο Διάγραμμα 2.15, η μετατόπιση της ευθείας συνολικής προσφοράς προς τα αριστερά είναι σχετικά μεγάλη στην χώρα με υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης και σχετικά μικρή στην χώρα με χαμηλό βαθμό ολοκλήρωσης.

Ο συνδυασμός των επιπτώσεων της υποτίμησης στην συνολική ζήτηση και στην συνολική προσφορά αυξάνει το επίπεδο ισορροπίας του συνολικού προϊόντος και στις δύο χώρες, αλλά τα σχετικά μεγέθη της αύξησης του συνολικού προϊόντος δεν είναι δυνατόν να προσδιορισθούν με σαφήνεια, στο Διάγραμμα 2.15. Η αποτελεσματικότητα της υποτίμησης εξαρτάται από το μέγεθος της αύξησης του συνολικού προϊόντος και μπορεί να είναι σχετικά μεγαλύτερη σε οποιαδήποτε από τις δύο χώρες. Ωστόσο, η επίδραση της υποτίμησης στο γενικό επίπεδο τιμών κάθε χώρας μπορεί να προσδιορισθεί με σαφήνεια. Μετά την υποτίμηση, η αύξηση του γενικού επιπέδου τιμών είναι μεγαλύτερη στην χώρα με υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης και μικρότερη στην χώρα με χαμηλό βαθμό ολοκλήρωσης. Επομένως, η συστηματική χρήση του «εργαλείου» της υποτίμησης προκαλεί διακυμάνσεις τιμών που συσχετίζονται θετικά με τον βαθμό ολοκλήρωσης. Γενικεύοντας, επειδή η επεκτατική νομισματική πολιτική οδηγεί σε υποτίμηση του εθνικού νομίσματος και η συσταλτική νομισματική πολιτική οδηγεί σε ανατίμηση του εθνικού νομίσματος, η συστηματική άσκηση νομισματικής πολιτικής για την σταθεροποίηση του συνολικού προϊόντος και της απασχόλησης δημιουργεί σχετικά μεγαλύτερη αστάθεια τιμών, όταν ο βαθμός ολοκλήρωσης μίας χώρας είναι υψηλός. Όμως, η αστάθεια των τιμών είναι ένα γενικώς ανεπιθύμητο φαινόμενο, το οποίο επιβαρύνει σημαντικά την οικονομία. Γι' αυτόν τον λόγο, η συστηματική άσκηση νομισματικής πολιτικής επιβαρύνει περισσότερο τις οικονομίες των χωρών που έχουν υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης. Αυτή η σχέση της νομισματικής πολιτικής με τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης επισημάνθηκε για πρώτη φορά σε άρθρο του McKinnon (βλ. McKinnon 1963), το οποίο είχε μεγάλη συμβολή στην θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών.

Η προηγηθείσα ανάλυση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η απώλεια της νομισματικής ανεξαρτησίας μίας χώρας -λόγω ένταξης σε νομισματική ένωση- έχει σχετικά μικρότερο κόστος, όταν ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης της χώρας είναι υψηλός. Μετά την ένταξη σε νομισματική ένωση, οι οικονομικές αρχές μίας χώρας με υψηλό βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης χάνουν την δυ-

νατότητα άσκησης μίας πολιτικής που περισσότερο επιβαρύνει και λιγότερο ωφελεί την οικονομία της χώρας.

**Διάγραμμα 2.16** Το κόστος της νομισματικής ένωσης και ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης.



Συνδυάζοντας τα αποτελέσματα από την εξέταση των δύο πτυχών στο ζήτημα των επιδράσεων από τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης στο κόστος της νομισματικής ένωσης, μπορεί κανείς να ισχυρισθεί ότι η σχέση ανάμεσα σε αυτά τα δύο μεγέθη πιθανότατα είναι αρνητική. Στο Διάγραμμα 2.16 (βλ. Krugman 1990), το κόστος της νομισματικής ένωσης για μία χώρα (το κόστος που δημιουργείται από την απώλεια της νομισματικής ανεξαρτησίας και του «εργαλείου» των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας, λόγω ένταξης μίας χώρας σε νομισματική ένωση) μετριέται στον κάθετο άξονα και ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης της χώρας μετριέται στον οριζόντιο άξονα. Όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μίας χώρας, τόσο χαμηλότερο είναι το κόστος της νομισματικής ένωσης για την χώρα.

Ωστόσο, αυτό το συμπέρασμα δεν έχει γενική ισχύ. Η ύπαρξη θετικής σχέσης ανάμεσα στα δύο προαναφερθέντα μεγέθη δεν μπορεί να αποκλεισθεί. Αν ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μίας χώρας και η συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών συνδέονται με ισχυρή θετική σχέση (άποψη του Krugman), η κλίση της ευθείας στο Διάγραμμα 2.16 μπορεί να είναι θετική.

Όμως, αυτή η υπόθεση δύσκολα ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα, για δύο λόγους. Πρώτον, η συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών μάλλον περιορίζεται συνεχώς, καθώς εξελίσσεται η διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης (άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής). Δεύτερον, ακόμη και στην περίπτωση που η διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης αυξάνει την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών, οι συνέπειες αυτής της επίδρασης πιθανότατα αντισταθμίζονται πλήρως από την σοβαρή επιβάρυνση που το «εργαλείο» των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας προκαλεί στην οικονομία μίας χώρας με υψηλό βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης. Γι' αυτούς τους λόγους, διατηρείται η ισχύς του συμπεράσματος ότι το κόστος της νομισματικής ένωσης είναι αρνητική συνάρτηση του βαθμού οικονομικής ολοκλήρωσης.

---

## 2.6 Συμπέρασμα

Η κριτική στην παραδοσιακή εκδοχή της θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών που θεμελιώθηκε και αναπτύχθηκε από τους Mundell και McKinnon, προσφέρει μερικές ενδιαφέρουσες παραλλαγές αυτής της θεωρίας και έχει μεταβάλει την γενική άποψη για το κόστος της νομισματικής ένωσης. Η παραδοσιακή εκδοχή της θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών οδηγεί σε απαισιόδοξες εκτιμήσεις και σε σοβαρές αμφιβολίες για την δυνατότητα μίας χώρας να ενταχθεί σε νομισματική ένωση με χαμηλό κόστος. Η κριτική στην παραδοσιακή εκδοχή της θεωρίας που παρουσιάσαμε σε αυτό το κεφάλαιο του βιβλίου, περιορίζει τις αμφιβολίες και δείχνει ότι το κόστος της ένταξης μίας χώρας σε νομισματική ένωση μπορεί να μην είναι απαγορευτικό, για δύο βασικούς λόγους.<sup>20</sup>

Πρώτον, η πολιτική των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν μπορεί να αντιμετωπίσει με ιδιαίτερη αποτελεσματικότητα τις συνέπειες των ασύμμετρων διαταραχών, όπως υπέθετε η παραδοσιακή εκδοχή της θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών, η οποία βασιζόταν σε Κείνσιανές αντιλήψεις. Οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας συνήθως επιδρούν μόνον βραχυπρόθεσμα στο συνολικό προϊόν και στην απασχόληση.

Δεύτερον, οι οικονομικές αρχές των χωρών που διατηρούν την νομισματική ανεξαρτησία τους και την δυνατότητα άσκησης συναλλαγματικής πολιτικής, συχνά διαπιστώνουν ότι η πολιτική των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν είναι «εργαλείο» για την εξασφάλιση της μακροοικονομικής σταθερότητας,

---

20 Για περισσότερα, βλ. Tavlas (1993).



αλλά πηγή μακροοικονομικών διαταραχών. Οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να είναι σημαντική αιτία ασύμμετρων διαταραχών, για μία χώρα που διατηρεί το εθνικό νόμισμά της. Σε αντίθεση με την παραδοσιακή άποψη, η πολιτική των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν είναι ένα αποτελεσματικό και ευέλικτο «εργαλείο», το οποίο οι σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής μπορούν να χρησιμοποιούν εύκολα και ανέξοδα.

Αυτή η κριτική απαξιώνει πλήρως την θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών; Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα είναι αρνητική. Παρ' όλη την κριτική που έχει δεχθεί η παραδοσιακή εκδοχή της, ο βασικός πυρήνας αυτής της θεωρίας παραμένει ανέπαφος. Οι χώρες που είναι υποψήφιες για ένταξη σε νομισματική ένωση, συνήθως έχουν μεγάλες και σημαντικές διαφορές, οι οποίες δεν αμβλύνονται δραστικά στο πλαίσιο της νομισματικής ένωσης. Πολλές από αυτές τις διαφορές έχουν θεσμική ή πολιτική προέλευση. Στην Ευρώπη, τα έθνη-κράτη που συνιστούν την Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση, έχουν συντηρήσει τις περισσότερες εθνικές ιδιορρυθμίες τους. Οι αγορές εργασίας των χωρών-μελών εξακολουθούν να διατηρούν τα εθνικά θεσμικά χαρακτηριστικά τους. Οι διαφορές στις νομοθεσίες των χωρών-μελών δημιουργούν μονίμως αποκλίσεις στην λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών, των αγορών κατοικιών και άλλων αγορών. Επίσης, οι κυβερνήσεις των χωρών-μελών θεσπίζουν ανόμοια φορολογικά συστήματα και εφαρμόζουν διαφορετικές πολιτικές δημόσιων δαπανών. Βέβαια, η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση περιορίζει ή εξαλείφει ορισμένες από αυτές τις διαφορές. Όμως, πολλές διαφορές παραμένουν και παγιώνουν τις σημαντικές αποκλίσεις στο συνολικό προϊόν και στο γενικό επίπεδο τιμών μεταξύ των επιμέρους χωρών-μελών, δημιουργώντας την ανάγκη προσηύξης σε περίπλοκες και δύσκολες οικονομικές προσαρμογές, στο εθνικό επίπεδο. Γι' αυτούς τους λόγους, η αδυναμία άσκησης εθνικής ανεξάρτητης νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης -η οποία μπορεί να υποβοηθήσει τις διαδικασίες οικονομικής προσαρμογής- γίνεται αντιληπτή ως αυξητικός παράγοντας του κόστους της νομισματικής ενοποίησης.

Επίσης, στο πλαίσιο μίας νομισματικής ένωσης, οι κυβερνήσεις των χωρών-μελών δεν χάνουν μόνον την δυνατότητα άσκησης νομισματικής πολιτικής για την σταθεροποίηση των οικονομικών κύκλων, αλλά και τους αυτόματους σταθεροποιητές των κυβερνητικών προϋπολογισμών, όταν οι παράγοντες των χρηματοοικονομικών αγορών αμφιβάλλουν για την ικανότητα αυτών των κυβερνήσεων να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους, κατά την διάρκεια μίας οικονομικής ύφεσης. Η προαναφερθείσα δυσπιστία έχει χαρακτηριστικά «αυτοπραγμάτωσης» και προκαλεί σοβαρές κρίσεις ρευστότητας, οι οποίες υποχρεώνουν τις κυβερνήσεις αυτών των χωρών-μελών να προχωρούν στην λήψη σκληρών μέ-



τρων λιτότητας που ενισχύουν τις αρνητικές συνέπειες της οικονομικής ύφεσης. Στο Κεφάλαιο 5, θα επανέλθουμε στην εξέταση αυτού του σημαντικού στοιχείου των νομισματικών ενώσεων που δεν συμπληρώνονται με δημοσιονομικές ενώσεις και παραμένουν ημιτελείς.

Επομένως, οι κυβερνήσεις των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που εντάχθηκαν στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999, ανέλαβαν ένα μεγάλο και δυσβάστακτο ρίσκο, τα χαρακτηριστικά του οποίου αποκαλύφθηκαν πλήρως με την έναρξη της κρίσης κυβερνητικού χρέους στην Ευρωζώνη. Αυτή η εμπειρία πρέπει να εκτιμηθεί σοβαρά και να αξιοποιηθεί από τις κυβερνήσεις των χωρών που πρόκειται να ενταχθούν στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση ή από τις κυβερνήσεις σε άλλες χώρες του κόσμου που σχεδιάζουν τις δικές τους νομισματικές ενώσεις.

Δύο στρατηγικές μπορούν να μειώσουν το υψηλό κόστος της οικονομικής προσαρμογής που απαιτείται για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων από τις ασύμμετρες διαταραχές. Πρώτον, η αύξηση της ευελιξίας των αγορών μπορεί να διευκολύνει την διαδικασία οικονομικής προσαρμογής. Δεύτερον, η επίσπευση της πολιτικής ενοποίησης μπορεί να περιορίσει τις εθνικές ιδιορρυθμίες και την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών που έχουν θεσμική ή πολιτική προέλευση.

---

## Κεφάλαιο 3

# Τα Οφέλη ενός Κοινού Νομίσματος

---

### Εισαγωγή

**Τ**Ο ΚΟΣΤΟΣ της νομισματικής ένωσης προέρχεται κυρίως από την *μακροοικονομική* διαχείριση της οικονομίας. Όμως, τα οφέλη της νομισματικής ένωσης προκύπτουν κυρίως στο *μικροοικονομικό* επίπεδο. Σε γενικές γραμμές, η εγκατάλειψη των εθνικών νομισμάτων και η εισαγωγή ενός νέου κοινού νομίσματος στις οικονομικές συναλλαγές οδηγούν σε αύξηση της οικονομικής αποτελεσματικότητας, η οποία έχει δύο διαφορετικές πηγές προέλευσης: Πρώτον, την εξάλειψη του κόστους συναλλαγών που συνδέεται με τις ανταλλαγές των εθνικών νομισμάτων. Δεύτερον, την εξάλειψη του κινδύνου που δημιουργείται από την αβεβαιότητα της πορείας των μελλοντικών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σε αυτό το κεφάλαιο του βιβλίου, θα εξετάσουμε τις προαναφερθείσες δύο πηγές οφέλους της νομισματικής ένωσης.

---

### 3.1 Άμεσα οφέλη από την εξάλειψη του κόστους συναλλαγών

Χωρίς αμφιβολία, η εξάλειψη του κόστους συναλλαγών που συνδέεται με τις ανταλλαγές των εθνικών νομισμάτων, είναι το περισσότερο εμφανές (και ευκολότερα μετρήσιμο με ποσοτικές μεθόδους) όφελος από την νομισματική ένωση. Όποιος έχει ανταλλάξει μονάδες ενός εθνικού νομίσματος με μονάδες άλλου εθνικού νομίσματος, μπορεί να αντιληφθεί αυτό το κόστος, το οποίο εξαλείφεται από την κυκλοφορία ενός νέου κοινού νομίσματος.

Όμως, πόσο μεγάλο είναι το όφελος από την εξάλειψη του κόστους συναλλαγών; Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, αυτό το όφελος

ξεπερνά τα 13 δις ευρώ και ανέρχεται μέχρι το επίπεδο των 20 δις ευρώ, κάθε χρόνο.<sup>1</sup> Αυτά τα χρηματικά μεγέθη αντιστοιχούν στο 0,25% έως 0,50% του ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης και μπορεί να φαίνονται ασήμαντα, αλλά συνιστούν ένα όφελος που προστίθεται στις υπόλοιπες ωφέλειες από το κοινό νόμισμα.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η δημιουργία αυτού του οφέλους που διαχέεται στο ευρύ κοινό, κάποιους επιβαρύνει με ισοδύναμη απώλεια. Οι τραπεζικοί τομείς των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης φέρουν το κύριο βάρος αυτής της ισοδύναμης απώλειας. Έρευνες σε διάφορες χώρες έχουν δείξει ότι το 5% περίπου των τραπεζικών εσόδων προέρχεται από τις προμήθειες που εισπράττονται από τις τράπεζες στις ανταλλαγές εθνικών νομισμάτων. Η νομισματική ένωση στερεί από τις τράπεζες αυτήν την πηγή εσόδων.

Τα προαναφερθέντα δεν πρέπει να δημιουργήσουν την εντύπωση ότι το όφελος του κοινού αντισταθμίζεται από την απώλεια των τραπεζών. Το κόστος συναλλαγών που συνδέεται με τις ανταλλαγές εθνικών νομισμάτων, είναι μία *απώλεια νεκρού βάρους* (*deadweight loss*), η οποία προσομοιάζει με έναν φόρο κατανάλωσης που δεν συνοδεύεται από ανταποδοτικές ωφέλειες. Βέβαια, οι τράπεζες αποκτούν ένα πρόβλημα μετάβασης, το οποίο λύνεται με την αναζήτηση άλλων επικερδών δραστηριοτήτων. Όταν η μεταβατική περίοδος των τραπεζών φθάνει στο τέλος της, η κοινωνία αρχίζει να καρπώνεται καθαρό συνολικό όφελος. Για παράδειγμα, οι τραπεζοϋπάλληλοι που απασχολούνται στις ανταλλαγές εθνικών νομισμάτων, απελευθερώνονται και μπορούν να αποδώσουν αποτελεσματικότερα σε άλλες τραπεζικές δραστηριότητες, προσφέροντας κοινωνικά χρησιμότερο έργο.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να τονίσουμε ότι οι τραπεζικές μεταβιβαστικές πληρωμές μεταξύ των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης εξακολουθούν να έχουν υψηλότερο κόστος από τις τραπεζικές μεταβιβαστικές πληρωμές στο εσωτερικό των χωρών-μελών, επειδή τα συστήματα πληρωμών της Ευρωζώνης δεν είναι πλήρως ολοκληρωμένα. Τα εθνικά συστήματα πληρωμών μπορεί να έχουν προσδεθεί στο σύστημα πληρωμών TARGET, αλλά συνεχίζουν να λειτουργούν στο εθνικό επίπεδο και να διατηρούν τις ιδιορρυθμίες τους. Γι' αυτόν τον λόγο, οι διαδρομές των διασυνοριακών τραπεζικών πληρωμών είναι περισσότερο σύνθετες και δαπανηρές από τις διαδρομές των εγχώριων τραπεζικών πληρωμών (βλ. Πλαίσιο 3.1).

Για να συγκλίνουν οι τραπεζικές προμήθειες των διασυνοριακών συναλλαγών με τις τραπεζικές προμήθειες των εγχώριων συναλλαγών, η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση θέσπισε έναν νέο κανονισμό, ο οποίος αναγκάζει τις τράπεζες να χρεώνουν τις ίδιες προμήθειες στις πληρωμές με πιστωτικές κάρ-

1 Βλ. EC Commission (1990).

τες, στις αναλήψεις από ΑΤΜ και στα εμβάσματα χρηματικών ποσών μέχρι €50.000, τόσο στις εγχώριες όσο και στις διασυνοριακές συναλλαγές. Αυτός ο κανονισμός οδήγησε τις τράπεζες της Ευρωζώνης στην δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Πληρωμών (European Payments Council) και της Ενιαίας Ζώνης Πληρωμών με Ευρώ (Single Euro Payment Area - SEPA), η οποία αποσκοπεί στην κωδικοποίηση και απλοποίηση των τραπεζικών συναλλαγών σε ολόκληρη την Ευρωζώνη.

Επίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε την Οδηγία Υπηρεσιών Πληρωμών (Payments Service Directive), η οποία διαμόρφωσε την νομική βάση της SEPA και εκκίνησε μία διαδικασία πλήρους ολοκλήρωσης των συστημάτων πληρωμών στην Ευρωζώνη. Το πρώτο σημαντικό βήμα έγινε τον Ιανουάριο του 2008, με την έναρξη λειτουργίας του Συστήματος Μεταβίβασης Πιστώσεων της SEPA (SEPA Credit Transfer), το οποίο επιτρέπει σε κάθε τράπεζα-μέλος να μεταφέρει χρηματικά ποσά άμεσα σε όλες τις υπόλοιπες τράπεζες-μέλη. Το τελικό βήμα έγινε τον Νοέμβριο του 2009 και δίνει την δυνατότητα στους πελάτες των τραπεζών να μεταβιβάζουν χρηματικά ποσά σε όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, με τον ίδιο ακριβώς τρόπο που μεταβιβάζουν χρηματικά ποσά στο εσωτερικό της χώρας τους.<sup>2</sup> Από εκείνη την περίοδο, το όφελος από την εξάλειψη του κόστους συναλλαγών στην Ευρωζώνη πλησιάζει περισσότερο στην πλήρη υλοποίησή του.

### Πλαίσιο 3.1 Το σύστημα πληρωμών TARGET

Προκειμένου η Ευρωζώνη να λειτουργεί εύρυθμα και αποτελεσματικά, τα συστήματα πληρωμών των χωρών-μελών πρέπει να είναι πλήρως ενοποιημένα και οι διασυνοριακές τραπεζικές πληρωμές πρέπει να διενεργούνται με τον ομαλό τρόπο των εγχώριων τραπεζικών πληρωμών. Θεμελιώδες στοιχείο ενός ενιαίου και ολοκληρωμένου κοινού συστήματος πληρωμών είναι οι μεταβιβάσεις χρηματικών ποσών μεταξύ των τραπεζών, οι οποίες ελέγχονται από την κοινή κεντρική τράπεζα. Γι' αυτόν τον λόγο, η κοινή κεντρική τράπεζα συχνά ονομάζεται «τράπεζα των τραπεζών». Πριν από την δημιουργία της Ευρωζώνης, κάθε χώρα είχε ξεχωριστό σύστημα πληρωμών, υπό τον έλεγχο της εθνικής κεντρικής τράπεζας. Στο πλαίσιο της Ευρωζώνης, αυτά τα εθνικά συστήματα πληρωμών ενοποιήθηκαν σε ένα ενιαίο και ολοκληρωμένο κοινό σύστημα πληρωμών, το οποίο ονομάστηκε «σύστημα πληρωμών TARGET» (“TARGET payment system”) και έχει τα ακόλουθα βασικά χαρακτηριστικά:

- Λειτουργεί σε πραγματικό χρόνο. Η μεταβίβαση ενός χρηματικού ποσού από την τράπεζα προέλευσης προς την τράπεζα προορισμού διενεργείται «στιγμιαία» (με καθυστέρηση λίγων δευτερολέπτων ή λεπτών).

2 Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. European Central Bank (2008a).

- Είναι μηχανισμός «ακαθάριστων» διακανονισμών. Κάθε εισερχόμενη πληρωμή έχει την άμεση κάλυψη και εγγύηση της τράπεζας προέλευσης. Στα περισσότερα εθνικά συστήματα πληρωμών, λειτουργούν μηχανισμοί «καθαρών» διακανονισμών, οι οποίοι είναι διαφορετικοί. Κάθε τράπεζα διαμορφώνει μία «καθαρή» πιστωτική ή χρεωστική θέση, χωρίς να παρέχει άμεσες καλύψεις και εγγυήσεις, κατά την διάρκεια της ημέρας. Ο διακανονισμός της «καθαρής» θέσης κάθε τράπεζας γίνεται σωρευτικά, στο τέλος της ημέρας.
- Είναι ένας μηχανισμός διακανονισμών περισσότερο δαπανηρός από τους μηχανισμούς «καθαρών» διακανονισμών. Γι' αυτόν τον λόγο, έχουν εμφανισθεί ιδιωτικά συστήματα πληρωμών, τα οποία διαθέτουν μηχανισμούς «καθαρών» διακανονισμών και είναι λιγότερο δαπανηρά.
- Ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο μετάδοσης της πιθανής χρεοκοπίας μίας τράπεζας στις υπόλοιπες τράπεζες της αλυσίδας πληρωμών, μέσω διαδικασίας «ντόμινο».

Μετά την κρίση κυβερνητικού χρέους του 2010, το TARGET εμφάνισε σημαντικές ανισορροπίες. Οι οικονομικές αρχές των χωρών-μελών της νοτιότερης Ευρωζώνης που είχαν συσσωρεύσει μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, βρέθηκαν αντιμέτωπες με ξαφνικές εκροές κεφαλαίου και σοβαρή απώλεια ρευστότητας. Από την άλλη πλευρά, οι οικονομικές αρχές των χωρών-μελών της βορειότερης Ευρωζώνης που είχαν συσσωρεύσει πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών, έγιναν αποδέκτες ξαφνικών εισροών κεφαλαίου και πρόσθετης ρευστότητας. Γι' αυτόν τον λόγο, οι χώρες-μέλη της νοτιότερης Ευρωζώνης δημιούργησαν μεγάλες υποχρεώσεις στο TARGET, οι οποίες αντιστοιχούσαν σε μεγάλες απαιτήσεις των χωρών-μελών της βορειότερης Ευρωζώνης, κυρίως της Γερμανίας. (Βλ. Sinn and Wollmershäuser 2012, οι οποίοι έχουν την άποψη ότι αυτή η εξέλιξη άφησε τους Γερμανούς φορολογούμενους εκτεθειμένους σε σοβαρούς κινδύνους. Επίσης, βλ. De Grauwe and Ji 2012 και Whelan 2012, για αντεπιχειρήματα και κριτική σε αυτήν την άποψη.)

### 3.2 Έμμεσα οφέλη από την εξάλειψη του κόστους συναλλαγών: Η «διαφάνεια» των τιμών

Επίσης, η εξάλειψη του κόστους συναλλαγών που συνδέεται με τις ανταλλαγές των εθνικών νομισμάτων, δημιουργεί ένα έμμεσο όφελος (δυσκολότερα μετρήσιμο με ποσοτικές μεθόδους). Η κυκλοφορία του ευρώ αυξάνει την «διαφάνεια» των τιμών. Οι καταναλωτές μπορούν να κάνουν ευκολότερα συγκρίσεις τιμών και να επιλέξουν τους φθηνότερους προμηθευτές στην Ευρωζώνη, επειδή οι τιμές των αγαθών είναι εκφρασμένες στην ίδια νομισματική μονάδα. Χωρίς αμφιβολία, η «διαφάνεια» των τιμών μπορεί να αυξήσει τον ανταγωνισμό στις αγορές αγαθών, να μειώσει τις τιμές και να ωφελήσει όλους τους καταναλωτές. Όμως, η «διαφάνεια» των τιμών επηρεάζει σημαντικά την τιμολόγηση των αγαθών στις

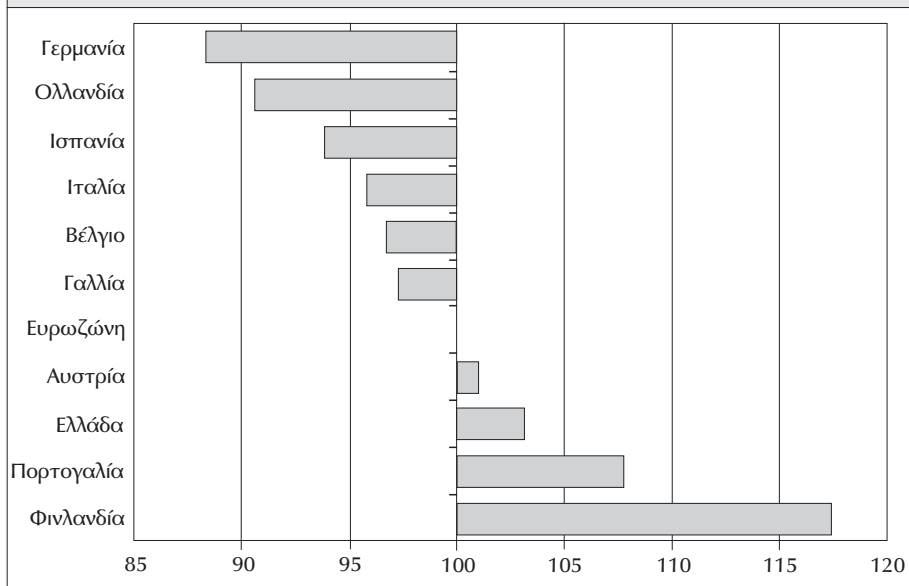
αγορές της Ευρωζώνης και δημιουργεί πραγματικά μεγάλο έμμεσο όφελος για τους καταναλωτές. Στην συνέχεια, θα προσπαθήσουμε να διερευνήσουμε αυτό το ζήτημα.

Σύμφωνα με πολλές εμπειρικές ενδείξεις, η διαφοροποίηση των τιμών εξακολουθεί να είναι ευρύτατα διαδεδομένη πρακτική στην Ευρώπη. Η διαφοροποίηση των τιμών μίας μεγάλης γκάμας επώνυμων προϊόντων, κατά την διάρκεια του 2005, παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 3.1. Πιο συγκεκριμένα, το διάγραμμα παρουσιάζει τον δείκτη τιμών ενός «καλαθιού» 160 επώνυμων προϊόντων που πωλούνται σε όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, ο οποίος εκφράζει το κόστος αυτού του «καλαθιού» στις επιμέρους χώρες-μέλη, σε σχέση με το μέσο κόστος του ίδιου «καλαθιού» στην Ευρωζώνη. Παρατηρώντας τα δεδομένα του διαγράμματος, διαπιστώνουμε ότι το «καλάθι» των ίδιων 160 επώνυμων προϊόντων στην Φινλανδία κόστιζε 17% περισσότερο από το μέσο κόστος της Ευρωζώνης και στην Γερμανία κόστιζε 13% λιγότερο από το μέσο κόστος της Ευρωζώνης, κατά την διάρκεια του 2005. Επομένως, η διαφοροποίηση των τιμών -ανάμεσα στην ακριβότερη και την φθηνότερη χώρα-μέλος της Ευρωζώνης- ήταν περίπου 30%, κατά την διάρκεια του 2005.<sup>3</sup>

Οι Charles Engel και Richard Rogers έχουν παρατηρήσει ένα παρόμοιο φαινόμενο, στην Βόρεια Αμερική (βλ. Engel and Rogers 1995). Αυτοί οι ερευνητές μελέτησαν τις διαφοροποιήσεις των τιμών μίας γκάμας προϊόντων, σε πόλεις της Βόρειας Αμερικής (στις ΗΠΑ και στον Καναδά). Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, η απλή διάβαση των συνόρων ΗΠΑ και Καναδά ισοδυναμεί με ταξίδι 2.500 μιλίων μέσα στην ίδια χώρα. Οι διαφορές των τιμών μεταξύ Detroit και Windsor (πόλεις που βρίσκονται στις δύο πλευρές των συνόρων ΗΠΑ και Καναδά) έχουν τα ίδια περίπου μεγέθη με τις διαφορές των τιμών μεταξύ Νέας Υόρκης και Λος Άντζελες (πόλεις που βρίσκονται στα δύο άκρα των ΗΠΑ). Σύμφωνα με όλες τις ενδείξεις, τα σύνορα μεταξύ των χωρών διαχωρίζουν τις αγορές και διαφοροποιούν σημαντικά τις τιμές των αγαθών. Η ύπαρξη συνόρων στην Ευρώπη και την Βόρεια Αμερική συνεχίζει να θέτει μεγάλα εμπόδια στο εμπόριο, παρ' όλο που οι δασμοί στα εισαγόμενα προϊόντα και άλλοι άμεσοι περιορισμοί του εμπορίου έχουν καταργηθεί.

3 Οι Haskel και Wolf (βλ. Haskel and Wolf 2001) έχουν διαπιστώσει την ύπαρξη παρόμοιων διαφορών στις τιμές πανομοιότυπων προϊόντων που πωλούνται από τα καταστήματα επίπλων IKEA, σε διάφορες χώρες της Ευρώπης. Επίσης, οι διαφορές των τιμών στην αγορά αυτοκινήτων είναι τρομακτικές. Οι Baye et al. (βλ. Baye et al. 2006) έχουν διαπιστώσει ότι οι καταχωρημένες στο Internet τιμές ενός δείγματος προϊόντων δεν έχουν συγκλίνει, μετά την κυκλοφορία του ευρώ.

**Διάγραμμα 3.1** Δείκτης τιμών σε επιμέρους χώρες-μέλη, σε σχέση με την Ευρωζώνη (2005).



Πηγή: ACNielsen (2005).

Επίσης, αξίζει να εξετάσουμε την διαχρονική εξέλιξη της σύγκλισης των τιμών στην Ευρωζώνη και να εντοπίσουμε τις τάσεις που παρουσιάζει. Ο Wolszczak-Derlacz (βλ. Wolszczak-Derlacz 2006) μελέτησε την σύγκλιση των τιμών, χρησιμοποιώντας δείγμα με 173 προϊόντα που πωλούνταν σε όλη την Ευρωζώνη, κατά την διάρκεια της περιόδου 1990-2005. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης συνοψίζονται στο Διάγραμμα 3.2. Πιο συγκεκριμένα, αυτό το διάγραμμα παρουσιάζει ένα μέτρο της διασποράς των τιμών στην Ευρωζώνη (μέση τυπική απόκλιση), κατά την διάρκεια της περιόδου 1990-2005. Παρατηρώντας το διάγραμμα, διαπιστώνουμε ότι υπήρξε κάποια τάση σύγκλισης των τιμών πριν από το 1999 (κυρίως από το 1990 μέχρι το 1995).<sup>4</sup> Όμως, μετά την δημιουργία της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, αυτή η τάση σύγκλισης διεκόπη και η διασπορά των τιμών παρέμεινε σχετικά σταθερή στην Ευρωζώνη.<sup>5</sup> Το ίδιο φαινόμενο έχει καταγραφεί και από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (βλ. European Commission 2004). Κάποιες μεταγενέ-

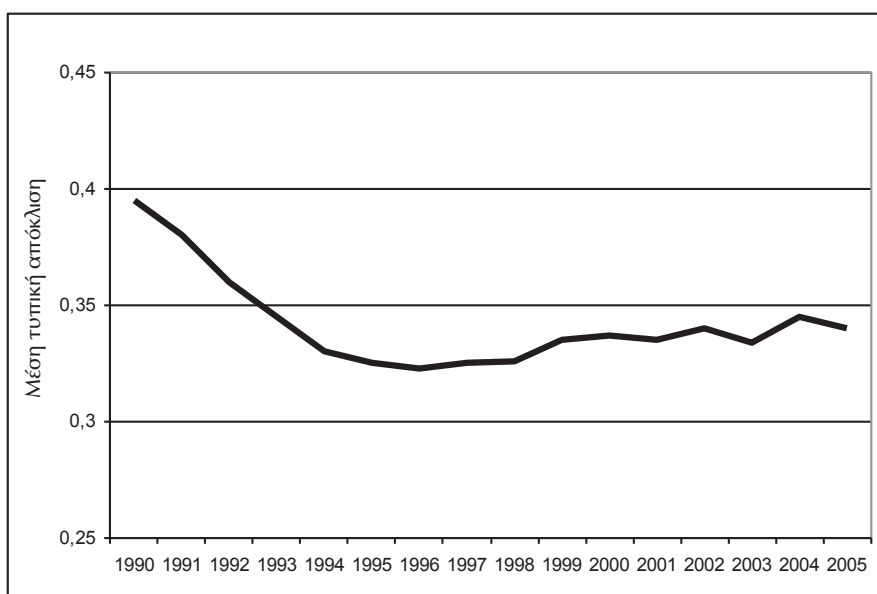
4 Η ίδια τάση σύγκλισης των τιμών παρατηρήθηκε και από τους Engel και Rogers (βλ. Engel and Rogers 2004).

5 Η ελαφρά αύξηση της διασποράς των τιμών που παρατηρήθηκε μετά το 1999, δεν είναι στατιστικά σημαντική.



στερες εμπειρικές μελέτες επιβεβαίωσαν την συνέχεια της έλλειψης σύγκλισης τιμών στην Ευρωζώνη, μετά το 2005 (βλ. Parsley and Wei 2008 και Clementi et al. 2010). Μία νεότερη εμπειρική μελέτη -για την μεγάλη διαφοροποίηση των τιμών στις αγορές αυτοκινήτων της Ευρωζώνης- κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η κυκλοφορία του ευρώ δεν οδήγησε σε σύγκλιση τις τιμές των αυτοκινήτων στην Ευρωζώνη (βλ. Dvir and Strasser 2013).

**Διάγραμμα 3.2** Διαχρονική εξέλιξη της σύγκλισης των τιμών στην Ευρωζώνη (1990-2005).



Πηγή: Wolszczak-Derlacz (2006).

Γιατί η κυκλοφορία του ευρώ δεν οδηγεί σε σύγκλιση των τιμών στην Ευρωζώνη; Πολλά από τα αγαθά στο δείγμα του Wolszczak-Derlacz είναι προϊόντα των supermarket. Οι διαφορές στις τιμές των προϊόντων supermarket οφείλονται στο υψηλό κόστος συναλλαγών του λιανικού εμπορίου. Πριν από την κυκλοφορία του ευρώ, οι κάτοικοι του Παρισιού δεν ταξίδευαν στο Βερολίνο, για να ψωνίσουν στα supermarket και να ωφεληθούν από τις χαμηλότερες τιμές ορισμένων προϊόντων καθημερινής χρήσης, επειδή η απόσταση των δύο πόλεων καθιστούσε το κόστος των ταξιδιών απαγορευτικό. Μετά την κυκλοφορία του ευρώ, η απόσταση των δύο πόλεων παραμένει ίδια και το κόστος των ταξιδιών είναι εξίσου υψηλό. Οι κάτοικοι των χωρών της Ευρωζώνης δεν κερδίζουν από

μετακινήσεις αυτής της μορφής. Γι' αυτόν τον λόγο, οι διαφορές των τιμών στα προϊόντα supermarket συνεχίζουν να είναι μεγάλες, μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης. Όμως, γιατί οι διαφοροποιήσεις των τιμών στα προϊόντα supermarket είναι ελάχιστες στις εσωτερικές αγορές των χωρών της Ευρωζώνης; Η απάντηση αυτού του ερωτήματος συνδέεται με την οργάνωση του λιανικού εμπορίου στο εθνικό επίπεδο. Στις περισσότερες χώρες-μέλη, λίγες τοπικές αλυσίδες supermarket κυριαρχούν στην εσωτερική αγορά, οργανώνουν την διαφήμιση και την προώθηση των πωλήσεων στο εθνικό επίπεδο, και καθορίζουν τις τιμές σε ολόκληρη την εθνική γεωγραφική επικράτεια. Η κυρίαρχη θέση των τοπικών αλυσίδων supermarket στην εσωτερική αγορά κάθε χώρας της Ευρωζώνης οφείλεται σε δύο λόγους. Πρώτον, αυτές οι αλυσίδες ελέγχονται σε μεγάλο βαθμό από τοπικούς επιχειρηματίες και διευθύνονται από τοπικά στελέχη. Δεύτερον, οι διαφορές στους νόμους και τους κανονισμούς, οι διαφορετικές γλώσσες, οι τοπικές συνήθειες και τα εθνικά πολιτισμικά χαρακτηριστικά εμποδίζουν την είσοδο ξένων αλυσίδων supermarket στις εσωτερικές αγορές των χωρών της Ευρωζώνης. Η κυκλοφορία του ευρώ δεν αναμένεται να παραμερίσει αυτά τα εμπόδια, στο προσεχές μέλλον.

Άλλα αγαθά στο δείγμα του Wolszczak-Derlacz είναι ηλεκτρονικά προϊόντα (φωτογραφικές μηχανές, κινητά τηλέφωνα κ.α.). Το κόστος συναλλαγών του λιανικού εμπορίου δεν φαίνεται να είναι ιδιαίτερα υψηλό στον κλάδο των ηλεκτρονικών προϊόντων. Σε αντίθεση με τους καταναλωτές προϊόντων supermarket, οι καταναλωτές ηλεκτρονικών προϊόντων μπορούν σχετικά εύκολα να αναζητήσουν χαμηλότερες τιμές και να αγοράσουν από καταστήματα άλλων περιοχών ή άλλων χωρών. Για παράδειγμα, αξίζει να ταξιδεύσει κανείς από το Παρίσι στο Βερολίνο, για να αγοράσει έναν ηλεκτρονικό υπολογιστή σε χαμηλή τιμή. Ωστόσο, το κόστος συναλλαγών είναι αρκετά υψηλό και στον κλάδο των ηλεκτρονικών προϊόντων, επειδή αυτά τα προϊόντα είναι πολύ διαφοροποιημένα και οι καταναλωτές δύσκολα μπορούν να συγκρίνουν με ακρίβεια τα χαρακτηριστικά και τις τιμές τους. Για τον ίδιο λόγο, οι διαφορές των τιμών στον κλάδο των ηλεκτρονικών προϊόντων είναι εξίσου μεγάλες και στις εσωτερικές αγορές των χωρών της Ευρωζώνης. Η κυκλοφορία του ευρώ μπορεί να διευκολύνει τις συγκρίσεις των τιμών στον κλάδο των ηλεκτρονικών προϊόντων, αλλά δεν αναμένεται να μειώσει δραστικά τις παρατηρούμενες διαφορές αυτών των τιμών στην Ευρωζώνη.

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η κυκλοφορία του ευρώ δεν οδηγεί σε σύγκλιση των τιμών, επειδή απλώς αυξάνει την «διαφάνεια» των τιμών και διευκολύνει τους καταναλωτές στις άμεσες συγκρίσεις τους. Η κυκλοφορία του ευρώ μπορεί να συμβάλει στην σύγκλιση των τιμών, επειδή προωθεί την οικονομική ολοκλήρωση με διάφορους τρόπους. Για παράδειγμα, το κοινό νόμισμα

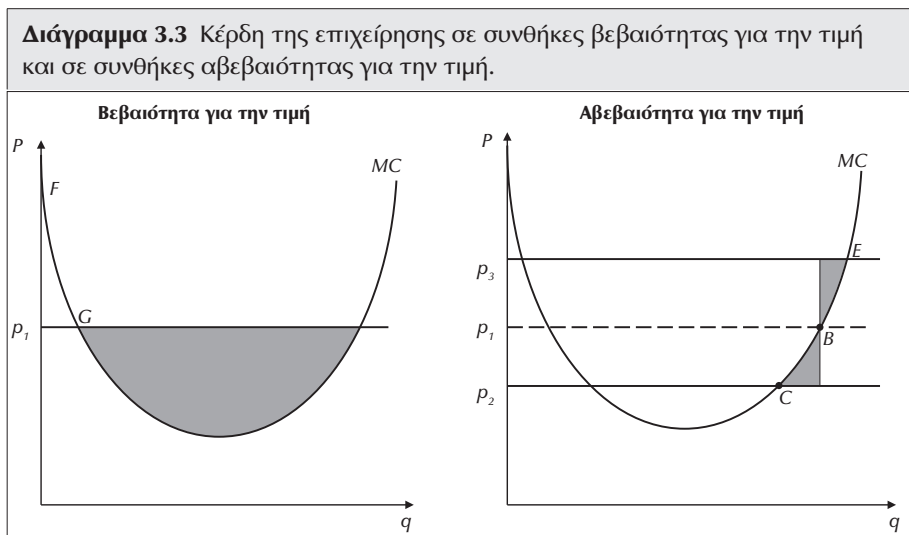
μπορεί να επιταχύνει την διαδικασία ολοκλήρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών (βλ. Κεφάλαιο 11), η οποία μπορεί να δώσει ώθηση στην άμβλυνση των διαφορών στις εθνικές νομοθεσίες και να δημιουργήσει ευνοϊκότερες συνθήκες για την ολοκλήρωση άλλων αγορών. Επομένως, η κυκλοφορία του ευρώ μπορεί να διαδραματίσει καταλυτικό ρόλο στις διαδικασίες ολοκλήρωσης πολλών αγορών, προωθώντας την πολιτική ενοποίηση και την εναρμόνιση θεσμών, νόμων και κανονισμών. Χωρίς αμφιβολία, η δυναμική της οικονομικής ολοκλήρωσης είναι πολύ σημαντικότερη από την απλή διευκόλυνση της σύγκρισης των τιμών. Βέβαια, η συμβολή του κοινού νομίσματος στην ανάπτυξη αυτής της δυναμικής θα φανεί με την πάροδο του χρόνου.

### 3.3 Οφέλη ευημερίας λόγω μικρότερης αβεβαιότητας

Η αβεβαιότητα των μελλοντικών συναλλαγματικών ισοτιμιών θέτει σε κίνδυνο τα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων και προκαλεί απώλειες οικονομικής ευημερίας. Σε ένα οικονομικό περιβάλλον που κυριαρχείται από την αποστροφή στον κίνδυνο, οι οικονομικοί παράγοντες προτιμούν μία μελλοντική απόδοση με χαμηλότερο κίνδυνο από μία μελλοντική απόδοση με υψηλότερο κίνδυνο, όταν οι δύο μελλοντικές αποδόσεις έχουν την ίδια παρούσα αξία. Με άλλα λόγια, οι οικονομικοί παράγοντες προτιμούν μία μελλοντική απόδοση με υψηλότερο κίνδυνο, μόνον όταν πείθονται ότι αυτή η απόδοση αναμένεται να είναι μεγαλύτερη από άλλες μελλοντικές αποδόσεις με χαμηλότερο κίνδυνο. Η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών εξουδετερώνει μία σημαντική πηγή κινδύνου και δημιουργεί οφέλη οικονομικής ευημερίας.

Ωστόσο, ένα σημαντικό στοιχείο της οικονομικής θεωρίας των επιχειρήσεων μπορεί να ακυρώσει το προαναφερθέν γενικό συμπέρασμα. Ας θεωρήσουμε μία επιχείρηση που μεγιστοποιεί κέρδη και είναι «λήπτης τιμών» (*“price-taker”*) στην αγορά του προϊόντος της. Επίσης, ας υποθέσουμε ότι αυτή η επιχείρηση εξάγει το σύνολο του προϊόντος που παράγει. Η καμπύλη οριακού κόστους της επιχείρησης και η τιμή του προϊόντος (σε εγχώριο νόμισμα) παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 3.3. Η τιμή που η επιχείρηση εισπράττει σε εγχώριο νόμισμα, είναι ίση με το γινόμενο της συναλλαγματικής ισοτιμίας και της τιμής του προϊόντος στην διεθνή αγορά (σε ξένο νόμισμα). Στην συνέχεια, ας θεωρήσουμε δύο διαφορετικά συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στο πρώτο σύστημα (αριστερή πλευρά του διαγράμματος), η συναλλαγματική ισοτιμία είναι καθορισμένη και σταθερή. Γι’ αυτόν τον λόγο, η τιμή σε εγχώριο νόμισμα είναι σταθερή και πλήρως προβλέψιμη (υποθέτουμε ότι η τιμή του προϊόντος στην διεθνή αγορά είναι

σταθερή). Στο δεύτερο σύστημα (δεξιά πλευρά του διαγράμματος), η συναλλαγματική ισοτιμία κυμαίνεται ελεύθερα και προκαλεί τυχαίες διακυμάνσεις στην τιμή σε εγχώριο νόμισμα (υποθέτουμε ότι η τιμή σε εγχώριο νόμισμα κυμαίνεται συμμετρικά ανάμεσα στα επίπεδα τιμών  $p_2$  και  $p_3$ ).



Στο πρώτο σύστημα, τα κέρδη της επιχείρησης σε κάθε χρονική περίοδο είναι σταθερά και ίσα με την διαφορά ανάμεσα στο εμβαδόν της σκιασμένης περιοχής και στο εμβαδόν της περιοχής  $FGp_1$ . Στο δεύτερο σύστημα, τα κέρδη της επιχείρησης σε κάθε χρονική περίοδο είναι κυμαινόμενα και εξαρτώνται από την τιμή στο διάστημα  $p_2p_3$ . Παρατηρώντας το διάγραμμα, διαπιστώνουμε ότι τα κέρδη της επιχείρησης στο δεύτερο σύστημα είναι μεγαλύτερα κατά μέσο όρο από τα κέρδη της επιχείρησης στο πρώτο σύστημα. Όταν η τιμή κατέρχεται στο κατώτατο επίπεδο ( $p_2$ ), τα κέρδη της επιχείρησης στο πρώτο σύστημα υπερβαίνουν τα κέρδη της επιχείρησης στο δεύτερο σύστημα κατά το εμβαδόν της περιοχής  $p_1BCp_2$ . Από την άλλη πλευρά, όταν η τιμή ανέρχεται στο ανώτατο επίπεδο ( $p_3$ ), τα κέρδη της επιχείρησης στο δεύτερο σύστημα υπερβαίνουν τα κέρδη της επιχείρησης στο πρώτο σύστημα κατά το εμβαδόν της περιοχής  $p_3EBp_1$ . Επειδή το εμβαδόν της περιοχής  $p_3EBp_1$  είναι μεγαλύτερο από το εμβαδόν της περιοχής  $p_1BCp_2$ , τα κέρδη της επιχείρησης στο σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι μεγαλύτερα κατά μέσο όρο από τα κέρδη της επιχείρησης στο σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών (κατά το εμβαδόν του αθροίσματος των δύο σκιασμένων περιοχών στην δεξιά πλευρά του διαγράμματος).

Η οικονομική ερμηνεία αυτού του αποτελέσματος είναι εύκολη. Όταν η τιμή ανέρχεται στο ανώτατο επίπεδο ( $p_3$ ), η επιχείρηση αυξάνει την παραγωγή προϊόντος, για να εκμεταλλευθεί τις δυνατότητες κέρδους που δημιουργούνται από τα υψηλότερα έσοδα ανά μονάδα παραγόμενου προϊόντος. Πιο συγκεκριμένα, η επιχείρηση αυξάνει το κέρδος σε κάθε μονάδα προϊόντος που παρήγαγε πριν από την άνοδο της τιμής, και καρπώνεται πρόσθετα κέρδη από την επέκταση της παραγωγής του προϊόντος. Αυτά τα πρόσθετα κέρδη είναι ίσα με το εμβαδόν της σκιασμένης περιοχής πάνω από το σημείο B. Από την άλλη πλευρά, όταν η τιμή κατέρχεται στο κατώτατο επίπεδο ( $p_2$ ), η επιχείρηση μειώνει την παραγωγή προϊόντος, για να περιορίσει τις απώλειες κέρδους που δημιουργούνται από τα χαμηλότερα έσοδα ανά μονάδα παραγόμενου προϊόντος. Πιο συγκεκριμένα, η επιχείρηση έχει απώλεια κέρδους σε κάθε μονάδα προϊόντος που παράγει μετά την πτώση της τιμής, και αποφεύγει κάποιες πρόσθετες απώλειες κερδών μέσω της μείωσης του παραγόμενου προϊόντος. Αυτές οι πρόσθετες απώλειες κερδών που αποφεύγονται, είναι ίσες με το εμβαδόν της σκιασμένης περιοχής κάτω από το σημείο B. Επομένως, το συνολικό όφελος της επιχείρησης (πρόσθετα κέρδη και αποφυγή πρόσθετων απωλειών κερδών) που δημιουργείται στο σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, είναι ίσο με το εμβαδόν του αθροίσματος των δύο σκιασμένων περιοχών, πάνω και κάτω από το σημείο B.

Για να προσδιορίσουμε το καθαρό όφελος οικονομικής ευημερίας, πρέπει να συγκρίνουμε την θετική επίπτωση από την διακύμανση της τιμής στα κέρδη της επιχείρησης, με την αρνητική επίπτωση από την αβεβαιότητα των κερδών. Αν υποθέσουμε ότι τα διεθυντικά στελέχη της επιχείρησης αποστρέφονται τον κίνδυνο, η χρησιμότητά τους (χρησιμότητα της επιχείρησης) αυξάνεται από την άνοδο των αναμενόμενων κερδών και μειώνεται από την αβεβαιότητα των κερδών. Επομένως, η καθαρή μεταβολή της χρησιμότητας είναι αδύνατον να προσδιορισθεί. Γενικεύοντας και θεωρώντας την μετάβαση από το σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών στο σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών έχει ασαφή επίδραση στην οικονομική ευημερία. Με αυτήν την έννοια, η εγκατάλειψη των εθνικών νομισμάτων και η κυκλοφορία ενός νέου κοινού νομίσματος δεν αυξάνουν απαραίτητα την οικονομική ευημερία σε μία νομισματική ένωση.

Η προηγηθείσα ανάλυση επιβεβαιώνεται με έναν ακόμη τρόπο. Η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι πηγή κινδύνου και ευκαιρία αύξησης κερδών, ταυτόχρονα. Όταν η διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας αυξάνεται, η πιθανότητα δημιουργίας υψηλών κερδών γίνεται μεγαλύτερη. Οι εξαγωγές της επιχείρησης που θεωρήσαμε στις προηγούμενες παραγράφους, μοιάζουν με ένα δικαίωμα (*option*) της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι ευνοϊκή, η διεύθυνση της επιχείρησης ασκεί

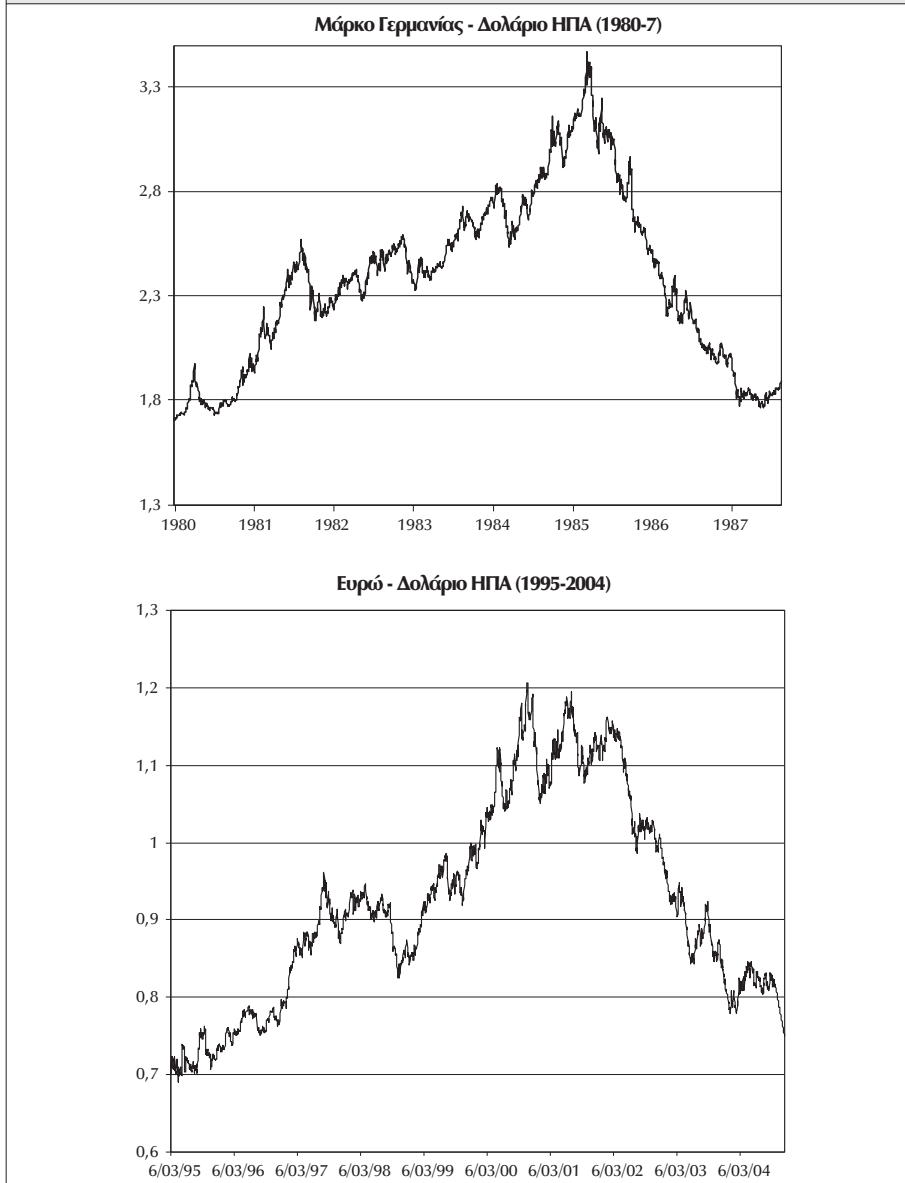
το δικαίωμα εξαγωγής του προϊόντος της. Αντιθέτως, όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι δυσμενής, η διεύθυνση της επιχείρησης δεν ασκεί το δικαίωμα εξαγωγής του προϊόντος της. Σύμφωνα με την θεωρία των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων, όταν η μεταβλητότητα του υποκείμενου χρηματοοικονομικού στοιχείου αυξάνεται, η αξία του δικαιώματος γίνεται μεγαλύτερη. Παρομοίως, όταν η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας αυξάνεται, η επιχείρηση που έχει το δικαίωμα εξαγωγής του προϊόντος της, ωφελείται και βελτιώνει την θέση της.

Οι παραλλαγές της οικονομικής θεωρίας των επιχειρήσεων είναι πολλές και περίπλοκες. Σε αυτήν την θεωρία, μπορεί κανείς να εισαγάγει -μεταξύ των άλλων- την υπόθεση του ατελούς ανταγωνισμού ή το κόστος μετάβασης που δημιουργείται από την διακύμανση της παραγωγής και επιβαρύνει την επιχείρηση. Αυτές οι προσθήκες διαφοροποιούν την επίδραση από την αβεβαιότητα της τιμής στα αναμενόμενα κέρδη της επιχείρησης. Σε γενικές γραμμές, οι περίπλοκες παραλλαγές της θεωρίας υποστηρίζουν το συμπέρασμα ότι η αβεβαιότητα της τιμής *μπορεί* να αυξήσει τα αναμενόμενα κέρδη της επιχείρησης.

Όμως, μία σοβαρή πτυχή της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να υπονομεύσει τα συμπεράσματα της προηγηθείσας ανάλυσης. Οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών συνήθως δεν έχουν ομαλή κατανομή. Οι διαχρονικές πορείες των συναλλαγματικών ισοτιμιών χαρακτηρίζονται από αλληλοδιαδεχόμενες περιόδους σχετικής γαλήνης και έντονων αναταράξεων. Στις περιόδους έντονων αναταράξεων, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να γίνουν ιδιαίτερα μεγάλες και επίμονες προς την ίδια κατεύθυνση, εκτοξεύοντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες σε δυσθεώρητα ύψη ή κατακρημνίζοντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες σε μεγάλα βάθη. Δύο παραδείγματα παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 3.4 (συναλλαγματική ισοτιμία του μάρκου της Γερμανίας με το δολάριο των ΗΠΑ και συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ με το δολάριο των ΗΠΑ).

Στο ιδιαίτερα ασταθές περιβάλλον των αγορών συναλλάγματος, μία μεγάλη μεταβολή κάποιας συγκεκριμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας έχει μικρή πιθανότητα εμφάνισης, αλλά οι συνέπειές της μπορεί να είναι καταστροφικές. Στο Διάγραμμα 3.3, μία μεγάλη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να μειώσει την τιμή του προϊόντος (σε εγχώριο νόμισμα) σε επίπεδο χαμηλότερο από εκείνο που αντιστοιχεί στο κατώτατο σημείο της καμπύλης οριακού κόστους της επιχείρησης (ή στο κατώτατο σημείο της καμπύλης μέσου κόστους που δεν παρουσιάζεται στο διάγραμμα), οδηγώντας σε αναγκαστική διακοπή λειτουργίας της επιχείρησης. Επειδή οι χρεοκοπίες των επιχειρήσεων έχουν σοβαρές οικονομικές συνέπειες και η μετακίνηση των παραγωγικών συντελεστών σε άλλες δραστηριότητες είναι μία δύσκολη διαδικασία, οι μεγάλες μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών επιβαρύνουν με υψηλό κόστος τις οικονομίες.

**Διάγραμμα 3.4** Απότομες άνοδοι και πτώσεις στις αγορές συναλλάγματος: Δύο παραδείγματα.



*Σημείωση:* Η ισοτιμία του ευρώ με το δολάριο πριν από το 1999 είναι το γινόμενο της συναλλαγματικής ισοτιμίας του μάρκου με το δολάριο και της καθορισμένης σχέσης μετατροπής του μάρκου σε ευρώ.

*Πηγή:* De Grauwe and Grimaldi (2006).



Οι μεγάλες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι συχνό και επαναλαμβανόμενο φαινόμενο στα συστήματα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, το οποίο μπορεί να δημιουργήσει τεράστιο κόστος προσαρμογής και οικονομική καχεξία. Κατά την διάρκεια των πρώτων ετών της δεκαετίας του 1990, αυτό το φαινόμενο πήρε μεγάλες διαστάσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όταν ορισμένα εθνικά νομίσματα χωρών-μελών (για παράδειγμα, η λιρέτα της Ιταλίας και η πεσέτα της Ισπανίας) υποτιμήθηκαν από 20% έως 30% σε διάστημα λίγων εβδομάδων, δημιουργώντας υψηλό κόστος προσαρμογής σε άλλες χώρες-μέλη (Γερμανία, Βέλγιο, Ολλανδία, Λουξεμβούργο κ.α.).

Η αυξημένη μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (χώρες με υψηλό βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης) υπήρξε ένας από τους κύριους παράγοντες που οδήγησαν τις πολιτικές ηγεσίες αυτών των χωρών στην απόφαση δημιουργίας της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης. Δύο θεμελιώδεις απόψεις κυριάρχησαν στις σκέψεις των πολιτικών ηγετών. Πρώτον, οι πολιτικοί ηγέτες σταδιακά συνειδητοποίησαν ότι η παραδοσιακή διαχείριση των συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν εξαιρετικά δύσκολη ή αδύνατη, στο περιβάλλον ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων που είχε διαμορφωθεί. Στο Κεφάλαιο 5, θα επανέλθουμε σε αυτό το ζήτημα και θα εξετάσουμε τις δυσκολίες της διαχείρισης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Δεύτερον, οι πολιτικοί ηγέτες υιοθέτησαν την άποψη ότι οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν είναι «εργαλείο» αντιμετώπισης των επιπτώσεων από τις ασύμμετρες διαταραχές, αλλά βασική πηγή ασύμμετρων διαταραχών.

---

### 3.4 Αβεβαιότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών και οικονομική μεγέθυνση

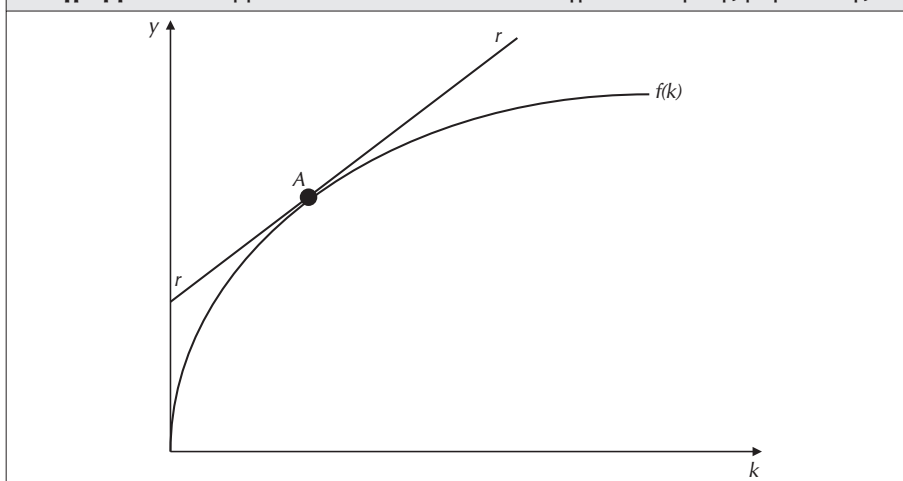
Χρησιμοποιώντας το τυπικό νεοκλασικό υπόδειγμα οικονομικής μεγέθυνσης και την παραλλαγή αυτού του υποδείγματος που συνεκτιμά τις δυναμικές οικονομίες κλίμακας, μπορούμε να υποστηρίξουμε τον ισχυρισμό ότι η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών οδηγεί σε αύξηση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης. Αυτός ο ισχυρισμός είχε εξέχοντα ρόλο στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με τίτλο «Μία Αγορά, Ένα Νόμισμα» (“One Market, One Money” 1990), η οποία επηρεάστηκε ιδιαίτερα από τις απόψεις του Baldwin (βλ. Baldwin 1989). Η σχετική ανάλυση βοήθησε σημαντικά στην διάδοση και καθιέρωση της εντύπωσης ότι η νομισματική ενοποίηση στην Ευρωπαϊκή Ένωση θα λειτουργήσει ως προωθητικός μηχανισμός της οικονομικής μεγέθυνσης στις χώρες-μέλη της.

Η ισορροπία στο νεοκλασικό υπόδειγμα οικονομικής μεγέθυνσης παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 3.5. Το απόθεμα κεφαλαίου ανά εργαζόμενο ( $k$ ) μετριέται στον οριζόντιο άξονα και το παραγόμενο προϊόν ανά εργαζόμενο ( $y$ ) μετριέται στον κάθετο άξονα του διαγράμματος. Η συνάρτηση παραγωγής της οικονομίας εμφανίζεται στο διάγραμμα με την καμπύλη  $f(k)$ , η οποία είναι η συνήθης κοίλη καμπύλη παραγωγής που χαρακτηρίζεται από φθίνουσα οριακή παραγωγικότητα. Η ισορροπία του υποδείγματος προσδιορίζεται από την εξίσωση του οριακού προϊόντος του κεφαλαίου με το επιτόκιο αναγωγής στο παρόν (προεξοφλητικό επιτόκιο) των καταναλωτών της οικονομίας. Στο Διάγραμμα 3.5, αυτή η εξίσωση ικανοποιείται στο σημείο ισορροπίας  $A$ , στο οποίο η ευθεία  $rr$  (που έχει κλίση ίση με το επιτόκιο αναγωγής στο παρόν) εφάπτεται στην καμπύλη παραγωγής  $f(k)$ . Σε αυτό το υπόδειγμα, μόνον η αύξηση του πληθυσμού ή/και η εξωγενής βελτίωση της τεχνολογίας (τεχνολογική πρόοδος) μπορούν να καταστήσουν εφικτή την οικονομική μεγέθυνση. (Επίσης, πρέπει να σημειωθεί ότι ο λόγος της συνολικής αποταμίευσης προς το συνολικό εισόδημα δεν επηρεάζει το επίπεδο ισορροπίας του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης, σε αυτό το νεοκλασικό υπόδειγμα.)

Στην συνέχεια, θα χρησιμοποιήσουμε το νεοκλασικό υπόδειγμα οικονομικής μεγέθυνσης ως πλαίσιο ανάλυσης, για την αξιολόγηση των επιδράσεων της νομισματικής ένωσης στην οικονομική μεγέθυνση. Ας υποθέσουμε ότι η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών (στο περιβάλλον της νομισματικής ένωσης) περιορίζει τον *συστημικό κίνδυνο* (*systemic risk*) και επιδρά πτωτικά στο επιτόκιο αναγωγής στο παρόν (πραγματικό επιτόκιο). Αυτή η υπόθεση είναι ρεαλιστική, επειδή οι επενδυτές απαιτούν μικρότερη *διασφάλιση κινδύνου* (*risk premium*), όταν σχεδιάζουν και υλοποιούν επενδυτικές πρωτοβουλίες σε συνθήκες μειωμένου κινδύνου. Γενικότερα, οι οικονομικοί παράγοντες εφαρμόζουν μικρότερο επιτόκιο αναγωγής στο παρόν, όταν εκτιμούν τις παρούσες αξίες των μελλοντικών μεγεθών σε συνθήκες μειωμένης αβεβαιότητας. Στο Διάγραμμα 3.6, η μείωση του επιτοκίου αναγωγής στο παρόν (λόγω της προσαρμογής στην μειωμένη αβεβαιότητα) μεταβάλλει την κλίση της σχετικής ευθείας και την περιστρέφει από την θέση  $rr$  στην θέση  $r'r'$ . Η κλίση της ευθείας  $r'r'$  είναι μικρότερη από την κλίση της ευθείας  $rr$ . Το νέο σημείο ισορροπίας του υποδείγματος είναι το σημείο  $B$ . Καθώς η οικονομία κινείται από το σημείο  $A$  στο σημείο  $B$ , η συσσώρευση κεφαλαίου αυξάνεται και ο ρυθμός αύξησης του προϊόντος επιταχύνεται. Στο νέο σημείο ισορροπίας  $B$ , το απόθεμα κεφαλαίου ανά εργαζόμενο και το παραγόμενο προϊόν ανά εργαζόμενο ανέρχονται σε υψηλότερα επίπεδα. Ωστόσο, η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του προϊόντος (του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης) είναι *προσωρινή*. Αυτός ο ρυθμός επανέρχεται τελικά στο αρχικό επίπεδό του, το οποίο προσδιορίζεται αποκλειστικά από την αύξηση του πληθυσμού και την εξωγενή βελτίωση της τεχνολογίας (την τεχνολογική πρόοδο). Στο νέο σημείο

ισορροπίας B, το επίπεδο του παραγόμενου προϊόντος ανά εργαζόμενο είναι υψηλότερο, αλλά ο ρυθμός αύξησης του προϊόντος παραμένει σταθερός. (Επίσης, να σημειωθεί ότι το οριακό προϊόν του κεφαλαίου μειώνεται σε χαμηλότερο επίπεδο, στο νέο σημείο ισορροπίας B.) Επομένως, στο νεοκλασικό υπόδειγμα οικονομικής μεγέθυνσης, η μείωση του επιτοκίου αναγωγής στο παρόν -από την εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών που προκαλείται από την νομισματική ένωση- οδηγεί μόνον σε *προσωρινή* επιτάχυνση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης.

**Διάγραμμα 3.5** Ισορροπία στο νεοκλασικό υπόδειγμα οικονομικής μεγέθυνσης.

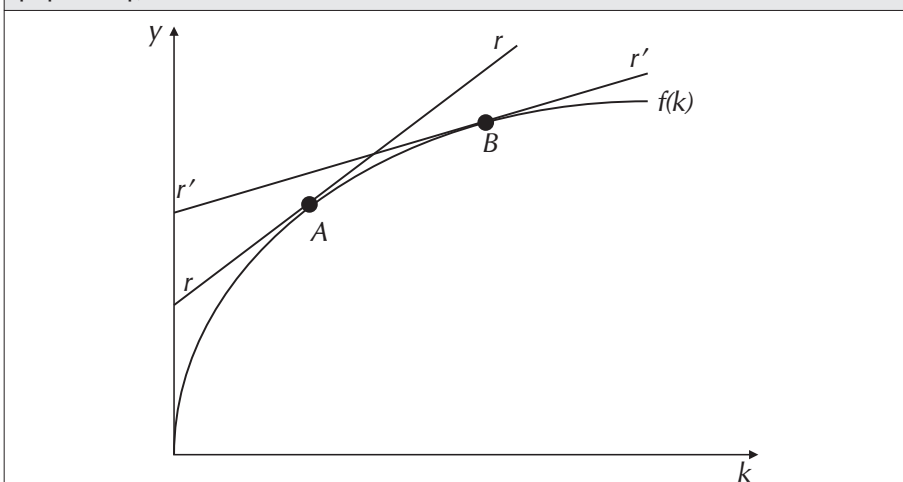


Μία παραλλαγή αυτού του υποδείγματος συνεκτιμά τις δυναμικές οικονομίες κλίμακας.<sup>6</sup> Ας υποθέσουμε ότι η συσσώρευση κεφαλαίου αυξάνει την παραγωγικότητα της εργασίας. Η αύξηση της απόδοσης των εργαζομένων οφείλεται στην ανάπτυξη γνώσεων και δεξιοτήτων που δημιουργείται από το μεγαλύτερο απόθεμα κεφαλαίου ανά εργαζόμενο και το μεγαλύτερο παραγόμενο προϊόν ανά εργαζόμενο (οικονομίες κλίμακας). Η σύνδεση της παραγωγικότητας της εργασίας με την συσσώρευση κεφαλαίου καθιστά τον ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης ενδογενώς προσδιοριζόμενο και άμεσα εξαρτώμενο από το αρχικό απόθεμα κεφαλαίου. Σε αυτήν την παραλλαγή του υποδείγματος («νέο»

6 Βλ. Romer (1986). Σε αυτό το άρθρο, παλαιότερες ιδέες επεξεργάστηκαν και διατυπώθηκαν με νέο τρόπο. Στο παρελθόν, πολλοί οικονομολόγοι είχαν δώσει έμφαση στην άποψη ότι η διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης βασίζεται στην δυναμική των οικονομιών κλίμακας και στην ανάπτυξη γνώσεων και δεξιοτήτων.

υπόδειγμα οικονομικής μεγέθυνσης), μία οικονομία που διαθέτει μεγαλύτερο αρχικό απόθεμα κεφαλαίου ανά εργαζόμενο, έχει μονίμως υψηλότερο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης.

**Διάγραμμα 3.6** Επίδραση από την εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην ισορροπία του νεοκλασικού υποδείγματος οικονομικής μεγέθυνσης.

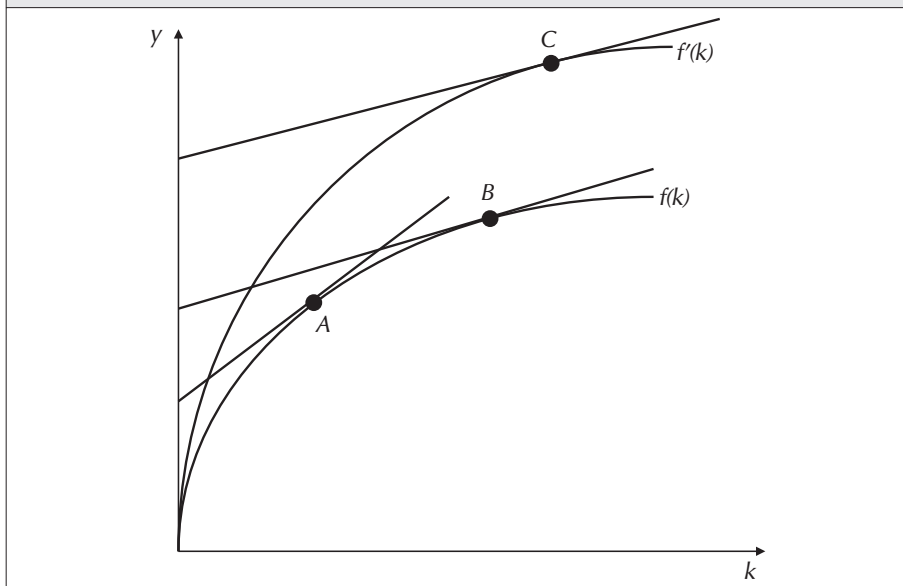


Στο «νέο» υπόδειγμα οικονομικής μεγέθυνσης, μία μείωση του επιτοκίου αναγωγής στο παρόν οδηγεί σε *μόνιμη* αύξηση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης. Στο Διάγραμμα 3.7, η μείωση του επιτοκίου αναγωγής στο παρόν μετακινεί αρχικά την οικονομία από το σημείο ισορροπίας A στο σημείο ισορροπίας B, στο οποίο το απόθεμα κεφαλαίου ανά εργαζόμενο είναι μεγαλύτερο. Στην συνέχεια, η συσσώρευση περισσότερου κεφαλαίου αυξάνει την παραγωγικότητα της εργασίας και το οριακό προϊόν του αποθέματος κεφαλαίου ανά εργαζόμενο, μετατοπίζοντας την καμπύλη παραγωγής προς τα πάνω -από την θέση  $f(k)$  στην θέση  $f'(k)$ - και οδηγώντας τελικά την οικονομία στο σημείο ισορροπίας C, με *μόνιμη* αύξηση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης.

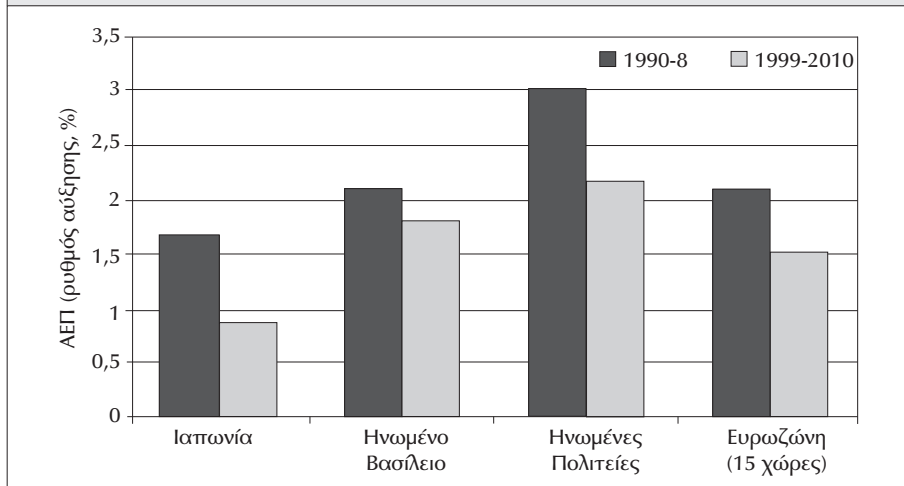
Αυτός ο μηχανισμός επιτάχυνσης της οικονομικής μεγέθυνσης λειτουργεί πραγματικά στις οικονομίες; Οι ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης στην Ευρωζώνη και σε ορισμένες μεγάλες βιομηχανικές χώρες -πριν και μετά από το 1999- παρουσιάζονται και συγκρίνονται στο Διάγραμμα 3.8. Η εξέταση των εμπειρικών δεδομένων του διαγράμματος δημιουργεί την εντύπωση ότι η κυκλοφορία του ευρώ ούτε επιτάχυνε (σύμφωνα με την προηγηθείσα θεωρητική ανάλυση) ούτε

επιβράδυνε σημαντικά την οικονομική μεγέθυνση στην Ευρωζώνη. Με μία έννοια, αυτές οι ενδείξεις στηρίζουν την άποψη ότι το χρήμα και οι νομισματικοί θεσμοί δεν διαδραματίζουν κανέναν μακροπρόθεσμο ρόλο στην διαμόρφωση πραγματικών οικονομικών μεγεθών, όπως ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης.

**Διάγραμμα 3.7** Ενδογενής οικονομική μεγέθυνση στο «νέο» υπόδειγμα οικονομικής μεγέθυνσης.



Γιατί η θεωρία που προβλέπει επιτάχυνση της οικονομικής μεγέθυνσης από την νομισματική ένωση, δεν επιβεβαιώνεται στην πράξη; Η απάντηση αυτού του ερωτήματος πιθανότατα συνδέεται με το πραγματικό επιτόκιο (επιτόκιο αναγωγής στο παρόν). Η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών που προκαλείται από την νομισματική ένωση, δεν φαίνεται να οδηγεί σε σημαντική μείωση των πραγματικών επιτοκίων. Σύμφωνα με πολλές εμπειρικές ενδείξεις, τα πραγματικά επιτόκια δεν μειώθηκαν αρκετά, μετά την δημιουργία της Ευρωζώνης. Η πτώση των πραγματικών επιτοκίων πήρε διαστάσεις μόνον σε χώρες-μέλη με χαμηλότερα επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης, όπως η Ιρλανδία, η Ισπανία, η Πορτογαλία και η Ελλάδα. Σε αυτές τις χώρες-μέλη (με την εξαίρεση της Πορτογαλίας), η επιτάχυνση της οικονομικής μεγέθυνσης που προβλέπεται από την θεωρία, εμφανίσθηκε και είχε σημαντικό μέγεθος, αλλά ήταν προσωρινό φαινόμενο.

**Διάγραμμα 3.8** Μέσοι ρυθμοί αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ σε διάφορες χώρες.

Πηγή: OECD Dataset - Economics Outlook.

Πώς εξηγείται, όμως, η ύπαρξη αυτού του αδύναμου κρίκων, ο οποίος συνδέει την αβεβαιότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, το πραγματικό επιτόκιο και την οικονομική μεγέθυνση; Η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών που προκαλείται από την νομισματική ένωση, δεν μειώνει απαραίτητα τον *συστημικό κίνδυνο*, γιατί μπορεί να αντισταθμίζεται από αύξηση της αβεβαιότητας άλλων μεγεθών ή παραγόντων, όπως το συνολικό προϊόν, η απασχόληση και η βιωσιμότητα του κυβερνητικού χρέους. Αυτό το ζήτημα έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την θεωρητική αρθρογραφία και βιβλιογραφία, μετά την δημοσίευση του πρώτου σχετικού άρθρου από τον William Poole (βλ. Poole 1970). Τα κυριότερα συμπεράσματα συνοψίζονται στο Πλαίσιο 3.2.

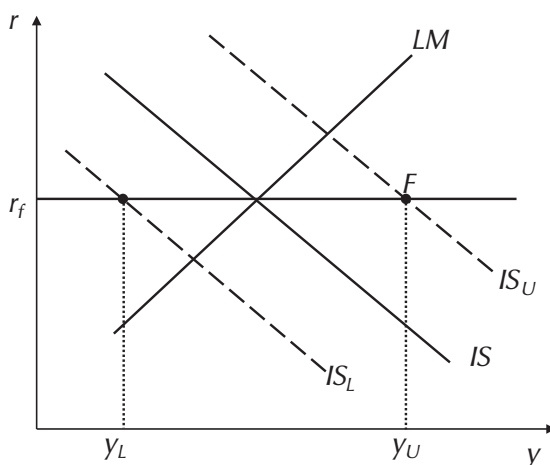
### Πλαίσιο 3.2 Σταθεροποίηση συναλλαγματικών ισοτιμιών και συστημικός κίνδυνος

Σε ένα βαρυσήμαντο άρθρο, ο William Poole (βλ. Poole 1970) απέδειξε ότι η σταθεροποίηση του επιτοκίου και του αποθέματος χρήματος δεν περιορίζει απαραίτητα την μεταβλητότητα του συνολικού προϊόντος. Η ανάλυση του Poole μπορεί να βοηθήσει στην απάντηση του θεμελιώδους ερωτήματος: Ένταξη σε νομισματική ένωση (σταθεροποίηση συναλλαγματικών ισοτιμιών) ή παραμονή εκτός νομισματικής ένωσης (διατήρηση κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών);

Ας θεωρήσουμε αρχικά κάποιες τυχαίες διαταραχές, οι οποίες εμφανίζονται στην αγορά προϊόντος μίας χώρας-μέλους νομισματικής ένωσης (για παράδειγμα, διαταραχές

που οφείλονται στους οικονομικούς κύκλους) και μετατοπίζουν απρόβλεπτα την ευθεία IS, ανάμεσα στις θέσεις  $IS_U$  και  $IS_L$ . Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι σταθερές και το εγχώριο επιτόκιο είναι ίσο με το κοινό επιτόκιο της νομισματικής ένωσης, το οποίο καθορίζεται από την κοινή κεντρική τράπεζα. Οι συνέπειες αυτών των διαταραχών παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 3.9.

**Διάγραμμα 3.9** Διαταραχές που μετατοπίζουν την ευθεία IS.



Ας υποθέσουμε ότι η κοινή κεντρική τράπεζα διατηρεί το κοινό επιτόκιο σταθερό. Αυτή η υπόθεση είναι ρεαλιστική, αν η οικονομία της χώρας-μέλους έχει σχετικά μικρό μέγεθος και η πολιτική της κοινής κεντρικής τράπεζας δεν επηρεάζεται από τις οικονομικές εξελίξεις σε αυτήν την χώρα. Σε αυτές τις συνθήκες, το εγχώριο επιτόκιο παραμένει σταθερό ( $r_f$ ) και το συνολικό εγχώριο προϊόν κυμαίνεται μεταξύ  $y_L$  και  $y_U$ . Αν η ευθεία IS μετατοπισθεί στην θέση  $IS_U$ , η ευθεία LM θα μετακινηθεί αυτόματα προς τα δεξιά, μέχρι το σημείο F που αντιστοιχεί στο επίπεδο του σταθερού εγχώριου επιτοκίου ( $r_f$ ). Η μετακίνηση της ευθείας LM προς τα δεξιά οφείλεται στην άνοδο της εγχώριας ζήτησης χρήματος, λόγω της αύξησης του συνολικού εγχώριου εισοδήματος που προκαλείται από την μετατόπιση της ευθείας IS. Η άνοδος της εγχώριας ζήτησης χρήματος απορροφά ρευστότητα από την υπόλοιπη νομισματική ένωση, αυξάνοντας ισόποσα την εγχώρια προσφορά χρήματος. Το επίπεδο ισορροπίας του συνολικού εγχώριου προϊόντος ανέρχεται στο  $y_U$ . Από την άλλη πλευρά, αν η ευθεία IS μετατοπισθεί στην θέση  $IS_L$ , η ευθεία LM θα μετακινηθεί αυτόματα προς τα αριστερά, μέχρι το σημείο που αντιστοιχεί στο επίπεδο του σταθερού εγχώριου επιτοκίου ( $r_f$ ). Η μετακίνηση της ευθείας LM προς τα αριστερά οφείλεται στην πτώση της εγχώριας ζήτησης χρήματος, λόγω της μείωσης του συνολικού εγχώριου εισοδήματος που προκαλείται από την μετατόπιση της ευθείας IS. Η πτώση της εγχώριας ζήτησης χρήματος διοχετεύει ρευστότητα προς την υπόλοιπη νομισματική ένωση, μειώνοντας ισόποσα την εγχώρια προσφορά χρήματος. Το επίπεδο ισορροπίας του συνολικού εγχώριου προϊόντος κατέρχεται στο  $y_L$ .

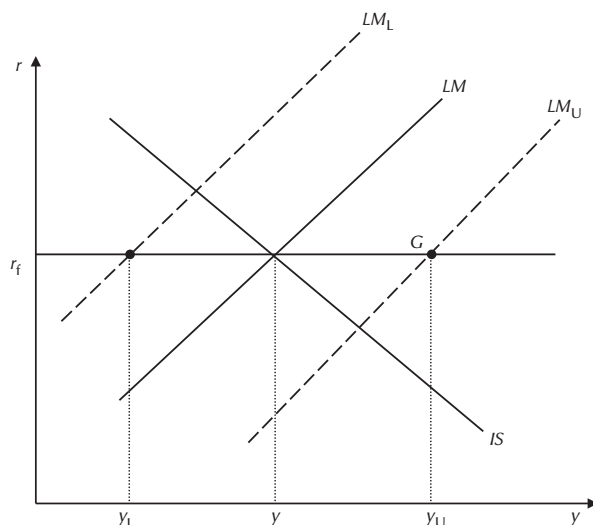


Στην συνέχεια, ας θεωρήσουμε τις ίδιες τυχαίες διαταραχές στην αγορά προϊόντος, υποθέτοντας ότι η χώρα δεν είναι μέλος νομισματικής ένωσης και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες του εθνικού νομίσματος της χώρας κυμαίνονται ελεύθερα. Σε αυτές τις συνθήκες, η ευθεία LM παραμένει αμετακίνητη και οι ίδιες απρόβλεπτες μετατοπίσεις της ευθείας IS δεν έχουν καμία επίπτωση στο συνολικό εγχώριο προϊόν. Αν η ευθεία IS μετατοπισθεί στην θέση  $IS_U$ , το εγχώριο επιτόκιο θα αυξηθεί προσωρινά. Η προσωρινή αύξηση του εγχωρίου επιτοκίου δεν προκαλεί καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό και αύξηση του αποθέματος χρήματος, αλλά οδηγεί σε ανατίμηση του εθνικού νομίσματος, λόγω της ευκαμψίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η ανατίμηση του εθνικού νομίσματος μετατοπίζει σταδιακά την ευθεία IS προς τα αριστερά. Η ευθεία IS επιστρέφει τελικά στην αρχική θέση της και το εγχώριο επιτόκιο επανέρχεται στο αρχικό επίπεδο ισορροπίας του ( $r_f$ ). Το επίπεδο ισορροπίας του συνολικού εγχωρίου προϊόντος παραμένει σταθερό. Από την άλλη πλευρά, αν η ευθεία IS μετατοπισθεί στην θέση  $IS_L$ , το εγχώριο επιτόκιο θα μειωθεί προσωρινά. Η προσωρινή μείωση του εγχωρίου επιτοκίου δεν προκαλεί καθαρή εκροή κεφαλαίων προς το εξωτερικό και μείωση της αποθέματος χρήματος, αλλά οδηγεί σε υποτίμηση του εθνικού νομίσματος, λόγω της ευκαμψίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος μετατοπίζει σταδιακά την ευθεία IS προς τα δεξιά. Η ευθεία IS επιστρέφει τελικά στην αρχική θέση της και το εγχώριο επιτόκιο επανέρχεται στο αρχικό επίπεδο ισορροπίας του ( $r_f$ ). Το επίπεδο ισορροπίας του συνολικού εγχωρίου προϊόντος παραμένει σταθερό.

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση αυξάνει την μεταβλητότητα του συνολικού εγχωρίου προϊόντος και της απασχόλησης, ενώ η παραμονή μίας χώρας εκτός νομισματικής ένωσης και η ευκαμψία των συναλλαγματικών ισοτιμιών σταθεροποιούν το συνολικό εγχώριο προϊόν και την απασχόληση. Η ένταξη στην νομισματική ένωση δεν περιορίζει απαραίτητα τον συστημικό κίνδυνο, επειδή η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών αντισταθμίζεται από την αύξηση της αβεβαιότητας άλλων οικονομικών μεγεθών και παραγόντων. Να σημειωθεί ότι αυτή η ανάλυση οδηγεί ουσιαστικά στο ίδιο συμπέρασμα με την παραδοσιακή θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών (ασύμμετρες διαταραχές στην αγορά προϊόντος).\*

Ωστόσο, η ισχύς αυτού του συμπεράσματος εξαρτάται από το είδος των τυχαίων διαταραχών. Όταν οι τυχαίες διαταραχές δεν εμφανίζονται στην εγχώρια αγορά προϊόντος, αλλά προέρχονται από την εγχώρια αγορά χρήματος, οι εξελίξεις είναι τελείως διαφορετικές. Ας θεωρήσουμε κάποιες τυχαίες διαταραχές, οι οποίες προέρχονται από την αγορά χρήματος μίας χώρας-μέλους νομισματικής ένωσης (για παράδειγμα, διαταραχές που οφείλονται σε μεταβολές της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος) και μετατοπίζουν απρόβλεπτα την ευθεία LM, ανάμεσα στις θέσεις  $LM_U$  και  $LM_L$ . Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι σταθερές και το εγχώριο επιτόκιο είναι ίσο με το κοινό επιτόκιο της νομισματικής ένωσης, το οποίο καθορίζεται από την κοινή κεντρική τράπεζα. Οι συνέπειες αυτών των διαταραχών παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 3.10.

\* Κάποιες μελέτες του ΟΟΣΑ (OECD) προσφέρουν ενδιαφέρουσες εμπειρικές ενδείξεις γι' αυτό το ζήτημα, οι οποίες υποστηρίζουν τον ισχυρισμό ότι η ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση αυξάνει την μεταβλητότητα του συνολικού εγχωρίου προϊόντος. Βλ. OECD (1999a).

**Διάγραμμα 3.10** Διαταραχές που μετατοπίζουν την ευθεία LM.

Ας υποθέσουμε ότι η κοινή κεντρική τράπεζα διατηρεί το κοινό επιτόκιο σταθερό. Αυτή η υπόθεση είναι ρεαλιστική, αν η οικονομία της χώρας-μέλους έχει σχετικά μικρό μέγεθος και η πολιτική της κοινής κεντρικής τράπεζας δεν επηρεάζεται από τις οικονομικές εξελίξεις σε αυτήν την χώρα. Σε αυτές τις συνθήκες, το εγχώριο επιτόκιο παραμένει σταθερό ( $r_f$ ) και οι απρόβλεπτες μετατοπίσεις της ευθείας LM δεν έχουν καμία επίπτωση στο συνολικό εγχώριο προϊόν, το οποίο διατηρείται σταθερό ( $y$ ). Αν η ευθεία LM μετατοπισθεί στην θέση  $LM_U$  λόγω μείωσης της εγχώριας ζήτησης χρήματος, το εγχώριο επιτόκιο θα μειωθεί προσωρινά. Η προσωρινή μείωση του εγχωρίου επιτοκίου διοχετεύει ρευστότητα προς την υπόλοιπη νομισματική ένωση και μετατοπίζει σταδιακά την ευθεία LM προς τα αριστερά. Η ευθεία LM επιστρέφει τελικά στην αρχική θέση της και το εγχώριο επιτόκιο επανέρχεται στο αρχικό επίπεδο ισορροπίας του ( $r_f$ ). Το επίπεδο ισορροπίας του συνολικού εγχωρίου προϊόντος παραμένει σταθερό ( $y$ ). Από την άλλη πλευρά, αν η ευθεία LM μετατοπισθεί στην θέση  $LM_L$  λόγω αύξησης της εγχώριας ζήτησης χρήματος, το εγχώριο επιτόκιο θα αυξηθεί προσωρινά. Η προσωρινή αύξηση του εγχωρίου επιτοκίου απορροφά ρευστότητα από την υπόλοιπη νομισματική ένωση και μετατοπίζει σταδιακά την ευθεία LM προς τα δεξιά. Η ευθεία LM επιστρέφει τελικά στην αρχική θέση της και το εγχώριο επιτόκιο επανέρχεται στο αρχικό επίπεδο ισορροπίας του ( $r_f$ ). Το επίπεδο ισορροπίας του συνολικού εγχωρίου προϊόντος παραμένει σταθερό ( $y$ ). Επομένως, η εγχώρια αγορά προϊόντος είναι πλήρως προστατευμένη από τις διαταραχές της εγχώριας αγοράς χρήματος, όταν η χώρα είναι μέλος νομισματικής ένωσης.

Στην συνέχεια, ας θεωρήσουμε τις ίδιες τυχαίες διαταραχές στην αγορά χρήματος, υποθέτοντας ότι η χώρα δεν είναι μέλος νομισματικής ένωσης και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες του εθνικού νομίσματος της χώρας κυμαίνονται ελεύθερα. Σε αυτές τις συνθήκες, το εγχώριο επιτόκιο παραμένει σταθερό ( $r_f$ ) και το συνολικό εγχώριο προϊόν κυμαίνεται

μεταξύ  $y_L$  και  $y_U$ . Αν η ευθεία LM μετατοπισθεί στην θέση  $LM_U$  λόγω μείωσης της εγχώριας ζήτησης χρήματος, το εγχώριο επιτόκιο θα μειωθεί προσωρινά. Η προσωρινή μείωση του εγχωρίου επιτοκίου δεν προκαλεί καθαρή εκροή κεφαλαίων προς το εξωτερικό και μείωση του αποθέματος χρήματος, αλλά αντισταθμίζει την μείωση της εγχώριας ζήτησης χρήματος και οδηγεί σε υποτίμηση του εθνικού νομίσματος, λόγω της ευκαμψίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος μετακινεί σταδιακά την ευθεία IS προς τα δεξιά, μέχρι το σημείο G που αντιστοιχεί στο επίπεδο του σταθερού εγχωρίου επιτοκίου ( $r_f$ ). Το επίπεδο ισορροπίας του συνολικού εγχωρίου προϊόντος ανέρχεται στο  $y_U$ . Από την άλλη πλευρά, αν η ευθεία LM μετατοπισθεί στην θέση  $LM_L$  λόγω αύξησης της εγχώριας ζήτησης χρήματος, το εγχώριο επιτόκιο θα αυξηθεί προσωρινά. Η προσωρινή αύξηση του εγχωρίου επιτοκίου δεν προκαλεί καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό και αύξηση του αποθέματος χρήματος, αλλά αντισταθμίζει την αύξηση της εγχώριας ζήτησης χρήματος και οδηγεί σε ανατίμηση του εθνικού νομίσματος, λόγω της ευκαμψίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η ανατίμηση του εθνικού νομίσματος μετακινεί σταδιακά την ευθεία IS προς τα αριστερά, μέχρι το σημείο που αντιστοιχεί στο επίπεδο του σταθερού εγχωρίου επιτοκίου ( $r_f$ ). Το επίπεδο ισορροπίας του συνολικού εγχωρίου προϊόντος κατέρχεται στο  $y_L$ . Επομένως, η εγχώρια αγορά προϊόντος δεν είναι καθόλου προστατευμένη από τις διαταραχές της εγχώριας αγοράς χρήματος, όταν η χώρα παραμένει εκτός νομισματικής ένωσης.

### 3.5 Νομισματική ένωση και εμπόριο: Οι εμπειρικές ενδείξεις

Σε προηγούμενες ενότητες, εξετάσαμε τους μηχανισμούς ανάπτυξης των εμπορικών σχέσεων, οι οποίοι δημιουργούνται και λειτουργούν στο πλαίσιο μίας νομισματικής ένωσης. Πιο συγκεκριμένα, εντοπίσαμε δύο μηχανισμούς αύξησης του εμπορίου μεταξύ των χωρών-μελών. Ο πρώτος συνδέεται με το κόστος συναλλαγών. Η νομισματική ένωση μειώνει το κόστος συναλλαγών και διευκολύνει το εμπόριο μεταξύ των χωρών-μελών. Ο δεύτερος συνδέεται με την αβεβαιότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η νομισματική ένωση εξαλείφει την αβεβαιότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών και ενισχύει το εμπόριο μεταξύ των χωρών-μελών.

Ποιες είναι οι εμπειρικές ενδείξεις για την επίδραση της νομισματικής ένωσης στο εμπόριο; Οι πρώτες οικονομετρικές μελέτες αυτού του ζητήματος βασίστηκαν στην ανάλυση χρονολογικών σειρών και προσπάθησαν να ερμηνεύσουν τις διακυμάνσεις των διμερών ροών εμπορίου, με τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και άλλων μεταβλητών ελέγχου. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι συσχετίσεις των προαναφερόμενων μεταβλητών ήταν μικρές και στατιστικά

ασήμαντες. Γι' αυτόν τον λόγο, οι πρώτες οικονομετρικές μελέτες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών -στο πλαίσιο της νομισματικής ένωσης- έχει μικρή επίδραση στις ροές εμπορίου. (Για μία επισκόπηση, βλ. International Monetary Fund 1984.)

Ωστόσο, μία σειρά από νεότερες οικονομετρικές μελέτες κατέληξε σε εντελώς διαφορετικό συμπέρασμα. Ο Andy Rose ήταν πρωτοπόρος σε αυτήν την σειρά μελετών. Χρησιμοποιώντας διαστρωματικά στοιχεία και ένα πλήθος ερμηνευτικών μεταβλητών (για παράδειγμα, εισόδημα, απόσταση, περιορισμοί εμπορίου, γλώσσα κ.α.), ο Rose (βλ. Rose 2000) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι διμερείς ροές εμπορίου μεταξύ χωρών που συμμετέχουν σε νομισματική ένωση, είναι 200% (κατά μέσο όρο) μεγαλύτερες από τις διμερείς ροές εμπορίου μεταξύ χωρών που δεν συμμετέχουν σε νομισματική ένωση. Στο Κεφάλαιο 2, εξετάσαμε αυτές τις μελέτες και οδηγηθήκαμε στο συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα των ερευνητών υπερεκτιμούν την επίδραση της νομισματικής ένωσης στο εμπόριο μεταξύ των χωρών-μελών. Επίσης, πρέπει να τονίσουμε ότι οι συνολικές ποσοτικές εκτιμήσεις της σχέσης ανάμεσα στην νομισματική ένωση και το εμπόριο είναι αναξιόπιστες, όταν δεν βασίζονται σε κάποια σοβαρή θεωρητική θεμελίωση της ώθησης που η νομισματική ένωση ασκεί στο εμπόριο (βλ. Baldwin 2006).

Διάφοροι ερευνητές προσπάθησαν να υπερβούν αυτήν την κριτική, μελετώντας επιμέρους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας και χρησιμοποιώντας μικροοικονομικά στοιχεία (βλ. Flam and Nordström 2006, Baldwin et al. 2008, Berger and Nitsch 2008 και Nitsch and Pisu 2008). Σύμφωνα με τα αποτελέσματα αυτών των μελετών, η κυκλοφορία του ευρώ αύξησε κατά 5% έως 20% το εμπόριο μεταξύ των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, επειδή διευρύνει την γκάμα των εξαγωγικών προϊόντων και περιορίζει το κόστος (σταθερό και μεταβλητό) των εξαγωγικών επιχειρήσεων. Πολλές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν στα στενά όρια των εγχώριων αγορών, άρχισαν να εξάγουν προϊόντα σε άλλες χώρες-μέλη. Η κυκλοφορία του ευρώ ωφέλησε ιδιαίτερα τις μικρές επιχειρήσεις (βλ. Nitsch and Pisu 2008).

Σε γενικές γραμμές, η κυκλοφορία του ευρώ φαίνεται ότι έχει δημιουργήσει νέες ροές εμπορίου στην Ευρωζώνη, διευρύνοντας την γκάμα των διαθέσιμων αγαθών και αυξάνοντας την ευημερία των ευρωπαίων καταναλωτών.

---

### 3.6 Τα οφέλη ενός διεθνούς νομίσματος

Το κοινό νόμισμα μίας νομισματικής ένωσης μπορεί να έχει μεγαλύτερη βαρύτητα στις διεθνείς νομισματικές σχέσεις, σε σύγκριση με το σύνολο των εθνικών νομι-

σμάτων που αντικαθιστά. Ένα νέο κοινό νόμισμα μπορεί να αποκτήσει μεγάλη εμβέλεια και να χρησιμοποιηθεί ευρύτερα, πέρα από την νομισματική ένωση, δημιουργώντας πρόσθετα οφέλη για τις χώρες-μέλη της. Σε αυτήν την ενότητα, θα περιγράψουμε την φύση αυτών των πρόσθετων ωφελειών. Στο Κεφάλαιο 11, θα επανέλθουμε και θα εξετάσουμε την δυνατότητα του ευρώ να καταστεί σύντομα διεθνές νόμισμα (όπως το δολάριο των ΗΠΑ) και να εξασφαλίσει τα οφέλη που περιγράφονται σε αυτήν την ενότητα.

Τα πλεονεκτήματα και τα δημιουργούμενα οφέλη ενός νομίσματος που χρησιμοποιείται ως μονάδα μέτρησης και μέσο πληρωμών στην παγκόσμια οικονομία, είναι πολλά και ιδιαίτερα σημαντικά, για τρεις βασικούς λόγους. Πρώτον, όταν η χρήση ενός νομίσματος στις διεθνείς συναλλαγές είναι διαδεδομένη και ευρεία, ο εκδότης του νομίσματος αποκομίζει πρόσθετα έσοδα. Πριν από το 1999, παραπάνω από τα μισά δολάρια που εκδίδονταν από την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (US Federal Reserve Bank), εξυπηρετούσαν συναλλαγές έξω από τις ΗΠΑ. Η ευρύτατη διεθνής κυκλοφορία και χρήση του δολαρίου υπεردιπλασίαζε το ισοζύγιο και τα δυνητικά κέρδη της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ. Αυτά τα κέρδη μεταφέρονταν στην κυβέρνηση των ΗΠΑ και οι κάτοικοι αυτής της χώρας καρπώνονταν τα οφέλη της διεθνούς κυκλοφορίας και χρήσης του δολαρίου, απολαμβάνοντας φοροαπαλλαγές και άλλες ελαφρύνσεις ή παροχές, οι οποίες θα ήταν αδύνατες σε διαφορετικές συνθήκες. Αν το ευρώ γίνει διεθνές νόμισμα με τα χαρακτηριστικά του δολαρίου των ΗΠΑ, οι κάτοικοι της Ευρωζώνης θα καρπώνονται παρόμοια οφέλη. Σύμφωνα με αρκετές ενδείξεις, το ευρώ ήδη χρησιμοποιείται ευρέως στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, δημιουργώντας σημαντικά οφέλη για τους κατοίκους της Ευρωζώνης. Βέβαια, αυτά τα οφέλη δεν πρέπει να υπερεκτιμούνται. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στατιστικά δεδομένα, τα συνολικά κέρδη της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ από την διεθνή κυκλοφορία και χρήση του δολαρίου δεν υπερβαίνουν το 0,5% του ΑΕΠ των ΗΠΑ.

Δεύτερον, όταν η χρήση ενός νομίσματος στις διεθνείς συναλλαγές είναι διαδεδομένη και ευρεία, το νόμισμα αποκτά χαρακτηριστικά διεθνούς αποθεματικού νομίσματος. Πολλές κεντρικές τράπεζες χωρών του εξωτερικού διατηρούν συναλλαγματικά αποθέματα σε αυτό το νόμισμα. Αυτά τα αποθέματα δεν περιλαμβάνουν μεγάλες ποσότητες ρευστού χρήματος, αλλά μεγάλες ποσότητες κυβερνητικών χρεογράφων. Η Κεντρική Τράπεζα της Κίνας διατηρεί τεράστια συναλλαγματικά αποθέματα σε κυβερνητικά χρεόγραφα των ΗΠΑ, τα οποία υπερβαίνουν το ένα τρισεκατομμύριο δολάρια. Επίσης, άλλες κεντρικές τράπεζες χωρών της Ασίας διατηρούν συναλλαγματικά αποθέματα σε κυβερνητικά χρεόγραφα των ΗΠΑ, τα οποία ανέρχονται σε πολλά δισεκατομμύρια δολάρια. Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 2000, αυτά τα αποθέματα υπήρξαν σημα-

ντική πηγή εύκολης χρηματοδότησης των ελλειμμάτων στους ομοσπονδιακούς προϋπολογισμούς των ΗΠΑ. Το παράξενο χαρακτηριστικό αυτής της πηγής χρηματοδότησης είναι η μεταφορά του συναλλαγματικού κινδύνου στους ξένους κατόχους αποθεμάτων του νομίσματος και στην παγκόσμια οικονομία. Με αυτήν την έννοια, ο Γάλλος Πρόεδρος de Gaulle μιλούσε παλαιότερα για το «εξωφρενικό προνόμιο» (“exorbitant privilege”) των ΗΠΑ (βλ. Eichengreen 2012). Η χρήση του ευρώ ως διεθνές αποθεματικό νόμισμα εξαπλώνεται διαρκώς. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η ποσοστιαία συμμετοχή του ευρώ στα συναλλαγματικά αποθέματα του συνόλου των κεντρικών τραπεζών του εξωτερικού ανερχόταν περίπου σε 27%, κατά την διάρκεια του 2010. (Η αντίστοιχη ποσοστιαία συμμετοχή του δολαρίου των ΗΠΑ ήταν περίπου 60%.) Τα ελλείμματα των κυβερνητικών προϋπολογισμών στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης φαίνεται ότι έχουν αποκτήσει μία νέα πηγή χρηματοδότησης. Ωστόσο, αυτή η τάση εγκυμονεί κινδύνους. Μία εύκολη πηγή χρηματοδότησης προσφέρεται για εκτεταμένη χρήση και υπερεκμετάλλευση. Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 2000, τα κυβερνητικά στελέχη των ΗΠΑ αναμφίβολα υπερέβαλλαν και δεν δίσταζαν να δημιουργούν συνεχώς μεγαλύτερα ελλείμματα στους ομοσπονδιακούς προϋπολογισμούς, διαθέτοντας την εύκολη πρόσβαση στις χρηματοδοτικές πιστώσεις των κεντρικών τραπεζών της Ασίας. Αυτή η συμπεριφορά συνέβαλε στην χρηματοδότηση μίας μη βιώσιμης καταναλωτικής έξαρσης, η οποία κατέληξε στην δραματική συντριβή του 2008.

Τρίτον, το νόμισμα που αποκτά χαρακτηριστικά διεθνούς νομίσματος, δίνει μεγάλη ώθηση στις δραστηριότητες των εγχώριων χρηματοοικονομικών αγορών. Οι διεθνείς οικονομικοί παράγοντες και οι κάτοικοι του εξωτερικού συσσωρεύουν χρέη και επενδύουν περισσότερο σε χρηματοοικονομικά στοιχεία που βασίζονται σε αυτό το νόμισμα. Το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, οι αγορές ομολόγων και οι αγορές μετοχών προσελκύουν το παγκόσμιο επιχειρηματικό και επενδυτικό ενδιαφέρον, διευρύνουν τις δραστηριότητές τους και δημιουργούν τεχνογνωσία και θέσεις απασχόλησης. Αν το ευρώ εξελιχθεί σε διεθνές νόμισμα με τα χαρακτηριστικά του δολαρίου των ΗΠΑ, τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα της Ευρωζώνης πιθανότατα θα αποκτήσουν νέα δυναμική και θα έχουν μεγάλες αναπτυξιακές ευκαιρίες στο μέλλον. Ωστόσο, μία ακόμη προειδοποίηση είναι απαραίτητη. Η ύπαρξη ενός διεθνούς νομίσματος δεν είναι ούτε αναγκαία ούτε επαρκής συνθήκη για την ανάπτυξη χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που προσελκύουν οικονομικούς παράγοντες από όλον τον κόσμο. Για παράδειγμα, το Ηνωμένο Βασίλειο κατάφερε να συγκεντρώσει μεγάλο μέρος των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων της παγκόσμιας οικονομίας, χωρίς να διαθέτει νόμισμα με πραγματικά χαρακτηριστικά διεθνούς νομίσματος. Η πόλη του Λονδίνου είναι βασικός πυρήνας του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος, παρ' όλο που



η στεργλίνα δεν διαδραματίζει πλέον κεντρικό ρόλο στην παγκόσμια οικονομία. Στο Κεφάλαιο 11, θα επανέλθουμε σε αυτό το ζήτημα και θα διερευνήσουμε τις συνθήκες που πρέπει να πληρούνται, προκειμένου το ευρώ να εξελιχθεί σε διεθνές νόμισμα.

---

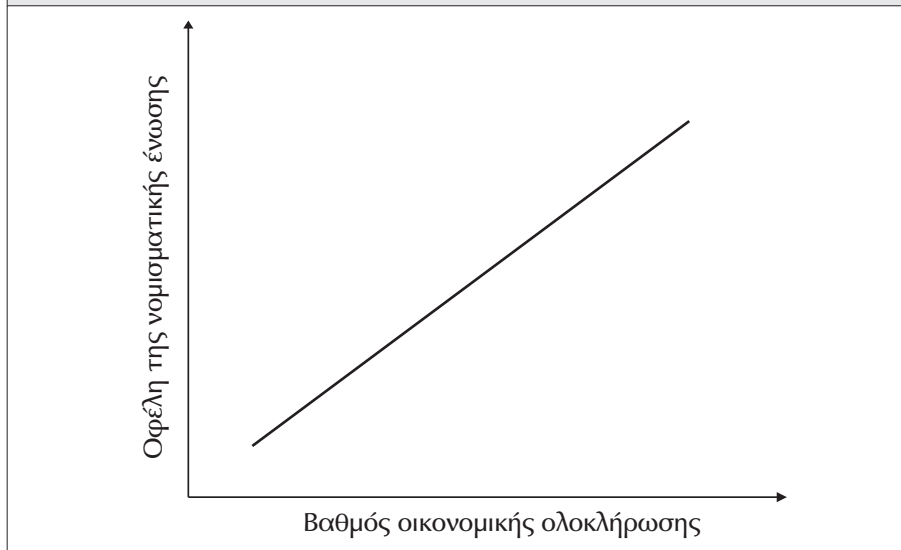
### 3.7 Τα οφέλη της νομισματικής ένωσης και ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης των χωρών

Στο Κεφάλαιο 2, εξετάσαμε την σχέση που συνδέει το κόστος της νομισματικής ένωσης με τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης των υποψήφιων χωρών-μελών. Σε αυτήν την ενότητα, θα παρουσιάσουμε την σχέση που συνδέει τα οφέλη της νομισματικής ένωσης με τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης των υποψήφιων χωρών-μελών. Αυτή η σχέση πιθανότατα είναι θετική. Όταν ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μίας χώρας είναι υψηλός, οι επιχειρήσεις της χώρας πωλούν μεγάλο μέρος των παραγόμενων προϊόντων σε αγορές του εξωτερικού και οι καταναλωτές της χώρας αγοράζουν πολλά εισαγόμενα προϊόντα από επιχειρήσεις του εξωτερικού. Σε αυτές τις συνθήκες, το κόστος συναλλαγών που συνδέεται με τις ανταλλαγές των εθνικών νομισμάτων, είναι ιδιαίτερα υψηλό. Επομένως, η μείωση του κόστους συναλλαγών στο πλαίσιο της νομισματικής ένωσης δημιουργεί μεγαλύτερα οφέλη ευημερίας στις χώρες με υψηλότερο βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης. Επίσης, οι επιχειρήσεις και οι καταναλωτές μίας χώρας με υψηλό βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης αντιμετωπίζουν σοβαρότερους κινδύνους από την αβεβαιότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών και την αστάθεια του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος. Επομένως, ο περιορισμός αυτών των κινδύνων ωφελεί περισσότερο τις χώρες με υψηλότερο βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης.

Στο Διάγραμμα 3.11, τα οφέλη της νομισματικής ένωσης για μία υποψήφια χώρα-μέλος μετρούνται στον κάθετο άξονα και ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης της χώρας (σε σχέση με τις υπόλοιπες υποψήφιες χώρες-μέλη) μετριέται στον οριζόντιο άξονα. Όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μίας υποψήφιας χώρας-μέλους, τόσο μεγαλύτερα είναι τα οφέλη της νομισματικής ένωσης για την χώρα.



**Διάγραμμα 3.11** Τα οφέλη της νομισματικής ένωσης και ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης.



### 3.8 Συμπέρασμα

Το κοινό νόμισμα δημιουργεί πολλά και σημαντικά οφέλη, τα οποία εξειδικεύθηκαν και παρουσιάστηκαν σε αυτό το κεφάλαιο του βιβλίου. Πρώτον, η κυκλοφορία του ευρώ μειώνει το κόστος συναλλαγών και παράγει τόσο άμεσα όσο και έμμεσα οφέλη, επειδή προωθεί την διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση.

Δεύτερον, περιορίζοντας την αβεβαιότητα των τιμών, το κοινό νόμισμα αυξάνει την διανεμητική αποτελεσματικότητα του μηχανισμού των τιμών και αναμφίβολα οδηγεί σε άνοδο του επιπέδου οικονομικής ευημερίας, αν και το μέγεθος αυτής της επίδρασης είναι δύσκολα μετρήσιμο με ποσοτικές μεθόδους.

Τρίτον, η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών περιορίζει τους κινδύνους στην οικονομία και διαμορφώνει ένα ασφαλέστερο οικονομικό περιβάλλον. Πριν από την δημιουργία της Ευρωζώνης, οι μεγάλες και αιφνίδιες μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση ήταν μία σταθερή πηγή μακροοικονομικών διαταραχών. Η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν υπήρξε «εργαλείο» για την αντιμετώπιση των

συνεπειών από τις ασύμμετρες διαταραχές, αλλά πηγή ασύμμετρων διαταραχών. Ωστόσο, το κοινό νόμισμα δημιουργεί νέους κινδύνους, όταν οι οικονομικές αρχές των χωρών-μελών αντιμετωπίζουν δυσκολίες προσαρμογής, μετά την εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών. Η απώλεια της νομισματικής ανεξαρτησίας αφήνει τις κυβερνήσεις των χωρών-μελών της Ευρωζώνης εκτεθειμένες στην δυσπιστία των οικονομικών παραγόντων και στις αντιδράσεις των χρηματοοικονομικών αγορών, όταν η ικανότητα διαχείρισης του κυβερνητικού χρέους τίθεται σε αμφισβήτηση. Γι' αυτόν τον λόγο, η εξάλειψη της αβεβαιότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να αντισταθμίζεται από την αύξηση της αβεβαιότητας σε άλλους τομείς και να μην περιορίζει τον συστημικό κίνδυνο στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση.

Τέταρτον, η αύξηση της «διαφάνειας» των τιμών που εξασφαλίζεται με την χρήση του κοινού νομίσματος, μπορεί να τονώσει τον ανταγωνισμό στις αγορές αγαθών και να ωφελήσει τους καταναλωτές της Ευρωζώνης. Όμως, η απλή αύξηση της «διαφάνειας» των τιμών δεν παράγει τα σημαντικότερα οφέλη. Η κυκλοφορία του ευρώ μπορεί να επιταχύνει την ολοκλήρωση άλλων αγορών, την πολιτική ενοποίηση και την εναρμόνιση θεσμών, νόμων και κανονισμών. Με αυτόν τον τρόπο, το κοινό νόμισμα μπορεί να ενδυναμώσει τον ανταγωνισμό στο σύνολο της Ευρωζώνης, να δημιουργήσει ευρύτερα οφέλη και να οδηγήσει σε άνοδο του επιπέδου οικονομικής ευημερίας σε όλες τις χώρες-μέλη.

Πέμπτον, αν το ευρώ εξελιχθεί πραγματικά σε διεθνές νόμισμα, οι χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης θα καρπωθούν πρόσθετα οφέλη από την διευκόλυνση της χρηματοδότησης των κυβερνητικών δαπανών και την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα.

---

## Κεφάλαιο 4

# Σύγκριση Κόστους και Οφέλους

---

### Εισαγωγή

**Τ**Ο ΚΟΣΤΟΣ και τα οφέλη από την ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση προσδιορίστηκαν και εξετάστηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια του βιβλίου. Η προηγηθείσα ανάλυση θα ολοκληρωθεί σε αυτό το κεφάλαιο του βιβλίου, με την σύγκριση κόστους και οφέλους από την ένταξη σε νομισματική ένωση. Η συνθετική μεθοδολογία της σύγκρισης κόστους και οφέλους διευκολύνει την αξιολόγηση της ιστορικής απόφασης των πολιτικών ηγεσιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με την οποία προχώρησαν στην δημιουργία της Ευρωζώνης το 1999, αναλαμβάνοντας σοβαρές ευθύνες και εκθέτοντας τις οικονομίες των χωρών-μελών σε προκλήσεις και κινδύνους. Επίσης, η σύγκριση κόστους και οφέλους επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων για την οικονομική σκοπιμότητα της ένταξης και άλλων χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (νεότερων και παλαιότερων) στην Ευρωζώνη, οι οποίες βρίσκονται σε αναμονή ή έχουν πολιτικές ηγεσίες που διατάζουν να αποφασίσουν. Η ίδια ανάλυση μπορεί να βοηθήσει στην διερεύνηση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων από την πιθανή δημιουργία νομισματικών ενώσεων σε άλλες περιοχές του πλανήτη (Λατινική Αμερική, Ανατολική Ασία και Δυτική Αφρική).

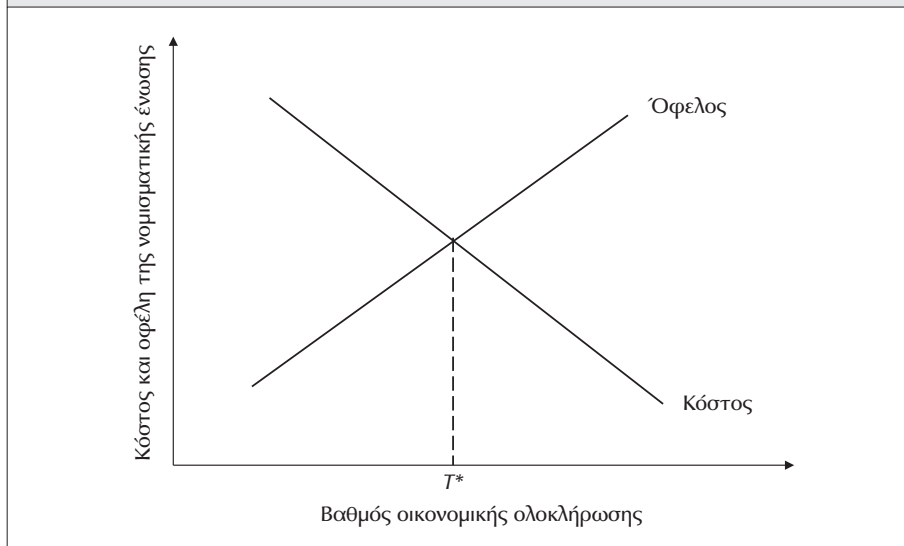
---

### 4.1 Συνδυασμός των σχέσεων που συνδέουν το κόστος και τα οφέλη της νομισματικής ένωσης, με τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης των χωρών

Οι σχέσεις που συνδέουν το κόστος και τα οφέλη της νομισματικής ένωσης με τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης μίας χώρας (οι οποίες παρουσιάστηκαν σε

προηγούμενα κεφάλαια του βιβλίου), συνδυάζονται στο Διάγραμμα 4.1. Το σημείο τομής της κατερχόμενης ευθείας κόστους με την ανερχόμενη ευθεία οφέλους προσδιορίζει το κρίσιμο (οριακό) μέγεθος του βαθμού οικονομικής ολοκλήρωσης ( $T^*$ ), το οποίο καθιστά επωφελή την ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση με τους εμπορικούς εταίρους της. Όταν ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μίας χώρας είναι χαμηλότερος από αυτό το κρίσιμο μέγεθος, η χώρα είναι προτιμότερο να διατηρήσει την νομισματική ανεξαρτησία της. Αντιθέτως, όταν ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μίας χώρας είναι υψηλότερος από αυτό το κρίσιμο μέγεθος, η χώρα ωφελείται από την εγκατάλειψη του εθνικού νομίσματός της και την χρήση ενός κοινού νομίσματος με τους εμπορικούς εταίρους της.

**Διάγραμμα 4.1** Κόστος και οφέλη της νομισματικής ένωσης σε σχέση με τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης.



Από την εξέταση του διαγράμματος προκύπτουν μερικά ποιοτικά συμπεράσματα για την σημαντικότητα του κόστους της νομισματικής ένωσης και του οφέλους της νομισματικής ένωσης. Η κλίση και η θέση της κατερχόμενης ευθείας κόστους εξαρτώνται από τις απόψεις για την αποτελεσματικότητα των εθνικών νομισματικών πολιτικών (στις οποίες περιλαμβάνεται η πολιτική μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών) στην αντιμετώπιση των συνεπειών από τις ασύμμετρες διαταραχές ζήτησης ή προσφοράς.

Από την μία πλευρά, σύμφωνα με την άποψη που θα ονομάσουμε «μονεταριστική άποψη», οι εθνικές νομισματικές πολιτικές είναι αναποτελεσματικές και

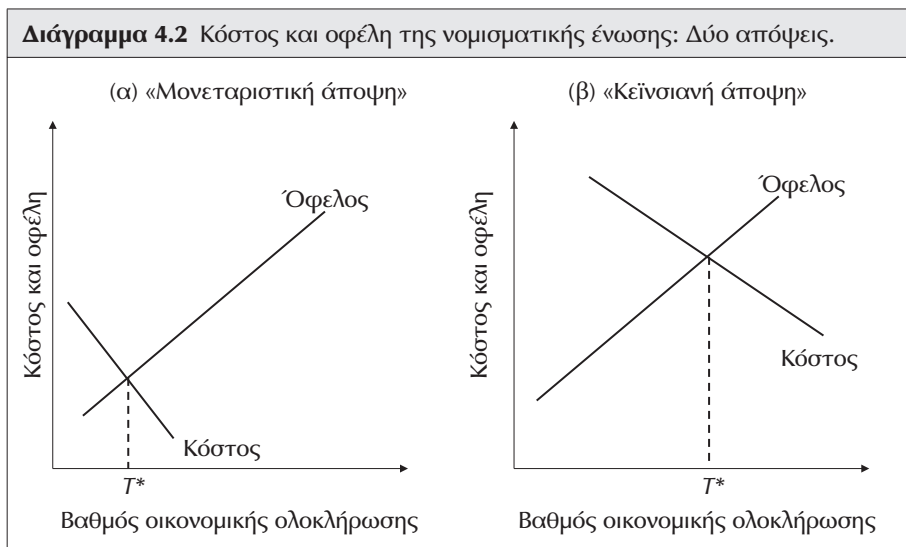
δεν μπορούν να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες των ασύμμετρων διαταραχών (τόσο των προσωρινών, όσο και των μόνιμων). Σύμφωνα με την ίδια άποψη, ακόμη και στην περίπτωση που οι εθνικές νομισματικές πολιτικές είναι αποτελεσματικές σε κάποια χώρα, η εφαρμογή αυτών των πολιτικών επιβαρύνει την οικονομία της χώρας. Η ευθεία κόστους που είναι συμβατή με την «μονεταριστική άποψη»<sup>1</sup>, βρίσκεται πολύ κοντά στην αρχή των αξόνων και έχει σχετικά μεγάλη κλίση [βλ. Διάγραμμα 4.2(α)]. Το κρίσιμο μέγεθος του βαθμού οικονομικής ολοκλήρωσης ( $T^*$ ) που καθιστά επωφελή την ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση με τους εμπορικούς εταίρους της, προσδιορίζεται από το σημείο τομής των δύο ευθειών του διαγράμματος και είναι σχετικά μικρό. Επομένως, σύμφωνα με την «μονεταριστική άποψη», πολλές χώρες είναι δυνατόν να ωφεληθούν από την εγκατάλειψη των εθνικών νομισμάτων τους και την ένταξη σε νομισματική ένωση με τους εμπορικούς εταίρους τους.

Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με την άποψη που θα ονομάσουμε «κείνισιανή άποψη», οι εθνικές νομισματικές πολιτικές είναι αποτελεσματικές και μπορούν να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες των ασύμμετρων διαταραχών, σε ένα οικονομικό περιβάλλον που κυριαρχείται από πολλές ακαμψίες (ακαμψία τιμών, ακαμψία μισθών, έλλειψη κινητικότητας εργασίας κ.α.). Το αρχικό υπόδειγμα Mundell που παρουσιάστηκε στο Κεφάλαιο 1, θεμελιώθηκε σε αυτήν ακριβώς την άποψη. Η ευθεία κόστους που είναι συμβατή με την «κείνισιανή άποψη», βρίσκεται μακριά από την αρχή των αξόνων και έχει σχετικά μικρή κλίση [βλ. Διάγραμμα 4.2(β)]. Το κρίσιμο μέγεθος του βαθμού οικονομικής ολοκλήρωσης ( $T^*$ ) που καθιστά επωφελή την ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση με τους εμπορικούς εταίρους της, προσδιορίζεται από το σημείο τομής των δύο ευθειών του διαγράμματος και είναι σχετικά μεγάλο. Επομένως, σύμφωνα με την «κείνισιανή άποψη», λίγες χώρες είναι δυνατόν να ωφεληθούν από την εγκατάλειψη των εθνικών νομισμάτων τους και την ένταξη σε νομισματική ένωση με τους εμπορικούς εταίρους τους. Επίσης, πολλές οικονομίες που έχουν μεγάλες διαστάσεις, μπορεί να ωφεληθούν από την οικονομική διαίρεσή τους και την διαμόρφωση ανεξάρτητων νομισματικών περιοχών -με διαφορετικά νομίσματα- στο εσωτερικό τους.

Από την δεκαετία του 1980 και μετά, η «μονεταριστική άποψη» αναμφίβολα απέκτησε πολλούς υποστηρικτές και μετέβαλε δραστικά τις αντιλήψεις των οικονομολόγων για την σκοπιμότητα των νομισματικών ενώσεων. Ο «δημοφιλής μονεταρισμός» διαδραμάτισε πρωτεύοντα ρόλο και έδωσε σημαντική ώθηση στην δημιουργία της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, το 1999. Ωστόσο, η

1 Αυτή η άποψη κυριάρχησε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και υιοθετήθηκε από τους συντάκτες της έκθεσης που άσκησε μεγάλη επιρροή στις πολιτικές ηγεσίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (βλ. EC Commission 1990).

κρίση κυβερνητικού χρέους και οι δυσκολίες προσαρμογής που αντιμετώπισαν αργότερα πολλές χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, περιόρισαν την εμβέλεια του «δημοφιλούς μονεταρισμού».



Ποια διδάγματα μπορούμε να αντλήσουμε από την ανάλυση κόστους και οφέλους, στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης; Η σύγκριση κόστους και οφέλους οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η Ευρωζώνη είναι μία άριστη νομισματική περιοχή; Για να απαντήσουμε αυτά τα ερωτήματα, θα εξετάσουμε αρχικά ορισμένα στατιστικά στοιχεία για τον βαθμό ανάπτυξης των εμπορικών σχέσεων μεταξύ των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτά τα στοιχεία παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.1. Το πιο εντυπωσιακό χαρακτηριστικό αυτού του πίνακα είναι οι μεγάλες διαφορές «εξωστρέφειας» (διαφορές στους βαθμούς ανάπτυξης του εξαγωγικού-εισαγωγικού εμπορίου) μεταξύ των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτές οι μεγάλες αποκλίσεις οδηγούν αμέσως στο συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα της σύγκρισης κόστους και οφέλους πιθανότατα διαφέρουν σημαντικά από την μία χώρα-μέλος στην άλλη. Στις χώρες-μέλη που είναι περισσότερο «εξωστρεφείς», η σύγκριση κόστους και οφέλους αποκαλύπτει την ύπαρξη καθαρού οφέλους από την ένταξη στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση. Σε αυτήν την ομάδα χωρών-μελών περιλαμβάνονται το Βέλγιο, η Ολλανδία, το Λουξεμβούργο, η Αυστρία, η Ιρλανδία και αρκετές νεότερες χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Τσεχία, Σλοβακία, Εσθονία, Ουγγαρία και Σλοβενία). Προκαλεί έκπληξη η διαπίστωση ότι η οικονομική ολοκλήρωση των χωρών της

Κεντρικής Ευρώπης, οι οποίες εντάχθηκαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση το 2004, έχει φθάσει σε εξίσου υψηλά επίπεδα με την οικονομική ολοκλήρωση των παλαιότερων χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Από την άλλη πλευρά, ορισμένες χώρες (Ηνωμένο Βασίλειο, Ελλάδα και Κύπρος) δεν είναι καθόλου βέβαιο ότι μπορούν να δικαιολογήσουν την συμμετοχή τους στην ίδια άριστη νομισματική περιοχή με τις υπόλοιπες χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

**Πίνακας 4.1** Εξαγωγές χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης προς τις υπόλοιπες χώρες-μέλη (% του ΑΕΠ, 2012)

|                       |      |
|-----------------------|------|
| Σλοβακία              | 71,7 |
| Ουγγαρία              | 67,2 |
| Τσεχία                | 65,8 |
| Βέλγιο / Λουξεμβούργο | 62,5 |
| Ολλανδία              | 61,4 |
| Σλοβενία              | 52,7 |
| Εσθονία               | 49,5 |
| Λιθουανία             | 42,6 |
| Ιρλανδία              | 34,0 |
| Λετονία               | 31,8 |
| Αυστρία               | 30,4 |
| Πολωνία               | 28,5 |
| Γερμανία              | 24,9 |
| Δανία                 | 22,0 |
| Πορτογαλία            | 19,5 |
| Σουηδία               | 19,1 |
| Μάλτα                 | 17,3 |
| Φινλανδία             | 16,0 |
| Ιταλία                | 13,7 |
| Ισπανία               | 13,5 |
| Γαλλία                | 12,4 |
| Ηνωμένο Βασίλειο      | 10,8 |
| Ελλάδα                | 6,0  |
| Κύπρος                | 5,1  |

Πηγή: European Commission, *European Economy*, Statistical Appendix.



Ωστόσο, δύσκολα μπορεί να χαραχθεί με ακρίβεια μία διαχωριστική γραμμή ανάμεσα στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συνιστούν μία άριστη νομισματική περιοχή και στις χώρες-μέλη που δεν δικαιολογούν την συμμετοχή τους στην ίδια άριστη νομισματική περιοχή. Αυτή η δυσκολία οφείλεται σε δύο λόγους. Πρώτον, η ανάλυση πρέπει να συνεκτιμήσει και άλλες σημαντικές παραμέτρους, όπως ο βαθμός ευελιξίας των αγορών εργασίας και ο βαθμός ασυμμετρίας των διαταραχών. Στις επόμενες ενότητες αυτού του κεφαλαίου, θα εξετάσουμε τις προαναφερθείσες παραμέτρους. Δεύτερον, η ανάλυση πρέπει να συνυπολογίσει τις επιδράσεις από τον «ημιτελή» χαρακτήρα της Ευρωζώνης. Αυτό το ζήτημα θα διερευνηθεί στο Τμήμα 4.4.

Επίσης, ορισμένες πολιτικές ηγεσίες ενδέχεται να θεωρούν σκόπιμη την ένταξη των χωρών τους στην Ευρωζώνη, παρ' όλο που η «εξωστρέφεια» των οικονομιών τους είναι περιορισμένη. Η διερεύνηση αυτού του ζητήματος οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα κυβερνητικά στελέχη σε χώρες με παραδοσιακά υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού -όπως η Ελλάδα και η Ιταλία- αντιλαμβάνονται ως επωφελή την συμμετοχή στην Ευρωζώνη, παρ' όλο που ο βαθμός ανάπτυξης των εμπορικών σχέσεων των χωρών τους με τις υπόλοιπες χώρες-μέλη είναι ιδιαίτερα χαμηλός. Στο πλαίσιο της ανάλυσης που βασίσθηκε στο Διάγραμμα 4.2, οι οικονομικές αρχές της Ελλάδας και της Ιταλίας φαίνεται ότι δεν θεωρούν υψηλό το κόστος που δημιουργείται από την απώλεια της νομισματικής ανεξαρτησίας και εκτιμούν ένα μικρό κρίσιμο μέγεθος του βαθμού οικονομικής ολοκλήρωσης ( $T^*$ ) που καθιστά επωφελή την ένταξη των χωρών τους σε νομισματική ένωση με τους εμπορικούς εταίρους τους. Με άλλα λόγια, αν κάποιος είναι αρκετά «μονεταριστής», μπορεί να ισχυρισθεί ότι το όφελος της ένταξης υπερβαίνει γενικώς το κόστος της ένταξης και η συμμετοχή σε νομισματική ένωση αποκτά οικονομική σκοπιμότητα, ακόμη και για τις χώρες που έχουν οικονομίες με περιορισμένη «εξωστρέφεια».

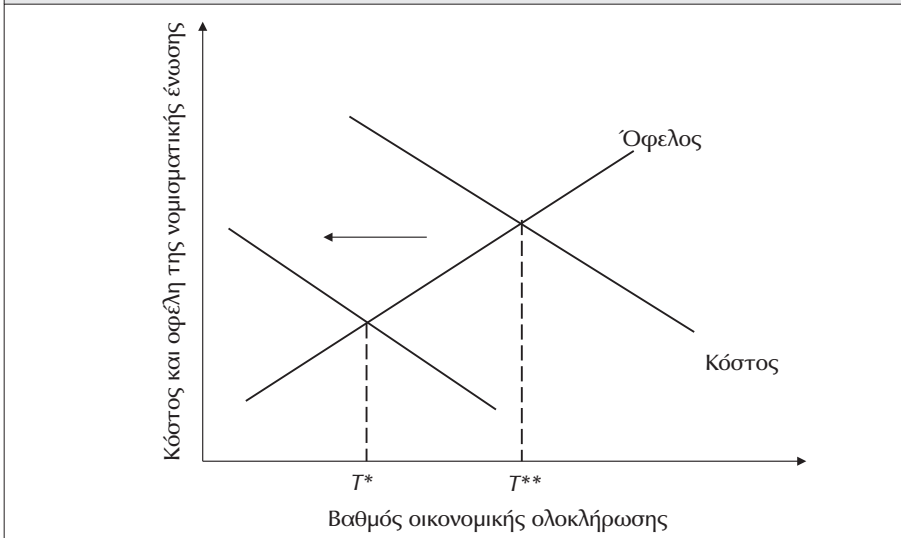
---

## 4.2 Νομισματική ένωση, ακαμψία τιμών, ακαμψία μισθών και κινητικότητα εργασίας

Η σύγκριση κόστους και οφέλους από την ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση επηρεάζεται από τον βαθμό ακαμψίας των τιμών και των μισθών. Όπως διαπιστώσαμε στα Κεφάλαια 1 και 2, όταν η οικονομία μίας χώρας πλήττεται από μόνιμες ασύμμετρες διαταραχές που απαιτούν μεγάλες μεταβολές των σχετικών τιμών, η απώλεια της νομισματικής ανεξαρτησίας και της δυνατότητας διαχείρισης των συναλλαγματικών ισοτιμιών συνιστά ένα σοβαρό μειονέκτημα,

επειδή καθιστά δύσκολη την προσαρμογή της οικονομίας και την αντιμετώπιση των συνεπειών από τις μόνιμες ασύμμετρες διαταραχές. Γι' αυτόν τον λόγο, οι χώρες που εντάσσονται σε νομισματική ένωση και έχουν οικονομίες με χαμηλό βαθμό ακαμψίας τιμών και μισθών, επιβαρύνονται με σχετικά μικρότερο κόστος.

**Διάγραμμα 4.3** Κόστος και οφέλη της νομισματικής ένωσης μετά από μείωση του βαθμού ακαμψίας τιμών και μισθών ή μετά από αύξηση του βαθμού κινητικότητας της εργασίας.



Στο Διάγραμμα 4.3, μία μείωση του βαθμού ακαμψίας των τιμών και των μισθών μετατοπίζει την ευθεία κόστους προς τα κάτω και αριστερά. Το κρίσιμο μέγεθος του βαθμού οικονομικής ολοκλήρωσης -το οποίο καθιστά επωφέλη την ένταξη μίας χώρας σε νομισματική ένωση με τους εμπορικούς εταίρους της και προσδιορίζεται από το σημείο τομής των ευθειών του διαγράμματος- γίνεται σχετικά μικρότερο (μειώνεται από  $T^{**}$  σε  $T^*$ ). Επομένως, μετά την μείωση του βαθμού ακαμψίας των τιμών και των μισθών, περισσότερες χώρες είναι δυνατόν να ωφεληθούν από την εγκατάλειψη των εθνικών νομισμάτων τους και την ένταξη σε νομισματική ένωση.

Παρομοίως, μία αύξηση του βαθμού κινητικότητας της εργασίας μετατοπίζει την ευθεία κόστους προς τα κάτω και αριστερά, καθιστώντας την νομισματική ένωση ελκυστικότερη για περισσότερες χώρες. Όμως, πρέπει να σημειωθεί ότι ορισμένες μορφές οικονομικής ολοκλήρωσης έχουν διαφορετικά αποτελέσματα. Για παράδειγμα, όπως διαπιστώσαμε στο Κεφάλαιο 2, η διαδικασία της οικονο-

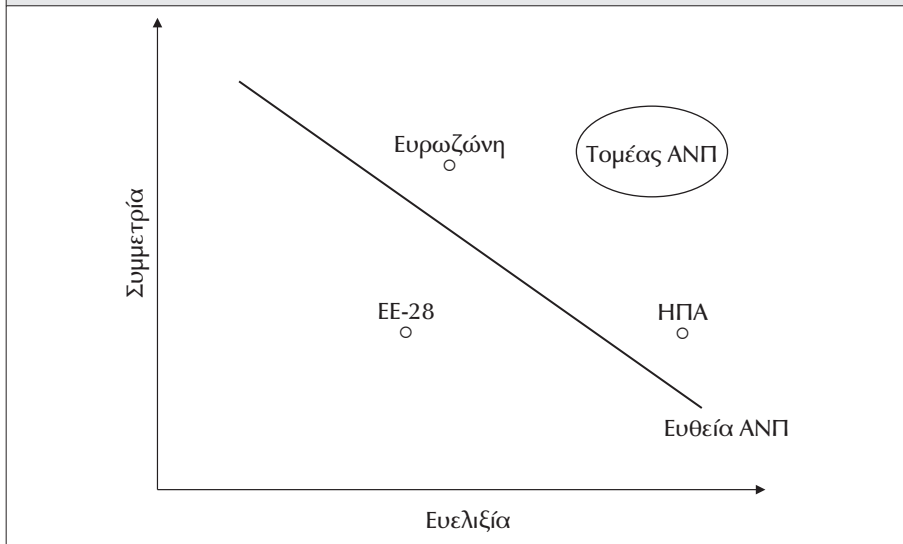
μικής ολοκλήρωσης μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη περιφερειακή συγκέντρωση της βιομηχανικής δραστηριότητας. Μία τέτοια εξέλιξη επηρεάζει την σύγκριση κόστους και οφέλους, επειδή μετατοπίζει την ευθεία κόστους προς τα πάνω και δεξιά, καθιστώντας την νομισματική ένωση λιγότερο ελκυστική.

### 4.3 Ασύμμετρες διαταραχές και ευελιξία της αγοράς εργασίας

Η ελκυστικότητα μίας νομισματικής ένωσης δεν επηρεάζεται μόνον από τον βαθμό ευελιξίας των αγορών εργασίας (ευκαμψία μισθών και κινητικότητα εργασίας) στις υποψήφιες χώρες-μέλη. Το μέγεθος και η συχνότητα εμφάνισης των ασύμμετρων διαταραχών που πλήττουν τις οικονομίες των υποψήφιων χωρών-μελών, είναι εξίσου σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες. Το κόστος της νομισματικής ένωσης είναι υψηλότερο, όταν οι οικονομικές αρχές των υποψήφιων χωρών-μελών αντιμετωπίζουν σημαντικά διαφορετικές διαταραχές ζήτησης ή προσφοράς, επειδή οι διαρθρώσεις των οικονομιών τους έχουν μεγάλες αποκλίσεις. Στο πλαίσιο της ανάλυσης που βασίσθηκε στο Διάγραμμα 4.3, μία αύξηση του μεγέθους ή της συχνότητας εμφάνισης των ασύμμετρων διαταραχών μετατοπίζει την ευθεία κόστους προς τα πάνω και δεξιά, καθιστώντας την νομισματική ένωση λιγότερο ελκυστική.

Η σχέση που συνδέει την ασυμμετρία των διαταραχών με την ευελιξία των αγορών εργασίας, παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 4.4. Ο βαθμός συμμετρίας των μεταβολών στο συνολικό προϊόν και την απασχόληση των χωρών (ομάδων χωρών ή περιφερειών) που πρόκειται να ενταχθούν σε νομισματική ένωση, μετριέται στον κάθετο άξονα του διαγράμματος. Ο βαθμός συμμετρίας εκφράζει το μέγεθος και την συχνότητα εμφάνισης των ασύμμετρων διαταραχών.<sup>2</sup> Ο βαθμός ευελιξίας των αγορών εργασίας στις χώρες (ομάδες χωρών ή περιφέρειες) που πρόκειται να ενταχθούν σε νομισματική ένωση, μετριέται στον οριζόντιο άξονα του διαγράμματος. Ο βαθμός ευελιξίας εκφράζει την ευκαμψία των μισθών και την κινητικότητα της εργασίας μεταξύ των υποψήφιων χωρών-μελών (ομάδων χωρών ή περιφερειών).

2 Αυτές είναι οι ασύμμετρες διαταραχές που περιγράφηκαν στο Κεφάλαιο 1, οι οποίες δεν σχετίζονται με την νομισματική πολιτική. Οι διαταραχές που οφείλονται σε αποκλίσεις των ασκούμενων εθνικών νομισματικών πολιτικών, δεν περιλαμβάνονται σε αυτές τις ασύμμετρες διαταραχές. Η εμφάνιση τέτοιων διαταραχών είναι αδύνατη, στο πλαίσιο μίας νομισματικής ένωσης.

**Διάγραμμα 4.4** Ευελιξία αγορών εργασίας και συμμετρία στις νομισματικές ενώσεις.

Σύμφωνα με την κεντρική αντίληψη που θεμελιώνει την θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών, όταν ο βαθμός συμμετρίας των μεταβολών στο συνολικό προϊόν και την απασχόληση των υποψήφιων χωρών-μελών είναι χαμηλός, οι αγορές εργασίας αυτών των χωρών πρέπει να έχουν αυξημένο βαθμό ευελιξίας, προκειμένου η προσαρμογή των οικονομιών μετά από ασύμμετρες διαταραχές να είναι εφικτή και η ένταξη σε νομισματική ένωση να είναι επωφελής. Με άλλα λόγια, όσο χαμηλότερος είναι ο βαθμός συμμετρίας, τόσο υψηλότερος πρέπει να είναι ο βαθμός ευελιξίας των αγορών εργασίας, προκειμένου η νομισματική ένωση να λειτουργεί ομαλά. Στο Διάγραμμα 4.4, η σχέση που συνδέει την συμμετρία με την ευελιξία των αγορών εργασίας, παρουσιάζεται με την κατερχόμενη ευθεία ΑΝΠ (ευθεία Άριστης Νομισματικής Περιοχής). Τα σημεία αυτής της ευθείας εκφράζουν τους συνδυασμούς των ελάχιστων απαιτούμενων βαθμών συμμετρίας και ευελιξίας αγορών εργασίας, προκειμένου οι υποψήφιες χώρες-μέλη να καρπώνονται καθαρά οφέλη από την συμμετοχή στην νομισματική ένωση. Οι χώρες που βρίσκονται κάτω από την ευθεία ΑΝΠ, δεν έχουν αρκετά ευέλικτες αγορές εργασίας, με δεδομένο το επίπεδο συμμετρίας. Οι οικονομίες αυτών των χωρών έχουν μεγάλο κόστος προσαρμογής μετά την εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών και δεν συνιστούν άριστη νομισματική περιοχή. Οι κυβερνήσεις αυτών των χωρών είναι προτιμότερο να διατηρήσουν την νομισματική ανεξαρτησία τους και την δυνατότητα μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Βέβαια,

κανείς δεν μπορεί να απαγορεύσει σε αυτές τις κυβερνήσεις να δημιουργήσουν μία νομισματική ένωση. Όμως, η θεωρία προβλέπει ότι η δημιουργία νομισματικής ένωσης θα επιβαρύνει με δυσβάστακτο κόστος τις οικονομίες αυτών των χωρών. Αντιθέτως, οι χώρες που βρίσκονται πάνω από την ευθεία ΑΝΠ, έχουν αρκετά ευέλικτες αγορές εργασίας, με δεδομένο το επίπεδο συμμετρίας. Οι οικονομίες αυτών των χωρών έχουν μικρό κόστος προσαρμογής μετά την εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών και συνιστούν άριστη νομισματική περιοχή. Οι κυβερνήσεις αυτών των χωρών είναι προτιμότερο να εγκαταλείψουν τα εθνικά νομίσματά τους και να δημιουργήσουν μία νομισματική ένωση που θα παράγει καθαρά οφέλη σε όλες τις οικονομίες. Γι' αυτούς τους λόγους, ο τομέας στα δεξιά της ευθείας ΑΝΠ μπορεί να ονομασθεί «τομέας Άριστων Νομισματικών Περιοχών» («τομέας ΑΝΠ»).

Ποια είναι η θέση της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο Διάγραμμα 4.4; Από το 2013 και μετά, η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει 28 χώρες-μέλη. Η Ευρωπαϊκή Ένωση απέκτησε δέκα νέες χώρες-μέλη τον Μάιο του 2004, δύο νέες χώρες-μέλη το 2007 και ακόμη μία νέα χώρα-μέλος το 2013. Ωστόσο, οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες που είναι διαθέσιμες, επιχειρούν να απαντήσουν το προαναφερθέν ερώτημα, χρησιμοποιώντας στατιστικά δεδομένα των 15 παλαιότερων χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η πλειοψηφία των οικονομολόγων που προσπάθησαν να διερευνήσουν με στατιστικά στοιχεία το σχετικό ζήτημα στο παρελθόν, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η *Ευρωπαϊκή Ένωση των 15 χωρών-μελών (ΕΕ-15)* δεν είναι μία άριστη νομισματική περιοχή. (Βλ. Eichengreen 1990, Neumann and von Hagen 1991, Bayoumi and Eichengreen 1993, Bayoumi and Eichengreen 1997, De Grauwe and Heens 1993, De Grauwe and Vanhaverbeke 1990 και Beine et al. 2003.)<sup>3</sup> Σε μεταγενέστερες εμπειρικές μελέτες, μερικοί οικονομολόγοι προσπάθησαν να διερευνήσουν το ζήτημα της άριστης νομισματικής περιοχής, χρησιμοποιώντας στατιστικά στοιχεία των 25 χωρών-μελών της διευρυμένης Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-25), πριν από την ένταξη της Βουλγαρίας το 2007, της Ρουμανίας το 2007 και της Κροατίας το 2013 (βλ. Korhonen and Fidrmuc 2001). Και αυτές οι μελέτες κατέληξαν στο ίδιο συμπέρασμα. Η διευρυμένη Ευρωπαϊκή Ένωση των 25 χωρών-μελών (ΕΕ-25) βρίσκεται κάτω από την ευθεία ΑΝΠ στο Διάγραμμα 4.4 και δεν είναι μία άριστη νομισματική περιοχή. Επομένως, σύμφωνα με την οικονομική ανάλυση και τις διαθέσιμες εμπειρικές μελέτες, η δημιουργία μίας νομισματικής ένωσης με τις 28 χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28) μάλλον είναι μία κακή ιδέα. Με άλλα λόγια, για αρκετές χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28), το κόστος της ένταξης

3 Ένα διαφορετικό συμπέρασμα παρουσιάστηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (βλ. EC Commission 1990). Επίσης, βλ. Gros and Thygesen (1998).

στην Ευρωζώνη πιθανότατα υπερβαίνει το όφελος της ένταξης στην Ευρωζώνη. (Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε σε πολλές από τις προαναφερθείσες εμπειρικές μελέτες, παρουσιάζεται στο Πλαίσιο 4.1.)

Οι περισσότεροι οικονομολόγοι μπορεί να δέχονται την άποψη ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση των 28 χωρών-μελών (ΕΕ-28) δεν πρέπει να εξελιχθεί σε νομισματική ένωση, αλλά έχουν ταυτόχρονα πεισθεί ότι ένα υποσύνολο των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28) συνιστά άριστη νομισματική περιοχή. Σε γενικές γραμμές, το ελάχιστο υποσύνολο χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28) που συνιστά άριστη νομισματική περιοχή, περιλαμβάνει την Γερμανία, το Βέλγιο, την Ολλανδία, το Λουξεμβούργο, την Αυστρία και την Γαλλία, χωρίς να αποκλείονται μερικές ακόμη χώρες-μέλη. Οι προαναφερθείσες εμπειρικές μελέτες υποστηρίζουν αυτό το γενικό συμπέρασμα. Ωστόσο, ορισμένοι ερευνητές έχουν την τάση να διευρύνουν την ομάδα των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28) που μπορούν να καρπωθούν καθαρά οφέλη από την συμμετοχή στην Ευρωζώνη (βλ. Artis and Zhang 1995, Artis and Zhang 1997, Fidrmuc 2004, Méliitz 2004 και Boeri and Garibaldi 2006).

#### **Πλαίσιο 4.1** Εμπειρικές μελέτες για το άριστο μέγεθος των νομισματικών ενώσεων: Μεθοδολογικά ζητήματα

Στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες για το άριστο μέγεθος των νομισματικών ενώσεων, οι ερευνητές έχουν επικεντρώσει την προσοχή τους στην μέτρηση του έντασης και στο είδος των ασύμμετρων διαταραχών. Μερικές ασύμμετρες διαταραχές μπορεί να μην είναι εξωγενείς, δηλαδή ενδέχεται να εμφανίζονται ακριβώς επειδή οι εξεταζόμενες χώρες δεν είναι μέλη κάποιας νομισματικής ένωσης. Αυτό είναι το κυριότερο πρόβλημα των ερευνητών. Για παράδειγμα, όταν μία χώρα έχει το δικό της εθνικό νόμισμα και την δική της κεντρική τράπεζα, οι νομισματικές αρχές της χώρας μπορεί να ασκούν πολιτικές που διαφέρουν σημαντικά από τις νομισματικές πολιτικές των άλλων χωρών. Γι' αυτόν τον λόγο, οι διακυμάνσεις του συνολικού προϊόντος και των τιμών σε αυτήν την χώρα μπορεί να είναι πολύ διαφορετικές από εκείνες που παρατηρούνται στις άλλες χώρες. Σε αυτήν την περίπτωση, οι ερευνητές διαπιστώνουν την ύπαρξη ασύμμετρων διαταραχών. Ωστόσο, όταν η συγκεκριμένη χώρα εντάσσεται σε μία νομισματική ένωση, οι ασύμμετρες διαταραχές αυτού του είδους εξαφανίζονται, επειδή η άσκηση εθνικής νομισματικής πολιτικής είναι πλέον αδύνατη και δεν συνιστά πηγή διαφοροποιήσεων και διαταραχών.

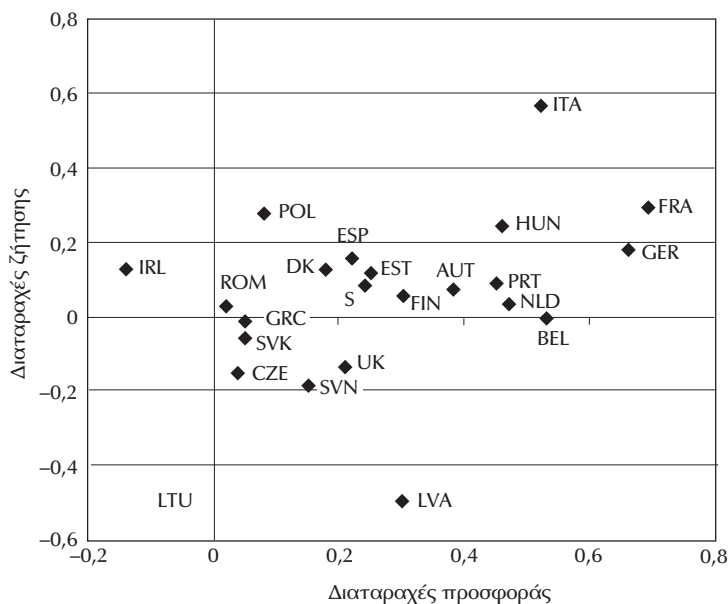
Για να αντιμετωπίσουν αυτό το πρόβλημα, οι Blanchard και Quah (βλ. Blanchard and Quah 1989) ανέπτυξαν και οι Bayoumi και Eichengreen (βλ. Bayoumi and Eichengreen 1993) εφάρμοσαν μία νέα στατιστική μεθοδολογία, στο πλαίσιο ανάλυσης των άριστων νομισματικών περιοχών. Με αυτήν την στατιστική μεθοδολογία, τα δεδομένα του συνολικού προϊόντος και των τιμών απαλλάσσονται από τις επιδράσεις των διαταραχών ζήτησης και προσφοράς. Οι ερευνητές ακολουθούν μία σειρά συγκεκριμένων βημάτων. Στο πρώτο βήμα, οι ερευνητές εκτιμούν υποδείγματα VAR (Vector Autoregressions).

Στο δεύτερο βήμα, οι ερευνητές προσδιορίζουν τις διαταραχές ζήτησης και προσφοράς, υποθέτοντας ότι οι διαταραχές ζήτησης ασκούν μόνον προσωρινές επιδράσεις στο συνολικό προϊόν και στις τιμές, ενώ οι διαταραχές προσφοράς ασκούν μόνιμες επιδράσεις στο συνολικό προϊόν και στις τιμές. Με άλλα λόγια, οι διαταραχές ζήτησης θεωρούνται προσωρινές, ενώ οι διαταραχές προσφοράς θεωρούνται μόνιμες. Τα δεδομένα του συνολικού προϊόντος και των τιμών -όλων των υποψήφιων χωρών-μελών μίας νομισματικής ένωσης- απαλλάσσονται από τις επιδράσεις των διαταραχών ζήτησης και προσφοράς.

Στο τρίτο βήμα, οι ερευνητές υπολογίζουν τους συντελεστές συσχέτισης των διαταραχών ζήτησης και προσφοράς κάθε υποψήφιας χώρας-μέλους με τις μέσες διαταραχές ζήτησης και προσφοράς στο σύνολο της νομισματικής ένωσης. Αυτή η μεθοδολογία θεμελιώνεται στην ακόλουθη θεωρητική αντίληψη. Μετά την ένταξη των εξεταζόμενων χωρών στην νομισματική ένωση, οι ασύμμετρες διαταραχές προσφοράς (μόνιμες διαταραχές) που συνδέονται με τις διαρθρώσεις των οικονομιών στις επιμέρους χώρες-μέλη, συνήθως συνεχίζουν να ασκούν επιδράσεις στα βασικά οικονομικά μεγέθη. Αντιθέτως, οι ασύμμετρες διαταραχές ζήτησης (προσωρινές διαταραχές) συχνά εξαφανίζονται πλήρως ή ασκούν δραστηρικά περιορισμένες επιδράσεις στα βασικά οικονομικά μεγέθη.

Τα αποτελέσματα μίας μεταγενέστερης εφαρμογής της προαναφερθείσας στατιστικής μεθοδολογίας -η οποία επιχειρήθηκε από τους Korhonen και Fidrmuc (βλ. Korhonen and Fidrmuc 2001)- παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 4.5.\* Τα σημεία του διαγράμματος

**Διάγραμμα 4.5** Συσχετίσεις διαταραχών ζήτησης και προσφοράς στην Ευρωζώνη.



Πηγή: Korhonen and Fidrmuc (2001).

\* Μία παρόμοια ανάλυση έγινε από τους Frenkel et al. (2002).



προσδιορίζονται από τους συντελεστές συσχέτισης των διαταραχών ζήτησης σε επιμέρους χώρες με τις μέσες διαταραχές ζήτησης στην Ευρωζώνη (κάθετος άξονας) και από τους συντελεστές συσχέτισης των διαταραχών προσφοράς σε επιμέρους χώρες με τις μέσες διαταραχές προσφοράς στην Ευρωζώνη (οριζόντιος άξονας). Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας οδηγούν σε ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Πρώτον, οι συντελεστές συσχέτισης είναι υψηλοί στις συγχρίσεις των μεγάλων οικονομιών (Γαλλία, Γερμανία και Ιταλία) με το σύνολο της Ευρωζώνης. Αυτό το αποτέλεσμα δεν προκαλεί έκπληξη, επειδή οι οικονομίες της Γαλλίας, της Γερμανίας και της Ιταλίας συνιστούν ένα σημαντικό μέρος της Ευρωζώνης. Δεύτερον, παρ' όλο που οι συντελεστές συσχέτισης των διαταραχών ζήτησης και προσφοράς σε ορισμένες χώρες της Κεντρικής Ευρώπης (Εσθονία και Ουγγαρία) -με τις μέσες διαταραχές ζήτησης και προσφοράς στην Ευρωζώνη- είναι θετικοί, οι συντελεστές συσχέτισης των διαταραχών ζήτησης σε άλλες χώρες της Κεντρικής Ευρώπης (Λετονία, Λιθουανία, Σλοβακία, Σλοβενία και Τσεχία) -με τις μέσες διαταραχές ζήτησης στην Ευρωζώνη- είναι αρνητικοί. Χωρίς αμφιβολία, τα αρνητικά πρόσημα των συντελεστών συσχέτισης οφείλονται κατά ένα μέρος στις ανεξάρτητες νομισματικές πολιτικές που ασκούνται από τις οικονομικές αρχές αυτών των χωρών. Όταν οι χώρες της Κεντρικής Ευρώπης γίνουν μέλη της Ευρωζώνης, αυτή η πηγή ασυμμετρίας θα εξαφανισθεί. Ωστόσο, οι χαμηλοί συντελεστές συσχέτισης των διαταραχών προσφοράς στις χώρες της Κεντρικής Ευρώπης -με τις μέσες διαταραχές προσφοράς στην Ευρωζώνη- προκαλούν ανησυχία. Αυτή η πηγή ασυμμετρίας δεν αναμένεται να εξαφανισθεί, όταν οι χώρες της Κεντρικής Ευρώπης γίνουν μέλη της Ευρωζώνης.

Τέλος, ο προσδιορισμός της σχετικής θέσης του Ηνωμένου Βασιλείου έχει ενδιαφέρον. Ο συντελεστής συσχέτισης των διαταραχών ζήτησης στο Ηνωμένο Βασίλειο -με τις μέσες διαταραχές ζήτησης στην Ευρωζώνη- είναι αρνητικός. Το αρνητικό πρόσημο αυτού του συντελεστή συσχέτισης οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ανεξάρτητη εθνική νομισματική πολιτική που ασκείται από τις οικονομικές αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου. Επίσης, ο συντελεστής συσχέτισης των διαταραχών προσφοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο -με τις μέσες διαταραχές προσφοράς στην Ευρωζώνη- έχει μικρό μέγεθος.

Οι εμπειρικές μελέτες και οι εφαρμογές της προαναφερθείσας μορφής παρουσιάζουν ενδιαφέρον, αλλά δεν οδηγούν σε πλήρη και αξιόπιστα συμπεράσματα. Για να εκτιμηθεί το άριστο μέγεθος μίας νομισματικής ένωσης, πρέπει να διερευνηθούν όλες οι πτυχές του προβλήματος. Πιο συγκεκριμένα, ο βαθμός ευελιξίας των αγορών εργασίας και τα μικροοικονομικά οφέλη από την νομισματική ένωση πρέπει να συμπεριληφθούν στην ανάλυση.\*\* Χωρίς την συνεξέταση τέτοιων παραγόντων, η εμπειρική έρευνα δύσκολα μπορεί να καταλήξει σε αξιόπιστες εκτιμήσεις του άριστου μεγέθους μίας νομισματικής ένωσης.

\*\* Ο Schadler (2004) μέτρησε τον βαθμό ευελιξίας στις αγορές εργασίας των χωρών της Κεντρικής Ευρώπης και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι αγορές εργασίας αυτών των χωρών μπορεί να είναι περισσότερο ευέλικτες από τις αγορές εργασίας των χωρών-μελών της Ευρωζώνης.

Άλλες εμπειρικές μελέτες έχουν καταλήξει σε αποτελέσματα που αμφισβητούν την ύπαρξη της αντίθεσης κέντρου-περιφέρειας στην διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σύμφωνα με τα συμπεράσματα αυτών των μελετών (βλ. Erkel-Rousse and Mélitz 1995 και Canzoneri, Valles and Vinals

1996), οι εθνικές νομισματικές πολιτικές δεν μπορούν να επηρεάσουν πραγματικές μεταβλητές -όπως το συνολικό προϊόν και η απασχόληση- στις περισσότερες χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όταν οι οικονομίες των χωρών-μελών στην περιφέρεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης πλήττονται από ασύμμετρες διαταραχές, οι εθνικές οικονομικές αρχές δεν διαθέτουν αποτελεσματικά νομισματικά «εργαλεία» για την αντιμετώπιση των συνεπειών τους. Επομένως, η ένταξη στην Ευρωζώνη και η απώλεια της νομισματικής ανεξαρτησίας δεν επιβαρύνουν με υψηλό κόστος τις οικονομίες αυτών των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.<sup>4</sup>

Τέλος, σύμφωνα με τα συμπεράσματα μίας άλλης σειράς εμπειρικών μελετών, οι περισσότερες ασύμμετρες διαταραχές που πλήττουν τις οικονομίες των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, προκαλούν συνέπειες μόνον σε συγκεκριμένους τομείς κάθε οικονομίας και δεν επηρεάζουν ιδιαίτερα το σύνολο της οικονομίας. Με άλλα λόγια, στις περισσότερες χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι μεταβολές του συνολικού προϊόντος και της απασχόλησης οφείλονται κυρίως σε αποκλίσεις της οικονομικής πορείας και των εξελίξεων στους επιμέρους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας (για παράδειγμα, σε διαφορετικές διακυμάνσεις της ζήτησης ή βελτιώσεις της τεχνολογίας στους επιμέρους κλάδους της βιομηχανίας). Η νομισματική πολιτική και η πολιτική μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν μπορούν να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις συνέπειες αυτών των ασύμμετρων διαταραχών (βλ. Bini-Smaghi and Vori 1993, Bayoumi et al. 1995 και Gros 1996).

Από αυτήν την σύντομη επισκόπηση των σχετικών εμπειρικών μελετών οδηγούμαστε στην γενική διαπίστωση ότι το μέγεθος της άριστης νομισματικής περιοχής στην Ευρώπη δεν μπορεί να προσδιορισθεί με ακρίβεια. Τα αποτελέσματα αυτών των μελετών δεν έρχονται σε αντίθεση με την άποψη ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση των 28 χωρών-μελών (ΕΕ-28) πιθανότατα δεν συνιστά μία άριστη νομισματική περιοχή. Ωστόσο, οι ερευνητές δεν συμφωνούν μεταξύ τους και δεν καταλήγουν σε μία κοινή εκτίμηση για το μέγεθος του υποσυνόλου των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28) που είναι δυνατόν να καρπωθούν καθαρά οφέλη από την συμμετοχή τους σε νομισματική ένωση. Η ποσοτική μέτρηση και η ανάλυση του κόστους της νομισματικής ένωσης παρουσιάζουν πολλές δυσκολίες. Γι' αυτόν τον λόγο, τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα των εμπειρικών μελετών είναι ασαφή και διαμορφώνουν υποκειμενικές κρίσεις και αξιολογήσεις. Στο Τμήμα 4.6, θα επανέλθουμε σε αυτά τα ζητήματα και θα εξετάσουμε την πρόκληση της διεύρυνσης της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης.

Στο Διάγραμμα 4.4, η Ευρωζώνη των 18 χωρών-μελών σε ποια θέση πρέπει να τοποθετηθεί;<sup>5</sup> Εμείς τοποθετήσαμε αυτήν την ομάδα χωρών-μελών πάνω από την

4 Για μία μελέτη με στατιστικά δεδομένα της Πορτογαλίας, η οποία επιβεβαιώνει αυτό το συμπέρασμα, βλ. Costa (1996).

5 Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Εσθονία (από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2011), Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Κύπρος, Λετονία (από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2014), Λουξεμβούργο, Μάλτα,

ευθεία ΑΝΠ. Πολλοί οικονομολόγοι θα διαφωνούσαν και θα τοποθετούσαν την ομάδα των 18 χωρών-μελών της Ευρωζώνης κάτω από την ευθεία ΑΝΠ.<sup>6</sup> Επίσης, στο Διάγραμμα 4.4, τοποθετήσαμε τις ΗΠΑ πάνω από την ευθεία ΑΝΠ, παρ' όλο που οι ΗΠΑ δεν είναι βέβαιο ότι συνιστούν μία άριστη νομισματική περιοχή. Ωστόσο, οι σχετικές θέσεις των ΗΠΑ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 28 χωρών-μελών (ΕΕ-28) προσδιορίζονται με μεγαλύτερη σαφήνεια. Τοποθετήσαμε τις ΗΠΑ και την ΕΕ-28 στην ίδια οριζόντια ευθεία, επειδή ο βαθμός συμμετρίας μεταξύ των επιμέρους πολιτειών στις ΗΠΑ δεν διαφέρει ιδιαίτερα από τον βαθμό συμμετρίας μεταξύ των χωρών-μελών στην ΕΕ-28 (βλ. Krugman 1993). Επίσης, τοποθετήσαμε τις ΗΠΑ στα δεξιά της ΕΕ-28, επειδή ο βαθμός ευελιξίας της αγοράς εργασίας στις ΗΠΑ είναι σημαντικά υψηλότερος από τον βαθμό ευελιξίας των αγορών εργασίας στην ΕΕ-28, σύμφωνα με τα αποτελέσματα πολλών εμπειρικών μελετών. Για παράδειγμα, η ευαισθησία των πραγματικών μισθών στις μεταβολές της ανεργίας είναι μεγαλύτερη στις ΗΠΑ και μικρότερη στην ΕΕ-28, σύμφωνα με αρκετές εμπειρικές ενδείξεις.<sup>7</sup> Παρομοίως, η κινητικότητα της εργασίας είναι μεγαλύτερη μεταξύ των πολιτειών στις ΗΠΑ και μικρότερη μεταξύ των χωρών-μελών στην ΕΕ-28, σύμφωνα με αρκετές εμπειρικές ενδείξεις.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να τονίσουμε ότι η ανάλυση που προκύπτει από το Διάγραμμα 4.4, βασίζεται στην παραδοσιακή θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών και δεν συνεκτιμά μερικά από τα ζητήματα που εξετάσαμε στο Κεφάλαιο 2. Για παράδειγμα, οι οικονομικές αρχές αρκετών χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που δεν έχουν ενταχθεί στην Ευρωζώνη, δεν μπορούν να ασκήσουν πολιτικές χαμηλού πληθωρισμού, λόγω του προβλήματος αξιοπιστίας που αντιμετωπίζουν. Στο πλαίσιο της Ευρωζώνης, αυτό το πρόβλημα είναι δυνατόν να διευθετηθεί αποτελεσματικά. Επίσης, κάποιες ασύμμετρες διαταραχές που εμφανίζονται στην Ευρωπαϊκή Ένωση, μπορεί να οφείλονται στην μη ένταξη ορισμένων χωρών-μελών στην Ευρωζώνη. Για παράδειγμα, οι αποσυγχρονισμοί των οικονομικών κύκλων του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ηπειρωτικής Ευρώπης είναι αποτελέσματα της ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής που ασκείται από τις οικονομικές αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, η οποία διαφέρει σημαντικά από την νομισματική πολιτική στην Ηπειρωτική Ευρώπη. Αν το Ηνωμένο Βασίλειο ενταχθεί στην Ευρωζώνη, αυτές οι αποκλίσεις πιθανότατα θα περιορισθούν δραστικά. Επομένως, δεν είναι βέβαιο ότι η δημιουργία μίας νομισματικής ένωσης με το σύνολο των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28) δεν θα παράγει καθαρό όφελος για όλες τις χώρες-μέλη. Ωστόσο, σύμφωνα με τις διαθέσιμες γνώσεις και εμπειρικές ενδείξεις, διατηρείται η ισχύς του

Ολλανδία, Πορτογαλία, Σλοβακία, Σλοβενία και Φινλανδία.

6 Πολλοί ευρέως γνωστοί Αμερικανοί οικονομολόγοι -για παράδειγμα, ο Milton Friedman και ο Martin Feldstein- τοποθετούν την Ευρωζώνη κάτω από την ευθεία ΑΝΠ.

7 Βλ. Grubb et al. (1983) και Bruno and Sachs (1985).

γενικού συμπεράσματος ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση των 28 χωρών-μελών (ΕΕ-28) πιθανότατα δεν συνιστά μία άριστη νομισματική περιοχή.

Η μεγάλη πρόκληση για τις πολιτικές ηγεσίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι η μετακίνηση της ΕΕ-28 στον «τομέα ΑΝΠ», δηλαδή η μείωση του κόστους της νομισματικής ένωσης. Πώς μπορεί να επιτευχθεί αυτός ο στόχος; Οι διαθέσιμες στρατηγικές είναι δύο: Η αύξηση της συμμετρίας (η μείωση του βαθμού ασυμμετρίας των διαταραχών) και η αύξηση της ευελιξίας των αγορών εργασίας.

Η πρώτη στρατηγική έχει μειονεκτήματα και εμφανίζει δυσκολίες εφαρμογής, επειδή ο βαθμός ασυμμετρίας των διαταραχών εξαρτάται από παράγοντες που δεν ελέγχονται από τους σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής. Για παράδειγμα, ο βαθμός ασυμμετρίας των διαταραχών επηρεάζεται σημαντικά από την βιομηχανική εξειδίκευση και την διασπορά της οικονομικής δραστηριότητας. Οι σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής έχουν πολύ περιορισμένη δυνατότητα επίδρασης στις διαδικασίες ανάπτυξης και περιφερειακής συγκέντρωσης της βιομηχανίας και της οικονομικής δραστηριότητας.

Οπούσο, οι σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής έχουν την δυνατότητα να περιορίσουν τον βαθμό ασυμμετρίας των διαταραχών, παρεμβαίνοντας αποτελεσματικά στην διαδικασία πολιτικής ενοποίησης. Σύμφωνα με την επιχειρηματολογία που παρουσιάστηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο του βιβλίου, μία σημαντική πηγή ασύμμετρων διαταραχών είναι η συνεχιζόμενη ύπαρξη εθνών-κρατών με ιδιομορφίες στους οικονομικούς θεσμούς και με κυβερνήσεις που ασκούν ανεξάρτητες πολιτικές δημοσίων εσόδων και δαπανών. Η βελτίωση του συντονισμού των οικονομικών πολιτικών και η εναρμόνιση των οικονομικών θεσμών είναι αναγκαίες προϋποθέσεις για την μείωση του βαθμού ασυμμετρίας των διαταραχών, οι οποίες εξασφαλίζονται μέσω της πολιτικής ενοποίησης. (Ένα ειδικό πρόβλημα εμφανίζεται σε αυτό το σημείο: Πώς πρέπει να οργανώνονται τα εργατικά συνδικάτα σε μία νομισματική ένωση; Αυτό το πρόβλημα εξετάζεται στο Πλαίσιο 4.2.)

Η εφαρμογή της δεύτερης στρατηγικής περιλαμβάνει την θεσμική μεταρρύθμιση των αγορών εργασίας, προκειμένου η αύξηση της ευελιξίας τους (μείωση ακαμψίας μισθών ή/και αύξηση κινητικότητας εργασίας) να διευκολύνει την μετακίνηση της ΕΕ-28 προς τον «τομέα ΑΝΠ». Αυτή η μεταρρύθμιση είναι δύσκολη στην πράξη, αλλά απολύτως αναγκαία για την δημιουργία μίας νομισματικής ένωσης με όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

#### **Πλαίσιο 4.2** Εργατικές ενώσεις και νομισματική ένωση

Στην προηγούμενη ανάλυση κόστους και οφέλους της νομισματικής ένωσης, δώσαμε έμφαση στον ιδιαίτερο ρόλο των εργατικών ενώσεων, οι οποίες επιδρούν σημαντικά στον προσδιορισμό του κόστους της νομισματικής ένωσης. Ας συνοψίσουμε τα βασικά συμπεράσματά μας.

Πρώτον, οι μισθοί πρέπει να είναι ευέλικτοι και να μεταβάλλονται με διαφορετικούς ρυθμούς στις επιμέρους χώρες-μέλη μίας νομοσυντακτικής ένωσης, προκειμένου οι εθνικές οικονομικές αρχές να προωθούν τις αναγκαίες προσαρμογές για την αντιμετώπιση των συνεπειών από τις μόνιμες *ασύμμετρες* διαταραχές. Οι αυξήσεις των ονομαστικών μισθών πρέπει να διαφοροποιούνται από την μία χώρα-μέλος στην άλλη, εκφράζοντας τις αποκλίσεις των μεταβολών στην παραγωγικότητα της εργασίας μεταξύ των χωρών-μελών (βλ. Κεφάλαιο 2). Γι' αυτόν τον λόγο, ο υψηλός βαθμός οργάνωσης και κεντρικής εκπροσώπησης των εργατικών συνδικάτων στις διαπραγματεύσεις για τους μισθούς μπορεί να περιορίζει σημαντικά την ανταγωνιστικότητα και να επιβαρύνει με δυσβάστακτο κόστος τις οικονομίες ορισμένων χωρών-μελών (ή τις τοπικές οικονομίες συγκεκριμένων περιοχών σε κάποιες χώρες-μέλη), στις οποίες η παραγωγικότητα της εργασίας αυξάνεται με ρυθμό σχετικά χαμηλό και μικρότερο από τον κοινό ρυθμό αύξησης των ονομαστικών μισθών. Για παράδειγμα, όταν οι ηγεσίες των εργατικών ενώσεων της Γερμανίας διαπραγματεύθηκαν σε κεντρικό επίπεδο τους μισθούς των εργαζομένων στις περιοχές της πρώην Ανατολικής Γερμανίας, η απασχόληση περιορίστηκε σημαντικά σε αυτές τις περιοχές, επειδή πολλές τοπικές επιχειρήσεις δεν μπόρεσαν να επιβιώσουν υπό το βάρος των αυξημένων μισθών, της χαμηλής παραγωγικότητας και των ανταγωνιστικών συνεπειών από την ενοποίηση της χώρας. Επίσης, οι ηγεσίες των εργατικών ενώσεων της Ιταλίας διαπραγματεύονται σε κεντρικό επίπεδο τους μισθούς των εργαζομένων σε όλες τις περιοχές της χώρας, παρ' όλο που η παραγωγικότητα της εργασίας αυξάνεται με σχετικά χαμηλότερο ρυθμό στις νότιες περιοχές και με σχετικά υψηλότερο ρυθμό στις βόρειες περιοχές, με αποτέλεσμα το ποσοστό ανεργίας στον νότο της Ιταλίας να είναι τέσσερις ή πέντε φορές μεγαλύτερο από το ποσοστό ανεργίας στον βορρά της Ιταλίας.

Δεύτερον, όταν οι οικονομίες των χωρών-μελών μίας νομοσυντακτικής ένωσης δέχονται τις επιδράσεις *σύμμετρων* διαταραχών, οι θεσμικές διαφορές στις συλλογικές διαπραγματεύσεις για τους μισθούς μπορεί να οδηγήσουν σε διαφορετικές διαδικασίες αλληλοδιαδεχόμενων μεταβολών στους μισθούς και στις τιμές, δημιουργώντας σημαντικές αποκλίσεις ανταγωνιστικότητας μεταξύ των χωρών-μελών (βλ. Κεφάλαιο 2). Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η προσπάθεια αντιμετώπισης των συνεπειών από τις σύμμετρες διαταραχές διευκολύνεται από την θεσμική εναρμόνιση των συλλογικών διαπραγματεύσεων για τους μισθούς; Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα πιθανότατα είναι αρνητική. Η διαμόρφωση των μισθών με ενιαίες συλλογικές διαπραγματεύσεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο μπορεί να εγκυμονεί κινδύνους και να είναι ανεπιθύμητη, για δύο βασικούς λόγους. Καθώς η διαδικασία ολοκλήρωσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξελίσσεται, η συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών *μεταξύ των χωρών-μελών* μπορεί να περιορίζεται, αλλά η εξειδίκευση συνεχίζει να δημιουργεί μεγάλες περιφερειακές αποκλίσεις, οι οποίες εννοούνται από τον αυξημένο βαθμό ολοκλήρωσης και διαπερνούν τα εθνικά σύνορα. Σε αυτές τις συνθήκες, η διαμόρφωση των μισθών με ενιαίες συλλογικές διαπραγματεύσεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο μπορεί να επιβαρύνει με δυσβάστακτο κόστος τις τοπικές οικονομίες σε πολλές περιοχές της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επίσης, η τεχνολογική πρόοδος ασκεί ανόμοιες επιδράσεις στο παραγόμενο προϊόν και στην απασχόληση των επιμέρους οικονομικών τομέων, στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σύμφωνα με αρκετές εμπειρικές ενδείξεις, οι μεγαλύτερες ασυμμετρίες εμφανίζονται στο εσωτερικό

των οικονομικών τομέων (βλ. Davis et al. 1996). Σε αυτές τις συνθήκες, η διαμόρφωση των μισθών με ενιαίες συλλογικές διαπραγματεύσεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο μπορεί να συρρικνώνει το παραγόμενο προϊόν και την απασχόληση στους οικονομικούς τομείς που ευνοούνται λιγότερο από την τεχνολογική πρόοδο ή στις επιχειρήσεις αυτών των τομέων που δεν μπορούν να παρακολουθήσουν τις τεχνολογικές εξελίξεις.

Καταλήγουμε στο γενικό συμπέρασμα ότι η οργάνωση των εργατικών συνδικάτων σε μία νομισματική ένωση πρέπει να είναι συμβατή με την απαιτούμενη υψηλή ευελιξία στο διαμορφούμενο ρευστό οικονομικό περιβάλλον, το οποίο χαρακτηρίζεται από διαταραχές κυρίως στο μικροοικονομικό, κλαδικό και περιφερειακό επίπεδο.

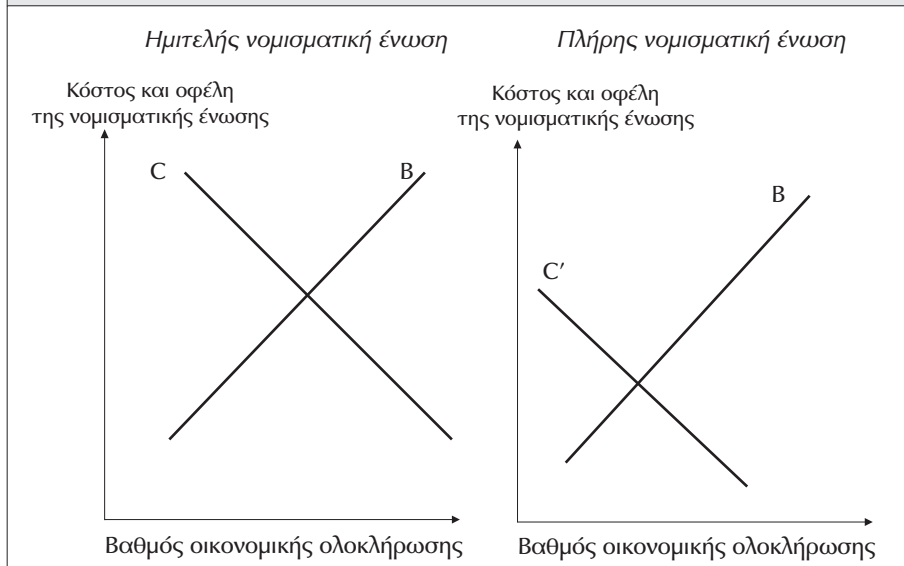
#### 4.4 Ημιτελής και πλήρης νομισματική ένωση

Σύμφωνα με την επιχειρηματολογία που παρουσιάστηκε στο Κεφάλαιο 1, το κόστος μίας νομισματικής ένωσης επηρεάζεται σημαντικά από την παράλληλη ύπαρξη -ή μη ύπαρξη- δημοσιονομικής ένωσης. Σε μία ημιτελή νομισματική ένωση που δεν συμπληρώνεται με δημοσιονομική ένωση, οι ευάλωτες αγορές κυβερνητικών ομολόγων αυξάνουν την ένταση των ασύμμετρων διαταραχών σε περιόδους οικονομικής ύφεσης και επιβαρύνουν με υψηλό κόστος δανεισμού (υψηλά επιτόκια) τις οικονομίες των χωρών-μελών που πλήττονται από τις αρνητικές επιπτώσεις των ασύμμετρων διαταραχών, υποχρεώνοντας τις κυβερνήσεις αυτών των χωρών-μελών να λαμβάνουν αυστηρά μέτρα λιτότητας που επιδεινώνουν την οικονομική ύφεση. Αντιθέτως, σε μία πλήρη νομισματική ένωση που συμπληρώνεται με δημοσιονομική ένωση, αυτά τα προβλήματα εξαφανίζονται και το κόστος της νομισματικής ένωσης περιορίζεται σημαντικά.

Οι δύο προαναφερθείσες μορφές νομισματικής ένωσης (ημιτελής και πλήρης) παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 4.6. Στην περίπτωση της ημιτελούς νομισματικής ένωσης (αριστερή πλευρά του διαγράμματος), το κόστος της οικονομικής προσαρμογής των χωρών-μελών -μετά από μία ασύμμετρη διαταραχή- είναι υψηλό και η ευθεία κόστους της νομισματικής ένωσης βρίσκεται μακριά από την αρχή των αξόνων (σχετικά υψηλό κόστος). Στην περίπτωση της πλήρους νομισματικής ένωσης (δεξιά πλευρά του διαγράμματος), το κόστος της οικονομικής προσαρμογής των χωρών-μελών -μετά από μία ασύμμετρη διαταραχή- είναι χαμηλό λόγω της δημοσιονομικής ενοποίησης και η ευθεία κόστους της νομισματικής ένωσης βρίσκεται κοντά στην αρχή των αξόνων (σχετικά χαμηλό κόστος).



**Διάγραμμα 4.6** Κόστος και οφέλη της νομισματικής ένωσης (ημιτελούς και πλήρους) σε σχέση με τον βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης.



Η προηγηθείσα ανάλυση οδηγεί στην εκτίμηση ότι η εμφάνιση νομισματικών ενώσεων που συμπληρώνονται με δημοσιονομικές ενώσεις, είναι περιοσσότερο πιθανή από την εμφάνιση ημιτελών νομισματικών ενώσεων. Η δημοσιονομική ένωση θεμελιώνει την πολιτική ενοποίηση. Μία νομισματική ένωση που συμπληρώνεται με δημοσιονομική ένωση σε μία εξελικτική πορεία πολιτικής ενοποίησης, έχει χαμηλότερο κόστος και λειτουργεί ομαλότερα από μία νομισματική ένωση που δεν οικοδομείται στις σταθερές βάσεις της πολιτικής ενοποίησης. Η Ευρωζώνη (ημιτελής νομισματική ένωση) διαψεύδει ηχηρά αυτήν την εκτίμηση. Στην συνέχεια του βιβλίου, θα επανέλθουμε στην εξέταση των προβλημάτων που δημιουργούνται από τις ημιτελείς νομισματικές ενώσεις.

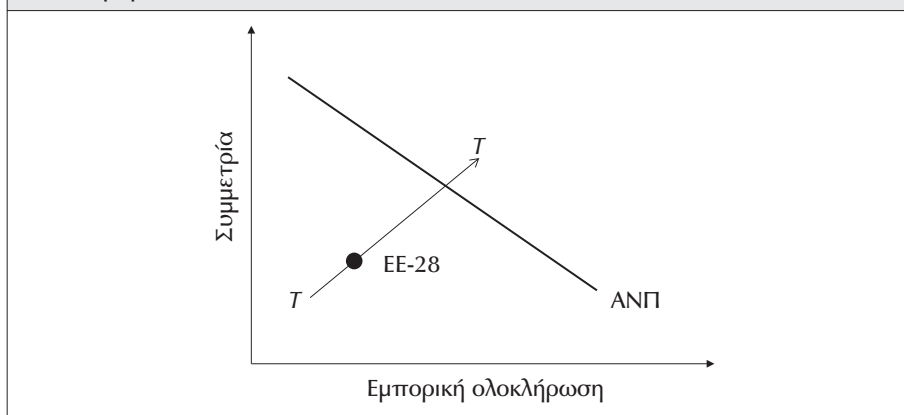
## 4.5 Κόστος και οφέλη στην μακροχρόνια περίοδο

Η ανάλυση κόστους και οφέλους της νομισματικής ένωσης που παρουσιάστηκε στις προηγούμενες ενότητες αυτού του κεφαλαίου, είναι μία στατική ανάλυση. Ο εμπλουτισμός αυτής της ανάλυσης με ορισμένα δυναμικά στοιχεία είναι χρήσιμος και διευκολύνει την διερεύνηση της διαχρονικής εξέλιξης του κόστους και του οφέλους της νομισματικής ένωσης.



Πιο συγκεκριμένα, η διερεύνηση της διαχρονικής εξέλιξης του κόστους και του οφέλους της νομισματικής ένωσης μπορεί να διευκολυνθεί με την χρήση ορισμένων «εργαλείων ανάλυσης» που παρουσιάσαμε στο Κεφάλαιο 2, όταν εξετάσαμε την σχέση που συνδέει τον βαθμό εμπορικής ολοκλήρωσης με την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών (τον βαθμό συμμετρίας). Αυτή η σχέση που εκφράζει την δυνατότητα της εμπορικής ολοκλήρωσης να εξασφαλίσει προοδευτικά την οικονομική σύγκλιση, μπορεί να εμπλουτίσει με δυναμικά στοιχεία την στατική ανάλυση κόστους και οφέλους της νομισματικής ένωσης.

**Διάγραμμα 4.7** Η άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την νομισματική ενοποίηση.



Στο Διάγραμμα 4.7, ο βαθμός εμπορικής ολοκλήρωσης των υποψήφιων χωρών-μελών μίας νομισματικής ένωσης μετρείται στον οριζόντιο άξονα και ο βαθμός συμμετρίας αυτών των χωρών (ο οποίος εκφράζει την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών που διαφοροποιούν τις μεταβολές του συνολικού προϊόντος και της απασχόλησης στις επιμέρους χώρες) μετρείται στον κάθετο άξονα. Η ανερχόμενη ευθεία ΤΤ παρουσιάζει την θετική σχέση που συνδέει τον βαθμό εμπορικής ολοκλήρωσης με τον βαθμό συμμετρίας. Όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός εμπορικής ολοκλήρωσης των υποψήφιων χωρών-μελών, τόσο υψηλότερος είναι ο βαθμός συμμετρίας τους και τόσο χαμηλότερη είναι η συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών. (Στο Κεφάλαιο 2, η άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής εκφράσθηκε με αυτήν την θετική σχέση. Η αντίθετη άποψη του Krugman που παρουσιάσθηκε στο Κεφάλαιο 2, θα εξετασθεί στην συνέχεια αυτής της ενότητας.) Η κατερχόμενη ευθεία ΑΝΠ παρουσιάζει τους συνδυασμούς των ελάχιστων βαθμών εμπορικής ολοκλήρωσης και συμμετρίας που απαιτούνται για την εξίσωση του κόστους της νομισματικής ένωσης με τα

οφέλη της νομισματικής ένωσης. Η αρνητική κλίση αυτής της ευθείας ερμηνεύεται εύκολα. Τόσο η εμπορική ολοκλήρωση όσο και η συμμετρία αυξάνουν τα οφέλη και μειώνουν το κόστος της νομισματικής ένωσης. Όταν ο βαθμός εμπορικής ολοκλήρωσης είναι σχετικά υψηλός (χαμηλός) και αυξάνει (μειώνει) σημαντικά τα οφέλη της νομισματικής ένωσης, ο βαθμός συμμετρίας πρέπει να είναι σχετικά χαμηλός (υψηλός) και να αυξάνει (μειώνει) αρκετά το κόστος της νομισματικής ένωσης, προκειμένου τα οφέλη της νομισματικής ένωσης να αντισταθμίζονται πλήρως από το κόστος της νομισματικής ένωσης. Με αυτήν την έννοια, όλα τα σημεία της ευθείας ΑΝΠ παρουσιάζουν συνδυασμούς βαθμών εμπορικής ολοκλήρωσης και βαθμών συμμετρίας που μηδενίζουν το καθαρό όφελος από την νομισματική ένωση. Τα οφέλη της νομισματικής ένωσης υπερβαίνουν το κόστος της νομισματικής ένωσης σε όλα τα σημεία που βρίσκονται πάνω και δεξιά από την ευθεία ΑΝΠ («τομέας ΑΝΠ»).

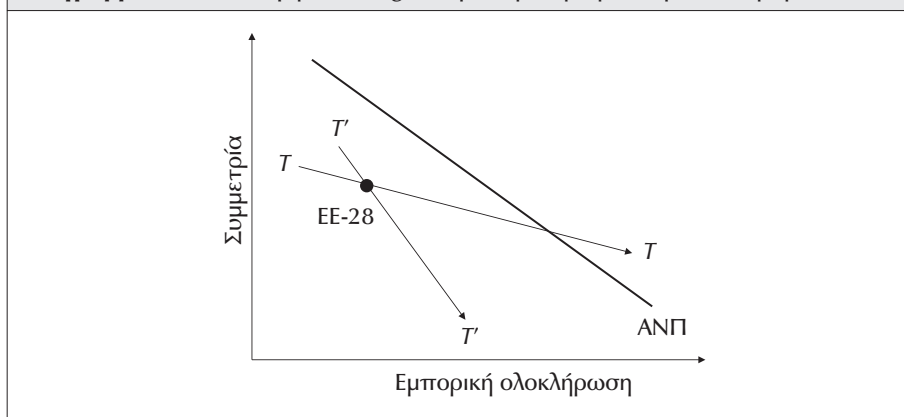
Επίσης, στο Διάγραμμα 4.7, το σημείο της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 28 χωρών-μελών (ΕΕ-28) τοποθετήθηκε πάνω στην ανερχόμενη ευθεία ΤΤ και στα αριστερά της κατερχόμενης ευθείας ΑΝΠ, επειδή η ΕΕ-28 πιθανότατα δεν συνιστά μία άριστη νομισματική περιοχή, σύμφωνα με το γενικό συμπέρασμα στο Τμήμα 4.3. Ωστόσο, αν η δυναμική διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης συνεχίσει να εξελίσσεται στο μέλλον, το σημείο της ΕΕ-28 θα μετακινείται σταδιακά προς τα πάνω και δεξιά, κατά μήκος της ευθείας ΤΤ, προσεγγίζοντας προοδευτικά τον «τομέα ΑΝΠ». Με αυτήν την έννοια, η οικονομική ολοκλήρωση μπορεί να δημιουργήσει με την πάροδο του χρόνου καθαρό όφελος για όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και να καταστήσει εφικτή την Ευρωζώνη των 28 χωρών-μελών.

Αυτή είναι η αισιόδοξη μακροχρόνια προοπτική της νομισματικής ενοποίησης στην Ευρώπη. Ωστόσο, υπάρχει και η απαισιόδοξη μακροχρόνια προοπτική, η οποία συνδέεται με την άποψη του Krugman που παρουσιάστηκε στο Κεφάλαιο 2. Σύμφωνα με την άποψη του Krugman, η εμπορική ολοκλήρωση περιορίζει την συμμετρία των υποψήφιων χωρών-μελών μίας νομισματικής ένωσης και ευνοεί την εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών. Στο Διάγραμμα 4.8, οι κατερχόμενες ευθείες ΤΤ και ΤΤ' παρουσιάζουν δύο εκδοχές της αρνητικής σχέσης που συνδέει τον βαθμό εμπορικής ολοκλήρωσης με τον βαθμό συμμετρίας, σύμφωνα με την άποψη του Krugman. Όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός εμπορικής ολοκλήρωσης των υποψήφιων χωρών-μελών, τόσο χαμηλότερος είναι ο βαθμός συμμετρίας τους και τόσο υψηλότερη είναι η συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών.

Η πρώτη εκδοχή παρουσιάζεται με την ευθεία ΤΤ, η οποία έχει κλίση μικρότερη από την κλίση της ευθείας ΑΝΠ (κατά απόλυτη τιμή). Σε αυτήν την εκδοχή, η προοδευτική αύξηση του βαθμού εμπορικής ολοκλήρωσης ευνοεί την εξειδίκευση και περιορίζει την συμμετρία (αυξάνει την συχνότητα εμφάνισης

ασύμμετρων διαταραχών), αλλά τα γενικότερα οφέλη από την νομισματική ένωση αντισταθμίζουν πλήρως το κόστος από την μείωση της συμμετρίας και το σημείο της EE-28 μετακινείται προς τα κάτω και δεξιά, κατά μήκος της ευθείας TT, μέχρι τον «τομέα ANΠ». Επομένως, σύμφωνα με την πρώτη εκδοχή, η Ευρωπαϊκή Ένωση των 28 χωρών-μελών (EE-28) μπορεί να μην είναι άριστη νομισματική περιοχή, αλλά αναμένεται να γίνει άριστη νομισματική περιοχή στο μέλλον.

**Διάγραμμα 4.8** Η άποψη του Krugman για την νομισματική ενοποίηση.



Η δεύτερη εκδοχή παρουσιάζεται με την ευθεία TT', η οποία έχει κλίση μεγαλύτερη από την κλίση της ευθείας ANΠ (κατά απόλυτη τιμή). Σε αυτήν την εκδοχή, η προοδευτική αύξηση του βαθμού εμπορικής ολοκλήρωσης ευνοεί την εξειδίκευση και περιορίζει την συμμετρία (αυξάνει την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών), τα γενικότερα οφέλη από την νομισματική ένωση δεν αντισταθμίζουν το κόστος από την μείωση της συμμετρίας και το σημείο της EE-28 μετακινείται προς τα κάτω και δεξιά, κατά μήκος της ευθείας TT', σε μεγαλύτερη απόσταση από τον «τομέα ANΠ». Επομένως, σύμφωνα με την δεύτερη εκδοχή, η Ευρωπαϊκή Ένωση των 28 χωρών-μελών (EE-28) δεν αναμένεται να γίνει άριστη νομισματική περιοχή στο μέλλον. Πρέπει να σημειωθεί ότι η προηγούμενη ανάλυση οδηγεί σε ένα περίεργο αποτέλεσμα! Αν ο βαθμός εμπορικής ολοκλήρωσης μειώνεται συνεχώς, ο βαθμός συμμετρίας θα αυξάνεται σταδιακά και το σημείο της EE-28 θα μετακινείται προς τα πάνω και αριστερά, συγκλίνοντας προοδευτικά προς τον «τομέα ANΠ»! Με άλλα λόγια, αν οι οικονομίες των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EE-28) τεθούν σε (αντίστροφη) τροχιά εμπορικής και οικονομικής απόκλισης, προκύπτει μία αισιόδοξη μακροχρόνια προοπτική της νομισματικής ενοποίησης στην Ευρώπη!

Σύμφωνα με την προηγηθείσα ανάλυση, ακόμη κι αν δεχθούμε την άποψη του Krugman, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η οικονομική ολοκλήρωση ενδέχεται να μειώσει την συμμετρία και να αυξήσει την συχνότητα εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών στο μέλλον, αλλά μπορεί τελικά να δημιουργήσει καθαρό όφελος για όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28) και να καταστήσει εφικτή την Ευρωζώνη των 28 χωρών-μελών.

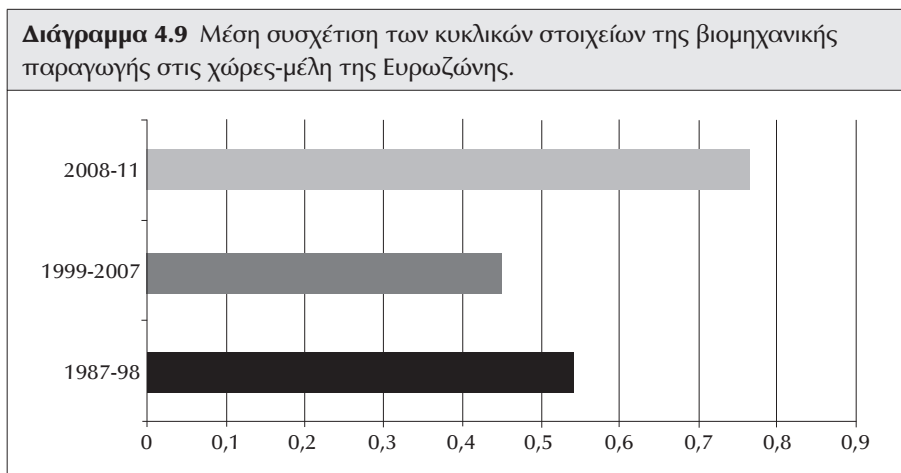
Η ανάλυση των μακροχρόνιων προοπτικών της νομισματικής ενοποίησης στην Ευρώπη οδηγεί σε ένα ακόμη σημαντικό συμπέρασμα: Η απόφαση δημιουργίας της Ευρωζώνης μπορεί να έχει επιταχύνει την διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης. Τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών που παρουσιάστηκαν στο Κεφάλαιο 2 και έδειξαν ότι η παρουσία πολλών διαφορετικών νομισμάτων ευνοεί την κατάτμηση των εθνικών αγορών, επιβεβαιώνουν το προαναφερθέν συμπέρασμα. Αν η οικονομική πραγματικότητα αποτυπώνεται ορθά στο Διάγραμμα 4.7, η απόφαση των πολιτικών ηγεσιών μίας ομάδας χωρών να δημιουργήσουν μία νομισματική ένωση, ακόμη κι αν αυτή η ομάδα χωρών δεν ικανοποιεί τα κριτήρια της άριστης νομισματικής περιοχής, μπορεί να έχει χαρακτηριστικά «αυτοπραγμάτωσης» και να επιταχύνει την διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης, διευκολύνοντας την πορεία προσέγγισης της ομάδας χωρών προς τον «τομέα ΑΝΠ». Με αυτήν την έννοια, μπορεί κανείς να ισχυρισθεί ότι η ικανοποίηση των κριτηρίων της άριστης νομισματικής περιοχής έχει ενδογενή χαρακτήρα και εξασφαλίζεται ευκολότερα σε μία ομάδα χωρών, αν οι πολιτικές ηγεσίες αυτών των χωρών αποφασίσουν την δημιουργία νομισματικής ένωσης. Με άλλα λόγια, η απόφαση και μόνον για την δημιουργία νομισματικής ένωσης αλλάζει το αποτέλεσμα της ανάλυσης κόστους και οφέλους, μειώνοντας το κόστος και αυξάνοντας τα οφέλη της νομισματικής ένωσης. Αντιθέτως, αν οι πολιτικές ηγεσίες μίας ομάδας χωρών δεν αποφασίσουν την δημιουργία νομισματικής ένωσης, το αρνητικό ισοζύγιο κόστους και οφέλους παραμένει και γίνεται αποτρεπτικό για την νομισματική ενοποίηση στο μέλλον. Ο ενδογενής χαρακτήρας της ικανοποίησης των κριτηρίων της άριστης νομισματικής περιοχής έχει αναλυθεί από τους Frankel και Rose (βλ. Frankel and Rose 1998).<sup>8</sup>

Υπάρχουν εμπειρικές ενδείξεις που επιβεβαιώνουν την ύπαρξη της προαναφερθείσας ενδογενούς δυναμικής στην Ευρωζώνη; Η ύπαρξη αυτής της ενδογενούς δυναμικής μπορεί να διερευνηθεί με τα τρία κριτήρια της άριστης νομισματικής περιοχής. Αν η Ευρωζώνη αυξάνει τον βαθμό εμπορικής ολοκλήρωσης, τον βαθμό συμμετρίας και τον βαθμό ευελιξίας των αγορών εργασίας, η ικανοποίηση των τριών κριτηρίων διευκολύνεται από την νομισματική ενοποίηση και η ύπαρξη της ενδογενούς δυναμικής επιβεβαιώνεται.

8 Βλ. De Grauwe and Mongelli (2005).

Η επισκόπηση της αρθρογραφίας και της βιβλιογραφίας για τις επιδράσεις από την κυκλοφορία του ευρώ στην διαδικασία εμπορικής ολοκλήρωσης που παρουσιάστηκε στο Κεφάλαιο 3, οδήγησε στην διαπίστωση ότι το κοινό νόμισμα αύξησε από 5% έως 20% το εμπόριο μεταξύ των χωρών-μελών της Ευρωζώνης. Επομένως, η νομισματική ενοποίηση διευκολύνει την ικανοποίηση του κριτηρίου της εμπορικής ολοκλήρωσης και μετακινεί την ομάδα των χωρών-μελών της Ευρωζώνης προς τον «τομέα ΑΝΠ» ή βαθύτερα σε αυτόν.

Η διευκόλυνση της ικανοποίησης του κριτηρίου της συμμετρίας από την νομισματική ενοποίηση μπορεί να διερευνηθεί με την μέση συσχέτιση των κυκλικών στοιχείων της βιομηχανικής παραγωγής στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, σε διάφορες χρονικές περιόδους (βλ. Διάγραμμα 4.9). Τα κυκλικά στοιχεία της βιομηχανικής παραγωγής είναι τα μέρη (οι συνιστώσες) της βιομηχανικής παραγωγής που συνδέονται με τις φάσεις των οικονομικών κύκλων.<sup>9</sup>



Πηγή: OECD Dataset - production and sales.

Παρατηρώντας τα δεδομένα στο Διάγραμμα 4.9, διαπιστώνουμε ότι η μέση συσχέτιση των κυκλικών στοιχείων της βιομηχανικής παραγωγής μετά την δημι-

9 Ο υπολογισμός της μέσης συσχέτισης των κυκλικών στοιχείων της βιομηχανικής παραγωγής γίνεται σε τρία βήματα. Στο πρώτο βήμα, το κυκλικό στοιχείο της βιομηχανικής παραγωγής απομονώνεται από τα δεδομένα της διαθέσιμης χρονολογικής σειράς για την βιομηχανική παραγωγή κάθε χώρας-μέλους, με την χρήση ενός «φίλτρου» (HP-filter). Στο δεύτερο βήμα, τα κυκλικά στοιχεία της βιομηχανικής παραγωγής των επιμέρους χωρών-μελών χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό διμερών συντελεστών συσχέτισης (ένας συντελεστής συσχέτισης για κάθε ζεύγος χωρών-μελών). Στο τρίτο βήμα, ο υπολογισμός του μέσου όρου αυτών των διμερών συντελεστών συσχέτισης διαμορφώνει την μέση συσχέτιση των κυκλικών στοιχείων της βιομηχανικής παραγωγής στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης.

ουργία της Ευρωζώνης και πριν την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης (περίοδος 1999-2007) είναι ελαφρώς μικρότερη από την μέση συσχέτιση των κυκλικών στοιχείων της βιομηχανικής παραγωγής πριν την δημιουργία της Ευρωζώνης (περίοδος 1987-1998). Όμως, μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης (περίοδος 2008-2011), η μέση συσχέτιση των κυκλικών στοιχείων της βιομηχανικής παραγωγής είναι αρκετά μεγαλύτερη. Αυτή η παρατήρηση μπορεί να δημιουργήσει την εντύπωση ότι οι κυκλικές διακυμάνσεις του συνολικού προϊόντος στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης παρουσιάζουν σημαντική σύγκλιση, μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης. Ωστόσο, αυτή η εντύπωση μάλλον είναι εσφαλμένη. Η παρατηρούμενη σημαντική αύξηση της μέσης συσχέτισης των κυκλικών στοιχείων της βιομηχανικής παραγωγής πιθανότατα οφείλεται στην απότομη πτώση του συνολικού προϊόντος σε όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης λόγω της οικονομικής ύφεσης που εμφανίστηκε το 2009 και μπορεί να είναι ένα προσωρινό φαινόμενο. Επομένως, η νομισματική ενοποίηση δεν είναι βέβαιο ότι διευκολύνει την ικανοποίηση του κριτηρίου της συμμετρίας.

Επίσης, σύμφωνα με πολλές εμπειρικές ενδείξεις, η ευελιξία των αγορών εργασίας στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης έχει αυξηθεί σημαντικά. Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990, εκτεταμένες μεταρρυθμίσεις των αγορών εργασίας ξεκίνησαν σε όλες σχεδόν τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που αργότερα εντάχθηκαν στην Ευρωζώνη, με τις αξιοσημείωτες εξαιρέσεις της Γαλλίας, της Ιταλίας και της Πορτογαλίας. Στις περισσότερες χώρες-μέλη, οι κυβερνήσεις και τα κοινοβούλια αναθεώρησαν τις νομοθεσίες για την προστασία της απασχόλησης (περιορίζοντας το κόστος -τις αποζημιώσεις- της απόλυσης εργαζομένων, το οποίο ήταν υψηλό και εμποδίζει την ανανέωση του προσωπικού των επιχειρήσεων, με την πρόσληψη νέων εργαζομένων), επέβαλαν αυστηρότερα κριτήρια στην χορήγηση των επιδομάτων ανεργίας και περιορίσαν την ακαμψία των ωραρίων εργασίας (βλ. European Commission 2008, σελ. 77-80). Αυτές οι μεταρρυθμίσεις ξεκίνησαν πριν από την δημιουργία της Ευρωζώνης (1999) και προχώρησαν αργότερα με διαφορετικούς ρυθμούς στις επιμέρους χώρες-μέλη. Οι μεταρρυθμίσεις των αγορών εργασίας ήταν ιδιαίτερα εκτεταμένες σε ορισμένες χώρες-μέλη (για παράδειγμα, στην Γερμανία) και είχαν πολύ περιορισμένη έκταση σε άλλες χώρες-μέλη (για παράδειγμα, στην Γαλλία, την Ιταλία και την Πορτογαλία).

Καταλήγουμε στην γενική διαπίστωση ότι οι διαθέσιμες εμπειρικές ενδείξεις επιβεβαιώνουν κατά ένα μέρος την ύπαρξη ενδογενούς δυναμικής στην ικανοποίηση των κριτηρίων της άριστης νομισματικής περιοχής, στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση. Η Ευρωζώνη φαίνεται ότι διευκολύνει την ικανοποίηση του κριτηρίου της εμπορικής ολοκλήρωσης και του κριτηρίου της ευελιξίας των αγορών εργασίας. Όμως, η διευκόλυνση της ικανοποίησης του κριτηρίου της

συμμετρίας παραμένει ασαφής, ιδιαίτερα μετά την διεύρυνση των αποκλίσεων μεταξύ των χωρών-μελών της Ευρωζώνης, λόγω της κρίσης κυβερνητικού χρέους που ξέσπασε το 2010.

#### 4.6 Η πρόκληση της επέκτασης της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης

Αφού η Ευρωζώνη των 18 χωρών-μελών είναι πραγματικότητα, μπορεί κανείς να ισχυρισθεί ότι το ζήτημα της επιλογής του άριστου μεγέθους και των κατάλληλων χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης παρουσιάζει μόνον ακαδημαϊκό ενδιαφέρον.<sup>10</sup> Ωστόσο, αυτός ο ισχυρισμός δεν είναι εντελώς σωστός. Η σύγκριση του κόστους με τα οφέλη από την συμμετοχή στην Ευρωζώνη, για κάθε μία από τις 18 χώρες-μέλη της, έχει ιδιαίτερη σημασία. Αν το κόστος υπερβαίνει τα οφέλη, η νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αρκετά συχνά δεν θα ικανοποιεί τις οικονομικές αρχές ορισμένων χωρών-μελών. Πιο συγκεκριμένα, όταν εμφανίζονται ισχυρές ασύμμετρες διαταραχές, η λειτουργία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας θα παραλύει. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι οικονομικές αρχές αρκετών χωρών-μελών θα εκδηλώνουν την έντονη δυσανεξία τους, επειδή θα αντιλαμβάνονται ότι η κοινή νομισματική πολιτική δεν συνεκτιμά (και δεν μπορεί να συνεκτιμήσει) τις ιδιαίτερες οικονομικές συνθήκες των χωρών τους. Επίσης, όπως διαπιστώθηκε μετά το 2008, οι ισχυρές ασύμμετρες διαταραχές μπορούν να «πυροδοτήσουν» σοβαρές κρίσεις κυβερνητικού χρέους σε κάποιες χώρες-μέλη της ημιτελούς Ευρωζώνης και να στοιχειοθετήσουν το αίτημα της εξόδου από αυτήν.

Το προαναφερθέν πρόβλημα δεν πρόκειται να περιορισθεί στο μέλλον. Αντιθέτως, η πιθανή μελλοντική επέκταση της Ευρωζώνης μπορεί να αυξήσει την ένταση αυτού του προβλήματος. Στην συνέχεια, θα εξετάσουμε την πρόκληση της επέκτασης της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, τόσο από την πλευρά των 18 χωρών-μελών της, όσο και από την πλευρά των χωρών που ενδέχεται να ενταχθούν σε αυτήν, στο μέλλον.

Η Ευρωζώνη των 18 χωρών-μελών μπορεί να αποκτήσει έως 10 νέα μέλη στο μέλλον. Οι χώρες της Κεντρικής Ευρώπης που έγιναν μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης μετά το 2004, αναμένεται να ενταχθούν στην Ευρωζώνη το συντομότερο δυνατόν, αμέσως μετά την ικανοποίηση των κριτηρίων σύγκλισης.<sup>11</sup> Η Σουηδία

10 Την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2011, η Εσθονία έγινε η 17<sup>η</sup> χώρα-μέλος της Ευρωζώνης. Επίσης, την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2014, η Λετονία έγινε η 18<sup>η</sup> χώρα-μέλος της Ευρωζώνης.

11 Αυτά τα κριτήρια θα εξετασθούν στο Κεφάλαιο 7.