

Κεφάλαιο 11

Το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα

11.1 Σύνοψη

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

11.2 Κανόνας του Χρυσού (Gold Standard)

Ο κανόνας του χρυσού ήταν σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και υιοθετήθηκε το 1880, με εξαίρεση την Αγγλία που τον είχε καθιερώσει από το 1819. Οι ΗΠΑ τον επανέφεραν το 1919 μετά τη λήξη του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου, ενώ από το 1925 και μετά ακολούθησαν η Αγγλία και άλλες 50 περίπου χώρες. Όμως, η επιστροφή στον κανόνα χρυσού δεν είχε μεγάλη διάρκεια, καθώς η μεγάλη οικονομική κρίση του 1929 οδήγησε στην κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος σε πολλές χώρες και κλόνισε την αξιοπιστία των Κεντρικών Τραπεζών σχετικά με τη δυνατότητα

μετατροπής του νομίσματος τους σε χρυσό. Ιδιαίτερα για την Αγγλία, το πρόβλημα ήταν μεγάλο, καθώς αποτελούσε το κέντρο διακανονισμού των διεθνών πληρωμών, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας διατηρούσε τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα κυρίως σε χρυσό. Λόγω της έλλειψης αξιοπιστίας, πολλές Κεντρικές Τράπεζες ζητούσαν τη μετατροπή των στερλινών (£) που είχαν σε χρυσό. Η αυξημένη ζήτηση σε χρυσό μείωσε σταδιακά τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Τράπεζας της Αγγλίας, με αποτέλεσμα να αναστείλει τη μετατρεψιμότητα της £ σε χρυσό το Σεπτέμβριο του 1931. Ακολούθησαν οι ΗΠΑ που κατήργησαν τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό το 1933, με αποτέλεσμα να καταρρεύσει το καθεστώς του κανόνα του χρυσού.

Η λειτουργία του συστήματος του κανόνα του χρυσού βασιζόταν στις ακόλουθες τρεις αρχές:

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

Καθώς κάθε χώρα καθόριζε την επίσημη ισοτιμία μεταξύ του νομίσματος της και του χρυσού, έμμεσα καθόριζε και την ισοτιμία του νομίσματος της με τα άλλα νομίσματα. Αν η συναλλαγματική ισοτιμία βρισκόταν μεταξύ των «χρυσών σημείων» (δηλαδή μεταξύ του σημείου εισαγωγής και του σημείου εξαγωγής χρυσού, τα οποία συμπεριελάμβαναν και το κόστος αποστολής του χρυσού), τότε δεν συνέφερε η διακίνηση χρυσού και η ισοτιμία παρέμενε μέσα στα στενά όρια διακύμανσης. Αν η συναλλαγματική ισοτιμία βρισκόταν εκτός των «χρυσών σημείων», τότε υπήρχε η δυνατότητα πραγματοποίησης κέρδους μέσω της διαδικασίας του αρμπιτράζ, με αποτέλεσμα να εξαλειφθεί η διαφορά από το αντίστοιχο «χρυσό σημείο». Άρα, οι ισοτιμίες παρέμεναν ουσιαστικά σταθερές. Επίσης, λόγω της υποχρέωσης μετατρεψιμότητας του νομίσματος σε χρυσό, η προσφορά χρήματος κάθε χώρας προσαρμοζόταν στα αποθέματα χρυσού που είχε. Οπότε, ήταν περιορισμένη η δυνατότητα της Κεντρικής Τράπεζας για νομισματική επέκταση και δεν υπήρχε κίνδυνος για πληθωριστικές πιέσεις.

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

11.3 Σύστημα Bretton-Woods

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

- Στον καθορισμό της εξωτερικής αξίας κάθε νομίσματος με βάση τον χρυσό ή ενός νομίσματος συνδεδεμένου με τον χρυσό.
- Στη διατήρηση, βραχυχρόνια, της συναλλαγματικής ισοτιμίας εντός του εύρους διακύμανσης $\pm 1\%$ από την επίσημη ισοτιμία.
- Στην αναπροσαρμογή, μακροχρόνια, της επίσημης ισοτιμίας, λόγω θεμελιώδους ανισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών.
- Στην αντιμετώπιση μιας προσωρινής ανισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών.
- Στην ελεύθερη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων για τρέχουσες συναλλαγές,

μετά από μια μεταβατική περίοδο τριών ετών, και στην επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων για την αποτροπή κερδοσκοπικών τάσεων.

- Στο ρόλο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (International Monetary Fund - IMF) που θα επόπτευε και θα συντόνιζε το σύστημα.

Στα πλαίσια τη συμφωνίας του Bretton-Woods, κάθε χώρα έπρεπε να καθορίσει μια επίσημη ισοτιμία μεταξύ του νομίσματος της και του χρυσού ή του \$. Στην πράξη, όλες οι χώρες καθόρισαν την ισοτιμία του νομίσματος τους με το \$, ενώ οι ΗΠΑ καθόρισαν την ισοτιμία του \$ με τον χρυσό στο επίπεδο των 35\$ ανά ουγγιά χρυσού.¹ Στην επίσημη αυτή ισοτιμία, η Fed είχε την υποχρέωση να προβαίνει σε αγοραπωλησίες με τις Κεντρικές Τράπεζες των άλλων χωρών για οποιαδήποτε ποσότητα χρυσού. Ουσιαστικά, οι ΗΠΑ είχαν αναλάβει τη διασφάλιση της σταθερότητας της τιμής του χρυσού, καθώς αν η τιμή του χρυσού ανέβαινε στη διεθνή αγορά, οποιαδήποτε Κεντρική Τράπεζα θα μπορούσε να κερδοσκοπήσει αγοράζοντας χρυσό από τη Fed και πουλώντας τον στην ελεύθερη αγορά. Θα έπρεπε λοιπόν η Fed να διαθέτει μεγάλα αποθέματα χρυσού για να παρεμβαίνει στην ελεύθερη αγορά και να πουλάει χρυσό, αν η τιμή του ανέβαινε. Κάθε άλλη χώρα-μέλος του συστήματος έπρεπε να διατηρεί σταθερή τη συναλλαγματική της ισοτιμία με το \$ και να μην επιτρέπει διακύμανση μεγαλύτερη από $\pm 1\%$. Αν η διακύμανση ξεπερνούσε το $\pm 1\%$, τότε έπρεπε να παρέμβει η Κεντρική Τράπεζα της χώρας στην αγορά συναλλάγματος για να την επαναφέρει μέσα στα όρια. Αν μια χώρα δεν μπορούσε να κρατήσει την ισοτιμία της εντός των ορίων διακύμανσης, λόγω προσωρινής ανισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών, μπορούσε να της χορηγηθεί βραχυπρόθεσμο ή μεσοπρόθεσμο δάνειο από το IMF για την κάλυψη του ελλείμματος, αλλά με την υποχρέωση λήψης συγκεκριμένων μέτρων.² Αν η ανισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών ήταν θεμελιώδης, τότε μπορούσε να αναπροσαρμοστεί η ισοτιμία μετά από έγκριση του IMF.

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

1. *Προσαρμογή:* Η προσαρμογή ήταν ατελής για τρεις λόγους: (α) Τα αναγκαία οικονομικά μέτρα για την εξάλειψη ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών λαμβάνονταν με καθυστέρηση, ενώ και η διάκριση μεταξύ προσωρινής

και θεμελιώδους ανισορροπίας σε αυτό ήταν στην πράξη αρκετά δύσκολη. Πολλές χώρες ανέβαλλαν την αναπροσαρμογή της ισοτιμίας όταν υπήρχε μονιμότερη ανισορροπία (κυρίως για πολιτικούς και οικονομικούς λόγους), θεωρώντας την προσωρινή. Όμως για τις ελλειμματικές χώρες, η αναβολή μιας υποτίμησης δημιουργούσε προσδοκίες για μελλοντική υποτίμηση, με αποτέλεσμα κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων που οδηγούσαν τελικά στην υποτίμηση. Από την άλλη πλευρά, οι πλεονασματικές χώρες ήταν απρόθυμες να ανατιμήσουν τα νομίσματα τους, καθώς θα έχαναν σε ανταγωνιστικότητα. (β) Υπήρχε ασυμμετρία μεταξύ ελλειμματικών και πλεονασματικών χωρών, καθώς το κόστος προσαρμογής του ισοζυγίου πληρωμών το αντιμετώπιζαν μόνο οι ελλειμματικές χώρες, οι οποίες έπρεπε να εφαρμόσουν είτε περιοριστική οικονομική πολιτική, ή να υποτιμήσουν το νόμισμα τους. (γ) Υπήρχε ασυμμετρία μεταξύ της κεντρικής χώρας του συστήματος (ΗΠΑ) και των υπόλοιπων χωρών. Καθώς το \$ ήταν αποθεματικό νόμισμα, οι ΗΠΑ δεν ήταν υποχρεωμένες να παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος και άρα να προσαρμόζουν την οικονομική τους πολιτική στις ανάγκες του εξωτερικού τομέα της οικονομίας. Καθώς τα συναλλαγματικά αποθέματα των άλλων χωρών ήταν κυρίως σε \$, οι ΗΠΑ μπορούσαν να πραγματοποιούν ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών τους, αυξάνοντας έτσι τις υποχρεώσεις τους προς τον υπόλοιπο κόσμο. Τα ελλείμματα αυτά θα ήταν πρόβλημα μόνο αν η συσσώρευση \$ από τις άλλες χώρες έθετε σε κίνδυνο τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό, την οποία η Fed ήταν υποχρεωμένη να πραγματοποιεί σε μια σταθερή ισοτιμία.

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

όμως, το έλλειμμα αυτό των ΗΠΑ αυξήθηκε σημαντικά (περίπου 3 δισ. \$ ετησίως), με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί πρόβλημα εμπιστοσύνης σχετικά με τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό.

3. *Εμπιστοσύνη:* Το πρόβλημα εμπιστοσύνης που αναφέρθηκε παραπάνω, δημιούργησε ανησυχία στις Κεντρικές Τράπεζες των άλλων χωρών σχετικά με το αν μπορούν οι ΗΠΑ να διατηρήσουν την ισοτιμία των 35\$ ανά ουγγιά χρυσού. Οπότε, υπήρξε το εξής δίλημμα: Αν οι ΗΠΑ συνέχιζαν να διατηρούν μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών τους θα προέκυπτε κρίση εμπιστοσύνης, με αποτέλεσμα οι Κεντρικές Τράπεζες των άλλων χωρών να προσπαθήσουν να μετατρέψουν τα \$ τους σε χρυσό, και συνεπώς τα αποθέματα χρυσού των ΗΠΑ να εξαντληθούν. Αν, από την άλλη, οι ΗΠΑ εξάλειφαν το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών τους, η παγκόσμια οικονομία θα έχανε μια βασική πηγή ρευστότητας με αρνητικές επιπτώσεις στο διεθνές εμπόριο και την οικονομική δραστηριότητα.

Μια λύση ήταν η αύξηση της αξίας των υφιστάμενων αποθεμάτων χρυσού, δηλαδή η υποτίμηση του \$ έναντι του χρυσού. Όμως, αυτό θα δημιουργούσε πληθωριστικές πιέσεις, ενώ θα ευνοούσε τις χώρες που είχαν μεγάλα αποθέματα χρυσού. Επίσης, θα δημιουργούσε προσδοκίες στις Κεντρικές Τράπεζες ότι θα μειωθεί και άλλο στο μέλλον η αξία σε χρυσό των συναλλαγματικών τους διαθεσίμων σε \$, με αποτέλεσμα την επιδείνωση του προβλήματος εμπιστοσύνης. Μια δεύτερη λύση ήταν η δημιουργία ενός νέου περιουσιακού στοιχείου ως αποθεματικό μέσο. Τον Σεπτέμβριο του 1967 οι χώρες-μέλη του IMF δημιούργησαν το «Ειδικό Τραβηχτικό Δικαίωμα» ('Special Drawing Right' - SDR). Τα SDRs είναι λογιστικές εγγραφές στα βιβλία του IMF που επιτρέπουν στις χώρες-μέλη του να διευθετούν τα ελλείμματα στα ισοζύγια πληρωμών τους, και κατανέμονται σε κάθε χώρα ανάλογα με το μερίδιο της στο IMF. Η αρχική ισοτιμία του SDR καθορίστηκε στα 35 SDRs ανά ουγγιά χρυσού, δηλαδή η αξία του ήταν ίση με 1\$. Μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton-Woods άλλαξε ο τρόπος υπολογισμού της αξίας του SDR, η οποία από το 1974 και μετά προσδιοριζόταν με βάση ένα «καλάθι» 16 νομισμάτων, με συντελεστή στάθμισης τη συμμετοχή κάθε χώρας στο διεθνές εμπόριο. Από τον Ιανουάριο του 1981, το «καλάθι» αυτό περιορίστηκε σε 5 νομίσματα, ενώ στον Πίνακα 11.1 εμφανίζονται οι σταθμίσεις των διαφόρων νομισμάτων στο SDR καθώς και η ισοτιμία μεταξύ SDR

και \$ που ισχύουν από την 1/1/2011.

Πίνακας 11.1: Σταθμίσεις Νομισμάτων (%) στο SDR την 1/1/2011	
Νόμισμα	Στάθμιση
\$	41,9
€	37,4
£	11,3
¥	9,4
1SDR = 1,54003\$	
Πηγή: IMF, http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdrbasket.htm	

Την περίοδο 1946-1965 το σύστημα του Bretton-Woods παρουσίασε σταθερότητα κυρίως λόγω της αντιπληθωριστικής πολιτικής των ΗΠΑ. Από το 1965 και μετά όμως, οι ΗΠΑ ακολούθησαν επεκτατική νομισματική πολιτική για να χρηματοδοτήσουν τον πόλεμο του Βιετνάμ και τις αυξημένες δαπάνες των κοινωνικών προγραμμάτων. Ως αποτέλεσμα, αυξήθηκε το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών των ΗΠΑ, αλλά και ο πληθωρισμός, με αποτέλεσμα τον κλονισμό της εμπιστοσύνης των άλλων Κεντρικών Τραπεζών ως προς την ικανότητα της Fed να μετατρέπει τα \$ σε χρυσό αλλά και την απροθυμία τους να διακρατούν το \$ ως αποθεματικό μέσο. Τα παραπάνω δημιούργησαν προσδοκίες για υποτίμηση του \$ και οδήγησαν σε πώληση χρυσού αξίας περίπου 3 δισ. \$ μεταξύ Δεκεμβρίου του 1967 και Μαρτίου του 1968, προκειμένου να συγκρατηθεί η ισοτιμία του \$. Η μείωση των αποθεμάτων χρυσού οδήγησε τελικά στην εγκαθίδρυση ενός συστήματος διπλής τιμής για το χρυσό: μια επίσημη τιμή για συναλλαγές μεταξύ Κεντρικών Τραπεζών και μιας αγοραίας τιμής βάσει της ιδιωτικής προσφοράς και ζήτησης. Τελικά, η μείωση της εμπιστοσύνης προς το \$ και η μεγάλη μείωση των αποθεμάτων χρυσού της Fed σε σχέση με τις εξωτερικές της υποχρεώσεις, ανάγκασαν τις ΗΠΑ να αναστείλουν τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό στις 15 Αυγούστου 1971, σηματοδοτώντας έτσι το τέλος του συστήματος του Bretton-Woods.³

Τον Δεκέμβριο του 1971 συμφωνήθηκε ένα σύστημα σταθερών ισοτιμιών χωρίς τη μετατρεψιμότητα του \$ σε χρυσό (Smithsonian Agreement). Στα πλαίσια της συμφωνίας αυτής (α) ανατιμήθηκαν τα περισσότερα νομίσματα έναντι του \$, (β) διευρύνθηκαν τα όρια διακύμανσης των ισοτιμιών έναντι του \$ σε $\pm 2,25\%$, και (γ) υποτιμήθηκε το \$ έναντι του χρυσού (η ουγγιά χρυσού έφτασε τα 38\$). Το

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

11.4 Σύστημα Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

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

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

1. Εξασφάλιση της ισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών μέσω μεταβολών στη συναλλαγματική ισοτιμία, χωρίς την ανάγκη κρατικής παρέμβασης. Αν, για παράδειγμα, αυξηθούν οι εγχώριες τιμές σχέση με τις ξένες, θα μειωθεί η ανταγωνιστικότητα της εγχώριας οικονομίας και θα επιδεινωθεί το ισοζύγιο

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

2. Μεγαλύτερος βαθμός αυτονομίας της νομισματικής πολιτικής. Σε σταθερές ισοτιμίες η νομισματική πολιτική δεν είναι ανεξάρτητη, καθώς οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών οδηγούν σε παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος για να διατηρήσει σταθερή την ισοτιμία, με αποτέλεσμα τις μεταβολές των συναλλαγματικών διαθεσίμων και άρα και της προσφοράς χρήματος. Σε κυμαινόμενες όμως ισοτιμίες η νομισματική πολιτική είναι σχετικά ανεξάρτητη, καθώς ένα πρόβλημα ανεργίας μπορεί να αντιμετωπιστεί με επεκτατική νομισματική πολιτική, η οποία θα οδηγήσει σε υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος λόγω πτώσης του εγχώριου επιτοκίου και εκροής κεφαλαίων, αύξηση της ζήτησης των εγχώριων αγαθών και τελικά, μείωση της ανεργίας.⁴
3. Απομόνωση μιας χώρας από τις εξωτερικές διαταραχές. Σε κυμαινόμενες ισοτιμίες, μια αύξηση της εξωτερικής ζήτησης για τα εγχώρια προϊόντα, θα αυξήσει το εισόδημα και με δεδομένη την προσφορά χρήματος, θα πρέπει να αυξηθεί το εγχώριο επιτόκιο για να διατηρηθεί η ισορροπία στην αγορά χρήματος. Οπότε, θα υπάρξει εισροή κεφαλαίων και ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, με αποτέλεσμα τη μείωση της συνολικής ζήτησης. Αντίθετα, σε σταθερές ισοτιμίες, μια αύξηση της εξωτερικής ζήτησης θα μεταβιβαστεί στην εσωτερική οικονομία μέσω του ισοζυγίου πληρωμών, το οποίο επηρεάζει την προσφορά χρήματος.

Από την άλλη πλευρά, ένα σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών έχει τα ακόλουθα μειονεκτήματα:

1. Έλλειψη πειθαρχίας στην ασκούμενη οικονομική πολιτική. Σε σταθερές ισοτιμίες, μια χώρα με υψηλό πληθωρισμό δεν μπορεί να διατηρεί έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών για μεγάλο χρονικό διάστημα καθώς θα εξαντληθούν

τα συναλλαγματικά της αποθέματα, οπότε θα αναγκαστεί να ασκήσει αντιπληθωριστική πολιτική για να αποκαταστήσει την ισορροπία σε αυτό. Τέτοιου είδους πειθαρχία δεν υπάρχει σε κυμαινόμενες ισοτιμίες, με αποτέλεσμα να θεωρείται ότι το συγκεκριμένο σύστημα έχει πληθωριστική προδιάθεση.

2. Αποσταθεροποιητική κερδοσκοπία. Σε κυμαινόμενες ισοτιμίες, οι κερδοσκόποι προβαίνουν ελεύθερα σε αγοραπωλησίες συναλλάγματος, βασιζόμενοι στις προσδοκίες τους για τις μεταβολές της ισοτιμίας, με αποτέλεσμα τις εντονότερες διακυμάνσεις και την αστάθεια της ισοτιμίας.
3. Αβεβαιότητα από τις συνεχείς μεταβολές της ισοτιμίας, η οποία μπορεί να έχει αρνητικές επιπτώσεις στο διεθνές εμπόριο και την κίνηση κεφαλαίων.

11.5 Άριστη Νομισματική Περιοχή (Optimum Currency Area)

Η άριστη νομισματική περιοχή αναφέρεται σε μια ομάδα χωρών που συνδέουν τα νομίσματα τους με αμετάκλητα σταθερές ισοτιμίες, ενώ αυτά διακυμαίνονται ελεύθερα έναντι των νομισμάτων των άλλων χωρών. Η θεωρία της άριστης νομισματικής περιοχής θεμελιώνεται στις εργασίες των Kenen (1969), McKinnon (1963) και Mundell (1961). Η θεωρία αυτή βρήκε εφαρμογή στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα και κυρίως στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Τα οφέλη από τη δημιουργία μιας άριστης νομισματικής περιοχής είναι:

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

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

Γενικά, ο σχηματισμός μια άριστης νομισματικής περιοχής εξαρτάται βασικά από τους ακόλουθους παράγοντες:

1. Βαθμός κινητικότητας των παραγωγικών συντελεστών μεταξύ των χωρών-μελών μιας άριστης νομισματικής περιοχής. Με βάση τον Mundell, ο υψηλός βαθμός κινητικότητας των παραγωγικών συντελεστών και κυρίως της εργασίας, αποτελεί τη βάση για τη δημιουργία μιας άριστης νομισματικής περιοχής.
2. Βαθμός ανοίγματος μιας οικονομίας στο διεθνές εμπόριο ($\frac{Imports+Exports}{GDP}$). Με βάση τον McKinnon, μια μικρή ανοικτή οικονομία με μεγάλο βαθμό ανοίγματος στο διεθνές εμπόριο δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει αποτελεσματικά την ισοτιμία για να διορθώσει τις ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών. Μια μεταβολή στην ισοτιμία εκδηλώνεται αμέσως στις εγχώριες τιμές, με αποτέλεσμα να εξανεμίζονται πολύ γρήγορα τα όποια θετικά αποτελέσματα από τη μεταβολή των σχετικών τιμών μεταξύ ξένων και εγχώριων αγαθών. Καθώς λοιπόν, η συγκεκριμένη οικονομία δεν μπορεί να επηρεάσει τις διεθνείς τιμές και άρα και τις σχετικές τιμές μέσω μεταβολών στην ισοτιμία, είναι προτιμότερο να έχει το νόμισμα της μια σταθερή ισοτιμία με τα νομίσματα των κυριότερων εμπορικών της εταίρων.⁵
3. Βαθμός διαφοροποίησης της παραγωγής. Αν μειωθεί η εξωτερική ζήτηση για το προϊόν μιας χώρας με μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης της παραγωγής της, θα επηρεάσει σε μικρό βαθμό τις εξαγωγές της και άρα και το ισοζύγιο πληρωμών της. και συνεπώς, δεν χρειάζεται μεταβολή της ισοτιμίας. Οπότε, μια τέτοια χώρα ικανοποιεί τις προϋποθέσεις για συμμετοχή σε μια άριστη νομισματική περιοχή.

11.6 Σχέδιο Werner - Νομισματικό Φίδι ('Snake in the Tunnel')

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

- Κατάργηση των ορίων διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- Αμετάκλητο καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- Πλήρη απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων.
- Συντονισμό των οικονομικών πολιτικών.
- Μεταβίβαση της άσκησης νομισματικής πολιτικής σε υπερεθνικό επίπεδο.

Ως προς τη δημοσιονομική πολιτική, προτεινόταν η ανάγκη για συμφωνία σχετικά με τα όρια που θα κινούνταν τα βασικά δημοσιονομικά μεγέθη και το πως θα χρηματοδοτούνταν τα ελλείμματα. Επιπλέον, το σχέδιο Werner πρότεινε τη δημιουργία ενός συστήματος Κεντρικών Τραπεζών της ΕΕ που θα ασκούσε τη νομισματική πολιτική και θα παρενέβαινε στην αγορά συναλλάγματος, και ενός Ευρωπαϊκού ταμείου νομισματικής συνεργασίας για τη χορήγηση βραχυπρόθεσμων πιστώσεων για τις χώρες-μέλη με προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών. Τον Μάρτιο του 1971 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υιοθέτησε το πρώτο στάδιο του σχεδίου Werner σχετικά το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών και τον περιορισμό των ορίων διακύμανσης των ισοτιμιών. Όμως, η κρίση στο διεθνές νομισματικό σύστημα στις αρχές της δεκαετίας του 1970 δεν επέτρεψε την επίτευξη των στόχων, με αποτέλεσμα η μετάβαση στο δεύτερο στάδιο στις αρχές του 1974 να μη γίνει ποτέ.

Η αποτυχία του σχεδίου Werner, σε συνδυασμό με την άποψη ότι τα όρια διακύμανσης των ισοτιμιών που τέθηκαν από τη Smithsonian Agreement ήταν μεγάλα

για τη λειτουργία της Κοινής Αγοράς και της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής, οδήγησαν τις χώρες-μέλη της ΕΕ στη δημιουργία ενός νέου συστήματος τον Απρίλη του 1972, το οποίο έγινε γνωστό ως «φίδι μέσα στο τούνελ». Έτσι λοιπόν, οι χώρες-μέλη της ΕΕ συμφώνησαν να περιορίσουν τα όρια διακύμανσης μεταξύ των νομισμάτων τους στο $\pm 1,125\%$, αλλά να διατηρήσουν τα όρια διακύμανσης σε σχέση με το \$ στο $\pm 2,25\%$ που προέβλεπε η Smithsonian Agreement. Λόγω της διεθνούς νομισματικής αναταραχής και της κατάρρευσης της Smithsonian Agreement, το «φίδι» δεν μεγάλη χρονική διάρκεια. Αποφασίστηκε λοιπόν, τα νομίσματα του «φιδιού» να διακυμαίνονται ελεύθερα σε σχέση με το \$, αλλά μεταξύ τους να ισχύουν τα προκαθορισμένα όρια διακύμανσης. Τελικά, το «φίδι» περιορίστηκε σε πέντε χώρες της ΕΕ (Βέλγιο, Δανία, Δυτική Γερμανία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία), ενώ σταδιακά μετεξελίχθηκε σε ζώνη του γερμανικού μάρκου με τη συμμετοχή χωρών και εκτός ΕΕ (Αυστρία, Νορβηγία, Σουηδία).

11.7 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (European Monetary System - EMS)

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

1. *Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (European Currency Unit – ECU)*: Το ECU ήταν μια σύνθετη λογιστική μονάδα των νομισμάτων των χωρών-μελών της ΕΕ. Η στάθμιση κάθε νομίσματος στο ECU προσδιοριζόταν από τη συμμετοχή της αντίστοιχης χώρας στο ΑΕΠ της ΕΕ και στο διακοινοτικό εμπόριο. Οι σταθμίσεις αναθεωρούνταν κάθε 5 χρόνια, ή μετά από αίτηση μιας χώρας-μέλους όταν η βαρύτητα το νομίσματος της στο ECU είχε μεταβληθεί πάνω από 25%.⁶ Οι συντελεστές στάθμισης υπολογίζονταν από τη σχέση $w_j = q_j/S_j$, όπου w_j ήταν ο συντελεστής στάθμισης του νομίσματος j στο ECU, q_j ο αριθμός των μονάδων του νομίσματος j στο ECU, και S_j η τιμή του ECU στο νόμισμα j . Η τελευταία δινόταν από τη σχέση $S_j = \sum_{i=1}^n q_i S_{ij}$, όπου S_{ij} είναι

η τιμή του νομίσματος i σε όρους του νομίσματος j . Αν τα q_i είναι σταθερά, οι μεταβολές στις διμερείς ισοτιμίες μεταβάλλουν την αξία του ECU και άρα και τις τιμές των συντελεστών στάθμισης.

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

2. *Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (Exchange Rate Mechanism – ERM)*: Η κεντρική ισοτιμία κάθε νομίσματος ως προς το ECU μπορούσε να μεταβληθεί μόνο με συμφωνία όλων των χωρών του ERM, ενώ οι διμερείς ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων του συστήματος είχαν όρια διακύμανσης $\pm 2,25\%$, με εξαίρεση τη βρετανική £, την ιταλική λιρέτα (μέχρι τον Ιανουάριο του 1990), την ισπανική πεσέτα και το πορτογαλικό εσκούδο που είχαν όρια διακύμανσης $\pm 6\%$. Η δραχμή ενώ συμμετείχε στο ECU από το Σεπτέμβριο του 1984, δεν είχε ενταχθεί στον ERM. Αν η ισοτιμία ενός νομίσματος προσέγγιζε τα όρια διακύμανσης έναντι κάποιου άλλου νομίσματος, οι αντίστοιχες Κεντρικές Τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να παρέμβουν στην αγορά συναλλάγματος για να συγκρατήσουν την ισοτιμία εντός των ορίων διακύμανσης («λειτουργική συμμετρία»). Η παρέμβαση αυτή συνοδευόταν από τη χορήγηση απεριόριστων βραχυπρόθεσμων πιστώσεων από τη μια Κεντρική Τράπεζα στην άλλη μέσω του EMCF.
3. *Δείκτης απόκλισης κάθε νομίσματος σε σχέση με τη κεντρική του ισοτιμία έναντι του ECU*: Με βάση το μηχανισμό αυτό, μπορούσε να προσδιοριστεί μεταξύ δύο νομισμάτων ποιο απέκλινε από το μέσο όρο της ΕΕ που εκφραζόταν από το ECU (και άρα ποια οικονομική πολιτική απέκλινε). Επειδή όμως η συγκεκριμένη προσαρμογή δεν ήταν υποχρεωτική, ο δείκτης απόκλισης δεν

έπαιξε σχεδόν κανένα ρόλο στο EMS.

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

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

- *1979-1983*: Λόγω της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης, οι οικονομικές πολιτικές των χωρών-μελών ήταν διαφορετικές, με αποτέλεσμα υψηλά και διαφορετικά επίπεδα πληθωρισμού, αλλά και μεγάλες ανισορροπίες στα ισοζύγια πληρωμών τους. Ως αποτέλεσμα υπήρξαν συνεχείς αναπροσαρμογές των ισοτιμιών για να επιβιώσει το EMS, οι οποίες όμως δεν συνοδεύονταν συνήθως από μέτρα για τη σταθεροποίηση της εσωτερικής οικονομίας.
- *1983-1987*: Την περίοδο αυτή, οι οικονομικές πολιτικές των χωρών-μελών άρχισαν να προσανατολίζονται στο στόχο της νομισματικής σταθερότητας, με αποτέλεσμα τη σταδιακή μείωση των πληθωρισμών. Οι αναπροσαρμογές των ισοτιμιών ήταν πολύ λίγες, ενώ το γερμανικό μάρκο άρχισε πλέον να παίζει κεντρικό ρόλο στον ERM. Ουσιαστικά η πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Δυτικής Γερμανίας (Bundesbank) που είχε ως βασικό στόχο τη σταθερότητα των τιμών, καθόριζε τη γενική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής των χωρών-μελών του EMS.
- *1987-1990*: Την περίοδο αυτή το EMS παρουσίασε μεγάλη σταθερότητα, καθώς δεν υπήρξαν αναπροσαρμογές των ισοτιμιών, με εξαίρεση την ιταλική λιρέτα που εντάχθηκε στα στενά όρια διακύμανσης $\pm 2,25\%$ τον Ιανουάριο

του 1990. Η σύγκλιση των πληθωρισμών των χωρών-μελών και η διαρκώς αυξανόμενη σταθερότητα του συστήματος λόγω του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών, αποτέλεσαν τους βασικούς παράγοντες σταθερότητας των ισοτιμιών. Ως αποτέλεσμα, τον Ιούνιο του 1989 ο ERM διευρύνθηκε με τη συμμετοχή της ισπανικής πεσέτας, με εύρος διακύμανσης $\pm 6\%$.

- *Ιούλιος 1990-Δεκέμβριος 1993:* Ως τον Ιούνιο του 1992 η σταθερότητα των ισοτιμιών συνεχίστηκε. Ταυτόχρονα, είχε ήδη ξεκινήσει το πρώτο στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (EMU) την 1/7/1990, ενώ παράλληλα η κίνηση κεφαλαίων απελευθερώθηκε πλήρως σε όλες τις χώρες-μέλη της ΕΕ (εκτός Ελλάδας, Ιρλανδίας, Ισπανίας και Πορτογαλίας που η μεταβατική περίοδος επεκτάθηκε μέχρι το 1994). Επίσης, ενοποιήθηκε η Γερμανία τον Οκτώβριο του 1990, ενώ τον ίδιο μήνα ο ERM διευρύνθηκε με την ένταξη της £ με εύρος διακύμανσης $\pm 6\%$. Τον Απρίλιο του 1992 ο ERM διευρύνθηκε περαιτέρω, με την ένταξη και του πορτογαλικού εσκούδου με εύρος διακύμανσης επίσης $\pm 6\%$. Το δεύτερο εξάμηνο του 1992 εκδηλώθηκε η σοβαρότερη κρίση στην ιστορία του EMS, με μεγάλη αναταραχή στις αγορές συναλλάγματος. Βασικές αιτίες ήταν το αρνητικό αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στη Δανία σχετικά με τη Συνθήκη για την ΕΕ (Ιούνιος 1992) και το οριακά θετικό αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στη Γαλλία (Σεπτέμβριος 1992) για το ίδιο ζήτημα. Για τους επόμενους δέκα μήνες υπήρξαν έντονες πιέσεις στις αγορές συναλλάγματος, με αποτέλεσμα την αποχώρηση της £ και της ιταλικής λιρέτας από τον ERM το Σεπτέμβριο του 1992, την αναπροσαρμογή των κεντρικών ισοτιμιών 4 φορές μέσα σε 5 μήνες και τη διεύρυνση των περιθωρίων διακύμανσης στο $\pm 15\%$ τον Αύγουστο του 1993. Μόνο το γερμανικό μάρκο και η ολλανδική γκίλντα παρέμειναν στα στενά όρια διακύμανσης του $\pm 2,25\%$. Πρακτικά, η διεύρυνση των ορίων διακύμανσης σήμαινε την αναστολή της λειτουργίας του ERM, ενώ δημιούργησε αβεβαιότητα για το μέλλον του EMS και για το χρονοδιάγραμμα της πορείας προς την EMU.

Ουσιαστικά, η κρίση στο EMS ήταν αποτέλεσμα των ακόλουθων τριών παραγόντων:

- *Ανεπαρκής σύγκλιση των οικονομιών των χωρών-μελών του:* Ενώ από το

1983 και μετά υπήρξε σημαντική σύγκλιση όσο αφορά τους πληθωρισμούς (απαραίτητη προϋπόθεση για τη βιωσιμότητα του συστήματος), οι διαφορές στις οικονομικές πολιτικές παρέμεναν, με αποτέλεσμα την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας των χωρών με υψηλό πληθωρισμό και, κατά συνέπεια, τη δημιουργία πιέσεων στις αγορές συναλλάγματος που υπονόμεισε τη σταθερότητα των ισοτιμιών.

- *Πλήρης απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων την 1/7/1990 στις χώρες-μέλη της ΕΕ:* Με την πλήρη απελευθέρωση δόθηκε η δυνατότητα σε μεγάλες κινήσεις βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Αυτές ενθαρρύνονταν από τις μακροοικονομικές ανισορροπίες που υπήρχαν στις χώρες-μέλη του EMS και επέδρασαν αποσταθεροποιητικά στο σύστημα. Τη δεκαετία του 1980, οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων παρεμπόδιζε τις μεγάλες εκροές κεφαλαίων σε περιόδους συναλλαγματικών κρίσεων, και επέτρεπε στις χώρες-μέλη του EMS να έχουν σε κάποιο βαθμό αυτόνομη νομισματική πολιτική και πολιτική επιτοκίων προκειμένου να μπορούν να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις κερδοσκοπικές πιέσεις. Τελικά, η πλήρης απελευθέρωση σε ένα σύστημα περιορισμένων διακυμάνσεων των ισοτιμιών οδήγησε στην απώλεια αυτονομίας της νομισματικής πολιτικής, με αποτέλεσμα το EMS να καταστεί ευάλωτο στις κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων.
- *Γερμανική ενοποίηση:* Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική της Γερμανίας (λόγω των έργων υποδομής στην πρώην Ανατολική Γερμανία), σε συνδυασμό με την αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική, αύξησε τα βραχυπρόθεσμα γερμανικά επιτόκια, με αποτέλεσμα τη διαμόρφωση υψηλών επιτοκίων στην ΕΕ σε μια περίοδο που οι περισσότερες χώρες-μέλη της ήταν σε ύφεση. Τα υψηλά επιτόκια που ήταν απαραίτητα για τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών στο EMS, όξυναν την ύφεση και την ανεργία. Ως αποτέλεσμα, δημιουργήθηκαν προσδοκίες ότι δεν ήταν δυνατή η περαιτέρω αύξηση των επιτοκίων για τη στήριξη των ισοτιμιών, οι οποίες οδήγησαν σε κερδοσκοπικές πιέσεις στα ασθενέστερα νομίσματα του EMS, όπως ήταν η £, η ισπανική πεσέτα, η ιταλική λιρέτα και το πορτογαλικό εσκούδο.

11.8 Οικονομική και Νομισματική Ένωση (Economic and Monetary Union - EMU)

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Ανόβερου τον Ιούνιο του 1988 ανατέθηκε στην Επιτροπή Delors να προτείνει τα στάδια για τη δημιουργία μια οικονομικής και νομισματικής ένωσης στην ΕΕ. Σύμφωνα με την Επιτροπή Delors, η EMU θα έπρεπε να πραγματοποιηθεί σε τρία στάδια. Στο πρώτο στάδιο (1/7/1990-31/12/1993) προβλεπόταν η πλήρη απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων για όλες τις χώρες της ΕΕ (εκτός Ελλάδας, Ιρλανδίας, Ισπανίας, Πορτογαλίας που διατήρησαν κάποιους περιορισμούς στα βραχυχρόνια κεφάλαια μέχρι το 1994). Στο νομισματικό τομέα προβλεπόταν η δημιουργία ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου, η ενίσχυση του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών των χωρών-μελών της ΕΕ, η άρση όλων των εμποδίων στη χρησιμοποίηση του ECU στις συναλλαγές και η ένταξη στον ERM όλων των νομισμάτων των χωρών-μελών του EMS.

Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση (Μάαστριχτ, 7 Φεβρουαρίου του 1992) που τέθηκε σε ισχύ την 1/11/1993, υιοθέτησε τις προτάσεις της Επιτροπής Delors. Οπότε, την 1/1/1994 τέθηκε σε εφαρμογή το δεύτερο στάδιο προς την EMU που προέβλεπε την ενίσχυση του συντονισμού μεταξύ των Κεντρικών Τραπεζών των χωρών-μελών της ΕΕ μέσω της δημιουργίας του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ινστιτούτου (European Monetary Institute - EMI), καθώς και τη θεσμική κατοχύρωση της ανεξαρτησίας των εθνικών Κεντρικών Τραπεζών. Το EMI ξεκίνησε τη λειτουργία του το 1994, με τις εξής αρμοδιότητες:

- Περαιτέρω συντονισμός των εθνικών νομισματικών πολιτικών.
- Παρακολούθηση της λειτουργίας του ERM του EMS.
- Προώθηση της χρησιμοποίησης του ECU στις συναλλαγές.
- Ανάλυση των διαδικασιών για τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (European System of Central Banks - ESCB).
- Άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής.
- Δημιουργία του κοινού νομίσματος στο τέλος της πορείας προς την EMU.

Στο τρίτο στάδιο για την EMU προβλεπόταν η υιοθέτηση κοινού νομίσματος και ενιαίας νομισματικής πολιτικής, καθώς και η λειτουργία του ESCB με επίκεντρο την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (European Central Bank–ECB). Για να ξεκινήσει το τρίτο στάδιο θα έπρεπε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο να αποφασίσει με ειδική πλειοψηφία μέχρι το τέλος του 1996, με βάση της εκθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του EMI, (α) αν η πλειοψηφία των χωρών-μελών ικανοποιεί τις προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, και (β) αν 7 τουλάχιστον χώρες-μέλη της ΕΕ ικανοποιούν τις συγκεκριμένες προϋποθέσεις κατά πόσο είναι σκόπιμο να εισέλθει η ΕΕ στην τελική φάση. Αν μέχρι τέλος του 1997 δεν έχει οριστεί η ημερομηνία έναρξης του τρίτου σταδίου, τότε την 1/1/1999 θα ξεκινούσε η πλήρης εφαρμογή της EMU με όποιες χώρες-μέλη ικανοποιούν τις αναγκαίες προϋποθέσεις. Με την έναρξη του τρίτου σταδίου θα καθοριστούν αμετάκλητα σταθερές ισοτιμίες και θα αντικατασταθεί το EMI από την ECB που θα αναλάβει τον πλήρη έλεγχο της νομισματικής πολιτικής.⁷ Επίσης, το Συμβούλιο Υπουργών θα καθορίσει την ημερομηνία που τα εθνικά νομίσματα θα αντικατασταθούν από το κοινό νόμισμα.

Με βάση τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, η ECB θα είναι υπεύθυνη για τη χάραξη και άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του κοινού νομίσματος. Οι εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μαζί με την ECB θα αποτελούν το ESCB, του οποίου πρωταρχικός στόχος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Στα πλαίσια της άσκησης της νομισματικής πολιτικής, το ESCB θα μπορεί να (α) να διενεργεί πράξεις ανοικτής αγοράς με χρεόγραφα και άλλους τίτλους στο κοινό νόμισμα ή σε άλλα νομίσματα, (β) να διενεργεί πράξεις συναλλάγματος στην τρέχουσα και την προθεσμιακή αγορά, (γ) να επιβάλλει δεσμεύσεις στη ρευστότητα των τραπεζών, (δ) να ασκεί γενικά νομισματικό έλεγχο, και (ε) να διαχειρίζεται τα συναλλαγματικά διαθέσιμα των χωρών-μελών της ζώνης του κοινού νομίσματος. Όμως, **η ECB δεν μπορεί να λειτουργεί ως «έσχατος δανειστής» ('lender of last resort')**, ενώ οι εθνικές Κεντρικές Τράπεζες θα έχουν την εποπτεία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και θα μπορούν να λειτουργούν και ως «έσχατοι δανειστές» για τα αντίστοιχα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα.

Τα κριτήρια για την ένταξη στην EMU ήταν τα ακόλουθα:

- Ο πληθωρισμός κάθε υποψήφιας προς ένταξη χώρας δεν θα πρέπει να υπερβαίνει πάνω από 1,5% το μέσο όρο των 3 χωρών με το χαμηλότερο

πληθωρισμό.

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

Σε αντίθεση με την υπερεθνική νομισματική πολιτική, η άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής παρέμεινε σε εθνικό επίπεδο (με την προϋπόθεση ότι δεν θα αντιστρατεύεται την ενιαία νομισματική πολιτική). Η δημοσιονομική πειθαρχία επιδιώκεται μέσω: (α) απαγόρευσης νομισματικής χρηματοδότησης των ελλειμμάτων, η οποία περιλαμβάνει τη χρηματοδότηση του Δημοσίου από την ECB και τις υποχρεωτικές τοποθετήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων σε τίτλους του Δημοσίου, (β) αποκλεισμού χρηματοδοτικής στήριξης από την ΕΕ χωρών-μελών της ζώνης του κοινού νομίσματος που αντιμετωπίζουν προβλήματα εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους τους, και (γ) αποφυγής υπερβολικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων προκειμένου να αποφευχθεί η συσσώρευση δημοσίου χρέους.⁸ Η δημοσιονομική πειθαρχία θα διασφαλίζεται με Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Stability and Growth Pact – SGP) που προβλέπει ότι κάθε χώρα-μέλος της EMU θα υποβάλλει κάθε χρόνο πρόγραμμα σταθερότητας με όλες τις πληροφορίες σχετικά με τη δημοσιονομική της πολιτική. Ουσιαστικά, αν ο προϋπολογισμός μιας χώρας-μέλους της EMU είναι πλεονασματικός ή ισοσκελισμένος, τότε μπορεί η χώρα αυτή να αντιμετωπίσει τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας της και ταυτόχρονα να διατηρήσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα σε επίπεδο μικρότερο του 3% του ΑΕΠ. Σε περίπτωση υπερβολικού ελλείμματος από μια χώρα-μέλος της EMU, επιβάλλονται κυρώσεις σε αυτήν αν δεν αναλάβει διορθωτική δράση. Όμως, το SGP περιέχει μια «ρήτρα διαφυγής» από το αυστηρό όριο του 3%, σε περίπτωση σοβαρής ύφεσης. Σε μια τέτοια περίπτωση, αν το έλλειμμα ξεπερνάει το 3% δεν θα θεωρείται υπερβολικό.

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

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

Πίνακας 11.2: Αμετάκλητα Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες για 1€

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

Πηγή: ECB, <http://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html>

Υποσημειώσεις

¹Η ουγγιά που χρησιμοποιείται για τη μάζα του χρυσού (troy ounce) αποτελεί διεθνή μονάδα μέτρησης για τη μάζα των πολύτιμων μετάλλων και ισοδυναμεί με 31,1034768 γραμμάρια.

²Ουσιαστικά το IMF έπαιξε το ρόλο μιας Κεντρικής Τράπεζας ως «έσχατου δανειστή» ('lender of last resort'). Οι πόροι του IMF προέρχονταν από συνεισφορές των χωρών-μελών με βάση τα μερίδια τους (quotas): 25% της συνεισφοράς κάθε χώρας ήταν σε χρυσό ή νόμισμα μετατρέψιμο σε χρυσό και 75% στο εθνικό νόμισμα.

³Μεταξύ 1950 και 1971, ο λόγος των εξωτερικών υποχρεώσεων των ΗΠΑ ως προς τα αποθέματα χρυσού της Fed αυξήθηκε από 0,39 σε 6,12.

⁴Βέβαια, μια υποτίμηση θα προκαλέσει πληθωριστικές πιέσεις λόγω πιέσεων για μισθολογικές αυξήσεις από τους εργαζόμενους, αλλά και λόγω αύξησης των τιμών σε εισαγόμενες πρώτες ύλες και κεφαλαιουχικά αγαθά.

⁵Αντίθετα, αν σε μια χώρα η παραγωγή των μη-εμπορεύσιμων αγαθών είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή των εμπορεύσιμων, είναι προτιμότερες οι κυμαινόμενες ισοτιμίες, καθώς η μεταβολή της ισοτιμίας μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομία μέσω μεταβολής της σχετικής τιμής μεταξύ εμπορεύσιμων και μη-εμπορεύσιμων αγαθών.

⁶Η πρώτη αναθεώρηση το Σεπτέμβριο του 1984 συνδυάστηκε με τη συμμετοχή της δραχμής στο ECU.

⁷Το EMI διαλύθηκε τελικά την 1/6/1998 με τη δημιουργία της ECB και του ESCB.

⁸Η εξέλιξη του δημοσίου χρέους δίνεται από τη σχέση $b_t - b_{t-1} = b_{t-1}(r - g) - x$, όπου b είναι ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ, r το πραγματικό επιτόκιο, g ο ρυθμός μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ και x το πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αν $b_t - b_{t-1} = 0 \Rightarrow x = b_{t-1}(r - g)$.

Επεξήγηση Συμβόλων και Ακρωνύμια

EMU: Economic and Monetary Union

ECB: European Central Bank

ECU: European Currency Unit

EMCF: European Monetary Cooperation Fund

EMI: European Monetary Institute

EMS: European Monetary System

ESCB: European System of Central Banks

ERM: Exchange Rate Mechanism

Fed: Federal Reserve

IMF: International Monetary Fund

OCA: Optimum Currency Area
SDR: Special Drawing Right
SGP: Stability and Growth Pact

Ευρετήριο Αντιστοίχισης Επιστημονικών Όρων

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

Βιβλιογραφικές Αναφορές

1. Kenen, P. (1969), 'The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View' in Robert Mundell and Alexander Swoboda (eds), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press, σελ.41-60.

-
2. McKinnon, R.I. (1963), 'Optimum Currency Areas', *American Economic Review*, 53(4), σελ. 717-725.
 3. Mundell, R.A. (1961), 'A Theory of Optimum Currency Areas', *American Economic Review*, 51(4), σελ. 657-665.