

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

20. Κυμαινόμενες Ισοτιμίες, Σταθερές Ισοτιμίες και Νομισματικές Ενώσεις

1373 Διεθνής Οικονομική

Καθ. Γιώργος Αλογοσκούφης

Βραχυχρόνιες Επιπτώσεις της Νομισματικής και της Δημοσιονομικής Πολιτικής με Κυμαινόμενες και Σταθερές Ισοτιμίες

Σε ένα καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών μία νομισματική επέκταση μπορεί να οδηγήσει την οικονομία προς υψηλότερη απασχόληση, προκαλώντας υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η οποία οδηγεί σε προσωρινή βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Αντίθετα, σε ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την επίτευξη εσωτερικής και εξωτερικής ισορροπίας, καθώς πρέπει να παραμείνει προσανατολισμένη στη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Μία προσωρινή δημοσιονομική επέκταση μπορεί να οδηγήσει την οικονομία προς υψηλότερη απασχόληση, αλλά προκαλώντας επιδείνωση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ανεξάρτητα από το καθεστώς που διέπει τον προσδιορισμό της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η χρήση της δημοσιονομικής πολιτικής προκαλεί σύγκρουση μεταξύ της επιδίωξης της εσωτερικής και της εξωτερικής ισορροπίας για οικονομίες που χαρακτηρίζονται από υψηλή ανεργία και ελλειμματικό εξωτερικό ισοζύγιο.

Ο μόνος τρόπος αντιμετώπισης της βραχυχρόνιας αυτής σύγκρουσης μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής ισορροπίας σε ένα καθεστώς σταθερών ισοτιμιών είναι η αναδιάταξη (υποτίμηση) της ισοτιμίας.

Σταθερές ή Κυμαινόμενες Ισοτιμίες;

Γιατί μία χώρα να θέλει να απεμπολήσει το βραχυχρόνιο εργαλείο της νομισματικής πολιτικής, επιλέγοντας ένα καθεστώς σταθερών ισοτιμιών.

Ακόμη περισσότερο, γιατί να θέλει να συμμετάσχει σε μία ενιαία νομισματική περιοχή, όπως η ζώνη του ευρώ, στην οποία δεν υπάρχει καν η δυνατότητα αναδιάταξης της ισοτιμίας.

Για να απαντήσουμε στα κεντρικά αυτά ερωτήματα, πρέπει να ξεπεράσουμε τους περιορισμούς της βραχυχρόνιας ανάλυσης και να αναλύσουμε τα υπέρ και τα κατά των δύο καθεστώτων προσδιορισμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας τόσο μεσοχρόνια όσο και μακροχρόνια.

Μόνο τότε θα μπορούμε να έχουμε μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων των εναλλακτικών συστημάτων.

Επίσης θα πρέπει να δούμε ξεχωριστά τις ενιαίες νομισματικές περιοχές, οι οποίες δεν είναι απλώς συστήματα σταθερών συναλλαγματικών, αλλά ομάδες χωρών που έχουν υιοθετήσει ένα ενιαίο νόμισμα.

Πληθωριστικές Προσδοκίες και Νομισματική Πολιτική

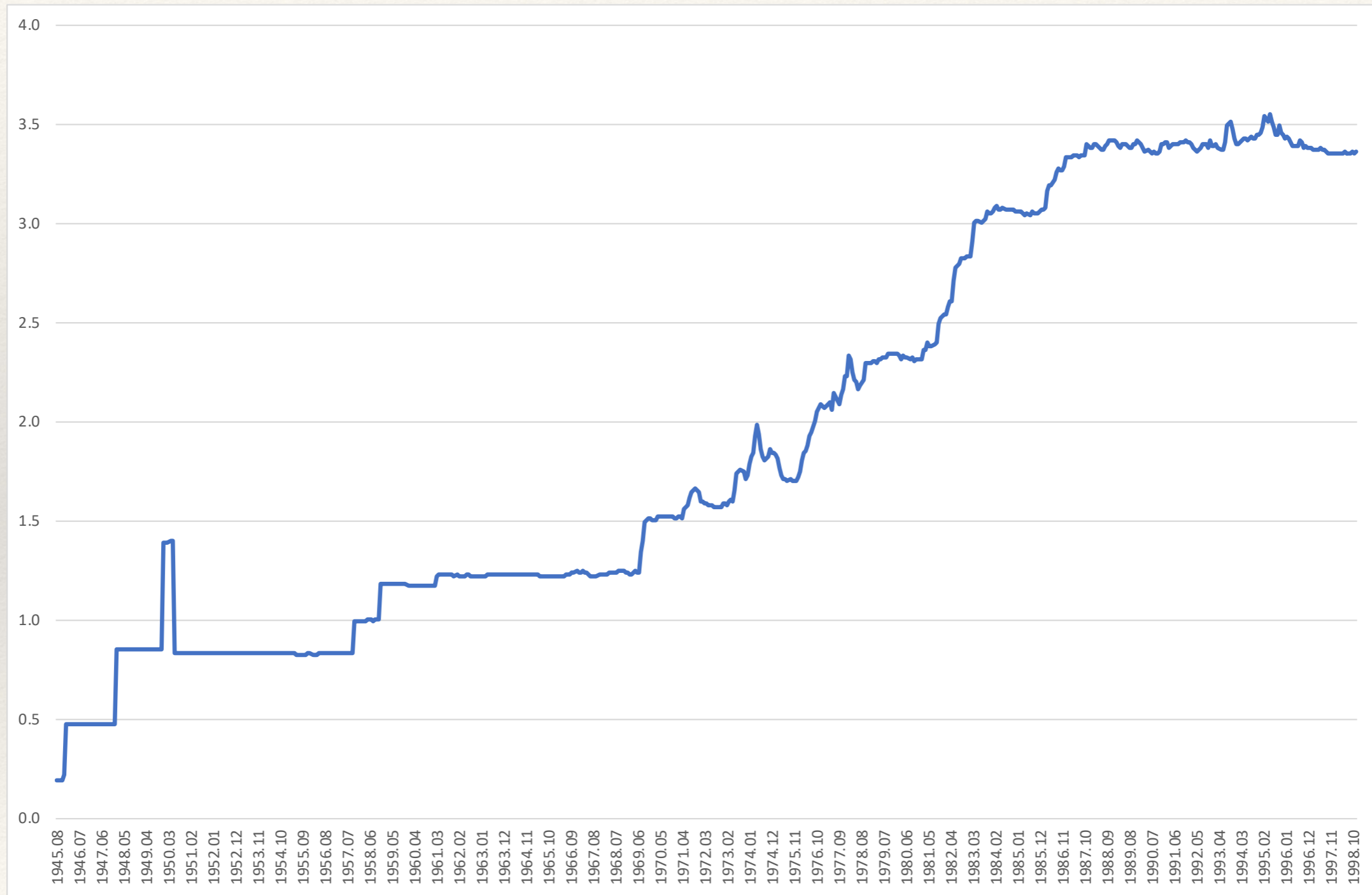
Η συστηματική χρήση της νομισματικής πολιτικής μπορεί να οδηγήσει σε καθεστώς υψηλού και αυξανόμενου πληθωρισμού, χωρίς αποτελέσματα στη μάχη κατά της ανεργίας. Αυτό είναι ένα από τα κεντρικά συμπεράσματα των υποδειγμάτων που βασίζονται στην καμπύλη Phillips.

Κατά συνέπεια, το μεγάλο πλεονέκτημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών, ότι επιτρέπουν στη νομισματική πολιτική να επιδιώκει βραχυχρόνια τόσο την εσωτερική όσο και τη εξωτερική ισορροπία, χάνει μεγάλο μέρος της ελκυστικότητας του, αν μια οικονομία καταλήξει μεσοχρόνια με υψηλό πληθωρισμό.

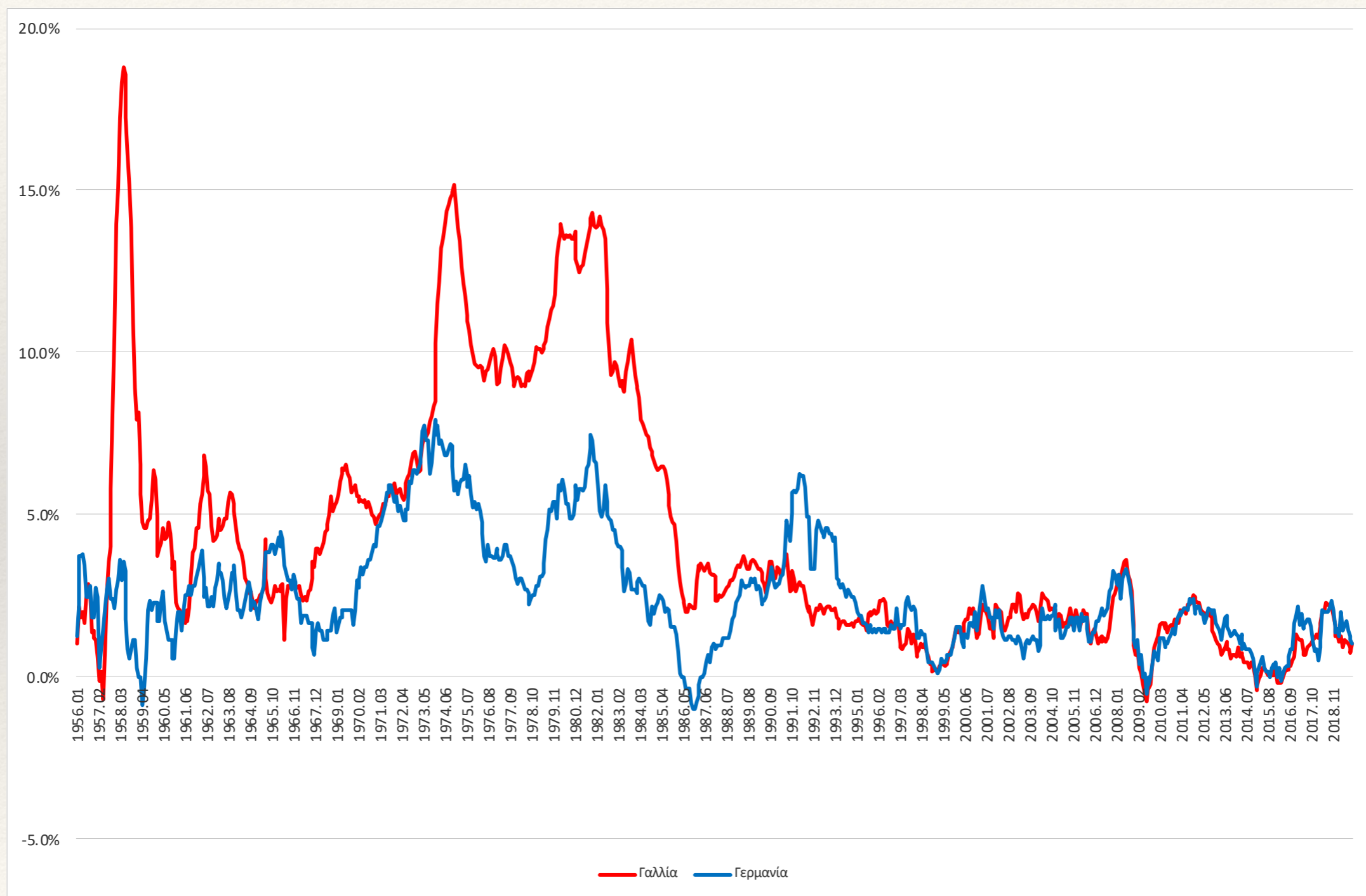
Αν σε ένα καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών, η κυβέρνηση και η κεντρική τράπεζα χρησιμοποιούν το εργαλείο της νομισματικής πολιτικής με τρόπο που οδηγεί σε υψηλό και αυξανόμενο πληθωρισμό, τότε ίσως είναι προτιμότερη η επιλογή ενός συστήματος σταθερών ισοτιμιών με ένα νόμισμα χαμηλού πληθωρισμού.

Κάτι τέτοιο θα διασφαλίσει την αξιόπιστη πτώση του πληθωρισμού, χωρίς ιδιαίτερο κόστος για την ανεργία, καθώς μπορεί να προσδώσει αξιοπιστία στη δέσμευση για διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλό επίπεδο.

Εξέλιξη Ονομαστικής Ισοτιμίας Γαλλικού Φράγκου Γερμανικού Μάρκου



Ετήσιος Ρυθμός Πληθωρισμού στη Γαλλία και τη Γερμανία



Προσδοκίες Υποτίμησης και Συστήματα Σταθερών Ισοτιμιών

Ωστόσο, μία από τις μεγαλύτερες αδυναμίες ενός συστήματος σταθερών ισοτιμιών είναι ότι μπορεί να καταρρεύσει υπό το βάρος μιας κρίσης εμπιστοσύνης στη δυνατότητα της κεντρικής τράπεζας να διατηρήσει την ισοτιμία σταθερή.

Μία κρίση εμπιστοσύνης μπορεί να δημιουργηθεί είτε λόγω θεμελιωδών λόγων, όπως για παράδειγμα λόγω του ότι τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μιας κεντρικής τράπεζας δεν επαρκούν για να κάνει τις απαιτούμενες παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος, είτε και λόγω αυτόνομων μεταβολών των προσδοκιών στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος.

Αν για οποιοδήποτε λόγο δημιουργηθούν προσδοκίες για επικείμενη υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αυτές θα οδηγήσουν σε αύξηση των εγχωρίων επιτοκίων, προκειμένου να διατηρηθεί σταθερή η ισοτιμία.

Ταυτόχρονα, η κεντρική τράπεζα θα υποχρεωθεί να κάνει παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος, μειώνοντας τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα.

Προσδοκίες Υποτίμησης, Επιτόκια και Συναλλαγματικές Κρίσεις

Αν η δέσμευση για διατήρηση της ισοτιμίας σταθερής είναι αξιόπιστη, τότε τα εγχώρια επιτόκια ισούνται με τα διεθνή επιτόκια. Αυτό προκύπτει από την ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων.

$$S = S^e \left(\frac{1 + i}{1 + i^*} \right)$$

Εάν $S = S^e = \bar{S}$, τότε η ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων συνεπάγεται ότι,

$$i = i^*$$

Εάν όμως υπάρχουν προσδοκίες μελλοντικής υποτίμησης, τότε η προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα (σταθερή) ισοτιμία, δηλαδή, $S^e < \bar{S}$. Στην περίπτωση αυτή,

$$i = i^* + \frac{\bar{S} - S^e}{\bar{S}}(1 + i^*) > i^*$$

Το εγχώριο επιτόκιο είναι υψηλότερο από τα διεθνή επιτόκια κατά (περίπου) το ποσοστό της προσδοκώμενης μελλοντικής υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος.

Μια Τυπική Συναλλαγματική Κρίση

Όταν εκδηλωθεί μια κρίση εμπιστοσύνης, η κεντρική τράπεζα έχει δύο επιλογές.

Η πρώτη είναι να ανεβάσει τα εγχώρια επιτόκια, χωρίς να εγκαταλείψει τη σταθερή ισοτιμία. Η απαιτούμενη άνοδος των επιτοκίων μπορεί όμως να είναι μεγάλη.

Η δεύτερη επιλογή είναι να υποχωρήσει στις πιέσεις και είτε να προχωρήσει σε μία υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, είτε να επιλέξει τη μετάβαση σε ένα καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών.

Στην αρχή η κυβέρνηση και η κεντρική τράπεζα διαβεβαιώνουν σε όλους τους τόνους ότι δεν σκοπεύουν να προχωρήσουν σε υποτίμηση. Εκδίδουν ανακοινώσεις και γίνονται δηλώσεις σε υψηλό και ανώτατο επίπεδο. (Σπανίως η γραμμή αυτή πείθει).

Η κεντρική τράπεζα αρχίζει να ανεβάζει τα βραχυχρόνια επιτόκια και να κάνει παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος. Και αυτή η γραμμή άμυνας μπορεί να αποδειχθεί μη αποτελεσματική, ιδιαίτερα αν η αύξηση των επιτοκίων είναι ανεπαρκής για να πείσει τους κερδοσκόπους να σταματήσουν να στοιχηματίζουν σε μία υποτίμηση.

Μετά από μερικές ώρες, ή μέρες, ή εβδομάδες, η κεντρική τράπεζα θα καταφύγει είτε σε μία πολύ μεγάλη αύξηση των επιτοκίων, ώστε να πείσει τις αγορές ότι δεν σκοπεύει να υποτιμήσει, είτε θα ενδώσει και θα υποτιμήσει το νόμισμα μέσω εφάπαξ υποτίμησης ή μετάβασης σε ένα καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών.

Κερδοσκοπικές Πιέσεις και Άνοδος των Επιτοκίων σε Συστήματα Σταθερών Ισοτιμιών

Οι πιέσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες δημιουργούνται μέσω κερδοσκοπικών κινήσεων.

Αν προσδοκούν υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος, οι διαπραγματευτές στην αγορά συναλλάγματος ('κερδοσκόποι') δανείζονται σε εγχώριο νόμισμα (στο εγχώριο επιτόκιο) και πωλούν το προϊόν του δανείου για ξένο συνάλλαγμα, προσδοκώντας ότι όταν έλθει η στιγμή να αποπληρώσουν το δάνειο τους, θα έχει επέλθει η υποτίμηση και θα κερδίσουν από τη μετατροπή του ξένου συναλλάγματος σε εγχώριο νόμισμα σε χαμηλότερη ισοτιμία. Το κόστος μιας τέτοιας κερδοσκοπικής θέσης είναι το επιτόκιο του εγχωρίου νομίσματος. Το προσδοκώμενο όφελος είναι το προσδοκώμενο ποσοστό υποτίμησης.

Ανεβάζοντας επαρκώς τα εγχώρια επιτόκια, και διατηρώντας τα επαρκώς υψηλά, η εγχώρια κεντρική τράπεζα καθιστά ακριβότερο στους διαπραγματευτές στην αγορά συναλλάγματος να δανείζονται στο εγχώριο νόμισμα με επιτόκιο i , και να μετατρέπουν το προϊόν του δανείου σε συνάλλαγμα το οποίο έχει τη χαμηλότερη απόδοση i^* . Με τον τρόπο αυτό η κεντρική τράπεζα περιορίζει την εκροή συναλλάγματος, αλλά υποχρεώνεται να αυξήσει τα σημαντικά εγχώρια επιτόκια, με κόστος για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις και την εγχώρια οικονομία γενικότερα.

Αν η άνοδος των επιτοκίων δεν μπορεί να διατηρηθεί λόγω αυτού του κόστους, ή γίνει υπερβολικά μεγάλη λόγω των προσδοκιών υποτίμησης, η κεντρική τράπεζα μπορεί να ενδώσει, και είτε να προχωρήσει σε εφάπαξ υποτίμηση, είτε να μεταβεί σε ένα καθεστώς κυμαινομένων ισοτιμιών.

Η Κρίση της Στερλίνας, 1992

Κρίση Στερλίνας, Μαύρη Τετάρτη 16 Σεπτεμβρίου 1992.

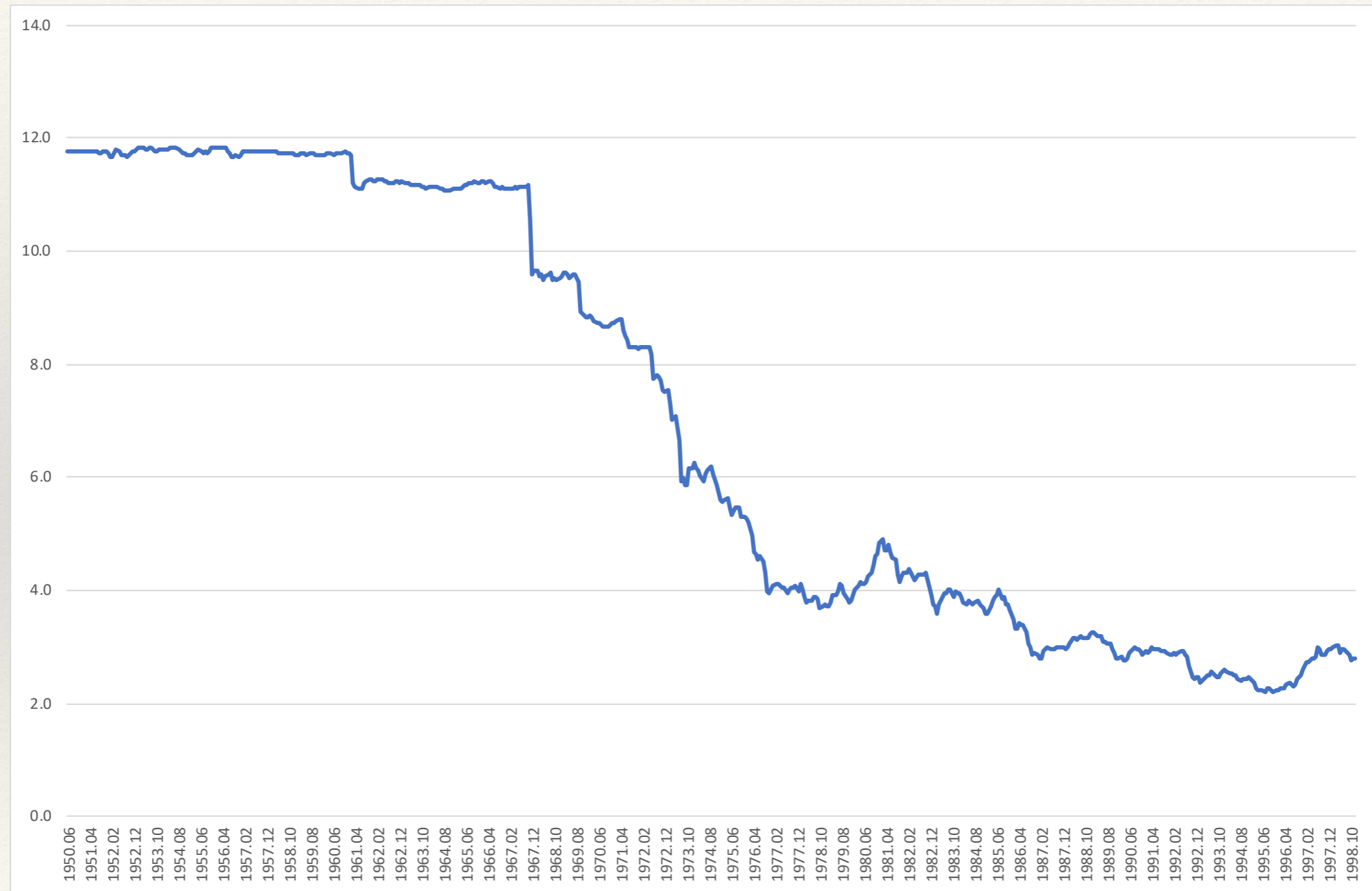
Όταν ιδρύθηκε ο Μηχανισμός των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος το 1979, το Ηνωμένο Βασίλειο αρνήθηκε να συμμετάσχει. Τελικά η Βρετανία εντάχθηκε στο ΜΣΙ το Δεκέμβριο του 1990, με ισοτιμία 2,95DM ανά λίρα, και περιθώριο διακύμανσης $\pm 6\%$. Το 1989, ο πληθωρισμός στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν τριπλάσιος από το ποσοστό της Γερμανίας και είχε υψηλότερα επιτόκια στο 15%. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, τα υψηλά γερμανικά επιτόκια, που καθορίστηκαν από την Bundesbank για την αντιμετώπιση των πληθωριστικών επιπτώσεων που προκλήθηκαν από τη γερμανική επανένωση, προκάλεσαν σημαντικές πιέσεις σε ολόκληρο τον ΜΣΙ. Την εποχή εκείνη, καθώς είχε ξεκινήσει και η διαδικασία της νομισματικής ενοποίησης, οι αναδιατάξεις των ισοτιμιών είχαν σταματήσει, και έτσι οι πιέσεις στα πιο αδύναμα νομίσματα, όπως η ιταλική λιρέττα και η βρετανική λίρα άρχισαν να γίνονται έντονες.

Από τις αρχές Σεπτεμβρίου του 1992, η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου προσπάθησε να στηρίξει την υποτιμούμενη λίρα για να αποφύγει την απόσυρση από το ΜΣΙ, στον οποίο η χώρα είχε προσχωρήσει μόλις δύο χρόνια νωρίτερα. Τα επιτόκια ανέβηκαν στο 10% και υπήρξαν μεγάλες παρεμβάσεις προκειμένου να στηριχθεί η ισοτιμία εντός των περιθωρίων διακύμανσης που προέβλεπε ο ΜΣΙ.

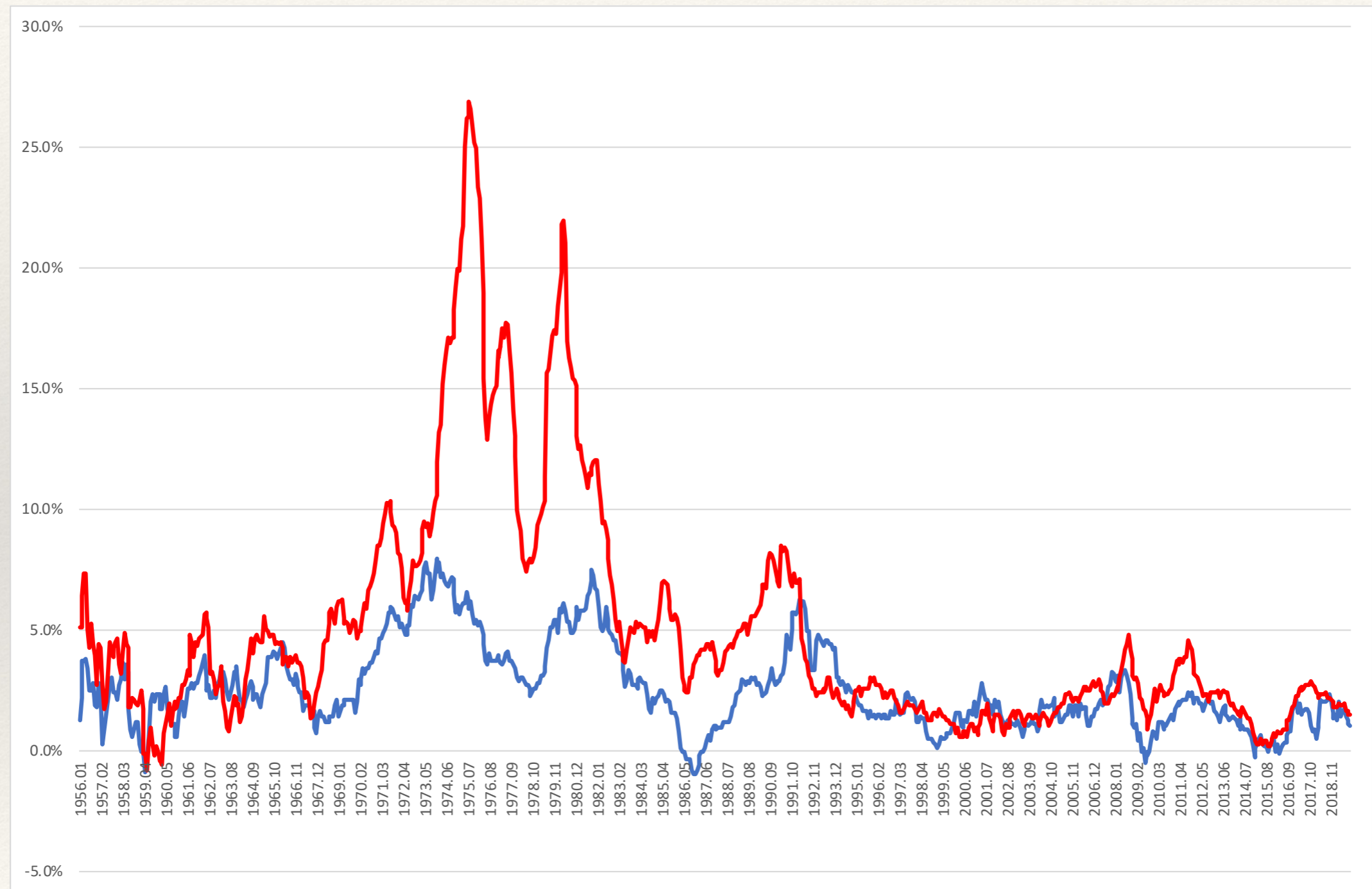
Στις 10:30 π.μ. στις 16 Σεπτεμβρίου, η βρετανική κυβέρνηση ανακοίνωσε αύξηση του βασικού επιτοκίου από ήδη υψηλό 10% στο 12%. Παρ' όλα αυτά, οι κερδοσκοπικές πιέσεις συνεχίζονταν. Παρά την υπόσχεση αργότερα την ίδια μέρα για αύξηση των βασικών επιτοκίων στο 15%, οι κερδοσκόποι συνέχισαν να πωλούν λίρες, πεπεισμένοι ότι η κυβέρνηση δεν θα τηρήσει την υπόσχεσή της. Στις 7:00μμ ο Υπουργός Οικονομικών Norman Lamont ανακοίνωσε ότι η Βρετανία θα αποχωρήσει από τον ΜΣΙ, κάτι που οδήγησε σε μεγάλη υποτίμηση της στερλίνας και πτώση των επιτοκίων. Η προσπάθεια στήριξης της ισοτιμίας είχε ως συνέπεια απώλεια συναλλαγματικών διαθεσίμων ύψους 27 δις στερλινών σε λίγες μέρες, και το κόστος της στήριξης υπολογίστηκε στα 3,4 δις στερλίνες.

Η κυβέρνηση υπέστη μεγάλο πολιτικό κόστος και η Βρετανία ουδέποτε επέστρεψε στο ΜΣΙ ή στη διαδικασία της Νομισματικής Ενοποίησης της Ευρώπης.

Συναλλαγματική Ισοτιμία Μάρκου Στερλίνας



Ποσοστό Πληθωρισμού Βρετανίας Γερμανίας

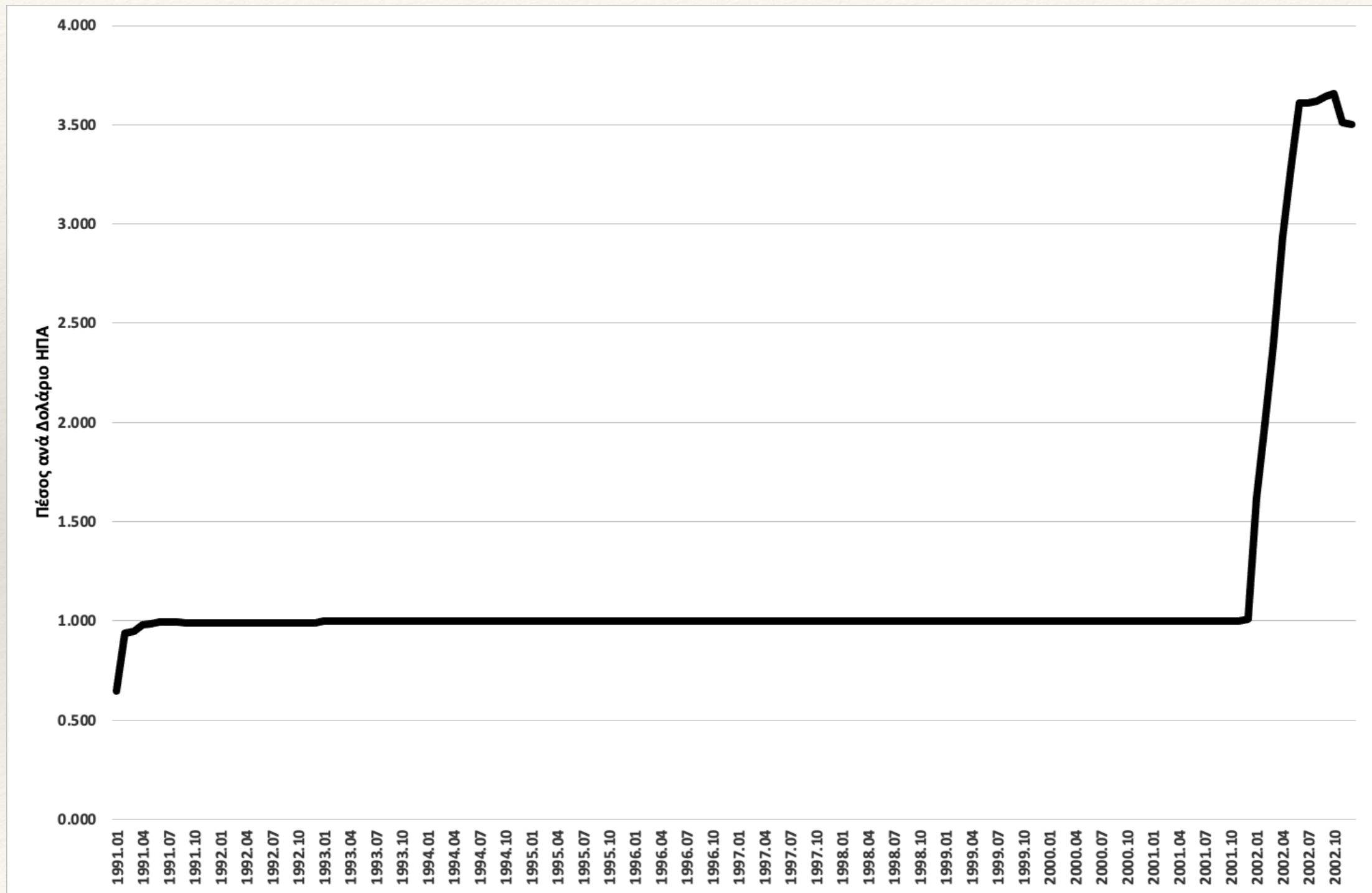


Συναλλαγματικές Κρίσεις και Συστήματα Σταθερών Ισοτιμιών σε Ασία και Λατινική Αμερική

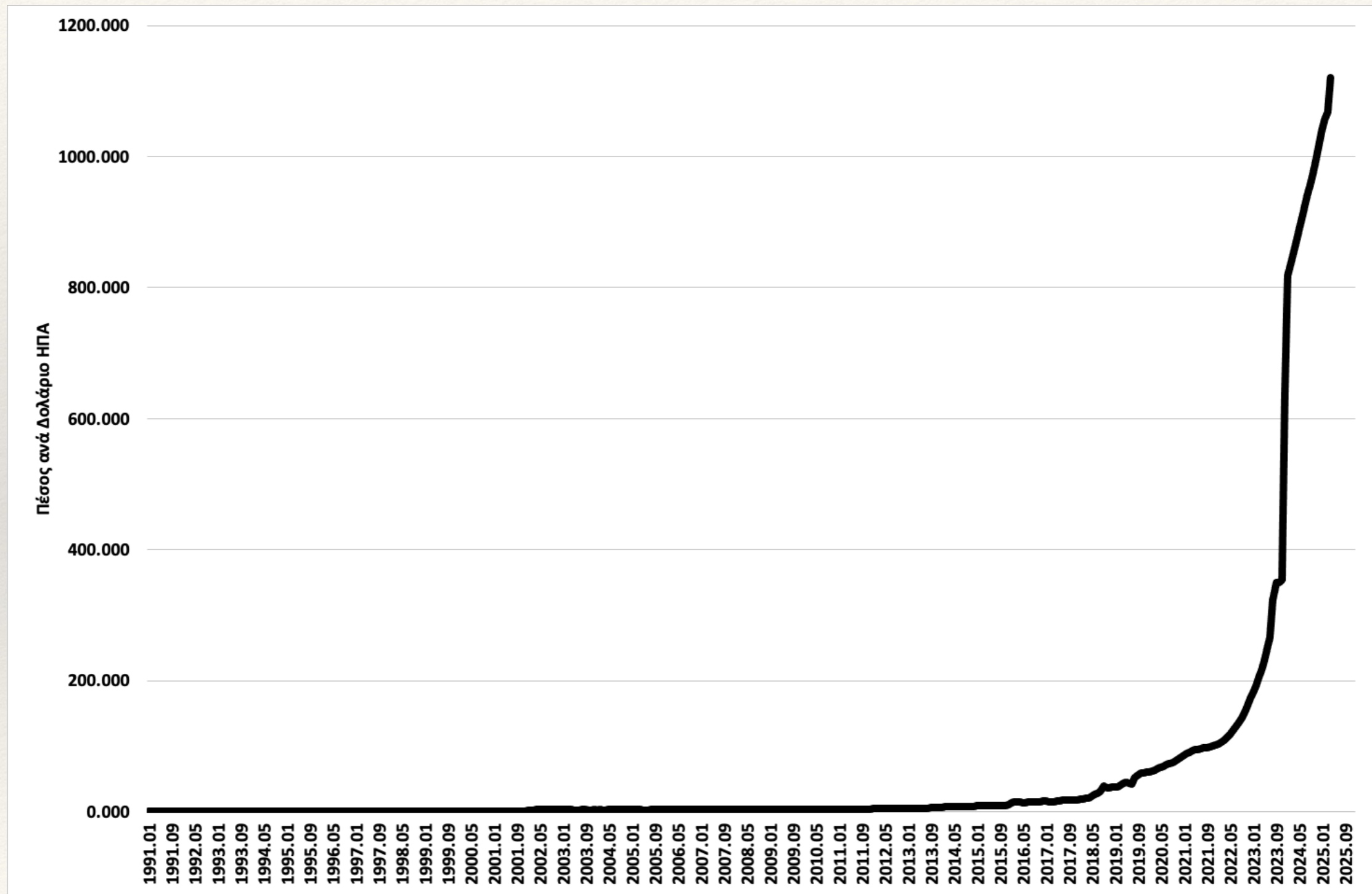
Ασιατική Κρίση, Ιούλιος 1997. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 μια σειρά από ασιατικές οικονομίες άρχισαν να έχουν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους, λόγω της πτώσης των διεθνών επιτοκίων, η οποία οδήγησε σε ακόμη μεγαλύτερη αύξηση των επενδύσεών τους σε σχέση με τις αποταμιεύσεις τους. Οι επιπλέον αυτές επενδύσεις ήταν κυρίως επενδύσεις σε ακίνητα και σχέδια εκμετάλλευσης της γής. Επιπλέον, λόγω της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων, της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας και της ανεπαρκούς εποπτείας του εγχώριου τραπεζικού τους συστήματος, πολλές ασιατικές επιχειρήσεις δανείζονταν σε ξένο συνάλλαγμα και όχι σε εγχώριο νόμισμα. Η κρίση ξεκίνησε με κερδοσκοπική επίθεση και υποτίμηση του μπατ της Ταϊλάνδης. Πολύ γρήγορα η κρίση μεταδόθηκε στη Μαλαισία και την Ινδονησία. Ακολούθησε μια πολύ μεγαλύτερη οικονομία, η Νότιος Κορέα. Δεδομένου ότι ο ιδιωτικός και ο τραπεζικός τομέας σε όλες αυτές τις ασιατικές οικονομίες είχε δανειστεί σε δολάρια, το δίλημμα μεταξύ υποτίμησης και υψηλών επιτοκίων ήταν ιδιαίτερα επώδυνο. Οι υποτιμήσεις αποσταθεροποίησαν το τραπεζικό σύστημα προκαλώντας τραπεζικές κρίσεις, και επιβάρυναν τις επιχειρήσεις που είχαν δανειστεί σε συνάλλαγμα για επενδύσεις στον εγχώριο τομέα των ακινήτων. Τελικά όλες οι χώρες αναγκάστηκαν να υιοθετήσουν προγράμματα του ΔΝΤ, με την εξαίρεση της Μαλαισίας, η οποία το 1998 κατέφυγε σε περιορισμούς στις κινήσεις κεφαλαίου.

Κρίση Πέσο Αργεντινής, τέλη 2001, αρχές 2002. Τον Απρίλιο του 1991 η Αργεντινή εισήγαγε μία πολιτική ενός νέου σκληρού πέσο, πλήρως μετατρέψιμο, και με ισοτιμία ένα προς ένα με το δολάριο των ΗΠΑ. Η πολιτική αυτή, υποστηρίχθηκε από σημαντικές μεταρρυθμίσεις και διατηρήθηκε για σχεδόν μία δεκαετία. Ωστόσο, λόγω της συσσώρευσης νέων δημοσιονομικών και εξωτερικών ανισορροπιών, και της διεθνούς ύφεσης του 2001, μια νέα κρίση χρέους ξέσπασε το Δεκέμβριο του 2001. Η πολιτική του σκληρού πέσο εγκαταλείφθηκε στις αρχές του 2002, υπήρξε τεράστια υποτίμηση (ισοτιμία με δολάριο από 1/1 στα 3,75/1 σε έξι μήνες) και στασιμοπληθωρισμός, κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς οι τράπεζες οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά είχαν δανειστεί σε δολάρια, και γενικευμένη οικονομική και κοινωνική κρίση που συνεχίστηκε για περισσότερο από μία δεκαετία. Έκτοτε η ισοτιμία του πέσο έχει καταρρεύσει και η Αργεντινή μαστίζεται από πολύ υψηλό πληθωρισμό.

Η Εξέλιξη της Ισοτιμίας Πέσο Αργεντινής-Δολαρίου ΗΠΑ, 1991-2002



Η Εξέλιξη της Ισοτιμίας Πέσο Αργεντινής-Δολαρίου ΗΠΑ, 1991-2025



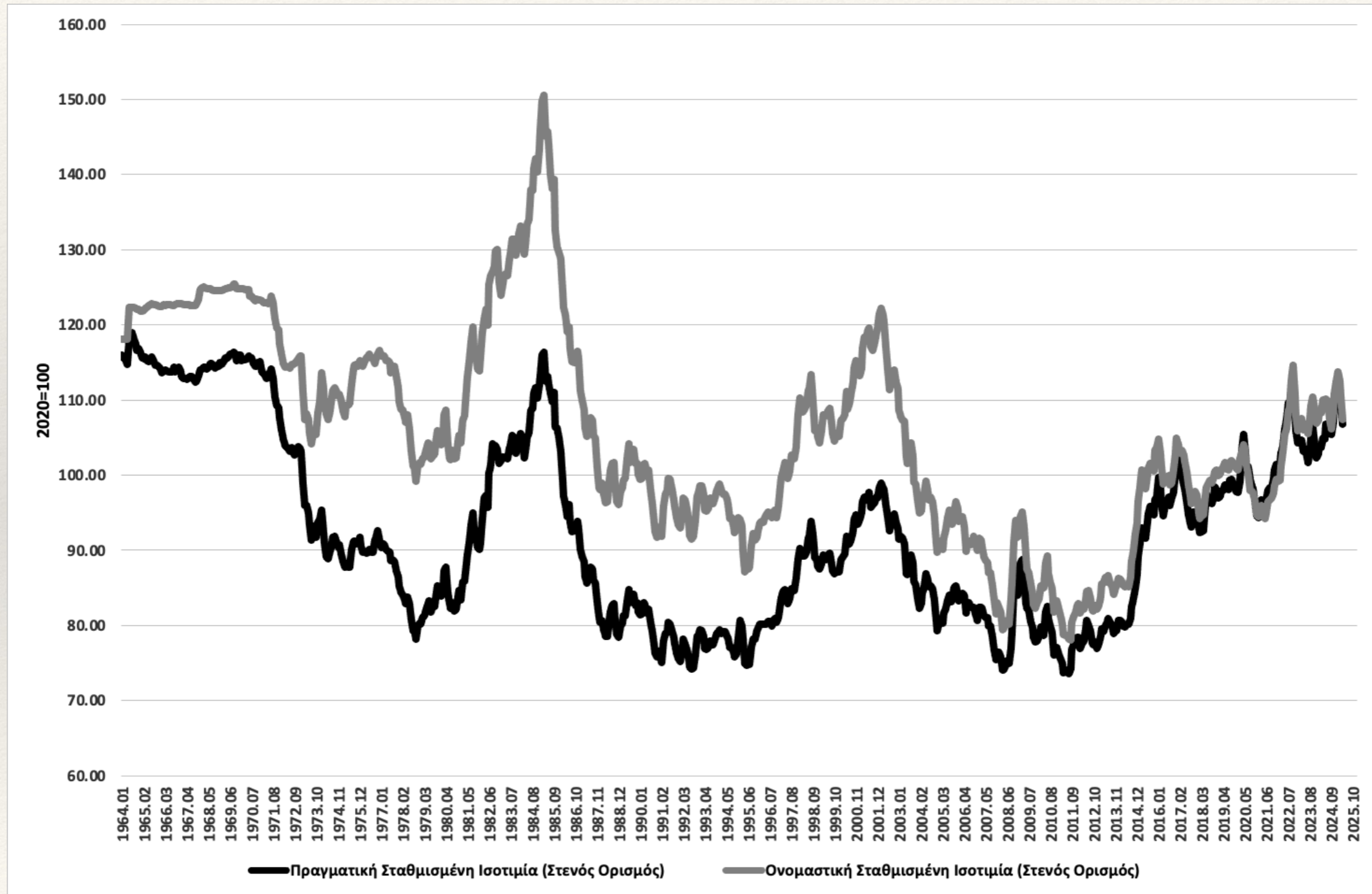
Διακυμάνσεις και Ανισορροπίες στα Καθεστώτα Κυμαινομένων Ισοτιμιών

Ούτε όμως τα καθεστώτα κυμαινομένων ισοτιμιών λειτουργούν πάντοτε σταθεροποιητικά.

Υπάρχουν σημαντικές βραχυχρόνιες αλλά και μεσοχρόνιες διακυμάνσεις των ονομαστικών και των πραγματικών ισοτιμιών, οι οποίες προκαλούνται από μεταβολές στις προσδοκίες για τη μελλοντική πορεία των ισοτιμιών και των επιτοκίων, σε συνδυασμό με τη σταδιακή προσαρμογή των τιμών.

Κατά τεκμήριο, οι διακυμάνσεις αυτές δεν συνδέονται με την ανάγκη επίτευξης εσωτερικής και εξωτερικής ισορροπίας και συχνά λειτουργούν αποσταθεροποιητικά, με σημαντικό οικονομικό κόστος.

Διακυμάνσεις Σταθμισμένης Ονομαστικής και Πραγματικής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας του Δολαρίου ΗΠΑ



Τα Υπέρ και τα Κατά Συστημάτων Κυμαινομένων και Σταθερών Ισοτιμιών

Σε ένα καθεστώς κυμαινομένων συναλλαγματικών ισοτιμιών μία χώρα έχει τη δυνατότητα χρήσης της νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση βραχυχρόνιων διαταραχών που επηρεάζουν την παραγωγή, την απασχόληση και την εξωτερική ισορροπία.

Αυτή η δυνατότητα αποτελεί ένα σημαντικό πλεονέκτημα ενός καθεστώτος κυμαινομένων ισοτιμιών.

Αντίθετα, σε ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί, καθώς πρέπει να παραμείνει προσανατολισμένη στη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Αν μία κυβέρνηση ή μία κεντρική τράπεζα δεν χρησιμοποιεί με φειδώ το εργαλείο της νομισματικής πολιτικής, και καταλήγει να προκαλεί υψηλό και αυξανόμενο πληθωρισμό, που σε τελική ανάλυση δεν συμβάλλει ούτε στη σταθεροποίηση της πραγματικής οικονομίας, τότε είναι ίσως προτιμότερη η επιλογή σταθεροποίησης της ισοτιμίας απέναντι σε ένα νόμισμα χαμηλού πληθωρισμού. Έτσι μπορεί αντιμετωπισθεί το πρόβλημα του υψηλού πληθωρισμού, με την εισαγωγή αντιπληθωριστικής αξιοπιστίας μέσω του νομίσματος αυτού.

Σε κάθε περίπτωση, σε ένα καθεστώς σταθερών ισοτιμιών ελλοχεύει ο κίνδυνος συναλλαγματικών κρίσεων, οι οποίες μπορούν να προκαλέσουν σημαντικό οικονομικό κόστος και να αποσταθεροποιήσουν όχι μόνο την ισοτιμία, αλλά και την οικονομία γενικότερα.

Ο κίνδυνος αυτός δεν απειλεί τα συστήματα κυμαινομένων ισοτιμιών, στα οποία όμως υπάρχουν μεγάλες βραχυχρόνιες και μεσοχρόνιες διακυμάνσεις των ονομαστικών και των πραγματικών ισοτιμιών.

Τι Είναι Μία Βέλτιστη Νομισματική Περιοχή;

Μια ενιαία νομισματική περιοχή είναι μια ομάδα οικονομιών οι οποίες έχουν απεμπολήσει τα εθνικά τους νομίσματα και έχουν υιοθετήσει ένα κοινό νόμισμα. Γιατί όμως να θέλουν οι χώρες αυτές να κάνουν κάτι τέτοιο;

Αυτό είναι ένα ερώτημα που πρώτος έθεσε και επιχείρησε να αναλύσει ο Mundell (1961). Στην προσπάθειά του αυτή θεμελίωσε μία βιβλιογραφία αναφορικά με τις 'βέλτιστες νομισματικές περιοχές'.*

Η βιβλιογραφία για τις βέλτιστες νομισματικές περιοχές θέτει ένα φαινομενικά απλό ερώτημα: Αν ξεχάσουμε τα εθνικά σύνορα και εστιάσουμε αποκλειστικά στις οικονομικές σχέσεις, πως προσδιορίζεται ο καλύτερος συνδυασμός χωρών ή περιοχών που μπορούν να μοιράζονται ένα ενιαίο νόμισμα; Για να απαντήσει σε αυτό το ερώτημα, η βιβλιογραφία αυτή επισκοπεί τα οφέλη και το κόστος από την εγκατάλειψη εθνικών νομισμάτων και εθνικών νομισματικών πολιτικών και την αντικατάστασή τους από ένα ενιαίο νόμισμα και μία ενιαία νομισματική πολιτική.

Mundell, R.A. (1961), 'A Theory of Optimum Currency Areas', *American Economic Review*, 51 (4), pp. 657-665.

Τα Οφέλη από την Υιοθέτηση ενός Ενιαίου Νομίσματος

Η βιβλιογραφία τονίζει τέσσερα πιθανά οφέλη από την υιοθέτηση ενός ενιαίου νομίσματος.

Πρώτον, τη μείωση του διασυνοριακού κόστους των οικονομικών συναλλαγών, από την εξάλειψη της ανάγκης ανταλλαγής διαφορετικών νομισμάτων μεταξύ τους.

Δεύτερον, την έκφραση των τιμών σε ένα ενιαίο νόμισμα, που διευκολύνει τις συγκρίσεις τιμών μεταξύ χωρών.

Τρίτον, την εξάλειψη του νομισματικού κινδύνου που συνδέεται με μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Τέλος, τη μετάβαση σε μια νομισματική πολιτική χαμηλού πληθωρισμού για χώρες με πληθωριστικές νομισματικές πολιτικές.

Παράγοντες που Επηρεάζουν τον Αριθμό των Χωρών που Συνθέτουν μια Βέλτιστη Νομισματική Περιοχή

Χώρες που έχουν υψηλό όγκο οικονομικών συναλλαγών μεταξύ τους, αποκομίζουν υψηλότερα οφέλη από τη δημιουργία ενός ενιαίου νομίσματος, καθώς αυτό μειώνει το κόστος των συναλλαγών μέσω της ανταλλαγής νομισμάτων.

Οφέλη προκύπτουν επίσης από τη μείωση της αβεβαιότητας αναφορικά με τις μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Αυτό ήταν ένα επιχείρημα που προέβαλαν οι Mundell (1961) και McKinnon (1963), οι οποίοι έδωσαν έμφαση στον βαθμό οικονομικής ενοποίησης μεταξύ χωρών και στην διαμόρφωση των τιμών με βάση ένα μόνο νόμισμα.

Ως εκ τούτου, χώρες που είναι περισσότερο οικονομικά ανοικτές, γεωγραφικά γειτονικές και οικονομικά ενοποιημένες, θα έχουν σημαντικούς όγκους συναλλαγών μεταξύ τους και, ως εκ τούτου, θα έχουν υψηλότερα οφέλη από τη δημιουργία ενός κοινού νομίσματος.

Το Κριτήριο του Πληθωρισμού

Το κριτήριο του πληθωρισμού, το οποίο τόνισε ο McKinnon (1963) και αργότερα ο Mundell (1973), είναι πιο αμφισβητήσιμο.

Ενώ μπορεί να είναι πλεονέκτημα για μια χώρα με υψηλό πληθωρισμό, όπως η Ελλάδα στη δεκαετία του 1980, να συμμετέχει σε μια νομισματική ένωση με χαμηλό πληθωρισμό και να δανειστεί την αντιπληθωριστική αξιοπιστία της, μπορεί να είναι ένα κόστος για τις άλλες συμμετέχουσες χώρες να δεχτούν σε μία νομισματική ένωση μία οικονομία που χαρακτηρίζεται από υψηλό πληθωρισμό.

Ο Βαθμός Διαφοροποίησης των Παραγομένων Αγαθών και Υπηρεσιών

Ο Kenen (1969) έδωσε μεγάλη έμφαση στο βαθμό διαφοροποίησης των παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών.

Το επιχείρημά του ήταν ότι οι χώρες που χαρακτηρίζονται από ένα σχετικά διαφοροποιημένο μείγμα παραγομένων αγαθών και υπηρεσιών είναι λιγότερο πιθανό να υποφέρουν από τον αντίκτυπο ειδικών διαταραχών στην παραγωγή και τη ζήτηση.

Ως εκ τούτου, μια αυξημένη διαφοροποίηση του μέσου μείγματος παραγομένων προϊόντων των συμμετεχουσών χωρών θα τείνει να μειώσει το οριακό κόστος της ένταξης σε μια νομισματική ένωση.

Για παράδειγμα, μικρές οικονομίες δεν χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό παραγωγικής διαφοροποίησης.

Ο Βαθμός Δημοσιονομικής Ενοποίησης

Ένα άλλο σημαντικό κριτήριο, το οποίο τονίστηκε αρχικά από τον Kenen (1969), είναι η ύπαρξη ενός σχετικά μεγάλου ομοσπονδιακού προϋπολογισμού, που να οδηγεί σε αυτόματες μεταφορές πόρων μεταξύ χωρών, μέσω δημοσιονομικών μεταβιβάσεων.

Όσο υψηλότερες είναι οι δημοσιονομικές μεταβιβάσεις από έναν υψηλό ομοσπονδιακό προϋπολογισμό, τόσο μικρότερο είναι το κόστος συμμετοχής σε μια νομισματική ένωση από την ύπαρξη ασύμμετρων διαταραχών μεταξύ των χωρών.

Άλλα κριτήρια που επηρεάζουν τα οριακά οφέλη και το κόστος περιλαμβάνουν την ομοιογένεια των εθνικών προτιμήσεων και την ύπαρξη ή όχι πολιτικής αλληλεγγύης μεταξύ των κρατών-μελών σε μια νομισματική ένωση.

Αυτοί είναι οι παράγοντες που προσδιορίζουν το βέλτιστο μέγεθος μιας νομισματικής ένωσης. Κατά πάσα πιθανότητα, καμία ζώνη ενιαίου νομίσματος δεν είναι βέλτιστη, χωρίς να εξαιρούνται ούτε και οι ΗΠΑ.

Τα Κόστη από την Υιοθέτηση ενός Ενιαίου Νομίσματος

Το δυνητικό κόστος από την υιοθέτηση ενός ενιαίου νομίσματος είναι το κόστος της απώλειας της ικανότητας κάθε χώρας να χρησιμοποιεί τη νομισματική και συναλλαγματική πολιτική για την αντιμετώπιση των ανεπιθύμητων μακροοικονομικών συνεπειών διαταραχών που επηρεάζουν ασύμμετρα τις διάφορες οικονομίες.

Επιπλέον κόστος συνεπάγεται και η απεμπόληση της ικανότητας μιας χώρας να χρησιμοποιεί τη νομισματική πολιτική της για την επιλογή του βέλτιστου συνδυασμού πληθωρισμού και ανεργίας σύμφωνα με τις προτιμήσεις της.

Όσον αφορά το κόστος από την συμμετοχή μιας χώρας σε μία νομισματική ένωση, τα κριτήρια που πρότεινε ο Mundell (1961) ήταν ουσιαστικά δύο: Το πρώτο κριτήριο είναι οι χώρες να έχουν στενούς οικονομικούς δεσμούς και παρόμοια διάρθρωση και να υπόκεινται σε παρόμοιες μακροοικονομικές διαταραχές. Αυτό σημαίνει ότι μία ενιαία νομισματική πολιτική θα ήταν κατάλληλη για την αντιμετώπιση αυτών των διαταραχών.

Το δεύτερο κριτήριο στο οποίο έδωσε έμφαση ήταν η κινητικότητα των συντελεστών παραγωγής, και ιδίως της εργασίας, μεταξύ των χωρών. Ακόμη και αν οι χώρες δεν έχουν παρόμοια διάρθρωση, και δεν υπόκεινται σε κοινές μακροοικονομικές διαταραχές, η υψηλή κινητικότητα της εργασίας θα εξομάλυνε τις διακυμάνσεις της ανεργίας. Διαταραχές που προκαλούν αύξηση της ανεργίας σε μία χώρα, ή μία υποομάδα χωρών, θα οδηγούσαν σε μετακίνηση εργαζομένων προς τις υπόλοιπες χώρες χαμηλής ανεργίας, κάτι που θα εξομάλυνε το πρόβλημα της ανεργίας χωρίς την ανάγκη υποτίμησης.

Οι ΗΠΑ και η Ευρωζώνη ως Βέλτιστες Νομισματικές Περιοχές

Οι ΗΠΑ είναι πολύ εγγύτερα στα κριτήρια μιας βέλτιστης νομισματικής περιοχής από ό,τι η ζώνη του ευρώ.*

Πρώτα από όλα, οι αγορές των ΗΠΑ είναι πολύ πιο ενοποιημένες από τις αγορές της ΕΕ, καθώς το διασυνοριακό εμπόριο μεταξύ των πολιτειών ανέρχεται στο 66% του ΑΕΠ των ΗΠΑ, ενώ το διασυνοριακό εμπόριο μεταξύ των κρατών-μελών ανέρχεται σε μόλις 17% του ΑΕΠ της ΕΕ.

Δεύτερον, όσον αφορά τις ασύμμετρες επιπτώσεις των διαταραχών, δεν φαίνεται να υπάρχουν μεγάλες διαφορές μεταξύ των ΗΠΑ και της ΕΕ. Ο μέσος συντελεστής συσχέτισης των ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ στις πολιτείες των ΗΠΑ είναι 0,46 και στις χώρες-μέλη της ΕΕ είναι 0,50. Οι μακροοικονομικές ασυμμετρίες φαίνεται να επηρεάζουν τις ΗΠΑ και την ΕΕ στον ίδιο περίπου βαθμό.

Ωστόσο, οι ΗΠΑ βρίσκονται πολύ μπροστά από την ΕΕ όσον αφορά το κριτήριο της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού. Το μέσο ποσοστό των πολιτών σε μία αμερικανική πολιτεία οι οποίοι γεννήθηκαν εκτός αυτής της πολιτείας είναι 42%, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο σε μια χώρα της ΕΕ είναι μόλις 14%. Με βάση αυτό το κριτήριο, η κινητικότητα της εργασίας είναι τρεις φορές μεγαλύτερη στις ΗΠΑ από ό,τι στην ΕΕ.

Επιπλέον, οι ΗΠΑ βρίσκονται πολύ μπροστά αναφορικά με το κριτήριο της δημοσιονομικής ενοποίησης, το οποίο σχετίζεται με τις δημοσιονομικές μεταβιβάσεις και την αποτελεσματικότητα των αυτόματων σταθεροποιητών, όταν υπάρχουν διαταραχές που πλήττουν ασύμμετρα τις διάφορες πολιτείες και χώρες-μέλη. Στις ΗΠΑ περίπου το 30% μιας εισοδηματικής διαταραχής σε μία πολιτεία αντισταθμίζεται μέσω των ομοσπονδιακών δημοσιονομικών μεταβιβάσεων. Στην ΕΕ, το σχετικό ποσοστό είναι μόνο 0,5% για ένα κράτος-μέλος της. Έτσι, το χαμηλό επίπεδο του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού της ΕΕ σε σχέση με τις ΗΠΑ έχει σημαντικές επιπτώσεις στην ικανότητα της ΕΕ να αντιμετωπίσει διαταραχές με ασύμμετρες επιπτώσεις μέσω μεταβιβάσεων από τις χώρες που δεν επηρεάζονται από τη σχετική διαταραχή.

* Βλ. O'Rourke, K.H. and Taylor A.M. (2013), "Cross of Euros", *Journal of Economic Perspectives*, 27 (3), pp. 167-192.