



ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ

Βρυξέλλες, 19.6.2002
COM(2002) 332 τελικό

ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

**Η ζώνη ευρώ στην παγκόσμια οικονομία
– απολογισμός των τριών πρώτων ετών**

ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
1. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΤΕΥΓΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	8
1.1 Το τρίτος έτος του ενιαίου νομίσματος και η παγκόσμια επιβράδυνση	8
1.2 Η συναλλαγματική ισοτιμία και οι εξωτερικοί λογαριασμοί.....	10
1.3 Οικονομικές πολιτικές στη ζώνη ευρώ	12
1.4 Συντονισμός των οικονομικών πολιτικών στην ΟΝΕ.....	15
2. ΜΙΣΘΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΟΝΕ.....	17
2.1 Εισαγωγή.....	17
2.2 Συνολικές εξελίξεις των μισθών: χαρακτηριστικές τάσεις.....	18
2.3 Παράγοντες της μισθολογικής πειθαρχίας των τελευταίων ετών	20
3. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΕΥΡΩ	23
3.1.Τάσεις των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ στη δεκαετία του 90.....	23
3.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ	25
4 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΕΥΡΩ.....	28
4.1 Γενική εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ.....	28
4.2 Αγορές χρήματος και παράγωγων προϊόντων.....	29
4.3 Ομολογιακές αγορές	30
4.4 Αγορές μετοχών	32
4.5 Επιχειρηματικά κεφάλαια	34
4.6 Χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές.....	34
4.7 Μελλοντικές προκλήσεις για τους υπεύθυνους της οικονομικής πολιτικής.....	35
5. ΤΟ ΕΥΡΩ ΩΣ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑ.....	37
5.1 Εισαγωγή.....	37
5.2 Διεθνής χρήση του ευρώ από τον ιδιωτικό τομέα.....	37
5.3 Διεθνής χρησιμο του ευρώ από το δημόσιο τομέα	39
5.4 Οι υποψήφιες χώρες και η υιοθέτηση του ευρώ	40
5.5 Η συμβολή της ζώνης ευρώ στον παγκόσμιο συντονισμό των πολιτικών	41

Η ζώνη ευρώ στην παγκόσμια οικονομία – περίληψη

Το τρίτο στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) άρχισε την 1η Ιανουαρίου 1999 με τα 11 κράτη μέλη που είχαν επιτύχει υψηλό βαθμό ονομαστικής σύγκλισης, όπως προέβλεπε η Συνθήκη ΕΚ. Στη συνέχεια, αποφασίστηκε ότι η Ελλάδα πληρούσε επίσης τις προϋποθέσεις για επιτυχή συμμετοχή στη ζώνη ευρώ, στην οποία προσχώρησε την 1η Ιανουαρίου 2001. Η εισαγωγή των χαρτονομισμάτων και κερμάτων ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2002 ήταν ένα δύσκολο εγχείρημα, το οποίο όμως ολοκληρώθηκε χωρίς ιδιαίτερα προβλήματα και το ευρώ κατέστη έτσι μια απτή πραγματικότητα.

Τα πλεονεκτήματα του ενιαίου νομίσματος, το οποίο βασίζεται σε ένα υγιές θεσμικό πλαίσιο κατάλληλων μακροοικονομικών πολιτικών που ενισχύονται από διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ήταν ήδη ορατά στα πρώτα τρία χρόνια του τρίτου σταδίου της ONE. Στη διάρκεια των πρώτων δύο ετών, το ΑΕΠ αυξήθηκε με ρυθμό 3% περίπου, ελαφρά υψηλότερο από το δυνητικό, χωρίς να δημιουργηθούν οι ανισορροπίες που απειλούν τη διατηρησιμότητα της οικονομικής ανάπτυξης σε πολλές περιοχές του κόσμου. Η ιδιωτική αποταμίευση διατηρήθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα της τάξης του 15% περίπου του διαθέσιμου εισοδήματος, τα δημοσιονομικά ελλείμματα συνέχισαν να μειώνονται, αν και όχι με τους ταχείς ρυθμούς της φάσης σύγκλισης 1990-98, αυξάνοντας έτσι την καθαρή δημόσια αποταμίευση, και οι επενδύσεις παρέμειναν σε υγιή και σταθερή πορεία χωρίς ιδιαίτερο πρόβλημα υπερεπένδυσης. Κατά συνέπεια, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης ευρώ παρέμεινε σχεδόν ισοσκελισμένο..

Το τρίτο έτος του ενιαίου νομίσματος και η παγκόσμια επιβράδυνση της δραστηριότητας

Το 2001, η παγκόσμια οικονομία επιβραδύνθηκε απότομα και το παγκόσμιο εμπόριο δεν σημείωσε καμία πρόοδο, ενώ το προηγούμενο έτος είχε αυξηθεί με ρυθμό 12%. Παρόλο που η ζώνη ευρώ είναι μια πολύ πιο κλειστή οικονομική οντότητα από ό,τι τα κράτη μέλη που την απαρτίζουν, το εμπόριο παραμένει ένα από τα σημαντικότερα στοιχεία της και συνεπώς η αισθητή μείωση των παγκόσμιων εμπορικών ροών δεν μπορούσε παρά να έχει ισχυρό αντίκτυπο. Επιπλέον, η ζώνη ευρώ είναι ιδιαίτερα ενταγμένη στην παγκόσμια οικονομία και οι επιπτώσεις των διεθνών εξελίξεων αντικατοπτρίζονται επίσης στους χρηματοπιστωτικούς δεσμούς, τις διασυννοιακές συμμετοχές στο κεφάλαιο εταιρειών και τις σχέσεις εμπιστοσύνης. Οι κοινές διαταραχές, η αύξηση των τιμών του πετρελαίου, η 11η Σεπτεμβρίου και η διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών αποτελούν παράγοντες που συνέβαλαν στην παγκόσμια επιβράδυνση της δραστηριότητας. Σημαντική ήταν και η συμβολή των εγχώριων παραγόντων. Η αύξηση του ΑΕΠ στη ζώνη ευρώ επιβραδύνθηκε στη διάρκεια του έτους και ανακόπηκε σχεδόν πλήρως στο τελευταίο τρίμηνο του 2001.

Παρά την επιβράδυνση της δραστηριότητας, η δημιουργία θέσεων απασχόλησης διατηρήθηκε σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα, γεγονός που μπορεί να εξηγηθεί από τις θετικές συνέπειες των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κατά τις προετοιμασίες για την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος και συνεχίστηκαν μετά από αυτήν. Στα πρώτα τρία χρόνια ενιαίου νομίσματος δημιουργήθηκαν περίπου 6 εκατ. θέσεις απασχόλησης στη ζώνη ευρώ. Λιγότερο ευνοϊκή είναι η κατάσταση στο μέτωπο του πληθωρισμού, ο οποίος αυξήθηκε από τα πολύ χαμηλά επίπεδα του πρώτου έτους του τρίτου σταδίου ONE (λίγο περισσότερο από 1%) σε 2½% το 2001. Αυτό οφείλεται κυρίως σε μια σειρά ειδικών παραγόντων: δύο αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου, τον αντίκτυπο των οποίων ενέτεινε η αδυναμία του ευρώ έναντι των νομισμάτων των κυριότερων εμπορικών εταίρων, και διαδοχικές αυξήσεις των τιμών των τροφίμων λόγω επιδημιών και κακών καιρικών συνθηκών.

Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και οι εξωτερικές επιδόσεις

Από τη δημιουργία του το 1999, η τιμή του ευρώ μειώθηκε κατά περισσότερο από 20% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Σε ονομαστικούς όρους, το ευρώ είχε χάσει περισσότερο από το 10% της αξίας του έως την άνοιξη του 2001, αλλά στη συνέχεια παρέμεινε αρκετά σταθερό¹. Η πραγματική σταθμισμένη ισοτιμία του ευρώ σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι πολύ χαμηλότερη από το μακροπρόθεσμο (1980-2000) μέσο όρο της. Το γεγονός αυτό θέτει τους παραγωγούς της ζώνης ευρώ σε ευνοϊκή ανταγωνιστική θέση σε σχέση με τους προμηθευτές από τρίτες χώρες. Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των εγχώριων παραγωγών σε

¹ Η σύνταξη της παρούσας ανακοίνωσης ολοκληρώθηκε στις 21 Μαρτίου 2002.

σύγκριση με τους ξένους προμηθευτές εξηγεί εν μέρει τη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ το 2001, παρά την απότομη επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου. Ταυτόχρονα, η αδυναμία του ευρώ να ανατιμηθεί σε επίπεδα που αντιστοιχούν περισσότερο στα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα δεν διευκόλυνε τη συγκράτηση του πληθωρισμού.

Σε παγκόσμιο επίπεδο υπάρχουν ακόμα σημαντικές εξωτερικές ανισορροπίες. Το σημαντικό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ αντισταθμίζεται από το μεγάλο πλεόνασμα της Ιαπωνίας και ορισμένων άλλων χωρών της Ασίας, ενώ για το σύνολο της ζώνης ευρώ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι σχεδόν ισοσκελισμένο. Το ερώτημα του βαθμού στον οποίο κυκλικοί παράγοντες συμβάλλουν στις παγκόσμιες ανισορροπίες παραμένει ανοικτό, αλλά πρέπει να αναμένεται ότι οι ανισορροπίες αυτές θα αμβλυνθούν καθώς η οικονομική ανάπτυξη στις σχετικές περιοχές επιστρέφει στους δυνητικούς ρυθμούς της.

Δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές

Παρά τις αρχικές δημοσιονομικές ανισορροπίες, η εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών σημείωσε τα τελευταία χρόνια σημαντική πρόοδο. Από τις αρχές του 1999, οι δημοσιονομικές πολιτικές ασκήθηκαν στο πλαίσιο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) και συμμορφώθηκαν με το όριο αναφοράς του 3% του ΑΕΠ. Οι προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής συνεχίστηκαν στις περισσότερες χώρες, παρόλο που ο ρυθμός τους επιβραδύνθηκε. Οι περικοπές φόρων που είχαν αποφασιστεί στην προηγούμενη περίοδο και η κυκλική κάμψη της δραστηριότητας το 2001 διεύρυναν τα πραγματικά δημοσιονομικά ελλείμματα, αλλά τα διαρθρωτικά ελλείμματα παρέμειναν γενικά αμετάβλητα. Τα περισσότερα κράτη μέλη επέτρεψαν στους αυτόματους σταθεροποιητές να αμβλύνουν την επίδραση της επιβράδυνσης της δραστηριότητας.

Παρά την πρόοδο που επιτεύχθηκε, τα δημοσιονομικά ελλείμματα είναι ακόμα σημαντικά στη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και την Πορτογαλία. Περαιτέρω προσπάθειες εξυγίανσης είναι αναγκαίες για να καταστεί δυνατή η επίτευξη δημοσιονομικών θέσεων πλησίον της ισορροπίας το 2004. Δεσμεύσεις στην κατεύθυνση του μεσοπρόθεσμου αυτού στόχου αναλήφθηκαν κατά την εξέταση το 2001 των επικαιροποιημένων προγραμμάτων σύγκλισης και επιβεβαιώθηκαν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βαρκελώνης. Μετά την εξέταση από το Συμβούλιο του σχεδίου σύστασης της Επιτροπής για την έκδοση προειδοποίησης, η Γερμανία και η Πορτογαλία ανέλαβαν αποφασιστικές πολιτικές δεσμεύσεις για να άρουν τις ανησυχίες της Επιτροπής.

Η νομισματική πολιτική συνέχισε να επικεντρώνεται στον πρωταρχικό στόχο της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη ευρώ, η οποία ορίζεται από την ΕΚΤ ως ένα ποσοστό πληθωρισμού (μετρούμενο από τον ΕΔΤΚ) χαμηλότερο από 2% σε μεσοπρόθεσμη βάση. Ο μεσοπρόθεσμος προσανατολισμός της πολιτικής της επέτρεψε στην ΕΚΤ να μειώσει τέσσερις φορές τα επιτόκια της το 2001, κατά 150 σημεία βάσης συνολικά στο επίπεδο του 3¼%, σε ένα περιβάλλον οικονομικής επιβράδυνσης που ασκεί πτωτικές πιέσεις στον πληθωρισμό. Οι όροι χρηματοδότησης συνέχισαν να ευνοούν την οικονομική ανάπτυξη. Ταυτόχρονα, οι πληθωριστικές προσδοκίες διατηρήθηκαν σε επίπεδα συμβατά με τον ποσοτικό ορισμό που δίνει η ΕΚΤ στη σταθερότητα των τιμών. Ωστόσο, τα ποσοστά πληθωρισμού συνεχίζουν να διαφέρουν μεταξύ κρατών μελών και οι νομισματικές συνθήκες τείνουν γενικά να είναι υπερβολικά περιοριστικές όταν οι πληθωριστικές πιέσεις είναι χαμηλές και υπερβολικά χαλαρές όταν η τελική ζήτηση υπερβαίνει τη δυνητική παραγωγή. Στο πλαίσιο αυτό, η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να αποτελέσει πρόσφορο μέσο, αλλά ενδέχεται να χρησιμοποιηθεί σε υπερβολικό βαθμό ελλείψει ενός ευέλικτου συστήματος διαμόρφωσης των μισθών και των τιμών.

Συντονισμός των πολιτικών

Το πλαίσιο άσκησης των μακροοικονομικών πολιτικών παρέμεινε υγιές τα τρία πρώτα χρόνια της ΟΝΕ. Χαρακτηρίζεται από μια σειρά αρχών - δέσμευση για την προώθηση ανοικτής οικονομίας αγοράς βασιζόμενης στον ελεύθερο ανταγωνισμό, στη σταθερότητα των τιμών και σε υγιή δημόσια οικονομικά - οι οποίες διακηρύσσονται στη Συνθήκη και μπορούν να οδηγήσουν σε διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη και υψηλά επίπεδα απασχόλησης. Η ενιαία νομισματική πολιτική ανατίθεται στην ΕΚΤ, η οποία είναι ανεξάρτητη. Πρωταρχικός της στόχος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Τα κράτη μέλη διατηρούν την ευθύνη των περισσότερων οικονομικών πολιτικών, ιδίως των δημοσιονομικών και διαρθρωτικών τους πολιτικών.

Η Συνθήκη προβλέπει ένα σύστημα συντονισμού των οικονομικών πολιτικών, το οποίο διευκολύνει τη μετάδοση των θετικών αποτελεσμάτων και λαμβάνει υπόψη τις αρνητικές εξωτερικές οικονομίες που μπορούν να προκύψουν από την έλλειψη συντονισμού των διαδικασιών λήψης αποφάσεων. Οι γενικοί προσανατολισμοί των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών και της Κοινότητας (ΓΠΟΠ) αποτελούν το κεντρικό στοιχείο του συστήματος συντονισμού. Οι υψηλοί ρυθμοί δημιουργίας θέσεων απασχόλησης που παρατηρούνται από το 1997 αντικατοπτρίζουν επίσης τις μεταρρυθμίσεις της αγοράς εργασίας που πραγματοποιήσαν τα κράτη μέλη, μεταξύ άλλων στο πλαίσιο της ευρωπαϊκής στρατηγικής για την απασχόληση. Οι ετήσιες κατευθυντήριες γραμμές για την απασχόληση αποτελούν το μέσο που προβλέπει η Συνθήκη για το συντονισμό των πολιτικών για την απασχόληση. Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο, το οποίο βασίζεται επίσης στη Συνθήκη, είναι η πολυμερής εποπτεία των οικονομικών πολιτικών.

Η ενίσχυση του συντονισμού των οικονομικών (δηλαδή των δημοσιονομικών και διαρθρωτικών) πολιτικών μπορεί να βελτιωθεί με την απλούστευση, εφόσον είναι αναγκαίο, των διαδικασιών και την εφαρμογή των μέτρων που πρότείνει η Επιτροπή και ενέκρινε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βαρκελώνης. Για τη βελτίωση του πλαισίου κοινής αξιολόγησης της οικονομικής κατάστασης, πρέπει να ληφθούν σε μεγαλύτερο βαθμό υπόψη οι στατιστικές ανάγκες της ΟΝΕ. Η Επιτροπή προτίθεται να προτείνει μια σειρά κοινών προτύπων άσκησης της οικονομικής πολιτικής που αποσκοπούν στην επίτευξη συμφωνίας σχετικά με την έννοια της καλής οικονομικής πολιτικής, προκειμένου να βελτιώσει έτσι τις συναινετικές διαδικασίες, την οικονομική διακυβέρνηση και τη διαφάνεια.

Η διαμόρφωση των μισθών στην ΟΝΕ

Η νομισματική ένωση μετέβαλε από πολλές απόψεις το μακροοικονομικό περιβάλλον καθορισμού των μισθών και των τιμών στη ζώνη ευρώ. Οι μισθολογικές διαπραγματεύσεις πρέπει να προσαρμοστούν στο νέο πλαίσιο οικονομικής πολιτικής, το οποίο απαιτεί μεγαλύτερη ευελιξία στους ονομαστικούς μισθούς για να εξασφαλιστεί η ανταγωνιστικότητα της ζώνης ευρώ. Ταυτόχρονα, οι αυξήσεις μισθών σε εθνικό επίπεδο πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις επιπτώσεις που θα έχουν στον πληθωρισμό στο σύνολο της ζώνης ευρώ.

Τα τελευταία δέκα χρόνια σημειώθηκε εντυπωσιακή πρόοδος στην ονομαστική σταθεροποίηση των τιμών και των μισθών στο σύνολο της ζώνης ευρώ. Πράγματι, η δεκαετία του 90 χαρακτηρίστηκε από μια σημαντική διαδικασία αποπληθωρισμού και το 1997 το ποσοστό πληθωρισμού μειώθηκε κάτω από το επίπεδο του 2%. Παρά μια αύξηση το 2001, η πρόοδος του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη ζώνη ευρώ επιβραδύνθηκε σημαντικά. Επιπλέον, οι ενδείξεις νέας επιτάχυνσης της ονομαστικής αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη ζώνη ευρώ είναι ελάχιστες, παρά την αισθητή μείωση της ανεργίας τα τελευταία χρόνια. Σε συνολικό επίπεδο, είναι αναμφίβολο ότι τα πρώτα χρόνια της ΟΝΕ, περιλαμβανομένων των ετών προετοιμασίας για τη συμμετοχή στη νομισματική ένωση, οι αυξήσεις των ονομαστικών μισθών ήταν ιδιαίτερα συγκρατημένες και δύσκολα μπορούν να εξηγηθούν χωρίς να ληφθούν υπόψη οι μεταβολές στις συμπεριφορές των οικονομικών φορέων.

Οι συγκρατημένες αυξήσεις των πραγματικών μισθών είχαν θετικές επιπτώσεις και συνέβαλαν στο δυναμισμό της δημιουργίας θέσεων απασχόλησης τα τελευταία χρόνια. Οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι ο δείκτης NAIRU (ποσοστό ανεργίας που δεν αυξάνει τον πληθωρισμό) για τη ζώνη ευρώ μειώθηκε κατά περίπου 1½ εκατοστιαία μονάδα, γεγονός που υποδηλώνει ότι το ήμισυ περίπου της βελτίωσης της ανεργίας μπορεί να θεωρηθεί διαρθρωτική. Η μισθολογική πειθαρχία που αντικατοπτρίζει η μείωση του δείκτη NAIRU εξηγείται από τις σχετικά εκτεταμένες μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας στις περισσότερες χώρες της ζώνης ευρώ, οι οποίες αύξησαν τον ανταγωνισμό στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών και κατέστησαν δυσδιάκριτες τις διαχωριστικές γραμμές ανάμεσα σε ενταγμένους και αποκλεισμένους από την αγορά εργασίας εργαζομένους στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 90.

Πρέπει ωστόσο να αναγνωριστεί ότι η πρόοδος των μεταρρυθμίσεων ήταν αρκετά άνιση μεταξύ χωρών και ότι η διαρθρωτική ανεργία παραμένει υψηλή σε όλες τις μεγάλες οικονομίες της ζώνης ευρώ. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές ήταν άλλωστε αποσπασματικές, γεγονός που δημιουργεί την ανάγκη νέων μεταρρυθμίσεων για να συνεχιστεί η μείωση του δείκτη NAIRU.

Αυτή η γενική μισθολογική συγκράτηση δύσκολα μπορεί να εξηγηθεί χωρίς να ληφθεί υπόψη ο ρόλος των εισοδηματικών πολιτικών. Με τις πολιτικές αυτές, τα κράτη μέλη επιδιώκουν να εξασφαλίσουν ότι η συμβατότητα των μισθών με το στόχο της ΕΚΤ για σταθερότητα τιμών δεν έρχεται σε αντίθεση με την ανάγκη για μια μεγαλύτερη ευελιξία που λαμβάνει υπόψη τις αποκλίσεις στα επίπεδα και τους ρυθμούς αύξησης της παραγωγικότητας και επιτρέπει να αντιμετωπίζονται με κατάλληλο τρόπο οι μεταβολές της ζήτησης σε δεδομένες περιοχές ή τομείς και να βελτιώνονται οι προοπτικές δημιουργίας θέσεων απασχόλησης που προσφέρουν ικανοποιητικές αποδοχές στους εργαζόμενους.

Επενδύσεις και αναπτυξιακό δυναμικό στη ζώνη ευρώ

Οι δημόσιες και οι ιδιωτικές επενδύσεις έχουν καθοριστική σημασία για την ανάπτυξη της ζώνης ευρώ σε μεσομακροπρόθεσμη βάση. Είναι πιθανό ότι η ΟΝΕ και το πλαίσιο οικονομικής πολιτικής στο οποίο βασίζεται θα επηρεάσουν θετικά τους κυριότερους προσδιοριστικούς παράγοντες των επενδύσεων, όπως η αποδοτικότητα και τα πραγματικά επιτόκια. Πράγματι, η αυξανόμενη χρηματοπιστωτική ενοποίηση θα βελτιώσει τους όρους χρηματοδότησης, ενώ οι χαμηλότεροι συναλλαγματικοί κίνδυνοι θα επιτρέψουν μια πιο αποτελεσματική κατανομή των επενδύσεων. Η δημοσιονομική πειθαρχία, τέλος, θα περιορίσει τον παραγκωνισμό των ιδιωτικών επενδύσεων.

Η εισαγωγή του ευρώ είναι πολύ πρόσφατη για να συναχθούν οριστικά συμπεράσματα σχετικά με τον αντίκτυπο της ΟΝΕ στις επενδύσεις, αλλά ορισμένες ενθαρρυντικές ενδείξεις δείχνουν ότι οι επιπτώσεις είναι ήδη θετικές. Εάν συμπεριληφθεί η φάση προετοιμασίας στην ΟΝΕ, η οποία άρχισε στα μέσα της δεκαετίας του 90, διαπιστώνεται ότι οι διακυμάνσεις των πραγματικών επιτοκίων και της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας μειώθηκαν και ότι η μετά τους φόρους αποδοτικότητα διατηρείται σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Ομοίως, στις οικονομίες της ζώνης ευρώ, η σύγκλιση των ποσοστών επενδύσεων είναι σημαντική και συνοδεύεται από τη σύγκλιση βασικών οικονομικών μεγεθών όπως η αποδοτικότητα και τα επιτόκια. Η εξέλιξη είναι το αποτέλεσμα της μεγαλύτερης ενοποίησης των αγορών και της αυξημένης θεσμικής εναρμόνισης στο εσωτερικό της ζώνης. Οι ενδείξεις από την πλευρά των άμεσων ξένων επενδύσεων είναι λιγότερο πειστικές και αντικατοπτρίζουν ίσως τους μακροπρόθεσμους στόχους των εταιρειών που κυριαρχούσαν τα τελευταία χρόνια στις ροές άμεσων ξένων επενδύσεων.

Το ευρώ και το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ζώνης ευρώ

Ο ρυθμός ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών της ζώνης ευρώ επιταχύνθηκε αισθητά μετά τη μετάβαση στο ευρώ τον Ιανουάριο του 1999. Η επιτάχυνση αυτή δεν οφείλεται φυσικά μόνο στο ευρώ: η συνεχιζόμενη παγκοσμιοποίηση, υπό την ώθηση της απελευθέρωσης των διεθνών κινήσεων κεφαλαίων, της κατάργησης των περιοριστικών χρηματοπιστωτικών ρυθμίσεων και της τεχνολογικής προόδου, και η πρόοδος στη δημιουργία κοινού ρυθμιστικού πλαισίου στο σύνολο της ΕΕ (χάρη στις προσπάθειες για την ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών), συνέβαλαν επίσης με καθοριστικό τρόπο, όπως άλλωστε και οι χρηματοπιστωτικές μεταρρυθμίσεις στα κράτη μέλη.

Η εισαγωγή του ευρώ κατάργησε το συναλλαγματικό κίνδυνο ως παράγοντα κατακερματισμού του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ζώνης ευρώ και κατέδειξε ταυτόχρονα τη σημασία του κόστους ευκαιρίας των απομενόντων εμποδίων στην ενοποίηση. Η ενίσχυση της ενοποίησης χάρη στο ευρώ αντικατοπτρίζεται στη μεγαλύτερη ομοιογένεια των αγορών, στο κύμα συγκεντρώσεων μεταξύ διαμεσολαβητών και μεταξύ χρηματιστηρίων και στην εμφάνιση νέων και καινοτόμων προϊόντων και τεχνικών.

Καθώς οι φορείς της αγοράς υιοθετούσαν σε όλο και μεγαλύτερο βαθμό πανευρωπαϊκές στρατηγικές, οι αρμόδιοι για τις αποφάσεις οικονομικής πολιτικής στο επίπεδο της ΕΕ ανταποκρίθηκαν με το σχεδιασμό συνεπούς στρατηγικής για την ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και ανέλαβαν αποφασιστική δέσμευση για την υλοποίησή της (βλέπε για παράδειγμα τα συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Λισσαβόνας του Μαρτίου 2002). Καταρχήν, η ΕΕ καθόρισε μια φιλόδοξη προθεσμία, το έτος 2005, για την υλοποίηση του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (ΠΔΧΥ), ένα "πακέτο" 42 πρωτοβουλιών που αποσκοπούν στη βελτίωση της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ. Μια ακόμα πιο σύντομη προθεσμία, το 2003, ορίστηκε για τις

πρωτοβουλίες στις αγορές κινητών αξιών και το Πρόγραμμα Δράσης για τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια (ΠΔΕΚ), το οποίο αποτελεί το πρώτο βήμα προς την ανάπτυξη ενοποιημένης και αποτελεσματικής αγοράς για τη χρηματοδότηση νέων και δυναμικών επιχειρήσεων. Δεύτερον, η εφαρμογή του ΠΔΧΥ πρέπει να είναι ομοιόμορφη σε όλα τα κράτη μέλη για να εξασφαλιστεί η πραγματική - και όχι μόνο ονομαστική - ενοποίηση των εθνικών χρηματοπιστωτικών αγορών. Το νέο πλαίσιο λήψης των αποφάσεων για τη νομοθεσία των αγορών κινητών αξιών, το οποίο θεσπίστηκε με βάση τις προτάσεις της Επιτροπής Lamfalussy θα συμβάλει στην επίτευξη του στόχου αυτού και θα εξασφαλίσει ότι η νομοθεσία προσαρμόζεται όσο το δυνατόν ταχύτερα στις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τρίτον, η πολιτική ανταγωνισμού πρέπει να δώσει νέα ώθηση στη διαδικασία χρηματοπιστωτικής ενοποίησης προκειμένου να καταστεί δυνατή η πλήρης αξιοποίηση των οικονομικών πλεονεκτημάτων της. Τέταρτον, οι καταναλωτές και οι επενδυτές πρέπει να τυγχάνουν κατάλληλης προστασίας για να μπορούν να ασκούν με εμπιστοσύνη τις δραστηριότητές τους σε μια ενιαία αγορά που καλύπτει το σύνολο της Ένωσης και να επωφελούνται πλήρως από τα πλεονεκτήματά της.

Το ευρώ ως διεθνές νόμισμα

Το δολάριο παραμένει το κυριότερο διεθνές νόμισμα, αλλά το ευρώ αποτελεί πλέον, από τη δημιουργία του, το δεύτερο σημαντικότερο νόμισμα σε παγκόσμιο επίπεδο. Μια σειρά παραγόντων συμβάλλουν στην προώθηση της χρήσης του ευρώ ως διεθνές νόμισμα. Το πρώτο είναι το μεγάλο μέγεθος της οικονομίας της ζώνης ευρώ, η οποία αντιπροσωπεύει το 16% περίπου του παγκόσμιου ΑΕΠ και είναι επομένως λίγο μικρότερη από την οικονομία των ΗΠΑ (21%), αλλά πολύ μεγαλύτερη από την Ιαπωνία (8%). Ανάλογα είναι τα ποσοστά συμμετοχής των τριών αυτών ζωνών στο συνολικό παγκόσμιο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών. Ο δεύτερος παράγοντας που καθιστά ελκυστικό το ευρώ σε διεθνές επίπεδο είναι η σταθερότητά του, η οποία αντικατοπτρίζει τα υγιή θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης ευρώ, χάρη στο προσανατολισμένο προς τη σταθερότητα πλαίσιο οικονομικής πολιτικής της ΟΝΕ. Ο τρίτος παράγοντας είναι η συνεχιζόμενη ενοποίηση των εθνικών χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ευρώπη, η οποία οδηγεί στη δημιουργία μεγάλων και ρευστών πανευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, οι οποίες θα ενισχύσουν το ρόλο του ευρώ στις διεθνείς δανειοδοτικές και δανειοληπτικές δραστηριότητες. Ωστόσο, λόγω αποτελεσμάτων δικτύου και κλίμακας, είναι πιθανό ότι το δολάριο ΗΠΑ θα παραμείνει το κυρίαρχο νόμισμα. Η διεθνοποίηση του ευρώ αποτελεί πάντως μια διαδικασία που αναπτύσσεται υπό την ώθηση του ιδιωτικού τομέα και το Ευρωσύστημα δεν έχει ως στόχο πολιτικής την παρεμπόδιση ή την προώθησή της.

Η ζώνη ευρώ, και όχι τα κράτη μέλη της, είναι εκείνη που λαμβάνεται πλέον υπόψη από τον υπόλοιπο κόσμο όταν εξετάζονται διεθνή μακροοικονομικά προβλήματα. Οι διεθνείς οργανισμοί που είναι επιφορτισμένοι με την πολυμερή εποπτεία, όπως το ΔΝΤ και ο ΟΟΣΑ έχουν αναγνωρίσει τις συνέπειες αυτών των αλλαγών και αξιολογούν τακτικά τη συνολική μακροοικονομική κατάσταση της ζώνης του ευρώ. Η μεταβολή αντικατοπτρίζεται επίσης στις δηλώσεις των υπουργών οικονομικών των χωρών του G7, οι οποίοι δεν αναφέρονται πλέον στις κατευθύνσεις της μακροοικονομικής πολιτικής μεμονωμένων κρατών μελών της ζώνης ευρώ, αλλά στη συνολική οικονομική κατάσταση της ζώνης αυτής.

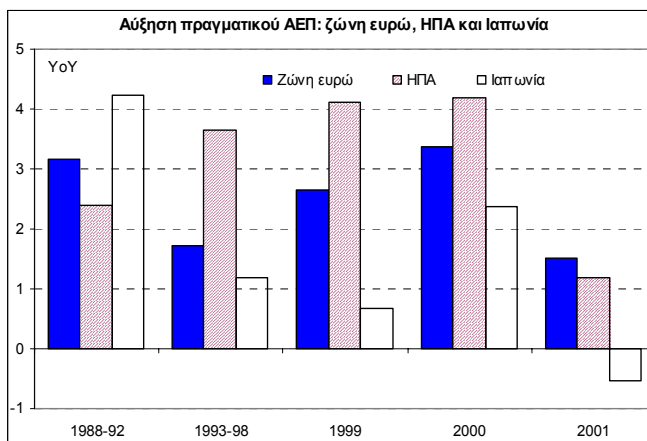
Η ΟΝΕ έδωσε μια ώθηση στη διαδικασία διαμόρφωσης κοινών ευρωπαϊκών θέσεων, η οποία επιτρέπει στην Κοινότητα να έχει εφεξής ένα διεθνή ρόλο ανάλογο προς την οικονομική της σημασία. Αυτή η εξέλιξη πρέπει να συμπληρωθεί με νέες προόδους στο επίπεδο της διεθνούς εκπροσώπησής της.

1. Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΚΑΙ ΤΑ ΕΠΙΤΕΥΓΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

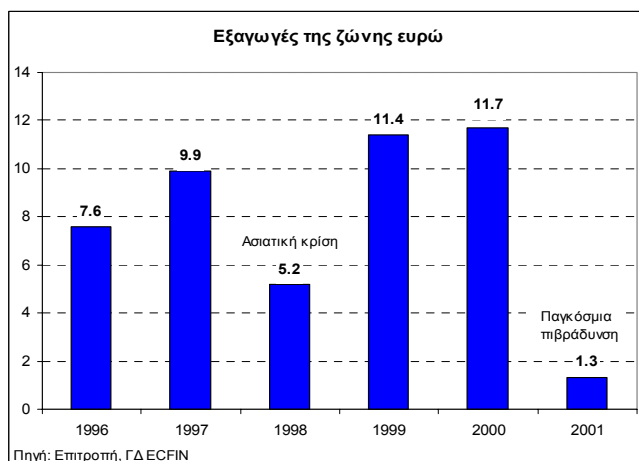
1.1 Το τρίτο έτος του ενιαίου νομίσματος και η παγκόσμια επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας

Τα δύο πρώτα έτη του τρίτου σταδίου της ONE, το ΑΕΠ αυξήθηκε με ρυθμούς ταχύτερους του δυνητικού που ανήλθαν σε μέσο όρο στο 3% ετησίως, προτού η οικονομία εισέλθει σε απότομη αλλά σύντομη ύφεση στο τρίτο έτος. Το 2001, η αύξηση του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε και είναι πιθανό ότι ο ρυθμός της θα είναι χαμηλός και στο πρώτο εξάμηνο του 2002. Οι αιτίες της κάμψης της δραστηριότητας είναι τόσο εσωτερικές όσο και εξωτερικές. Η ιδιωτική κατανάλωση παραμένει υποτονική από το φθινόπωρο του 2000, καθώς η απότομη άνοδος των τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής και η ανατίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ μείωσαν την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών της ζώνης ευρώ. Εξάλλου, η εμπιστοσύνη των καταναλωτών επιδεινώθηκε λόγω της αυξανόμενης αβεβαιότητας των εισοδηματικών προοπτικών και της πτώσης των χρηματιστηριακών τιμών. Η μείωση των εισοδημάτων είχε ως αποτέλεσμα τη συρρίκνωση των επενδύσεων και την επιδείνωση των προοπτικών από την πλευρά της ζήτησης.

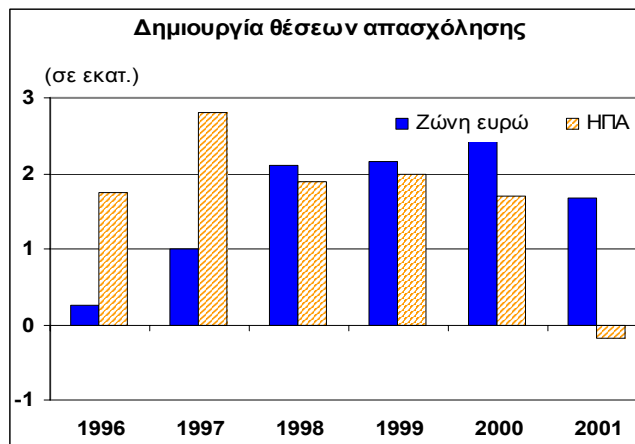
Παρατηρείται εξάλλου ένας μεγαλύτερος συγχρονισμός με την παγκόσμια οικονομία. Από τη δημιουργία του ενιαίου νομίσματος, η απόκλιση των ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ μεταξύ ζώνης ευρώ και ΗΠΑ μειώθηκε, ενώ παράλληλα ο κύκλος της συγκυρίας στη ζώνη ευρώ συγχρονίζεται ολοένα περισσότερο με εκείνον των άλλων μεγάλων οικονομιών, αντίθετα με ό,τι συνέβαινε στην προηγούμενη περίοδο (1990-98). Ο υψηλός βαθμός συγχρονισμού στην περίοδο ύφεσης του προηγούμενου έτους εξηγείται από τις κοινές διαταραχές που υπέστησαν οι διάφορες οικονομίες: αύξηση της τιμής του πετρελαίου, σκάσιμο της κερδοσκοπικής "φούσκας" στον τομέα των τεχνολογιών των πληροφοριών, γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου. Αλλά μπορεί επίσης να θεωρηθεί ως ένδειξη ότι η ζώνη ευρώ άρχισε να συμπεριφέρεται περισσότερο όπως πρέπει να αναμένεται από μια οικονομία τόσο ενταγμένη στην παγκόσμια οικονομία όσο η ζώνη ευρώ.



Στο εξωτερικό επίπεδο, η απότομη κάμψη της παγκόσμιας δραστηριότητας προκάλεσε μια σημαντική μείωση της εξωτερικής ζήτησης. Η ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου επιβραδύνθηκε απότομα και παρά την εξασθένηση του ευρώ, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών της ζώνης ευρώ μειώθηκε απότομα σε πραγματικούς όρους από 12½ % το 2000 σε λίγο περισσότερο από 2% το προηγούμενο έτος. Δεδομένου ωστόσο ότι οι εισαγωγές μειώθηκαν με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι οι εξαγωγές, η συμβολή του εξωτερικού τομέα στην οικονομική ανάπτυξη ήταν θετική. Υπό τις συνθήκες αυτές, η ανάκαμψη της δραστηριότητας θα μπορούσε να προέλθει από τη βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, σε συνδυασμό με μια αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, τα χαμηλά επίπεδα των αποθεμάτων, και τη διαμόρφωση νομισματικών συνθηκών ικανών να στηρίζουν την ανάπτυξη και πιο ευνοϊκού εξωτερικού περιβάλλοντος.

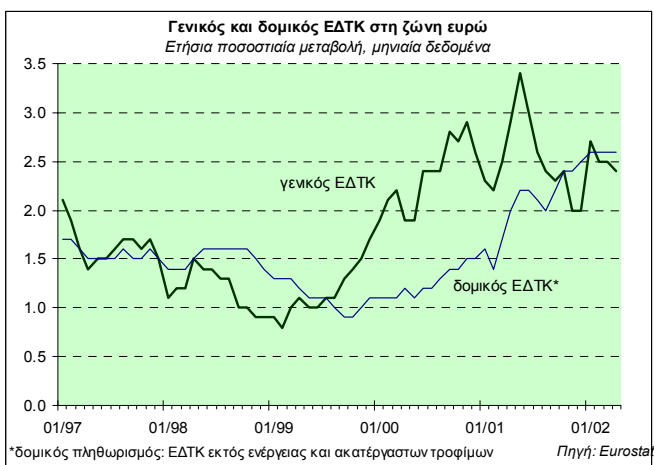
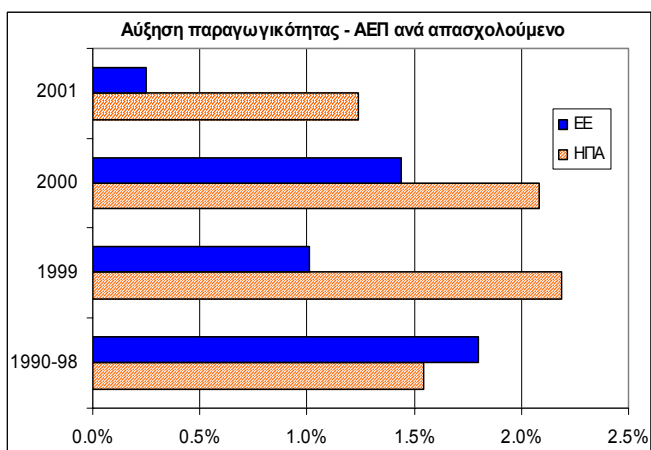


Η επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας τα πρώτα δύο χρόνια επηρέασε θετικά την απασχόληση. Διαπιστώνεται με ενδιαφέρον ότι η δημιουργία θέσεων απασχόλησης συνεχίστηκε με τους ίδιους σχεδόν ρυθμούς ακόμα και κατά την περίοδο κάμψης της δραστηριότητας. Στα πρώτα τρία χρόνια του ενιαίου νομίσματος δημιουργήθηκαν περίπου 6 εκατ. θέσεις απασχόλησης στη ζώνη ευρώ, έναντι 3,5 εκατ. στις ΗΠΑ. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από 11,3% το 1997 σε 8,3% το 2001. Η αύξηση του ΑΕΠ είχε συνεπώς ως αποτέλεσμα μια ταχύτερη αύξηση της απασχόλησης.



Οι παράγοντες αυτής της αναπτυξιακής διαδικασίας που συνοδεύεται από υψηλή δημιουργία θέσεων απασχόλησης πρέπει να αναζητηθούν στις διαρθρωτικές αλλαγές στην αγορά εργασίας. Η παρατεταμένη περίοδος συγκρατημένων μισθολογικών αυξήσεων οδήγησε στην αναστροφή μιας τάσης υποκατάστασης της εργασίας από το κεφάλαιο που επηρέασε αρνητικά την απασχόληση στο πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του 90. Από την πλευρά της προσφοράς, το ποσοστό συμμετοχής, ιδίως, των γυναικών αυξήθηκε αισθητά, παράλληλα με την αύξηση της αναλογίας των θέσεων μερικής απασχόλησης και των συμβάσεων ορισμένης διάρκειας στο σύνολο της απασχόλησης. Σε μέσο όρο ωστόσο, τα ποσοστά συμμετοχής παραμένουν χαμηλότερα από εκείνα των ΗΠΑ ή των Σκανδιναβικών Χωρών.

Η αύξηση της παραγωγικότητας στη ζώνη ευρώ και στις ΗΠΑ ήταν περίπου η ίδια σε μέσο ρυθμό στο πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του 90. Ωστόσο, από το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 90 η παραγωγικότητα στις ΗΠΑ αυξήθηκε με ρυθμούς σημαντικά ταχύτερους από τους συνήθεις σε αυτό το προχωρημένο στάδιο του κύκλου, ενώ στη ζώνη ευρώ η παραγωγικότητα συνέχισε να αυξάνεται με πιο συνήθεις και πιο προκυκλικούς ρυθμούς. Μια άλλη σημαντική διαφορά ήταν η ισχυρότερη πρόοδος της προσφοράς εργασίας στις ΗΠΑ, η οποία σε ορισμένο βαθμό οφείλεται στη μετανάστευση και στην ικανότητα της αμερικανικής οικονομίας να απορροφήσει ένα αυξανόμενο εργατικό δυναμικό. Οι συνδυασμένοι αυτοί παράγοντες εξηγούν γιατί η αύξηση του ΑΕΠ ήταν ταχύτερη στις ΗΠΑ από ό,τι στη ζώνη ευρώ.



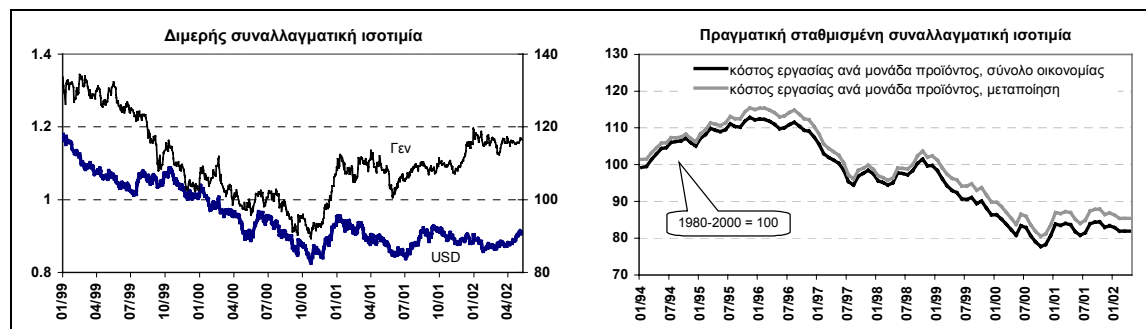
Μετά από μια περίοδο πολύ χαμηλού πληθωρισμού στην αρχή του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ, η αύξηση των τιμών καταναλωτή παρέμεινε υψηλότερη από το όριο του 2% που καθόρισε η ΕΚΤ. Ο γενικός ΕΔΤΚ αυξήθηκε από λίγο περισσότερο από 1,1% το 1999 σε 2,3% το 2000 και 2,5% το 2001. Η αύξηση αυτή μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο μέρος στην επίδραση μιας σειράς ειδικών παραγόντων αύξησης του κόστους σε μια περίοδο αρνητικού κυρίως κενού παραγωγής από τα μέσα της δεκαετίας του 90.

Δύο ισχυροί παράγοντες αύξησης του κόστους διαδραμάτισαν πρωταρχικό ρόλο στην εξέλιξη των τιμών καταναλωτή, η αύξηση των τιμών των εισαγωγών και η αύξηση των εγχώριων τιμών των ειδών διατροφής. Η αύξηση των τιμών των εισαγωγών, η οποία οφείλεται κυρίως στην αύξηση των παγκόσμιων τιμών του πετρελαίου και στην εξασθένηση του ευρώ, αποτελεί την πρωταρχική αιτία ανόδου του πληθωρισμού το 1999 και στο μεγαλύτερο μέρος του 2000. Στα τέλη του 2000, η κρίση της σπογγώδους εγκεφαλοπάθειας των βοοειδών, η επιδημία αφθώδους πυρετού και οι ασυνήθιστα κακές καιρικές συνθήκες επηρέασαν με τη σειρά τους τις τιμές και συνέβαλαν στην επιτάχυνση της αύξησης του ΕΔΤΚ έως τα μέσα της άνοιξης 2001. Τέλος, στις αρχές του 2002, οι νέες αυξήσεις στις τιμές των νωπών τροφίμων λόγω των ασυνήθιστα χαμηλών θερμοκρασιών σε μερικά μέρη της Ευρώπης, καθώς και η λιγότερο ευνοϊκή εξέλιξη των τιμών των ενεργειακών προϊόντων, έθεσαν εκ νέου το γενικό πληθωρισμό σε ανοδική τάση.

1.2 Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και οι εξωτερικοί λογαριασμοί

Ζώνη ευρώ

Από τη δημιουργία του το 1999, το ευρώ έχασε περισσότερο από το 20% της αξίας του σε σχέση με το δολάριο ΗΠΑ, αλλά ανάκτησε 10% περίπου σε σχέση με το χαμηλότερο επίπεδο του Οκτωβρίου 2000. Σε ονομαστικούς σταθμισμένους όρους υποχώρησε κατά περισσότερο από 10% έως την άνοιξη του 2001, αλλά από τότε παρέμεινε σχετικά σταθερό. Η πρόσφατη σταθερότητά του είναι οφείλεται κυρίως στη διακύμανση του δολαρίου και της λίρας στερλίνας χωρίς σαφή κατεύθυνση σε ένα ευρύτερο περιθώριο σε σχέση με το ευρώ, ενώ η μείωση της αξίας του ευρώ σε σχέση με το ελβετικό φράγκο αντισταθμίστηκε συνολικά από τα κέρδη έναντι του γεν. Αυτή η σχετική σταθερότητα της σταθμισμένης ισοτιμίας του ευρώ στην περίοδο αυτή προκαλεί έκπληξη, δεδομένων των σημαντικών μεταβολών που σημειώθηκαν στην παγκόσμια οικονομία και της γενικής αντίληψης ότι το ευρώ είναι υποτιμημένο με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα.



Η πραγματική σταθμισμένη ισοτιμία του ευρώ σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι κατά πολύ χαμηλότερη από το μακροχρόνιο (1980-2000) μέσο όρο της. Οι παραγωγοί στη ζώνη ευρώ έχουν ισχυρή ανταγωνιστική θέση έναντι των προμηθευτών από τις τρίτες χώρες. Το ανταγωνιστικό αυτό πλεονέκτημα εξηγεί εν μέρει τη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ το 2001, παρά τη σημαντική επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου. Ταυτόχρονα, η αδυναμία του ευρώ να ανατιμηθεί σε επίπεδα που αντιστοιχούν περισσότερο στα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα δεν συνέβαλε θετικά στη συγκράτηση του πληθωρισμού.

Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα των διασυνοριακών εμπορικών ροών. Οι μεταβολές στην άμεση φορολογία, στις μισθολογικές ρυθμίσεις και στους ειδικούς σε κάθε χώρα παράγοντες κόστους επηρεάζουν τη θέση των εγχώριων παραγωγών στις παγκόσμιες αγορές². Μια υποτίμηση σε πραγματικούς όρους τείνει να βελτιώσει την ανταγωνιστική θέση των εγχώριων παραγωγών αλλά συνεπάγεται ταυτόχρονα απώλεια αγοραστικής δύναμης για τους καταναλωτές και εντείνει τις πληθωριστικές πιέσεις. Το κατάλληλο "επίπεδο ανταγωνιστικότητας" εξαρτάται κάθε φορά από την τρέχουσα οικονομική κατάσταση.

Ο ισολογισμός τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης ευρώ συνέχισε να βελτιώνεται στη διάρκεια του 2001. Το σωρευτικό ετήσιο υπόλοιπό είναι ελαφρά πλεονασματικό και το πλεόνασμα αυτό θα διατηρηθεί,

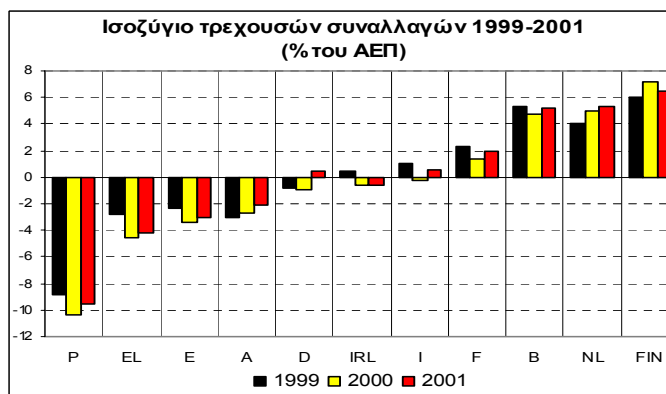
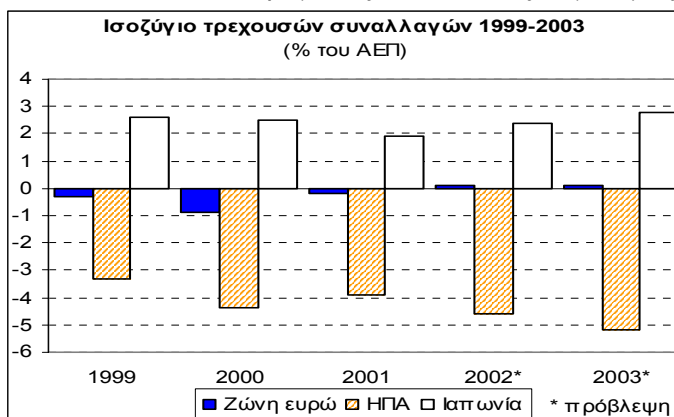
² Ο ανταγωνισμός τιμών είναι μια στενή έννοια, εφόσον άλλοι παράγοντες όπως η ποιότητα των προϊόντων, οι υπηρεσίες και η τήρηση των προθεσμιών παράδοσης επηρεάζουν επίσης την ισχύ του εξαγωγικού τομέα μιας χώρας. Η έκθεση του Παγκόσμιου Οικονομικού Φόρουμ σχετικά με την ανταγωνιστικότητα κατατάσσει τις χώρες με βάση τη "σημερινή" και την "αναπτυξιακή" ανταγωνιστικότητά τους. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσιεύει επίσης μια ετήσια έκθεση για την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων. Βλέπε επίσης "Competitiveness: A Dangerous Obsession" του P. Krugman, Foreign Affairs, Μάρτιος-Απρίλιος 1994.

σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες προβλέψεις, έως το 2003. Σε παγκόσμιο επίπεδο, οι εξωτερικές ανισορροπίες παραμένουν ιδιαίτερα αισθητές. Το πολύ μεγάλο έλλειμμα των ΗΠΑ αντισταθμίζεται εν μέρει από το σημαντικό πλεόνασμα της Ιαπωνίας και ορισμένων άλλων χωρών της Ασίας, ενώ η ζώνη ευρώ στο σύνολό της εμφανίζει ένα λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών πλησίον της ισορροπίας. Παραμένει ανοικτό το ερώτημα του βαθμού στον οποίο οι κυκλικοί παράγοντες εντείνουν τις παγκόσμιες ανισορροπίες, οι οποίες αναμένεται ότι θα απορροφηθούν καθώς η οικονομική ανάπτυξη στις εν λόγω περιοχές επανέρχεται στο δυνητικό της επίπεδο. Με αμετάβλητους τους άλλους παράγοντες, οι κυκλικές επιδράσεις μπορούν να προκαλέσουν ελλείμματα στους λογαριασμούς τρεχουσών συναλλαγών όταν τα εισοδήματα αυξάνονται με ρυθμούς ταχύτερους του μέσου όρου και, αντίστροφα, πλεονάσματα σε περιόδους αύξησης των εισοδημάτων με ρυθμούς βραδύτερους του μέσου όρου.

Κράτη μέλη

Παρόλο που ο λογαριασμός τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης ευρώ δεν εμφάνισε σημαντικές ανισορροπίες στα πρώτα τρία χρόνια, σε επίπεδο κρατών μελών η εξέλιξή του παρουσιάζει αισθητές διαφορές. Οι εξωτερικές ανισορροπίες στη ζώνη ευρώ θέτουν το ερώτημα της καταλληλότητας και της διατηρησιμότητάς τους στην ΟΝΕ. Σε γενικές γραμμές, παρόλο που στο παρελθόν υπήρχαν πάντα ανισορροπίες στους λογαριασμούς τρεχουσών συναλλαγών σε επίπεδο κρατών μελών, η κατάσταση άλλαξε σημαντικά μετά τη δημιουργία του ευρώ, εφόσον η ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά διευκόλυνε τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων. Μια χώρα μπορεί πράγματι να διατηρεί ανισορροπίες για μεγάλο διάστημα και να σωρεύει σημαντικές ελλειμματικές εξωτερικές θέσεις. Η πολιτική αυτή δεν είναι κατ' ανάγκη ακατάλληλη και μπορεί να δικαιολογείται από διάφορους λόγους (π.χ. διαδικασία κάλυψης αναπτυξιακής υστέρησης) που αντικατοπτρίζουν την έντονη δραστηριότητα του ιδιωτικού τομέα. Ωστόσο, μια ανισορροπία στους εξωτερικούς λογαριασμούς κράτους μέλους θα έχει πάντα ως αποτέλεσμα τη μεταβολή της καθαρής εξωτερικής του θέσης. Χωρίς να χρειάζεται να παρουσιαστούν οι θεωρητικές βάσεις της διατηρησιμότητας του λογαριασμού τρεχουσών συναλλαγών, είναι προφανές ότι η σώρευση εξωτερικού χρέους υπόκειται σε ορισμένα ανώτατα όρια. Εφόσον η κατάσταση δεν μπορεί πλέον να διορθωθεί με προσαρμογή της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, η σημασία των άλλων μέσων, που βασίζονται στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, έχει αυξηθεί σημαντικά. Σε μια χώρα που πρέπει να βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα τιμών της, οι συγκρατημένες μισθολογικές αυξήσεις και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την αύξηση της παραγωγικότητας αποτελούν τα μόνα μέσα. Η ανάγκη για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις είναι επιτακτική στο σημερινό περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού της ζώνης ευρώ, στο οποίο η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων είναι δυσχερέστερη.

Η ανταγωνιστική θέση διαφέρει μεταξύ κρατών μελών, τόσο όσον αφορά το επίπεδό της όσο και την πρόσφατη εξέλιξή της. Από την έναρξη της ΟΝΕ, σημειώθηκαν οι ακόλουθες εξελίξεις στα κράτη μέλη σε σχέση με το μέσο όρο³: σε ορισμένα η ανταγωνιστικότητα κόστους μειώθηκε – Πορτογαλία (-10%), Κάτω Χώρες (-8%), Ιρλανδία (-6%) και Ισπανία (-3%), σε άλλα βελτιώθηκε – Γερμανία (+5%), Ελλάδα (+5%) και Αυστρία (+2%) και σε άλλα παρέμεινε γενικά αμετάβλητη – Γαλλία (+0.6%), Βέλγιο-Λουξεμβούργο (-0.4%), Ιταλία (-1%) και Φινλανδία (-1%).



³ Όπως μετράται από την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντων στη μεταποίηση.

Οι τάσεις που παρατηρούνται από την αρχή του ενιαίου νομίσματος δεν αντικατοπτρίζουν κατ' ανάγκη αποκλίσεις από το κατάλληλο επίπεδο ανταγωνιστικότητας, εφόσον οι αρχικές θέσεις δεν είναι πάντα θέσεις ισορροπίας. Οι αποκλίνουσες εξελίξεις των πραγματικών σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών των κρατών μελών μπορούν να εξηγηθούν από διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης της παραγωγικότητας και διαφορετικά ποσοστά πληθωρισμού, αλλά και από διαρθρωτικούς παράγοντες όπως το άνοιγμα της οικονομίας και η σύνθεση των εξωτερικών εμπορικών ροών. Η ανάλυση σε βάθος των κινήσεων των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών πρέπει συνεπώς να γίνει σε συνδυασμό με τη διεξοδική ανάλυση της οικονομικής κατάστασης κάθε χώρας.

Ένας δυνατός τρόπος αξιολόγησης των δυνητικών επιπτώσεων είναι να υπολογιστεί η μεταβολή των τιμών των εξαγόμενων μείον τη μεταβολή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση ώστε να προκύψει μια κατά προσέγγιση μέτρηση του περιθωρίου κέρδους. Εάν οι αυξήσεις κόστους δεν μπορούν να μετακυλιστούν στις τιμές των εξαγόμενων διότι οι παραγωγοί έχουν περιορισμένη δυνατότητα επηρεασμού των τιμών στις εξαγωγικές αγορές τους, τα περιθώρια κέρδους υπόκεινται σε αυξανόμενες πιέσεις. Ως παράδειγμα μπορούν να ληφθούν οι τρεις χώρες με τη μεγαλύτερη απώλεια ανταγωνιστικότητας σε σχέση με το μέσο όρο της ζώνης ευρώ: οι εξωτερικές εμπορικές ροές της Πορτογαλίας και των Κάτω Χωρών εμφανίζουν την ίδια γεωγραφική κατανομή, δηλαδή το 1/3 με χώρες εκτός ζώνης ευρώ και τα 2/3 με χώρες της ζώνης ευρώ, ενώ για την Ιρλανδία οι αντίστοιχες αναλογίες είναι 55% με χώρες εκτός ζώνης ευρώ και 45% εντός της ζώνης ευρώ. Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της Ιρλανδίας στο εσωτερικό της ζώνης ευρώ είναι συνεπώς λιγότερο σαφής και το όφελός της από την

Πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία σε σχέση με τη ζώνη ευρώ



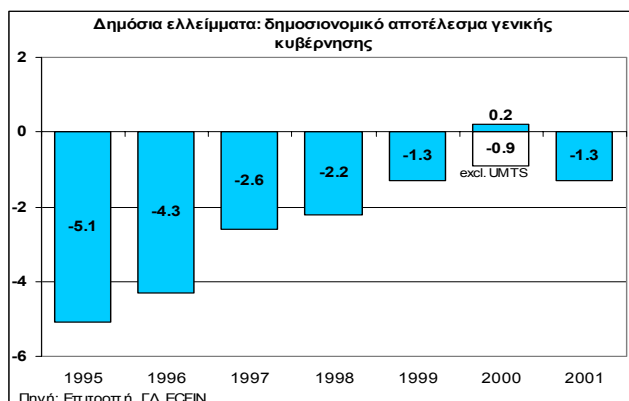
πτώση της τιμής του ευρώ σημαντικότερο από ό,τι για τις άλλες δύο χώρες.

Από την άποψη της οικονομικής πολιτικής, εκτός από το συνολικό ισοζύγιο της ζώνης ευρώ πρέπει να αποτελέσουν αντικείμενο παρακολούθησης και τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών των κρατών μελών της, τα οποία μπορούν να παράσχουν ενδείξεις για την ύπαρξη ειδικών σε κάθε χώρα προβλημάτων. Η ανταγωνιστικότητα τιμών μπορεί να επιδεινωθεί, είτε η χώρα τείνει προς μια θέση ισορροπίας, είτε απομακρύνεται από αυτήν. Η νομισματική πολιτική καλύπτει το σύνολο της ζώνης ευρώ και επομένως δεν μπορεί να ρυθμίσει προβλήματα υπερβάλλουσας προσφοράς ή ζήτησης που εκδηλώνονται σε ορισμένες χώρες. Η δημοσιονομική πολιτική, και ιδίως οι διαρθρωτικές πολιτικές για την αύξηση της προσφοράς, είναι αναγκαία για να αποφευχθεί η σώρευση εξωτερικών ανισορροπιών, οι οποίες μπορούν μακροχρόνια να απειλήσουν τη χρηματοπιστωτική ισορροπία.

1.3 Μακροοικονομικές πολιτικές στη ζώνη ευρώ

Επιτεύγματα

Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) καθιέρωσε μια ενισχυμένη εποπτική διαδικασία για την παρακολούθηση των δημοσιονομικών πολιτικών στο πλαίσιο της ONE. Στόχος της είναι να εξασφαλίσει τη δημοσιονομική πειθαρχία και να βοηθήσει την ΕΚΤ να διατηρήσει τη σταθερότητα των τιμών. Εφόσον το ενιαίο νόμισμα συνεπάγεται την ενίσχυση του ρόλου των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών στην



προσαρμογή της οικονομίας σε καθαρά εθνικές εξελίξεις, το ΣΣΑ καθορίζει το "μεσοπρόθεσμο στόχο για δημοσιονομικές θέσεις πλησίον της ισορροπίας ή πλεονασματικές", ο οποίος "επιτρέπει σε όλα τα κράτη μέλη να αντιμετωπίσουν τις κανονικές κυκλικές διακυμάνσεις διατηρώντας ταυτόχρονα το δημόσιο έλλειμμα τους κάτω από την τιμή αναφοράς" του 3% του ΑΕΠ. Στο πλαίσιο του ΣΣΑ, τα κράτη μέλη της ζώνης ευρώ πρέπει να προσαρμόζουν κάθε χρόνο τη μεσοπρόθεσμη δημοσιονομική στρατηγική τους με την υποβολή επικαιροποιμένων προγραμμάτων σταθερότητας⁴. Τα προγράμματα σταθερότητας είναι τα κυριότερα μέσα δημοσιονομικής εποπτείας στην ΟΝΕ και αξιολογούνται από την Επιτροπή και το Συμβούλιο.

Σε σύγκριση με την αρχική κατάσταση ανισορροπίας, τα τελευταία έξι χρόνια σημειώθηκε σημαντική πρόοδος προς την επίτευξη μεγαλύτερης δημοσιονομικής πειθαρχίας. Σε πραγματικούς όρους, τα δημοσιονομικά αποτελέσματα στη ζώνη ευρώ συνέχισαν να βελτιώνονται έως το 1999, εν μέρει χάρη στις επίμονες προσπάθειες εξυγίανσης και πολλά κράτη μέλη εμφανίζουν εφεξής πλεόνασμα. Η ευνοϊκή εξέλιξη που παρατηρήθηκε τα επόμενα χρόνια σε ορισμένες χώρες οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ισχυρή οικονομική ανάπτυξη, ενώ η βελτίωση στις βασικές δημοσιονομικές θέσεις ήταν πολύ περιορισμένη. Το 2001, τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξήθηκαν λόγω των φορολογικών ελαφρύνσεων, οι οποίες δεν αντισταθμίστηκαν πλήρως από τις μειώσεις δαπανών και τη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών στις περιόδους κυκλικής επιβράδυνσης της δραστηριότητας.

Από την αρχή του 1999, οι δημοσιονομικές πολιτικές εφαρμόζονται στο πλαίσιο του ΣΣΑ. Η τιμή αναφοράς του 3% αποτελεί πλέον εκ των πραγμάτων ένα αυστηρό ανώτατο όριο και κανένας κράτος μέλος δεν την έχει υπερβεί. Η δημοσιονομική προσαρμογή συνεχίστηκε στις περισσότερες χώρες, αν και με βραδύτερο ρυθμό. Το 2001, τα περισσότερα κράτη μέλη επέτυχαν δημοσιονομικά αποτελέσματα που πληρούν την απαίτηση του ΣΣΑ για "θέσεις πλησίον της ισορροπίας ή πλεονασματικές".

Είναι σαφές ότι ο ρόλος του ΣΣΑ στην επιτυχία αυτή ήταν σημαντικός. Ωστόσο, στη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και την Πορτογαλία τα δημοσιονομικά ελλείμματα παραμένουν ακόμα πολύ υψηλά και επηρεάζουν τα συνολικά μεγέθη της ζώνης ευρώ. Νέες προσπάθειες εξυγίανσης είναι αναγκαίες για την επίτευξη θέσεων πλησίον της ισορροπίας το 2004 το αργότερο. Οι δεσμεύσεις προς την κατεύθυνση αυτή αναλήφθηκαν κατά την εξέταση το 2001 των επικαιροποιημένων προγραμμάτων σύγκλισης. Δεδομένου ότι το 2001 τα ελλείμματα στη Γερμανία και την Πορτογαλία υπερέβησαν κατά πολύ τους στόχους των προγραμμάτων σταθερότητας των χωρών αυτών και προσέγγισαν την τιμή αναφοράς του 3% του ΑΕΠ, η Επιτροπή υπέβαλε στο Συμβούλιο σύσταση για την έκδοση "προειδοποίησης" σύμφωνα με τον κανονισμό του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Μετά την εξέταση από το Συμβούλιο του σχεδίου σύστασης της Επιτροπής για την έκδοση προειδοποίησης, η Γερμανία και η Πορτογαλία ανέλαβαν αποφασιστικές πολιτικές δεσμεύσεις για να άρουν τις ανησυχίες της Επιτροπής.

Σε γενικό επίπεδο, η διαδικασία εξυγίανσης των δημοσιονομικών θέσεων συνοδεύτηκε από μια βελτίωση της σύνθεσης της δημοσιονομικής προσαρμογής. Η μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης, όπου είναι σκόπιμο (και ιδίως των οριακών συντελεστών φορολόγησης της εργασίας), η εξάλειψη των φορολογικών στρεβλώσεων και η συγκράτηση των τρεχουσών δαπανών αποτελούν τα πλέον αποτελεσματικά μέσα για μια διατηρήσιμη δημοσιονομική προσαρμογή. Οι πρόσφατες δημοσιονομικές εξελίξεις βαίνουν στην κατεύθυνση αυτή. Η σημερινή προσαρμογή βασίζεται κυρίως στη συγκράτηση των δαπανών, ενώ η συνολική φορολογική επιβάρυνση μειώθηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ. Οι συνεχιζόμενες φορολογικές μεταρρυθμίσεις θα διευκολύνουν τη μείωση των παραδοσιακά υψηλών φορολογικών επιβαρύνσεων σε πολλές χώρες της ΕΕ. Η μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης τόσο του κεφαλαίου όσο και της εργασίας, και ιδίως των χαμηλόμισθων, θα διευκολύνει τη συσσώρευση φυσικού και ανθρώπινου κεφαλαίου, θα αυξήσει τη συμμετοχή στην αγορά εργασίας και θα δώσει νέα ώθηση στη ζήτηση εργασίας.

Ωστόσο, η μελλοντική δημοσιονομική πολιτική στη ζώνη ευρώ πρέπει να αντιμετωπίσει δύο μεγάλες προκλήσεις:

- *Εξάλειψη των απομενουσών ανισορροπιών και διατήρηση ουδέτερης δημοσιονομικής κατεύθυνσης:* για να συνεχίσει να επωφελείται από ευνοϊκούς ρυθμούς ανάπτυξης και χαμηλό πληθωρισμό, έχει ουσιαστική σημασία να εξαλειφθούν οι απομένουσες ανισορροπίες και να διατηρηθεί μια ουδέτερη δημοσιονομική κατεύθυνση. Η συνέχιση της δημοσιονομικής πειθαρχίας θα διευκολύνει επίσης την

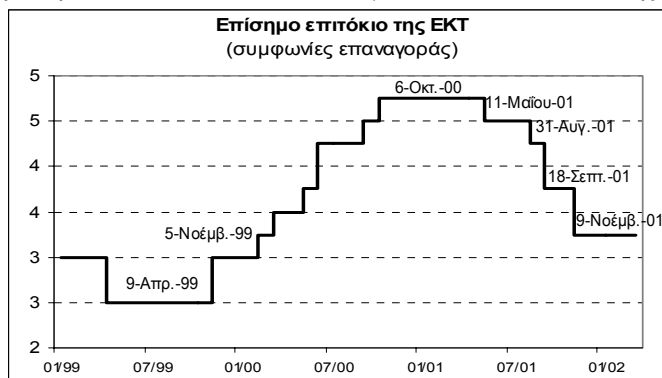
⁴ Τα κράτη μέλη που δεν συμμετέχουν στη ζώνη ευρώ συνεχίζουν να υποβάλλουν προγράμματα σύγκλισης.

αποστολή της ΕΚΤ για την επίτευξη σταθερότητας τιμών. Εξασφαλίζοντας ότι τα δημόσια οικονομικά τους πληρούν το μεσοπρόθεσμο στόχο του ΣΣΑ για δημοσιονομικές θέσεις "πλησίον της ισορροπίας ή πλεονασματικές", τα κράτη μέλη θα μπορέσουν να αντιμετωπίσουν πιο αποτελεσματικά τις συνήθεις κυκλικές διακυμάνσεις και να ανταποκριθούν στις ειδικές σε κάθε χώρα εξελίξεις, αλλά και να δημιουργήσουν τα απαραίτητα δημοσιονομικά περιθώρια για την υλοποίηση των αναγκαίων δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων.

- *Προετοιμασία για την αντιμετώπιση της γήρανσης του πληθυσμού:* η διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών αποτελεί πλέον μέρος της εποπτείας στο πλαίσιο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Οι κίνδυνοι έχουν εντοπιστεί σε πολλά κράτη μέλη. Η αντιμετώπισή τους ενδέχεται να απαιτήσει τον καθορισμό πιο φιλόδοξων μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών στόχων για την εξομάλυνση της μελλοντικής εξέλιξης του δημόσιου χρέους.

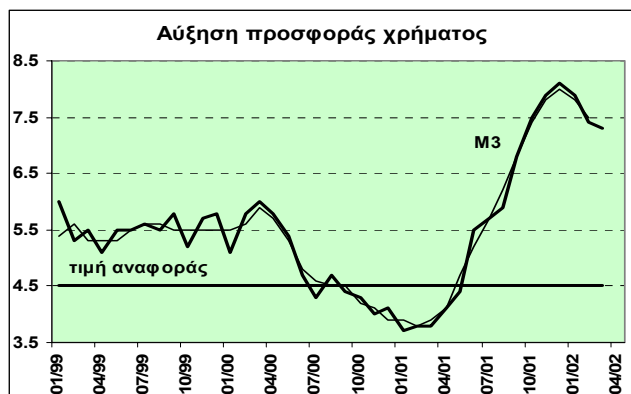
Όσον αφορά τη *νομισματική πολιτική*, η Συνθήκη ορίζει τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών ως τον πρωταρχικό στόχο της ΕΚΤ. Η νομισματική πολιτική πρέπει επίσης να στηρίζει τις οικονομικές πολιτικές στη ζώνη ευρώ χωρίς να θέτει σε κίνδυνο το στόχο της σταθερότητας των τιμών. Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ περιλαμβάνει τρία βασικά στοιχεία: έναν ποσοτικό ορισμό της σταθερότητας των τιμών και δύο βασικά κριτήρια για την αξιολόγηση των κινδύνων που απειλούν τη σταθερότητα αυτή. Η ΕΚΤ ορίζει τη σταθερότητα των τιμών ως την ετήσια αύξηση του ΕΔΤΚ για τη ζώνη ευρώ κατά λιγότερο από 2% και υπογραμμίζει ότι η σταθερότητα αυτή πρέπει να διατηρηθεί σε μεσοπρόθεσμη βάση. Ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών παρέχει ένα σημείο αναφοράς που επιτρέπει να εκτιμηθεί σε ποιο βαθμό η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ επιτυγχάνει τον πρωταρχικό της στόχο. Επιπλέον, η ΕΚΤ δήλωσε ότι η ενιαία νομισματική πολιτική σχεδιάζεται με προοπτική το σύνολο της ζώνης ευρώ και συνεπώς δεν θα αντιδρά σε ειδικές περιφερειακές ή εθνικές εξελίξεις. Ο πρώτος πυλώνας της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ αποδίδει πρωτεύοντα ρόλο στα νομισματικά μεγέθη, όπως καταδεικνύεται από την αναγγελία της τιμής αναφοράς για την επέκταση της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια, M3. Από το Δεκέμβριο του 1998, ως τιμή αναφοράς της ΕΚΤ ορίστηκε ένας ρυθμός αύξησης 4½%. Ο δεύτερος πυλώνας συνίσταται στην ανάλυση ενός ευρέως φάσματος άλλων οικονομικών δεικτών όπως οι δείκτες κόστους και τιμών, η συναλλαγματική ισοτιμία, τα μεγέθη της πραγματικής οικονομίας και οι δείκτες των χρηματοπιστωτικών αγορών, προκειμένου να καταστεί δυνατή μια γενική εκτίμηση των προοπτικών από πλευράς πληθωρισμού και των κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών.

Την άνοιξη του 1999, η ΕΚΤ μείωσε τα επιτόκια σε ένα πλαίσιο μειούμενου πληθωρισμού και αβεβαιότητας για τις προοπτικές της ανάπτυξης σε παγκόσμιο επίπεδο μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση στη Νότια Ασία, τη Ρωσία και τη Βραζιλία. Καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχύνθηκε τους επόμενους μήνες του έτους, η ΕΚΤ ανέστρεψε την αρχική κατεύθυνση της πολιτικής της και αύξησε εκ νέου τα επιτόκια. Στη διάρκεια του 2000, η σημαντική αύξηση των τιμών του πετρελαίου, σε συνδυασμό με την πτώση του ευρώ ενέτεινε τους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών. Παράλληλα, η προσφορά χρήματος συνέχισε να αυξάνεται με ρυθμούς υψηλότερους από την τιμή αναφοράς του 4½%, ενώ ο ρυθμός επέκτασης των πιστώσεων στον ιδιωτικό τομέα παρέμεινε επίσης ισχυρός. Η ΕΚΤ αντιμετώπισε τις εντεινόμενες πληθωριστικές πιέσεις αυξάνοντας επανειλημμένα τα επιτόκιά της. Η επιδείνωση των οικονομικών προοπτικών της παγκόσμιας οικονομίας, και ιδίως στις ΗΠΑ, οδήγησαν σε σειρά μειώσεων επιτοκίων στις σημαντικές οικονομίες σε όλη τη διάρκεια του 2001. Η ΕΚΤ μείωσε τα επιτόκιά της τέσσερις φορές το προηγούμενο έτος κατά 150 σημεία βάσης συνολικά, στο επίπεδο του 3¼%, παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός υπερέβη το ανώτατο επίπεδο του 2%. Πράγματι, πολλές από τις αυξήσεις τιμών είχαν προσωρινό χαρακτήρα και η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας ασκούσε πτωτικές πιέσεις στον πληθωρισμό. Η πιθανή έλλειψη αντίκτυπου στις πληθωριστικές προσδοκίες από την προσωρινή αύξηση του πληθωρισμού επέτρεψε τη διατήρηση συγκρατημένων μισθολογικών αυξήσεων.



Στο μεγαλύτερο μέρος της τριετούς περιόδου από τη δημιουργία του ενιαίου νομίσματος, η αύξηση της προσφοράς χρήματος ήταν υψηλότερη από την τιμή αναφοράς της ΕΚΤ και στο τελευταίο τρίμηνο του

2001 και το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους υπερέβη εκ νέου την τιμή αυτή. Ωστόσο, η ΕΚΤ δεν θεωρεί ότι η πρόσφατη αύξηση αποτελεί κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών, διότι οφείλεται κυρίως στη στροφή χαρτοφυλακίων προς νομισματικά περιουσιακά στοιχεία σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης αβεβαιότητας. Στο πλαίσιο αυτό, η υπέρβαση της τιμής αναφοράς για την προσφορά χρήματος M3 δεν εμπόδισε την ΕΚΤ να μειώσει εκ νέου τα βασικά επιτόκια μετά την τρομοκρατική επίθεση στις ΗΠΑ το φθινόπωρο του 2001.



Παρόλο που η ΕΚΤ πρέπει σε κάθε περίπτωση να λαμβάνει τις αποφάσεις της για τα επιτόκια σε συνάρτηση με τις οικονομικές συνθήκες στο σύνολο της ζώνης ευρώ, εξακολουθούν ωστόσο να υπάρχουν διαφορές στα ποσοστά πληθωρισμού μεταξύ κρατών μελών. Αυτό συμβαίνει όμως και μεταξύ μεμονωμένων Πολιτειών στις ΗΠΑ. Οι οικονομικές πολιτικές πρέπει να προσαρμόζονται κατά τρόπο που να επιτρέπει την αντιμετώπιση των εγχώριων ανισορροπιών στις διάφορες χώρες της ζώνης ευρώ.

1.4 Συντονισμός των οικονομικών πολιτικών στην ΟΝΕ

Η Συνθήκη θεσπίζει ένα υγιές πλαίσιο οικονομικής πολιτικής, το οποίο περιλαμβάνει ιδίως τη δέσμευση για την προώθηση οικονομίας ανοικτής αγοράς που βασίζεται στον ελεύθερο ανταγωνισμό, στη σταθερότητα των τιμών και σε υγιή δημόσια οικονομικά και οδηγεί σε διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη και υψηλά επίπεδα απασχόλησης. Αναθέτει σαφή καθήκοντα στους διάφορους φορείς που είναι υπεύθυνοι για την οικονομική πολιτική, αλλά εγγυάται την ανεξαρτησία τους (επικουρικότητα και συντονισμός). Η ενιαία νομισματική πολιτική ανατίθεται στην ανεξάρτητη ΕΚΤ. Στόχος της είναι η σταθερότητα των τιμών. Τα κράτη μέλη διατηρούν την ευθύνη για τις περισσότερες άλλες οικονομικές πολιτικές, δηλαδή την εθνική δημοσιονομική πολιτική και τις διαρθρωτικές πολιτικές.

Η Συνθήκη προβλέπει ένα σύστημα συντονισμού των οικονομικών πολιτικών το οποίο διευκολύνει τη μετάδοση των θετικών αποτελεσμάτων και λαμβάνει υπόψη τις αρνητικές εξωτερικές οικονομίες που μπορούν να προκύψουν από την έλλειψη συντονισμού των διαδικασιών λήψης αποφάσεων. Οι γενικοί προσανατολισμοί των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών και της Κοινότητας (ΓΠΟΠ) αποτελούν το κεντρικό στοιχείο του συστήματος συντονισμού. Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο, το οποίο βασίζεται επίσης στη Συνθήκη, είναι η πολυμερής εποπτεία των οικονομικών πολιτικών.

Οι γενικοί προσανατολισμοί παρέχουν στους υπεύθυνους για την οικονομική πολιτική κατευθυντήριες γραμμές τόσο στο μακροοικονομικό όσο και στο διαρθρωτικό τομέα. Χάρη στη συνολική τους προσέγγιση, εξασφαλίζουν τη συνοχή της πολιτικής μεταξύ τομέων παρέμβασης και γεωγραφικών περιοχών. Η πολυμερής εποπτεία τέθηκε σε εφαρμογή με μια σειρά διαδικασίες, οι οποίες έχουν ως σκοπό να εξασφαλίσουν υγιείς δημοσιονομικές πολιτικές (σύμφωνο σταθερότητας και ανάπτυξης) και να προωθήσουν τη διαδικασία διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας, προϊόντων και κεφαλαίων (διαδικασίες του Λουξεμβούργου και του Κάρντιφ). Τον Ιούνιο του 1999, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Κολωνίας έθεσε σε εφαρμογή το "μακροοικονομικό διάλογο", ο οποίος έχει ως στόχο να διευκολύνει την ανταλλαγή απόψεων μεταξύ υπευθύνων για την οικονομική πολιτική και εκπροσώπων των κοινωνικών εταίρων σχετικά με τις οικονομικές τάσεις και τις απαιτήσεις της οικονομικής πολιτικής στην ΟΝΕ. Το Μάρτιο του 2000, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας συμπεριέλαβε τους στόχους οικονομικής και κοινωνικής μεταρρύθμισης σε ένα δεκαετές πρόγραμμα που αποσκοπεί να καταστήσει την ΕΕ την πλέον ανταγωνιστική και δυναμική οικονομία της γνώσης, μια οικονομία που θα αναπτύσσεται με διατηρήσιμους ρυθμούς, θα δημιουργεί περισσότερες και καλύτερες θέσεις εργασίας και θα ενισχύει την κοινωνική συνοχή.

Τόσο ο βαθμός όσο και η μορφή του συντονισμού των οικονομικών πολιτικών μπορούν να ποικίλλουν σημαντικά ανάλογα με τον τομέα. Σε κάθε περίπτωση όμως, η επιτυχία του συντονισμού εξαρτάται από τρία κεντρικά στοιχεία: (i) κοινή εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης και των προοπτικών της· (ii) πλήρης κατανόηση του τρόπου με τον οποίο λειτουργεί η ΟΝΕ και οι οικονομίες των κρατών μελών της· και (iii) βούληση των υπευθύνων για την οικονομική πολιτική να δίνουν ή να λαμβάνουν ανοικτές και ειλικρινείς απόψεις, να αποδέχονται την αρχή της αξιολόγησης από εμπειρογνώμονες και να προσαρμόζουν την πολιτική τους εφόσον είναι αναγκαίο.

Οι αξιολογήσεις του συντονισμού των οικονομικών πολιτικών στην ΟΝΕ, οι οποίες εγκρίθηκαν από τα Ευρωπαϊκά Συμβούλια του Ελσίνκι και της Λισσαβόνας, συμπεραίνουν ότι δεν είναι αναγκαία η θέσπιση νέων διαδικασιών. Επιπλέον, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βαρκελώνης υπογράμμισε ότι η προσοχή πρέπει να εστιαστεί στην εφαρμογή. Δόθηκε ιδίως έμφαση στη σταδιακή εισαγωγή βελτιώσεων με βάση την εμπειρία που αποκτάται. Στη διάρκεια των τριών πρώτων ετών, επιτεύχθηκε σημαντική πρόοδος στους ακόλουθους τρεις τομείς:

Γενικοί Προσανατολισμοί των Οικονομικών Πολιτικών

Οι ΓΠΟΠ εξακολουθούν να συμβάλλουν στη σύγκλιση των οικονομιών στην ΟΝΕ και, σύμφωνα με τους στόχους της Λισσαβόνας, δίνουν προτεραιότητα στη βελτίωση του αναπτυξιακού δυναμικού της ΕΕ μέσω των οικονομικών μεταρρυθμίσεων. Οι ΓΠΟΠ ενισχύθηκαν σε πολλά επίπεδα. Έχουν καταστεί πιο αποτελεσματικοί με την προσφυγή σε πιο ειδικές συστάσεις, τόσο στο γενικό όσο και στο ειδικό μέρος τους. Επιπλέον, η εφαρμογή τους αποτελεί αντικείμενο αυξημένης προσοχής. Για το σκοπό αυτό, η Επιτροπή δημοσιεύει εφεξής λεπτομερή έκθεση σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο τα κράτη μέλη συμμορφώθηκαν με τις συστάσεις που τους απευθύνθηκαν.

Η σημασία των ΓΠΟΠ αυξήθηκε ακόμα περισσότερο μετά την απόφαση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Λισσαβόνας να συμμετέχει πιο ενεργά στο συντονισμό αυτό με τον καθορισμό συμπληρωματικών κατευθύνσεων πολιτικής στη σύνοδο της άνοιξης, η οποία αφιερώνεται στα οικονομικά και κοινωνικά θέματα. Επιπλέον, οι ΓΠΟΠ βασίζονται σε μεγαλύτερο βαθμό στις εργασίες άλλων ειδικών Συμβουλίων Υπουργών που έχουν την ευθύνη της εφαρμογής στους αντίστοιχους τομείς και συμβάλλουν στην κατάρτιση των επόμενων ΓΠΟΠ.

Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης

Το ΣΣΑ αποσκοπεί να εξασφαλίσει ότι τα κράτη μέλη έχουν υγιείς δημοσιονομικές θέσεις, δηλαδή ότι πληρούν μια από τις προϋποθέσεις καλής λειτουργίας της ΟΝΕ. Την εφαρμογή του συμφώνου διευκόλυνε η υιοθέτηση το 2001 ενός νέου κώδικα δεοντολογίας για τη μορφή και το περιεχόμενο των προγραμμάτων σταθερότητας που υποβάλλουν τα κράτη μέλη της ζώνης ευρώ. Ο νέος κώδικας διευκολύνει τη σύγκριση των προγραμμάτων χάρη στη χρησιμοποίηση κοινών εξωτερικών υποθέσεων για την κατάρτιση των προβλέψεων και στην υποβολή όλων των εθνικών προγραμμάτων εντός μιας σύντομης περιόδου το φθινόπωρο. Το σύνολο των πληροφοριών που πρέπει να παρέχονται διευρύνθηκε προκειμένου να καταστεί δυνατή μια καλύτερη ανάλυση των θεμάτων που σχετίζονται με τη μακροχρόνια διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

Ομάδα Ευρώ

Η Ομάδα Ευρώ απαρτίζεται από τους υπουργούς των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Η Επιτροπή, και όπου είναι ενδεδειγμένο η ΕΚΤ, καλούνται να συμμετάσχουν στις συνεδριάσεις της. Η ομάδα αποτελεί ένα άτυπο φόρουμ ανοικτών και ελεύθερων συζητήσεων για θέματα που σχετίζονται με την ΟΝΕ. Το άτυπο αυτό φόρουμ διευκόλυνε τη διαμόρφωση κοινών απόψεων μεταξύ υπουργών για θέματα κοινού ενδιαφέροντος. Το φάσμα των εξεταζόμενων θεμάτων διευρύνθηκε και στην οικονομική συγκυρία, τις δημοσιονομικές κατευθύνσεις, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και την εξέλιξη των κεφαλαιαγορών, προστέθηκαν θέματα διαρθρωτικού χαρακτήρα που επηρεάζουν την οικονομική ανάπτυξη και τα δημόσια οικονομικά. Επιπλέον, η αποτελεσματικότητα της Ομάδας Ευρώ αυξήθηκε με τη βελτίωση των διαδικασιών και της διαφάνειας των εργασιών της.

Παρά την αξιόλογη πρόοδο που επιτεύχθηκε τα πρώτα τρία χρόνια του ενιαίου νομίσματος, ο συντονισμός των πολιτικών πρέπει να ενισχυθεί ακόμα περισσότερο. Για το σκοπό αυτό, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας ενέκρινε μέτρα για τη βελτίωση των διαδικασιών κοινής αξιολόγησης της οικονομικής κατάστασης. Πρέπει ιδίως να ενταθούν οι εργασίες για την κάλυψη των στατιστικών αναγκών της ΟΝΕ. Επιπλέον, το Μάρτιο του 2002, η Επιτροπή άρχισε να εκδίδει μια τακτική τριμηνιαία έκθεση στην οποία παρουσιάζεται η πρόοδος των εργασιών ανάλυσης. Προτίθεται επίσης να προτείνει σύντομα μια σειρά κοινών προτύπων για την άσκηση των οικονομικών πολιτικών, τα οποία θα διευκολύνουν την επίτευξη συναίνεσης για τις καλές πολιτικές στην ΟΝΕ.

2. ΜΙΣΘΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΟΝΕ

2.1 Εισαγωγή

Η δημιουργία της ΟΝΕ δεν μπορούσε παρά να επηρεάσει με καθοριστικό τρόπο τους φορείς της αγοράς, ιδίως όσον αφορά τον καθορισμό των μισθών και τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις. Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση μετέβαλε με διάφορους τρόπους το μακροοικονομικό περιβάλλον, το οποίο χαρακτηρίζεται πλέον από μια ενιαία και προσανατολισμένη στη σταθερότητα νομισματική πολιτική για το σύνολο της ζώνης ευρώ και από υγιείς δημοσιονομικές πολιτικές. Η διαμάχη σχετικά με τον πιθανό αντίκτυπο της ΟΝΕ στη διαδικασία διαμόρφωσης των μισθών επικεντρώθηκε γύρω από τρεις διαφορετικές, αν και αλληλοσυνδεόμενες πτυχές: (i) τον αναγκαίο βαθμό ευελιξίας των ονομαστικών μισθών, προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι αμεσότερες επιπτώσεις των μισθών στην ανταγωνιστικότητα τιμών· (ii) τον άμεσο αντίκτυπο στις προσδοκίες για το επίπεδο των πραγματικών μισθών (καμπύλη διαμόρφωσης των μισθών) και, με τον τρόπο αυτό, στην ανεργία ισορροπίας· και (iii) την επίπτωση στις θεσμικές διαρθρώσεις της αγοράς εργασίας, ιδίως στους μηχανισμούς των μισθολογικών διαπραγματεύσεων.

Θεωρήθηκε γενικά ότι η ΟΝΕ θα αποτελέσει ένα πρόσφορο πλαίσιο για την υιοθέτηση μισθολογικών συμπεριφορών συμβατών με την απασχόληση, εφόσον θα καταστήσει πιο ορατή και πιο στενή τη σχέση μεταξύ εξέλιξης μισθών και απασχόλησης. Εφόσον δεν υπάρχει πλέον η δυνατότητα υποτίμησης της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, κάθε σημαντικό σφάλμα στον καθορισμό των μισθών θα έχει τελικά ως αποτέλεσμα την απώλεια ανταγωνιστικότητας, με επακόλουθο την επιδείνωση της κατάστασης στην αγορά εργασίας και την ανάγκη οδοντηρών προσαρμογών.

Στην ΟΝΕ είναι επομένως ακόμα πιο σημαντικό από ό,τι στο παρελθόν να είναι οι μισθολογικές εξελίξεις σύμφωνες τόσο με το μακροοικονομικό πλαίσιο που έχει καθοριστεί σε κοινοτικό επίπεδο όσο και με τις ειδικές απαιτήσεις κάθε χώρας. Έτσι, κατά τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα ακόλουθα στοιχεία:

- Εάν η συνολική εξέλιξη των ονομαστικών μισθών δεν είναι συμβατή με τη σταθερότητα των τιμών, η υπερβολική αύξησή τους δημιουργεί πληθωριστικούς κινδύνους για το σύνολο της ζώνης ευρώ, με αρνητικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη και την απασχόληση σε όλη τη νομισματική ένωση.
- Η εξέλιξη των πραγματικών μισθών πρέπει να παραμένει σύμφωνη με την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας ώστε να αποφευχθεί η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας και των συνθηκών στην αγορά εργασίας, και να λαμβάνεται υπόψη, εφόσον είναι σκόπιμο, η ανάγκη να ενισχυθεί η αποδοτικότητα των επενδύσεων που αυξάνουν την παραγωγική ικανότητα και την απασχόληση.
- Το ενιαίο νόμισμα αυξάνει τη διαφάνεια και διευκολύνει τις συγκρίσεις μισθών, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε συμπεριφορές μισθολογικής "μίμησης". Παρόλο που η σύγκλιση των επιπέδων διαβίωσης αποτελεί στόχο της Ένωσης και είναι πιθανό ότι μακροπρόθεσμα θα επιτευχθεί, κάθε πρόωρη κάλυψη μισθολογικής υστέρησης ενδέχεται στην πράξη να επιβραδύνει ή και να ανακόψει τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης.
- Οι μισθολογικές συμφωνίες πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις διαφορές παραγωγικότητας σε συνάρτηση με τις ειδικότητες, τα επαγγελματικά προσόντα και τις γεωγραφικές περιοχές. Αυτό θα επέτρεπε όχι μόνο να αποφευχθεί η κατάργηση θέσεων απασχόλησης και να ενισχυθεί η δημιουργία νέων θέσεων, αλλά θα βελτίωνε επίσης τις προοπτικές απασχόλησης για ομάδες όπως οι νέοι, τα άτομα χωρίς επαγγελματικά προσόντα ή οι μακροχρόνιοι άνεργοι και θα συνέβαλε σε μια αποτελεσματικότερη ανακατανομή της εργασίας μεταξύ επαγγελματιών, τομέων και περιοχών.

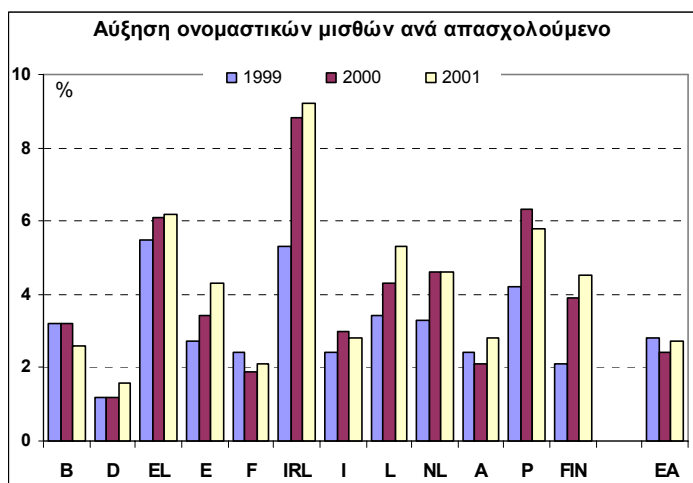
Την ευθύνη για τις διαδικασίες καθορισμού των μισθών και την επίτευξη αποτελεσμάτων συμβατών με υψηλό επίπεδο απασχόλησης εξακολουθεί να έχει κυρίως ο ιδιωτικός τομέας. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, κάθε ακατάλληλη μισθολογική εξέλιξη ή, γενικότερα, η δημιουργία ακατάλληλων διαρθρώσεων στην αγορά

εργασίας σε δεδομένες χώρες ή περιοχές, ιδίως εάν είναι επαρκώς σημαντική για να απαιτήσει τη λήψη αντισταθμιστικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, μπορεί να έχει επιζήμιες συνέπειες και για τα άλλα μέλη της ONE. Η ενίσχυση του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής θα μπορούσε να διευκολύνει την "εσωτερίκευση" αυτών των διαδικασιών.

2.2 Συνολική εξέλιξη των μισθών: χαρακτηριστικές τάσεις

Η τελευταία δεκαετία χαρακτηρίστηκε από μια αξιολογη διαδικασία αποπληθωρισμού. Παρόλο που οι όχι ιδιαίτερα ικανοποιητικές οικονομικές επιδόσεις της περιόδου αυτής συνέβαλαν στη μείωση των πληθωριστικών προσδοκιών, υπάρχουν ενδείξεις ότι ο υψηλός βαθμός σταθερότητας τιμών που επιτεύχθηκε οφείλεται επίσης στις σημαντικές συστημικές μεταβολές που συντελέστηκαν κατά τη μετάβαση στο τρίτο στάδιο της ONE. Εφόσον η υιοθέτηση του ευρώ απαιτούσε τη σταθεροποίηση των τιμών και την επίτευξη διατηρήσιμης σύγκλισης μεταξύ των οικονομιών της ζώνης του ενιαίου νομίσματος, οι διαφορές μεταξύ των ποσοστών πληθωρισμού των συμμετεχουσών χωρών μειώθηκαν επίσης σημαντικά στη διάρκεια της διαδικασίας αυτής. Για το σύνολο της ζώνης ευρώ, η αύξηση των ονομαστικών μισθών ανά απασχολούμενο επιβραδύνθηκε παράλληλα σχεδόν με τη σταθεροποίηση των τιμών και ανέρχεται σήμερα σε περίπου 3% σε μέσο όρο ετησίως. Σε γενικές γραμμές, φαίνεται επομένως ότι οι φορείς της διαδικασίας διαμόρφωσης των μισθών έχουν συνειδητοποιήσει την ανάγκη συμβατότητας με τη σταθερότητα των τιμών.

Μια έμμεση συνέπεια της ονομαστικής σταθεροποίησης ήταν ότι η διασπορά των ρυθμών αύξησης των ονομαστικών μισθών μεταξύ των διαφόρων χωρών μειώθηκε επίσης σημαντικά στη διάρκεια της δεκαετίας, γεγονός που οδήγησε σε παρόμοιες σχεδόν εξελίξεις των ονομαστικών μισθών τα τελευταία χρόνια. Ωστόσο, το 2001 η απόλυτη διασπορά των ρυθμών αύξησης των ονομαστικών μισθών ανά απασχολούμενο μεταξύ των "μεγάλων τεσσάρων" χωρών της ζώνης ευρώ ανερχόταν ακόμα σε 2,7 εκατοστιαίες μονάδες (από 1,6% στη Γερμανία έως 4,3% στην Ισπανία). Οι ονομαστικοί μισθοί αυξήθηκαν με ελαφρά ταχύτερους ρυθμούς στη Φινλανδία και τις Κάτω Χώρες, οι οποίες βρίσκονται σε διαφορετικές φάσεις του κύκλου, ενώ οι υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης παρατηρήθηκαν στην Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα. Οι διαφορές αυτές καταδεικνύουν ότι η διασπορά των ρυθμών αύξησης των ονομαστικών μισθών στη ζώνη ευρώ παραμένει σημαντική⁵.



Παρόλο που η σύγκλιση προς μισθολογικές συμπεριφορές που λαμβάνουν υπόψη την επίπτωσή τους στη συνολική αύξηση των τιμών είναι απαραίτητη, οι μεταξύ χωρών διαφορές στα επίπεδα παραγωγικότητας και τους ρυθμούς ανάπτυξης περιορίζουν στην πράξη τον επιθυμητό βαθμό συγχρονισμού. Η δυνατότητα των μισθών να αντικατοπτρίζουν τις διαφορές μεταξύ χωρών, περιοχών ή τομέων διευκολύνει μακροχρόνια τη σύγκλιση των πραγματικών μισθών προς διατηρήσιμα ή υψηλότερα επίπεδα απασχόλησης. Έτσι, η ταχύτερη πρόοδος των ονομαστικών μισθών σε ορισμένες χώρες με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης δεν πρέπει να προκαλεί κατ' ανάγκη ανησυχίες.

⁵ Εάν ληφθεί ως βάση ο συντελεστής διακύμανσης των ρυθμών αύξησης των ονομαστικών μισθών, φαίνεται ότι η σχετική διασπορά των αυξήσεων των ονομαστικών μισθών αυξήθηκε ελαφρά στην εν λόγω περίοδο. Ωστόσο, οι μετρήσεις σχετικής διασποράς επιβεβαιώνουν την υπόθεση μιας πιο συγχρονισμένης μισθολογικής συμπεριφοράς.

Η σταθεροποίηση της εξέλιξης του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος συνοδεύτηκε από μικρότερη διασπορά των αυξήσεων του μεταξύ κρατών μελών. Ωστόσο, το 2001 σημειώθηκαν διολισθήσεις στις αυξήσεις του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και είναι σαφές ότι σε μερικές μικρές χώρες η άνοδος του ήταν ισχυρότερη από ό,τι είχε προβλεφθεί.

Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας το 2001 συνοδεύτηκε από μια επιτάχυνση της αύξησης του ονομαστικού κόστους ανά μονάδα προϊόντος. Για το σύνολο της ζώνης ευρώ, το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε κατά περίπου 2,5% το προηγούμενο έτος. Παρόλο που η αύξηση αυτή αντικατοπτρίζει σε ορισμένο βαθμό την βραδύτερη από την αναμενόμενη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, σε πολλές χώρες – κυρίως στην περιφέρεια της ζώνης ευρώ – υπάρχουν ενδείξεις υπερθέρμανσης. Ωστόσο, οι προβλέψεις για τη ζώνη ευρώ στο σύνολό της εμφανίζουν μια επιβράδυνση της αύξησης του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η οποία αναμένεται να επανέλθει το 2002 σε ρυθμούς κάτω του 2%.

Συνοψίζοντας, ακόμα και εάν ληφθεί υπόψη η αύξησή του το 2001, ο πληθωρισμός του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της ζώνης ευρώ επιβραδύνθηκε. Επιπλέον, παρά την αισθητή μείωση της ανεργίας τα τελευταία χρόνια, ελάχιστες είναι οι ενδείξεις σημαντικής επιτάχυνσης της αύξησης του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της ζώνης ευρώ. Βέβαια, φαίνεται ότι πολλές χώρες στις οποίες οι ρυθμοί ανάπτυξης ήταν υψηλοί επί πολλά χρόνια και οι εντάσεις στην αγορά εργασίας σχετικά σημαντικές (Ιρλανδία, Κάτω Χώρες, Πορτογαλία), είναι περισσότερο εκτεθειμένες σε ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις. Επιπλέον, είναι πιθανό ότι η επίπτωση στο κόστος εργασίας από τη μείωση του εβδομαδιαίου χρόνου εργασίας στη Γαλλία θα γίνει περισσότερο αισθητή όταν θα αρχίσει να αμβλύνεται ο αντίκτυπος της αντισταθμιστικής αύξησης παραγωγικότητας. Ωστόσο, σε συνολικό επίπεδο δεν υπάρχουν αμφιβολίες ότι στα πρώτα χρόνια της ONE, περιλαμβανομένων πολλών ετών προετοιμασίας για τη συμμετοχή σε αυτήν, η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων ήταν εντυπωσιακή και δύσκολα μπορεί να εξηγηθεί χωρίς να ληφθούν υπόψη οι μεταβολές στις συμπεριφορές των οικονομικών φορέων.⁶

Ενδείξεις που επιβεβαιώνουν τη συνολική συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων μπορούν να αναζητηθούν επίσης στην εξέλιξη των προσαρμοσμένων ως προς την παραγωγικότητα πραγματικών μισθών ("real product wages"). Με την πιο απλή μορφή της, πρόκειται για την ανάλυση της εξέλιξης του πραγματικού κόστους ανά μονάδα προϊόντος κατά τρόπο που να αντικατοπτρίζει τις μεταβολές στην αναλογία της εργασίας στο συνολικό εισόδημα. Πράγματι, για το σύνολο της ζώνης ευρώ, η αναλογία των εισοδημάτων της εργασίας παρέμεινε γενικά αμετάβλητη στα πρώτα τρία έτη της ONE, μετά από συνεχή μείωση τα προηγούμενα πέντε έτη.

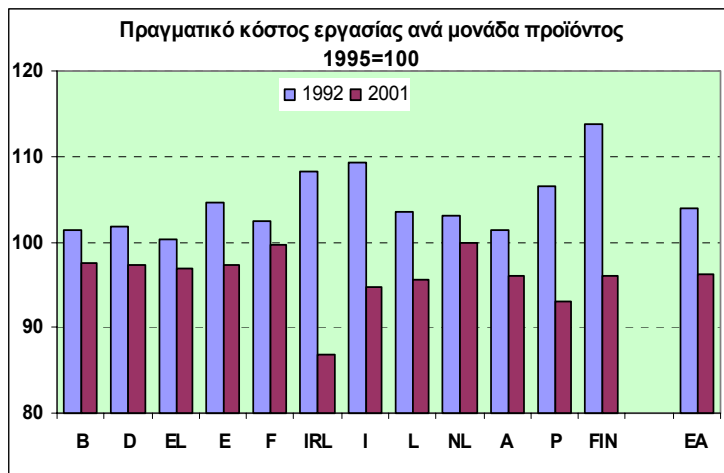
Η λεπτομερής εξέταση των μεταβολών του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος τα τελευταία τρία χρόνια καταδεικνύει τις ακόλουθες εξελίξεις:

- Οι πραγματικοί μισθοί αυξήθηκαν με συγκρατημένους ρυθμούς σε όλες σχεδόν τις χώρες της ζώνης ευρώ. Μόνο στη Γαλλία, το Λουξεμβούργο και την Πορτογαλία το πραγματικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ήταν υψηλότερο το 2001 από ό,τι τρία χρόνια πριν.
- Στις χώρες της πρώην ζώνης του μάρκου, συν την Ιταλία, το πραγματικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο τα τρία τελευταία χρόνια. Στην Ισπανία, η πτωτική τάση των μισθών ανακόπηκε το προηγούμενο έτος.
- Στην Ιρλανδία και τη Φινλανδία, στις οποίες το πραγματικό κόστος ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε αισθητά στην περίοδο πριν την ONE, η μείωση της αναλογίας του εισοδήματος της εργασίας ανακόπηκε και το πραγματικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος άρχισε να αυξάνεται.

⁶ Με μια πιο τεχνική διατύπωση, οι προβλέψεις που βασίζονται στις έως τις αρχές της δεκαετίας του 90 εκτιμήσεις συναρτήσεων μισθών υπερεκτιμούν γενικά τις μισθολογικές εξελίξεις των επόμενων ετών (ΟΟΣΑ 2000).

- Στην Ελλάδα, η οποία εισήλθε τελευταία στη ζώνη ευρώ, το πραγματικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε τα τρία τελευταία χρόνια, αντισταθμίζοντας έτσι μεγάλο μέρος της αύξησης στην προ της ΟΝΕ περίοδο.

Η συγκράτηση των πραγματικών μισθών είναι αισθητή και συνέβαλε στο δυναμισμό της δημιουργίας θέσεων απασχόλησης τα τελευταία χρόνια. Το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη ευρώ μειώθηκε σημαντικά από το ανώτατο επίπεδο του 11,5% σε λιγότερο από 8,5%, παρά τη βραδεία εξέλιξη των μισθών. Υπό τις συνθήκες αυτές, εκτιμάται ότι ο δείκτης NAIRU (ποσοστό ανεργίας που δεν αυξάνει τον πληθωρισμό) για τη ζώνη ευρώ μειώθηκε κατά περίπου 1,5 εκατοστιαία μονάδα και παραμένει σε πτωτική τάση, γεγονός που υποδηλώνει ότι το ήμισυ της βελτίωσης που αντανακλάται στο σημερινό επίπεδο της ανεργίας ενδέχεται να έχει διαρθρωτικό χαρακτήρα. Οι άλλοι διεθνείς οργανισμοί, όπως ο ΟΟΣΑ και το ΔΝΤ, καταλήγουν επίσης σε παρόμοια συμπεράσματα. Είναι σαφές ότι οι μηχανισμοί της διαδικασίας συγκρατημένων μισθολογικών αυξήσεων πρέπει να εξεταστούν σε βάθος προτού απαντήσουμε στο ερώτημα εάν η διαδικασία αυτή είναι διατηρήσιμη.



2.3 Παράγοντες της μισθολογικής πειθαρχίας των τελευταίων ετών

Για να γίνει καλύτερα κατανοητή η φύση της μισθολογικής συγκράτησης που αντικατοπτρίζει η μείωση του δείκτη NAIRU, πρέπει να υπενθυμιστούν οι σχετικά εκτεταμένες μεταρρυθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν στις αγορές προϊόντων και εργασίας στις περισσότερες χώρες της ζώνης ευρώ, οι οποίες ενίσχυσαν στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 90 τον ανταγωνισμό στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών και κατέστησαν δυσδιάκριτη τη διαχωριστική γραμμή μεταξύ ενταγμένων και αποκλεισμένων από την αγορά εργασίας εργαζομένων. Οι μεταρρυθμίσεις για την τόνωση της απασχόλησης⁷ αφορούσαν ιδίως τα συστήματα εισφορών και παροχών, για παράδειγμα με την ελάφρυνση των φόρων επί των μισθών για ορισμένες συγκεκριμένες ομάδες ή με τη χορήγηση χρηματικών ενισχύσεων σε άτομα που κατέχουν χαμηλόμισθες θέσεις απασχόλησης, καθώς και τον εκσυγχρονισμό της οργάνωσης της εργασίας, ιδίως με τη διευκόλυνση της πρόσβασης σε εργασία μερικού χρόνου και σε πιο ευέλικτες συμβάσεις εργασίας.

Επιπλέον, η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος θα εντείνει τον ανταγωνισμό στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, αυξάνοντας τη διαφάνεια των τιμών στο εσωτερικό των κρατών μελών που συμμετέχουν στην ΟΝΕ⁸. Έτσι, η ΟΝΕ δίνει πρόσθετη ώθηση στις προσπάθειες που καταβάλλονται στο πλαίσιο του προγράμματος υλοποίησης της εσωτερικής αγοράς για τη βελτίωση της λειτουργίας των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών. Οι βελτιώσεις αυτές θα μειώσουν σημαντικά τους κινδύνους συγκρούσεων μεταξύ επιχειρήσεων και μισθωτών για την κατανομή των οικονομικών οφελών.

⁷ Παρόλο που οι ενεργητικές και προληπτικές πολιτικές υπέρ της αγοράς εργασίας συνέβαλαν στη βελτίωση της κατάστασης της απασχόλησης, η επίπτωσή τους στη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων και στη μείωση του δείκτη NAIRU δεν είναι σαφής.

⁸ Πρέπει να σημειωθεί ότι άλλοι, πιο σκεπτικοί, παρατηρητές εκτιμούν ότι η ενοποίηση δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη αύξηση του ανταγωνισμού, διότι διευκολύνει ταυτόχρονα τις στρατηγικές των εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε διεθνικό επίπεδο και τους παρέχει τη δυνατότητα να εδραιώσουν την κυριαρχία τους στις αγορές προϊόντων σε όλη την Ευρώπη.

Πλαίσιο: Κεντρικές μισθολογικές διαπραγματεύσεις, συντονισμός και μακροοικονομικά αποτελέσματα

Η διαμάχη σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οι διαπραγματευτικές διαρθρώσεις επηρεάζουν τις μισθολογικές εξελίξεις αρθρώθηκε σε μεγάλο βαθμό γύρω από την υπόθεση των Calmfors και Driffill για την ύπαρξη σχέσης "αντίστροφου U" μεταξύ ανεργίας και βαθμού κεντρικής οργάνωσης των μισθολογικών διαπραγματεύσεων. Οι πλήρως αποκεντρωμένες ή, αντίθετα, οι πλήρως κεντρικές διαπραγματεύσεις είναι οι πλέον ευνοϊκές για την απασχόληση διότι στην πρώτη περίπτωση η διαπραγμάτευση λαμβάνει υπόψη την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης, ενώ στη δεύτερη λαμβάνει υπόψη τις μακροοικονομικές επιπτώσεις στην απασχόληση. Μεταξύ των δύο ακραίων καταστάσεων, οι επιπτώσεις των μισθολογικών αυξήσεων στην απασχόληση δεν λαμβάνονται πλήρως υπόψη και τα αποτελέσματα δεν είναι βέλτιστα. Ωστόσο, η εμπειρική τεκμηρίωση της αντίστροφης σχέσης U είναι ανεπαρκής. Ένας αποτελεσματικός συντονισμός, είτε επίσημος (π.χ. μέσω κοινών κανόνων αύξησης των μισθών, με τη συμμετοχή των δημόσιων αρχών), είτε άτυπος (π.χ. μέσω συμφωνιών-πλαίσια που προκύπτουν από διαπραγματεύσεις σε επίπεδο μεγάλων επιχειρήσεων και αποτελούν το πλαίσιο αναφοράς για το σύνολο των επιχειρήσεων του κλάδου ("pattern bargaining"), μπορεί να θεωρηθεί ως μέσο αντιστάθμισης των δυνητικών μειονεκτημάτων που προκύπτουν από τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις σε ενδιάμεσα επίπεδα.

Παρόλο που είναι δύσκολο να προσδιοριστεί με ακρίβεια η συμβολή των διαφόρων μεταρρυθμίσεων, είναι αναμφίβολο ότι όλες συνέβαλαν σε κάποιο βαθμό στη μείωση του δείκτη NAIRU, διευκολύνοντας τη συγκράτηση των μισθολογικών διεκδικήσεων. Πρέπει ωστόσο να αναγνωριστεί ότι η πρόοδος των μεταρρυθμίσεων ήταν πολύ άνιση μεταξύ των διαφόρων χωρών και ότι όλες οι μεγάλες οικονομίες της ζώνης ευρώ χαρακτηρίζονται ακόμα από σχετικά υψηλή διαρθρωτική ανεργία.

Είναι συνεπώς δύσκολο να εξηγηθεί η γενική μισθολογική πειθαρχία χωρίς να ληφθεί υπόψη ο ρόλος των άτυπων εισοδηματικών πολιτικών που εφαρμόστηκαν σε πολλές χώρες⁹. Τα τελευταία χρόνια συνάφθηκαν διμερείς και τριμερείς συλλογικές συμβάσεις στο Βέλγιο, τη Δανία, τη Φινλανδία, τη Γερμανία, την Ισπανία, την Ιρλανδία, την Ιταλία, τις Κάτω Χώρες και την Πορτογαλία, με τις οποίες τα μέρη που συμμετείχαν στις συλλογικές διαπραγματεύσεις ανέλαβαν δεσμεύσεις για συγκρατημένες μισθολογικές αυξήσεις συμβατές με τη σταθερότητα των τιμών και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Οι δημόσιες αρχές μπορούν να συμμετέχουν σε αυτά τα "κοινωνικά σύμφωνα" με ποικίλους τρόπους, για παράδειγμα με τη χορήγηση φορολογικών ελαφρύνσεων και/ή με τη λήψη ειδικών μέτρων υπέρ της αγοράς εργασίας έναντι δεσμεύσεων για μισθολογική συγκράτηση, όπως συνέβη πρόσφατα στη Φινλανδία και την Ιρλανδία. Η Φινλανδία προσπάθησε επίσης να αυξήσει την ευελιξία των ονομαστικών μισθών με την εισαγωγή των "ενδιάμεσων ταμείων ONE"¹⁰, των οποίων όμως ο αντίκτυπος είναι μάλλον περιορισμένες.

Το Βέλγιο είναι ίσως το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα χώρας που λαμβάνει ρητά υπόψη την ανταγωνιστικότητα. Το 1996 η κυβέρνηση θέσπισε νόμο για την "απασχόληση και την ανταγωνιστικότητα", ο οποίος προβλέπει συγκεκριμένο μισθολογικό πρότυπο για την περίοδο 1997-98, βάσει του οποίου οι μισθολογικές αυξήσεις δεν πρέπει να υπερβαίνουν τη μέση αύξηση στις γειτονικές χώρες, δηλαδή στη Γαλλία, τη Γερμανία και τις Κάτω Χώρες. Οι κοινωνικοί εταίροι προέβησαν στη σύναψη νέων διακλαδικών συμφωνιών το 1998 και το 2000, οι οποίες περιέχουν ένα μισθολογικό πρότυπο που συναρτάται με την εξέλιξη των μισθών στις γειτονικές χώρες και αποτελεί το βασικό σημείο αναφοράς για τις μέσες αυξήσεις μισθών στο Βέλγιο¹¹.

⁹ Για μια λεπτομερή συζήτηση βλέπε, για παράδειγμα, Ευρωπαϊκό Παρατηρητήριο Εργασιακών Σχέσεων (EIRO), EIROonline (2000).

¹⁰ Στις περιόδους οικονομικής ανάκαμψης, οι εισφορές κοινωνικής ασφάλισης καθορίζονται σε επίπεδα ελαφρά υψηλότερα από τα αναγκαία. Οι πόροι που συσσωρεύονται με τον τρόπο αυτό μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε περιόδους κυκλικής κάμψης της δραστηριότητας για την κάλυψη των πρόσθετων δαπανών κοινωνικής ασφάλισης.

¹¹ Η πλέον πρόσφατη συμφωνία-πλαίσιο του είδους αυτού, η οποία συνάφθηκε το Δεκέμβριο του 2000, καθορίζει σε 6,4% τη συνολική αύξηση του ονομαστικού μισθού ανά εργαζόμενο στην περίοδο 2001-2002.

Πλαίσιο: Κοινωνικά σύμφωνα

Στις δεκαετίες του 80 και του 90, τα τριμερή κοινωνικά σύμφωνα έκαναν την (επαν)εμφάνισή τους σε μια σειρά κρατών μελών, συνήθως υπό συνθήκες υψηλής ανεργίας και δυσκαμψιών στην αγορά εργασίας. Για τις δημόσιες αρχές, οι τριμερείς διαπραγματεύσεις για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις παρουσιάζουν το πλεονέκτημα ότι δίνουν έγκαιρα μια εικόνα για το τι είναι πολιτικά εφικτό και επιτρέπουν έτσι, εφόσον είναι αναγκαίο, να εξασφαλιστεί η ενεργός στήριξη των κοινωνικών εταίρων κατά την εφαρμογή της συμφωνίας. Παρέχουν επίσης τη δυνατότητα σύναψης συνολικών συμφωνιών που επιτρέπουν σε κάθε μέρος να θεωρήσει ότι ικανοποίησε μέρος τουλάχιστον των αιτημάτων του. Συχνά, οι δημόσιες αρχές ενθαρρύνουν τη σύναψη αυτών των συμφωνιών με κίνητρα όπως η υπόσχεση φορολογικών ελαφρύνσεων σε περίπτωση επιτυχίας. Όσον αφορά τους κοινωνικούς εταίρους, οι τριμερείς διαπραγματεύσεις αποτελούν την ευκαιρία για τον έγκαιρο επηρεασμό των πολιτικών στα στάδια της αρχικής διαμόρφωσής τους και τη διακήρυξη της αναγκαιότητάς τους.

Στην περίοδο πριν από την έναρξη του τρίτου σταδίου της ONE, η διαδικασία συντονισμού συμπεριέλαβε και άλλες πτυχές: σε δημοσιονομικό επίπεδο, την ανάγκη συμμόρφωσης με τα κριτήρια του Μάαστριχτ και, στο νομισματικό τομέα, τη διαδικασία αποπληθωρισμού, η οποία εστίασε ακόμα περισσότερο την προσοχή στις μισθολογικές εξελίξεις. Είναι αναμφίβολο πάντως ότι οι πιέσεις που ευνόησαν αρχικά τα κοινωνικά σύμφωνα αμβλύθηκαν μετά την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος και τη διαμόρφωση ευνοϊκών αναπτυξιακών συνθηκών το 1999/2000.

Ο συντονισμός των μισθολογικών διαπραγματεύσεων σε εθνικό επίπεδο συνέβαλε στη διατήρηση μισθολογικής πειθαρχίας. Ωστόσο, οι συμφωνίες αυτές προσκρούουν σε ένα ουσιαδές πρόβλημα χρονικής συνοχής, το οποίο καθιστά δυσχερή την κατοχύρωση της μισθολογικής συγκράτησης. Ειδικότερα, η μεγάλη κινητικότητα των κεφαλαίων μειώνει σημαντικά την αποτελεσματικότητα των μηχανισμών που συνδέουν τους εργοδότες με τις πολιτικές υψηλών ρυθμών επενδύσεων. Το γεγονός αυτό μειώνει τα κίνητρα των εργαζομένων να μετριάσουν τις διεκδικήσεις τους για να προσελκύσουν μελλοντικές επενδύσεις. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι δημόσιες αρχές αντιμετωπίζουν όλο και περισσότερες δυσχέρειες στις προσπάθειές τους να σχεδιάσουν συνοδευτικές πολιτικές αποδεκτές από όλους τους φορείς των μισθολογικών διαπραγματεύσεων.

Ταυτόχρονα, καθώς τα ποσοστά πληθωρισμού στη ζώνη ευρώ συγκλίνουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ο ρόλος μιας γενικής μισθολογικής πειθαρχίας έχει καταστεί λιγότερο σημαντικός, ενώ η σημασία της ευελιξίας των ονομαστικών μισθών για την καλή λειτουργία της ONE γίνεται καθοριστικός. Η πείρα δείχνει ότι ο συντονισμός των μισθολογικών διαπραγματεύσεων σε εθνικό επίπεδο οδηγεί συχνά σε συμφωνίες που βασίζονται περισσότερο σε γενικούς δείκτες που αφορούν το σύνολο της οικονομίας, παρά στις ειδικές ανάγκες της σχετικής περιοχής ή επιχείρησης ή του σχετικού κλάδου. Ωστόσο, η συντονισμένη διαπραγμάτευση μπορεί να οδηγήσει σε διαφοροποιημένες συμφωνίες εάν δεν εμποδίζει τις προσαρμογές σε χαμηλότερα επίπεδα διαπραγμάτευσης. Από την άποψη αυτή, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται σε πολλές χώρες μια στροφή προς μια "κεντρική αποκέντρωση" των μισθολογικών διαπραγματεύσεων, με την ενσωμάτωση, για παράδειγμα, ρητρών "ανοίγματος" που επιτρέπουν μια διαφοροποίηση στο επίπεδο των επιχειρήσεων. Ωστόσο, η κεντρική διαπραγμάτευση δεν μπορεί σε ορισμένες περιπτώσεις να διορθώσει γρήγορα μισθολογικές εξελίξεις μη συμβατές με την εξέλιξη της παραγωγικότητας. Στις περιπτώσεις αυτές, η απώλεια ανταγωνιστικότητας μπορεί να αυξάνεται επί μακρόν πριν την αναπόφευκτη και οδυνηρή προσαρμογή.

Στο βαθμό που οι πολιτικές για την αγορά εργασίας επικεντρώνονται στην αξιοποίηση του εργατικού δυναμικού μέσω εκτεταμένων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που αποσκοπούν να αυξήσουν τα ποσοστά συμμετοχής, οι συνολικές μισθολογικές πιέσεις μπορούν πράγματι να διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα. Οι συνοδευτικές διαρθρωτικές πολιτικές μπορούν επίσης να διευκολύνουν τη μετάβαση σε υψηλότερο βαθμό διαφοροποίησης των μισθών.

Η μεταρρύθμιση του θεσμικού πλαισίου της αγοράς εργασίας στη ζώνη ευρώ σημείωσε πρόοδο και δεν υπάρχει αμφιβολία ότι οι μηχανισμοί και οι πρακτικές διαπραγμάτευσης και διαμόρφωσης των μισθών ανταποκρίθηκαν γενικά με πολύ θετικό τρόπο στο νέο οικονομικό περιβάλλον, τόσο στην περίοδο πριν από το τρίτο στάδιο της ONE όσο και κατά τα τρία πρώτα χρόνια της. Μεσοπρόθεσμα, αναμένεται ότι η συνδυασμένη επίδραση της διαφάνειας των τιμών, της αυξημένης κινητικότητας των κεφαλαίων, της εμπορικής ενοποίησης και του ανταγωνισμού θα αυξήσει την ελαστικότητα της ζήτησης εργασίας. Αυτό θα

προωθήσει την υιοθέτηση μισθολογικών συμπεριφορών συμβατών με την απασχόληση καθώς η σχέση μεταξύ μισθών και απασχόλησης γίνεται όλο και πιο στενή και ορατή.

3. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΕΥΡΩ

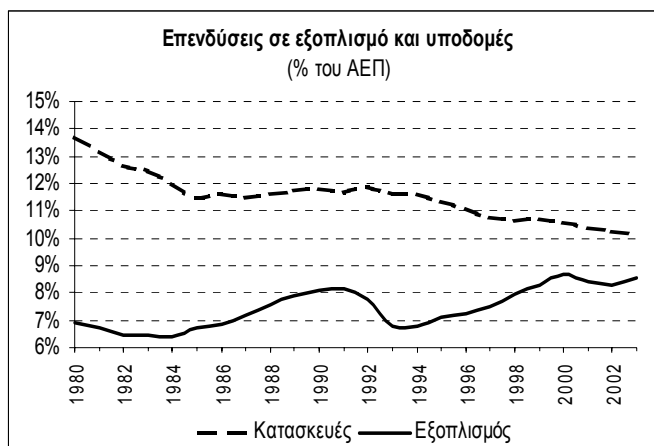
3.1. Τάσεις των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ στη δεκαετία του 90

Οι δημόσιες και οι ιδιωτικές επενδύσεις αποτελούν μεσομακροπρόθεσμα καθοριστικό παράγοντα ενίσχυσης του αναπτυξιακού δυναμικού της ζώνης ευρώ, εφόσον προσδιορίζουν τη διάρθρωση και το μέγεθος των παγίων κεφαλαίων και επενεργούν ως φορείς διείσδυσης νέων τεχνολογιών. Παρόλο που τα εμπειρικά στοιχεία δεν επιτρέπουν ακόμα να αντληθούν οριστικά συμπεράσματα¹², είναι σαφές ότι η ΟΝΕ ενισχύει σημαντικά το δυναμισμό των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ, με τρεις κυρίως τρόπους:

- απαραίτητο συμπλήρωμα του προγράμματος ολοκλήρωσης της ενιαίας αγοράς, το ευρώ τονώνει τον ανταγωνισμό και μειώνει τον κίνδυνο συναλλάγματος·
- καθώς επιταχύνεται η δυναμική ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι όροι χρηματοδότησης των επιχειρήσεων βελτιώνονται συνολικά και η πραγματοποίηση διασυνοριακών επενδύσεων καθίσταται ευκολότερη·
- σε επίπεδο οικονομικής πολιτικής, αναμένεται ότι η ΟΝΕ θα αποτελέσει τον καταλύτη για τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ιδίως στις αγορές εργασίας. Από την πλευρά της δημοσιονομικής πολιτικής, η μείωση των ελλειμμάτων και των δεικτών δημόσιου χρέους θα επηρεάσει τα επιτόκια, διευρύνοντας έτσι τα περιθώρια για την ανάπτυξη των δραστηριοτήτων του ιδιωτικού τομέα.

Παρόλο που είναι σαφές ότι το περιβάλλον που δημιουργεί η ΟΝΕ είναι δυνητικά ευνοϊκό για τις επενδύσεις, πρέπει να υπογραμμιστεί ότι η αξιοποίηση αυτού του δυναμικού θα απαιτήσει σημαντικές προσπάθειες, τόσο σε μακροοικονομικό όσο και μικροοικονομικό επίπεδο τα επόμενα έτη. Η έκταση της πρόκλησης αυτής καταδεικνύεται από την ανάλυση των ιστορικών τάσεων. Τα μη ικανοποιητικά αποτελέσματα των επενδύσεων στη δεκαετία του 90 θεωρούνται γενικά ως ένας από τους κυριότερους παράγοντες που εξηγούν τους σχετικά χαμηλούς πραγματικούς και δυνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Το παρόν κεφάλαιο εξετάζει τους παράγοντες που επηρεάζουν τις επενδύσεις και δίνει ιδιαίτερη έμφαση στους παράγοντες τους οποίους η ΟΝΕ μπορεί να επηρεάσει άμεσα ή έμμεσα.

Οι επιδόσεις των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ δεν ήταν ικανοποιητικές στο μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του 90. Η ανάκαμψη των επενδύσεων στα τέλη της δεκαετίας ήταν βραδύτερη σε σύγκριση με τον προηγούμενο οικονομικό κύκλο, ο οποίος άρχισε το 1986, διήρκεσε 5 χρόνια και στο υψηλότερο σημείο του ανήλθε σε ρυθμούς αύξησης των συνολικών επενδύσεων της τάξης των 7%. Αντίθετα, η ανάκαμψη που σημειώθηκε στα τέλη της δεκαετίας του 90, ήταν βραδύτερη και λιγότερο έντονη, με ετήσιους ρυθμούς αύξησης που δεν υπερέβησαν το 5%. Η εξέλιξη του ποσοστού επενδύσεων στη δεκαετία του 90 εμφανίζει επίσης μια λιγότερο ισχυρή ανάκαμψη που χαρακτηρίζεται

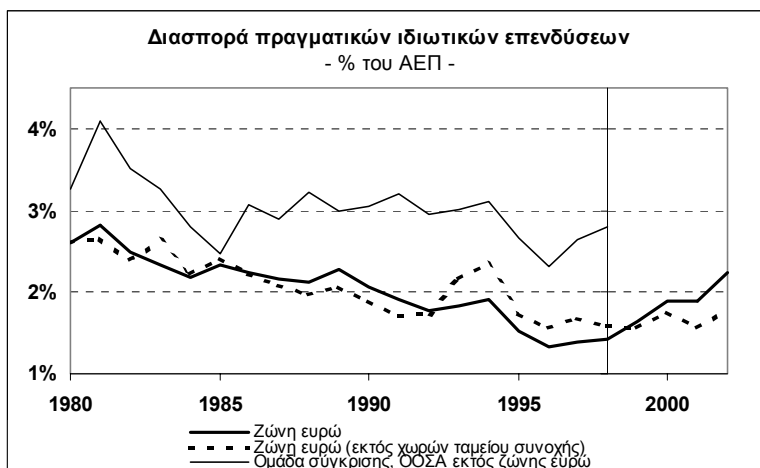


¹² Είναι σαφές ότι το περιορισμένο χρονικό διάστημα από την έναρξη της διαδικασίας της ΟΝΕ, δεν επιτρέπει μια συνολική εμπειρική ανάλυση της επίπτωσής της στις επενδύσεις στη ζώνη ευρώ.

από σταθερή πρόοδο μεταξύ 1997 και 2000 η οποία όμως δεν επιτρέπει την επίτευξη των υψηλών επιπέδων της δεκαετίας του 80. Η αύξηση των επενδύσεων ήταν εξαιρετικά ισχυρή στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 80¹³.

Η τάση των συνολικών επενδύσεων μπορεί να επιμεριστεί σε επενδύσεις για κατασκευές και για εξοπλισμό ή, εναλλακτικά, σε δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις. Ο τομέας των κατασκευών, ο οποίος αντιπροσωπεύει περισσότερο από το ήμισυ των συνολικών επενδύσεων, συνέβαλε σημαντικά στην επιδείνωση των επιδόσεων των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ μετά την ύφεση των ετών 1992-93. Αντίθετα, οι φάσεις επέκτασης των κύκλων των επενδύσεων σε εξοπλισμό στη δεκαετία του 80 και του 90 παρουσιάζουν ομοιότητες τόσο ως προς τη διάρκεια όσο και ως προς τους ρυθμούς αύξησης. Οι μέσοι ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων ήταν ελαφρά βραδύτεροι στις ανοδικές φάσεις της δεκαετίας του 90, αλλά το 2000 οι επενδύσεις σε εξοπλισμό ήταν σε πραγματικούς όρους σημαντικά υψηλότερες ως ποσοστό του ΑΕΠ σε σχέση με ο ανώτατο σημείο του προηγούμενου επενδυτικού κύκλου. Τα τρία τέταρτα περίπου των συνολικών επενδυτικών δαπανών των επιχειρήσεων αφορούν τον εξοπλισμό, όπως καταδεικνύεται από μια σταθερά αυξητική τάση στο μεγαλύτερο μέρος του δεύτερου ημίσεως της δεκαετίας του 90. Επίσης, η αναλογία των δαπανών για ΤΠΕ στο συνολικό ΑΕΠ αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια¹⁴. Αντίθετα με τις επενδύσεις των επιχειρήσεων, η αναλογία των δημόσιων επενδύσεων στο ΑΕΠ μειώθηκε συνεχώς στην περίοδο 1991 και 1998 (εν μέρει ως αποτέλεσμα των ιδιωτικοποιήσεων) και παρέμεινε σχεδόν σταθερή στη συνέχεια. Κατά συνέπεια, εάν εξαιρεθούν οι κατασκευές και οι δημόσιες επενδύσεις, η συνολική εξέλιξη των επενδύσεων σε εξοπλισμό στη δεκαετία του 90 είναι ενθαρρυντική και χαρακτηρίζεται ιδίως από μια επιτάχυνση των επενδύσεων των επιχειρήσεων στον τομέα αυτό από τα μέσα της δεκαετίας του 90, ιδίως σε πραγματικούς όρους, και από την απότομη μείωση των τιμών στον τομέα των ΤΠΕ. Οι επενδύσεις των επιχειρήσεων (ως αναλογία του ΑΕΠ) ανήλθαν έτσι σε ποσοστά που αντιστοιχούν στα υψηλότερα επίπεδα τους στα τέλη της δεκαετίας του 80.

Στη δεκαετία του 90 οι διαφορές μεταξύ των εθνικών ποσοστών επενδύσεων μειώθηκαν αισθητά, ενώ η διασπορά των ποσοστών επενδύσεων στις άλλες χώρες του ΟΟΣΑ¹⁵ παράμεινε σταθερή. Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει μια σύγκλιση στις οικονομικές συνθήκες και ένα μεγαλύτερο συγχρονισμό των πολιτικών ενόψει του τρίτου σταδίου ΟΝΕ. Έκπληξη προκαλεί το γεγονός ότι η τάση προς την πραγματική σύγκλιση ήταν πιο έντονη στις πλέον αναπτυγμένες οικονομίες σε σχέση με τις χώρες της συνοχής. Ωστόσο, από το 1999 η μείωση της διασποράς των ποσοστών επιχειρηματικών επενδύσεων ανακόπηκε και τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μάλιστα ελαφρά αύξηση που σε ορισμένο βαθμό μπορεί να αποδοθεί στο μεγαλύτερο δυναμισμό των επενδύσεων στις χώρες που προσπαθούν να καλύψουν την οικονομική τους υστέρηση.



¹³ Ο δυναμισμός αυτός αντικατοπτρίζει, εν μέρει τουλάχιστον, τις προσδοκίες για ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς.

¹⁴ Σε πρόσφατη μελέτη της ΕΚΤ (ECB WP 122, *New Technologies and Productivity Growth in the euro area*, Visselaar και Albers), οι εκτιμήσεις για τη συμβολή των ΤΠΕ στην αύξηση της παραγωγής στη ζώνη ευρώ αυξάνονται από 0,37 εκατοστιαία μονάδα στην περίοδο 1991-95 σε 0,74 εκατοστιαία μονάδα στην περίοδο 1996-99.

¹⁵ Περιλαμβανομένης της Δανίας, της Σουηδίας και του Ηνωμένου Βασιλείου.

Πλαίσιο: Άμεσες ξένες επενδύσεις

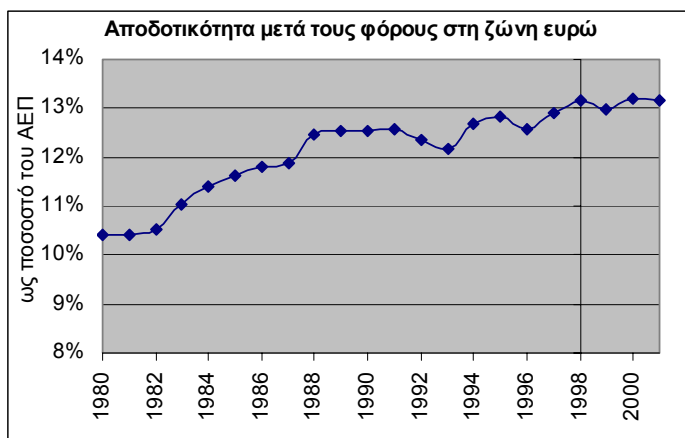
Στη διάρκεια της δεκαετίας του 90, η ευρωπαϊκή ενοποίηση κατέργαγε προοδευτικά τα εμπόδια στις άμεσες ξένες επενδύσεις (ΑΞΕ) και στην άμεση απόκτηση συμμετοχών από ξένες εταιρείες. Η εισαγωγή του ευρώ περιόρισε ακόμα περισσότερο τους φραγμούς στις επενδυτικές ροές στο εσωτερικό της ζώνης ευρώ που συνδέονταν με τον κίνδυνο μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και αναμένεται ότι θα μειώσει και την προτίμηση υπέρ της χώρας καταγωγής στα ιδιωτικά χαρτοφυλάκια. Στην ίδια περίοδο μειώθηκαν επίσης τα εμπόδια στις εμπορικές συναλλαγές και συνεπώς, στο βαθμό ιδίως που οι ΑΞΕ αποτελούν υποκατάστατο των εμπορικών ροών, η συνολική επίπτωση της ενοποίησης δεν μπορεί να προσδιοριστεί με ακρίβεια.

Στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 90 αυξήθηκαν σημαντικά τόσο οι εκροές ΑΞΕ από τη ζώνη ευρώ όσο και οι εισροές ΑΞΕ σε αυτήν. Ορισμένες διευκρινίσεις σχετικά με το υψηλό επίπεδο των καθαρών εκροών ΑΞΕ τα τελευταία χρόνια είναι αναγκαίες. Οι καθαρές εκροές ΑΞΕ από τη ζώνη ευρώ αυξήθηκαν απότομα στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 90 και σε μέσο όρο υπερέβησαν το 1% του ΑΕΠ στην περίοδο 1996-1999. Τα στοιχεία για τις ΑΞΕ δείχνουν ότι οι επενδύσεις εταιρειών που εδρεύουν στη ζώνη ευρώ αυξήθηκαν με ρυθμούς πολύ πιο ισχυρούς από εκείνους που προκύπτουν από τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών για τις επενδύσεις των επιχειρήσεων. Η ανάλυση των γεωγραφικών και τομεακών στοιχείων επιβεβαιώνει ότι η αύξηση στις καθαρές ροές ΑΞΕ τα τελευταία χρόνια οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στις στρατηγικές αποφάσεις πολυεθνικών εταιρειών σε περιορισμένο αριθμό τομέων και γεωγραφικών περιοχών, οι οποίες υπαγορεύτηκαν περισσότερο από τις ανάγκες μιας πολιτικής παγκόσμιας επέκτασης παρά από διαφορές στα αναμενόμενα ποσοστά απόδοσης. Τα στοιχεία για το 2000 εμφανίζουν σημαντικές εισροές στη Γερμανία και εξίσου σημαντικές εκροές από το Ηνωμένο Βασίλειο, συνδεδεμένες με συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στον τομέα των τηλεπικοινωνιών. Δεν υπάρχουν προς το παρόν πειστικά εμπειρικά δεδομένα που να επιτρέπουν να θεωρηθεί ότι οι ροές ΑΞΕ συναρτώνται σε σημαντικό βαθμό με διαφορές ανταγωνιστικότητας στο εσωτερικό της ζώνης ευρώ.

3.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, το επίπεδο των επενδύσεων προσδιορίζεται από τρεις βασικούς μακροοικονομικούς παράγοντες: συνολική ζήτηση, κόστος κεφαλαίου και αποδοτικότητα. Λόγω της ιδιαίτερης σημασίας τους για την παραγωγικότητα και τη δυναμική ανάπτυξη, η σχετική σημασία αυτών των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών εκτιμήθηκε με απλό και άμεσο τρόπο λαμβάνοντας ως ερμηνευτικές μεταβλητές των επενδύσεων σε εξοπλισμό την αποδοτικότητα, τις σχετικές τιμές των επενδύσεων και τα πραγματικά επιτόκια. Όπως αναμενόταν, τα αποτελέσματα δείχνουν τη θετική επίπτωση της αύξησης των κερδών και της μείωσης των πραγματικών επιτοκίων και των φόρων. Μια διαρκής αύξηση της κερδοφορίας κατά 1 εκατοστιαία μονάδα αυξάνει την αναλογία των επενδύσεων σε εξοπλισμό στο ΑΕΠ κατά 0,10 έως 0,15 εκατοστιαία μονάδα. Μια ανάλογη μείωση των σχετικών τιμών των επενδύσεων ή των πραγματικών επιτοκίων θα αύξανε το ποσοστό αυτό κατά 0,05 εκατοστιαία μονάδα.

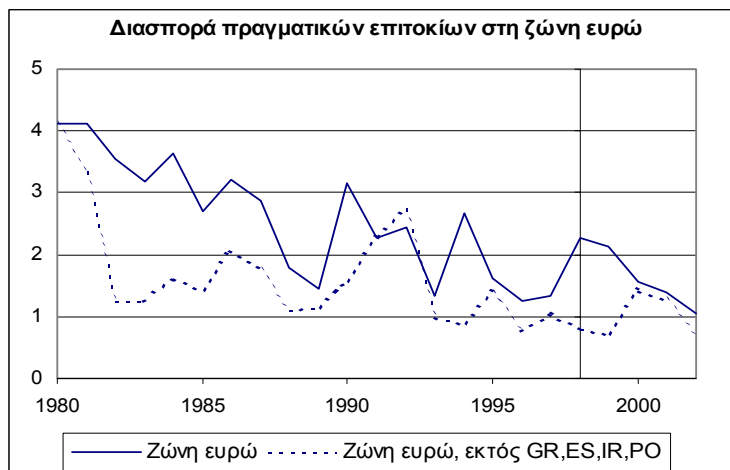
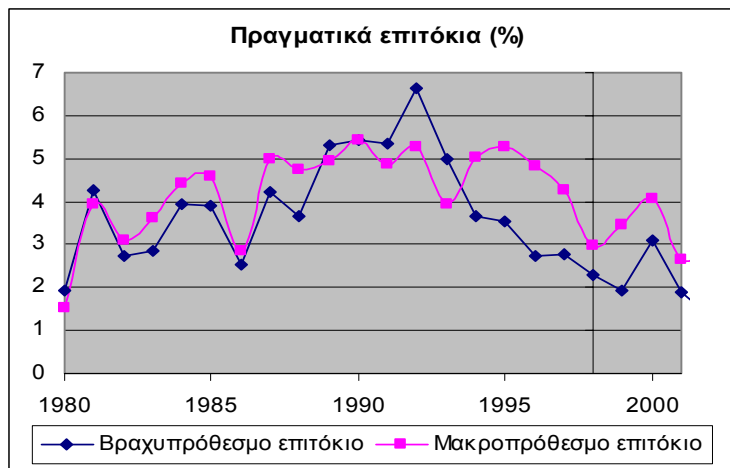
Από τις αρχές της δεκαετίας του 90, η μετά τους φόρους αποδοτικότητα¹⁶ στη ζώνη ευρώ σημείωσε αισθητή και συνεχή αύξηση. Η εξέλιξη αυτή συνοδεύτηκε από την αύξηση της έντασης εργασίας της οικονομικής ανάπτυξης, γεγονός που υποδηλώνει σημαντική μείωση της υποκατάστασης του κεφαλαίου από την εργασία. Η τάση αυτή αντικατοπτρίζει τόσο τη μακροχρόνια τάση της μετάβασης σε μια οικονομία που κυριαρχείται όλο και περισσότερο από τον τομέα των υπηρεσιών, όσο και τη μακρά περίοδο μισθολογικής συγκράτησης. Δυστυχώς όμως, η σχετικά σημαντική αύξηση της αποδοτικότητας δεν φαίνεται να έχει μέχρι



¹⁶ Μετρούμενη ως το ΑΕΠ σε τιμές της αγοράς μείον το εισόδημα της εργασίας (εξαιρουμένων των αυτοαπασχολούμενων) και αφαιρουμένου του πραγματικού φόρου επί των εταιρειών, με όλα τα μεγέθη εκφρασμένα σε ποσοστό του κεφαλαίου.

τώρα δημιουργήσει μια εξίσου ισχυρή δυναμική των συνολικών επενδύσεων. Πιο ενθαρρυντικές είναι οι θετικές επιπτώσεις της ONE στις επενδύσεις χάρη στη μείωση της αβεβαιότητας, εφόσον η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των χωρών μελών της ζώνης ευρώ ανήκει πλέον στο παρελθόν, ενώ παράλληλα το υγιές πλαίσιο δημοσιονομικής πολιτικής της ONE κατέστησε δυνατή τη μείωση των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Όπως αναμενόταν, οι θεμελιώδεις παράγοντες που προσδιορίζουν με μακροοικονομικό επίπεδο τις επενδύσεις εμφανίζουν τα τελευταία χρόνια σημαντικό βαθμό σύγκλισης. Η διασπορά των ποσοστών αποδοτικότητας μετά τους φόρους, μετρούμενη από τη σταθερή απόκλισή τους, μειώθηκε σχεδόν στο ήμισυ από τα τέλη της δεκαετίας του 80, ενώ η μείωση ήταν ιδιαίτερα σημαντική στις αρχές της δεκαετίας του 90. Παρατηρήθηκε επίσης μια τάση σύγκλισης των πραγματικών επιτοκίων. Η σύγκλιση των επιπέδων αποδοτικότητας αντικατοπτρίζει τον αυξημένο ανταγωνισμό στις αγορές προϊόντων και εργασίας, αλλά επίσης και τη μεγαλύτερη κινητικότητα του κεφαλαίου ως αποτέλεσμα της χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης. Οι τάσεις αυτές, οι οποίες συνδυάζονται με τον αυξημένο συγχρονισμό των δημοσιονομικών και νομισματικών συνθηκών στη ζώνη ευρώ, εξηγούν τη σύγκλιση των πραγματικών επιτοκίων. Ωστόσο, ο ρόλος ειδικών για κάθε χώρα παραγόντων είναι ακόμα αισθητός. Ο ισχυρός δυναμισμός των επενδύσεων στην Ιρλανδία συνοδεύτηκε από μια ουσιαστική αύξηση της αποδοτικότητας μετά τους φόρους. Η Πορτογαλία είναι η μόνη χώρα στην οποία η αποδοτικότητα μειώθηκε τα τελευταία τρία έτη αλλά, στο βαθμό που τα πραγματικά επιτόκια μειώθηκαν επίσης, το ποσοστό επενδύσεων παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο.



Παρόλο που οι παραδοσιακές μακροοικονομικές μεταβλητές εξηγούν σε κάποιο βαθμό την εξέλιξη των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ, ο ρόλος των μακροοικονομικών παραγόντων είναι επίσης σημαντικός. Είναι σαφές ότι οι παράγοντες διαρθρωτικής ακαμψίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στις αγορές εργασίας και προϊόντων πρέπει να εξαλειφθούν για να καταστεί δυνατή η πλήρης αξιοποίηση των δυνατοτήτων ενίσχυσης του περιβάλλοντος των επενδύσεων που προσφέρει η ONE: Οι συγκρίσεις μεταξύ χωρών καταδεικνύουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ χρηματιστηριακών μεταβλητών και αύξησης των επενδύσεων. Παρόμοιες συσχετίσεις υπάρχουν για τους δείκτες μεγέθους, ρευστότητας και επιπέδου τιμών της χρηματιστηριακής αγοράς. Οι σχέσεις αυτές δεν προκαλούν έκπληξη, εφόσον οι επιχειρήσεις επενδύουν για να αυξήσουν τα κέρδη τους και οι μέτοχοι εκτιμούν την αξία των επιχειρήσεων με βάση τα αναμενόμενα κέρδη. Τα διαθέσιμα στοιχεία υποδηλώνουν ότι ως πηγή χρηματοδότησης, η χρηματιστηριακή αγορά έχει ιδιαίτερη σημασία για τις επιχειρήσεις στον τομέα των ΤΠΕ, οι οποίες αποτέλεσαν βασικό παράγοντα αύξησης των επενδύσεων στις ΗΠΑ. Φαίνεται ότι το ρυθμιστικό πλαίσιο της αγοράς προϊόντων αποτελεί έναν πρόσθετο διαρθρωτικό παράγοντα που επηρεάζει σημαντικά την εξέλιξη των επενδύσεων. Οι δείκτες που καταρτίζει ο ΟΟΣΑ για την εκτίμηση των διαφορών μεταξύ εθνικών ρυθμιστικών πλαισίων, δείχνουν σαφώς ότι όσο πιο περιοριστικές είναι οι ρυθμίσεις τόσο χαμηλότερα είναι τα ποσοστά αύξησης των

επενδύσεων. Ειδικότερα, οι δείκτες που μετρούν τη δημόσια ιδιοκτησία (έκταση, πεδίο δραστηριοτήτων των δημόσιων επιχειρήσεων και έλεγχός τους), το βαθμό παρέμβασης του κράτους στις επιχειρηματικές δραστηριότητες (έλεγχοι τιμών, ρυθμιστικές παρεμβάσεις στη διοίκηση και τον έλεγχο των επιχειρήσεων) και τα εμπόδια στην επιχειρηματικότητα (έλλειψη ρυθμιστικής διαφάνειας, σημαντικές διοικητικές επιβαρύνσεις για τις νέες επιχειρήσεις και εμπόδια στον ανταγωνισμό) συσχετίζονται αρνητικά με την επενδυτική δραστηριότητα. Τέλος, είναι πιθανό ότι οι παράγοντες ακαμψίας στην αγορά εργασίας εμπόδισαν επίσης τις επενδύσεις στη ζώνη ευρώ. Έτσι, ο δείκτης του ΟΟΣΑ σχετικά με τη νομοθεσία για την προστασία της απασχόλησης συσχετίζεται αρνητικά με την αύξηση των επενδύσεων σε πραγματικούς όρους. Και άλλες ποσοτικές διαρθρωτικές μεταβλητές της αγοράς εργασίας συντείνουν προς την ίδια κατεύθυνση, όπως ο "συντελεστής φορολόγησης των χαμηλών μισθών" και η "διάρκεια καταβολής επιδομάτων ανεργίας".

Με βάση τα στοιχεία που αναφέρονται ανωτέρω, φαίνεται ότι είναι τόσο αναγκαίο όσο και σκόπιμο να βελτιωθεί το περιβάλλον των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ και να αξιοποιηθούν για το σκοπό αυτό όλες οι δυνατότητες που προσφέρει η ΟΝΕ. Μια ισχυρή αύξηση του ποσοστού παγίων επενδύσεων θα έθετε τη ζώνη ευρώ σε τροχιά διαρκούς αύξησης των επιπέδων διαβίωσης. Η αύξηση της αναλογίας των επενδύσεων στο ΑΕΠ θα ενίσχυε το αναπτυξιακό δυναμικό της ζώνης ευρώ όχι μόνο βραχυπρόθεσμα, αλλά και μακροπρόθεσμα εάν η τεχνολογική πρόοδος ενσωματώνεται σε ένα συνεχώς ανανεούμενο πάγιο κεφάλαιο. Η ανάλυση των προσδιοριστικών παραγόντων των επενδύσεων καθιστά εμφανή την ανάγκη εξάλειψης μιας σειράς διαρθρωτικών ακαμψιών στη ζώνη ευρώ προκειμένου να βελτιωθεί το περιβάλλον των επενδύσεων. Από την άποψη αυτή, εξετάζεται σήμερα ένα ευρύ φάσμα δυνατών διαρθρωτικών μέτρων όπως ιδίως οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, οι μειώσεις στη φορολογία των εταιρειών και οι μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και στις χρηματοπιστωτικές αγορές με σκοπό την αύξηση του ανταγωνισμού και τη μείωση των προσόδων από μονοπωλιακές θέσεις.

Σε συμπέρασμα, η ΟΝΕ προσφέρει το δυναμικό για μια ουσιαστική βελτίωση του περιβάλλοντος των επενδύσεων στη ζώνη ευρώ και για την αποτελεσματική εξουδετέρωση της αρνητικής για την ανάπτυξη επίπτωσης παραγόντων όπως η γήρανση του πληθυσμού. Η ΟΝΕ μπορεί να επιτύχει το αποτέλεσμα αυτό με τρεις τρόπους: επηρεάζοντας τους προσδιοριστικούς παράγοντες των επενδύσεων με την ενίσχυση του ανταγωνισμού και τη μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου· ενεργώντας ως καταλύτης για την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών· και ενθαρρύνοντας μια σειρά μικροοικονομικών και μακροοικονομικών μεταρρυθμίσεων που αποσκοπούν στην τόνωση των επενδύσεων.

4 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΕΥΡΩ

4.1 Γενική εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ

Η διαδικασία ανάπτυξης και ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ επιταχύνθηκε αισθητά τα τελευταία χρόνια. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται σε τρεις αλληλοσυνδεόμενους παράγοντες: (i) η παγκοσμιοποίηση, με κινητήριες δυνάμεις την απελευθέρωση των διεθνών κινήσεων κεφαλαίων, την "απορρύθμιση" του χρηματοπιστωτικού τομέα και την τεχνολογική πρόοδο· (ii) η πρόοδος στη δημιουργία κοινού ρυθμιστικού πλαισίου για όλη την ΕΕ (χάρη στις προσπάθειες για ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών), η οποία συνοδεύτηκε από χρηματοπιστωτικές μεταρρυθμίσεις στα κράτη μέλη· και (iii) η μετάβαση στο ευρώ.

Πριν από τον Ιανουάριο του 1999, η ύπαρξη πολλών νομισμάτων αποτελούσε το κυριότερο εμπόδιο στη χρηματοπιστωτική ενοποίηση στην ΕΕ. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος καθιστούσε λιγότερο ελκυστικές τις διασυνοριακές επενδύσεις, μείωνε τα κίνητρα για εναρμόνιση στο επίπεδο της ΕΕ και περιόριζε τον ανταγωνισμό στις εγχώριες αγορές των κρατών μελών. Η καθιέρωση του ενιαίου νομίσματος, του ευρώ, σε δώδεκα κράτη μέλη μετέβαλλε ριζικά την κατάσταση. Μετά την εισαγωγή του ευρώ, ο συναλλαγματικός κίνδυνος δεν αποτελεί πηγή κατακερματισμού του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ζώνης ευρώ, ενώ καθίσταται παράλληλα εμφανές το κόστος ευκαιρίας των απομενουσών πηγών κατακερματισμού του συστήματος. Η επέκταση της ενοποίησης χάρη στο ευρώ αντικατοπτρίζεται στη μεγαλύτερη ομοιογένεια των αγορών, στο κύμα συγκεντρώσεων μεταξύ ενδιάμεσων φορέων και μεταξύ χρηματιστηρίων και στην εμφάνιση καινοτόμων προϊόντων και τεχνικών. Οι φορείς των αγορών υιοθέτησαν πανευρωπαϊκές στρατηγικές και οι υπεύθυνοι για τη χάραξη της οικονομικής πολιτικής ανταποκρίθηκαν δίνοντας άμεση πολιτική προτεραιότητα στην ενοποίηση της εσωτερικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ενώ αυξήθηκαν παράλληλα σημαντικά τα κίνητρα για εντατικοποίηση των εθνικών μεταρρυθμίσεων με σκοπό τη διασφάλιση της ανταγωνιστικότητας προστατευομένων μέχρι πρόσφατα εθνικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων.

Διάρθρωση των πηγών χρηματοδότησης στη ζώνη ευρώ και στις ΗΠΑ (τέλη-2001, σε % του ΑΕΠ)

	Ζώνη ευρώ	ΗΠΑ
Τραπεζικές καταθέσεις	64.3	60.6
Τραπεζικά δάνεια	108.2	50.7
– σε επιχειρήσεις	42.7	16.1
– σε νοικοκυριά	45.7	34.6
– στη γενική κυβέρνηση	12.4	0.0
Εν κυκλοφορία χρεωστικοί τίτλοι	90.6	148.6
Εκδοθέντες από		
– επιχειρήσεις	5.8	24.2
– χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς	28.7	43.1
– φορείς του δημόσιου τομέα	52.7	84.4
Κεφαλαιοποίηση χρηματιστηριακής αγοράς	73.3	138.7

Πηγές: ΕΚΤ (τραπεζικές καταθέσεις και δάνεια στη ζώνη ευρώ), Federal Reserve (τραπεζικές καταθέσεις και δάνεια στις ΗΠΑ), Ευρωστάτ (ΑΕΠ και χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση για τη ζώνη ευρώ και τις ΗΠΑ), ΤΔΔ (χρεωστικοί τίτλοι). Για τις ΗΠΑ, οι τραπεζικές καταθέσεις και δάνεια παρουσιάζονται συγκεντρωτικά για τις εμπορικές τράπεζες, τις πιστωτικές ενώσεις και τα ταμειύτριά (στοιχεία της Federal Reserve και στατιστικές χρηματοπιστωτικών ροών). Για τις ΗΠΑ, οι τίτλοι του δημόσιου τομέα περιλαμβάνουν εκείνους που έχουν εκδοθεί από οντότητες που υποστηρίζονται από την κυβέρνηση (Government-Sponsored Enterprises) ή τις ενώσεις οργανισμών ενυπόθηκης πίστης (Federally Related Mortgage Pools)

Η παραδοσιακή διάκριση ανάμεσα στο αμερικανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, στο οποίο η χρηματοδότηση εξασφαλίζεται κυρίως από την αγορά, και το σύστημα της ζώνης ευρώ, το οποίο βασίζεται κατά κύριο λόγο στην τραπεζική χρηματοδότηση¹⁷, εξακολουθεί να ισχύει. Ειδικότερα, ο ρόλος των τραπεζών στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων είναι πολύ πιο σημαντικός στην Ευρώπη από ό,τι στις ΗΠΑ, όπου η άμεση έκδοση τίτλων αποτελεί το κυριότερο μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, όπως καταδεικνύεται από η σημασία των εν κυκλοφορία χρεωστικών τίτλων και της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης. Παρά τις διαφορές αυτές, πρέπει να σημειωθεί η σημαντική παρουσία, και στις δύο οικονομικές ζώνες, του συνόλου του φάσματος χρηματοπιστωτικών μέσων και ενδιάμεσων φορέων.

Στη ζώνη ευρώ, η πρόοδος στην επεξεργασία των πληροφοριών και η ελευθέρωση και ενοποίηση των αγορών (χάρη κυρίως στην κατάργηση των δώδεκα εθνικών νομισμάτων) θα διευκολύνουν την ταχύτερη ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών σε σχέση με τις τραπεζικές χρηματοδοτήσεις. Ωστόσο, δεν υπάρχουν θεωρητικές ή εμπειρικές ενδείξεις που να υποδηλώνουν ότι ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα με υψηλότερο βαθμό τιτλοποίησης θα υπερτερούσε του σημερινού τραπεζοκεντρικού συστήματος. Κατά την αξιολόγηση της συνολικής αποτελεσματικότητας ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να ληφθούν υπόψη και ορισμένα άλλα χαρακτηριστικά, όπως η πληρότητα και η ικανότητα προσαρμογής του¹⁸.

Ο χρηματοπιστωτικός τομέας της ζώνης ευρώ βρίσκεται σήμερα σε ένα στάδιο ταχείας διαρθρωτικής μεταλλαγής, στο οποίο η βαθύτερη ενοποίηση των εθνικών αγορών συνοδεύεται από τη γενική επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα και τον εντονότερο ανταγωνισμό μεταξύ διαθέσιμων μέσων και μεταξύ φορέων διαμεσολάβησης. Λόγω των ειδικών χαρακτηριστικών των διαφόρων συνιστωσών του χρηματοπιστωτικού τομέα, η επιτευχθείσα πρόοδος, ιδίως όσον αφορά την ενοποίηση, ήταν άνιση στις διάφορες αγορές.

4.2 Αγορές χρήματος και παράγωγων προϊόντων

Από την 1η Ιανουαρίου 1999, οι πράξεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ διενεργούνται σε ευρώ με βάση την ζήτηση ρευστότητας στο σύνολο της ζώνης ευρώ, χωρίς καμία διάκριση μεταξύ των αναγκών ρευστότητας των μεμονωμένων τραπεζικών συστημάτων. Τα προβλήματα που ανέκυψαν στην αρχική περίοδο όσον αφορά τις διαδικασίες κατανομής της ρευστότητας αντιμετωπίστηκαν αποτελεσματικά με την υιοθέτηση δημοπρασιών τίτλων κυμαινόμενου επιτοκίου τον Ιούνιο του 2000. Παρόλο που μετά την ημερομηνία αυτή η χρηματαγορά του ευρώ λειτούργησε με ικανοποιητικό τρόπο, ο βαθμός ενοποίησης διαφέρει στα επιμέρους τμήματά της.

Στην αγορά μη εξασφαλισμένων διατραπεζικών καταθέσεων, η ενοποίηση έχει σχεδόν ολοκληρωθεί και παρατηρείται πλήρης σχεδόν σύγκλιση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο σύνολο της ζώνης ευρώ. Η σύγκλιση αυτή αντικατοπτρίζεται επίσης στην πλήρη αποδοχή από τους φορείς της αγοράς του EONIA (Euro Overnight Index Average) και του EURIBOR (Euro-Inter-Bank Offered Rate) ως κοινές βάσεις αναφοράς. Η σύγκλιση των επιτοκίων διευκολύνθηκε από την αποτελεσματική κατανομή της ρευστότητας στο σύνολο της ζώνης ευρώ: οι διασυννοριακές πράξεις αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος (60% περίπου) του συνόλου της διατραπεζικής δραστηριότητας των κυριότερων φορέων της αγοράς. Υπάρχουν ενδείξεις ότι στη διατραπεζική αγορά αναπτύχθηκε μια διεπίπεδη διάρθρωση κατανομής της ρευστότητας, στην οποία οι σχετικά μεγάλες τράπεζες δεσπόζουν στις διασυννοριακές συναλλαγές, ενώ οι μικρότερες χρηματοδοτούνται κυρίως μέσω των εγχώριων συναλλαγών τους με τις μεγαλύτερες τράπεζες. Η σύγκλιση των επιτοκίων είναι επίσης εμφανής για τα μέσα χρηματαγοράς με μεγαλύτερες προθεσμίες λήξης. Μια μελέτη της ΤΔΔ¹⁹ κατέδειξε ότι οι διαφορές μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων επιτοκίων για

¹⁷ Πριν από κάθε σύγκριση της χρηματοπιστωτικής αγοράς της ζώνης ευρώ με τις ΗΠΑ, πρέπει να υπογραμμιστεί ότι η ζώνη ευρώ παρουσιάζει θεμελιώδεις διαφορές σε σχέση με τις ΗΠΑ στο βαθμό που πρόκειται για ένωση εθνών και όχι για μία μόνο χώρα. Παρά τη σημαντική πρόοδο της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης, ο χρηματοπιστωτικός τομέας της ζώνης ευρώ χαρακτηρίζεται ακόμα από την ύπαρξη διαφορετικών εθνικών νομικών και ρυθμιστικών συστημάτων, από διαφορετικές συμβατικές ρυθμίσεις και πρακτικές στις επιμέρους αγορές, κλπ.

¹⁸ Μια πλήρης χρηματοπιστωτική διάρθρωση επιτρέπει στις επιχειρήσεις να χρηματοδοτούνται μέσω των αγορών και μέσω διαμεσολαβητών, σε συνάρτηση με τις ανάγκες τους στα διαφορετικά στάδια ανάπτυξης του κύκλου ζωής τους. Μια προσαρμοζόμενη διάρθρωση παρέχει την απαιτούμενη ευελιξία για την εξειδίκευση των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών ή των μορφών συμβατικών σχέσεων σε περίπτωση μεταβολής του επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

¹⁹ Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (2000), 70ή ετήσια έκθεση.

καταθέσεις ευρώ τριών μηνών μειώθηκαν κατά 40% μεταξύ 1996 και 2000 και συμπεραίνει ότι η εξέλιξη αυτή αποτελεί μια ακόμα ένδειξη της ενοποίησης της επιμέρους χρηματαγοράς μη εξασφαλισμένων καταθέσεων σε ευρώ.

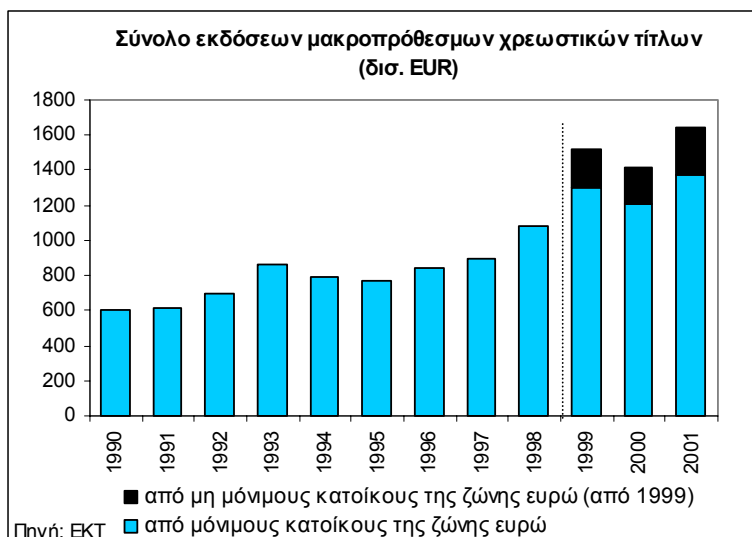
Παράλληλα με τις εξελίξεις όσον αφορά τα μη εξασφαλισμένα μέσα χρηματαγοράς, η αγορά παράγωγων μέσων ενοποιήθηκε επίσης σημαντικά. Η διασυνοριακή αγορά ανταλλαγών επιτοκίων ευρώ αναπτύχθηκε με ιδιαίτερα ταχείς ρυθμούς μετά την εισαγωγή του ευρώ και ο υψηλός βαθμός ενοποίησής της αντικατοπτρίζεται στις πολύ μικρές διαφορές μεταξύ προσφερόμενων και ζητούμενων τιμών και στα σχετικά μεγάλα ποσά των εν κυκλοφορία μέσων. Η δραστηριότητα εντείνεται επίσης στις άλλες αγορές και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης με βάση το EURIBOR αντικαθιστούν όλα τα άλλα προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου στα παλαιά νομίσματα που υπήρχαν πριν την ΟΝΕ.

Αντίθετα, στις επιμέρους αγορές διασφαλισμένων μέσων χρηματαγοράς (όπως οι συμφωνίες επαναγοράς, τα κρατικά ομόλογα, τα εμπορικά γραμμάτια και τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα οποία συνίστανται στην ανταλλαγή ρευστότητας έναντι ασφαλειών), η ενοποίηση υστερεί ακόμα σημαντικά. Η κατάσταση αυτή αντικατοπτρίζει τις δυσχέρειες στη διασυνοριακή χρησιμοποίηση ασφαλειών, κυρίως λόγω των διαφορών μεταξύ κρατών μελών στις πρακτικές της αγοράς, τα ρυθμιστικά πλαίσια και τη φορολογική μεταχείριση τίτλων που κατατίθενται ως ασφάλεια. Οι εθνικές αυτές διαφορές οδηγούν στον κατά χώρα κατακερματισμό των υποδομών των αγορών και μπορούν να δημιουργήσουν σημαντικές πρακτικές δυσχέρειες στη διασυνοριακή εκκαθάριση και διακανονισμό, όπως υπογραμμίζεται στην πρόσφατη έκθεση της Ομάδας Giovannini²⁰. Η οδηγία για τις χρηματοοικονομικές ασφάλειες, η οποία θα τεθεί πλήρως σε εφαρμογή έως το 2003, θα επιλύσει τα σημερινά προβλήματα διασυνοριακής χρησιμοποίησης και θα συμβάλει στην ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ, με τον προσδιορισμό ιδίως της νομοθεσίας που θα διέπει τις διασυνοριακές συμφωνίες χρηματοοικονομικών ασφαλειών.

4.3 Ομολογιακές αγορές

Η εισαγωγή του ευρώ ενοποίησε τις εθνικές ομολογιακές αγορές των συμμετεχόντων κρατών μελών και οδήγησε στη δημιουργία μιας πολύ πιο ομοιογενούς αγοράς ομολόγων σε ευρώ. Οι επιπτώσεις της ενοποίησης στη δραστηριότητα της αγοράς είναι αισθητές σε πολλά επίπεδα.

Πρώτον, ο όγκος των εκδόσεων αυξήθηκε χάρη στη μεγαλύτερη ρευστότητα και το μεγαλύτερο βάθος της ομολογιακής αγοράς σε ευρώ. Από τον Ιανουάριο του 1999, το σύνολο των εγχώριων εκδόσεων σε ευρώ υπερβαίνει το συνδυασμένο συνολικό ποσό των εκδόσεων στα παλαιά εθνικά νομίσματα τα τελευταία έτη πριν την καθιέρωση του ευρώ. Οι εκδόσεις σε ευρώ ήταν ιδιαίτερα σημαντικές το 1999, έτος στο οποίο αυξήθηκαν κατά 20% σε σχέση με το 1998. Η εξέλιξη αυτή εξηγείται από την απότομη αύξηση της μέχρι τότε συγκρατημένης ζήτησης εκ μέρους εκδοτών και επενδυτών που είχαν αναβάλει την είσοδό τους στην αγορά

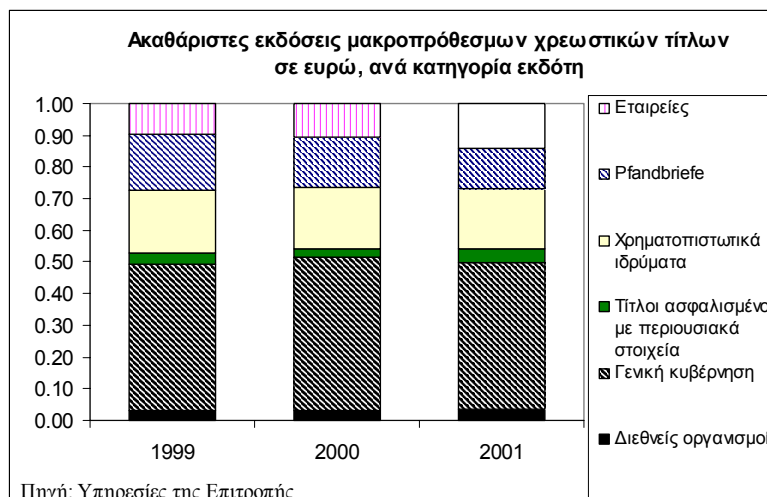


²⁰ Η Ομάδα Giovannini, η οποία απαρτίζεται από φορείς της αγοράς και προεδρεύεται από τον Alberto Giovannini, δημιουργήθηκε για να παρέχει στην Επιτροπή συμβουλές στον τομέα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Το Νοέμβριο του 2001, η ομάδα υπέβαλε την έκθεσή της "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union". Η έκθεση αυτή δημοσιεύθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στη σειρά Economic Paper (αριθ. 163) και είναι διαθέσιμη στο Διαδίκτυο στη διεύθυνση http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

λόγω των διαταραχών στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και την αβεβαιότητα που περιέβαλε τη μετάβαση στο ευρώ. Η παρουσία των ιδιωτικών εκδοτών ήταν ιδιαίτερα έντονη τους πρώτους μήνες του 1999, καθώς πολλοί από αυτούς προσπαθούσαν να ενισχύσουν τη θέση τους σε αυτή τη νέα και δυνητικά πιο δραστήρια αγορά. Ωστόσο, το 2000 οι εκδόσεις σε ευρώ μειώθηκαν κατά 6% κατ' όγκο (περιλαμβανομένων των εκδόσεων μη μόνιμων κατοίκων της ζώνης ευρώ για τους οποίους τα στοιχεία είναι διαθέσιμα μόνο από το 1999 και μετά), καθώς οι δραστηριότητες έκδοσης επανέρχονταν στους κανονικούς ρυθμούς τους, οι δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα μειώνονταν συνεχώς και τα επιτόκια και οι τιμές των πετρελαϊκών προϊόντων αυξάνονταν σταθερά. Οι εκδόσεις σε ευρώ αυξήθηκαν εκ νέου απότομα στις αρχές του 2001. Παρά μια επιβράδυνση στα τέλη του έτους, ο συνολικός όγκος των εκδόσεων αυξήθηκε το 2001 κατά 16% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Ο δυναμισμός των εκδόσεων σε ευρώ το 2001 μπορεί να αποδοθεί στους εκδότες του ιδιωτικού και του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι οποίοι αντέδρασαν στη βελτίωση των συνθηκών στην ομολογιακή αγορά και την επιδείνωση των μετοχικών αγορών σε παγκόσμιο επίπεδο.

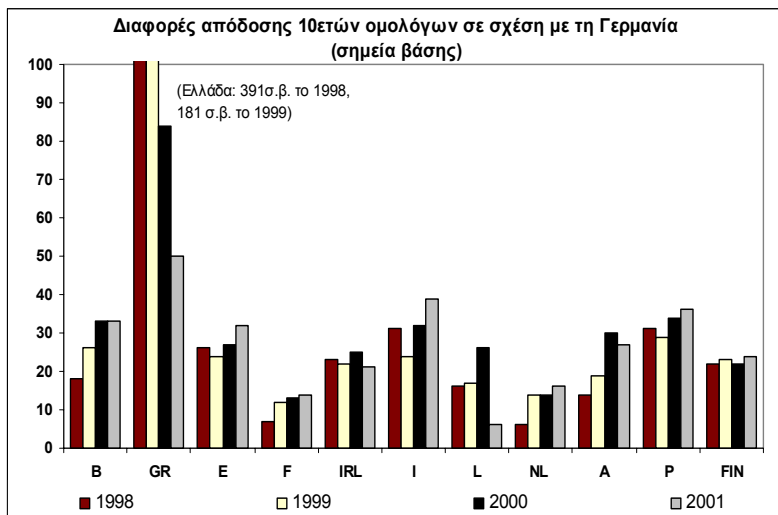
Δεύτερον, σε σύγκριση με την προ της ONE κατάσταση, η αναλογία των εκδόσεων του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε σημαντικά σε σχέση με τις κρατικές εκδόσεις. Η μεταβολή στη σύνθεση των ομολογιακών εκδόσεων εξηγείται τόσο από τη μείωση των δανειακών αναγκών των χωρών της ζώνης ευρώ ως αποτέλεσμα των περιοριστικών δημοσιονομικών πολιτικών της δεκαετίας του 90, όσο και από τη σημαντική αύξηση των εκδόσεων εταιρειών τόσο του χρηματοπιστωτικού όσο και των άλλων κλάδων. Ειδικότερα, η σχετικά ανεπαρκής ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών αυξήθηκε με εξαιρετικά ταχείς ρυθμούς και το 2001 ο συνολικός όγκος της ανήλθε σε 97 δισεκατ. € έναντι 27 δισεκατ. € το 1998. Ο προοδευτικά αυξανόμενος όγκος των εκδόσεων σε πολλαπλές δόσεις που υπερβαίνουν πλέον συχνά το 1 δισεκατ. €²¹ αποτελεί πρόσθετη ένδειξη της αυξημένης ρευστότητας στις επιμέρους αγορές ομολόγων χρηματοπιστωτικών και άλλων εταιρειών. Στην επιμέρους αγορά ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών, η αύξηση των εκδόσεων εταιρειών με χαμηλό βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας αποτελεί επίσης ένδειξη μιας σχετικά ρευστής αγοράς, παρόλο που η αναλογία των εκδόσεων υψηλής απόδοσης παραμένει σχετικά χαμηλή. Η τάση προς μεγαλύτερη τιτλοποίηση αντικατοπτρίζει αναμφισβήτητα την αύξηση της επενδυτικής ζήτησης στην πιο ρευστή ομολογιακή αγορά σε ευρώ, καθώς και άλλους παράγοντες που δεν σχετίζονται άμεσα με το ευρώ, όπως η ανάγκη χρηματοδότησης της αυξημένης δραστηριότητας εξαγωγών και συγχωνεύσεων και των δημοπρασιών για τις άδειες κινητής τηλεφωνίας τρίτης γενεάς (UMTS), οι οποίοι τόνωσαν επίσης την προσφορά ομολόγων του ιδιωτικού και του χρηματοπιστωτικού κλάδου.

Παρά τη μείωση του μεριδίου τους στο συνολικό όγκο των εκδόσεων, οι κρατικές εκδόσεις παραμένουν η κυριότερη πηγή προσφοράς τίτλων στην αγορά ομολόγων σε ευρώ και το 2001 αντιπροσώπευαν ακόμα πάνω από το 40% του συνόλου των εκδόσεων στην αγορά αυτή. Η ομοιογένεια της αγοράς κρατικών ομολόγων στη ζώνη ευρώ καταδεικνύεται από την αισθητή σύγκλιση των αποδόσεων μεταξύ κρατών μελών, η οποία έρχεται σε έντονη αντίθεση με την κατάσταση στα μέσα της δεκαετίας του 90. Η σύγκλιση των αποδόσεων μπορεί να αποδοθεί στην κατάργηση του συναλλαγματικού κινδύνου και στη σχετική βελτίωση των δημοσιονομικών συνθηκών σε πολλά κράτη μέλη. Υπάρχουν ωστόσο ακόμα ενδείξεις κατακερματισμού της ρευστότητας στην επιμέρους αυτή αγορά, στο βαθμό που τα κρατικά ομόλογα εκδίδονται από δώδεκα χωριστούς εκδότες με διαφορετικές δανειακές ανάγκες, μεθόδους έκδοσης, στρατηγικές, διαδικασίες και μέσα. Φαίνεται ότι οι προσαυξήσεις ρευστότητας αποτελούν πλέον σημαντικό παράγοντα διαμόρφωσης των

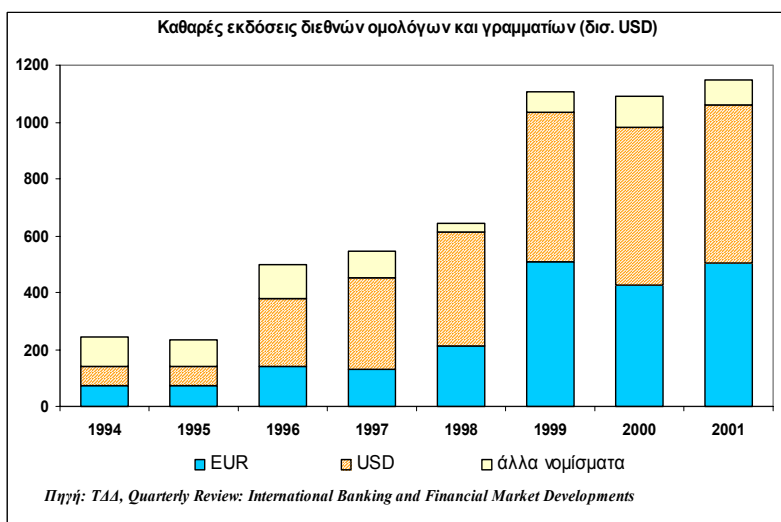


²¹ Το Freddie Mac, οργανισμός ενυπόθηκης πίστης του οιονεί δημόσιου τομέα των ΗΠΑ, άρχισε ένα σημαντικό πρόγραμμα εκδόσεων σε ευρώ το Σεπτέμβριο του 2000 και προβλέπει τριμηνιαίο όγκο εκδόσεων της τάξης των 5 δισεκατ. ευρώ με διάφορες προθεσμίες λήξης.

διαφορών απόδοσης μεταξύ κρατικών ομολόγων της ζώνης ευρώ, ιδίως για τα κράτη μέλη που εκδίδουν τους μικρότερους όγκους ομολόγων, πολλά από τα οποία έπρεπε κανονικά να έχουν χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο λόγω των ευνοϊκών δημοσιονομικών τους θέσεων. Το ανωτέρω διάγραμμα δείχνει ότι για τις περισσότερες χώρες οι διαφορές απόδοσης σε σχέση με τη Γερμανία ήταν μεγαλύτερες το 2001 σε σχέση με το 1998. Η προτίμηση υπέρ του δεκαετούς γερμανικού Bund αντικατοπτρίζει εν μέρει το γεγονός ότι το Bund είναι παραδοτέος τίτλος για το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης Eurex, το οποίο κυριαρχεί πλέον στη ζώνη ευρώ. Μια δυναμική αγορά παράγωγων μέσων αυξάνει συνεπώς τη ρευστότητα του υποκείμενου τίτλου.



Τρίτον, χάρη στην αύξηση του όγκου των εκδόσεων, το ευρώ είναι πλέον το δεύτερο σημαντικότερο νόμισμα για διεθνείς ομολογιακές εκδόσεις. Το αμερικανικό δολάριο και το ευρώ κυριαρχούν σήμερα στις διεθνείς εκδόσεις και αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 90% του συνόλου²². Η αναλογία του ευρώ στις διεθνείς εκδόσεις ήταν σχεδόν ίση με εκείνη του αμερικανικού δολαρίου το 1999, αλλά μειώθηκε απότομα το 2000. Το 2001, η αναλογία του ευρώ ανήλθε στο 44%, έναντι 48% για το αμερικανικό δολάριο.



4.4 Αγορές μετοχών

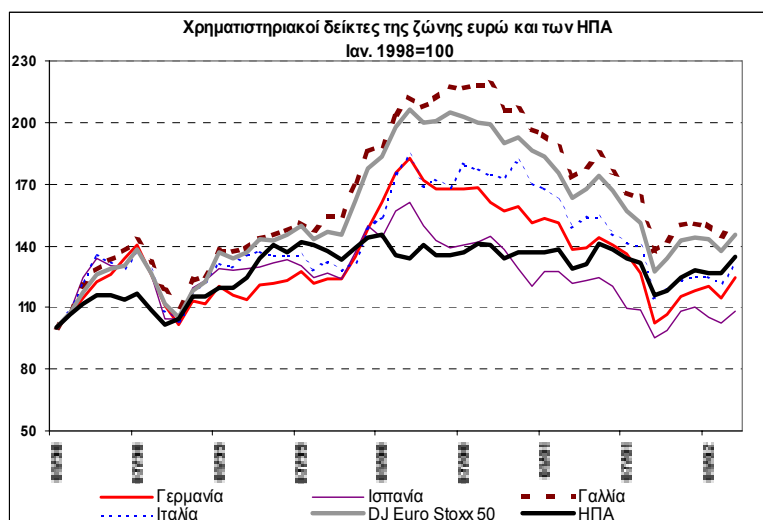
Χάρη στην κατάργηση του συναλλαγματικού κινδύνου, το ευρώ τόνωσε τη ζήτηση για διασυννοριακές επενδύσεις σε μετοχές. Στην ανάπτυξη των διασυννοριακών δραστηριοτήτων στις αγορές μετοχών

²² Η βάση δεδομένων της ΤΑΔ για τους διεθνείς χρεωστικούς τίτλους καλύπτει τρία είδη μέσων: τους τίτλους που είναι εκφρασμένοι σε νόμισμα διαφορετικό από εκείνο της αγοράς στην οποία εκδίδονται ("ευρωομολογίες"), τους τίτλους που είναι εκφρασμένοι στο νόμισμα της αγοράς στην οποία εκδίδονται, οι οποίοι όμως εκδίδονται από μη μόνιμους κατοίκους (ξένες ομολογίες όπως τα "Yankee bonds" στην αγορά των ΗΠΑ) και οι τίτλοι που είναι εκφρασμένοι στην αγορά στην οποία εκδίδονται, οι οποίοι εκδίδονται από μόνιμους κατοίκους αλλά απευθύνονται σε μη μόνιμους κατοίκους (BIS Quarterly Review, Μάρτιος 2002).

συνέβαλαν και άλλοι παράγοντες, όπως η αυξανόμενη διεθνοποίηση των εκδόσεων μετοχών, η ανάπτυξη των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών και η ενοποίηση των επίσημων χρηματιστηρίων αξιών.

Εκτός όμως από αυτές τις διαρθρωτικές μεταβολές, η ενοποίηση των μετοχικών αγορών της ΕΕ αντικατοπτρίζεται στη μεγαλύτερη κλαδική συσχέτιση των κινήσεων των τιμών των μετοχών μεταξύ κρατών μελών. Η εξέλιξη αυτή καταδεικνύει μια μεταβολή στη συμπεριφορά των επενδυτών οι οποίοι εγκαταλείπουν τις επενδύσεις σε εθνική βάση και στρέφονται όλο και περισσότερο προς τις επενδύσεις σε κλαδική βάση. Επίσης, σημαντική αύξηση σημείωσε τα τελευταία χρόνια η χρησιμοποίηση παράγωγων μέσων σχετιζόμενων με μετοχές, γεγονός που ενίσχυσε ακόμα περισσότερο τη ρευστότητα της πρωτογενούς αγοράς.

Η ώθηση που έδωσε το ευρώ στην ανάπτυξη των διασυνοριακών επενδύσεων σε μετοχές συνέβαλε επίσης στην τόνωση των αγορών μετοχών εταιρειών της νέας οικονομίας στην ΕΕ, οι οποίες, όπως και στις ΗΠΑ, παρουσιάζουν τα τελευταία χρόνια έντονες διακυμάνσεις που αντικατοπτρίζουν τις απότομες μεταβολές στη ζήτηση τίτλων του κλάδου της τεχνολογίας, των μέσων επικοινωνίας και των τηλεπικοινωνιών (TMT).



Τα επίσημα χρηματιστήρια αντέδρασαν στον αυξημένο ανταγωνισμό, ιδίως εκ μέρους των πολυάριθμων δικτύων ηλεκτρονικών συναλλαγών που δημιουργήθηκαν τα τελευταία χρόνια, με στρατηγικές συγχωνεύσεων και εξαγορών. Παρόλο που πρόκειται για ένα παγκόσμιο και όχι αποκλειστικά ευρωπαϊκό φαινόμενο, μερικές από τις σημαντικότερες συγκεντρώσεις του κλάδου πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη, με κυριότερη εκείνη που οδήγησε στη δημιουργία του Euronext με τη συγχώνευση των χρηματιστηρίων του Άμστερνταμ, των Βρυξελλών και του Παρισιού στα μέσα του 2000 και την προσχώρηση στη συνέχεια του χρηματιστηρίου της Λισσαβόνας το 2002. Ωστόσο, οι προσπάθειες συγκέντρωσης δεν ήταν όλες επιτυχείς, όπως καταδεικνύεται ιδίως από την αποτυχημένη συγχώνευση της Deutsche Börse και του London stock exchange.

Υπό την επίδραση της προοδευτικής συγκέντρωσης των χρηματιστηρίων στην ΕΕ, η υποδομή επεξεργασίας των συναλλαγών μεταβάλλεται επίσης με αργούς ρυθμούς. Ιστορικά, οι ευρωπαϊκές υποδομές διαπραγμάτευσης αναπτύχθηκαν σε καθαρά εθνική βάση και συνεπώς σε εθνικό επίπεδο υπάρχουν αποτελεσματικές διαρθρώσεις διαπραγμάτευσης μετοχικών τίτλων που συνήθως χαρακτηρίζονται από κάθετη ολοκλήρωση των λειτουργιών διαπραγμάτευσης, εκκαθάρισης, διακανονισμού και θεματοφυλακής²³. Τα πολλαπλά εθνικά συστήματα βασίζονται σε συγκεκριμένες πρακτικές αγοράς και οι τίτλοι που είναι εισηγμένοι προς διαπραγμάτευση σε αυτές υπόκεινται σε διαφορετικά ρυθμιστικά, νομοθετικά και φορολογικά πλαίσια. Αυτή η κατάσταση πραγμάτων συνεπάγεται πρόσθετα κόστη κατά τη διασυνοριακή διαπραγμάτευση στην Ευρωπαϊκή Ένωση, τόσο άμεσα, με τη μορφή υψηλότερων τιμών για τις παρεχόμενες υπηρεσίες, όσο και έμμεσα λόγω της αναποτελεσματικής λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως τα πρόσθετα κόστη επεξεργασίας κατά τη διενέργεια συναλλαγών σε περισσότερες αγορές. Οι περιορισμένες συγκεντρώσεις μεταξύ φορέων του κλάδου αφορούν κυρίως τα γραφεία συμψηφισμού, ενώ η οργάνωση των συστημάτων διακανονισμού τίτλων παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη σε σχέση με την κατάσταση πριν την εισαγωγή του ευρώ²⁴.

²³ Βλέπε έκθεση της Ομάδας Giovannini "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union", *op. cit.*...

²⁴ Για παράδειγμα, οι λειτουργίες εκκαθάρισης των τριών χρηματιστηρίων του Euronext (Άμστερνταμ, Βρυξέλλες και Παρίσι) συγχωνεύθηκαν από νομική άποψη από την αρχή του 2001 και αποτελούν πλέον το Clearenet SBF, το οποίο είναι ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος για όλες τις

4.5 Επιχειρηματικά κεφάλαια

Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών αντιπροσωπεύουν παραδοσιακά μικρό μόνο μέρος της συνολικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Ωστόσο, η σημασία τους υπερβαίνει κατά πολύ το μερίδιό τους στη συνολική χρηματοδότηση, εφόσον ο ρόλος τους στα αρχικά στάδια του κύκλου ζωής μιας επιχείρησης είναι καθοριστικός.

Στη ζώνη του ευρώ, εν μέρει χάρη σε πρωτοβουλίες στο επίπεδο της ΕΕ όπως το Πρόγραμμα Δράσης για τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια (ΠΔΕΚ) του Απριλίου 1998, οι δραστηριότητες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων αναπτύχθηκαν με γρήγορους ρυθμούς στη δεκαετία του 90. Τα τελευταία χρόνια, οι δραστηριότητες αυτές υπέστησαν τις συνέπειες της οικονομικής επιβράδυνσης και της σημαντικής διόρθωσης των χρηματιστηριακών τιμών των εταιρειών με υψηλό δυναμικό ανάπτυξης στη διάρκεια του 2000. Ωστόσο, για την αγορά επιχειρηματικών κεφαλαίων, η διόρθωση αυτή μπορεί να θεωρηθεί αναγκαία και ο κλάδος παραμένει διαρθρωτικά υγιής. Μια σημαντική εξέλιξη ήταν η αυξανόμενη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών, και ιδίως των συνταξιοδοτικών ταμείων, στην αγορά αυτή.

Παρά την ανάπτυξη του τομέα, η Επιτροπή διαπίστωσε, στην ενδιάμεση εξέταση του ΠΔΕΚ τον Οκτώβριο του 2001, ότι οι ευρωπαϊκές αγορές επιχειρηματικών κεφαλαίων παραμένουν κατακερματισμένες, εφόσον το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων σε μετοχές ιδιωτικών επιχειρήσεων πραγματοποιείται πάντα σε εθνικό επίπεδο, και ότι η διαφορά σε σχέση με τις ΗΠΑ διευρύνθηκε ακόμα περισσότερο στην περίοδο 1998-2000. Το 2001, οι επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια στη ζώνη ευρώ μειώθηκαν σε 8,8 δισεκατ. € (0,13% του ΑΕΠ), από 12,5 δισεκατ. € το 2000. Μετά το σκάσιμο της χρηματιστηριακής φούσκας για τις εταιρείες υψηλής τεχνολογίας, η μείωση ήταν ακόμα μεγαλύτερη στις ΗΠΑ: το 2001 οι επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων ανήλθαν σε 39,9 δισεκατ. € (0,35% του ΑΕΠ), έναντι 95,1 δισεκατ. € το προηγούμενο έτος.

Το γεγονός ότι οι επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων στη ζώνη ευρώ πραγματοποιούνται κυρίως σε εθνικό επίπεδο αντικατοπτρίζει τη σημασία που έχει για τους χρηματοδότες να βρίσκονται πλησίον των εταιρειών που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιό τους για να μπορούν να παρακολουθούν τις επενδύσεις τους. Ωστόσο, η σημερινή διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων διαχείρισης/επένδυσης ιδιωτικών κεφαλαίων μπορεί εξίσου καλά να εξηγηθεί εν μέρει από διαφορές στις ρυθμιστικές, φορολογικές και νομικές διαρθρώσεις μεταξύ χωρών της ΕΕ. Για παράδειγμα, οι εθνικές ρυθμίσεις επιτρέπουν ή απαγορεύουν ανάλογα με τη χώρα, στα συνταξιοδοτικά ταμεία και στις ασφαλιστικές εταιρείες να επενδύουν σε ιδιωτικές επιχειρήσεις, ενώ τις επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων επηρεάζουν επίσης οι διαφορές μεταξύ εθνικών φορολογικών συστημάτων.

4.6 Χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές

Ο αντίκτυπος της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης δεν περιορίστηκε στα διάφορα επιμέρους τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Επεκτάθηκε επίσης στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες είναι όλο και περισσότερο παρούσες στην προσφορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε ξένες επιχειρήσεις και ιδιώτες. Η ευρωπαϊκή αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε επιχειρήσεις είναι όλο και πιο ανοικτή στον παγκόσμιο ανταγωνισμό. Σε ορισμένες δραστηριότητες, όπως η έκδοση ομολόγων και μετοχών, καθώς και στα κοινοπρακτικά δάνεια, οι εγχώριοι διαμεσολαβητές απώλεσαν μερίδια αγοράς προς όφελος των ανταγωνιστών τους από τις ΗΠΑ. Η εισαγωγή του ευρώ ενέτεινε ακόμα περισσότερο τον ανταγωνισμό μεταξύ χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών, στο βαθμό που αύξησε τη διαφάνεια των τιμών, μείωσε τα έσοδα από ανταλλαγές συναλλάγματος, κατάργησε το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που είχαν οι εγχώριοι φορείς λόγω της ύπαρξης εθνικών νομισμάτων και προώθησε την ανάπτυξη αγορών με πολύ μεγαλύτερο εύρος και ρευστότητα, οι οποίες ευνοούν την τιτλοποίηση και την αποδιαμεσολάβηση.

συναλλαγές που διενεργούνται στο Euronext. Για να διευκολυνθεί η διασυνοριακή μεταφορά τίτλων, έχουν δημιουργηθεί διασυνδέσεις μεταξύ των συστημάτων διακανονισμού των συναλλαγών σε τίτλους. Διαπιστώνεται όμως ότι οι διασυνδέσεις αυτές χρησιμοποιήθηκαν σε πολύ μικρότερο βαθμό από ό,τι αναμενόταν. (ECB (2001) Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)).

Η κυριότερη αντίδραση των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών στις εξελίξεις αυτές ήταν οι συγκεντρώσεις μεταξύ επιχειρήσεων του κλάδου, είτε με συγχωνεύσεις και εξαγορές είτε με απόκτηση αμοιβαίων συμμετοχών. Οι συγκεντρώσεις συνοδεύτηκαν από μια διαδικασία αναδιάρθρωσης και από τον αναπροσανατολισμό των δραστηριοτήτων από τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό σε δραστηριότητες "τράπεζας επενδύσεων". Ο αναπροσανατολισμός των τραπεζικών δραστηριοτήτων ενίσχυσε το ρόλο της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης στη δημιουργία και πώληση νέων προϊόντων της κεφαλαιαγοράς και στην παροχή συμβουλών σε πελάτες σχετικά με τον καθορισμό του ύψους και της διάρθρωσης της προσφοράς σε πράξεις συγχώνευσης και εξαγοράς. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα τη μετατόπιση των εσόδων των τραπεζών από τους τόκους σε άλλα είδη εσόδων (αμοιβές και προμήθειες) και περιόρισε την εξάρτησή τους από τις καταθέσεις προς όφελος των εργασιών έκδοσης τίτλων. Ωστόσο, η κάμψη των δραστηριοτήτων της επενδυτικής τραπεζικής το 2001 κατέδειξε ότι ο τραπεζικός τομέας της ΕΕ πρέπει να αυξήσει την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα των παραδοσιακών τραπεζικών δραστηριοτήτων.

Οι συγκεντρώσεις μεταξύ χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών πραγματοποιήθηκαν μέχρι τώρα κυρίως εντός των εθνικών συνόρων, γεγονός που οδήγησε σε μια ουσιαστική αύξηση του βαθμού συγκεντρώσης του κλάδου σε εθνικό επίπεδο, ιδίως στα μικρότερα κράτη μέλη. Η τάση προς το σχηματισμό εθνικών ομίλων ετερογενών δραστηριοτήτων (συγκεντρώσεις μεταξύ επιχειρήσεων διαφόρων χρηματοπιστωτικών τομέων) εντείνεται επίσης σε διάφορες περιοχές της ΕΕ. Ωστόσο, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν είναι σπάνιες και η τάση τους είναι αυξητική. Λόγω των σημαντικών διαφορών στο νομοθετικό και ρυθμιστικό περιβάλλον μεταξύ χωρών (π.χ. νομοθεσία για την προστασία των καταναλωτών και για τον ανταγωνισμό), οι οποίες δεν επιτρέπουν προς το παρόν την προσφορά ενός φάσματος πραγματικά πανευρωπαϊκών προϊόντων, οι οικονομίες κλίμακας και φάσματος που μπορούν να επιτευχθούν με διασυνοριακές συγχωνεύσεις φαίνονται λιγότερο σημαντικές από τις δυνατότητες που προσφέρουν οι εγχώριες συγχωνεύσεις. Οι πολιτισμικές διαφορές και οι διαφορές στα πλαίσια εταιρικής διακυβέρνησης τείνουν επίσης να αποθαρρύνουν τις διασυνοριακές συγκεντρώσεις. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές προτιμούν να προβούν σε αμυντικές συγχωνεύσεις σε εθνικό επίπεδο για να προετοιμαστούν στον πανευρωπαϊκό ανταγωνισμό, ο οποίος θα ενισχυθεί αναπόφευκτα όταν η ενοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ θα έχει σημειώσει μεγαλύτερη πρόοδο.

4.7 Μελλοντικές προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπίσουν οι υπεύθυνοι για τις οικονομικές πολιτικές

Χάρη στη μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου στην ΕΕ και του ρόλου του ως καταλύτη μεταρρυθμίσεων, η δημιουργία του ευρώ αποτέλεσε τον κυριότερο παράγοντα επιτάχυνσης της ενοποίησης. Αλλά και μετά την επιτυχή εισαγωγή του ευρώ, ο στόχος για μια ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά, ο οποίος έχει τεθεί ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 70, δεν έχει ακόμα επιτευχθεί και οι προσπάθειες πρέπει να συνεχιστούν. Παρόλο που η χρηματοπιστωτική ενοποίηση συντελείται σε μεγάλο βαθμό υπό την ώθηση των αγορών, καθώς οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί επωφελούνται από τις ευκαιρίες που προσφέρει η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η λήψη μέτρων σε ορισμένους τομείς με πρωτοβουλία των δημόσιων αρχών παραμένει αναγκαία.

Η πολιτική στήριξη των πολιτικών αυτών αυξάνεται όλο και περισσότερο καθώς οι υπεύθυνοι για τη χάραξη τους αναγνωρίζουν τα οικονομικά πλεονεκτήματα της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης. Σε μια ενοποιημένη αγορά, οι αποταμιευτές και οι επενδυτές επωφελούνται από ευρύτερο φάσμα επιλογών και χαμηλότερο κόστος συναλλαγών. Σε μακροοικονομικό επίπεδο, αυτό οδηγεί σε υψηλότερες αποταμιεύσεις, επενδύσεις, παραγωγικότητα και τελικά οικονομική ανάπτυξη. Οι θετικές αυτές επιπτώσεις αναλύθηκαν πρόσφατα σε έκθεση της ΟΧΕ για τη Χρηματοπιστωτική Ενοποίηση, η οποία υποβλήθηκε στο άτυπο Συμβούλιο Ecofin του Οβιέδο (13-14 Απριλίου 2002). Τα διαδοχικά Ευρωπαϊκά Συμβούλιο (και πιο πρόσφατα το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βαρκελώνης το Μάρτιο του 2002) έδωσαν στην ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ πρώτη προτεραιότητα στο πλαίσιο των οικονομικών μεταρρυθμίσεων στην ΕΕ.

Η προτεραιότητα αυτή αντικατοπτρίζεται στη συνεπή στρατηγική οικονομικής πολιτικής σε επίπεδο ΕΕ και στον επείγοντα χαρακτήρα που δόθηκε στην υλοποίησή της. Καταρχήν, και αυτό είναι το κυριότερο στοιχείο, η ΕΕ ανέλαβε τη δέσμευση να θέσει πλήρως σε εφαρμογή έως το 2005 το Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (ΠΑΧΥ), ένα "πακέτο" 42 πρωτοβουλιών που αποσκοπούν στη βελτίωση

της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ. Μια ακόμα πιο σύντομη προθεσμία, το 2003, ορίστηκε για τις πρωτοβουλίες στις αγορές κινητών αξιών και για το Πρόγραμμα Δράσης για τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια (ΠΔΕΚ), το οποίο αποτελεί το πρώτο βήμα προς την ανάπτυξη μιας ενοποιημένης και αποτελεσματικής αγοράς για τη χρηματοδότηση νέων και δυναμικών επιχειρήσεων. Δεύτερον, η εφαρμογή του ΠΔΧΥ πρέπει να είναι ομοιόμορφη σε όλα τα κράτη μέλη για να εξασφαλιστεί η πραγματική - και όχι μόνο ονομαστική - ενοποίηση των εθνικών χρηματοπιστωτικών αγορών. Το νέο πλαίσιο λήψης των αποφάσεων για τη νομοθεσία των αγορών κινητών αξιών, το οποίο θεσπίστηκε με βάση τις προτάσεις της Επιτροπής Lamfalussy²⁵ θα συμβάλει στην επίτευξη του στόχου αυτού και θα εξασφαλίσει ότι η νομοθεσία προσαρμόζεται όσο το δυνατόν ταχύτερα στις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τρίτον, η πολιτική ανταγωνισμού πρέπει να δώσει νέα ώθηση στη διαδικασία χρηματοπιστωτικής ενοποίησης προκειμένου να καταστεί δυνατή η πλήρης αξιοποίηση των οικονομικών πλεονεκτημάτων της. Τέταρτον, οι καταναλωτές και οι επενδυτές πρέπει να τυγχάνουν κατάλληλης προστασίας για να μπορούν να ασκούν με εμπιστοσύνη τις δραστηριότητές τους σε μια ενιαία αγορά που καλύπτει το σύνολο της Ένωσης και να επωφελούνται πλήρως από τα πλεονεκτήματά της.

²⁵ Επιτροπή Σοφών για το ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών κινητών αξιών. Η επιτροπή δημοσιοποίησε την πρώτη της έκθεση το Φεβρουάριο του 2001. Για να επιταχύνει και να διευκολύνει τη δημιουργία ρυθμιστικού πλαισίου για τις αγορές κινητών αξιών της ΕΕ, η επιτροπή προτείνει μια νομοθετική προσέγγιση σε τέσσερα επίπεδα:

- Επίπεδο 1 – θέσπιση αρχών-πλαίσια, με βάση την πρόταση της Επιτροπής στο Συμβούλιο και στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (συναπόφαση)·
- Επίπεδο 2 – θέσπιση εκτελεστικών πράξεων οι οποίες θα προετοιμάζονται από την Επιτροπή με τη βοήθεια μιας νέας Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κινητών Αξιών και μιας Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών· η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών θα είναι επιφορτισμένη με την επίλυση τεχνικών ρυθμιστικών θεμάτων με μια ταχεία διαδικασία που θα επιτρέπει τη θέσπισή τους σε σύντομο χρονικό διάστημα·
- Επίπεδο 3 – συνεπής μεταφορά των νομοθετικών πράξεων που θεσπίζονται στα επίπεδα 1 και 2 στην εσωτερική νομοθεσία των κρατών μελών·
- Επίπεδο 4 – αυστηρότερη εφαρμογή της νομοθεσίας από την Επιτροπή με τη στήριξη των κυβερνήσεων, των κρατών μελών, των εθνικών ρυθμιστικών αρχών και του ιδιωτικού τομέα.

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενέκρινε την προσέγγιση αυτή στις 5 Φεβρουαρίου 2002.

5. ΤΟ ΕΥΡΩ ΩΣ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑ

5.1 Εισαγωγή

Ένα διεθνές νόμισμα εκπληρώνει τις παραδοσιακές λειτουργίες του χρήματος σε διεθνές επίπεδο. Πρέπει να αποτελεί *λογιστική μονάδα* και *μέσο ανταλλαγής* και *διατήρησης αξίας*. Όπως φαίνεται στον κατωτέρω πίνακα, ο τρόπος με τον οποίο ένα νόμισμα εκπληρώνει τις λειτουργίες αυτές διαφέρει ανάλογα με το εάν χρησιμοποιείται από τον ιδιωτικό ή από το δημόσιο τομέα. Ωστόσο, λόγω του μεγέθους του, ο ρόλος του ιδιωτικού τομέα είναι καθοριστικός στη διεθνοποίηση ενός νομίσματος.

Κυριότερες χρήσεις ενός διεθνούς νομίσματος από τον ιδιωτικό και το δημόσιο τομέα

	Ιδιωτικός τομέας	Δημόσιος τομέας
Λογιστική μονάδα	νόμισμα τιμολόγησης νόμισμα έκφρασης τιμών	νόμισμα πρόσδεσης ή αναφοράς για συναλλαγματικά καθεστώτα
Μέσο ανταλλαγής	νόμισμα πληρωμής νόμισμα-όχημα	νόμισμα παρέμβασης
Διατήρηση αξίας	νόμισμα χρηματοδότησης νόμισμα επενδύσεων	αποθεματικό νόμισμα

Το δολάριο παραμένει το κυριότερο διεθνές νόμισμα, αλλά το ευρώ αποτελεί πλέον, από τη δημιουργία του, το δεύτερο σημαντικότερο νόμισμα σε παγκόσμιο επίπεδο. Μια σειρά παραγόντων συμβάλλουν στην προώθηση της χρήσης του ευρώ ως διεθνές νόμισμα. Το πρώτο είναι το μεγάλο μέγεθος της οικονομίας της ζώνης ευρώ, η οποία αντιπροσωπεύει το 16% περίπου του παγκόσμιου ΑΕΠ και είναι επομένως λίγο μικρότερη από την οικονομία των ΗΠΑ (21%), αλλά πολύ μεγαλύτερη από την Ιαπωνία (8%). Ανάλογα είναι τα ποσοστά συμμετοχής των τριών αυτών ζωνών στο συνολικό παγκόσμιο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών. Ο δεύτερος παράγοντας που καθιστά ελκυστικό το ευρώ σε διεθνές επίπεδο είναι η σταθερότητά του, η οποία αντικατοπτρίζει τα υγιή θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης ευρώ, χάρη στο προσανατολισμένο προς τη σταθερότητα πλαίσιο οικονομικής πολιτικής της ΟΝΕ. Ο τρίτος παράγοντας είναι η συνεχιζόμενη ενοποίηση των εθνικών χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ευρώπη, η οποία οδηγεί στη δημιουργία μεγάλων και ρευστών πανευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, οι οποίες θα ενισχύσουν το ρόλο του ευρώ στις διεθνείς δανειοδοτικές και δανειοληπτικές δραστηριότητες.

Στην ιστορία του διεθνούς νομισματικού συστήματος υπήρξαν περίοδοι στις οποίες δύο νομίσματα ανταγωνίστηκαν μεταξύ τους ως διεθνή νομίσματα (η λίρα στερλίνα και το δολάριο ΗΠΑ στην περίοδο του μεσοπολέμου). Ωστόσο, λόγω αποτελεσμάτων δικτύου και κλίμακας, είναι πιθανό ότι το δολάριο ΗΠΑ θα παραμείνει το κυρίαρχο νόμισμα. Η διεθνοποίηση του ευρώ αποτελεί πάντως μια διαδικασία που αναπτύσσεται υπό την ώθηση του ιδιωτικού τομέα.

5.2 Διεθνής χρήση του ευρώ από τον ιδιωτικό τομέα

Η διεθνής χρήση ενός νομίσματος από ιδιωτικούς φορείς ως λογιστική μονάδα αφορά κυρίως την *τιμολόγηση* των εμπορικών και χρηματοπιστωτικών συναλλαγών και την *έκφραση των τιμών* των βασικών εμπορευμάτων. Παρά τα περιορισμένα στοιχεία που είναι διαθέσιμα για την *τιμολόγηση* των εμπορικών και χρηματοπιστωτικών συναλλαγών, το δολάριο παραμένει αναμφίβολα το κυρίαρχο νόμισμα για τις χρήσεις αυτές. Το 2000, δηλαδή πριν την εισαγωγή των χαρτονομισμάτων και κερμάτων ευρώ, το μερίδιο του ευρώ

στην τιμολόγηση των διεθνών συναλλαγών υπολογιζόταν σε 15% έως 17% του συνόλου. Ωστόσο, μετά την εισαγωγή των χαρτονομισμάτων και κερμάτων ευρώ, είναι πιθανό ότι ο ρόλος του ευρώ ως νόμισμα τιμολόγησης θα επεκταθεί σταδιακά, ιδίως σε περιφερειακό επίπεδο. Την αυξανόμενη χρησιμοποίηση του ευρώ ως νόμισμα τιμολόγησης θα ενισχύσει ακόμα περισσότερο η ιστορική τάση των διεθνών συναλλαγών να τιμολογούνται στο νόμισμα του εξαγωγέα και το μεγάλο μερίδιο της ζώνης ευρώ στο παγκόσμιο εμπόριο. Το δολάριο παραμένει επίσης το κυρίαρχο νόμισμα για την έκφραση της τιμής των βασικών εμπορευμάτων. Παρόλο που μερικές συμβάσεις μελλοντικής εκπλήρωσης επί βασικών εμπορευμάτων είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, ο αριθμός τους παραμένει περιορισμένος.

Η διεθνής χρήση από ιδιωτικούς φορείς ενός νομίσματος ως μέσο πληρωμής αντικατοπτρίζεται στη χρησιμοποίησή του ως *νόμισμα πληρωμής* και ως *νόμισμα-όχημα* στις αγορές συναλλάγματος. Όσον αφορά το ρόλο του ευρώ ως νόμισμα πληρωμής, η τριμηνιαία έρευνα της Επιτροπής στις τράπεζες της ζώνης ευρώ δείχνει ότι το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς πληρωμές από κατοίκους της ζώνης ευρώ αυξήθηκε απότομα πριν την εισαγωγή των χαρτονομισμάτων και κερμάτων ευρώ, από 24% κατ' όγκο (36% κατ' αξία) στο τρίτο τρίμηνο του 2000 σε σχεδόν 40% (48% κατ' αξία) στο τρίτο τρίμηνο του 2001. Με την εισαγωγή των χαρτονομισμάτων και κερμάτων ευρώ και τη μετατροπή σε ευρώ όλων των απομενόντων λογαριασμών στη ζώνη ευρώ, το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς πληρωμές θα αυξηθεί αναμφίβολα ακόμα περισσότερο.

Η χρησιμοποίηση ενός νομίσματος ως νόμισμα-όχημα (δηλαδή ως μέσο για την ανταλλαγή άλλων δύο νομισμάτων) στις αγορές συναλλάγματος αποτελεί ουσιώδη λειτουργία από την οποία εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό το ενδιαφέρον που παρουσιάζει το νόμισμα αυτό και η ικανότητά του να εκπληρώσει τις άλλες λειτουργίες ενός διεθνούς νομίσματος (όπως εκείνη του αποθεματικού νομίσματος). Ωστόσο, πρόκειται επίσης για μια λειτουργία που χαρακτηρίζεται από πολύ ισχυρή αδράνεια, εφόσον η χρησιμοποίηση ενός μόνο νομίσματος-οχήματος δημιουργεί οικονομίες κλίμακας. Σε παγκόσμιο επίπεδο, το δολάριο ΗΠΑ παραμένει το κυρίαρχο νόμισμα-όχημα, εφόσον επωφελείται από την ύπαρξη άμεσων διατραπεζικών αγορών με όλα τα άλλα νομίσματα. Με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία, το ευρώ δεν διαδραματίζει σημαντικό ρόλο ως παγκόσμιο νόμισμα-όχημα, παρόλο που κληρονόμησε τη λειτουργία αυτή σε περιφερειακό επίπεδο από το γερμανικό μάρκο. Ωστόσο, η εισαγωγή του ευρώ είχε έναν αντίκτυπο στη νομισματική σύνθεση των δραστηριοτήτων στην αγορά συναλλάγματος, στο βαθμό που κατάργησε τις συναλλαγές στο εσωτερικό της ζώνης ευρώ (βλέπε πλαίσιο κατωτέρω). Σύμφωνα με την τριετή έρευνα της ΤΔΔ του Οκτωβρίου 2001 για τις δραστηριότητες στις αγορές συναλλάγματος, τον Απρίλιο του 2001 το ευρώ συμμετείχε στο 38% όλων των πράξεων συναλλάγματος, ποσοστό υψηλότερο από το μερίδιο του γερμανικού μάρκου το 1998 (30%), αλλά πολύ χαμηλότερο από το συνδυασμένο μερίδιο όλων των παλαιών νομισμάτων που το απαρτίζουν (53%) κατά το ίδιο έτος.

Η χρησιμοποίηση από τον ιδιωτικό τομέα ενός νομίσματος ως *νόμισμα χρηματοδότησης* ή ως *νόμισμα επενδύσεων* αντικατοπτρίζει τη λειτουργία του ως διεθνές μέσο διατήρησης αξίας. Η έρευνα της ΕΚΤ σχετικά με τη διεθνή χρήση του ευρώ, η οποία δημοσιεύθηκε το Σεπτέμβριο του 2001, δείχνει ότι το ευρώ αποτελεί πλέον το δεύτερο σημαντικότερο νόμισμα χρηματοδότησης σε διεθνές επίπεδο, με μερίδια που κυμαίνονται από 22% έως 34% ανάλογα με το χρηματοπιστωτικό μέσο και τον τρόπο μέτρησης. Με βάση την ονομαζόμενη στενή μέτρηση που περιλαμβάνει μόνο τις εκδόσεις από μη μόνιμους κατοίκους, το μέσο μερίδιο των παλαιών νομισμάτων που απαρτίζουν το ευρώ στις εκδόσεις ομολόγων και γραμματίων ανήλθε σε 19% στην περίοδο 1994-1998. Το 1999, το μερίδιο του ευρώ αυξήθηκε στο 34% σε μέσο όρο, ίσως λόγω της επιθυμίας των σημαντικών εκδοτών να ενισχύσουν τη θέση τους στην αγορά τίτλων στο νέο νόμισμα. Ωστόσο, τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια του ευρώ αύξησαν αναπόφευκτα το ενδιαφέρον που παρουσιάζει ο δανεισμός σε ευρώ για τις ξένες εταιρείες. Παρά τη συνεχιζόμενη έντονη δραστηριότητα έκδοσης τίτλων εκφρασμένων σε ευρώ από μη μόνιμους κατοίκους, το μερίδιο του ευρώ παρουσίασε διακυμάνσεις μετά το ανώτατο σημείο του 1999 αλλά διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα. Εάν ληφθεί υπόψη η ευρεία μέτρηση, το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς εκδόσεις ομολόγων και γραμματίων είναι μεγαλύτερο (38% σε μέσο όρο το 2000), λόγω του πολύ μικρής αναλογίας των εκδόσεων σε γεν με διεθνή χαρακτηριστικά. Σημαντική ήταν επίσης η ανάπτυξη των εκδόσεων σε ευρώ στις διεθνείς χρηματαγορές, η οποία μπορεί να εξηγηθεί από την αναμενόμενη αύξηση της ρευστότητας λόγω της δημιουργίας ενοποιημένης χρηματαγοράς σε ευρώ.

Το ευρώ είναι επίσης το δεύτερο σημαντικότερο νόμισμα επενδύσεων σε διεθνές επίπεδο, παρόλο που η συγκέντρωση των πληροφοριών για τα περιουσιακά στοιχεία είναι πιο δυσχερής από ό,τι για τις υποχρεώσεις. Η έρευνα της ΕΚΤ καταδεικνύει ότι το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς επενδύσεις κυμαίνεται από 22% έως 32%, ανάλογα με το είδος περιουσιακού στοιχείου. Είναι υψηλότερο για τις επενδύσεις σε ομόλογα και χαμηλότερο για τις επενδύσεις σε στοιχεία τραπεζικών χαρτοφυλακίων.

Πλαίσιο: Η επίπτωση του ευρώ στις αγορές συναλλάγματος

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΤΔΔ, ο μέσος ημερήσιος κύκλος εργασιών στις παραδοσιακές αγορές συναλλάγματος (δηλαδή στις αγορές πράξεων με άμεση παράδοση (spot), προθεσμιακών πράξεων (forward) και ανταλλαγών ξένων νομισμάτων (foreign-exchange swaps)) μειώθηκε κατά 19% μεταξύ 1998 και 2001. Ένας από τους παράγοντες που συνέβαλαν περισσότερο σε αυτή τη μείωση του κύκλου εργασιών ήταν η εισαγωγή του ευρώ, εφόσον κατάργησε τις συναλλαγές μεταξύ των νομισμάτων που το απαρτίζουν (οι άλλοι παράγοντες είναι οι συγκεντρώσεις μεταξύ τραπεζών και μεταξύ επιχειρήσεων άλλων κλάδων και το αυξανόμενο μερίδιο της ηλεκτρονικής διαμεσολάβησης). Οι συναλλαγές μεταξύ των παλαιών νομισμάτων είχαν αρχίσει να μειώνονται ήδη πριν την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ. Μεταξύ 1995 και 1998, οι συναλλαγές μεταξύ νομισμάτων του ΕΝΣ μειώθηκαν κατά περίπου 5% του συνολικού κύκλου εργασιών. Η εισαγωγή του ευρώ την 1η Ιανουαρίου 1999 μείωσε περαιτέρω κατά 6% το συνολικό κύκλο εργασιών στις αγορές αυτές.

Η μείωση του κύκλου εργασιών δεν αντισταθμίστηκε από μια αύξηση του αριθμού των πράξεων σε ευρώ σε σχέση με τα παλαιά νομίσματά του (βλέπε ανωτέρω). Ωστόσο, η ΤΔΔ αναφέρει ότι το ζεύγος δολάριο/ευρώ ήταν αναμφισβήτητο πλέον διαπραγματευόμενο ζεύγος νομισμάτων το 2001 και αντιπροσώπευε το 30% περίπου του συνολικού κύκλου εργασιών. Η εισαγωγή του ευρώ οδήγησε αρχικά σε σημαντική μείωση των όγκων των συναλλαγών τόσο στις αγορές για άμεση παράδοση όσο και στις προθεσμιακές αγορές. Στις προθεσμιακές αγορές, ο όγκος των συναλλαγών σε ευρώ μειώθηκε κατά 40% περίπου σε σχέση με τον όγκο των συναλλαγών στα παλαιά νομίσματά του, ανέκαμψε όμως στη συνέχεια. Συνεπώς, η συνολική μείωση του όγκου των συναλλαγών σε σύγκριση με την περίοδο πριν την εισαγωγή του ευρώ ανέρχεται σήμερα σε 25% περίπου.

5.3 Διεθνής χρήση του ευρώ από το δημόσιο τομέα

Η λειτουργία της λογιστικής μονάδας αποτελεί ίσως την πλέον εμφανή διεθνή χρήση ενός νομίσματος από το δημόσιο τομέα. Το ευρώ χρησιμοποιείται ως νόμισμα πρόσδεσης ή νόμισμα αναφοράς στα συναλλαγματικά καθεστώτα τρίτων χωρών. Πάνω από πενήντα χώρες διαθέτουν καθεστώς κατευθυνόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας που περιλαμβάνει μια προτίμηση για το ευρώ, είτε μεμονωμένα είτε σε συνδυασμό με άλλα νομίσματα. Τα καθεστώτα που υιοθετούν οι τρίτες χώρες ποικίλλουν από τα νομισματικά συμβούλια έως τις πολιτικές κατευθυνόμενης διακύμανσης. Από γεωγραφική άποψη, πρόκειται κυρίως για χώρες της Ευρώπης και της Αφρικής. Τα κυριότερα κίνητρα για την επιλογή του ευρώ ως νόμισμα πρόσδεσης ή ως νόμισμα αναφοράς από τρίτες χώρες είναι οι σημαντικοί δεσμοί συνδρομής και εμπορικών και χρηματοπιστωτικών ροών των χωρών αυτών με την οικονομία της ζώνης ευρώ και, για ορισμένες χώρες, η διαδικασία προσχώρησης στην ΕΕ (βλέπε κατωτέρω).

Ένα διεθνές νόμισμα μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέσο πληρωμής από το δημόσιο τομέα, π.χ. κατά τις επίσημες παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος. Το δολάριο κατέχει κυρίαρχη αλλά όχι αποκλειστική θέση ως νόμισμα παρέμβασης σε παγκόσμιο επίπεδο. Η καταλληλότητα του δολαρίου ως νόμισμα παρέμβασης αντικατοπτρίζει τη ρευστότητά του στις αγορές συναλλάγματος. Ωστόσο, το ευρώ χρησιμοποιήθηκε ως νόμισμα παρέμβασης από πολλές τρίτες χώρες σε περιφερειακό επίπεδο, κυρίως λόγω του ρόλου του ως νόμισμα πρόσδεσης. Οι περισσότερες παρεμβάσεις σε ευρώ γίνονται στο πλαίσιο ενός νέου μηχανισμού συναλλάγματος (ΕΜΣ II), στο οποίο τα κράτη μέλη της ΕΕ που αποτελούν αντικείμενο παρέμβασης (σήμερα μόνο η Δανία, αλλά μέχρι τα τέλη του 2000 και η Ελλάδα), συνδέουν τα νομίσματά τους με το ευρώ.

Τέλος, η χρήση ενός διεθνούς νομίσματος ως μέσο διατήρησης αξίας αντικατοπτρίζεται στα *αποθέματα συναλλάγματος*. Τα στοιχεία της τελευταίας ετήσιας έκθεσης του ΔΝΤ δείχνουν ότι το δολάριο παραμένει το κυρίαρχο αποθεματικό νόμισμα. Στα τέλη του 2000, το δολάριο αντιπροσώπευε το 68% των αποθεμάτων συναλλάγματος. Το ευρώ είναι το δεύτερο σημαντικότερο αποθεματικό νόμισμα και αντιπροσωπεύει το 13% των αποθεμάτων συναλλάγματος. Το μερίδιο του ευρώ παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο από το 1999. Μετά τη διόρθωση των στοιχείων για να ληφθούν υπόψη μόνο τα παλαιά νομίσματα του ευρώ που κατέχονταν εκτός ζώνης ευρώ, η ετήσια έκθεση του ΔΝΤ δείχνει ότι το σωρευτικό μερίδιό τους στα συνολικά διεθνή αποθέματα συναλλάγματος το 1998 ήταν σχεδόν το ίδιο με το μερίδιο του ευρώ το 1999 και 2000.

5.4 Οι υποψήφιες χώρες και η υιοθέτηση του ευρώ

Η Συνθήκη ΕΚ προβλέπει μια σαφή και ενιαία θεσμική διαδικασία για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος από τις υποψήφιες χώρες. Κατά την προσχώρησή τους, τα νέα κράτη μέλη θα συμμετέχουν στην ΟΝΕ με καθεστώς κρατών μελών με παρέκκλιση ως προς την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος. Το καθεστώς αυτό θα αναφέρεται ρητά στις συνθήκες προσχώρησης. Τα νέα κράτη μέλη πρέπει να θεωρούν τις συναλλαγματικές πολιτικές τους ως θέμα κοινού ενδιαφέροντος και να συμμετάσχουν στο ΜΣΙ ΙΙ μετά την προσχώρησή τους. Στη συνέχεια, για τη θέσπιση του ευρώ, η συνθήκη απαιτεί από τα νέα κράτη μέλη να επιτύχουν υψηλό βαθμό διαρκούς σύγκλισης. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης εφαρμόζεται πλήρως στις υποψήφιες χώρες. Η διαδικασία αυτή αποκλείει τόσο την υιοθέτηση του ευρώ αμέσως μετά την προσχώρηση, όσο και πριν από την προσχώρηση, η οποία ονομάστηκε από ορισμένους "*ευρωπαϊκή*".

Ποιες είναι οι επιπτώσεις για την οικονομική πολιτική στις υποψήφιες χώρες; Το κεντρικό μήνυμα είναι ότι ακόμα και στις χώρες που έχουν επιτύχει τη μεγαλύτερη πρόοδο στη διαδικασία μετάβασης, το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων που συνδέεται με την προσχώρηση πρέπει να έχει προτεραιότητα σε σχέση με τα μέτρα που λαμβάνονται ενόψει της συμμετοχής στην ΟΝΕ. Η συμμόρφωση με τα κριτήρια της Κοπεγχάγης έχει μεγαλύτερη σημασία από τη συμμόρφωση με τα κριτήρια ονομαστικής σύγκλισης και συνεπώς από τα κριτήρια συμμετοχής στην ΟΝΕ, για δύο τουλάχιστον λόγους. Πρώτον, τα κράτη μέλη πρέπει να επιτύχουν μεγαλύτερη πρόοδο στην πραγματική και διαρθρωτική σύγκλιση προτού προχωρήσουν στην ονομαστική σύγκλιση, παρόλο που οι δύο διαδικασίες πρέπει να είναι συμπληρωματικές. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι μόνον οι χώρες που διαθέτουν οικονομίες αγοράς που λειτουργούν ομαλά και μπορούν να αντιμετωπίσουν τις ανταγωνιστικές πιέσεις θα αξιολογούνται ως προς την πρόοδο στη συμμόρφωση με τα κριτήρια ονομαστικής σύγκλισης. Με άλλα λόγια, τα κριτήρια σύγκλισης πρέπει να εφαρμόζονται σε "*συγκρίσιμες οικονομίες*".

Μετά την προσχώρηση, ο ΜΣΙ ΙΙ, ο οποίος είναι επαρκώς ευέλικτος, θα μπορεί να καλύπτει διάφορα καθεστώτα, υπό τον όρο ότι οι δεσμεύσεις και οι στόχοι των σχετικών χωρών είναι αξιόπιστοι και σύμφωνοι με εκείνους του μηχανισμού. Οι μόνες σαφείς ασυμβατότητες με το ΜΣΙ ΙΙ που μπορούν να εντοπιστούν στο παρόν στάδιο είναι τα καθεστώτα πλήρως κυμαινόμενης ισοτιμίας, τα καθεστώτα πρόσδεσης με διολισθαίνουσα ισοτιμία και τα καθεστώτα πρόσδεσης σε άλλα ισχυρά νομίσματα εκτός του ευρώ. Καταρχήν, η διατήρηση καθεστώτος νομισματικού συμβουλίου βασιζόμενου στο ευρώ έως την υιοθέτησή του επιτρέπεται κατά περίπτωση μόνο, ως πρόσθετη μονομερής δέσμευση για μεγαλύτερη σταθερότητα έναντι του ευρώ στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ. Ωστόσο, η αίτηση μιας χώρας με καθεστώς νομισματικού συμβουλίου να συμμετάσχει στο ΜΣΙ ΙΙ πρέπει να εξετάζεται με την κοινή διαδικασία που προβλέπει το Ψήφισμα για το ΜΣΙ ΙΙ και η κεντρική ισοτιμία/τιμή μετατροπής πρέπει να συμφωνείται σε πολυμερές επίπεδο. Αυτό σημαίνει ότι οι χώρες που διαχειρίζονται με ικανοποιητικό τρόπο ένα καθεστώς νομισματικού συμβουλίου βασιζόμενο στο ευρώ δεν πρέπει κατ' ανάγκη να υποστούν "*διπλή αλλαγή καθεστώτος*" (αύξηση της ευελιξίας πριν την επιστροφή σε πιο δεσμευτική ισοτιμία και τον αμετάκλητο καθορισμό, στη συνέχεια, της τελικής συναλλαγματικής ισοτιμίας).

Σε γενικές γραμμές, οι υποψήφιες χώρες πρέπει να συμβιβάσουν τις φιλοδοξίες τους για σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας και για μείωση του πληθωρισμού στην περίοδο πριν την προσχώρηση και τη συμμετοχή στο ΜΣΙ ΙΙ.

5.5 Η συμβολή της ζώνης ευρώ στον παγκόσμιο συντονισμό των πολιτικών

Οι ενιαίες νομισματικές και συναλλαγματικές πολιτικές, συνοδευόμενες από το στενότερο συντονισμό των πολιτικών στο δημοσιονομικό και διαρθρωτικό μέτωπο, έχουν σημαντικές επιπτώσεις για τις οικονομικές σχέσεις μεταξύ της ζώνης ευρώ και του υπόλοιπου κόσμου. Οι νομισματικές και συναλλαγματικές πολιτικές εμπίπτουν πλέον στην αποκλειστική αρμοδιότητα της Κοινότητας, οι χρηματοπιστωτικές αγορές ενοποιούνται προοδευτικά και η γενική κατεύθυνση της πολιτικής στη ζώνη του ευρώ είναι εκείνη που λαμβάνεται υπόψη από τον υπόλοιπο κόσμο όταν εξετάζονται τα διεθνή οικονομικά και δημοσιονομικά θέματα.

Οι διεθνείς οργανισμοί που έχουν την ευθύνη της πολυμερούς εποπτείας, όπως το ΔΝΤ και ο ΟΟΣΑ, έχουν αρχίσει να αναγνωρίζουν τις επιπτώσεις αυτών των μεταβολών και αξιολογούν τακτικά τη γενική μακροοικονομική κατάσταση στη ζώνη ευρώ. Η μεταβολή αντικατοπτρίζεται επίσης στις δηλώσεις των υπουργών οικονομικών των χωρών του G7, οι οποίοι δεν αναφέρονται πλέον στις κατευθύνσεις της μακροοικονομικής πολιτικής μεμονωμένων κρατών μελών της ζώνης ευρώ, αλλά στη γενική οικονομική κατάσταση του συνόλου της ζώνης ευρώ.

Εσωτερικός συντονισμός των εξωτερικών θέσεων

Η Συνθήκη ΕΚ καθορίζει, με πολύ συνοπτική μορφή, τις διαδικασίες που επιτρέπουν στις Κοινότητες να χειρίζονται τα θέματα που σχετίζονται με τις διεθνείς (θεσμικές) πτυχές της ΟΝΕ. Οι περισσότερες περιλαμβάνονται στο άρθρο 111 (πρώην άρθρο 109). Παρά το διαδικαστικό χαρακτήρα του και το γεγονός ότι αποτελεί προφανώς ένα συμβιβασμό διαφορετικών απόψεων, το άρθρο 111 δείχνει σαφώς ότι η συναλλαγματική πολιτική (δηλαδή οι επίσημες συμφωνίες για το σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών και οι γενικές κατευθύνσεις της συναλλαγματικής πολιτικής) υπάγονται στην αρμοδιότητα του Συμβουλίου (μόνον οι χώρες που συμμετέχουν στο ευρώ ψηφίζουν). Το άρθρο αυτό θεσπίζει τη διαδικασία που χρησιμοποιεί η Κοινότητα για να καθορίσει τη θέση της σε διεθνείς διαπραγματεύσεις για "θέματα που αφορούν ιδιαίτερα την οικονομική και νομισματική ένωση". Το ίδιο άρθρο ορίζει ότι η εκπροσώπηση της Κοινότητας σε διεθνές επίπεδο αποφασίζεται ομόφωνα από το Συμβούλιο μετά από πρόταση της Επιτροπής σύμφωνα με τον καταμερισμό των αρμοδιοτήτων που προβλέπεται στα άρθρα 99 και 105. Αναμένεται έτσι ότι, μετά την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ, η Ευρώπη θα διαδραματίζει στο διεθνές χρηματοπιστωτικό και νομισματικό σύστημα ρόλο ανάλογο προς το οικονομικό βάρος της.

Από το 1999, έχουν θεσπιστεί διάφορες πρακτικές ρυθμίσεις για τον εσωτερικό συντονισμό των εξωτερικών θέσεων. Ειδικότερα, η Ομάδα Ευρώ/Ecofin αφιέρωσε πολλές από τις εργασίες της στη διαμόρφωση κοινών θέσεων και συναινετικών πλαισίων. Οι θέσεις αυτές καλύπτουν ευρύ φάσμα θεμάτων, όπως οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές διαρθρώσεις, η χρηματοδότηση της ανάπτυξης και η οικονομική κατάσταση στον κόσμο ή σε διάφορες χώρες κεντρικής σημασίας. Στηρίζουν τις παρεμβάσεις των Ευρωπαίων Εκτελεστικών Διευθυντών στο Συμβούλιο του ΔΝΤ και καθοδηγούν την Προεδρία, καθώς και τους άλλους ευρωπαίους εκπροσώπους σε διεθνείς συσκέψεις όπως οι συνεδριάσεις της Διεθνούς Νομισματικής και Χρηματοπιστωτικής Επιτροπής (IMFC) και της Ομάδας G7, καθώς και στις διαβουλεύσεις μεταξύ του ΟΟΣΑ και της ζώνης ευρώ.

Παρά τη σημαντική πρόοδο που επιτεύχθηκε, οι προκλήσεις που απομένουν είναι πολλές, όπως ιδίως η εξασφάλιση της εφαρμογής στην πράξη μιας συμφωνίας επί των αρχών μεταξύ ευρωπαϊκών χωρών. Αυτό θα απαιτούσε, για παράδειγμα, να εξασφαλιστεί ότι οι κοινές απόψεις για την ανάγκη συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα εφαρμόζονται σε συγκεκριμένες περιπτώσεις επίλυσης κρίσεων. Εξάλλου, οι κοινές θέσεις πρέπει να εξελίσσονται και να προσαρμόζονται συνεχώς με βάση τα διδάγματα των νέων εμπειριών και τα συμπεράσματα του διαλόγου με τους διεθνείς μας εταίρους. Είναι επίσης δυνατό να αυξηθεί ο αριθμός των θεμάτων που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο κοινής θέσης προκειμένου να δοθεί στην Ευρώπη η δυνατότητα να διαδραματίσει ρόλο πιο ενεργό και πιο συνεπή στο διεθνές νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τέλος, οι κοινές θέσεις που συμφωνούνται στο επίπεδο της Ευρώπης πρέπει να γνωστοποιούνται με αποτελεσματικό τρόπο στους συνομιλητές της.

Διεθνής εκπροσώπηση της ζώνης ευρώ

Οι προκλήσεις αυτές συνδέονται στενά με το θέμα της εξωτερικής εκπροσώπησης. Διάφορα Ευρωπαϊκά Συμβούλια (ιδίως εκείνα του Λουξεμβούργου και της Βιέννης) εξέτασαν το θέμα της διεθνούς οικονομικής συνεργασίας και της εξωτερικής εκπροσώπησης, αλλά δεν έλαβαν καμία απόφαση για τη νομική στήριξη του πλαισίου που προέκυψε από τις εργασίες αυτές. Επιπλέον, τα συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου αφορούν μόνο την εκπροσώπηση της Κοινότητας σε ορισμένα διεθνή πλαίσια διαβούλευσης. Για το ΔΝΤ, τα συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Βιέννης αναφέρουν ότι *"πρέπει να δοθεί στην ΕΚΤ, η οποία είναι το αρμόδιο για την νομισματική πολιτική κοινοτικό όργανο, η ιδιότητα του παρατηρητή στο Συμβούλιο Διοικητών του ΔΝΤ. Οι απόψεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης/ΟΝΕ σχετικά με τα άλλα θέματα που αφορούν την ΟΝΕ θα υποβάλλονται στο Συμβούλιο Διοικητών του ΔΝΤ από το μέλος του γραφείου του Εκτελεστικού Διευθυντή του κράτους μέλους που ασκεί την προεδρία της Ομάδας Ευρώ 11, επικουρούμενο από αντιπρόσωπο της Επιτροπής."*

Για την Ομάδα G7, τα συμπεράσματα της Προεδρίας του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Βιέννης διευκρινίζουν ότι *"το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο εγκρίνει την έκθεση του Συμβουλίου για την εξωτερική εκπροσώπηση της Κοινότητας, η οποία προβλέπει ότι ο Πρόεδρος του Συμβουλίου ECOFIN ή, αν ο Πρόεδρος είναι από κράτος μέλος εκτός της ζώνης ευρώ, ο Πρόεδρος της Ομάδας Ευρώ 11, συμμετέχει στις συνεδριάσεις της Ομάδας των 7 (Χρηματοπιστωτικά θέματα)"* Στο παράρτημα II των συμπερασμάτων σημειώνεται ότι *"ο πρόεδρος της ΕΚΤ παρίσταται στις συνεδριάσεις της Ομάδας [G7] για τις συζητήσεις που αφορούν την ΟΝΕ, όπως η πολυμερής εποπτεία, θέματα συναλλαγματικών ισοτιμιών και η συμφωνία σχετικά με τα αντίστοιχα τμήματα της δημοσιεύμενης ανακοίνωσης"*.

Στην πράξη, τα συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου τέθηκαν σε εφαρμογή εν μέρει μόνο. Προς το παρόν, ο Πρόεδρος της Ομάδας Ευρώ και ο Πρόεδρος της ΕΚΤ μπορούν να παρίστανται μόνο στις συνεδριάσεις των υπουργών οικονομικών και των διοικητών των κεντρικών τραπεζών των χωρών της Ομάδας G7 που αφιερώνονται στην πολυμερή εποπτεία και τα συναλλαγματικά θέματα. Εξάλλου, ούτε η συμμετοχή της Επιτροπής δεν είναι πάντα σύμφωνη με τις ρυθμίσεις που αναφέρονται ανωτέρω.

Οι θεσμικές αλλαγές στο πλαίσιο του ΔΝΤ ήταν περιορισμένες. Η ΕΚΤ απόκτησε καθεστώς παρατηρητή στο Συμβούλιο του ΔΝΤ και μπορεί να συμμετέχει στις συνεδριάσεις που αφιερώνονται σε θέματα που παρουσιάζουν ειδικό ενδιαφέρον για τη ζώνη ευρώ.

Διάφοροι παράγοντες παρεμποδίζουν τις προσπάθειες για την εξασφάλιση κατάλληλης ευρωπαϊκής εκπροσώπησης και δυνατότητας για την Ευρώπη να "μιλάει με μία φωνή". Πρόκειται ιδίως για την παρουσία, στις ομάδες εργασίας του ΔΝΤ, ευρωπαϊκών χωρών μαζί με χώρες που δεν είναι μέλη της ΕΕ και η ένταξη ορισμένων κρατών μελών της ΕΕ σε ομάδες που λειτουργούν υπό την προεδρία χωρών που δεν ανήκουν στην ΕΕ. Επίσης, η ιδιότητα του μέλους του ΔΝΤ βασίζεται στην έννοια της "χώρας".

Σε συμπέρασμα, το σχέδιο μιας ΟΝΕ με κατάλληλη εκπροσώπηση σε διεθνές επίπεδο βρίσκεται ακόμα στο στάδιο της διαμόρφωσης. Ωστόσο, στα σημαντικά διεθνή θέματα, η ΟΝΕ έδωσε ώθηση σε μια κοινή ευρωπαϊκή διαδικασία λήψης αποφάσεων. Η Κοινότητα μπορεί πλέον να αρχίσει να διαδραματίζει διεθνή ρόλο ανάλογο με το χρηματοπιστωτικό και οικονομικό της βάρος. Οι ρυθμίσεις ad-hoc στην αρχή του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ αποδείχθηκαν χρήσιμες, αλλά ανταποκρίνονται εν μέρει μόνο στις προσδοκίες για μια ενοποιημένη και ισχυρή ευρωπαϊκή παρουσία στη διεθνή σκηνή. Λόγω του άτυπης φύσης τους, της έλλειψης επίσημου χαρακτήρα και συνέχειας, αλλά και λόγω των εγγενών περιορισμών του άτυπου συντονισμού, οι ρυθμίσεις για την εξωτερική εκπροσώπηση δεν επιτρέπουν στην Κοινότητα να επηρεάζει όσο θα έπρεπε τις συζητήσεις σε διεθνές επίπεδο.

Η κατάλληλη εκπροσώπηση της ζώνης ευρώ στις διεθνείς οργανώσεις θα βελτίωνε σημαντικά τη διεθνή συνεργασία σε ένα παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον που φαίνεται να τείνει προς ένα σύστημα τριών διεθνών νομισμάτων. Η πρόκληση της κατάλληλης εκπροσώπησης της ζώνης ευρώ στις διεθνείς διαδικασίες λήψης αποφάσεων αποτελεί επομένως σημαντικό θέμα και για μη Ευρωπαίους, όπως καταδεικνύεται από τις πιέσεις που ασκούν άλλες οικονομίες αγοράς, τόσο αναπτυγμένες όσο και αναδυόμενες, για μια πιο αποτελεσματική οργάνωση της εκπροσώπησης της ΕΕ. Η αντιμετώπιση του θέματος αυτού αποτελεί κεντρική πρόκληση για τους πολιτικούς της ΕΕ, οι οποίοι πρέπει να εξασφαλίσουν ότι η ΕΕ εξυπηρετεί αποτελεσματικά τα συμφέροντά της στη διεθνή σκηνή.