

# ΕΣΟΔΑ ΕΚΔΟΤΙΚΟΥ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥ (SEIGNIORAGE) ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

ΛΟΥΚΑ ΣΠΑΝΟΥ\*

MSc Εφαρμοσμένης Οικονομικής και Οικονομικής Πολιτικής  
Τμήμα Οικονομικών Επιστημών  
Εθνικό & Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών

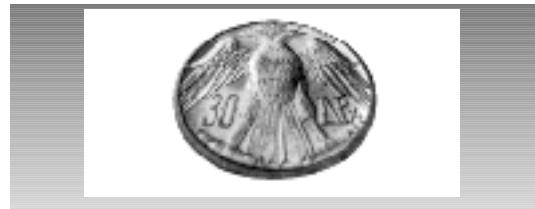
**E**ΙΣΑΓΩΓΗ: Στο άρθρο αυτό παρουσιάζεται η έννοια των εσόδων που αποδέονται από το εκδοτικό προνόμιο (seigniorage) και η διασύνδεσή τους με τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το φόρο πληθωρισμού. Αρχικά δίνεται ο ορισμός της έννοιας του seigniorage και παρατίθεται μία σύντομη ιστορική εξέλιξη. Στη συνέχεια, αναλύονται οι επιπτώσεις που προκύπτουν από τη χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με την έκδοση χρήματος (νομισματοποίηση των δημοσίων ελλειμμάτων). Επειτα, γίνεται αναφορά στο ρόλο του seigniorage στην Οικονομική και Νομισματική Ενωση της Ευρώπης, με ιδιαίτερη έμφαση στο ρόλο της ενιαίας, ανεξάρτητης και υπερεθνικής νομισματικής αρχής, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ως του μοναδικού πλέον οργάνου που δύναται να κάνει χορήση του εκδοτικού προνομίου.

## SEIGNIORAGE: ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

**E**νας συνήθης ορισμός του seigniorage είναι: “... τα καθαρά έσοδα που προέρχονται από κάθε αρχή που τυπώνει χρήμα” (McPherson, M. F. [1999]). Η λέξη seigniorage προέρχεται από τη γαλλική λέξη seigneur. Χρησιμοποιούνταν για να περιγράψει την προιηθειαί το φόρο που έπαιρνε ο φεουδάρχης (seignior) ή ο ηγεμόνας (sovereign), προκειμένου να καλύψει τα έξοδα της νομισματοκοπής. Επειτα, όταν οι Κεντρικές Τράπεζες έγιναν

μονοπωλιακοί παροχείς τραπεζογραμματίων και κερδάτων, το seigniorage ήρθε να αντικατοπτρίζεται από τα κέρδη που αυτές έκαναν. Οι οικονομολόγοι αναφέρονται στο seigniorage θεωρώντας το ως “έσοδο” που “συλλέγεται”. Υπάρχουν πολλές εκτιμήσεις των εσόδων που προκύπτουν από το εκδοτικό προνόμιο. Οι εκτιμήσεις αυτές ποικίλουν από κάποιο κλάσμα του ΑΕΠ, σε χώρες όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ιδιαίτερα ανεπιγμένο, έως και κρατικά έσοδα που σε ποσοστό υπερβαίνουν το ΑΕΠ, σε οικονομίες με σπάταλες κυβερνήσεις και οηχό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

\* Ευχαριστώ θερμά τον κύριο Παναγιώτη Αλεξάκη, Αναπληρωτή Καθηγητή του Πανεπιστημίου Αθηνών, για τις χρήσμες υποδειξεις και παρατηρήσεις του.



## SEIGNIORAGE – ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

Οι μέσοι αποκόμισης πρόσθετων προσσδόων, κάτιοι κυβερνήτες υποτιμούσαν το νόμισμα. Τέτοιες πρακτικές επέφεραν δυσμενείς συνέπειες, οι οποίες έχουν καταγραφεί στην ιστορία της νομισματικής θεωρίας. Ομως, έχουν καταγραφεί και μακρές περίοδοι σταθερών τιμών, όπως για παράδειγμα το αγγλικό νόμισμα στερλίνα (sterling). Εξαιτίας της σταθερής του αξίας κατά τη διάρκεια μακρών χρονικών περιόδων, η λέξη “sterling” σημαίνει επίσης “εξαιρετικής ποιότητας”. Οταν ως μέσο συναλλαγών χρησιμοποιούνταν κέρδη που κατασκευάζονταν από πολύτιμα μέταλλα (χρυσός, ασήμι), το κύριο κέρδος από το seigniorage ήταν η προμήθεια (commission) ή το premium που χρεώνονταν όταν γινόταν η αρχική κοπή νομισμάτων. Το κόστος αποθήκευσης και μεταφοράς ήταν πολύ υψηλό, με συνέπεια να υφίσταται ο κίνδυνος εμφάνισης πληθωρισμού, όταν υπήρχε ταχεία αύξηση της προσφοράς προϊόντων (χρυσός, ασήμι) από τα οποία κατασκευάζονταν τα νομίσματα<sup>(1)</sup>. Η κατάσταση αυτή άλλαξε με την εισαγωγή χρήματος του οποίου η ισχύς καθοριζόταν από νομιθετική πράξη (fiat money), όπου ενώ το κόστος παραγωγής του είναι χαμηλό, η προσφορά του δύναται να αυξηθεί ταχύτατα.

## SEIGNIORAGE, ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΑ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΑ

Οταν η κυβέρνηση αυξάνει τα δημοσιονομικά της ελλείμματα, η νομισματική πολιτική μπορεί να υποβοηθήσει τη δημοσιονομική αυτή επέκταση, μέσω της εκτύπωσης χρήματος, ώστε να αγορασθούν οιμόλογα του Δημοσίου προκειμένου το τελευταίο να είναι σε θέση να πληρώσει τα ελλείμματά του.

Στην περίπτωση αυτή, εμποδίζεται η αύξηση των επιτοκίων που προκαλεί αρχικά η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Με άλλα λόγια, η νομισματική πολιτική διευκολύνει τη δημοσιονομική επέκταση (accommodating monetary policy). Αυτή η πολιτική είναι γνωστή ως νομισματοποίηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων (monetizing budget deficits). Τέτοιου είδους παρεμβάσεις έκανε η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) τη δεκαετία του '60. Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να μην αγοράζει άμεσα οιμόλογα από το Υπουργείο Οικονομικών, αλλά έμμεσα, αγοράζοντας οιμόλογα του Δημοσίου από το κοινό.

Το ζήτημα της νομισματοποίησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων εμφανίζεται ιδιαίτερα έντονο, όταν τα τελευταία είναι δύσκολο να μειωθούν με πρόσθετη φροντιδολογία ή με περικοπές στις δαπάνες. Η εξίσωση (1) παρουσιάζει τη διαχρονική μεταβολή του λόγου χρέους προς το ΑΕΠ:

$$\Delta b = (r-x)b + (g-s) \quad (1)$$

όπου

**Δ:** δείχνει μεταβολή

**b:** ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ

**r:** πραγματικό ή αποληθωρισμένο επιτόκιο

**x:** ρυθμός μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ

**g:** πρωτογενές έλλειμμα του προϋπολογισμού ως ποσοστό του ΑΕΠ

**s:** seigniorage ως ποσοστό του ΑΕΠ

Ας υποθέσουμε ότι σε μια οικονομία η ζήτηση χρήματος είναι ανελαστική ως προς τα επιτόκια, τα προιθώρια μείωσης του πρωτογενούς ελλείμματος είναι περιορισμένα και ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ είναι χαμηλός. Το μόνο συνεπώς μέγεθος που απομένει για τη μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ εί-

<sup>(1)</sup> Ενα από τα χαρακτηριστικότερα ιστορικά παραδείγματα αποτελεί η εμπειρία της Ισπανίας, στην οποία οι τιμές αυξήθηκαν πάρα πολύ, καθώς εισέρευσαν ασήμι και χρυσός από το Νέο Κόσμο, κατά τα πρώτα έτη του 16ου αιώνα.

ναι το επίπεδο *seigniorage*. Αν παρ' όλα αυτά, επιλεγεί μια πολιτική χαμηλού πληθωρισμού, τότε μπορεί να προκύψουν σοβαρές δημοσιονομικές ανισορροπίες<sup>(2)</sup>. Οι ανάγκες για *seigniorage* συνδέονται και αλληλεπιδρούν με το ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος και τον πληθωρισμό.

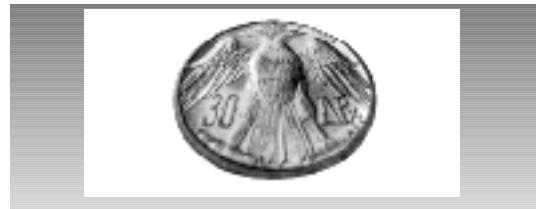
Η διασύνδεση μεταξύ δημοσιονομικών ελλειμμάτων, προσφοράς χρήματος και πληθωρισμού προκύπτει όταν η Κεντρική Τράπεζα θέτει ως στόχο τη σταθερότητα του ονομαστικού επιτοκίου. Στην περίπτωση αυτή, μια διαστατική δημοσιονομική πολιτική (αύξηση δημοσιονομικών ελλειμμάτων) θα οδηγήσει σε αύξηση του ονομαστικού επιτοκίου. Ωστόσο, καθώς η Κεντρική Τράπεζα έχει ως στόχο τη διατήρηση σταθερού του ονομαστικού επιτοκίου, θα πρέπει να προβεί στη διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς, αγοράζοντας ομόλογα ώστε να περιοριστεί η αύξηση του επιτοκίου που προέκυψε από την επέκταση των δημοσίων ελλειμμάτων. Κύριος στόχος της πολιτικής νομισματικής κάλυψης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, είναι η συγκράτηση των επιτοκίων, προκειμένου να εμποδιστεί η εκτόπιση του ιδιωτικού τομέα (*crowding-out effect*). Ωστόσο, η νομισματοποίηση των δημοσίων ελλειμμάτων οδηγεί σε υπερβάλλοντα ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος, ενεργοποιώντας τον πληθωρισμό. Σε αυτή την περίπτωση, αφ' ενός θα καταστεί αναπόφευκτη η εκτόπιση του ιδιωτικού τομέα, αφ' ετέρου ένα πρόσθετο κόστος θα έχει δημιουργηθεί, αυτό της αναζωπύρωσης της πληθωριστικής μηχανής. Οταν λοιπόν αυξάνονται τα δημόσια ελλείμματα, είναι προτιμότερο να αφήνονται τα επιτόκια να εκδηλώσουν την ανοδική τους τάση και ταυτόχρονα να επιδιώκεται ένας σταθερός ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος<sup>(3)</sup>. Οταν γίνεται εκτεταμένη χοήση του κυριαρχικού δικαιωματος (*seigniorage*) από τις αρχές, ο πληθωρισμός δύναται να τεθεί εκτός ελέγχου. Τα πράγματα γίνονται εξαιρετικά δύσκολα όταν εμφανίζεται η ακραία περίπτωση του υπερπληθωρισμού. Τα άτομα σπεύδουν να δαπανούν τα διαθέσιμα τους προκειμένου να προστατευτούν από τον πληθωρισμό,

ο οποίος ανεβαίνει από ώρα σε ώρα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα υπερπληθωρισμού αποτελεί η Γερμανία, όπου κατά τα έτη 1922-1923 ο πληθωρισμός κινούνταν σε δυσθεώρητα ύψη. Τον Οκτώβριο του 1923 το μέσο ποσοστό πληθωρισμού ήταν 29.000% το μήνα! Ακόμη πιο εντυπωσιακή είναι η περίπτωση της Ουγγαρίας όπου τον Ιούλιο του 1945 ο πληθωρισμός είχε φτάσει να κινείται με ρυθμό 41,9 τετράκις εκατομμύρια τοις εκατό<sup>(4)</sup>! Οταν υπάρχει υπερπληθωρισμός ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος και ο ρυθμός πληθωρισμού ακολουθούν παράλληλη πορεία. Η υπερβολική αύξηση της προσφοράς χρήματος είναι συνέπεια της προσπάθειας χρηματοδότησης των ανεξέλεγκτων δημοσιονομικών ελλειμμάτων με την εκτύπωση χρήματος. Ο υπερπληθωρισμός εμφανίζεται εξαιτίας των ανεπαρκών φορολογικών εσόδων. Τα τελευταία δεν μπορούν να καλύψουν το δημοσιονομικό έλλειμμα. Εποι, η κυβέρνηση, ακόμη κι αν επιθυμούσε την προσφυγή σε εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης, αναγκάζεται να στρέφεται στη μόνη πηγή που δύναται να ελέγξει - την εκτύπωση χρήματος. Το αποτέλεσμα είναι να τίθεται σε διαδικασία μια σπειροειδής ανοδική κίνηση προσφοράς χρήματος, πληθωρισμού και δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Από τη στιγμή που ξεκινά ο πληθωρισμός τα δημοσιονομικά ελλείμματα χειροτερεύουν. Εξαιτίας της υστέρησης στην είσπραξη των πληρωμών φόρου, τα πραγματικά φορολογικά έσοδα μειώνονται. Συνεπώς, η ανάγκη προσφυγής της κυβέρνη-

<sup>(2)</sup> Με αυτό το πρόβλημα είναι αντιμέτωπες μια σειρά χωρών του αναπτυσσόμενου κόσμου, αλλά και χώρες όπως η Ελλάδα, η Ιταλία, η Πορτογαλία και η Ισπανία, οι οποίες στο πλαίσιο συμμετοχής τους στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα καλούνται να περιορίσουν το πληθωρισμό σε επίπεδα κάτω του 2%.

<sup>(3)</sup> Οφείλεται βέβαια να τονισθεί, ότι η χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με νομισματική επέκταση δεν θα πρέπει να αποκλείεται, όταν η οικονομία βρίσκεται σε βαθιά ύφεση (Dornbusch R. and S. Fischer [1993]).

<sup>(4)</sup> Ο John M. Keynes, δίνοντας μια ανάγλυφη εικόνα του υπερπληθωρισμού της Αυστρίας μετά τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο, αναφέρει ότι ήταν προτιμότερο τα άτομα να παραγγέλνουν δύο μπύρες αντί μίας, καθώς ο ρυθμός με τον οποίο ξεθύμαινε η δευτερη μπύρα ήταν μικρότερος από την αύξηση της τιμής της, αν η παραγγελία δίνονταν λόγο αργότερα.



σης στην έκδοση χρήματος γίνεται πιο επιτακτική. Η ταχεία διαδικασία δημιουργίας χρήματος οδηγεί σε υπερπληθωρισμό και σε ολοένα και μεγαλύτερο δημοσιονομικό έλλειψη. Πρέπει να σημειώσουμε, ότι η αιτιώδης σχέση του ποσοστού πληθωρισμού με τα έσοδα από το seigniorage είναι αμφίδρομη, καθώς το ένα ανατροφοδοτεί το άλλο.

Ενδιαφέρον τέλος, παρουσιάζει η άποψη των A. Cukierman, S. Edwards και G. Tabellini, ότι χώρες με πιο ασταθή και πολωμένα πολιτικά συστήματα θα καταλήγουν να έχουν πιο αναποτελεσματικά φορολογικά συστήματα, και έτσι, θα βασίζονται περισσότερο στο seigniorage (Cukierman A. et al. [1992]).

## SEIGNIORAGE KAI ΦΟΡΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

**H**δυνατότητα χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειψών μέσω της επέκτασης της νομισματικής βάσης, είναι μια εναλλακτική πηγή άντλησης εσόδων, αντί της φορολογίας. Οταν η κυβέρνηση τυπώνει χρήμα προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις δαπάνες της, ουσιαστικά κάνει χρήση αυτού του κυριαρχικού δικαιώματος που κατέχει, για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών. Η αύξηση όμως της προσφοράς χρήματος όπως είδαμε αυξάνει τον πληθωρισμό. Μακροχρόνια, αν υποθέσουμε ότι το πραγματικό εισόδημα δεν αυξάνεται, τα άτομα θα επιθυμούν να διατηρήσουν σταθερή την αξία ενός ποσού διαθεσίμων. Καθώς όμως το επίπεδο τιμών αυξάνεται, τα άτομα θα πρέπει να επιδιώξουν αύξηση των ονομαστικών διαθεσίμων κατά το ποσοστό αύξησης του γενικού επιπέδου τιμών. Εναλλακτικά θα υποστούν μείωση της πραγματικής αγοραστικής τους δύναμης<sup>(5)</sup>. Οταν το Δημόσιο χρηματοδοτεί τα ελλείμματά του με την έκδοση χρήματος, οπότε τα άτομα για να κρατήσουν σταθερή την αξία του πραγματικού τους εισοδήματος πρέπει να διακρατούν ένα μεγαλύτερο ποσό ονομαστικών διαθεσίμων, λέμε

ότι το έλλειψη χρηματοδοτείται με το φόρο πληθωρισμού (*inflation tax*).

Το σύνολο των εσόδων από το φόρο πληθωρισμού μπορεί να είναι μεγάλο σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες. Τα έσοδα φόρου πληθωρισμού, δηλαδή το seigniorage  $s$ , προκύπτουν ως το γινόμενο του φορολογικού συντελεστή, δηλαδή το ποσοστό πληθωρισμού  $\dot{P}$ , επί τη φορολογητέα ύλη, δηλαδή την πραγματική νομισματική βάση  $n$  (Dornbush R. and S. Fischer [1993]):

$$s = \dot{P}^e \times n$$

Στο σημείο αυτό τίθεται το ερώτημα κατά πόσο η χρήση του seigniorage αποτελεί σημαντική πηγή δημοσιονομικών εσόδων, και πάρα πέρα, κατά πόσο οι νομισματικές αρχές προσδιορίζουν το στόχο του πληθωρισμού χρησιμοποιώντας ως κριτήριο τη θεωρία του βέλτιστου επιπέδου seigniorage. Είναι προφανές ότι δεν μπορεί να υπάρξει κοινή απάντηση για όλες τις χώρες. Γενικά στις ανεπτυγμένες χώρες, όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτουργεί σε σταθερές βάσεις, τα έσοδα από την εκτύπωση χρήματος δεν είναι σημαντικά. Για παράδειγμα, η εκτίμηση του επιπέδου seigniorage ως ποσοστό των κρατικών εσόδων κατά την περίοδο 1980-1991 για το Ηνωμένο Βασίλειο και για τις ΗΠΑ, είναι 0,6 και 1,8 τοις εκατό αντίστοιχα (McPherson, M. F. [1999]). Ακόμη περισσότερο δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι η Bundesbank, το Fed ή η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, προβαίνουν στον καθορισμό του στόχου για

<sup>(5)</sup> Υπέθεσε για παράδειγμα, ότι το ετήσιο ονομαστικό εισόδημα ενός απόμου είναι 5.000.000 δρχ. Εστω ότι ο πληθωρισμός μειώνει το πραγματικό εισόδημά του κατά 80.000 δρχ. Ας υποθέσουμε ότι το άτομο πρέπει να κρατήσει αυτές τις 80.000 δρχ. σε έναν λογαριασμό άμεσης ρευστότητας, για να διατηρήσει σταθερή την αξία των πραγματικών χρηματικών διαθεσίμων του. Με το ποσό αυτό δεν αυξάνει τον πραγματικό του πλούτο, απλώς τον προστατεύει από τον πληθωρισμό. Με αυτή την έννοια, ο πληθωρισμός δρχ όπως ακριβώς οι φόροι, καθώς αναγκάζει τα άτομα να δαπανούν μικρότερο μέρος του εισοδήματός τους, πληρώνοντας τη διαφορά στο κράτος, σε αντάλλαγμα της διακράτησης πρόσθιτου χρήματος.

τον πληθωρισμό βάσει του κριτηρίου της μεγιστοποίησης των εσόδων από το φόρο πληθωρισμού.

Αντίθετα, σε αναπτυσσόμενες χώρες, όπου το τραπεζικό σύστημα δεν είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένο, τα άτομα διακρατούν περισσότερα ποσά μετρητών. Σε αυτή την περίπτωση, η ικανότητα του Δημοσίου να αντλεί έσοδα μέσω της εκτύπωσης χρήματος είναι μεγαλύτερη. Μάλιστα, σε χώρες όπου το φορολογικό σύστημα βρίσκεται υπό κατάρρευση, η εκτύπωση χρήματος αποτελεί την τελευταία πηγή εσόδων πριν η χώρα κάνει στάση πληρωμών. Χαρακτηριστικά, για την περίοδο 1980-1991, η εκτίμηση του επιπέδου seigniorage ως ποσοστό των κρατικών εσόδων για το Περού και το Μεξικό είναι 65,3 και 25,0 τοις εκατό αντίστοιχα (McPherson, M. F. [1999]).

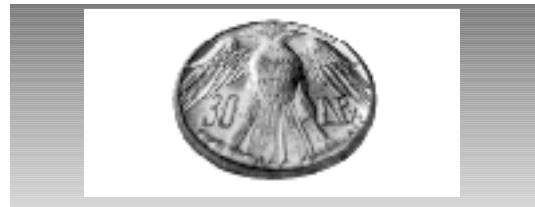
## ΤΟ SEIGNIORAGE ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Το seigniorage αποτελούσε μία σημαντική πηγή χρηματοδότησης της κυβέρνησης σε πολλά κράτη-μέλη, κατά τη διάρκεια ετών υψηλού πληθωρισμού, καθώς και σε χώρες όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτουργούσε υπό ένα ιδιότυπο πλέγμα κανονιστικών ρυθμίσεων. Με την έλευση της διαδικασίας σύγκλισης και τη μεγάλη μείωση του πληθωρισμού των τελευταίων ετών, έχει πλέον καταστεί ένα πολύ μικρό κλάσμα των εσόδων στους προϋπολογισμούς των κρατών-μελών. Επιπλέον, με τη θεσμοθέτηση της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών, σχεδόν σε όλα τα κράτη-μέλη, δεν θα πρέπει να αναμένεται ότι τα κέρδη της κεντρικής τράπεζας θα μεταβιβάζονται αυτόματα στην κυβέρνηση. Επιπροσθέτως, με βάση τους κανόνες της Συνθήκης της Ευρωπαϊκής Ενωσης, το seigniorage θα προκύπτει από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τρά-

πεξα, ως αποτέλεσμα του μονοπωλιακού δικαιώματος που κατέχει στην έκδοση χρήματος. Τα έσοδα από το seigniorage θα διανέμονται στις κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών της Οικονομικής και Νομισματικής Ενωσης βάσει της συνεισφοράς σε κεφάλαια που έχουν στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, και έμμεσα στις κυβερνήσεις των κρατών-μελών. Συγκεκριμένα, στο Αρθρο 33 του Πρωτοκόλλου αναφορικά με τη θέσπιση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), ορίζεται ότι:

*“Τα καθαρά κέρδη της ΕΚΤ θα πρέπει να μεταβιβάζονται με την εξής σειρά: (α) ένα ποσό, το οποίο θα καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΣΚΤ, και το οποίο δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 20% των καθαρών κερδών, θα πρέπει να μεταβιβάζεται στο γενικό αποθεματικό ταμείο (general reserve fund) υποκείμενο σε ένα όριο ίσο με το 100% των κεφαλαίου, (β) τα υπόλοιπα καθαρά κέρδη θα πρέπει να διανέμονται στους εταίρους (shareholders) της ΕΚΤ, ανάλογα με τα μερίδια που κατέχουν, δηλαδή με την κεφαλαιακή τους συνεισφορά στην ΕΚΤ”.*

Εχει εκτιμηθεί η μείωση των εσόδων από το seigniorage για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ενωσης, και διαπιστώθηκε ότι για μια ομάδα τεσσάρων χωρών (Ελλάδα, Ιταλία, Πορτογαλία και Ισπανία) η απώλεια αυτή είναι σημαντική (Grow D. [1989]). Οι χώρες αυτές είχαν συνηθίσει στην άντληση υψηλών εσόδων από seigniorage, λόγω του συνδυασμού υψηλών ρυθμών πληθωρισμού και υψηλών ποσοστών υποχρεωτικών διαθεσύμων (σε σχέση με τα άλλα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ενωσης). Παρότι σήμερα όλες οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ενωσης – μεταξύ των οπίων και η Ελλάδα – έχουν επιτύχει μονοψήφια ποσοστά πληθωρισμού και δημοσίων ελλειψμάτων, αντό δεν αρκεί. Ακόμη και μετά την είσοδο στην ΟΝΕ, βάση του Συμφώνου για τη Σταθερότητα και την Ανάπτυξη, θα είναι αναγκαία η επίδειξη συνεχούς δημοσιονομικής πειθαρχίας και σύνεσης.



## ΣΥΝΟΨΗ

**H**πολιτική νομισματικής κάλυψης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, οδηγεί συχνά στην ανάδυση έντονων μακροοικονομικών ανισορροπιών. Ουσιαστικά, οι χώρες που κάνουν χρήση αυτής της πηγής χρηματοδότησης, οδηγούνται σ' ένα φαῦλο κύκλο υψηλών πληθωρισμών, προσφοράς χρήματος και μεγέθυνσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Εχοντας υπόψη ότι η σταθερότητα των τιμών αποτελεί ουσιαστική παράμετρο για την επίτευξη βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης, η χρήση του κυριαρχικού δικαιώματος από τις κεντρικές τράπεζες για την εκτύπωση χρήματος, θα πρέπει να υπόκειται και να είναι συμβατή με αυτή τη βασική αρχή. Γενικά, οι χώρες θα πρέπει να προσφεύγουν σε όλες τις εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης των ελλειμμάτων τους, και τα έσοδα από το seigniorage να αποτελεί την ύστατη λύση.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

1. CUKIERMAN, ALEX, EDWARDS SEBASTIAN and GUIDO TABELLINI (1992), “*Seigniorage and Political Instability*”, *The American Economic Review*, vol. 82 no.3, June.
2. DORNBUSH, RUDIGER and ALBERTO GIOVANNINI (1993), “*Monetary Policy in the Open Economy*”, Ch. 23 in: B.M. Friedman and F.H. Hahn (eds.) *Handbook of Monetary Economics*, v. II, New York: North-Holland.
3. DORNBUSH, RUDIGER and STANLEY FISCHER (1993), *Μακροοικονομική*, Εκδόσεις Κριτική.
4. GRILLI, VITTORIO (1989), “*Seigniorage in Europe*”, in: Marcello de Cecco, Alberto Giovannini (eds.), *A European Central Bank? Perspectives on Monetary Unification after Ten Years of the EMS*, Cambridge University Press.
5. GROS, DANIEL (1989), “*Seigniorage in the EC: The Implications of the EMS and Financial Market Integration*”, IMF Working Paper, no. 89/7 (Washington DC: International Monetary Fund).
6. McPHERSON, MALCOLM F. (1999), “*Seigniorage in Highly Indebted Developing Countries*”, Harvard Institute for International Development, Development Discussion Papers no. 696, April, Harvard University.
7. NEUMANN, MANFRED J.M. (1992), “*Seigniorage in the United States: How Much Does the U.S. Government Make from the Money Production?*”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 14, no. 2, March/April.
8. SPAVENTA, LUIGI (1989), “*Seigniorage: Old and New Policy Issues*”, *European Economic Review* 33, pp. 557-563.



Τραπεζικό Marketing  
στην πράξη  
Δ. Πανλάκη

Εκδόσεις Πολυυδηγός  
Αλκαβιάδου 29, Αθήνα 104 39 • Αθήνα • 106 72  
τηλ. 825.1800-1 • fax 825.1911