



Public Policy Brief

No. 134, 2014

Ένα βιώσιμο νομισματικό πλαίσιο μιας ανεξάρτητης Σκωτίας

Του Philip Pilkington

1. Εισαγωγή

Την Πέμπτη, 18 Σεπτεμβρίου 2014, ο Σκωτσέζικος λαός θα προσέλθει στις κάλπες για να λάβει μια ιστορική απόφαση: αν θα παραμείνει ή όχι στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ακόμη κι αν η πλειοψηφία ψηφίσει υπέρ της παραμονής της χώρας στο Ηνωμένο Βασίλειο, το θέμα δεν παύει να υφίσταται. Όπως θα δούμε στη συνέχεια, η οικονομία της Σκωτίας χρειάζεται να προχωρήσει στο εγγύς μέλλον σε πλήρη αναδιάρθρωση και ο μόνος τρόπος που η κυβέρνηση της μπορεί να αναλάβει αυτό το έργο είναι με την απόκτηση μεγαλύτερης οικονομικής κυριαρχίας.

Το μέλλον, όμως, είναι γεμάτο κινδύνους. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 και την ανακάλυψη του πετρελαίου στη Βόρεια Θάλασσα, η οικονομία της Σκωτίας εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από τα έσοδα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. Η Σκωτία είναι μια αρκετά πλούσια χώρα ακόμη και χωρίς αυτά τα έσοδα, αλλά στο ενδιάμεσο

Ο Philip Pilkington είναι μέλος της Ερευνητικής Ομάδας Πολιτικής Οικονομίας στο Kingston University. Αρθρογραφεί για οικονομικά θέματα σε μια σειρά αγγλόφωνων δημοσιογραφικών μέσων, συμπεριλαμβανομένων του *Guardian* and του *Al Jazeera*. © 2014 Levy Economics Institute of Bard College

έχουν καταστεί βασικός πυλώνας για τη σταθεροποίηση της μακροοικονομίας. Τα ποσά που δαπανούνται επί του παρόντος είναι εγγενώς συνδεδεμένα με τα φορολογικά έσοδα που ρέουν από αυτά τα έσοδα. Ομοίως, τα ποσά των εισαγωγών της Σκωτίας είναι εγγενώς συνδεδεμένα με τις εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου.

Τα έσοδα από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο είναι ευμετάβλητα, επειδή υπόκεινται σε μεγάλες διακυμάνσεις τιμών και ποσότητας. Οι διακυμάνσεις αυτές θα μπορούσαν ενδεχομένως να προκαλέσουν αστάθεια στην μακροοικονομία αν το νομισματικό σύστημα δεν είναι δομημένο με τέτοιο τρόπο ώστε να τις αντιμετωπίσει κατάλληλα. Στην ενότητα 2 θα διερευνήσουμε σε ποιο βαθμό θα μπορούσαν αυτές οι διακυμάνσεις να βλάψουν τη σταθερότητα της οικονομίας της Σκωτίας, ενώ στην ενότητα 3 θα εξετάσουμε την έκθεση της Ομάδας Εργασίας της Δημοσιονομικής Επιτροπής της κυβέρνησης της Σκωτίας (FCWG) για τη μακροοικονομική σταθερότητα υπό το φως αυτών των ευρημάτων. Τέλος, στην ενότητα 4, θα διαμορφώσουμε ένα νέο μακροοικονομικό πλαίσιο το οποίο επιδιώκει να περιορίσει τον κίνδυνο που συνδέεται με την κίνηση προς μεγαλύτερη οικονομική κυριαρχία.

Ελπίζουμε ότι αυτοί που παίρνουν τις αποφάσεις στην Σκωτία θα δώσουν προσοχή σε αυτό το κείμενο πολιτικής. Η τραγική κρίση στην ευρωζώνη που ξεκίνησε το 2008 και η οποία δεν έχει λήξει, μας αποκάλυψε τις καταστροφικές συνέπειες της οικονομικής πολιτικής που δεν βασίζεται σε εύρωστους και ευέλικτους θεσμούς.

Ας προσπαθήσουμε να μάθουμε από την πρόσφατη ιστορία και να διασφαλίσουμε ότι κάτι παρόμοιο δεν θα συμβεί στη Σκωτία κατά τα προσεχή έτη.

2. Μία μακροοικονομική επισκόπηση της σκωτσέζικης οικονομίας

Η επισκόπηση της μακροοικονομίας της Σκωτίας παρουσιάζει σημαντικές προκλήσεις, καθώς τα διαθέσιμα στοιχεία είναι κάπως περιορισμένα. Στο πλαίσιο αυτό, είμαστε υποχρεωμένοι να παρεκβάλουμε ορισμένα από τα στοιχεία με βάση τις απλές λογιστικές ταυτότητες.

Απέναντι σε αυτές τις προκλήσεις, μπορούμε παρόλα αυτά να έχουμε μια ευρύτερη εικόνα των πιθανών προκλήσεων που θα αντιμετωπίσει μια νέα ανεξάρτητη Σκωτία από την άποψη της συνολικής μακροοικονομικής δομής της χώρας. Με αυτόν τον τρόπο, θα είμαστε σε θέση να δείξουμε στην επόμενη ενότητα πώς θα μπορούσαν να επηρεαστούν αυτές οι προκλήσεις από την επιλογή του νομισματικού καθεστώτος, ενώ στην ενότητα 4 θα σχεδιάσουμε ένα νομισματικό πλαίσιο που θα λαμβάνει υπόψη αυτές τις προκλήσεις.

Επισκόπηση

Έχει επισημανθεί και αλλού ότι η Σκωτία είναι μια πολύ πλούσια χώρα. Σύμφωνα με την έκθεση της FCWG, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία (ΑΠΑ) ανά κεφαλή αξία είναι 99% του κατά μέσου όρου στο Ηνωμένο Βασίλειο -- το υψηλότερο ποσοστό στο Ηνωμένο Βασίλειο πέραν του Λονδίνου και της νοτιοανατολικής περιοχής, ακόμη και αν

εξαιρέσουμε τα έσοδα από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο. Η έκθεση επισημαίνει επίσης ότι η οικονομία είναι περίπου 20% μεγαλύτερη αν περιληφθούν τα έσοδα από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο (FCWG 2013, 37). Παρά ταύτα, η οικονομία της Σκωτίας έχει μείνει πίσω από τις περισσότερες άλλες προηγμένες δυτικές χώρες όσον αφορά την οικονομική ανάπτυξη τα τελευταία 30 χρόνια.

Οι υπέρμαχοι της ανεξαρτησίας έχουν επισημάνει το γεγονός ότι η Σκωτία δεν είχε πρόσβαση σε ένα πλήρες φάσμα εργαλείων δημοσιονομικής πολιτικής και ότι αυτό μπορεί να ευθύνεται για τις χαμηλές οικονομικές επιδόσεις (Scottish Government 2013). Στο κείμενο που ακολουθεί δεν ασχολούμεθα με την αξιολόγηση των αιτών για τις χαμηλές επιδόσεις της οικονομίας της Σκωτίας τα τελευταία 30 χρόνια. Αντ' αυτού, θέλουμε να αξιολογήσουμε τη δομή της μακροοικονομίας της Σκωτίας, προκειμένου να επισημάνουμε τυχόν τομείς αδυναμίας που μπορεί να προκαλέσουν αστάθεια στην περίπτωση που αποκτά ανεξαρτησία η Σκωτία και χωρίς να έχει διαμορφώσει ένα αρκετά ισχυρό μακροοικονομικό πλαίσιο.

Τα τομεακά ισοζύγια της Σκωτίας

Το μοντέλο των «τομεακών οικονομικών ισοζυγίων» είναι ένα ισχυρό εργαλείο που μπορεί να τονίσει τις δυνητικές διαρθρωτικές ανισορροπίες στην μακροοικονομία. Η τομεακή προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε από τον αποθανόντα Βρετανό οικονομολόγο και Διακεκριμένο Μελετητή στο Levy Institute Wynne Godley για να κάνει προβλέψεις για τις οικονομίες των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου, που προειδοποιούσαν για τη μη βιώσιμη συσσώρευση του χρέους του ιδιωτικού τομέα, με κατάληξη την κρίση του 2008 (Godley 1999). Σήμερα, η προσέγγιση αυτή χρησιμοποιείται από διακεκριμένους οικονομολόγους όπως ο Martin Wolf στους Financial Times και ο Jan Hatzius, επικεφαλής οικονομολόγος της Goldman Sachs. Το πλαίσιο των τομεακών ισοζυγίων βασίζεται στην αναδιάταξη απλών και γνωστών ταυτοτήτων. Οι ταυτότητες που χρησιμοποιούμε είναι δύο από τις βασικές προσεγγίσεις στη λογιστική του εθνικού εισοδήματος και έχουν ως εξής:

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

$$Y = C + S + T$$

Η πρώτη εξίσωση αντιπροσωπεύει τα συνολικά έσοδα/ΑΕΠ (Y) από τη σκοπιά της συνολικής δαπάνης ενώ η δεύτερη αντιπροσωπεύει τα συνολικά έσοδα/ΑΕΠ από την άποψη του συνολικού εισοδήματος. Αντικαθιστώντας τη μία εξίσωση με την άλλη, ακυρώνοντας τον μεταβλητή της κατανάλωσης (C) και προχωρώντας σε μια αναδιάταξη, έχουμε:

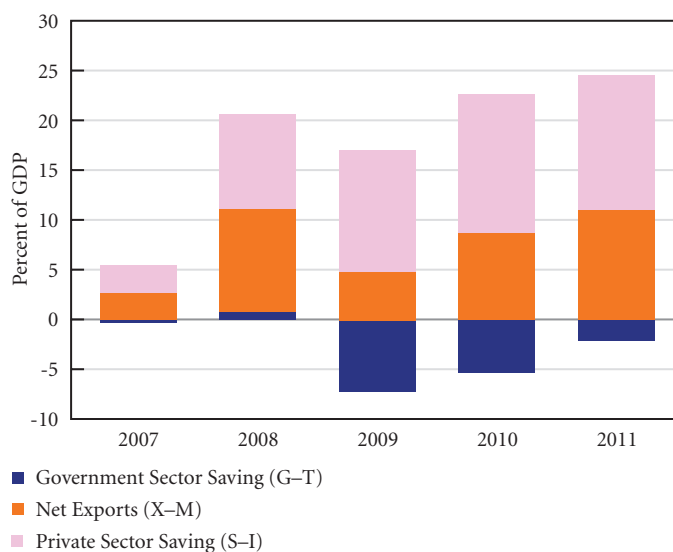
$$(S - I) = (G - T) + (X - M)$$

Αυτή είναι η εξίσωση των τομεακών ισοζυγίων. Η εξίσωση δηλώνει ότι η συνολική ιδιωτική αποταμίευση (S), πλην των ιδιωτικών επενδύσεων (I), πρέπει να ισούται με το έλλειμμα του δημοσίου τομέα (κρατικές δαπάνες [G] μείον τους φόρους [T]) συν τις καθαρές εξαγωγές (εξαγωγές [X] μείον εισαγωγές [M]). Ή, όπως το έθεσε ο Godley:

Η διαίσθηση, που κρύβεται πίσω από αυτή την αναδιάταξη των αριθμών είναι ότι τα δημόσια ελλείμματα και τα πλεονάσματα στο ισοζύγιο πληρωμών δημιουργούν εισόδημα και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία για τον ιδιωτικό τομέα, ενώ τα πλεονάσματα του προϋπολογισμού και τα ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών αφαιρούν εισόδημα και καταστρέφουν τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Αυτή η μέθοδος παρουσίασης των στοιχείων κάνει τον τρόπο με τον οποίον δημιουργούνται τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και τα έσοδα για τον ιδιωτικό τομέα αρκετά διαφανή. (Godley 1999, 4)

Χρησιμοποιώντας στοιχεία από το National Income and Product Accounts (NIPA), μπορούμε να δημιουργήσουμε αριθμούς για κάθε μία από τις μεταβλητές που παρατίθενται. Μπορούμε στη συνέχεια να εξετάσουμε το γράφημα που προκύπτει προκειμένου να διαπιστωθεί εάν μπορεί να βρίσκονται σε λειτουργία δυνητικά «μη βιώσιμες διαδικασίες».

Figure 1 Scottish Sectoral Balances, including Geographical Share of Oil and Gas, 2007–11

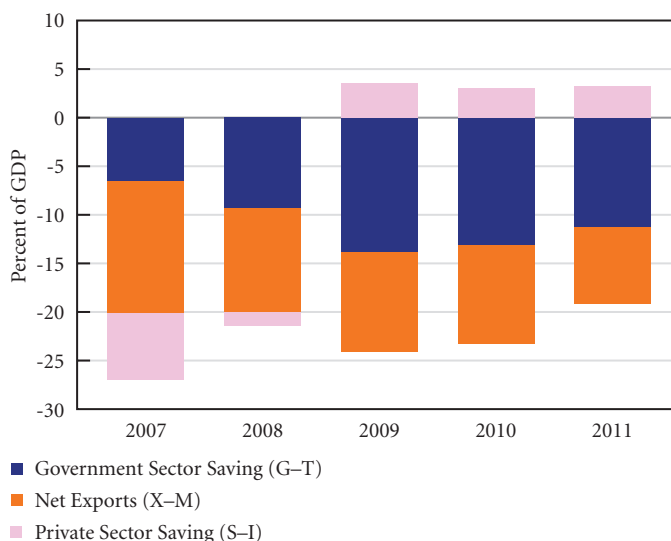


Source: Scottish Government Statistics Office, NIPA

Το Σχήμα 1 καθορίζει τα τομεακά ισοζύγια για την οικονομία της Σκωτίας, συμπεριλαμβανομένου του γεωγραφικού μεριδίου του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. [1] Τα ισοζύγια αυτά εμφανίζουν την εικόνα μιας υγιούς και ισορροπημένης μακροοικονομίας. Οι αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα [are buttressed] στηρίζονται από μεγάλα πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών. Εν τω μεταξύ, τα δημοσιονομικά ελλείμματα που βλέπουμε μετά την οικονομική κρίση του 2008 είναι πολύ μικρότερα από εκείνα που παρατηρούνται στις περισσότερες προηγμένες βιομηχανικές οικονομίες

κατά την ίδια περίοδο. Επίσης, δεν ανιχνεύεται οποιαδήποτε τάση αρνητικής αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα, που θα είναι ένας βασικός δείκτης των ευπαθειών του χρηματοπιστωτικού τομέα, όπως αυτές που παρατηρήθηκαν σε πολλές προηγμένες βιομηχανικές οικονομίες πριν από την κρίση του 2008.

Figure 2 Scottish Sectoral Balances, excluding Oil and Gas, 2007–11



Source: Scottish Government Statistics Office

Η εικόνα αλλάζει ριζικά, όμως, αν εξαιρέσουμε τα έσοδα από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο, όπως μπορούμε να δούμε στο Σχήμα 2. Όταν αφαιρούνται τα έσοδα από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών πέφτει σε εξαιρετικά αρνητικά επίπεδα και τα ισοζύγια του κρατικού προϋπολογισμού αρχίζουν να καταγράφουν σημαντικά ελλείμματα -- αντανακλαστικό των μειωμένων φορολογικών εσόδων σε σχέση με τις δαπάνες. Οι αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα εκδηλώνουν επίσης μια ισχυρή τάση να κατακυλήσουν σε αρνητικά επίπεδα, γεγονός που μπορεί να υποδηλώνει την πιθανότητα σοβαρής οικονομικής ευπάθειας.

Αυτό που μας λένε αυτές οι γραφικές παραστάσεις είναι ότι θα ήταν εξαιρετικά επικίνδυνο για τη Σκωτία να εξετάσει το ενδεχόμενο της απόκτησης μεγαλύτερης δημοσιονομικής ανεξαρτησίας χωρίς πρόσβαση στο γεωγραφικό μερίδιο του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. Η προσπάθεια να κάνει τέτοιο θα άφηνε τη χώρα ανοικτή στο ενδεχόμενο είτε μιας κρίσης δημόσιου χρέους (αν διατηρούσε τη στερλίνα ως νόμισμα) είτε μιας νομισματικής κρίσης (αν έκδιε το δικό της νόμισμα).

Ο κίνδυνος μιας κρίσης δημόσιου χρέους θα προκύψει αν μια ανεξάρτητη Σκωτία διατηρήσει ένα ξένο νόμισμα, την βρετανική στερλίνα, και συνεχίσει να «τρέχει»

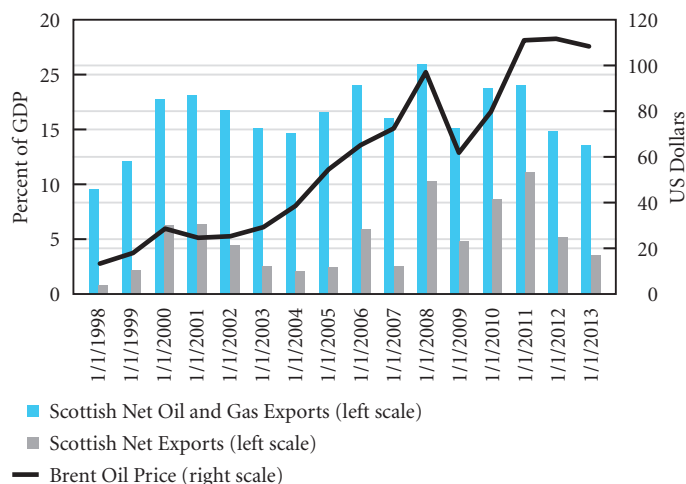
σημαντικά κρατικά ελλείμματα. Η κατάσταση θα μοιάζει με ό, τι συνέβη στις περιφερειακές χώρες της Ευρώπης, δεδομένου ότι οι επενδυτές θα κλιμακώσουν τα επιτόκια των κρατικών τίτλων και η απόφαση για παρέμβαση θα εναποκέιται τελικά με την Τράπεζα της Αγγλίας, η οποία πιθανότατα θα απαιτήσει σημαντικά μέτρα λιτότητας από την κυβέρνηση της Σκωτίας.

Ο κίνδυνος μιας νομισματικής κρίσης θα προκύψει αν η Σκωτία υιοθετούσε το δικό της νόμισμα. Σε αυτό το σενάριο, η Σκωτία θα είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει τα κρατικά ελλείμματα μέσω της αγοράς κρατικού χρέους από την νεοϊδρυθείσα κυρίαρχη κεντρική τράπεζα της Σκωτίας. Οι ξένοι επενδυτές, όμως, θα βρεθούν αντιμέτωποι με σημαντικά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και είναι πιθανό να συμμετάσχουν σε μια κερδοσκοπική επίθεση εναντίον του νέου νομίσματος της Σκωτίας. Αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε μια νομισματική κρίση και σε υψηλά επίπεδα πληθωρισμού.

Δυστυχώς, τα προβλήματα αυτά παραμένουν ακόμη και αν υποθέσουμε ότι η Σκωτία δεν θα προσπαθήσει να αποκτήσει δημοσιονομική κυριαρχία χωρίς πρόσβαση στο γεωγραφικό μερίδιο του πετρελαίου και του φυσικού αερίου, δηλαδή στην περίπτωση μιας «ισορροπημένης» μακροοικονομίας όπως φαίνεται στο Σχήμα 1. Αυτό συμβαίνει επειδή οι τιμές του πετρελαίου και του φυσικού αερίου υπόκεινται σε σημαντικές διακυμάνσεις. Ομοίως, η ποσότητα που πωλείται μπορεί να ποικίλει σημαντικά λόγω των διακυμάνσεων είτε της προσφοράς είτε της ζήτησης. Τώρα, μπορούμε να εξετάσουμε πόσο ευμετάβλητα μπορεί να είναι τα έσοδα της Σκωτίας από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο και να θεωρήσουμε σε ποιο βαθμό θα μπορούσε μια τέτοια μεταβλητότητα να θέσει σε κίνδυνο τη μακροοικονομία της χώρας αν δεν τεθεί σε λειτουργία ένα επαρκώς εύρωστο και ευέλικτο μακροοικονομικό πλαίσιο.

Η μεταβλητότητα στα έσοδα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου

Όπως είδαμε στην προηγούμενη ενότητα, τα έσοδα από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο στηρίζουν την μακροοικονομία της Σκωτίας. Σε περίπτωση απώλειας αυτών των εσόδων, οι επιπτώσεις στη δομή της οικονομίας της χώρας θα είναι σημαντικές, μετατρέποντας μια ισχυρή, υγιή οικονομία σε μια φτωχή, υπερχρεωμένη οικονομία. Βέβαια, οι διακυμάνσεις των εσόδων που προέρχονται από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο δεν θα έχουν μια τόσο δραματική επίδραση όπως η πλήρης εξαφάνιση των εν λόγω εσόδων, αλλά θα μπορούσαν ωστόσο να οδηγήσουν σε βραχυπρόθεσμες ανισορροπίες στην οικονομία της Σκωτίας. Θα διερευνήσουμε τις επιπτώσεις που θα μπορούσαν να έχουν αυτές οι βραχυπρόθεσμες ανισορροπίες στην επόμενη ενότητα, όπου θα προβάλομε το επιχείρημα ότι η ύπαρξή τους δημιουργεί σημαντικά προβλήματα όσον αφορά την αισιοδοξία που συνδέεται με την έκθεση της FCWG. Εδώ, όμως, απλά θα αναφέρουμε εν συντομία στο πόσο ευαίσθητη είναι η μακροοικονομία της Σκωτίας στις διακυμάνσεις των εσόδων από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο.

Figure 3 Scottish Exports vs. Brent Oil Price, 1998–2013

Sources: Scottish Government Statistics Office; Federal Reserve Bank of St. Louis

Στο Σχήμα 3, χαράζουμε την τιμή του πετρελαίου Brent κατά των καθαρών εξαγωγών της Σκωτίας και των καθαρών εξαγωγών πετρελαίου και φυσικού αερίου τη Σκωτίας, μετρήσιμα και τα δύο ως ποσοστό του ΑΕΠ της χώρας. [2] Αυτό το γράφημα μάς επιτρέπει να πάρουμε μια ιδέα για την επίδραση που έχουν οι καθαρές εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου στο συνολικό εμπορικό ισοζύγιο της Σκωτίας ενώ ταυτόχρονα αντιπροσωπεύει την επίδραση που έχουν οι αλλαγές στην τιμή του πετρελαίου και στις δύο από αυτές τις μεταβλητές.

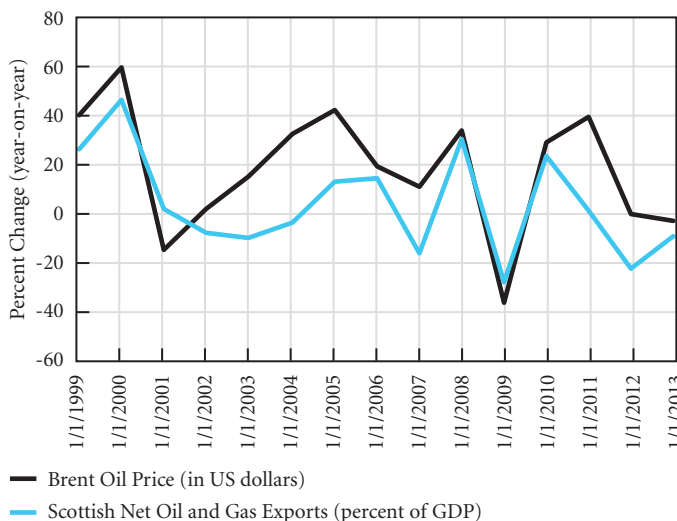
Η εικόνα είναι εντυπωσιακή. Όπως μπορούμε να δούμε, οι καθαρές εξαγωγές της Σκωτίας ακολουθούν από κοντά τις καθαρές εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου, ενώ και τα δύο ακολουθούν τις τιμές του πετρελαίου Brent. Καθώς οι τιμές του πετρελαίου Brent επιταχύνονται, οι καθαρές εξαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ επίσης αυξάνονται. Οι αυξήσεις αυτές καθοδηγούνται από τις καθαρές εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου. Έτσι, η αιτιότητα έχει ως εξής:

Διακυμάνσεις στην τιμή πετρελαίου => Διακυμάνσεις στις καθαρές εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου => Διακυμάνσεις στις καθαρές εξαγωγές

Παίρνουμε μια πιο ξεκάθαρη εικόνα για το πόσο σημαντικές είναι αυτές οι επιπτώσεις αν υπολογίσουμε την ετήσια ποσοστιαία μεταβολή των τιμών του πετρελαίου και τη χαράζουμε στο γράφημα παράλληλα με την ετήσια ποσοστιαία μεταβολή στις καθαρές εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου. Η σχέση αυτή εμφανίζεται στο Σχήμα 4. Όπως μπορούμε να δούμε, η συσχέτιση είναι πολύ στενή. Αυτό όχι μόνο δείχνει ότι το εμπορικό ισοζύγιο της Σκωτίας είναι εξαιρετικά ευαίσθητο στις μεταβολές της τιμής του πετρελαίου, [3] αλλά δείχνει επίσης ότι τα, τελευταία 15 χρόνια, η μακροοικονομία της

Σκωτίας ήταν εξαρτώμενη σε μεγάλο βαθμό από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου για τη διατήρηση του εμπορικού της πλεονάσματος.

Figure 4 Brent Oil Price vs. Scottish Oil and Gas Net Exports
(percent change, year-on-year), 1999–2013



Sources: Scottish Government Statistics Office; Federal Reserve Bank of St. Louis

Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου έχουν μια εφάπαξ επίπτωση επί του συνόλου των καθαρών εξαγωγών, ενώ το ΑΕΠ τείνει να αυξάνεται κάθε χρόνο. Έτσι, προκειμένου να εξασφαλίσουν οι εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου ότι το εμπορικό ισοζύγιο (μετρήσιμο ως ποσοστό του ΑΕΠ) παραμένει πλεονασματικό, οι εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου πρέπει να συνεχίσουν να αυξάνονται χρόνο με το χρόνο. Αν η Σκωτία εξαρτάται στην τιμή και όχι στις αυξήσεις της ποσότητας για αυτή την ανάπτυξη, τότε η τιμή θα πρέπει συνεχώς να ανεβαίνει. Εάν η τιμή του πετρελαίου μειωθεί ή δεν αυξηθεί, τότε το εμπορικό ισοζύγιο θα επιδεινωθεί. Και αυτό ακριβώς είναι που βλέπουμε να συμβαίνει στη Σκωτία, ιδιαίτερα κατά τα τελευταία τρία χρόνια. Αν το ΑΕΠ της Σκωτίας συνεχίσει να αυξάνεται και οι τιμές του πετρελαίου παραμείνουν ως έχουν ή σημειώσουν πτώση, θα πρέπει να αναμένουμε επιδείνωση του ισοζυγίου πληρωμών τα επόμενα χρόνια. Θα διερευνήσουμε τις επιπτώσεις αυτού του ενδεχομένου στην επόμενη ενότητα.

Συμπέρασμα

Η Σκωτία είναι μια πλούσια χώρα, ακόμη και αν δεν ληφθεί υπόψη το γεωγραφικό της μερίδιο σε πετρέλαιο και φυσικό αέριο. Ωστόσο, ο τρόπος με τον οποίο είναι δομημένη η οικονομία της Σκωτίας, ιδίως όσον αφορά τον κρατικό προϋπολογισμό και το εμπορικό ισοζύγιο, η χώρα εξαρτάται σχεδόν πλήρως από τα έσοδα από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο. Με τη σειρά τους, τα έσοδα εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις τιμές του πετρελαίου.

Εάν οι τιμές του πετρελαίου και του φυσικού αερίου δεν αυξηθούν καθώς αυξάνεται το ΑΕΠ της Σκωτίας, υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι το εμπορικό ισοζύγιο και το ισοζύγιο του κρατικού προϋπολογισμού θα υπόκεινται σε έντονες διακυμάνσεις κατά τα προσεχή έτη. Στην επόμενη ενότητα θα εξετάσουμε τις επιπτώσεις αυτών των διακυμάνσεων, ενώ στην ενότητα 4 θα διατυπώσουμε ένα μακροοικονομικό πλαίσιο που είναι εύρωστο και αρκετά ευέλικτο ώστε να αντιμετωπίσει τέτοιες διακυμάνσεις.

3. Η αξιολόγηση του νομισματικού πλαισίου που προτάθηκε από την FCWG

Σε αυτή την ενότητα θα αξιολογήσουμε το νομισματικό πλαίσιο που προτάθηκε από την έκθεση της FCWG του 2013. Θα λάβουμε το πλαίσιο της FCWG ως βασική υπόθεση για δύο λόγους. Πρώτα απ' όλα, αυτό είναι το πιο ξεκάθαρο και το καλύτερα διατυπωμένο νομισματικό πλαίσιο που υπάρχει σήμερα. Δεύτερον, αν και η κυβέρνηση της Σκωτίας δεν συνδέεται με το νομισματικό πλαίσιο της FCWG, υποθέτουμε, δεδομένου του γεγονότος ότι η κυβέρνηση ανέθεσε την έκθεση, ότι θα είναι η βάση όλων των μελλοντικών συζητήσεων γύρω από το θέμα αν θα πρέπει το κοινό της Σκωτίας να ψηφίσει υπέρ της ανεξαρτησίας.

Βασικά επιχειρήματα

Αξιολογώντας την έκθεση από την άποψη των πιθανών νομισματικών πλαισίων για μια ανεξάρτητη Σκωτία, το πιο σημαντικό εύρημα της έκθεσης είναι ότι η Σκωτία πρέπει να διατηρήσει τη στερλίνα αμέσως μετά την απόκτηση της ανεξαρτησίας. Η έκθεση σημειώνει ότι ενώ η Σκωτία είναι μια αρκετά μεγάλη οικονομία για να διαθέτει το δικό της νόμισμα και η επιλογή αυτή θα αποφέρει σε μια ανεξάρτητη Σκωτία πολύ μεγαλύτερη οικονομική κυριαρχία, είναι πιθανώς καλύτερα για το συμφέρον της χώρας να διατηρήσει τη στερλίνα στο βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. (FCWG 2013, 123).

Τα βασικά σημεία που αναφέρει η έκθεση γύρω από το θέμα αυτό έχουν ως εξής:

1. Το Ηνωμένο Βασίλειο είναι ένα ολοκληρωμένο εμπορικό μπλοκ και η διατήρηση του ενιαίου νομίσματος θα διασφαλίσει τη σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας και την προώθηση του εμπορίου.
2. Συνδεδεμένο με αυτό, ένα σκωτσέζικο νόμισμα με κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία θα μπορούσε να προκαλέσει προβλήματα για τις επιχειρήσεις της Σκωτίας, που σήμερα βασίζονται σε αλυσίδες εφοδιασμού που επικρατούν σε όλη την επικράτεια του Ηνωμένου Βασιλείου.
3. Η Σκωτία και το Ηνωμένο Βασίλειο πληρούν τα κριτήρια για να είναι μια βέλτιστη νομισματική περιοχή λόγω της κοινής γλώσσας και παρόμοιες δομές στους μισθούς και τις τιμές.
4. Τόσο η οικονομική απόδοση όσο και ο επιχειρηματικός κύκλος είναι σε γενικές γραμμές ευθυγραμμισμένα στη Σκωτία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

5. Η υιοθέτηση ενός σκωτσέζικου νομίσματος θα μπορούσε να εκθέσει τους οφειλότες και τους πιστωτές σε σημαντική αβεβαιότητα όσον αφορά την αξία των συμβάσεων που υπάρχουν σε στερλίνες.

Η έκθεση δεν αναφέρει ρητά αν οι συνθήκες αναφέρονται στην επιθυμία μιας νομισματικής ένωσης μεταξύ της Σκωτίας και του Ηνωμένου Βασιλείου ή απλώς στη βιωσιμότητά της. Στην πραγματικότητα, μόνο οι δύο πρώτες συνθήκες λένε κάτι για την επιθυμία μιας τέτοιας ένωσης. Θα εξετάσουμε τώρα κάθε μία από τις παραπάνω συνθήκες με περισσότερη ή λιγότερο λεπτομέρεια ανάλογα με τη σχετική σημασία τους και τις υπονοούμενες παραδοχές.

Εμπόριο

Οι δύο πρώτοι όροι συνδέονται με το εμπόριο και βασίζονται στην υπόθεση ότι η έκδοση ενός σκωτσέζικου νομίσματος μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια του εμπορίου με το υπόλοιπο του Ηνωμένου Βασιλείου, για λόγους μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και του κόστους συναλλαγών. Οι μελέτες πάντως σχετικά με αυτά τα φαινόμενα εμφανίζουν ανάμικτα αποτελέσματα. Πρόσφατες μελέτες έχουν δείξει ότι πολλές από τις προηγούμενες μελέτες που διαπίστωσαν ότι η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών και του κόστους των συναλλαγών έχουν σημαντικό αντίκτυπο στο εμπόριο μπορεί να είχαν υποεκτιμηθεί από την προκατάληψη της συνάθροισης -- συγκεκριμένα, μη λαμβάνοντας υπόψη τις γεωγραφικές αποστάσεις μεταξύ των διαφόρων χωρών (Broda και Romalis 2011) και το γεγονός ότι οι προηγμένες οικονομίες διαθέτουν ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα που επιτρέπουν στους εξαγωγείς και τους εισαγωγείς να μετριάσουν τον κίνδυνο (Héricourt και Poncet 2012).

Αυτές οι πιο πρόσφατες μελέτες διαπιστώνουν ότι ενώ η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών και του κόστους των συναλλαγών μπορεί να καταστείλει το εμπόριο, αυτό είναι κατά πάσα πιθανότητα θέμα που αφορά πολύ περισσότερο τις αναπτυσσόμενες χώρες, που είναι γεωγραφικά μακριά από τους εμπορικούς τους εταίρους τους, από ό,τι τις αναπτυγμένες χώρες, που είναι γεωγραφικά κοντά στους εμπορικούς τους εταίρους. Καθώς η Σκωτία είναι γεωγραφικά συνενωμένη με το Ηνωμένο Βασίλειο, και δεδομένου ότι οι δύο χώρες έχουν εξαιρετικά ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα, είναι πιθανό ότι, σε περίπτωση που η Σκωτία υιοθετεί το δικό της νόμισμα, οι επιπτώσεις της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και το κόστος των συναλλαγών στο εμπόριο θα είναι ελάχιστες σε σύγκριση με άλλες χώρες. Για τους σκωτσέζους εξαγωγείς, τα οφέλη από μια ευέλικτη συναλλαγματική ισοτιμία θα ξεπερνούσαν, σε γενικές γραμμές, κατά πολύ το κόστος που θα προέκυπτε από την αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών και του κόστους συναλλαγών. Όταν εξεταστεί από αυτή την οπτική γωνία, είναι πιθανότατα στο εμπορικό συμφέρον της Σκωτίας να μην διατηρήσει το νόμισμα μιας νομισματικής ένωσης.

Πριν προχωρήσουμε, θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα τρία τελευταία σημεία της έκθεσης FCWG δεν αναφέρουν εάν είναι επιθυμητή μια νομισματική ένωση μεταξύ της Σκωτίας

και του Ηνωμένου Βασιλείου, αλλά μόνον αν είναι βιώσιμη. Θα πρέπει, επομένως, να εξεταστούν μόνο στο πλαίσιο αυτής της βάσης.

Βέλτιστη Νομισματική Περιοχή

Ενώ είναι αναμφισβήτητο ότι η Σκωτία και το Ηνωμένο Βασίλειο πληρούν τα κριτήρια για μια βέλτιστη νομισματική περιοχή, αυτό δεν αποτελεί κατ' ανάγκη επιχείρημα ότι θα πρέπει να εισχωρήσουν σε μια νομισματική ένωση. Πολλές χώρες σε όλο τον κόσμο μπορεί να πληρούν τα κριτήρια της βέλτιστης νομισματικής περιοχής, αλλά μπορεί να υπάρχουν πολύ καλοί λόγοι για τους οποίους οι χώρες αυτές θα βρίσκονται σε καλύτερη θέση διαθέτοντας μεγαλύτερο και όχι μικρότερο βαθμό νομισματικής κυριαρχίας. Με λίγα λόγια, το γεγονός ότι η Σκωτία και το Ηνωμένο Βασίλειο πληρούν αυτά τα κριτήρια δεν λέει τίποτα για το αν ή όχι θα πρέπει να εισχωρήσουν σε μια νομισματική ένωση. Το όλο θέμα εξαρτάται παντελώς από άλλους παράγοντες.

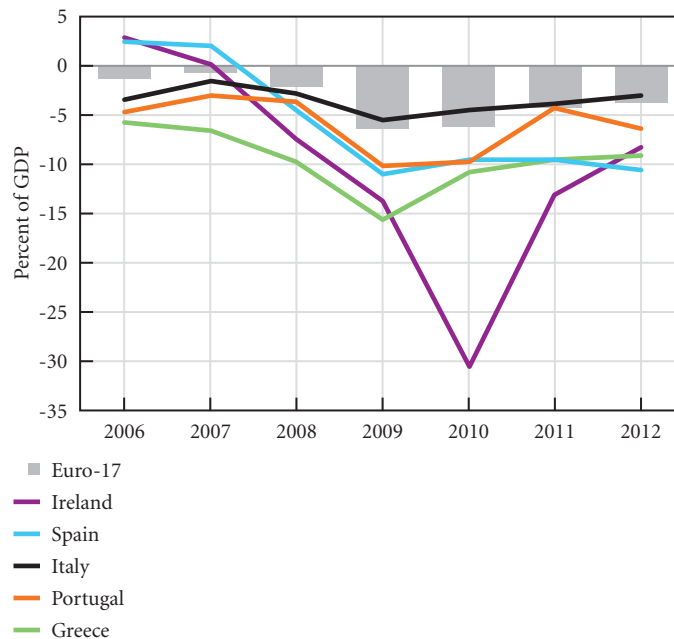
Ο επιχειρηματικός κύκλος και ο ισολογισμός του προϋπολογισμού

Το γεγονός ότι τόσο η οικονομική απόδοση όσο και ο επιχειρηματικός κύκλος είναι ευθυγραμμισμένα στη Σκωτία και το Ηνωμένο Βασίλειο είναι ένα απολύτως βασικό στοιχείο της έκθεσης της FCWG και αυτό είναι λόγω αυτού που οι συγγραφείς μπορούν να επιχειρηματολογήσουν υπέρ της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας μιας νομισματικής ένωσης μεταξύ των δύο χωρών. Η έκθεση καθιστά σαφές ότι αυτό αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για μια επιτυχή νομισματική ένωση:

Μια νομισματική ένωση σημαίνει ότι θα υπάρξει ένα επιτόκιο και μια συναλλαγματική ισοτιμία για το σύνολο της οικονομικής ένωσης. Αυτό απαιτεί ευρεία ευθυγράμμιση των επιχειρηματικών κύκλων (αρκετά κλειστά ώστε να επιστρέψει στη δημοσιονομική πολιτική να εξομαλύνει τις αποκλίσεις) και παρόμοιες οικονομικές δομές έτσι ώστε οι αλλαγές στην κοινή νομισματική πολιτική να έχουν παρόμοιες επιπτώσεις σε ολόκληρη την νομισματική ένωση. (FCWG 2013, 125)

Διδάγματα από την κρίση της ευρωζώνης

Προς το τέλος της έκθεσής της, η FCWG (2013, 197-98) επισημαίνει ότι στη ζώνη του ευρώ ο επιχειρηματικός κύκλος δεν ευθυγραμμίζεται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ των χωρών μελών. Αυτός ήταν ένας βασικός λόγος για τον οποίο συνέβη η κρίση στην ευρωζώνη. Όταν ξέσπασε η ύφεση του 2007-08, επηρέασε τις οικονομίες των διαφόρων χωρών της ζώνης του ευρώ με πολύ διαφορετικούς τρόπους. Το σχήμα 5 δείχνει την εξέλιξη των ισοζυγίων του κρατικού προϋπολογισμού στην ευρωζώνη κατά τη διάρκεια της ύφεσης.

Figure 5 Eurozone Government Budget Balances, 2006–12

Source: Eurostat

Όπως μπορεί να δει κανείς από το διάγραμμα, με εξαίρεση την Ιταλία τα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού των περιφερειακών χωρών ξεπερνούσαν κατά πολύ το μέσο όρο της ευρωζώνης. Αυτό οφειλόταν στο γεγονός ότι οι επιχειρηματικοί κύκλοι σε αυτές τις χώρες απέκλιναν ευρέως ο ένας από τον άλλον. Οι χώρες της περιφέρειας στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση βίωσαν πολύ πιο βίαια μακροοικονομικούς κραδασμούς από τις χώρες του πυρήνα και αυτό αντανακλάται από το γεγονός ότι τα ισοζύγια του προϋπολογισμού τους ήταν πολύ πιο βαθιά χωμένα στο έλλειμμα.

Η απόκλιση αυτή είχε σημαντικές επιπτώσεις στον τρόπο με τον οποίο ανταποκρίθηκαν οι ευρωπαϊκές αρχές. Καθώς τα ελλείμματα στις περιφερειακές χώρες διευρύνθηκαν, οι πολίτες στις χώρες του πυρήνα άρχισαν να βλέπουν τους γείτονές τους ως άσωτους και οι εκλεγμένοι αντιπρόσωποί τους άρχισαν να επιμένουν στην επιβολή τιμωρητικών και αντιπαραγωγικών μέτρων λιτότητας στην περιφέρεια. Εντωμεταξύ, οι νομισματικές αρχές της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), προφανώς οι ίδιες κάτω από έντονη πολιτική πίεση, αρχικά αρνήθηκαν να παρέμβουν για να σταθεροποιήσουν είτε τα χρηματοπιστωτικά συστήματα είτε τα δημόσια χρέη των διαφόρων μελών της ευρωζώνης. Η κατάσταση αυτή οδήγησε σε οικονομική και πολιτική αναταραχή και υποτονική ανάπτυξη σε όλη την Ευρώπη.

Μπορούμε μόνο να υποθέσουμε ότι, αν ο μακροοικονομικός κραδασμός είχε γίνει εξίσου αισθητό στο σύνολο της ευρωζώνης μετά την ύφεση, οι πολιτικές απαντήσεις θα ήταν τελείως διαφορετικές. Σε μια τέτοια περίπτωση, είναι πολύ πιο πιθανό ότι τα διάφορα μέλη της νομισματικής ένωσης θα είχαν συνεργαστεί στενά, δεδομένου ότι θα ήταν όλοι

στην ίδια βάρκα. Αλλά το γεγονός ότι το σοκ αφορούσε μόνο ορισμένα από τα κράτη-μέλη οδήγησε σε ένα είδος φραξιονιστικής νοοτροπίας ανάμεσα στην ευρωπαϊκή ελίτ που αποδείχθηκε, αι συνεχίζει να αποδεικνύεται, εξαιρετικά καταστροφική για την ευρωπαϊκή οικονομία, καθώς και για το ευρωπαϊκό πολιτικό κατεστημένο.

Αυτό το παράδειγμα δείχνει ξεκάθαρα γιατί μια νομισματική ένωση θα πρέπει να περιλαμβάνει μόνο χώρες που βιώνουν με σχεδόν παρόμοιο τρόπο τους οικονομικούς κύκλους. Εάν περιλαμβάνει χώρες των οποίων τα ισοζύγια του προϋπολογισμού ανταποκρίνονται με πολύ διαφορετικό τρόπο στους μακροοικονομικούς κραδασμούς, τότε υπάρχει μεγάλη πιθανότητα ότι οι πολιτικές σχέσεις θα ξεφτίσουν και δεν θα διαμορφωθούν λύσεις σε κοινά προβλήματα. Οι συντάκτες της έκθεσης FCWG παρέχουν πειστικές αποδείξεις ότι η Σκωτία και το Ηνωμένο Βασίλειο βιώνουν τους επιχειρηματικούς κύκλους με αρκετά παρόμοιο τρόπο για να εξασφαλιστεί η ενότητα στους στόχους της μακροοικονομικής πολιτικής (FCWG 2013, 130-31). Ωστόσο, παραβλέπουν ένα εξαιρετικά σημαντικό θέμα που είχε τεθεί νωρίτερα στην έκθεση: δηλαδή, την ευαισθησία του ισοζυγίου του σκωτσέζικου κρατικού προϋπολογισμού στις μεταβολές των εσόδων από το πετρέλαιο. Αυτό είναι το επόμενο θέμα στο οποίο στρέφουμε την προσοχή μας.

Το ισοζύγιο του προϋπολογισμού της Σκωτίας και τα έσοδα από το πετρέλαιο της Βόρειας Θάλασσας

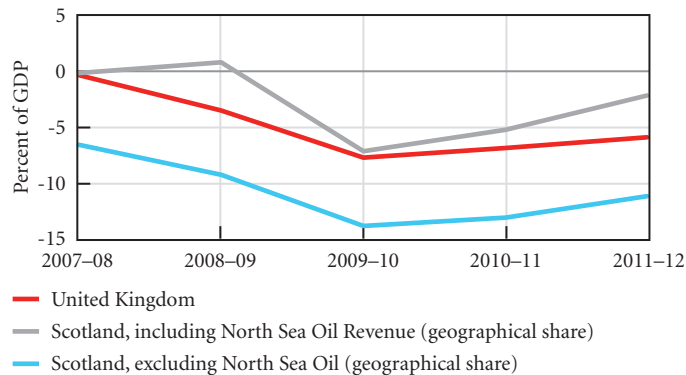
Οι συντάκτες της έκθεσης FCWG δεν αφήνουν περιθώριο αμφισβήτησης ότι τα έσοδα από το πετρέλαιο στη Βόρεια Θάλασσα αποτελούν σημαντικό μέρος των συνολικών εσόδων της Σκωτίας όταν γράφουν:

Το 2010/11, το γεωγραφικό μερίδιο της Σκωτίας από τα έσοδα στη Βόρειο Θάλασσα ισούταν με το 15% των συνολικών σκωτσέζικων φορολογικών εσόδων. . . . Μια βασική μακροπρόθεσμη πρόκληση για τη Σκωτία στο πλαίσιο της ανεξαρτησίας θα είναι να διαχειριστεί τόσο την μεταβλητότητα των εσόδων αυτών όσο και να διασφαλίσει ότι, καθώς μειώνονται τα φορολογικά έσοδα από τη Βόρεια Θάλασσα, η Σκωτία θα είναι σε θέση να μεγεθύνει τη φορολογική βάση της για τη χρηματοδότηση των δημοσίων δαπανών από μη πετρελαϊκά φορολογικά έσοδα. (FCWG 2013, 157)

Παρά την αναγνώριση και της αστάθειας των εσόδων αυτών και του γεγονότος ότι θα μειωθούν καθώς θα μειώνεται η παραγωγή πετρελαίου στη Βόρεια Θάλασσα, οι συντάκτες της έκθεσης δεν φαίνεται ωστόσο να τα λαμβάνουν αυτά υπόψη κατά την εξέταση των πιθανών διαταραχών στο ισοζύγιο του προϋπολογισμού της Σκωτίας σε περίπτωση που η χώρα ενταχθεί σε μια νομισματική ένωση με το Ηνωμένο Βασίλειο. Εάν ληφθεί υπόψη η δυνατότητα των κραδασμών στα πετρελαϊκά έσοδα, η πιθανή απόκλιση ανάμεσα στις δημοσιονομικές θέσεις και των δύο εθνών γίνεται πολύ πιο ανοικτή υπόθεση. Το Σχήμα 6 παρουσιάζει το καθαρό δημοσιονομικό ισοζύγιο της Σκωτίας ως ποσοστό του ΑΕΠ, με και χωρία τα έσοδα από το πετρέλαιο της Βόρειας Θάλασσας, έναντι του καθαρού δημοσιονομικού ισοζυγίου του Ηνωμένου Βασιλείου ως

ποσοστό του ΑΕΠ. Αυτό μπορεί να εξεταστεί σε συνδυασμό με τα σχήματα 1 και 2, προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι επιπτώσεις που θα μπορούσαν να έχουν οι διακυμάνσεις στα έσοδα από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο στο ισοζύγιο του κρατικού προϋπολογισμού της Σκωτίας.

Figure 6 Government Budget Balance as a Percentage of GDP, 2007–12



Source: Government Expenditure and Revenue Scotland

Όπως μπορεί να φανεί από το Σχήμα 6, και σύμφωνα με αυτά που είδαμε στην ενότητα 2 παραπάνω, μόνο με την ένταξη των εσόδων από το πετρέλαιο της Βόρειας Θάλασσας θα είναι σε θέση το ισοζύγιο του προϋπολογισμού της Σκωτίας να συμβαδίζει με εκείνο του Ηνωμένου Βασιλείου. Χωρίς τα έσοδα του πετρελαίου από τη Βόρεια Θάλασσα θα υπάρξουν αποκλίσεις μεταξύ των ισοζυγίων των κρατικών προϋπολογισμών των δύο χωρών που θα είναι τόσο δραματικές όσο αυτές που είδαμε στην ευρωζώνη τα τελευταία χρόνια. Φυσικά, τα έσοδα από το πετρέλαιο της Βόρειας Θάλασσας δεν πρόκειται να πάψουν να υφίστανται τα επόμενα χρόνια, αλλά πρέπει ωστόσο να εξετάσουμε δύο ευρέα σημεία.

Πρώτα απ' όλα, η αγορά πετρελαίου υπόκειται σε σημαντικές διακυμάνσεις τιμών, σε συνδυασμό με τις διακυμάνσεις στην παραγωγική ικανότητα. Όπως είδαμε στην ενότητα 2, κάθε μεγάλο αρνητικό σοκ των τιμών ή αρνητική παραγωγικό σοκ στην αγορά πετρελαίου θα μπορούσε να οδηγήσει σε σημαντική επιδείνωση του δημοσιονομικού ισοζυγίου της Σκωτίας έναντι εκείνου του Ηνωμένου Βασιλείου μέσω της μείωσης των φορολογικών εσόδων. Δεύτερον, όπως επισημαίνει η έκθεση FCWG, το πετρέλαιο της Βόρειας Θάλασσας είναι ένα αγαθό στενότητας και εξερεύνηση νέων πηγών θα υπόκεινται σε φθίνουσες αποδόσεις. Για να συνεχίσει να διατηρεί το ισοζύγιο του προϋπολογισμού της κοντά στα επίπεδα εκείνου στο Ηνωμένο Βασίλειο, η Σκωτίας θα πρέπει να διασφαλίσει ότι άλλοι τομείς θα καλύψουν τη διαφορά. Η FCWG επιχειρηματολογεί με πειστικό τρόπο ότι η Σκωτία θα είναι σε θέση να κάνει αυτή τη μετάβαση, αλλά παρόλα αυτά θα πρέπει να αναγνωρίσουμε ότι αυτό δεν είναι απολύτως

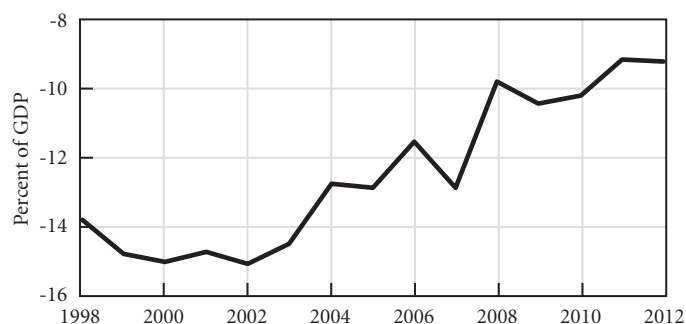
βέβαιο. Για το λόγο αυτό, η κυβέρνηση θα πρέπει να προετοιμαστεί όσο καλύτερα μπορεί για τυχόν μελλοντικά απρόβλεπτα γεγονότα.

Εάν το ισοζύγιο του προϋπολογισμού της Σκωτίας επιδειωνόταν σημαντικά έναντι αυτού του Ηνωμένου Βασιλείου, είναι αδύνατο κανείς να προβλέψει τα πολιτικά αποτελέσματα. Είναι πιθανό, ωστόσο, ότι αν δεν υπήρχαν μηχανισμοί για την προώθηση σταθερών μακροοικονομικών πολιτικών, χωρίς την ανάγκη για ad hoc παρεμβάσεις πολιτικής, οι πολιτικές εντάσεις θα αυξηθούν και οι χαρακτες πολιτικής να πιέσουν για την εφαρμογή καταστροφικών πολιτικών συνταγών. Αυτό είναι το βασικό μάθημα που πρέπει να αντλήσουμε από την εμπειρία της κρίσης στην ευρωζώνη. Αυτός είναι και ο λόγος για την οποίον θα περιγράψουμε στην ενότητα ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο για την εφαρμογή ενός νομισματικού πλαισίου που θα θωρακίσει τη Σκωτία από οποιαδήποτε από αυτά τα ενδεχόμενα.

Οι συνέπειες του σκωτσέζικου νομίσματος στις δανειοληπτικές και δανειοδοτικές διεργασίες

Όπως επισημαίνει η έκθεση της FCWG, αν η Σκωτία επρόκειτο να εκδώσει το δικό της νόμισμα, οι πιστωτές και οι οφειλέτες οι οποίοι κατέχουν σήμερα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις εκφρασμένα σε στερλίνες θα βρεθούν σε μια θέση σημαντικής αβεβαιότητας. Επειδή δεν γνωρίζουμε τη συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ οποιουδήποτε μελλοντικού σκωτσέζικου νομίσματος και της στερλίνας, η κατάσταση της κάθε σύμβασης με βάση τη στερλίνα δεν μπορεί να είναι γνωστή εκ των προτέρων και αυτό θα μπορούσε να έχει τεράστιες επιπτώσεις για τη λειτουργία του πιστωτικού συστήματος.

Figure 7 Net Exports to Rest of UK, excluding North Sea Oil, 1998–2012



Source: Scottish National Accounts Project, NIPA

Σε περίπτωση που η Σκωτία αποφασίζει να εκδώσει το δικό της νόμισμα, μία λύση σε αυτό το πρόβλημα θα μπορούσε να είναι η πρόσδεση του νέου νομίσματος σε ονομαστική αξία ισοτιμίας με τη στερλίνα. Όπως φαίνεται στην ενότητα 2, αν συμπεριλάβουμε το γεωγραφικό της μερίδιο από το πετρέλαιο στη Βόρεια Θάλασσα, η

Σκωτία «τρέχει» σημαντικό εμπορικό πλεόνασμα με το υπόλοιπο του Ηνωμένου Βασιλείου. Αυτό θα σήμαινε ότι, σε περίπτωση που η Σκωτία εκδώσει το δικό της νόμισμα και το προσδέσει με τη στερλίνα, θα είναι σε θέση να συσσωρεύσει επαρκή αποθέματα στερλίνας για να διατηρηθεί η πρόσδεση. Ωστόσο, εάν δεν συμπεριληφθούν οι εξαγωγές πετρελαίου από τη Βόρεια Θάλασσα στο υπόλοιπο του Ηνωμένου Βασιλείου, διαπιστώνουμε ότι η Σκωτία, όπως φαίνεται στο Σχήμα 7, «τρέχει» σημαντικό εμπορικό έλλειμμα με το υπόλοιπο του Ηνωμένου Βασιλείου. Αυτό φέρνει στο προσκήνιο το ίδιο πρόβλημα που συναντήσαμε σε σχέση με το σκωτσέζικο ισοζύγιο του κρατικού προϋπολογισμού: οι διακυμάνσεις στην τιμή ή την ποσότητα του πετρελαίου που πωλείται από την Σκωτία θα έχει δραματικές συνέπειες για τις βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές. Σε αυτή την περίπτωση, οι διακυμάνσεις αυτές θα έχουν δραματική επίδραση στις συνολικές καθαρές εξαγωγές προς το Ηνωμένο Βασίλειο. Αν η Σκωτία προσπαθούσαν να διατηρήσει την πρόσδεση του νομίσματος σε επίπεδα ισοτιμίας με την στερλίνα και η τιμή ή η ποσότητα του πετρελαίου που πωλούνταν στο εξωτερικό βίωναν σημαντικές διακυμάνσεις, το ποσό των αποθεμάτων σε ξένο νόμισμα που συσσωρεύονταν θα μπορούσε να μειωθεί σημαντικά. Αυτό, με τη σειρά του, θα μπορούσε να οδηγήσει σε κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον του νέου νομίσματος και στη συνέχεια στο ξέσπασμα μιας νομισματικής κρίσης.

Στην επόμενη ενότητα θα διαμορφώσουμε ένα εναλλακτικό σχέδιο που επιδιώκει να μετριάσει την αβεβαιότητα που περιβάλλουν τα πιστωτικά συμβόλαια στο βραχυχρόνιο διάστημα ενώ θα αποφεύγει τα δυνητικά μακροπρόθεσμα προβλήματα που σχετίζονται είτε με την στερλίνα είτε με την πρόσδεση του νομίσματος στην στερλίνα.

Συμπέρασμα

Στο προηγούμενο κεφάλαιο σκιαγραφήσαμε τις βασικές πτυχές της έκθεσης της FCWG που σχετίζονται με τη δημιουργία ενός βιώσιμου νομισματικού πλαισίου για τη Σκωτία. Εντοπίσαμε ότι οι κύριοι λόγοι που προβλήθηκαν ως προς το γιατί η Σκωτία θα πρέπει να διατηρήσει μια νομισματική ένωση με την υπόλοιπη επικράτεια του Ηνωμένου Βασιλείου στον μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα -- δηλαδή, να αποφύγει τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τα κόστη των συναλλαγών -- δεν είναι τόσο σημαντικοί όσο ισχυρίζονται οι συντάκτες της έκθεσης. Επίσης, διαπιστώσαμε ότι, ακόμη κι αν η Σκωτία και το Ηνωμένο Βασίλειο πληρούν τα κριτήρια της βέλτιστης νομισματικής ένωσης, αυτό δεν λέει τίποτα για το αν είναι προς το συμφέρον της Σκωτίας να παραμείνει στην εν λόγω νομισματική ένωση.

Όταν εξετάσαμε τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις της παραμονής της Σκωτίας στην νομισματική ένωση, διαπιστώθηκε ότι κάθε σημαντικές αρνητικές διακυμάνσεις στην τιμή ή την ποσότητα του πετρελαίου της Βόρειας Θάλασσας που αντλείται και πωλείται θα μπορούσε να έχει εξαιρετικά αρνητικές επιπτώσεις στο ισοζύγιο του κρατικού προϋπολογισμού. Τέτοιου είδους επιπτώσεις θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε σημαντικά ελλείμματα του προϋπολογισμού της Σκωτίας σε σύγκριση με το υπόλοιπο του Ηνωμένου Βασιλείου, τα οποία θα μπορούσαν, όπως και στην ευρωζώνη, να προκαλέσουν μεγάλη πολιτική και μακροοικονομική αστάθεια.

Τέλος, η εξέταση των προβλημάτων που αφορούν τις εκκρεμείς συμβάσεις πίστωσης σε περίπτωση που αποφασίζει η Σκωτία να εκδώσει το δικό της νόμισμα δικάωσε τα πορίσματα της έκθεσης της FCWG. Βραχυπρόθεσμα, οποιαδήποτε μετάβαση σε ένα ανεξάρτητο νόμισμα θα μπορούσε να δημιουργήσει σοβαρά προβλήματα για τους δανειστές και τους οφειλέτες που κατέχουν περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις σε στερλίνες. Δείξαμε επίσης, ωστόσο, ότι η πρόσδεση του νέου νομίσματος στην στερλίνα θα οδηγούσε στο ίδιο πρόβλημα που είδαμε στην περίπτωση της διατήρησης της λίρας - δηλαδή, ότι σημαντικές διακυμάνσεις στην αξία των εξαγωγών του πετρελαίου της Βόρειας Θάλασσας θα μπορούσαν να υπονομεύσουν την πρόσδεση και να οδηγήσουν σε μια νομισματική κρίση.

Στην επόμενη ενότητα θα περιγράψουμε ένα νομισματικό πλαίσιο που θα θωρακίσει τη Σκωτία από τα δύο αυτά προβλήματα. Ο στόχος είναι η αντιμετώπιση των μακροχρόνιων προβλημάτων που σχετίζονται με τη διατήρηση μιας νομισματικής ένωσης με το υπόλοιπο του Ηνωμένου Βασιλείου ενώ θα μετριάζονται οι ενδεχόμενοι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι που σχετίζονται με την έκδοση ενός νέου νομίσματος. Κάνοντας αυτό, θα μπορέσουμε να διαμορφώσουμε ένα γενικό πλαίσιο που είναι πραγματικά κατάλληλο για τις πραγματικές ανάγκες της Σκωτίας.

4. Ένα εύρωστο και αειφόρο νομισματικό πλαίσιο για μια ανεξάρτητη Σκωτία

Στην ενότητα 3 αξιολογήσαμε το νομισματικό πλαίσιο που προτάθηκε από την FCWG. Είδαμε ότι υπάρχει καλή περίπτωση μια ανεξάρτητη Σκωτία να διατηρήσει τη στερλίνα για κάποιο μικρό χρονικό διάστημα, αλλά να υιοθετήσει το δικό της νόμισμα στον μακροχρόνιο ορίζοντα. Οι βασικοί λόγοι γι αυτό είναι ότι, βραχυπρόθεσμα, οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν τις ρυθμίσεις πιστωτικών και συναλλαγματικών ισοτιμιών απαιτούν από μια ανεξάρτητη Σκωτία να διατηρήσει τη στερλίνα ενώ, μακροπρόθεσμα, η ανάγκη για ένα σημαντικό βαθμό δημοσιονομικής ελευθερίας και μια ευέλικτη συναλλαγματική ισοτιμία απαιτούν από μια ανεξάρτητη Σκωτία να στοχεύσει στη μετάβαση του δικού της νομίσματος.

Στην ενότητα αυτή θα διαμορφώσουμε μια σαφή πρόταση που θα επιτρέψει σε μια ανεξάρτητη Σκωτία να κατευθυνθεί προς αυτή την πορεία. Για το βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα παρέχουμε ένα πλαίσιο μέσα στο οποίο η Σκωτία μπορεί να παραμείνει στη νομισματική ένωση, αποφεύγοντας τα προβλήματα που έχουν αντιμετωπίσει πολλές χώρες της ευρωζώνης. Για το μακροχρόνιο χρονικό διάστημα παρέχουμε ένα πλαίσιο μέσω του οποίου μια ανεξάρτητη Σκωτία θα μπορούσε να κάνει μια βαθμιαία μετάβαση προς ένα ξεχωριστό νόμισμα, με ελάχιστα περιθώρια αβεβαιότητας.

Ένας τρίτος δρόμος

Κατά τον καθορισμό ενός βιώσιμου νομισματικού πλαισίου για μια ανεξάρτητη Σκωτία, τα βασικά ζητήματα είναι εκείνα που αφορούν την βιωσιμότητα και την ευρωστία. Το πλαίσιο πρέπει να είναι βιώσιμο στο βαθμό που δεν εξαρτάται από βραχυπρόθεσμες

διορθώσεις και πρέπει να είναι εύρωστο στο βαθμό που μπορεί να απορροφά εύκολα τυχόν απρόβλεπτους οικονομικούς κραδασμούς. Όπως δείξαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, υπάρχει διαφορά μεταξύ βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρονικού όσον αφορά τη βιωσιμότητα και την ευρωστία ενός νομισματικού πλαισίου για τη Σκωτία. Σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο, το πιο βιώσιμο και εύρωστο νομισματικό πλαίσιο είναι εκείνο που επιτρέπει στα εκκρεμή χρέη εκφρασμένα σε να εξυπηρετούνται στη βάση ενός νομίσματος σε καθεστώς ισοτιμίας προς τη στερλίνα. Μακροπρόθεσμα, όμως, το πιο βιώσιμο και εύρωστο νομισματικό πλαίσιο είναι αυτό που έχει την ικανότητα να αποφύγει μεγάλους οικονομικούς κραδασμούς που οδηγούν σε υποβάθμιση του δημοσιονομικού ισολογισμού.

Η ακόλουθη πρόταση ξεκινά από την υπόθεση ότι, ακόμα κι αν υπάρχει διαφορά μεταξύ βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου επιπέδου όσον αφορά τη βιωσιμότητα και την ευρωστία, μια ανεξάρτητη Σκωτία θα μπορούσε ωστόσο να διαχειριστεί αυτό το πρόβλημα εφόσον ήταν πρόθυμη να τηρήσει ένα σχέδιο μετάβασης σε δύο φάσεις. Στην πρώτη φάση του σχεδίου αυτού ο βασικός στόχος είναι να διατηρηθεί η αξία του νομίσματος που χρησιμοποιείται στη Σκωτία σε επίπεδο ισοτιμίας με τη στερλίνα, προκειμένου να διασφαλιστεί η εξυπηρέτηση των εκκρεμών χρεών. Υπάρχουν δύο τρόποι για να επιτευχθεί αυτό.

Ο πρώτος τρόπος αφορά τη διατήρηση της στερλίνας στο βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα ενώ θα διαμορφώνονται νέα καινοτόμα χρηματοδοτικά μέσα που θα εξασφαλίζουν ότι το δημόσιο χρέος μπορεί να εξυπηρετηθεί χωρίς την παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας, ακόμη και στην περίπτωση μιας σοβαρής και απροσδόκητης υποβάθμισης του δημοσιονομικού ισολογισμού. Η δεύτερη επιλογή είναι να υιοθετήσει η Σκωτία το δικό της νόμισμα και να διατηρήσει μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία που είναι προσδεμένη με την στερλίνα. Όπως θα δούμε, όμως, η επιλογή αυτή κουβαλάει τα δικά της προβλήματα.

Η δεύτερη φάση του προτεινόμενου σχεδίου μετάβασης είναι να προχωρήσει σταδιακά η Σκωτία σε ένα καθεστώς ξεχωριστού, ελεύθερα κυμαινόμενου νομίσματος. Αν Σκωτία επρόκειτο να εκδώσει το δικό της νόμισμα προσδεμένο στην στερλίνα, αυτό απλά θα συνεπάγεται την σταδιακή απόσυρση της πρόσδεσης. Όμως, καθώς υποστηρίζουμε από ότι την άμεση υιοθέτηση ενός νέου νομίσματος και την έναρξη μιας πρόσδεσης ενδέχεται να προκύψουν σημαντικά προβλήματα, η άποψή είναι ότι η Σκωτία πρέπει να διατηρήσει τη στερλίνα ως νόμισμα για τον βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Ο καλύτερος τρόπος για να ξεκινήσει ένα ξεχωριστό νόμισμα ενώ θα εξαλείφεται η αβεβαιότητα, θα ήταν να διατηρήσει ένα περιορισμένο μοντέλο διπλού νομίσματος για τα πρώτα χρόνια της ανεξαρτησίας. Κάτω από αυτό το σύστημα, η στερλίνα θα παραμείνει το κύριο νόμισμα, αλλά ένα ξεχωριστό νόμισμα θα εκδίδεται σε περιορισμένες ποσότητες στο επίπεδο της τοπικής αυτοδιοίκησης. Αυτό θα επιτρέψει στο νέο νόμισμα να αποκτήσει μια σταθερή αξία έναντι της στερλίνας και στη σταδιακή μετάβαση προς το νέο νόμισμα να συμβάλλει στην εξάλειψη της αβεβαιότητας.

Στάδιο Ι: Ένα βραχυπρόθεσμα βιώσιμο νομισματικό πλαίσιο

Σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο, το βασικό ζήτημα για τη Σκωτία είναι η διασφάλιση ότι τα εκκρεμή χρέη εκφρασμένα σε στερλίνες μπορούν να εξυπηρετηθούν. Αν επρόκειτο να εκδώσει η Σκωτία το δικό της νόμισμα και η αξία αυτού του νομίσματος μειωνόταν έναντι της στερλίνας, αυτού που σήμερα κατέχουν χρέος εκφρασμένο σε στερλίνες θα αντιμετώπισουν εξαιρετικές δυσκολίες όσον αφορά τις αποπληρωμές. Η κυβέρνηση της Σκωτίας θα αντιμετώπισει, επίσης, σημαντικές δυσκολίες όσον αφορά την πραγματοποίηση πληρωμών γύρω από το εκκρεμές δημόσιο χρέος. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε ένα φαύλο κύκλο όπου τα αυξανόμενα επίπεδα της αποπληρωμής του χρέους να οδηγήσουν σε περαιτέρω υποτίμηση του νομίσματος, οδηγώντας σε υψηλότερα επίπεδα της αποπληρωμής του χρέους. Το τελικό αποτέλεσμα μπορεί να είναι υψηλά επίπεδα πληθωρισμού ή ακόμη και η χρεοκοπία. Σε ακραίες περιπτώσεις, όπως στη Βαϊμάρη της Γερμανίας μετά τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο, τέτοιου είδους εξελίξεις μπορεί να οδηγήσουν ακόμη και σε υπερπληθωρισμό, αν και μια τέτοια περίπτωση είναι σήμερα σχεδόν ανήκουστη.

Ένας τρόπος για να αποφευχθεί αυτό είναι να εκδώσει η Σκωτία το δικό της νόμισμα, να δημιουργήσει μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα, με την κεντρική τράπεζα να προβαίνει σε πρόσδεση του νομίσματος με την στερλίνα. Για να γίνει αυτό, η κεντρική τράπεζα θα είναι υποχρεωμένη να διατηρεί άφθονα αποθέματα στερλίνας, τα οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την αγορά του νέου νομίσματος σε περίπτωση που η αξία του αρχίσει να κατρακυλά. Για τη συσσώρευση αυτών των αποθεματικών, η Σκωτίας πρέπει να «τρέξει» εμπορικά πλεονάσματα έναντι του Ηνωμένου Βασιλείου. Όπως είδαμε παραπάνω, στην ενότητα 2, όταν συμπεριληφθεί το πετρέλαιο και το φυσικό αέρι, η Σκωτία όντως «τρέχει» σημαντικό εμπορικό πλεόνασμα σήμερα, και το πετυχαίνει αυτό εδώ και πολλά χρόνια. Είδαμε επίσης, ωστόσο, ότι αυτά τα εμπορικά πλεονάσματα εξαρτώνται από τις εξαγωγές πετρελαίου προς την υπόλοιπη Βρετανία. Εάν η αξία της εξαγωγής του πετρελαίου μειωνόταν λόγω απρόσμενων κραδασμών, η Σκωτία θα εμφανίσει μεγάλα εμπορικά ελλείμματα. Αν προσπαθούσε η Σκωτία να διατηρήσει ένα καθεστώς πρόσδεσης με την στερλίνα και λάμβανε χώρα ένας τέτοιος κραδασμός, η κυβέρνησή της δεν θα ήταν σε θέση να διατηρήσει την πρόσδεση ενόψει των εμπορικών ελλειμμάτων και των κερδοσκοπικών επιθέσεων, η πρόσδεση θα διαλυόταν και το νόμισμα θα κατέρρεε. Σε μια τέτοια περίπτωση, θα πρέπει να αναμένουμε να δούμε πολλά αρνητικά αποτελέσματα όπως, ανάμεσα σε άλλα, χρεοκοπία και πληθωρισμό.

Τα άλλα μέσα για την αποφυγή ενός αρνητικού αποτελέσματος σε σχέση με την αποπληρωμή των χρεών θα ήταν να διατηρήσει η Σκωτία την στερλίνα για τον βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Αυτή είναι μια καλύτερη προσέγγιση, αλλά εμπεριέχει ωστόσο τα δικά της προβλήματα. Αν Σκωτία διατηρούσε τη στερλίνα και λάμβανε χώρα ένας κραδασμός, που μείωνε τις εξαγωγές του πετρελαίου, δεν θα προέκυπταν αρνητικές συνέπειες για την συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ Σκωτίας και της υπόλοιπης επικράτειας του Ηνωμένου Βασιλείου. Έτσι, δεν θα υπήρχαν σοβαρές αρνητικές συνέπειες για τους οφειλέτες και δεν θα εμφανιζόταν ο κίνδυνος του πληθωρισμού. Όπως είδαμε ωστόσο στις ενότητες 2 και 3, μια μείωση της αξίας των εξαγωγών πετρελαίου θα οδηγούσε σε σημαντική μείωση των φορολογικών εσόδων και το δημοσιονομικό έλλειμμα θα αυξανόταν. Σε ένα τέτοιο σενάριο, αν η Τράπεζα της

Αγγλίας δεν ήταν πρόθυμη να εγγυηθεί την αγορά του δημοσίου χρέους της Σκωτίας στη δευτερογενή αγορά, το αποτέλεσμα θα είναι η αύξηση των επιτοκίων και το ξέσπασμα μιας κρίσης δημοσίου χρέους ανάλογη με εκείνη που ξέσπασε στη ζώνη του ευρώ. Η κυβέρνηση της Σκωτίας θα αναγκαζόταν στη συνέχεια να εμπλακεί σε αυτοκαταστροφικά προγράμματα λιτότητας και η ανεργία θα εκτοξευόταν στα ύψη. Οι πολιτικές εντάσεις μεταξύ Σκωτίας και του υπόλοιπου μέρους του Ηνωμένου Βασιλείου θα εξελίσσονταν επίσης σε σοβαρό ζήτημα.

Για να εξασφαλιστεί ότι κάτι τέτοιο δεν θα συνέβαινε, υπάρχουν δύο διαθέσιμες επιλογές. Η πρώτη και η πιο απλή επιλογή είναι να αποσπάσει η κυβέρνηση της Σκωτίας εγγύηση από την Τράπεζα της Αγγλίας ότι, σε περίπτωση που λαμβάνει χώρα ένα τέτοιο σενάριο, η τράπεζα θα είναι νομικά υποχρεωμένη να στηρίξει την αγορά του δημοσίου χρέους της Σκωτίας. Αυτή είναι πράγματι μια εξαιρετικά απλή λύση, αλλά τα πρόσφατα γεγονότα στην ευρωζώνη δείχνουν ότι οι κεντρικές τράπεζες είναι απρόθυμες να παίξουν αυτό το ρόλο και η Σκωτία θα είχε, κατά πάσα πιθανότητα, μεγάλες δυσκολίες στο να αποσπάσει μια τέτοια εγγύηση. Η άλλη επιλογή είναι να προχωρήσει η Σκωτία στην έκδοση ενός νέου καινοτόμου χρηματοδοτικού μέσου που ονομάζεται το ομόλογο με τη στήριξη των φόρων (tax-backed bond) (βλ. Mosler και Pilkington 2012, Pilkington 2013).

Τα ομόλογα με τη στήριξη φόρων αποτελούν μια χρηματοπιστωτική καινοτομία που επιτρέπει σε χώρες σε μια νομισματική ένωση να διαβεβαιώσουν στους πιστωτές τη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους τους χωρίς να προσφεύγουν σε χρηματοδότηση μέσω της κεντρικής τράπεζας. Τα ομόλογα με τη στήριξη φόρων είναι παρόμοια με το κανονικό δημόσιο χρέος. Ωστόσο, περιέχουν μια ρήτρα που προβλέπει ότι, σε περίπτωση που η κυβέρνηση δεν είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του χρέους της, οι πιστωτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν το ληγμένο ομόλογο για να την αποπληρωμή των φόρων στο εσωτερικό της χώρας. Αυτό σημαίνει ότι οι πιστωτές θα είναι πάντα σίγουροι ότι τα ομόλογα αποτελούν «καλό χρήμα» και έτσι δεν θα επιδιώξουν υψηλότερα επιτόκια σε περίπτωση που η έκδοση αυτών των ομολόγων αυξηθεί λόγω απρόσμενων οικονομικών κραδασμών.

Σε μια από τις εργασίες αναφορικά με την καθιέρωση της βιωσιμότητας των ομολόγων με τη στήριξη των φόρων, ο υπογράφον δήλωνε ότι αυτά τα χρηματοπιστωτικά εργαλεία είναι πολύ καλά προσαρμοσμένα στις ανάγκες μιας ανεξάρτητης Σκωτίας:

Επίσης, έχει πρόσφατα καταστεί σαφές ότι τα ομόλογα με τη στήριξη των φόρων θα μπορούσαν να εφαρμοστούν για την αντιμετώπιση προβλημάτων εκτός της ευρωζώνης. Πρόσφατα, σχολιαστές που ανταποκρίθηκαν στα προτεινόμενα σχέδια του Σκωτικού Εθνικού Κόμματος για την επίτευξη της ανεξαρτησίας της Σκωτίας υπογράμμισαν το γεγονός ότι, αν η χώρα διατηρούσε τη στερλίνα ως νόμισμα, θα μπορούσε δυνητικά να υποβληθεί στους ίδιους δημοσιονομικούς περιορισμούς όπως τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης. Συνεπώς, στην περίπτωση μιας σοβαρής ύφεσης και μεγάλης αύξησης του

δημοσιονομικού ελλείμματος, η Σκωτία θα αντιμετωπίσει το ενδεχόμενο μιας δημοσιονομικής κρίσης ευρωπαϊκού στιλ και θα πρέπει να συμμορφωθεί με τις οποιοσδήποτε εντολές της Τράπεζας της Αγγλίας ή ενδεχομένως ακόμη και της βρετανικής κυβέρνησης, προκειμένου να προβεί σε κινήσεις η κεντρική τράπεζα με στόχο την μείωση των αποδόσεων των επιτοκίων. Από τη μεριά μας, προτείνουμε ωστόσο ότι θα μπορούσε, αντί αυτού, να διατηρήσει η κυβέρνηση της Σκωτίας τη στερλίνα και να προβεί στην έκδοση ομολόγων με τη στήριξη των φόρων. Με αυτόν το τρόπο, η χώρα θα συνέχιζε να απολαμβάνει όλα τα πολιτικά και οικονομικά πλεονεκτήματα της στερλίνας ενώ ταυτόχρονα θα διατηρούσε την δημοσιονομική της κυριαρχία τους και θα απέφυγε ενδεχόμενες κρίσεις δημοσίου χρέους που θα μπορούσαν να προκύψουν στο μέλλον. (Pilkington 2013, 4)

Με την έκδοση των ομολόγων με τη στήριξη των φόρων, η Σκωτία θα είναι σε θέση να διατηρήσει τη στερλίνα, χωρίς τους πολιτικούς και οικονομικούς κινδύνους που συνδέονται με μια νομισματική ένωση. Θα μπορούσε να διατηρήσει μια νομισματική ένωση ενώ θα καθιέρωνε το δικό της νόμισμα σε περιορισμένη βάση, σταδιακά απομακρύνοντας από την νομισματική ένωση, καθώς το νέο θα καθιέρωνε μια σταθερή αξία και τα χρέη θα επανεκφράζονταν. Θα στραφούμε τώρα σε αυτή την πτυχή της πρότασης.

Στάδιο II: Ένα μακροπρόθεσμα βιώσιμο νομισματικό πλαίσιο

Μακροπρόθεσμα, είναι προς το συμφέρον της Σκωτίας να καθιερώσει και να διατηρήσει το δικό της νόμισμα. Όπως είδαμε στην ενότητα 3, η βασική αντίρρηση σε αυτό ήταν ότι ξεχωριστά νομίσματα μπορεί να περιορίσουν το εμπόριο. Τα εμπειρικά στοιχεία, ωστόσο, φαίνεται να δείχνουν ότι οι αρνητικές επιπτώσεις είναι ελάχιστες (Broda και Romalis 2011). Έτσι, μακροπρόθεσμα η Σκωτία θα ήταν σε πολύ καλύτερη μοίρα αν είχε το δικό της νόμισμα και το νόμισμα αυτό λειτουργούσε σε ελεύθερο κυμαινόμενο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ένα ελεύθερο κυμαινόμενο νόμισμα θα διασφάλιζε ότι η χώρα δεν θα έρθει ποτέ αντιμέτωπη με μια κρίση δημοσίου χρέους, καθώς κεντρική της τράπεζα της θα είναι σε θέση να σταθεροποιεί τα επιτόκια αγοράζοντας κρατικά ομόλογα στη δευτερογενή αγορά ως μέρος της νομισματικής της πολιτικής (βλ. Wray 1998). Θα διασφαλίσει επίσης ότι, σε περίπτωση που το εμπορικό ισοζύγιο επιδεινώνεται σημαντικά, το νόμισμα θα μπορούσε να υποτιμηθεί για να προσφέρει ανακούφιση στην ανεργία που προκλήθηκε. Όπως έχουμε ήδη επισημάνει, τα διδάγματα της ευρωζώνης από την εμπειρία των τελευταίων ετών υποδεικνύουν ότι οι χώρες που φιλοδοξούν να έχουν ανεξάρτητες δημοσιονομικές πολιτικές θα πρέπει να διατηρήσουν το δικό τους νόμισμα.

Τα βασικά προβλήματα που θα αντιμετωπίσει η Σκωτία με τη έκδοση του δικό της νομίσματος είναι: (1) η αβεβαιότητα σε σχέση με την αρχική ισοτιμία και (2) η διαμόρφωση θεσμικών ρυθμίσεων που θα επιτρέψουν στο νόμισμα να γίνει δεκτό ως μέσο πληρωμής. Για να ξεπεραστούν αυτές οι δυσκολίες, υποστηρίζουμε ότι η Σκωτία θα προβεί σε σταδιακή έκδοση του νέου νομίσματός της. Για να το κάνει αυτό, θα πρέπει

να αρχίσει να πληρώνει ένα μέρος των απολαβών των δημοσίων υπαλλήλων στο νέο νόμισμα, ως πούμε στο 15% ως προσωρινή αφετηρία. Ενώ το νέο νόμισμα θα είναι σε καθεστώς ελεύθερης κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας, οι μισθοί θα είναι μολαταύτα προσαρμοσμένη στην στερλίνα. Αν, για παράδειγμα, το νέο νόμισμα έχανε το 10% της αξίας του έναντι της λίρας, τότε η κυβέρνηση της Σκωτίας θα πρέπει να αυξήσει το ποσό που καταβάλλεται στους δημόσιους υπαλλήλους στο νέο νόμισμα κατά το ίδιο ποσό. Με τον τρόπο αυτό, η κυβέρνηση θα διασφαλίσει ότι οι μισθοί των εργαζομένων του δημοσίου τομέα δεν αυξήθηκαν ή μειώθηκαν με βάση τις διακυμάνσεις στο νέο νόμισμα.

Για να δημιουργηθεί στιγμιαία ζήτηση για το νέο νόμισμα, οι τοπικές κυβερνήσεις θα είναι επίσης υποχρεωμένες να δέχονται το νέο νόμισμα ως μέση πληρωμής των φόρων. Με αυτόν τον τρόπο, ακόμη κι αν οι εργαζόμενοι στην τοπική αυτοδιοίκηση δεν θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν αρχικά το νέο νόμισμα για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών, θα μπορούσαν απλά να χρησιμοποιήσουν το μέρος των αποδοχών τους που τους καταβάλλεται στο νέο νόμισμα για να εκπληρώσουν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις στο τέλος του έτους. Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις, όμως, θα αντιληφθούν σύντομα ότι το νέο νόμισμα έχει πραγματική αξία, καθώς μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πληρωμή των φόρων, και θα το αποδεχθούν σύντομα ως μέσο πληρωμής. Αυτή η διαδικασία θα μπορούσε να επιταχυνθεί σημαντικά αν η κυβέρνηση της Σκωτίας απαιτούσε από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις να αναγράφουν τις τιμές και σε στερλίνα και στο νέο νόμισμα. Θα μπορούσε να επιταχυνθεί περαιτέρω αν η κυβέρνηση της Σκωτίας απαιτούσε ότι οι τράπεζες μέσα στην επικράτεια της Σκωτίας οφείλουν να δέχονται τα νέα μέσα πληρωμών.

Με την ένταξή του στο σύστημα πληρωμών, το νέο νόμισμα θα αρχίσει επίσης να αποκτά σταθερή αξία στην αγορά. Αυτή η σταθερή αξία της αγοράς θα σηματοδοτήσει στην κυβέρνηση της Σκωτίας τη σχετική ισχύ του νομίσματός της. Με βάση αυτό το σημείο αναφοράς, η κυβέρνηση της Σκωτίας θα μπορέσει να επιταχύνει ή να επιβραδύνει τα μεγέθη του νέου νομίσματος που θα κυκλοφορεί με την εντολή ότι οι τοπικές κυβερνήσεις θα αυξήσουν ή θα μειώσουν το ποσό που θα πληρώνονται οι δημόσιο υπάλληλοι στο νέο νόμισμα. Το νέο νόμισμα θα μπορούσε στη συνέχεια να επεκταθεί στις κρατικές συντάξεις, στις φορολογικές επιστροφές πτώσεις και στις πληρωμές κοινωνικής πρόνοιας.

Αρχικά, το νέο νόμισμα θα μπορούσε να εκδοθεί από την κεντρική τράπεζα της Σκωτίας χωρίς στήριξη του χρέους και να διανεμηθεί στις τοπικές κυβερνήσεις σύμφωνα με το σχέδιο που καθορίζει η κυβέρνηση της Σκωτίας. Ωστόσο, καθώς θα αυξάνεται η έκδοση, η κυβέρνηση θα μπορούσε να αποφασίσει ότι θα πρέπει να πουλήσει ομόλογα εκδώσει μεγαλύτερες ποσότητες του νέου νομίσματος. Σε μια τέτοια περίπτωση, θα ομόλογα θα μπορούσε να τα εκδώσει άμεσα η κεντρική τράπεζα ή να τα εκδώσει η κυβέρνηση της Σκωτίας παράλληλα με τα ομόλογα με τη στήριξη των φόρων εκφρασμένα σε στερλίνας στο πλαίσιο της φάσης I της παρούσας πρότασης. Σε κάθε σενάριο, τα ομόλογα θα μπορούσαν να προσφερθούν προς πώληση για την άντληση είτε αποθεμάτων σε

στερλίνες είτε ποσότητες του νέου νομίσματος, αλλά η χρήση τους θα ήταν μόνο για πληρωμές για αγαθά και υπηρεσίες στο νέο νόμισμα.

Αυτό το πλαίσιο διπλού νομίσματος λογικά θα σταθεροποιηθεί μετά από ένα χρονικό διάστημα και, όταν η κυβέρνηση της Σκωτίας το θεωρήσει ασφαλές, η χώρα θα μπορούσε σταδιακά να εγκαταλείψει εντελώς την στερλίνα και να κάνει τη μετάβαση στο νέο νόμισμα. Αυτό θα γίνει με την καταβολή όλων των πληρωμών του Δημοσίου και την είσπραξη όλων των φορολογικών εσόδων στο νέο νόμισμα. Καθώς η Τράπεζα της Αγγλίας παραχώρησε το ρόλο της ως εκδότης του νομίσματος της Σκωτίας, η Τράπεζα της Σκωτίας, που θα έχει τώρα νέες εξουσίες, θα αναλάβει όλες τις λειτουργίες που είχε αναλάβει η Τράπεζα της Αγγλίας, όπως ο καθορισμός της νομισματικής πολιτικής και η διατήρηση της ρευστότητας σε όλο το φάσμα του συστήματος. Οι πράξεις νομισματικής πολιτικής θα απομακρυνθούν σταδιακά από τη χρήση ομολόγων εκφρασμένα σε στερλίνες για την αφαίρεση αποθεματικών από το τραπεζικό σύστημα και θα κάνουν χρήση ομολόγων εκφρασμένα στο νέο νόμισμα.

Εναλλακτικά, η Τράπεζα της Σκωτίας θα μπορούσε απλά να καταβάλει τόκους επί των αποθεματικών, προκειμένου να πετύχει τους στόχους της νομισματικής της πολιτικής (Αυτή η καινοτόμος νέα προσέγγιση έχει ήδη πραγματοποιηθεί με μεγάλη επιτυχία από την Τράπεζα της Αγγλίας και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ. Για παράδειγμα, βλ., FRBSF 2013). Αυτό θα εξαλείψει επίσης την ανάγκη να εκδίδει εντελώς χρέος η κυβέρνηση της Σκωτίας. Ορισμένοι οικονομολόγοι, ωστόσο, μπορεί να θεωρούν ότι η επιλογή αυτή θα εξαλείψει τους περιορισμούς εκ μέρους της κυβέρνησης όσον αφορά τις ελλειμματικές δαπάνες και πως μπορεί να οδηγήσει σε πληθωρισμό. Αυτές οι εκτιμήσεις μπορεί να είναι αβάσιμες, δεδομένου ότι κάθε κυβέρνηση με νομισματικό καθεστώς που περιλαμβάνει μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα που στοχεύει σε ένα νομισματικό επιτόκιο είναι ήδη οικονομικά μακροπρόθεσμα χωρίς περιορισμούς. Αλλά αν αυτό αποτελούσε σοβαρό ζήτημα για τους χαρακτες πολιτικής, το δημόσιο χρέος θα μπορούσε εύκολα να εκδίδεται, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι το σκωτσέζικο νομισματικό καθεστώς είναι εκείνου του είδους με το οποίο είναι εξοικειωμένοι εδώ και καιρό οι οικονομολόγοι -- δηλαδή, με το νομισματικό καθεστώς στο οποίο οι άμεσες ανάγκες χρηματοδότησης καλύπτονται από την έκδοση του δημοσίου χρέους στην πρωτογενή αγορά, το οποίο στη συνέχεια αγοράζεται στη δευτερογενή αγορά, προκειμένου να σταθεροποιηθεί το overnight επιτόκιο.

Συμπέρασμα

Σε αυτή την ενότητα έχουμε παρουσιάσει μια πρόταση δύο φάσεων, που θα διασφαλίζει ότι η ανεξάρτητη Σκωτία θα μπορούσε να δημιουργήσει ένα νομισματικό πλαίσιο που θα είναι εύρωστο τόσο βραχυπρόθεσμο όσο και μακροπρόθεσμο. Για να επιτευχθεί αυτό, προτείνουμε να διατηρήσει η Σκωτία τη στερλίνα για το βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα ενώ θα προετοιμάζεται για τη μετάβαση σε ένα νέο νόμισμα στον μακροπρόθεσμο ορίζοντα, χρησιμοποιώντας ένα εξελιγμένο πλαίσιο διπλού νομίσματος που θα χρησιμοποιεί τις δαπάνες της τοπικής αυτοδιοίκησης και την φορολογία για την εισαγωγή του νέου νομίσματος και την καθιέρωση της αξίας του. Για να αποφευχθούν οι πιθανές παγίδες της διατήρησης της στερλίνας λίρας σε βραχυπρόθεσμο χρονικό

επίπεδο, η κυβέρνηση της Σκωτίας θα πρέπει είτε να λάβει εγγύηση από την Τράπεζα της Αγγλίας ότι θα σταθεροποιήσει τις αγορές δημοσίου χρέους στην περίπτωση απρόβλεπτων κραδασμών είτε, σε περίπτωση που δεν προσφέρεται αυτή η στήριξη, να εκδώσει ένα νέο καινοτόμο τίτλο: το ομόλογο με τη στήριξη των φόρων.

Είμαστε βέβαιοι ότι, ακολουθώντας αυτή την προσέγγιση, η ανεξάρτητη Σκωτία θα μπορούσε να δημιουργήσει ένα νομισματικό καθεστώς που πληροί τα δύο κριτήρια που αναφέρονται στην αρχή αυτής της ενότητας: δηλαδή, τη βιωσιμότητα και την ευρωστία. Με ένα τέτοιο νομισματικό πλαίσιο σε λειτουργία, η Σκωτία θα έχει άφθονη ευελιξία όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική και να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τις διάφορες κρίσεις που μπορεί να προκαλέσουν τον όλεθρο σε πλήρεις νομισματικές ενώσεις. Τα διδάγματα από την κρίση της ευρωζώνης θα πρέπει να είναι στο επίκεντρο της προσοχής κάθε χαρακτήρα πολιτικής όταν εξετάζει το ενδεχόμενο της βιωσιμότητας των νομισματικών καθεστώτων. Η προσέγγιση που περιγράφεται παραπάνω έχει αφομοιώσει αυτά τα διδάγματα και επιδιώκει να δημιουργήσει ένα νομισματικό πλαίσιο που δεν θα πέσει θύμα στις γκάφες της πολιτικής του παρελθόντος.

5. Συνοψίζοντας

Στην έκθεση αυτή, έχουμε εξετάσει όλες τις σχετικές πτυχές της οικονομικής κατάστασης της Σκωτίας, καθώς η χώρα βαδίζει προς τις κάλπες για την ανεξαρτησία της αργότερα μέσα στο έτος. Στην ενότητα 2 είδαμε ότι, ενώ η Σκωτία είναι μια εξαιρετικά πλούσια χώρα, η σταθερότητα της μακροοικονομίας της εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τα έσοδα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. Τα έσοδα αυτά υπόκεινται σε σημαντικές διακυμάνσεις τιμών και ποσότητας, που μπορεί να οδηγήσουν σε βραχυπρόθεσμες ανισορροπίες στον κρατικό προϋπολογισμό της Σκωτίας και στο εμπορικό ισοζύγιο. Οι ανισορροπίες αυτές μπορεί να οδηγήσουν σε ένα ευρύ φάσμα προβλημάτων για την Σκωτία αν δεν διαμορφωθεί ένα επαρκώς ευέλικτο μακροοικονομικό πλαίσιο για την αντιμετώπισή τους.

Στην ενότητα 3 εξετάσαμε την μακροοικονομική έκθεση της FCWG και διαπιστώσαμε ότι οι ισχυρισμοί της FCWG υπέρ διατήρησης της στερλίνας ως το νόμισμα μιας ανεξάρτητης Σκωτίας ήταν υπερβολικοί. Στην πραγματικότητα, η Σκωτία θα είναι σε καλύτερη μοίρα αν μακροπρόθεσμα υιοθετήσει το δικό της νόμισμα. Επισημάναμε, επίσης, ότι αν η Σκωτία διατηρήσει την στερλίνα, μπορεί να μην είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τις πιθανές ανισορροπίες που προκαλούνται από τις διακυμάνσεις των εσόδων από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο που περιγράφονται στην ενότητα 2. Τέλος, αναφέραμε ότι η έκθεση της FCWG ήταν απόλυτα σωστή στην επισήμανση των πιθανών προβλημάτων που μπορεί να προκύψουν με την υιοθέτηση ενός νέου νομίσματος για τους οφειλότες των οποίων το χρέος είναι εκφρασμένο σε στερλίνες.

Στην ενότητα 4 παρουσιάσαμε μια εντελώς νέα προσέγγιση για την οικονομική ανεξαρτησία της Σκωτίας, υποστηρίζοντας ένα συνδυασμό μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων μέτρων. Αναφέραμε ότι η Σκωτία πρέπει να κρατήσει τη στερλίνα στο

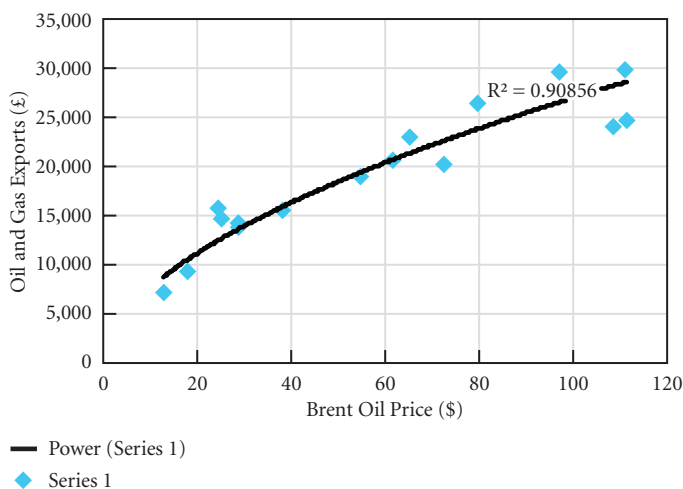
βραχυπρόθεσμο διάστημα ώστε να αντιμετωπιστεί το ζήτημα που έθεσε ο FCWG όσον αφορά τους οφειλέτες, αλλά θα πρέπει να θέσει σε εφαρμογή μια νέα χρηματοπιστωτική καινοτομία, που ονομάζεται ομόλογα με τη στήριξη των φόρων, για να αμβλύνει τις επιπτώσεις μιας πιθανής δημοσιονομικής κρίσης στην περίπτωση των βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεις των εσόδων από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο. Στη συνέχεια υποστηρίξαμε ότι η Σκωτία θα πρέπει να ξεκινήσει την έκδοση του δικού της νομίσματος στο τοπικό επίπεδο αμέσως μετά την απόκτηση της ανεξαρτησίας. Αυτό θα μπορούσε να γίνει μέσω ενός συνδυασμού μέτρων: με την σταδιακή έκδοση του νομίσματος προς τους εργαζόμενους στην τοπική αυτοδιοίκηση ενώ οι μισθούς τους θα είναι indexed στη στερλίνα, με την αποδοχή του νέου νομίσματος για την πληρωμή των φόρων και με την απαίτηση να αναγράφουν οι επιχειρήσεις τις τιμές των προϊόντων τους σε στερλίνα, καθώς και στο νέο νόμισμα.

Εν κατακλείδι, η Σκωτία είναι μια πλούσια χώρα. Προκειμένου να διατηρηθεί αυτός ο πλούτος, θα πρέπει να απεμπλακεί από την εξάρτησή της από τα έσοδα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. Αν και είναι εκτός του πεδίου ανάλυσης αυτού του κειμένου, η Σκωτία έχει την ανάγκη ευρύτερης δημοσιονομικής και νομισματικής κυριαρχίας, προκειμένου να το πετύχει αυτό. Αλλά η δημοσιονομική και νομισματική κυριαρχία δεν πρέπει να προέλθει εις βάρος της μακροοικονομικής σταθερότητας. Η Σκωτία μπορεί να κάνει τη μετάβαση αποφεύγοντας μια τέτοια αστάθεια, αλλά μόνο αν είναι διατεθειμένη να διαμορφώσει μια βιώσιμη μακροοικονομική δομή.

Σημειώσεις

1. Όλα τα στοιχεία προέρχονται από τη βάση δεδομένων της Στατιστικής Υπηρεσίας της Κυβέρνησης της Σκωτίας. Τα στοιχεία για το εμπόριο από τα αρχεία της NIPA έχουν υποστεί συμπλήρωση μέσω μιας experimental σειράς για τις εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου που δημοσιεύθηκαν από την Στατιστική Υπηρεσία τον Φεβρουάριο του 2014.
2. Τα στοιχεία για τις εξαγωγές πάρθηκαν από το Scottish National Accounts Project, ενώ η τιμή του πετρελαίου Brent έχει παρθεί από την εκτεταμένη βάση στατιστικών δεδομένων της Ομοσπονδιακής Αποθεματικής Τράπεζας της Σέντ Λούις.
3. Όταν διεξήγαμε ένα τεστ παλινδρόμησης OLS στις καθαρές εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου (δηλαδή, εξαγωγές-εισαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου) σε σχέση με την τιμή του πετρελαίου Brent, λάβαμε μια τετραγωνική τιμή της τάξης του 0,796, υποδεικνύοντας έτσι ότι οι καθαρές εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου κατά τη διάρκεια αυτών των ετών εξηγείται κυρίως από την άποψη της αύξησης των τιμών. Επίσης, προβήκαμε σε παλινδρόμηση των συνολικών εξαγωγών πετρελαίου και φυσικού αερίου για την τιμή του πετρελαίου Brent και λάβαμε μια τετραγωνική αξία της τάξης του 0.909 (Σχήμα 8).

Figure 8 Total Scottish Oil and Gas Exports vs. Brent Oil Price



Sources: Scottish National Accounts Project; Federal Reserve Bank of St. Louis; author's calculations

Για άλλη μια φορά, αυτό δείχνει ότι οι διακυμάνσεις των τιμών είναι η κύρια μεταβλητή για οποιαδήποτε εξήγηση των εξαγωγών πετρελαίου και φυσικού αερίου της Σκωτίας.

Όταν συμπίεσαμε τις αλλαγές των καθαρών εξαγωγών πετρελαίου και φυσικού αερίου ως ποσοστό του ΑΕΠ για τις μεταβολές στην τιμή του πετρελαίου Brent, το R-squared μειώθηκε σε 0.613. Αυτό δεν αποτελεί έκπληξη, δεδομένου ότι δεν μπορεί να εξηγηθεί τέλεια το ΑΕΠ από τις διακυμάνσεις στην τιμή του πετρελαίου Brent. Όλες οι παλινδρομήσεις ήταν στατιστικά σημαντικές σε ένα περιθώριο του 1%.

4. Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι μπορούμε να προβλέψουμε το μέλλον της συναλλαγματικής ισοτιμίας της Σκωτίας νόμισμα χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο που βασίζεται στην ισοτιμία αγοραστικής δύναμης (PPP). Ωστόσο, τα μοντέλα αυτά είχαν φτωχές αποδόσεις στο παρελθόν. Σε μια εκτενή μελέτη, οι Meese και Rogoff (1983) έδειξαν ότι τα μοντέλα PPP δεν αποδίδουν καλύτερα από ό, τι ένα απλό «random walk» μοντέλο, αποδεικνύοντας έτσι ότι η μοντελοποίηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι βαθιά προβληματική και μπορεί να παράγει πλαστά αποτελέσματα.

Πηγές

Broda, C., and J. Romalis. 2011. "Identifying the Relationship between Trade and Exchange Rate Volatility." *Commodity Prices and Markets: East Asia Seminar on Economics, Volume 20*. Cambridge: National Bureau of Economic Research. Available at: <http://nber.org/chapters/c11862.pdf>.

FCWG (Fiscal Commission Working Group). 2013. *First Report—Macroeconomic Framework*. Edinburgh: The Scottish Government. Available at: www.scotland.gov.uk/resource/0041/00414291.pdf.

Godley, W. 1999. *Seven Unsustainable Processes*. Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. January.

Héricourt, J., and S. Poncet. 2012. "Exchange Rate Volatility, Financial Constraints and Trade: Empirical Evidence from Chinese Firms." CEPII Discussion Paper 2012-35. Paris: CEPII. December. Available at: www.cepii.fr/PDF_PUB/wp/2012/wp2012-35.pdf.

Meese, R., and K. Rogoff. 1983. "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?" *Journal of International Economics* 14: 3–24.

Mosler, W., and P. Pilkington. 2012. *Tax-backed Bonds—A National Solution to the Eurozone Debt Crisis*. Policy Note 2012/4. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. March.

Pilkington, P. 2013. *The Continued Relevance of Tax-backed Bonds in a Post-OMT Europe*. Policy Note 2013/10. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. December.

FRBSF (Federal Reserve Bank of San Francisco). 2013. "Why did the Federal Reserve start paying interest on reserve balances held on deposit at the Fed? Does the Fed pay interest on required reserves, excess reserves, or both? What interest rate does the Fed pay?" Available at: www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/2013/march/federal-reserve-interest-balances-reserves.

Scottish Government. 2013. "Scotland's Economy: The Case for Independence." Available at: www.scotland.gov.uk/Publications/2013/05/4084.

Wray, L. R. 1998. *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Cheltenham: Edward Elgar.