



## ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

**Ανεπάρκεια Δημοσιονομικής Πολιτικής, Κρίσεις και Εταιρική  
Διακυβέρνηση στην Ευρωζώνη**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική

από την

**Θωμαΐδη Μαρία**

Ηράκλειο  
Ιανουάριος, 2015

*Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.*

*Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:*

*Αναπληρωτής Καθηγητής, Θ. Σταματόπουλος (Επιβλέπων)*

*Επίκουρος Καθηγητής, Σ. Αρβανίτης (Μέλος)*

*Καθηγητής, Δ. Τερζάκης (Μέλος)*

*Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.*

## **Ευχαριστίες**

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Σταματόπουλο Θεόδωρο, για την κατανόηση και την πολύτιμη καθοδήγησή του κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας διατριβής.

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου και προς το σύνολο του διδακτικού προσωπικού του ΠΜΣ του ΤΕΙ Κρήτης, που μου έδωσε τη δυνατότητα να συμμετέχω στο συγκεκριμένο μεταπτυχιακό πρόγραμμα, το οποίο θα συμβάλει σημαντικά στη διαμόρφωση της επαγγελματικής και προσωπικής μου εξέλιξης.

*Στην οικογένεια μου*

## Πίνακας Περιεχομένων

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ / ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ .....	vii
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	ix
Κεφάλαιο 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	1
1.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΘΕΜΑΤΟΣ & ΚΥΡΙΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	1
Κεφάλαιο 2: ΤΟ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ:ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ.....	4
2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ:Η ΕΞΕΛΙΓΚΤΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ .....	4
2.2 ΤΟ «ΟΝΕΙΡΟ» ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ.....	8
2.3 ΑΝΟΜΟΙΟΓΕΝΕΙΑ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ:ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	10
2.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	16
Κεφάλαιο 3: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ .....	18
3.1 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΣΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ .....	18
3.2 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΟΥ ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ .....	21
3.2.1 ΜΟΝΤΕΛΟ «ΝΕΑΣ ΣΥΝΑΙΝΕΣΗΣ».....	24
3.2.2 ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ Η ΜΗ ΚΡΑΤΟΥΣ: «HOT MONEY» ή ΛΙΤΟΤΗΤΑ.....	26
3.3 ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ .....	32
3.3.1 ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ/ΕΛΛΕΙΜΜΑ .....	32
3.3.2 ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΚΑΙ ΔΑΠΑΝΕΣ.....	34
3.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	37
Κεφάλαιο 4: Η ΕΥΡΩ-ΚΡΙΣΗ: ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ .....	39
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ: Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008... 39	
4.2 Η ΕΥΡΩ-ΚΡΙΣΗ: ΕΣΩΤΕΡΙΚΕΣ ΑΝΤΙΦΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ.....	42
4.3 ΚΡΙΣΗ ΣΤΙΣ «ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΕΣ» ΧΩΡΕΣ .....	60
4.4 Η ΜΕΤΑ-ΚΕΥΝΣΙΑΝΗ ΑΠΟΨΗ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΚΡΙΣΗΣ: ΑΝΕΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ.....	73
4.5 Η ΜΕΤΑ-ΚΕΥΝΣΙΑΝΗ ΑΠΟΨΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩ-ΚΡΙΣΗΣ .....	78
4.6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	90
Κεφάλαιο 5. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ.....	91
5.1 «ΤΟ ΠΡΟΠΑΤΟΡΙΚΟ ΑΜΑΡΤΗΜΑ» ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ .....	91
5.2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ.....	93
5.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	99

Κεφάλαιο 6: ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	100
ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ.....	102
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ .....	104
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	109
ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ.....	113

## ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ / ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

### Ευρετήριο Πινάκων

Πίνακας 1: Η Ευρωζώνη...	6
Πίνακας 2: Η πορεία προς το ευρώ .....	6
Πίνακας 3: Μεταβολή του Κυκλικά Προσαρμοσμένου Δημοσιονομικού Ισοζυγίου 2009-2014(% ΑΕΠ).....	29
Πίνακας 4: Συνολική Επένδυση στην Ευρωζώνη 2009-2014 (% ΑΕΠ).....	29
Πίνακας 5.....	36
Πίνακας 6.....	58
Πίνακας 7: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Ελλάδα, Περίοδο 1996-2013 .....	104
Πίνακας 8: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Ιρλανδία, Περίοδο 1996-2013....	105
Πίνακας 9: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Ιταλία, Περίοδο 1996-2013....	106
Πίνακας 10: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Πορτογαλία, Περίοδο 1996-2013...	107
Πίνακας 11: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Ισπανία, Περίοδο 1996-2013.....	108



## Ευρετήριο Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Unemployment rate .....	27
Διάγραμμα 2: Real GDP Growth .....	28
Διάγραμμα 3: Debt to GDP Ratio for Selected countries.....	33
Διάγραμμα 4: Κυβερνητικά ελλείμματα.....	33
Διάγραμμα 5: Total Expenditure/Total Revenue.....	34
Διάγραμμα 6: German Government Bond Yield/Greece Government Bond Yield ...	49
Διάγραμμα 7: Μακροπρόθεσμα επιτόκια για σκοπούς σύγκλισης... ..	50
Διάγραμμα 8: PIGS Eurozone Yields.....	52
Διάγραμμα 9: Core Eurozone Yields.....	52
Διάγραμμα 10: EU Total Credit.....	54
Διάγραμμα 11: EU Bank Credit.....	54
Διάγραμμα 12: EU Periphery GDP Y/Y.....	56
Διάγραμμα 13: EU Core GDP Y/Y .....	57
Διάγραμμα 14: Greek Debt to comparison to Eurozone Average.....	61
Διάγραμμα 15: Ireland Stock market .....	66
Διάγραμμα 16: Irish Debt to comparison to Eurozone Average.....	67
Διάγραμμα 17: Ireland GDP Growth rate.....	67
Διάγραμμα 18: Portuguese Debt to comparison to Eurozone Average.....	69
Διάγραμμα 19: Cypriot Debt to comparison to Eurozone Average .....	71
Διάγραμμα 20 .....	84
Διάγραμμα 21.....	84
Διάγραμμα 22 .....	85
Διάγραμμα 23.....	85
Διάγραμμα 24 .....	86

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση απαντήσεων σχετικά με το πόσο επαρκής μπορεί να θεωρηθεί η άσκηση κυρίως δημοσιονομικής πολιτικής στο εσωτερικό της Ευρωζώνης, με ποιον τρόπο όξυνε ακόμα περισσότερο το φαινόμενο της κρίσης και αυτή με τη σειρά της πώς επηρέασε το σύνολο των χωρών-μελών της και κυρίως τις «περιφερειακές» χώρες. Μέσα από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση, μελετάται η ετερογένεια στο περιβάλλον της Ευρωζώνης, με τις ουσιώδεις διαρθρωτικές διαφορές ανάμεσα στις οικονομίες των κρατών-μελών να είναι εμφανείς ενώ δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις αδυναμίες στην άσκηση πολιτικής που επιδείνωσαν την ήδη εύθραυστη κατάσταση. Με τη βοήθεια θεωρητικών ευρημάτων, πινάκων και διαγραμμάτων, διερευνάται η φύση της Ευρω-κρίσης, οι επιπτώσεις της στο σύνολο της ζώνης και κυρίως σε χώρες της «περιφέρειας» και πώς αυτή μεγέθυνε τις ανισότητες μεταξύ των χωρών της ζώνης, κάνοντας την ευάλωτη σε πολλαπλές ανισορροπίες. Επιπλέον, επαληθεύεται, μέσα από την εμπειρική περιγραφή βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών για τις SWEAP χώρες, η Μετα-Κεϋνσιανή Σχολή σχετικά με την θεωρία της περί μηχανισμού γέννησης κρίσεων. Επειδή η άνευ προηγουμένου κρίση και η επακόλουθη οικονομική ύφεση ώθησε την Ευρωζώνη στα άκρα, το κρίσιμο ερώτημα που τίθεται είναι με ποιον τρόπο θα μπορούσε να οδηγηθεί σε περαιτέρω ολοκλήρωση. Καταλήγοντας, η επίτευξη τραπεζικής ενοποίησης, πολιτικής εμβάθυνσης και η στροφή προς μία νέα θεσμική δομή θα μπορούσαν να αποτελέσουν τη λύση για μία βιώσιμη Ευρώπη.

**Λέξεις κλειδιά:** Ευρωζώνη, Ανισότητες «πυρήνα»/«περιφέρειας», Δημοσιονομική Πολιτική, Ευρώ-Κρίση, Μετα-Κεϋνσιανή Θεωρία, Εταιρική Διακυβέρνηση

## **ABSTRACT**

The purpose of this paper is to investigate answers on how adequate can be considered mainly the exercise of fiscal policy within the euro zone, how further exacerbated the effect of the crisis and this in turn how affected all the belonging countries and especially the “peripheral” ones. Through the literature review, the heterogeneity is studied in the euro zone environment with the essential structural differences among the economies of its member-states to be evident, with a particular emphasis on the weaknesses entailed in policies that worsened the already fragile situation. Having the assistance of theoretical findings, tables and graphs, this paper investigates the nature of the Euro-crisis, its impact on the whole area, especially on “peripheral” countries and how this amplified the disparities among them, making it vulnerable into multiplying imbalances. Moreover, it is verified through the empirical description of key macroeconomic variables, concerning the SWEAP countries, the Post-Keynesian Theory related to its theory on birth mechanism creating crises. As the unprecedented crisis and subsequent economic recession pushed the euro zone to the extreme, the critical question is how it could be led to further integration. In conclusion, achieving banking consolidation and applying a deepening policy and a “turn” to a new institutional structure in the EU, it could be the solution for a sustainable Europe.

**Keywords: Euro zone, Inequalities of “Core”/ “Periphery”, Fiscal Policy, Euro-crisis, Post-Keynesian Theory, Corporate Governance**

## **Κεφάλαιο 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

### 1.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΘΕΜΑΤΟΣ & ΚΥΡΙΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η υιοθέτηση του ευρώ, ως κοινό νόμισμα στις αρχές του 2000, δημιούργησε μία νέα νομισματική πραγματικότητα για εκατομμύρια ευρωπαίους και αποτέλεσε ίσως το πιο τολμηρό εγχείρημα που ανέλαβε ποτέ μία μεγάλη και ανομοιόμορφη ομάδα χωρών. Λίγα χρόνια μετά, το καλοκαίρι του 2008, με την εμφάνιση της παγκόσμιας κρίσης, η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται αντιμέτωπη με μία ακόμα κρίση, αυτή τη φορά στον ευρωπαϊκό χώρο. Η σημερινή κατάσταση απέχει σημαντικά από το αίσθημα αισιοδοξίας και ευμάρειας που κυριαρχούσε με την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος στον ευρωπαϊκό χώρο, κατά την περασμένη δεκαετία. Και αυτό γιατί η ευρώ-κρίση δεν αποτελεί μία κρίση με την συμβατική έννοια, αλλά είναι μία πολύπλευρη κρίση που έχει δημοσιονομικές ρίζες, όπως για παράδειγμα άνισες επιδόσεις ανάπτυξης των χωρών-μελών της και μη βιώσιμα δημόσια χρέη τους, κυρίως των κρατών της «περιφέρειας».

Αυτός άλλωστε είναι και ο λόγος που προηγήθηκαν της νομισματικής ενοποίησης Συμφωνίες Δημοσιονομικών Κανόνων και Κριτηρίων καθώς και Σύμφωνα Σταθερότητας. Η επικύρωση της Συνθήκης του Μάαστριχτ τον Φεβρουάριο του 1992 και του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, τον Ιούνιο του 1997, αποτέλεσε τον κρίκο στην αλυσίδα των Συνθηκών που προήγαγαν την ολοκλήρωση της Ευρώπης και έθεσαν τις ευρωπαϊκές οικονομίες σε ένα πλαίσιο συνεργασίας, συντονισμού και πειθαρχίας. Ακολούθησε η Συνθήκη της Λισαβόνας, ακριβώς μία δεκαετία μετά, που τροποποίησε τις ισχύουσες διατάξεις, εφοδιάζοντας την Ευρωπαϊκή Ένωση με ένα νομικό πλαίσιο και με μέσα που της είναι απαραίτητα για να αντιμετωπίσει με πιο αποτελεσματικό τρόπο μελλοντικές προκλήσεις.

Η εμπειρία οχτώ χρόνια μετά την εμφάνιση της κρίσης, μας παρέχει κατευθύνσεις σχετικά με τις αδυναμίες και τις προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ευρωζώνη, με επίκεντρο τρία αλληλένδετα θέματα που είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με την κρίση του

χρέους, την εύθραυστη κατάσταση των τραπεζών και την ανεπάρκεια δημοσιονομικής πολιτικής. Όλα αυτά, διαμόρφωσαν ένα εκρηκτικό μείγμα οικονομικής ανισορροπίας και αναποτελεσματικότητας.

Η παρούσα εργασία αποσκοπεί στην ανάλυση και τη διερεύνηση απαντήσεων σχετικά με το πόσο επαρκής μπορεί να θεωρηθεί η άσκηση κυρίως δημοσιονομικής πολιτικής στο εσωτερικό της ευρωζώνης, πόσο μπορεί να επιδείνωσε το φαινόμενο της κρίσης και αυτή με τη σειρά της με ποιον τρόπο επηρέασε το σύνολο των χωρών-μελών της και κυρίως τις περιφερειακές χώρες. Επιπλέον, επαληθεύεται, μέσα από την εμπειρική περιγραφή βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών για τις SWEAP χώρες, η Μετα-Κεϋνσιανή Σχολή σχετικά με την θεωρία της περί μηχανισμού γέννησης κρίσεων.

Υπό αυτό το πρίσμα, η εργασία είναι οργανωμένη ως εξής:

Αρχικά, προσδιορίζεται το υπό μελέτη θέμα και στη δεύτερη ενότητα που αφορά το θεσμικό πλαίσιο, παρουσιάζονται οι κύριες εξελίξεις μέχρι την εμφάνιση κοινού νομίσματος, με ιδιαίτερη έμφαση στη Συνθήκη του Μάαστριχτ και στο Σύμφωνο Σταθερότητας & Ανάπτυξης που αποτέλεσαν τις βάσεις για το «όνειρο» της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, ενώ στη συνέχεια εξετάζεται ο βαθμός ετερογένειάς της ευρωζώνης, το σημαντικό ζήτημα του συγχρονισμού των οικονομικών κύκλων των χωρών-μελών της, όπως και των ασύμμετρων διαταραχών που εμφανίζονται σε μία ζώνη, όπως αυτή του ευρώ.

Στην τρίτη ενότητα, επιχειρείται να γίνει μία αξιολόγηση της πολιτικής στο πλαίσιο της ευρωζώνης, τόσο σε νομισματικό αλλά κυρίως σε δημοσιονομικό επίπεδο (και με τη βοήθεια ενδεικτικών δεικτών), με έμφαση στις παραλείψεις ή και αστοχίες που συνέβαλλαν στην επιδείνωση της κατάστασης ενώ εξηγείται με ποιο τρόπο έγινε η παρέμβαση του κράτους απέναντι στην κρίση τόσο στον ευρωπαϊκό (μοντέλο «νέας συναίνεσης») όσο στον αμερικάνικο χώρο.

Στην τέταρτη ενότητα, αφού γίνεται μία σύντομη αναφορά στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, στη συνέχεια, μέσα από πρόσφατη βιβλιογραφία, περιγράφεται η φύση της κρίσης στην ευρωζώνη και ποιες ήταν οι διαφορετικές επιπτώσεις της στα κράτη-μέλη και κυρίως στις χώρες της «περιφέρειας», δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στην Ελλάδα, την Κύπρο, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία. Επιπλέον, επαληθεύεται, μέσα από την εμπειρική περιγραφή βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών για τις SWEAP χώρες, η Μετα-Κεϋνσιανή Σχολή

σχετικά με την θεωρία της περί μηχανισμού γέννησης κρίσεων. Στην πέμπτη ενότητα, συζητείται το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης, γίνεται αναφορά στο «προπατορικό αμάρτημα» της ευρωζώνης και παρατίθενται λύσεις που θα ευνοούσαν στην ομαλότερη επίλυση του προβλήματος της ευρώ-κρίσης και τέλος, η εργασία καταλήγει σε εύλογα συμπεράσματα.

## **Κεφάλαιο 2: ΤΟ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ:ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ**

### 2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ:Η ΕΞΕΛΙΓΚΤΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν υπήρξε μεμονωμένο γεγονός καθώς υπήρξε μία σειρά σκέψεων, συζητήσεων και διαπραγματεύσεων όλα αυτά τα χρόνια από οικονομικούς και όχι μόνο φορείς, για να προετοιμαστεί αυτή η μετάβαση ουσιαστικά σε μία νέα πολιτική και οικονομική φιλοσοφία.

Μετά τον 2ο Παγκόσμιο πόλεμο, η πρώτη ουσιαστική απόπειρα δημιουργίας μίας ζώνης συναλλαγματικής σταθερότητας στην Ευρώπη έγινε στα πλαίσια του καθεστώτος του Bretton Woods , το οποίο απαιτούσε από τις υποψήφιες χώρες να διατηρούν τις ισοτιμίες των νομισμάτων τους έναντι του δολαρίου στα πλαίσια +/-1%. Ακολούθησαν η συνθήκη της Ρώμης και του Παρισιού που αποτέλεσαν την πρώτη σημαντική προσπάθεια συντονισμού σε ευρωπαϊκό επίπεδο, με τις οποίες εγκαινιάστηκε η Ευρωπαϊκή Κοινότητα Άνθρακα και Χάλυβα (ΕΚΑΧ) και η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) με κύριο στόχο την εξάλειψη των εμπορικών φραγμών μεταξύ των κρατών-μελών και την υιοθέτηση κοινής αγροτικής πολιτικής (ΚΑΠ).

Παρόλα αυτά, δεκαπέντε χρόνια μετά, η ανάγκη για σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε συνδυασμό με την έλλειψη εμπιστοσύνης στο δολάριο λόγω της αύξησης των εμπορικών ελλειμμάτων, είχε ως αποτέλεσμα η Ευρωπαϊκή Κοινότητα να στραφεί στην περιφερειακή νομισματική ολοκλήρωση θέτοντας σε εφαρμογή τον λεγόμενο «μηχανισμό του ευρωπαϊκού φιδιού», ο οποίος περιόριζε το εύρος των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε μία ζώνη με εύρος από +2,25% και έως -2,25%. Βέβαια, η παγκόσμια ύφεση την ίδια δεκαετία, ταυτόχρονα με την αδυναμία συντονισμού των οικονομικών πολιτικών των κρατών-μελών και σύγκλισης των μακροοικονομικών τους επιδόσεων, απέτρεψε τις χώρες με τα αδύναμα νομίσματα απ' το να παραμείνουν στην ένωση.

Έτσι, στα τέλη της δεκαετίας του 1970, αποφασίστηκε η δημιουργία ενός νέου νομισματικού συστήματος που θα οδηγούσε σε μία ζώνη νομισματικής σταθερότητας

στο εσωτερικό της Ευρώπης, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ), που περιλάμβανε τον ευρωπαϊκό μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών (ERM)<sup>i</sup>, και την Ευρωπαϊκή Νομισματική μονάδα (ECU)<sup>ii</sup>. Παράλληλα, το ΕΝΣ διέθετε και έναν μηχανισμό που εγγυόταν ότι οι συναλλαγματικές μεταβολές ενός νομίσματος ήταν απαλλαγμένες από οποιονδήποτε κίνδυνο, μέσω ενός δείκτη απόκλισης, οποίος και μετρούσε την απόκλιση μεταξύ των νομισμάτων. Η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη (1985), στη συνέχεια, δεν παρείχε την σταθερότητα που χρειαζόταν η Ευρωπαϊκή Κοινότητα, οπότε και την διαδέχτηκε η έκθεση Delors (1989), που πρότεινε μία διαδικασία τριών σταδίων προς την Οικονομική Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), και η οποία περιελήφθη στη γνωστή συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή Συνθήκη του Μάαστριχτ του 1992 που τέθηκε σε ισχύ το Νοέμβριο του 1993, ενώ ακολούθησε το 1997, στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Άμστερνταμ, η επικύρωση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Το πρώτο στάδιο προς την ΟΝΕ αφορούσε κυρίως την άρση όσων περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίου παρέμειναν σε ισχύ και το δεύτερο που ξεκίνησε την 1.1.1994, απέβλεπε στην σύγκλιση των οικονομικών επιδόσεων των κρατών-μελών, μέσω της μείωσης του επιπέδου του πληθωρισμού, των επιτοκίων και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Στην αρχή του δεύτερου σταδίου, ιδρύθηκε και το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ινστιτούτο, προπομπός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, με σκοπό την προώθηση στενότερης συνεργασίας των νομισματικών αρχών και συντονισμό των κατάλληλων οργανωτικών προετοιμασιών για την είσοδο στο τρίτο στάδιο της Νομισματικής Ενώσεως.

Το σενάριο μετάβασης, που επικυρώθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το 1995 στη Μαδρίτη, προέβλεπε ότι στις 1 Ιανουαρίου του 1999, θα άρχιζε το τρίτο στάδιο με τον καθορισμό αμετάκλητων ισοτιμιών μεταξύ των νομισμάτων των κρατών-μελών που θα συμμετείχαν στην ΟΝΕ και το ευρώ.

Από τα δεκαπέντε μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης τότε, τα έντεκα αποτελούσαν από το 1999 μέλη της ευρωζώνης ενώ σήμερα ο αριθμός τους έχει φτάσει στα 18. Οι χώρες που την αποτελούν είναι οι εξής: Γερμανία, Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Ελλάδα,

---

<sup>ii</sup> Αποτελέσε ένα σύστημα που είχε ως κύριο στόχο, μέσω συντονισμένων ενεργειών των κεντρικών τραπεζών των χωρών που ήταν στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, να επιτύχει νομισματική σταθερότητα & να μην επιτρέπει την αυξομείωση των ισοτιμιών πάνω από ένα συγκεκριμένο ποσοστό.

<sup>ii</sup> Ήταν ο σταθμισμένος μέσος όρος των νομισμάτων των χωρών της ΕΕ



Εσθονία, Ισπανία, Ιταλία, Ιρλανδία, Κύπρος, Λετονία, Λουξεμβούργο, Μάλτα, Ολλανδία, Πορτογαλία, Σλοβακία, Σλοβενία και Φινλανδία.

### Πίνακας 1: Η Ευρωζώνη

Γερμανία	Ελλάδα	Ιρλανδία
Αυστρία	Εσθονία	Κύπρος
Βέλγιο	Ισπανία	Λετονία
Γαλλία	Ιταλία	Λουξεμβούργο
Πορτογαλία	Σλοβενία	Μάλτα,
Σλοβακία	Φινλανδία	Ολλανδία

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει συνοπτικά την ιστορική εξέλιξη διαχρονικά του ευρώ μέχρι το σήμερα.

### Πίνακας 2: Η πορεία προς το ευρώ

22 Ιουλίου 1944	Σύστημα Bretton Woods	Δημιουργία ζώνης συναλλαγματικής σταθερότητας στην Ευρώπη -Διατήρηση ισοτιμιών των νομισμάτων έναντι του δολαρίου στα πλαίσια +/-1%
13 Απριλίου 1951 25 Μαρτίου 1957	Συνθήκες των Παρισίων & της Ρώμης	Ίδρυση Ευρωπαϊκής Κοινότητας Χάλυβα (ΕΚΧ) & Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ) & Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ)
24 Απριλίου 1972	Μηχανισμός «ευρωπαϊκού φιδιού»	Διατήρηση ισοτιμιών των νομισμάτων έναντι του δολαρίου στα πλαίσια +/- 2,25%
13 Μαρτίου 1979	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Βρυξελλών	Ίδρυση Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ), Ευρωπαϊκού μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΕΡΜ) & Ευρωπαϊκής Νομισματικής μονάδας (ΕCΥ)

1 Ιουλίου 1987	Αναθεωρημένη Συνθήκη της Ρώμης	Ίδρυση Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης
26/27 Ιουνίου 1989	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Μαδρίτης	Έκθεση Delors
7 Φεβρουαρίου 1992	Συμβούλιο Μάαστριχτ	Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή Συνθήκη του Μάαστριχτ
17 Ιουνίου 1997	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Άμστερνταμ	Επικύρωση Συμφώνου Σταθερότητας & Ανάπτυξης
13 Δεκεμβρίου 2007	Σύνοδος Κορυφής της Λισσαβόνας	Τροποποίηση Διατάξεων της Συνθήκης της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Για να επιτευχθεί μεγαλύτερη διαφάνεια και αποτελεσματικότητα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, τον Δεκέμβριο του 2007 τέθηκε σε ισχύ η συνθήκη της Λισσαβόνας, ή διαφορετικά όπως ονομάστηκε «Συνθήκη Μεταρρύθμισης», οπότε και θεσπίστηκε για πρώτη φορά το Eurogroup<sup>iii</sup>, ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αναγνωρίστηκε ως ένα από τα επτά θεσμικά όργανα της ένωσης. Όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο Ζοζέ Μανουέλ Μπαρόζο, «με την υπογραφή της συγκεκριμένης συνθήκης, βάζουμε τέλος στις συζητήσεις έξι ετών πάνω στους θεσμούς μας». Είναι φανερό λοιπόν, ότι η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτέλεσε μία συλλογική προσπάθεια που στόχο είχε να διασφαλιστεί οικονομική σταθερότητα & ανάπτυξη, μέσω της διαμόρφωσης ενός πλαισίου άσκησης μακροοικονομικής πολιτικής.

<sup>iii</sup> Πρόκειται για ένα άτυπο όργανο που «συγκεντρώνει» όλους τους υπουργούς οικονομικών όλων των χωρών της ζώνης του ευρώ και ρόλος του είναι ο πολιτικός έλεγχος επί του συναλλάγματος και των διάφορων πτυχών της νομισματικής ενώσεως της Ευρωπαϊκής Ενώσεως.

## 2.2 ΤΟ «ΟΝΕΙΡΟ» ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ

Με την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ επικυρώθηκε από τα κράτη μέλη της τότε Ευρωπαϊκής Κοινότητας, η Ευρωπαϊκή Ένωση, γεγονός που συνιστούσε ένα νέο στάδιο της διαδικασίας προς την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. Με αυτήν, διαμορφώθηκαν τα βασικά χαρακτηριστικά της ένωσης, οι θεσμικές προσαρμογές που κρίνονταν απαραίτητες και οι αυστηρές προϋποθέσεις συμμετοχής των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Απαραίτητη προϋπόθεση για ένταξη τους ήταν η ικανοποίηση μιας σειράς κριτηρίων, που στόχευαν από τη μία στη νομισματική σταθερότητα και εξυγίανση των δημοσίων οικονομικών των χωρών-μελών και από την άλλη σε θέματα εποπτείας και ελέγχου των εθνικών δημοσιονομικών αρχών με σκοπό τη δημοσιονομική προσαρμογή και τα χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού.

Συγκεκριμένα, τα κριτήρια που έπρεπε να πληρούνται αφορούσαν τον πληθωρισμό κάθε χώρας, ο οποίος μετράται από τις ετήσιες μεταβολές του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή και ο οποίος και δεν έπρεπε να υπερβαίνει περισσότερο από 1,5 % το μέσο πληθωρισμό των τριών χωρών με το χαμηλότερο επίπεδο πληθωρισμού. Το δεύτερο κριτήριο είχε να κάνει με τη δημοσιονομική πειθαρχία, με το έλλειμμα του Κρατικού προϋπολογισμού να μην υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ και το συνολικό δημόσιο χρέος το 60% του ΑΕΠ και το τρίτο κριτήριο, με τη συμμετοχή στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΜΣΙ) που σημαίνει πως η συναλλαγματική ισοτιμία κάθε χώρας θα έπρεπε να κυμαίνεται εντός των περιθωρίων διακύμανσης που προβλέπει ο ίδιος ο μηχανισμός. Τέλος, έθετε το κριτήριο της σύγκλισης των επιτοκίων, με το μέσο ονομαστικό επιτόκιο των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων να μην υπερβαίνει περισσότερο από 2% το μέσο μακροπρόθεσμο επιτόκιο των τριών χωρών με τα χαμηλότερα ποσοστά πληθωρισμού.

Από την άλλη, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης έθετε ως προϋπόθεση την εξειδίκευση των δημοσιονομικών στόχων των εθνικών κυβερνήσεων ως το αποτελεσματικότερο μέσο αντιμετώπισης διαταραχών σε εθνικό επίπεδο, ενώ αποθάρρυνε οποιαδήποτε παρέμβαση στην άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία θα είχε αρνητικές συνέπειες στην προσπάθεια των εθνικών κυβερνήσεων για δημοσιονομική προσαρμογή.

Επιπλέον, βάση αυτού, ορίστηκαν αυστηροί κανόνες που σχετίζονται τόσο με τη διαδικασία αντιμετώπισης υπερβολικών ελλειμμάτων, όσο και με την επιβολή ποινών σε χώρες-μέλη που αντιτάσσονται αυτών των κανόνων. Οι κανόνες αυτοί ήταν δεσμευτικοί για τα κράτη-μέλη, τα οποία εκτός του ότι έπρεπε να αποφεύγουν τα υπερβολικά ελλείμματα και τις δυσμενείς εξωτερικές επιδράσεις τους που θα επηρέαζαν το σύνολο της ένωσης, είχαν την υποχρέωση και να ασκούν τη δημοσιονομική πολιτική τους έχοντας ανώτατα και πολύ περιορισμένα όρια στις τιμές δημοσίου ελλείματος και χρέους<sup>iv</sup>. Σε περίπτωση όμως που αυτοί παραβιάζονταν, (όπως για παράδειγμα, χώρες που χωρίς να αντιμετωπίζουν κυκλικές διακυμάνσεις ή διαταραχές, διατηρούσαν υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα), ήταν αναγκαία η επιβολή κυρώσεων και η εφαρμογή ενός συστήματος ποινών για την αποφυγή συνθηκών δημοσιονομικής αστάθειας και «χαλαρότητας», που θα είχαν αρνητικές επιπτώσεις στα επίπεδα πληθωρισμού και επιτοκίων. Οι δύο αυτές συνθήκες αποτελούσαν τη βάση για το «όνειρο» της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, καθώς παρείχαν εγγύηση και αξιοπιστία για το σύνολο της.

---

<sup>iv</sup> Πρέπει να τονιστεί εδώ ότι σύμφωνα με το ΣΣΑ, μία χώρα για να μπορέσει να διαχειριστεί το δημοσιονομικό στόχο του 3% του δημοσίου ελλείματος, θα πρέπει ο προϋπολογισμός της να είναι ισοσκελισμένος ή πλεονασματικός σε μεσοχρόνια περίοδο, ώστε να έχει τη δυνατότητα αντιμετώπισης εξωγενών διαταραχών, λόγω της μεγαλύτερης ευκαμψίας της δημοσιονομικής πολιτικής.

### 2.3.ΑΝΟΜΟΙΟΓΕΝΕΙΑ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Είναι γεγονός ότι ήδη από τη δημιουργία του ενιαίου νομίσματος, η ευρωζώνη δεν ήταν μία ομοιογενής ζώνη, τόσο από την άποψη των θεωρητικών κριτηρίων μίας άριστης νομισματικής περιοχής (συνολικά χαμηλά επίπεδα παραγωγικότητας, μειωμένου επιπέδου ανάπτυξης κτλ) όσο και από τη δημοσιονομική σκοπιά και υπήρχε έντονη ανησυχία όσον αφορά την ομαλή εξέλιξή της. Παράλληλα, το γεγονός ότι οι ανομοιογένειες που υπήρχαν ήδη από την ίδρυση της ΟΝΕ, παρέμειναν και αυξήθηκαν, προκάλεσε σημαντικές επιπτώσεις στους τομείς τόσο της προσφοράς όσο και της ζήτησης, αυξάνοντας σε ένα βαθμό τις εγχώριες στρεβλώσεις. Είναι φανερό εξάλλου ότι η ευρωζώνη χαρακτηρίζεται από υψηλά επίπεδα ετερογένειας και από έντονη διαφοροποίηση σε βασικούς τομείς όπως ο τομέας της ανάπτυξης, με αποτέλεσμα να διαφοροποιούνται και οι ασκούμενες πολιτικές από τις οικονομίες των χωρών-μελών της. Επιπλέον, δείχνει να βιώνει μία δυσκολία στο να προσαρμοστεί σε κυκλικούς κραδασμούς ή να ανταποκριθεί αποτελεσματικά σε ασύμμετρες διαταραχές ή σε διαφορετικής δυναμικής κρίσεις που μπορεί να πλήξουν τις οικονομίες των χωρών-μελών της.

Παρακάτω εξετάζεται το ζήτημα του συγχρονισμού των οικονομικών κύκλων των χωρών-μελών της ευρωζώνης όσο και η ασυμμετρία των διαταραχών που πλήττουν συχνά τις οικονομίες τους.

Όσον αφορά την βιβλιογραφία, από τους πρώτους που ασχολήθηκαν με τους οικονομικούς κύκλους<sup>vi</sup> και τις κυκλικές διακυμάνσεις τους στον ευρωπαϊκό χώρο, ήταν οι Cohen και Wyplosz (1989)<sup>vii</sup>, οι οποίοι αφού χρησιμοποίησαν μεταβλητές

---

<sup>v</sup> Για παράδειγμα η Γερμανία, τα τελευταία χρόνια, ακολουθεί μία πολιτική ανταγωνιστικού αποπληθωρισμού και ανάπτυξης άρρηκτα συνδεδεμένη με την εξωτερική ζήτηση, γεγονός που την έχει ωφελήσει σε μεγάλο βαθμό, ενώ άλλες χώρες όπως η Ιταλία ή η Γαλλία, έχουν επικεντρωθεί στην προστασία της απασχόλησης, χωρίς όμως κανένα ιδιαίτερα θετικό αποτέλεσμα.

<sup>vi</sup> Το πιθανό κόστος από την υιοθέτηση μίας ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε μία ένωση εξομαλύνεται, όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός συγχρονισμού των οικονομικών κύκλων των χωρών-μελών της. Με άλλα λόγια, εάν ο οικονομικός κύκλος μίας χώρας είναι θετικά ή σε μεγάλο βαθμό συσχετισμένος με το κυκλικό προϊόν της ένωσης, η ενιαία νομισματική πολιτική θα μπορεί να έχει αποτελεσματικό σταθεροποιητικό ρόλο και να υποκαθιστά «άξια» ή να συμπορεύεται με την εθνική νομισματική πολιτική της κάθε χώρας.

<sup>vii</sup> Cohen, D. and Wyplosz, C (1989), "The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation", Washington

όπως το πραγματικό προϊόν, τους πραγματικούς μισθούς και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, για την Γερμανία και την Γαλλία, εξέτασαν τους συντελεστές συσχέτισής τους, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι υπήρχε συγχρονισμός των οικονομικών τους κύκλων. Βέβαια, υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση στο πραγματικό προϊόν ή στο επίπεδο τιμών κυρίως ανάμεσα στις χώρες που αποτελούν τον «πυρήνα<sup>viii</sup>» της ζώνης και στις αντίστοιχες της «περιφέρειας<sup>ix</sup>», με εξαίρεση ελάχιστες περιπτώσεις που φαίνεται να διατηρούν τον συγχρονισμό των οικονομικών κύκλων τους.

Επίσης, οι Clark και Van Wincoop (2001)<sup>x</sup>, οι οποίοι μελέτησαν τους οικονομικούς κύκλους τόσο στις ευρωπαϊκές χώρες όσο και σε πολιτείες της Αμερικής, διαπίστωσαν ότι ο βαθμός συγχρονισμού των κύκλων των ευρωπαίων ήταν πολύ χαμηλότερος από τον αντίστοιχο της Αμερικής. Άλλοι ερευνητές προσπάθησαν να εξετάσουν τους παράγοντες που οδηγούν στον κυκλικό συγχρονισμό, ώστε να καταφέρουν να τον εξομοιώσουν απόλυτα διαχρονικά, όπως οι Artis και Zhang (1997,1999)<sup>xi</sup> που διαπίστωσαν διαχρονικά υψηλό κυκλικό συγχρονισμό για τις χώρες που συμμετείχαν στον ERM<sup>xii</sup>. Άλλοι μελετητές, όπως ο Imbs (2004)<sup>xiii</sup>, θεωρούν ότι οι ομοιότητες στην οικονομική διάρθρωση οδηγούν σε μεγαλύτερη κυκλική συσχέτιση ενώ ο Calderon (2002) υποστηρίζει ότι η συμμετρική παραγωγική διάρθρωση μεταξύ των χωρών καταλήγει σε μεγαλύτερο συγχρονισμό των κύκλων τους.

Από την άλλη, υπάρχει η άποψη ότι η κλαδική ομοιότητα δεν σχετίζεται με κυκλικές συνδιακυμάνσεις (SVAR<sup>xiv</sup>) & συγχρονισμό τους αφού αποδεικνύεται ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ τους. Ωστόσο, πολλοί οικονομολόγοι τονίζουν ότι ο κυκλικός συγχρονισμός δεν πρέπει να λαμβάνεται ως ένα εξωγενές κριτήριο

---

<sup>viii</sup> Συνήθως «πυρήνας» αποκαλείται το σύνολο των χωρών της Βόρειας Ευρώπης, δηλαδή τις κυρίως ανεπτυγμένες χώρες της ευρωζώνης

<sup>ix</sup> Η «περιφέρεια» περιλαμβάνει τις χώρες του ευρωπαϊκού νότου, γενικότερα τις περισσότερο αδύναμες και πιο προβληματικές, όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η Ισπανία κτλ.

<sup>x</sup> Clark, T και Van Wincoop, E (2001), "Borders and Business Cycles", Journal of International Economics, vol, p.p 59-85

<sup>xi</sup> Artis, M.J (1997), "The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank", CERP Discussion Paper, No. 1688, London

<sup>xii</sup> Στόχος του ERM είναι η διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ του ευρώ και των εθνικών νομισμάτων που συμμετέχουν σε αυτόν για να αποφευχθούν υπερβολικές διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην εσωτερική αγορά.

<sup>xiii</sup> Imbs, J. (2004), "Trade, Finance, Specialization and Synchronization", Review of Economics and statistics, 86, 723-734

<sup>xiv</sup> Η μεθοδολογία των SVARs βοηθάει στην διάκριση ανάμεσα στις διαταραχές και τις αντιδράσεις και ευνοεί την ανάλυση των εκτιμώμενων παραγόντων σε περιπτώσεις διαταραχών τόσο ζήτησης όσο και προσφοράς.

αναφορικά με την θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών αλλά ως ενδογενές κριτήριο καθώς επηρεάζεται αυτόματα με την ένταξη μίας χώρας σε μία νομισματική ένωση (Frankel και Rose ,1998)<sup>xv</sup>.

Επιπλέον, με τη μελέτη τους, διερευνήθηκαν οι επιδράσεις της αυξημένης εμπορικής σύγκλισης στη διασυνοριακή συσχέτιση των οικονομικών κύκλων μεταξύ των κρατών-μελών της ευρωζώνης ενώ διαπιστώθηκε ότι όσο πιο στενοί γίνονται οι διεθνείς εμπορικοί δεσμοί, τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο βαθμός συγχρονισμού των κύκλων τους δηλαδή υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στον βαθμό των διμερών εμπορικών σχέσεων και τη διασυνοριακή κυκλική συσχέτιση μακροοικονομικών μεταβλητών. Βέβαια, το παραπάνω επιχείρημα δεν γίνεται αποδεκτό από τον Krugman (1993) που υποστηρίζει ότι η διεύρυνση των εμπορικών διασυνδέσεων οδηγεί σε μεγαλύτερη εξειδίκευση<sup>xvi</sup> & εντονότερο βαθμό διαφοροποίησης των οικονομικών κύκλων των χωρών.

Παρόλα αυτά, οι απόψεις των ερευνητών δίστανται όσον αφορά τη συνολική επίδραση που ασκεί η νομισματική ενοποίηση της ευρωζώνης & της εκάστοτε νομισματικής ζώνης στον συγχρονισμό των οικονομικών κύκλων, γιατί από τη μία, το κοινό νόμισμα μπορεί να προκαλέσει μικρότερο βαθμό κυκλικού συγχρονισμού σε περίπτωση εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών, από την άλλη, εννοείται η κυκλική συσχέτιση & ο συγχρονισμός όταν παρατηρείται συμμετρία στη νομισματική πολιτική.

Εξετάζοντας τον βαθμό συγχρονισμού των οικονομικών κύκλων, παράλληλα δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στη φύση των διαταραχών που υφίστανται οι χώρες-μέλη μίας ένωσης και στην ικανότητα προσαρμογής που επιδεικνύουν οι οικονομίες τους. Πράγματι, προκαλεί έντονο προβληματισμό η μειωμένη ικανότητα προσαρμογής των χωρών σε ασύμμετρες διαταραχές σε ζώνες, όπως η ευρωζώνη .

Η πλειοψηφία των μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί υποδεικνύουν ότι οι ανομοιογένειες που επικρατούν εντός της ζώνης, αφορούν διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών, όπως για παράδειγμα σε επίπεδο ανάπτυξης, έκθεση σε κρίσεις που σχετίζονται με τη φύση εξειδίκευσης, χρηματοοικονομικά συστήματα, σε σχέση με

---

<sup>xv</sup> Σύμφωνα με την «υπόθεση της ενδογένειας» (endogeneity hypothesis of OCA criteria), δεν υπάρχει η δυνατότητα εκτίμησης του κόστους & του οφέλους ενός κοινού νομίσματος καθώς τα κριτήρια ένταξης σε μία ζώνη, δεν ικανοποιούνται εκ των προτέρων (ex-ante) αλλά εκ των υστέρων (ex-post).

<sup>xvi</sup> Η λεγόμενη «υπόθεση εξειδίκευσης», τονίζει ότι οι λιγότερο διαφοροποιημένες οικονομίες των χωρών-μελών γίνονται πιο ευάλωτες σε διαταραχές που επηρεάζουν την προσφορά, εμφανίζονται μικρότερη εισοδηματική συσχέτιση μεταξύ τους & συνεπώς έχουν λιγότερο συγχρονισμένους κύκλους.

αποτελεσματικότητα μηχανισμών σταθεροποίησης για αντιμετώπιση κρίσεων κτλ.<sup>xvii</sup>, και οι οποίες φαίνεται να προέρχονται πολλές φορές από ασύμμετρες διαταραχές.

Σχετική είναι η μελέτη του Moes (2003), ο οποίος ασχολήθηκε με τη σημασία των ασύμμετρων διαταραχών και επεσήμανε την άμεση επίδρασή τους στα ποσοστά πληθωρισμού ή στα επίπεδα ανάπτυξης και δραστηριότητας εντός της ζώνης του ευρώ. Άλλη μελέτη σχετικά με τις ασύμμετρες διαταραχές ήταν και του Fatas (1998)<sup>xviii</sup>, ο οποίος εξέτασε την περίοδο από το 1960 έως το 1996 και παρατήρησε σημαντικές ασύμμετρες διαταραχές, οι οποίες και είχαν μακροχρόνιες επιπτώσεις στο ποσοστό του ΑΕΠ των επιμέρους χωρών σε σχέση με το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Από την άλλη, η μελέτη των Bayoumi και Eichengreen (1993)<sup>xix</sup>, αφορούσε τις διαταραχές που επηρέασαν τόσο τα ευρωπαϊκά κράτη όσο και τις πολιτείες της Αμερικής, με τα αποτελέσματα να έχουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Αφού πρώτα διέκριναν τις χώρες της Ευρώπης σε «πυρήνα» (Βέλγιο, Δανία, Γερμανία, Γαλλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία) και «περιφέρεια» (Ελλάδα, Αγγλία, Ιρλανδία, Ιταλία, Πορτογαλία, Ισπανία) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης φαίνεται να έχουν υποστεί διαταραχές πιο ασύμμετρες απ' ό,τι εκείνες που έπληξαν περιοχές της Αμερικής, όπως επίσης και οι διαταραχές στους τομείς της ζήτησης και προσφοράς<sup>xx</sup> ανάμεσα στα εθνικά κράτη ήταν πολύ πιο έντονες από τις αντίστοιχες ανάμεσα στις πολιτείες της Αμερικής. Αυτό το απέδειξαν εξετάζοντας τον βαθμό συσχέτισης των διαταραχών στην ζήτηση και την προσφορά για καθεμία χώρα, όπως προέκυψαν από τα VAR<sup>xxi</sup> υποδείγματα ενώ διερεύνησαν εναλλακτικούς δείκτες, όπως η κινητικότητα εργατικού δυναμικού, η ευελιξία μισθών κτλ, με τα αποτελέσματα

---

<sup>xvii</sup> Μελετώντας κανείς την βιβλιογραφία, διαπιστώνει αποκλίσεις στα συμπεράσματα των ερευνητών που οφείλονται σε παράγοντες όπως η επιλογή μεταβλητών, στην διαφορετική υπό εξέταση περίοδο, στο διαφοροποιημένο υπό ανάλυση δείγμα & σε εναλλακτικούς τρόπους εκτίμησης.

<sup>xviii</sup> Antonio Fatás, 1998. "Does EMU need a fiscal federation?," Economic Policy, CEPR;CES;MSH, vol. 13(26), pages 163-203, 04.

<sup>xix</sup> Bayoumi, T. and Eichengreen, B. (1993), "Shocking Aspects of European Monetary Unification", in F. Torres and F. Giavazzi, "Growth and Adjustment in the European Monetary Union, Cambridge, Cambridge University Press

<sup>xx</sup> Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για τον διαχωρισμό των διαταραχών σε προσφοράς και ζήτησης έγινε με την υπόθεση ότι οι διαταραχές προσφοράς δεν επηρεάζονται από τη νομισματική πολιτική, έτσι όμως αποκλείονται σύμφωνα με τους Chamie, DeSerres και Lalonde (1994) πραγματικές διαταραχές ζήτησης, όπως δημοσιονομικές, διαταραχές στις καταναλωτικές προτιμήσεις κτλ.

<sup>xxi</sup> Τα υποδείγματα VAR παρέχουν μία απλή μέθοδο αναγνώρισης βασικών στοχαστικών διαταραχών μέσα από τις συναρτήσεις προσφοράς και ζήτησης.



να υποδεικνύουν λιγότερη ευελιξία σε σχέση με τους αντίστοιχους δείκτες στην Αμερική.

Παρομοίως, σύμφωνα με τον De Grauwe (2012)<sup>xxii</sup>, και άλλες εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι χώρες-μέλη υπόκεινται σε ασύμμετρες διαταραχές, με μία εμφανή διαφοροποίηση ανάμεσα σε αυτές της «περιφέρειας» και σε αυτές του «πυρήνα», ενώ στο σύνολό της η Ευρώπη διαφοροποιείται από τις Ηνωμένες Πολιτείες όσο αφορά την κινητικότητα εργατικού δυναμικού και την δημοσιονομική ενοποίηση.

Όσον αφορά την συνεργασία μεταξύ των δημοσιονομικών αρχών στην περίπτωση εμφάνισης συμμετρικών διαταραχών, ο Buti (2001)<sup>xxiii</sup> διαπίστωσε ότι όταν οι διαταραχές είναι στον τομέα της προσφοράς, είναι επιθυμητή η συνεργασία και ο συντονισμός τους και γενικότερα όταν υπάρχουν μεγάλες και όμοιες διαταραχές, οι κοινές ενέργειες από πλευράς πολιτικής μπορεί να αποβούν αρκετά επωφελείς.

Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Funke (1997) και Artis (1999) που ασχολήθηκαν με τις κυκλικές διακυμάνσεις στον ευρωπαϊκό χώρο, αξιολογώντας τον «πυρήνα» με υψηλό βαθμό συμμετρίας διαταραχών (ο «πυρήνας» φαίνεται να είναι πιο κοντά με στα χαρακτηριστικά των οικονομιών της Αμερικής) σε αντίθεση με την «περιφέρεια» που εμφάνιζε χαμηλό βαθμό συμμετρίας, αν και μακροπρόθεσμα αυτό δείχνει να αλλάζει.

Οι Demertzis και Rummel (1998)<sup>xxiv</sup>, διαπίστωσαν ότι οι διαταραχές στη ζήτηση ήταν πιο συγχρονισμένες τόσο στον «πυρήνα» όσο και στην «περιφέρεια» της Ευρωπαϊκής Ένωσης, κάτι που δεν ισχύει για διαταραχές στον τομέα της προσφοράς.

Τέλος, ένα τμήμα της εμπειρικής βιβλιογραφίας μελετά & την μεταβλητότητα της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και την σχέση της με τις ασύμμετρες διαταραχές. Ένας από τους πρώτους που ασχολήθηκε με αυτή τη σχέση ήταν ο Vaubel (1976)<sup>xxv</sup>, ο οποίος αν και διέκρινε τη δυσκολία να εντοπιστούν οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας που μπορεί να προκαλούνται από εξωγενείς παράγοντες,

---

<sup>xxii</sup> De Grauwe, P (2012), “The Governance of a Fragile Eurozone”, No. 346, May 2011

<sup>xxiii</sup> Buti, M. (2001), “Stabilizing Output and Inflation: Policy Conflict and Co-operation under a Stability Pact”, Journal of Common Market Studies, vol. 39, p.p 801-828

<sup>xxiv</sup> Demertzis, M. (1998), “Can ECB be truly Independent? Should it Be?”, ICMM Discussion Paper Series in Economics of European Integration, No 50, September, London

<sup>xxv</sup> Vaubel, R. (1976), “Real Exchange-rates Changes in the European Community: The Empirical Evidence and its Implications for European Currency Unification”, Review of World Economics, vol.112, pp.429-470

επισήμανε ότι η συναλλαγματική ισοτιμία αντιδρά σε περίπτωση ασύμμετρων διαταραχών, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι μία σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία θεωρείται ένδειξη έλλειψης ασυμμετριών και σύγκλισης οικονομικών κύκλων.

Βέβαια, σύμφωνα με τους Funke, Hall και Ruhwedel (1999)<sup>xxvi</sup>, έχει έρθει σε δεύτερη μοίρα η σημασία των διαταραχών που κατά καιρούς πλήττουν τις χώρες-μέλη μίας ένωσης αν και συμφωνούν με το ότι είναι πολύ πιθανό αρκετές χώρες να βρίσκονται αντιμέτωπες με τέτοιες δυσμενείς καταστάσεις γι' αυτό και ίσως θα ήταν προτιμότερο, σύμφωνα με αυτούς, οι ενώσεις και ειδικότερα η ευρωζώνη να αποτελείται από μικρότερο αριθμό χωρών που να προσδιορίζονται από ομοιόμορφες διαταραχές, όπως η Γερμανία, η Ολλανδία και η Αυστρία.

Πρέπει να τονιστεί σε αυτό το σημείο ότι, παρά τις διαφορές που χαρακτηρίζουν τις οικονομίες των χωρών-μελών της ευρωζώνης σε μεγέθη, όπως το κόστος εργασίας ή στον τύπο εξειδίκευσης των συντελεστών, δεν μπορεί να ισχυριστεί κάποιος ότι αποτελούν το βασικό εμπόδιο για την εύρυθμη λειτουργία της ζώνης, με την προϋπόθεση βέβαια οι παραπάνω διαφορές να συνοδεύονται από μακροοικονομικές ανισοροπίες βιώσιμες από την άποψη πχ της ανάπτυξης ή του δημοσίου χρέους.

Ο βαθμός που οι χώρες πλήττονται από ασύμμετρες διαταραχές καθώς και οι διακυμάνσεις που αφορούν τους οικονομικούς κύκλους στους οποίους βρίσκονται, εγείρουν σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τις πολιτικές που πρέπει να ακολουθούνται. Είναι σημαντικό όμως η ευρωζώνη να επωφεληθεί από τις πολιτικές προσαρμογής στο επίπεδο της ένωσης και από τις διακυβερνητικές συνεργασίες για την μείωση των παραπάνω ανισοροπιών.

---

<sup>xxvi</sup> Funke, Michael & Hall, Stephen & Ruhwedel, Ralf, 1999. "Shock Hunting: The Relative Importance of Industry-Specific, Region-Specific and Aggregate Shocks in the OECD Countries," Manchester School, University of Manchester, vol. 67(0), pages 49-65, Supplement., N.J:Princeton University Press, pp. 448-505

## 2.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Είναι ορατές οι διαρθρωτικές διαφοροποιήσεις ανάμεσα στις οικονομίες των χωρών-μελών της ευρωζώνης και επικρατεί μεγάλος βαθμός ετερογένειας, ο οποίος και με τη πρόσφατη διεύρυνσή της επιδεινώθηκε. Έχει εξεταστεί από πολλούς ερευνητές ο βαθμός ετερογένειάς της, μέσα από ένα σύνολο μεταβλητών, όπως το ΑΕΠ, το ποσοστό ανεργίας, το ποσοστό οικονομικής ανάπτυξης, με τα αποτελέσματα κατά κύριο λόγο να υποδεικνύουν ότι στην ευρωζώνη επικρατεί ένας υψηλός βαθμός ανομοιογένειας με τα ποσοστά αυτά να αποκλίνουν για διάφορους λόγους είτε παροδικούς είτε μόνιμους.

Πράγματι, τα τελευταία χρόνια έχει δοθεί μεγάλη προσοχή στην θεμελιώδη ετερογένεια της ευρωζώνης και πολλοί αναρωτιούνται αν ήταν ποτέ εφικτή μία νομισματική ένωση όπως η ευρωζώνη που εμπεριέχει τόσες πολλές διαφορετικές οικονομίες κάτι το οποίο θα μπορούσε να σκεφτεί κανείς και για τη ζώνη του δολαρίου. Βέβαια και για τις δύο ζώνες, η απάντηση είναι θετική γιατί το γεγονός ότι χαρακτηρίζονται από ανομοιογένεια, αυτό από μόνο του δεν αποτελεί αναγκαία συνθήκη ότι πρόκειται για προβληματικές ζώνες. Έτσι, η ευρωζώνη διακρίνεται τόσο από πλεονασματικές χώρες όσο και από ελλειμματικές, με την καθεμία να έχει διαφορετικό λόγο να επιθυμεί τη νομισματική ενοποίηση και την συμμετοχή της στην ένωση.

Από την άλλη, η πλειοψηφία των ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί και που έχουν εφαρμόσει εξειδικευμένους στατιστικούς ελέγχους, καταλήγουν στο ότι υπάρχουν σχετικά υψηλοί βαθμοί συσχέτισης οικονομικών κύκλων μεταξύ των χωρών-μελών της ευρωζώνης, όπως για παράδειγμα μεταξύ Γερμανίας και χωρών που ανήκουν στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη και υποδεικνύεται ότι οι οικονομίες της ευρωζώνης τα τελευταία χρόνια είναι περισσότερο συγχρονισμένες .

Δεδομένης της ομοφωνίας σε θεωρητικό επίπεδο λοιπόν, θα μπορούσαμε να πούμε ότι υπάρχει ένας ικανοποιητικός βαθμός συσχέτισης μεταξύ των οικονομικών κύκλων στην ευρωζώνη οπότε, το κόστος απώλειας της νομισματικής ανεξαρτησίας δεν λαμβάνεται ως ιδιαίτερα υψηλό. Παρόλα αυτά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι αν και υπήρχε αισιοδοξία ότι η έλευση του ευρώ θα οδηγούσε σε περαιτέρω ολοκλήρωση των εθνικών οικονομιών & η ενοποίηση αυτή θα μπορούσε να αντανακλάται σε μείωση του ποσοστού εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών, τα πράγματα δείχνουν ότι αυτό προς το παρόν είναι δύσκολο να επιτευχθεί και αν και έχουν γίνει σχετικές προσπάθειες ώστε να

ανταποκριθεί στις προκλήσεις και στις ειδικές διαδρομές κάθε οικονομίας, η κρίση και κάποια άλλα φαινόμενα έχουν επιδεινώσει το φαινόμενο της ανομοιογένειας στο εσωτερικό της ευρωζώνης.

Η εμπειρία από την ανάλυση της ζώνης του ευρώ υποδεικνύει ότι είναι απαραίτητη η επανεξέταση της σημασίας της αντιμετώπισης του ζητήματος των δυσαρμονιών, ενώ είναι σημαντικό να δοθεί η δέουσα προσοχή στο βασικό μειονέκτημα των νομισματικών ενώσεων, όπως η ευρωζώνη, που δεν είναι άλλη από την μειωμένη ευελιξία των οικονομιών που την αποτελούν να προσαρμόζονται σε ασύμμετρες διαταραχές και κρίσεις.

## **Κεφάλαιο 3: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ**

### 3.1 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής<sup>xxvii</sup> στο πλαίσιο της ευρωζώνης πραγματοποιείται με ευθύνη των εθνικών κυβερνήσεων γεγονός που γεννά ερωτήματα ως προς το αποτελεσματική μπορεί να θεωρηθεί και πόσο επιβάλλεται η ανάγκη πειθαρχίας των χωρών-μελών σε κανόνες που έχουν ρυθμιστεί. Από την άλλη, η νομισματική πολιτική αποτελεί το κυρίαρχο εργαλείο άσκησης οικονομικής πολιτικής, με τους μηχανισμούς μετάδοσης<sup>xxviii</sup> των αποφάσεων της να επηρεάζουν το σύνολο της οικονομίας, τον πραγματικό τομέα & κυρίως το επίπεδο των τιμών σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ.

Η άσκηση νομισματικής πολιτικής, στο πλαίσιο της ΕΕ, ανατέθηκε στο Ευρώ-σύστημα, δηλαδή στο ευρωπαϊκό σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) , το οποίο αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των κρατών-μελών των οποίων οι αρμοδιότητες καθορίζονται από τις διατάξεις της Συνθήκης του Μάαστριχτ και του καταστατικού τους. Πρωταρχικός της στόχος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών , όπως ορίζεται στο άρθρο 105 της Συνθήκης, ευνοώντας την αναβάθμιση των οικονομικών συνθηκών σε μακροχρόνια βάση και συνεισφέροντας στην πραγματοποίηση υψηλών επιπέδων οικονομικής δραστηριότητας και απασχόλησης στο εσωτερικό της ευρωζώνης ενώ, είναι υπεύθυνη για την άσκηση νομισματικής πολιτικής στην Ευρωπαϊκή Ένωση με σκοπό τον έλεγχο ρευστότητας & διαχείρισης του ευρώ, χωρίς όμως να παραβλέπει επιδιώξεις, όπως προώθηση απασχόλησης και ανάπτυξη, που βέβαια δεν επηρεάζουν τον βασικό της στόχο.

---

<sup>xxvii</sup> Όταν αναφερόμαστε στον χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής σε επίπεδο ένωσης, εννοούμε το άθροισμα των ελλειμμάτων και πλεονασμάτων των εθνικών προϋπολογισμών των χωρών που την αποτελούν.

<sup>xxviii</sup> Ένας από τους τρόπους μετάδοσης αυτών είναι μέσω των επιτοκίων, τα οποία και μεταβάλλονται εξαιτίας των μεταβολών της προσφοράς χρήματος από την κεντρική τράπεζα και τα οποία με τη σειρά τους επηρεάζουν τις επενδύσεις, το εισόδημα και την απασχόληση και ο άλλος, μέσω των συναλλαγματικών ισοτιμιών καθώς μία μεταβολή της προσφοράς χρήματος μεταβάλλει τα επιτόκια και συνεπώς τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, επηρεάζοντας έτσι τις καθαρές εξαγωγές, το εισόδημα και την απασχόληση.

Είναι γεγονός ότι η κρίση στην ευρωζώνη πυροδότησε εκ νέου πολιτικής φύσεως συζητήσεις αναφορικά με τις προοπτικές της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής. Ήδη, η συνθήκη του Μάαστριχτ και στη συνέχεια η συνθήκη του Άμστερνταμ, είχαν επισημάνει την ενίσχυση του ρόλου των εθνικών κοινοβουλίων στα πλαίσια λειτουργίας της ευρωζώνης και είχαν ενθαρρύνει τη μεγαλύτερη συμμετοχή τους στις δραστηριότητες της ένωσης. Με την Μεταρρυθμιστική Συνθήκη, καθιερώθηκε και το σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης, στα πλαίσια της αρχής της επικουρικότητας και αναδείχθηκε η σημασία στενής συνεργασίας των εθνικών κοινοβουλίων με το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο.

Βέβαια, πρέπει να τονιστεί ότι μετά την εμφάνιση της κρίσης διαμορφώθηκε ένα νέο θεσμικό πλαίσιο περισσότερο διακυβερνητικού και όχι κοινοτικού χαρακτήρα (όπως ίσχυε σε προγενέστερες ισχύουσες συνθήκες). Αυτό σημαίνει ότι υπήρχε υπεροχή του εθνικού έναντι του κοινοτικού δικαίου και η ευρωζώνη απομακρύνθηκε από τους θεσμικούς μηχανισμούς και κυρίως από τη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, το οποίο πλέον δεν είχε συμμετοχή σε κρίσιμες αποφάσεις που λαμβάνονται από το Eurogroup.

Από την άλλη, η ΕΚΤ ηγείται της στενής συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών της ευρωζώνης. Το καταστατικό της καθιστά ξεκάθαρο ότι δεν έχει παρά μόνο να διατηρεί τη νομισματική σταθερότητα και υποστήριξη των γενικότερων οικονομικών στόχων του Ευρωπαϊκού συμβουλίου και απαγορεύεται αυστηρώς να την απασχολούν αναπτυξιακά ζητήματα όπως και να ενισχύει, δανείζοντας άμεσα, μία χώρα-μέλος που έρχεται αντιμέτωπη με σοβαρά δημοσιονομικά προβλήματα. Εξάλλου, αυτή η αρχή «διαχωρισμού» μεταξύ των κυβερνήσεων της ευρωζώνης και της ΕΚΤ αντανακλά και το «πνεύμα» της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

Η ουδετερότητα του ρόλου της έχει αμφισβητηθεί από πολλούς που υποστηρίζουν την αναποτελεσματικότητα του ίδιου του καταστατικού της αλλά και τον μεροληπτικό χαρακτήρα ολόκληρης της ευρωζώνης. Η ανεξαρτησία, παρόλα αυτά, της ΕΚΤ, συντελεί στον βασικό της στόχο που δεν είναι άλλος από την επίτευξη σταθερότητας τιμών. Επίσης, το γεγονός ότι παραμένει λειτουργικά ανεξάρτητη, την προφυλάσσει από οποιαδήποτε επιρροή και πολιτική παρέμβαση.

Βέβαια, η εμφάνιση της κρίσης τόνισε την ανάγκη για περαιτέρω ρύθμιση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα στα πλαίσια της ευρωζώνης. Τον Ιούνιο του 2012, στα

πλαίσια λήψης μέτρων, προτάθηκε η υλοποίηση του σχεδίου τραπεζικής ένωσης, δηλαδή η δημιουργία ενός ολοκληρωμένου χρηματοοικονομικού πλαισίου για την διαφύλαξη χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την ελαχιστοποίηση του κόστους λόγω μη διευθέτησης προβληματικών πιστωτικών ιδρυμάτων. Θεωρείται η μεγαλύτερη πρόκληση για τον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο, καθώς η ολοκλήρωσή της συνιστά το πιο πολύπλοκο και φιλόδοξο εγχείρημα της Ευρώπης. Η συμβολή της ωστόσο έγκειται στην εξασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού και στην γενικότερη ενίσχυση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, περιορίζοντας παράλληλα τον κίνδυνο μετάδοσης της κρίσης.

### 3.2 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΟΥ ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η ευρωζώνη θεωρείται ως η ισχυρότερη ένωση κρατών μέχρι σήμερα στην παγκόσμια ιστορία, ενώ είναι από τις μεγαλύτερες οικονομικές και πολιτικές οντότητες με πάνω από 500 εκατομμύρια κατοίκους ή 7,3 % του παγκόσμιου πληθυσμού, γι' αυτό και η δημιουργία της θεωρήθηκε ένα σημαντικό βήμα για την δημιουργία της Κοινής Ευρωπαϊκής Αγοράς.

Η πρόσφατη κρίση ωστόσο, αποκάλυψε βασικές παραλείψεις στο σχεδιασμό της οικονομικής πολιτικής που ακολουθήθηκε και στο πλαίσιο διακυβέρνησης από πλευράς των ασκούντων της πολιτικής, που ίσως δεν έγιναν αντιληπτές από τα αρμόδια όργανα, έγκαιρα, ώστε οι εποπτικοί μηχανισμοί να λειτουργήσουν με αποτελεσματικότητα και να αντιμετωπίσουν τους κινδύνους που απορρέουν τόσο από τον υπερβολικό δανεισμό όσο από τις αποκλίσεις στην ανταγωνιστικότητα. Θέλοντας να αξιολογήσουμε την άσκηση διακυβέρνησης στο πλαίσιο της ευρωζώνης, πριν και κυρίως μετά την κρίση, μπορούμε να εντοπίσουμε τις παρακάτω αδυναμίες.

Θα μπορούσε να ισχυριστεί κανείς ότι οι προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ευρωζώνη έχουν την βάση τους στην πολιτική. Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, που έχουν μία ενιαία δημοσιονομική και νομισματική πολιτική, στην ευρωζώνη, εφόσον δεν υπάρχει κοινή εκπροσώπηση και διακυβέρνηση, οι πολιτικές αποφάσεις λαμβάνονται από το Euro group, του οποίου βασικός ρόλος είναι ο στενός συντονισμός των οικονομικών πολιτικών, με βασικό στόχο την επίτευξη χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και ανάπτυξης.

Τα δύο σημαντικότερα προβλήματα- κλειδιά που αντιμετωπίζει η ευρωζώνη είναι τα υψηλά ελλείμματα/χρέη και η χαμένη ανταγωνιστικότητα, που όμως δεν ήταν προβλήματα του συνόλου της ευρωζώνης αλλά συγκεκριμένων χωρών-μελών της. Το γεγονός ότι οι μηχανισμοί μεταφοράς πόρων<sup>xxix</sup> που υπάρχουν στην ευρωζώνη είναι άκαμπτοι, με τις χώρες του «πυρήνα» να τροφοδοτούν τις χώρες της «περιφέρειας»,

---

<sup>xxix</sup> Γιατί νέοι εξισορροπητικοί μηχανισμοί ροής πόρων προς την σχετικά πιο αδύνατη χώρα δεν έχουν προβλεφθεί ταυτόχρονα με την κοινή νομισματική πολιτική.



οδηγεί στο να αυξάνονται οι ανισότητες στο επίπεδο της ανταγωνιστικότητας αλλά και να οξύνονται γενικότερα οι αντιθέσεις μεταξύ τους. Με αυτόν τον τρόπο, ο «πυρήνας» γίνεται πιο ισχυρός και η «περιφέρεια» πιο αδύναμη. Αυτό δείχνει και ένα στοιχείο ανεπάρκειας της δημοσιονομικής πολιτικής, που έχει να κάνει με την κατανομή οικονομικών πόρων στο σύνολο της ζώνης, καθώς διαφαίνεται ότι η ευρωζώνη στερείται της έννοιας ενός ενιαίου κράτους και ενός ολοκληρωμένου μηχανισμού δημοσιονομικής μεταβίβασης πόρων και φορολογικού συστήματος.

Σε αυτό συνηγορεί και η απουσία ικανοποιητικών εποπτικών ρυθμίσεων στα πλαίσια της ευρωζώνης καθώς και η ανεπάρκεια ελέγχου και επιτήρησης των οικονομιών της ευρωζώνης<sup>xxx</sup>. Επιπλέον, το γεγονός ότι δεν έχουν την ευελιξία του δικού τους νομίσματος, τους δυσκολεύει στο να αυξήσουν την ανταγωνιστικότητά τους με αποτέλεσμα να μην αμβλύνονται οι ανισοροπίες μεταξύ τους.

Πράγματι, οι χώρες, στην προ- ευρώ εποχή, για να αυξήσουν την ανταγωνιστικότητά τους στην παγκόσμια αγορά, χρησιμοποιούσαν το εργαλείο της υποτίμησης του νομίσματός τους, κάτι που απώλεσαν με την είσοδο στην ευρωζώνη. Ενώ αντιμετώπιζαν τις όποιες διαταραχές με υποτίμηση του νομίσματός τους, στην μετά- κρίση εποχή, καταφεύγουν σε πολιτικές εσωτερικής υποτίμησης. Υιοθετήθηκαν δηλαδή στο πλαίσιο της κυκλικής πολιτικής, πολιτικές λιτότητας, με στόχο την βελτίωση των οικονομικών μεγεθών, χωρίς να συνοδευτούν όμως από μία αναπτυξιακή πολιτική.

Παράλληλα, η υπερβολική έμφαση στα ελλείμματα ως προτεινόμενο κριτήριο και αντίστοιχα η ελλιπής επικέντρωση στα επίπεδα δημοσίου χρέους δημιούργησε σοβαρά προβλήματα στο περιβάλλον της ένωσης. Και αυτό γιατί η παρακολούθηση των δημοσίων οικονομικών των χωρών-μελών επικεντρωνόταν στα ετήσια ελλείμματα προϋπολογισμού και όχι αρκετά στα επίπεδα χρέους τους και έτσι αν και οι χώρες-μέλη της ζώνης διατηρούσαν χαμηλά ελλείμματα ακόμα και πλεονάσματα ορισμένες, παρόλα αυτά, ήρθαν αντιμέτωπες με υψηλά επίπεδα χρέους ως αποτέλεσμα της παγκόσμιας κρίσης. Έντονη κριτική ασκείται σήμερα και όσον αφορά τα κριτήρια που έθεταν οι δύο συνθήκες καθώς ενώ θεωρητικά δέσμευαν τα κράτη-μέλη στο να

---

<sup>xxx</sup> Υπάρχει δυσκολία στο να εντοπιστούν οι μη βιώσιμες εξελίξεις στην ανταγωνιστικότητα και στην πιστωτική επέκταση, γεγονός που οδηγεί σε συσσώρευση μεγάλων επιπέδων ιδιωτικού και δημοσίου χρέους και σε αποδυνάμωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

συγκλίνουν προς κάποιους συγκεκριμένους οικονομικούς δείκτες παρόλα αυτά, στην πράξη αυτό παραβιάζόταν<sup>xxxι</sup>.

Από την άλλη, η δημοσιονομική πειθαρχία, η οποία υποκινεί την καθιέρωση Ευρωπαϊκών κανόνων και μηχανισμών διασφάλισής της και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα συνιστούν τις κρίσιμες προϋποθέσεις βιωσιμότητας της ευρωζώνης. Όπως διαφαίνεται στην πράξη, δεν υπάρχει απόλυτη εφαρμογή των δημοσιονομικών κανόνων από το σύνολο των χωρών της ζώνης. Εξάλλου, η έλλειψη δημοσιονομικής πειθαρχίας και η ανεπαρκής δημοσιονομική διαχείριση αποτελούν τους συστημικούς παράγοντες, που με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οδήγησαν τα τελευταία χρόνια πολλές χώρες στην ύφεση, σε υψηλά ελλείμματα και σε ολοένα αυξανόμενο δημόσιο χρέος. Παράλληλα, οι ενέργειες από πλευράς των χωρών-μελών σε εθνικό επίπεδο αποδεικνύονται ασυντόνιστες ενώ υπόκεινται σε χαλαρούς περιορισμούς, με αποτέλεσμα το ενδεχόμενο μετάδοσης δευτερογενών επιπτώσεων πολιτικής μεταξύ των χωρών-μελών να είναι εμφανές.

Είναι προφανές ότι η επιβολή δημοσιονομικής πειθαρχίας και ελέγχου στο σύνολο των χωρών της ευρωζώνης, κατά το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης δεν μπορεί να θεωρηθεί απολύτως αποτελεσματική. Βέβαια, με την μεταρρύθμιση του ΣΣΑ το 2011 στο πλαίσιο βελτίωσης της οικονομικής διακυβέρνησης, δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στα δύο παραπάνω σκέλη, ενώ προβλέπονται κυρώσεις που επιβάλλονται νωρίτερα ώστε να τηρούνται οι δεσμεύσεις από τις χώρες-μέλη που τις επωμίζονται.

Τέλος, σε αρκετές περιπτώσεις παρατηρείται βραδύτητα στη λήψη σημαντικών αποφάσεων από τα θεσμικά όργανα η οποία επιδεινώνει την κατάσταση, καθώς αναβάλλονται στην πράξη σημαντικές ρυθμίσεις για την αντιμετώπιση ανησυχητικών εξελίξεων στα πλαίσια της ζώνης του ευρώ, με αποτέλεσμα να μην αντιμετωπίζονται επαρκώς οι οικονομικές δυσκολίες που ανακύπτουν. Είναι γεγονός ότι ακόμα και σε εθνικό επίπεδο, η λήψη αποφάσεων είναι αρκετά προβληματική, πόσο μάλλον σε επίπεδο ευρωζώνης όπου απαιτείται ομοφωνία από πλευράς των εκπροσώπων των χωρών-μελών και οι πολιτικές αποφάσεις που λαμβάνονται επηρεάζουν τις οικονομίες των υπόλοιπων χωρών. Με την ενίσχυση του ΣΣΑ το 2011, οι διαδικασίες λήψης αποφάσεων έγιναν περισσότερο αυτοματοποιημένες μέσω της θέσπισης της

---

<sup>xxxι</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα η Ελλάδα και η Ιταλία, οι οποίες δεν πληρούσαν το κριτήριο περί δημοσίου χρέους ενώ χώρες όπως η Γαλλία και η Γερμανία που δεν ικανοποιούσαν άλλα κριτήρια απαλλάχθηκαν από τις προβλεπόμενες κυρώσεις που όριζε η ίδια η Συνθήκη.

αντίστροφης ενισχυμένης πλειοψηφίας, κάτι που αποτελεί μία καινοτομία για τα ισχύοντα δεδομένα, αν και κατά την ΕΚΤ, ο αυτοματισμός εκπληρώθηκε εν μέρει.

### 3.2.1 MONTELO «NEΑΣ ΣΥΝΑΙΝΕΣΗΣ»

Τα τελευταία είκοσι χρόνια, η συμβατική μακροοικονομική θεωρία και πρακτική κυριαρχείται από ένα νέο οικονομικό υπόδειγμα, γνωστό ως μοντέλο της «νέας συναίνεσης». Είναι σημαντικό να γίνει αναφορά στις βασικές παραδοχές του ώστε να αναδειχθεί το επιχείρημα ότι οι προκλήσεις του σημερινού πλαισίου πολιτικής έχουν τη βάση τους κυρίως στην πολιτική.

Στο πλαίσιο της θεωρίας της «νέας συναίνεσης», η αξία της δημοσιονομικής πολιτικής «υποτιμάται» καθώς δεν θεωρείται αποτελεσματικό εργαλείο άσκησης σταθεροποιητικής πολιτικής, κάτι που δικαιολογείται από τα παρακάτω επιχειρήματα:

- Πρώτον, ενέχει κινδύνους εκδήλωσης πληθωριστικών πιέσεων και προσδοκιών εξαιτίας της αύξησης της συνολικής ενεργούς ζήτησης και της πιθανότητας πληθωριστικής χρηματοδότησης του δημοσίου χρέους (αύξηση των δανειακών αναγκών του κρατικού τομέα).
- Δεύτερον, η αύξηση του επιπέδου των επιτοκίων δανεισμού και γενικότερα ο δημόσιος δανεισμός απορροφά μέρος της εθνικής αποταμίευσης, συνοδεύεται από διόγκωση του επιπέδου των δημοσίων δαπανών και οδηγεί σε παραγκωνισμό των ιδιωτικών επενδύσεων (το φαινόμενο του «crowding-out effect»).
- Τρίτον, η αδυναμία άμεσης προσαρμογής σε μεταβολές του οικονομικού κλίματος, έχει ως αποτέλεσμα μεγαλύτερη χρονική υστέρηση των επιπτώσεων της δημοσιονομικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία, κάτι που προδίδει τις θεσμικές ιδιαιτερότητες της. Ακόμα και η προσαρμογή μέσω της χρήσης αυτόματων σταθεροποιητών, δεν οδηγεί σε σημαντική επίδραση στην ενεργό ζήτηση καθώς οι πολλαπλασιαστές θεωρούνται πολύ μικρότεροι της μονάδας, συνεπώς η προσαρμογή θεωρείται ανεπαρκής.

Όλα τα παραπάνω, αιτιολογούν, σύμφωνα με τους θεωρητικούς της «νέας συναίνεσης», την ανάγκη πρακτικής υποβάθμισης του σταθεροποιητικού ρόλου της

διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής, γι' αυτό και προτείνουν την εισαγωγή αυστηρότερων κανόνων δημοσιονομικής πειθαρχίας για την διασφάλιση υγιών δημοσίων οικονομικών.

Από την άλλη, το μοντέλο «νέας συναίνεσης» ενισχύει την ανάγκη αναβάθμισης του ρόλου της κεντρικής τράπεζας και της νομισματικής πολιτικής στη διαχείριση της ενεργούς ζήτησης, εμμένοντας παράλληλα στην μονεταριστική φιλοσοφία της επίτευξης νομισματικής σταθερότητας ως μείζονα στόχο αυτής της πολιτικής. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, βασικός στόχος της νομισματικής πολιτικής είναι η διασφάλιση ενός προκαθορισμένου χαμηλού ρυθμού πληθωρισμού, ο οποίος, στο πλαίσιο αυτού του μοντέλου, εκλαμβάνεται ως αποτέλεσμα υπερβάλλουσας ζήτησης στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών.

Αυτή η πρακτική θεωρείται, για τους υποστηρικτές της, ως η πιο κατάλληλη επιλογή για την οικοδόμηση της αντιπληθωριστικής τους αξιοπιστίας στις αγορές. Στο νομισματικό σύστημα της «νέας συναίνεσης», η σταθεροποίηση του ρυθμού πληθωρισμού στο προκαθορισμένο επίπεδο-στόχο διεκπεραιώνεται μέσω κατάλληλων προσαρμογών του παρεμβατικού επιτοκίου που καθορίζει η κεντρική τράπεζα. Οπότε, η διαμόρφωση του επιπέδου του βασικού επιτοκίου δανεισμού από τις ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες αποτελεί βασικό εργαλείο διαχείρισης βραχυπρόθεσμων οικονομικών διακυμάνσεων και της εγχώριας ζήτησης.

Συνεπώς, στο μοντέλο της «νέας συναίνεσης», επικρατεί η υπόθεση ότι η αντιπληθωριστική αποτελεσματικότητα που πηγάζει από την άσκηση νομισματικής πολιτικής εξαιρείται εξαιτίας των πληθωριστικών προσδοκιών που δημιουργεί η άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής, γι' αυτό και ο ρόλος της τελευταίας πρέπει να λειτουργεί συμπληρωματικά, βελτιώνοντας της αντιπληθωριστική δράση της πρώτης.

Παρόλα αυτά, αν και δεν αμφισβητείται το γενικότερο πλαίσιο της θεωρίας της «νέας συναίνεσης», η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η επακόλουθη ύφεση δημιούργησε διαφωνίες στους κόλπους της συμβατικής οικονομικής σκέψης και ερωτήματα όσον αφορά το πλαίσιο περιοριστικής πολιτικής που υιοθετεί, μέσω των προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής και λιτότητας.

### 3.2.2 ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ Η ΜΗ ΚΡΑΤΟΥΣ: «HOT MONEY» ή ΛΙΤΟΤΗΤΑ

Η κρίση στον ευρωπαϊκό χώρο που κορυφώθηκε το 2008, εξαπλώθηκε στις οικονομίες της ευρωζώνης, οι οποίες εξαιτίας της αβεβαιότητας που επικράτησε, ήρθαν αντιμέτωπες με αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης, υψηλά επίπεδα ανεργίας, μειωμένες επενδύσεις και επιβράδυνση του μεγέθους της πραγματικής οικονομίας τους. Τα δημοσιονομικά βάρη που ανέλαβαν οι κυβερνήσεις των χωρών-μελών της ζώνης, έθεσαν υπό αμφισβήτηση τη φερεγγυότητά της, αναδεικνύοντας παράλληλα την θεμελιώδη αδυναμία άσκησης δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής στο πλαίσιο της. Παράλληλα, ο πιστωτικός κίνδυνος, αποτέλεσμα των υπερβολικών ελλειμμάτων, παρέμενε υψηλός και διεύρυνε τα spreads (θα αναλυθούν παρακάτω) στις αγορές κεφαλαίου, ενώ ανεδείχθη η ανεπάρκεια των κανόνων του ΣΣΑ και της Συνθήκης του Μάαστριχτ να προλαμβάνουν και να αντιμετωπίζουν αποτελεσματικά πιθανές ανισορροπίες και κρίσεις στο εσωτερικό της ζώνης.

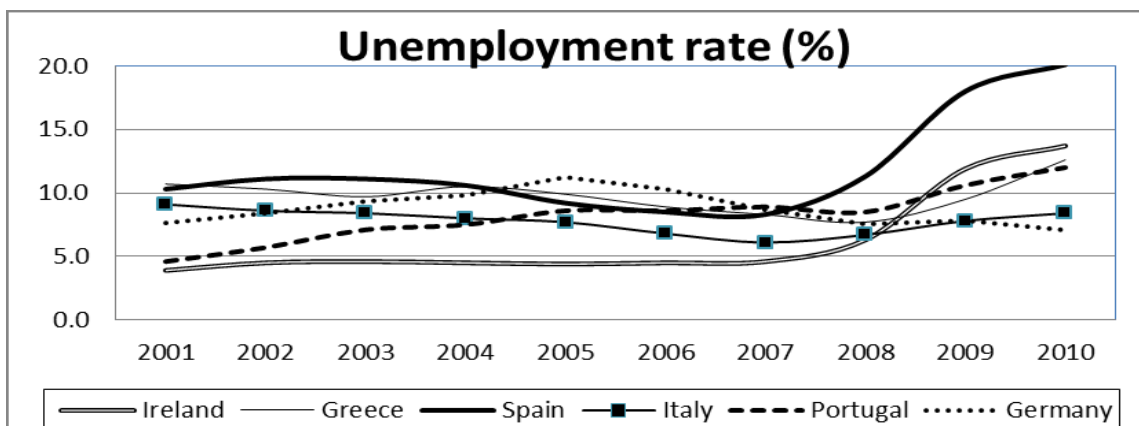
Παρόλα αυτά, η πρωτοφανής άμεση παρέμβαση των κρατικών μηχανισμών του 2008-2009 απέτρεψε μεν την κατάρρευση των τραπεζών το 2010, δημιουργώντας μία σχετική σταθερότητα, παρόλα αυτά δεν βοήθησε στο να αποτραπεί η κρίση χρέους, με τα υπερβολικά ελλείμματα των οικονομιών της ευρωζώνης, κυρίως των χωρών της «περιφέρειας», και τους πιστωτικούς κινδύνους να παραμένουν εμφανείς. Αξίζει να υπενθυμίσουμε με ποιον τρόπο οι κυβερνήσεις επέλεξαν να αντιταχθούν απέναντι στην κρίση τόσο στον ευρωπαϊκό χώρο όσο και στην Αμερική και αν αυτή η παρέμβαση μπορεί να αποδειχθεί αποτελεσματική για τις 2 οικονομίες.

Στον ευρωπαϊκό χώρο, οι χώρες της «περιφέρειας» μην έχοντας λάβει βοηθητικά δάνεια μέχρι και τις αρχές του 2010 από την ΕΚΤ, ώστε να αμβλυνθούν οι πιέσεις, αναγκάστηκαν να λάβουν σκληρά μέτρα λιτότητας, που επιβλήθηκαν ως θεραπεία και περιλαμβάνουν έναν συνδυασμό περικοπής δημοσίων δαπανών και αύξησης φορολογικού συστήματος, με αώτερο σκοπό τη μείωση των ελλειμμάτων προϋπολογισμού και του δημοσίου χρέους τους. Επίσης, υποβλήθηκαν σε δραστικά μέτρα όπως δραστικές μειώσεις μισθών στον ιδιωτικό τομέα, απολύσεις στον δημόσιο τομέα, συρρίκνωση του κράτους πρόνοιας, απορρύθμιση αγορών εργασίας κτλ, ώστε να ανακτηθεί η εμπιστοσύνη, να μειωθεί το επίπεδο των επιτοκίων και να αναπληρωθεί

μέρος ή σύνολο της χαμένης ανταγωνιστικότητάς τους. Με άλλα λόγια, αναγκάστηκαν να εφαρμόσουν πολιτικές «εσωτερικής υποτίμησης» (και όχι υποτίμησης του νομίσματος), μέσω μείωσης του επιπέδου μισθών, τιμών και αυστηρή δημοσιονομική πολιτική.

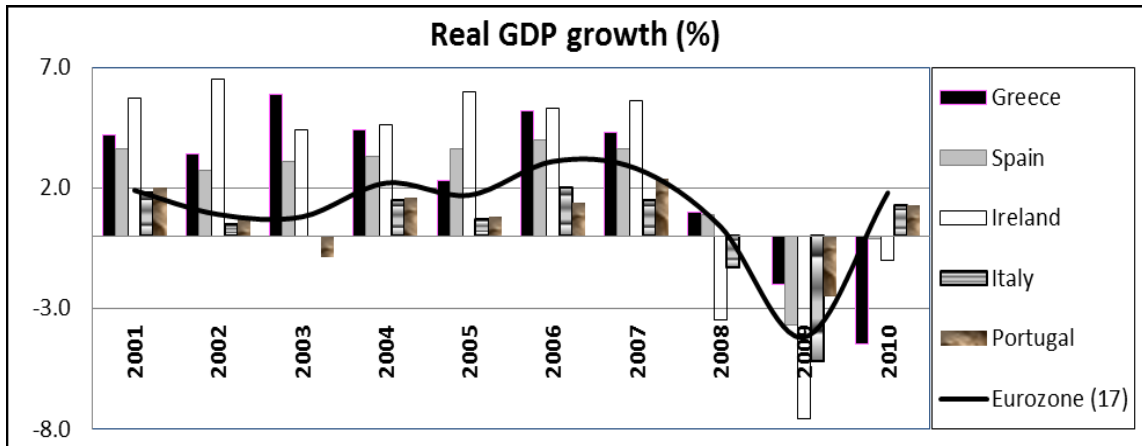
Βέβαια, αυτή η αποπληθωριστική πολιτική προκάλεσε ακόμα μεγαλύτερη ύφεση, μετέπειτα με αρνητικές πιέσεις, μέσω των αυτόματων σταθεροποιητών στο δημοσιονομικό ισοζύγιο, ενώ είχε δυσμενείς επιδράσεις στο πεδίο του δημοσίου χρέους και στην κρίση ρευστότητας-φερεγγυότητας. Για παράδειγμα, η πολιτική αυτή ήταν εν ισχύ στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2009-2012, με τα αποτελέσματα να είναι διόλου ικανοποιητικά καθώς το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της το 2009 ήταν 92% του μέσου όρου στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το 2011 «κατρακύλησε» στο 82%, συγκριτικά με χώρες όπως η Γαλλία, στην οποία το ποσοστό μειώθηκε μόλις από 108% σε 107% και η Γερμανία, από 128% σε 120% ενώ αντίστοιχα το ποσοστό ανεργίας της εκτοξεύτηκε πάνω από 27% και χωρίς να υπάρχει ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας και αύξησης των εισροών ξένων κεφαλαίων (Eurostat 2012). Παρακάτω παρουσιάζεται η αυξητική τάση του ποσοστού ανεργίας από το 2001 και μετά, για τις περιφερειακές χώρες, συγκριτικά με το αντίστοιχο της ισχυρής Γερμανίας, όπως και η πτωτική πορεία του ΑΕΠ, συγκριτικά με τον μέσο όρο της ευρωζώνης, για το ίδιο διάστημα:

Διάγραμμα 1



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 2



Πηγή: Eurostat

Παράλληλα, η εφαρμογή των προγραμμάτων λιτότητας επηρέασε εμμέσως και τα πιστωτικά ιδρύματα, επιδρώντας αρνητικά τόσο στην ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων τους, μέσω της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος νοικοκυριών και των εσόδων των επιχειρήσεων, όσο και στην αποτίμηση των αξιογράφων. Η ευρωζώνη λοιπόν, και κυρίως οι χώρες της «περιφέρειας» έχουν μπει σε έναν φαύλο κύκλο αυστηρής δημοσιονομικής πολιτικής με δυσμενείς συνέπειες, όπως χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, μειωμένες επενδύσεις κτλ. Παρακάτω ενδεικτικά παρουσιάζονται οι επιπτώσεις των μέτρων αυτών στις χώρες της «περιφέρειας» της ευρωζώνης που τα εφάρμοσαν και τα εφαρμόζουν ακόμα συγκριτικά με ορισμένες χώρες του «πυρήνα».

**Πίνακας 3 : Μεταβολή του Κυκλικά Προσαρμοσμένου Δημοσιονομικού Ισοζυγίου  
2009-2014(% ΑΕΠ)**

<b>Χώρα</b>	<b>Ποσοστό μεταβολής</b>
Ελλάδα	<b>17.1</b>
Ιρλανδία	<b>11.0</b>
Πορτογαλία	<b>9.7</b>
Ισπανία	<b>8.0</b>
Μεγάλη Βρετανία	<b>7.3</b>
Ιταλία	<b>4.7</b>
Γαλλία	<b>3.3</b>
Ολλανδία	<b>1.2</b>
Γερμανία	<b>0.6</b>

*Πηγή:IMF 2012*

**Πίνακας 4 : Συνολική Επένδυση στην Ευρωζώνη 2009-2014 (% ΑΕΠ)**

<b>Χώρα</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Αυστρία</b>	21.032	21.051	23.013	22.677	21.556	22.019
<b>Κύπρος</b>	19.356	19.797	16.478	14.896	11.466	10.024
<b>Γαλλία</b>	18.950	19.292	20.759	19.797	19.362	19.686
<b>Γερμανία</b>	16.411	17.336	18.251	17.262	16.748	17.408
<b>Ελλάδα</b>	18.575	17.535	16.109	13.685	13.008	12.766
<b>Ιρλανδία</b>	15.162	11.845	11.224	10.864	11.507	11.986
<b>Ιταλία</b>	18.851	20.051	19.774	17.957	17.055	17.878
<b>Ολλανδία</b>	18.403	17.781	18.117	17.533	16.218	16.515
<b>Πορτογαλία</b>	20.205	20.175	18.432	16.707	15.517	15.881
<b>Ισπανία</b>	23.901	22.823	21.243	19.752	18.246	18.061

*Πηγή:IMF, World Economic Outlook Database, 2014*



Αντίθετα με την ευρωζώνη, στις ΗΠΑ, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση, θέλοντας να αντιμετωπίσει το πρόβλημα της επιβράδυνσης της ανάπτυξης της οικονομίας της, επιλέγει την αντισυμβατική δίοδο του «hot money», δηλαδή το τύπωμα χρήματος. Αυτό σημαίνει ότι η κεντρική τράπεζα, θέλοντας να διατηρήσει τα μακροπρόθεσμα επιτόκια σε χαμηλό επίπεδο και να αυξήσει την προσφορά χρήματος, αγοράζει ομόλογα του κράτους, χρηματοδοτώντας έτσι το έλλειμά του. Με αυτόν τον τρόπο, επιτυγχάνει την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, αυξάνοντας την ρευστότητα και τη δυνατότητα δανεισμού.

Συγκεκριμένα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, ενώ είχε στον ισολογισμό της πριν την ύφεση 700 με 800 δις δολαρίων (USD) από ομόλογα Δημοσίου, τον Ιούνιο του 2010 με την αγορά τίτλων όπως MBS, είχε φτάσει το αστρονομικό ποσό των 2,1 τρις USD!( QE1). Τον επόμενο χρόνο, βλέποντας τον ισολογισμό της να μειώνεται ως αποτέλεσμα της επιδείνωσης του χρέους, προχώρησε σε νέα αγορά 600 δις USD τίτλων δημοσίου (QE2) ενώ το 2012 μπήκε σε πρόγραμμα αγοράς τίτλων αορίστου χρόνου ποσού 40 δις USD σε μηνιαία βάση (QE3), ποσό που αυξήθηκε τέλος του χρόνου σε 85 δις USD.

Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), αυτή η πολιτική μπορεί να αποβεί αποτελεσματική στη μείωση συστημικών κινδύνων και στην επανάκτηση εμπιστοσύνης στις αγορές αλλά μόνο στην περίπτωση των ανεπτυγμένων χωρών. Δεν είναι τυχαίο άλλωστε που ο επικεφαλής της περιφερειακής Fed του Σαιντ Λούις εμμένει στο να μην σταματήσει το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων, αναγνωρίζοντας την θετική πορεία της οικονομίας των ΗΠΑ, βάση και της αξιολόγησής της με AAA από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's.

Η κριτική απέναντι σε αυτήν την τακτική έγκειται στο ότι υπάρχει μία χρονική υστέρηση μεταξύ νομισματικής επέκτασης και ρυθμού πληθωρισμού. Καταλήγοντας, θα μπορούσαμε να πούμε ότι μία τέτοια πολιτική δεν είναι απαγορευτική και θα μπορούσε να εφαρμοστεί και στις χώρες της «περιφέρειας» της ευρωζώνης, με την ΕΚΤ να αγοράζει κρατικά ομόλογα αυτών των χωρών, συνεισφέροντας έτσι στη βελτίωση της νομισματικής διαδικασίας μετάδοσης και την μείωση του βαθμού κατάτμησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ευρωζώνης.

Από την άλλη, σίγουρα μία «δημοσιονομική λιτότητα» στην περίπτωση των ΗΠΑ θα οδηγούσε σε οικονομική συρρίκνωση, κάτι που θα ήταν καταστροφικό γι ' αυτήν σε

αυτή τη φάση. Είναι γνωστό εξάλλου από προηγούμενη εμπειρία σε σοβαρές κρίσεις ή υφέσεις ότι η πολιτική λιτότητας και εσωτερικής υποτίμησης είναι επικίνδυνες τακτικές καθώς αυξάνουν σε πραγματικούς όρους το δημόσιο και ιδιωτικό χρέος ενώ παράλληλα μειώνουν την εσωτερική ζήτηση και συνεπώς την ανάπτυξη. Παρόλα αυτά, αυτή η πολιτική ακολουθείται τα τελευταία χρόνια ως επί το πλείστον σε χώρες με ογκώδη δημοσιονομικά ελλείμματα που πλήττονται από την ύφεση, όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία & η Ισπανία, προκαλώντας προκαλέσει έντονες πιέσεις στο οικοδόμημα όλης της ευρωζώνης .

### 3.3 ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

#### *3.3.1 ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ/ΕΛΛΕΙΜΜΑ*

Σύμφωνα με τον De Grauwe (2011), με την είσοδο σε μία νομισματική ζώνη, μία χώρα-μέλος αλλάζει τη φύση του δημοσίου χρέους της, με την έννοια ότι παύει να έχει τον έλεγχο πάνω στο νόμισμα που εκδίδεται το χρέος της, με συνέπεια να καθίσταται ευάλωτη στις μεταβολές των συνθηκών της οικονομίας. Το κριτήριο του δημοσίου ελλείμματος<sup>xxxii</sup> που επέβαλλε η Συνθήκη του Μάαστριχτ και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, είχε ως στόχο να παρεμποδίσει την αύξηση ελλειμμάτων ενώ το κριτήριο του δημοσίου χρέους<sup>xxxiii</sup>, στόχευε στο να αποκλειστούν χώρες με υψηλά ποσοστά χρέους, που, δεν θα μπορούσαν να ανταποκριθούν αποτελεσματικά σε περίπτωση κάποιας οικονομικής διαταραχής.

Οι συζητήσεις που γίνονται όσον αφορά τις αιτίες για την κρίση στην ευρωζώνη, επικεντρώνονται στα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και στα ολοένα αυξανόμενα επίπεδα κρατικού χρέους. Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι παρόλο που και στις ΗΠΑ από το 2000 και μετά το δημόσιο χρέος αυξανόταν σε μεγαλύτερο βαθμό απ' ότι το αντίστοιχο στην Ευρώπη, παρόλα αυτά δεν προέκυψε αντίστοιχη κρίση χρέους όπως στην Ευρώπη (δημόσια οικονομικά λιγότερο ευνοϊκά, έλλειμμα και κατάσταση χρέους). Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι υπάρχουν μεγάλες αποκλίσεις στα επίπεδα δημοσίου χρέους μεταξύ των χωρών-μελών της ευρωζώνης.

Για παράδειγμα χώρες, όπως η Ισπανία και η Ιρλανδία, οι οποίες ουδέποτε εμφάνιζαν υψηλά επίπεδα δημοσίου χρέους ξαφνικά βρέθηκαν αντιμέτωπες με επιδείνωση των δημοσίων οικονομικών τους, ενώ άλλες χώρες όπως η Ελλάδα, με υψηλό ρυθμό αύξησης του επιπέδου του δημοσίου χρέους της. Το ίδιο ισχύει και για τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών τους που όμως δείχνουν να έχουν μειώνονται σταδιακά. Παρακάτω μπορούμε να δούμε αυτές τις διαφοροποιήσεις μετά το 2008, στα επίπεδα των χρεών/ελλειμμάτων μεταξύ περιφερειακών χωρών και χωρών του «πυρήνα» της ευρωζώνης, σε σχέση με τον μέσο όρο:

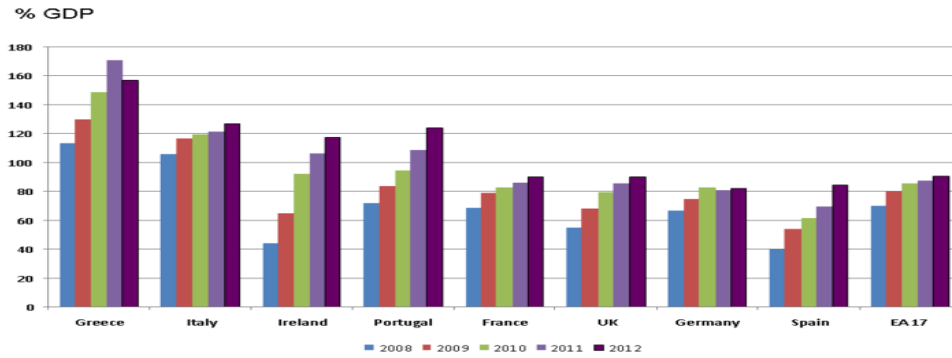
---

<sup>xxxii</sup> Το έλλειμμα προϋπολογισμού αναφέρεται στο ισοζύγιο εσόδων και εξόδων του κρατικού προϋπολογισμού, με τα έξοδα να υπερτερούν.

<sup>xxxiii</sup> Το δημόσιο χρέος περιλαμβάνει όλες τις οφειλές από δάνεια, τόκους, τοκοχρεολύσια από εσωτερικό ή εξωτερικό, δηλαδή το συνολικό χρέος που οφείλεται από τον δημόσιο τομέα.

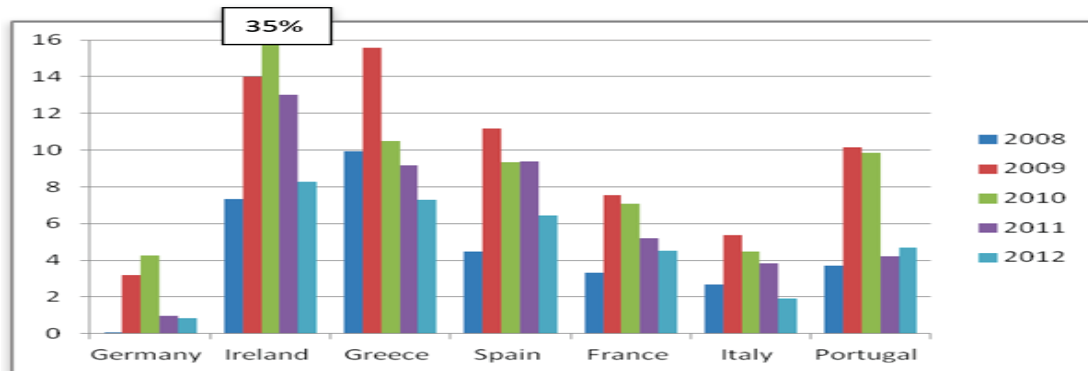
### Διάγραμμα 3

Debt to GDP Ratio for Selected European Countries



Πηγή: Eurostat

### Διάγραμμα 4:Κοιβενητικά ελλείματα



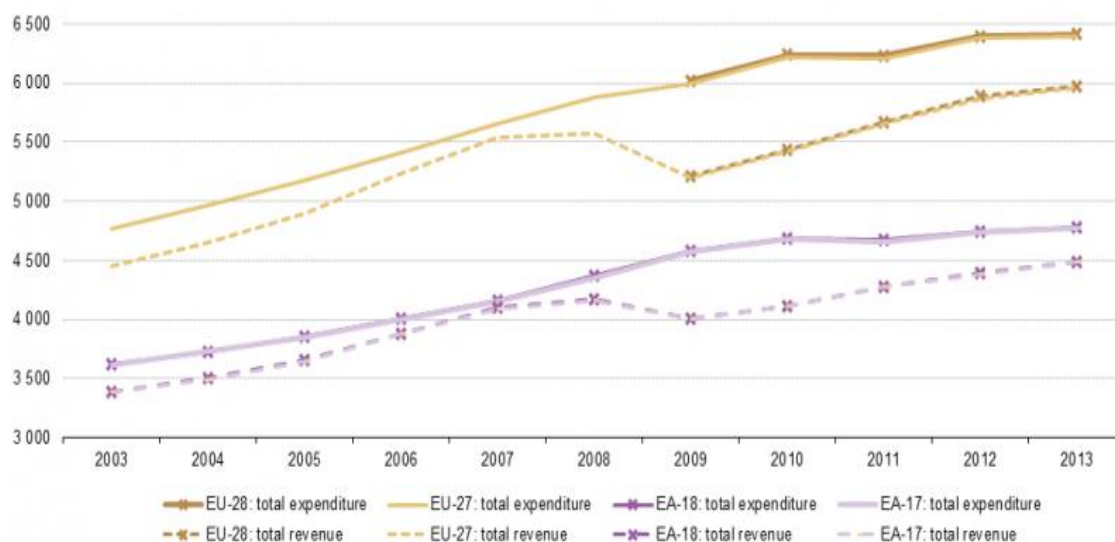
Πηγή: Eurostat

### 3.3.2 ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΚΑΙ ΔΑΠΑΝΕΣ

Η οικονομική κρίση έθεσε τις κυβερνήσεις πολλών χωρών-μελών, κυρίως της «περιφέρειας» της ζώνης ενώπιον σοβαρών προκλήσεων, που συνδέονται με την ικανότητά τους να λάβουν τα απαραίτητα μέτρα για να εξασφαλίσουν ότι οι δημόσιες δαπάνες τους έχουν τεθεί υπό έλεγχο και τα φορολογικά τους έσοδα έχουν αυξηθεί σε ικανοποιητικό βαθμό. Τα φορολογικά έσοδα και οι δημόσιες δαπάνες εξάλλου συνιστούν τον τομέα γενικής κυβέρνησης για αυτό και χρήζουν προσοχής και εξετάζονται παρακάτω για την περίπτωση της ευρωζώνης.

Στο παρακάτω διάγραμμα, βλέπουμε ότι υπάρχει μία σταθερή αύξηση διαχρονικά στις συνολικές κρατικές δαπάνες στην ευρωζώνη, με μία μικρή μείωση την περίοδο 2010-2011, μία πορεία αντίστοιχη με το σύνολο της ΕΕ. Όσον αφορά τα συνολικά φορολογικά έσοδα, μέχρι το 2008, είχαν μία αυξητική πορεία, όμως με την εκδήλωση της κρίσης μειώθηκαν<sup>xxxiv</sup>, ενώ το 2010 άρχισαν να αυξάνονται εκ νέου φτάνοντας σε επίπεδα ανώτερα και προ κρίσης.

Διάγραμμα 5



(<sup>1</sup>) Data extracted on 22.04.2014. Note that the y-axis is cut.  
Source: Eurostat (online data code: gov\_a\_main)

<sup>xxxiv</sup> Ως αποτέλεσμα των αυτόματων σταθεροποιητών (το μέγεθος των οποίων συνδέεται κατά κύριο λόγο με τον συνολικό φορολογικό συντελεστή προς το ΑΕΠ) εγγενών στο φορολογικό σύστημα εξαιτίας της απουσίας έκτακτων εσόδων και των επιλεκτικών μέτρων που λαμβάνονται για στήριξη της εγχώριας ζήτησης.

Πρέπει να τονίσουμε εδώ ότι το επίπεδο δαπανών και εσόδων ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, με τις χώρες με τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά προβλήματα και με υψηλότερη φορολογική επιβάρυνση να παρουσιάζουν τα πιο χαμηλά φορολογικά έσοδα ως ποσοστό του ΑΕΠ και τα υψηλότερα επίπεδα κρατικών δαπανών, σε σχέση με τις χώρες του «πυρήνα». Επίσης, έχουν μεγάλη σημασία οι φόροι και οι κοινωνικές εισφορές καθώς αποτελούν τις βασικές πηγές δημοσίων εσόδων. Βέβαια, η εμφάνιση μίας οικονομικής κρίσης δεν προκαλείται κατά κύριο λόγο από παράγοντες που εμπίπτουν στο πεδίο της φορολογίας ωστόσο κάποια στοιχεία φορολογικών συστημάτων θα μπορούσαν να συμβάλλουν στην επιδείνωση του φαινομένου<sup>xxxv</sup> της κρίσης.

Παρά τη γενική τάση της μείωσης των φορολογικών συντελεστών, η ΕΕ παραμένει σε ένα σχετικά υψηλό επίπεδο φορολόγησης και αν και η αναλογία φόρου διαφοροποιείται σημαντικά ανάμεσα στα κράτη-μέλη, τελευταία παρατηρείται μία σύγκλιση των φορολογικών συντελεστών τους. Το γεγονός ότι οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις που έχουν γίνει δεν ήταν στα πλαίσια συντονισμού των κρατών-μελών, ενέχει κινδύνους για την ορθή λειτουργία της ενιαίας αγοράς, γι' αυτό και ο φορολογικός συντονισμός τους κρίνεται αναγκαίος.

Μπορούμε να συνοψίσουμε σε έναν πίνακα τη μεταβολή των παραπάνω δεικτών ως προς το ΑΕΠ για το σύνολο της ευρωζώνης την τετραετία μετά την εκδήλωση της ευρώ-κρίσης:

---

<sup>xxxv</sup> Βέβαια, τα σημερινά συστήματα φορολογίας που ισχύουν στην ευρωζώνη, πολλές φορές οδηγούν σε μεγαλύτερη μόχλευση για τις επιχειρήσεις.

**Πίνακας 5**

<i>Ευρωζώνη (17)</i>	2009	2010	2011	2012
Δημόσιο έλλειμμα % ΑΕΠ	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7
Κρατικές Δαπάνες ελλείμματα % ΑΕΠ	51,2	51,0	49,5	49,9
Δημόσια έσοδα ελλείμματα % ΑΕΠ	44,9	44,8	45,3	46,2
Δημόσιο χρέος ελλείμματα % ΑΕΠ	80,0	85,4	87,3	90,6

*Πηγή: Eurostat*

Συμπερασματικά, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι το δημόσιο έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ για το σύνολο της ευρωζώνης μειώθηκε διαχρονικά, σε αντίθεση με το δημόσιο χρέος που είχε μία ανοδική πορεία. Όσον αφορά τις κρατικές δαπάνες, τα επίπεδά τους δείχνουν να αυξομειώνονται, σε αντίθεση με τα έσοδα που παρουσιάζουν μία ανοδική τάση.

### 3.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η εμφάνιση και διάρκεια της κρίσης στην ευρωζώνη, έδειξε ότι το πλαίσιο πολιτικής ήταν και παραμένει ατελές, ενώ οι εθνικές δημοσιονομικές αρχές απέτυχαν στο να διαμορφώσουν διατηρήσιμες συνθήκες δημοσιονομικής φερεγγυότητας και έχασαν την εμπιστοσύνη των αγορών. Η σχετική ακαμψία των δομών των Συνθηκών, η ελλιπής εποπτεία και πειθαρχία και η έλλειψη επιτήρησης της ανταγωνιστικότητας των χωρών-μελών σε συνδυασμό με την όξυνση των ανισοτήτων μεταξύ των χωρών της «περιφέρειας» και του «πυρήνα» (διαφορετικά επίπεδα ανταγωνιστικότητας, ελλείμματος κτλ) αποτέλεσαν κρίσιμα ζητήματα και συνέβαλαν στην επιδείνωση της ήδη εύθραυστης κατάστασης.

Επιπλέον, η επιλογή των πολιτικών λιτότητας, (ανακοινώνοντας βραχυπρόθεσμα μέτρα, όπως περαιτέρω bail outs σε συνδυασμό με απότομη δημοσιονομική εξυγίανση), δεν αντιμετώπισε τα διαρθρωτικά προβλήματα των οικονομιών των χωρών της «περιφέρειας» στη ρίζα τους αλλά παρέτεινε την αγωνία τους και το αίσθημα αβεβαιότητας που κυριαρχεί στο σύνολο της ζώνης του ευρώ. Μην ξεχνάμε ότι οι οικονομίες της χωρών της «περιφέρειας» υπόκεινται σε μεγάλες αναντιστοιχίες μεταξύ των εσόδων και εξόδων σε επίπεδο κυβέρνησης και νοικοκυριών που οδηγούν σε μη βιώσιμα επίπεδα ιδιωτικού χρέους.

Αν και υπάρχουν πολυδιάστατες προκλήσεις στην παγκόσμια οικονομία, οι προοπτικές της ευρωπαϊκής οικονομίας τείνουν να είναι θετικές, με την κατάσταση στην ευρωζώνη να έχει βελτιωθεί σε σημαντικό βαθμό, δημιουργώντας αισιοδοξία για το μέλλον. Έγιναν προσπάθειες, από το 2010 και μετά, να αποκατασταθούν οι προηγούμενες αδυναμίες διακυβέρνησης με μία σειρά θεσμικών και διαδικαστικών αλλαγών, όπως η εφαρμογή ενός αυστηρού δημοσιονομικού και μακροοικονομικού πλαισίου (“six-pack”), με στόχο την τήρηση δημοσιονομικής πειθαρχίας, την αυστηρότερη εποπτεία των εθνικών προϋπολογισμών από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την εφαρμογή δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων με επίκεντρο την ανταγωνιστικότητα.

Παράλληλα, ο ρόλος των εθνικών κοινοβουλίων παραμένει καθοριστικός και γίνονται απόπειρες στο να ενισχυθεί ακόμα περισσότερο όσον αφορά την διαδικασία λήψης αποφάσεων σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Τέλος, η επικύρωση του ευρώ-συντάγματος αποτελεί το θεσμικό επίτευγμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που επισφραγίζει κατά κάποιον



τρόπο την υπερεθνική εξουσία των οργάνων της απέναντι στα εθνικά και εσωτερικά δίκαια.

## **Κεφάλαιο 4: Η ΕΥΡΩ-ΚΡΙΣΗ: ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ**

### 4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ: Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

Μετά την Μεγάλη Ύφεση του 1930, η παγκόσμια κοινότητα ήρθε αντιμέτωπη με την πιο σοβαρή της κρίση, που εξαπλώθηκε γρήγορα στην πραγματική οικονομία τόσο των ΗΠΑ, όσο και της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του υπόλοιπου κόσμου, επηρεάζοντας παράλληλα το εμπόριο, τις επενδύσεις, την κατανάλωση και το γενικότερο βιοτικό επίπεδο. Η κρίση που εκδηλώθηκε το καλοκαίρι του 2007, διαφοροποιείται σε σχέση με αντίστοιχες προηγούμενες, λόγω της παγκόσμιας έκτασής της και λόγω του ότι συνδέει προβλήματα της πραγματικής οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού τομέα. Βέβαια, τα αίτια της μπορούν να αναζητηθούν σε προγενέστερα γεγονότα που εξελίχθηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο με οδηγό αυτών την Αμερική.

Η έλλειψη ρευστότητας που κορυφώθηκε το 2008 με την κατάρρευση της τράπεζας Lehman Brothers, αποτέλεσε πρώτο θέμα συζήτησης, με το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα να εισέρχεται σε μία οξεία φάση αποσταθεροποίησης, δυσλειτουργίας των πιστωτικών αγορών, πρωτοφανούς υποτίμησης αξίας περιουσιακών στοιχείων και γενικευμένης αποστροφής κινδύνου. Παρά την κινητοποίηση των κυβερνήσεων (ακόμα και των ανεπτυγμένων) στα πλαίσια ενός διεθνούς συντονισμού και των κεντρικών τραπεζών στο να παρέχουν ρευστότητα για να αποτραπεί μία πιστωτική κρίση, δεν απετράπη η ύφεση για την παγκόσμια οικονομία.

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση αποκάλυψε μία σειρά από σοβαρές αδυναμίες στην λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως ρυθμιστικές και πολιτικές παραλείψεις, υποτίμηση σοβαρών οικονομικών κινδύνων που απέρρεαν από την τιμολόγηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, υπερβολική έκθεση σε επενδυτικούς κινδύνους όπως «φούσκες» ενυπόθηκων ακινήτων και γενικότερα ανεπαρκή ρύθμιση των χρηματαγορών, που σε συνδυασμό με μακροοικονομικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες επιδείνωσαν την κατάσταση. Δε μπορεί να αμφισβητηθεί ότι η κρίση ξεκίνησε από την Αμερική με την κρίση στην αγορά στεγαστικών

δανείων<sup>xxxvi</sup> αρχικά και μετέπειτα με την έκδοση και πώληση αμφισβητήσιμων τιτλοποιημένων προϊόντων. Συνέπεια αυτής της τακτικής ήταν η απορρύθμιση αυτών των αγορών<sup>xxxvii</sup>, εξαιτίας της αδιαφορίας έναντι των κινδύνων και της επιδίωξης υψηλών κερδών<sup>xxxviii</sup> αδιαφορώντας για ύπαρξη μακροχρόνια ζημιών. Σημαντικό είναι εδώ να αναφερθεί και η απουσία ελέγχου των οίκων αξιολόγησης των παραπάνω προϊόντων από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές. Αξίζει να τονιστεί ότι οι εξελίξεις μετά την κρίση έδειξαν ότι, όσο καλύτερη ήταν η βαθμολογία χωρών πριν τη κρίση, τόσο χειρότερη η κρίση αποδεικνύεται στις εν λόγω χώρες<sup>xxxix</sup>! Πρέπει να τονιστεί ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες (κυρίως οι γαλλογερμανικές) ήταν μέρος της παγκόσμιας πρακτικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος παραγωγής ιδιωτικού χρήματος που ακολουθούσε το δίδυμο Wall Street-City . Με την εξαφάνιση του ιδιωτικού χρήματος όμως, εξαφανίστηκε και η ρευστότητα και μαζί η δυνατότητα χρηματοδότησης των λοιπών ευρωπαϊκών κρατών με σοβαρά ελλείμματα και υψηλές δανειακές ανάγκες<sup>xl</sup> (λόγω του διαφορετικού βαθμού φερεγγυότητας των κρατών-μελών, υπήρχε και διαφοροποίηση στο επιτόκιο και τον βαθμό ρίσκου για κάθε χώρα).

Το τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης, απεδείχθη ευάλωτο αφού η έλλειψη πιστώσεων και όλες αυτές οι χορηγήσεις προκάλεσαν επιταχυνόμενη ύφεση στο σύνολο της ζώνης και αύξηση των χρεών των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων, με συνέπεια την σημερινή κρίση

---

<sup>xxxvi</sup> Οι αμερικανικές τράπεζες χορηγούσαν στεγαστικά δάνεια σε ανθρώπους που δεν μπορούσαν να ανταπεξέλθουν στην αποπληρωμή των δόσεων λόγω των αυξημένων επιτοκίων, με αποτέλεσμα, οι τράπεζες να μην έχουν την ανάλογη εγγύηση και η κρίση να είναι αναμενόμενη. Οι τράπεζες εξέδιδαν ομόλογα και πουλούσαν στους επενδυτές τα χορηγούμενα δάνεια, οι οποίοι εισέπρατταν το επιτόκιο και με τη σειρά τους οι ίδιες τράπεζες δημιουργούσαν νέα κεφάλαια, μεταφέροντας έτσι το ρίσκο στην αγορά. Μέσω ενός επενδυτικού οχήματος που ονομάζεται mortgage-backed security (MBS), συγκέντρωναν τα χρέη (διαφορετικών ποσών και διαφορετικού βαθμού ρίσκου), τα «τεμάχισαν» σε διαφορετικές αξίες και στη συνέχεια τα πουλούσαν σε επενδυτικές επιχειρήσεις ή άλλες τράπεζες, οι οποίες είχαν φτάσει να έχουν τέτοιου τύπου παράγωγα ύψους μεγαλύτερου από το μέγεθος του δημοσίου χρέους όλης της χώρας!

<sup>xxxvii</sup> Το ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών δείχνει να έχει υψηλό βαθμό συσχέτισης με την χρηματοπιστωτική κρίση αφού έχει παρατηρηθεί ότι χώρες με υψηλότερο βαθμό ρύθμισης αντιμετωπίζουν λιγότερα χρηματοπιστωτικά προβλήματα σε σχέση με χώρες με χειραφετημένες αγορές.

<sup>xxxviii</sup> Σε αυτό συνέβαλε & το σύστημα των «υπεραμοιβών» των αρμόδιων στελεχών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία αδιαφορούσαν για τις μακροχρόνιες επιπτώσεις, παράλληλα με την αναποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση ιδιαίτερα σε θέματα διαχείρισης κινδύνων και την ανεπαρκή εποπτεία από τα Διοικητικά Συμβούλια

<sup>xxxix</sup> Οι επενδυτικές τράπεζες που εξέδιδαν αυτά τα εταιρικά ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης (Mortgage Backed Securities ή MBS) χχιχέπειθαν τις εταιρείες αξιολόγησης (Bond Rating Agencies) να τα βαθμολογούν με υψηλές βαθμολογίες (AAA , AA , κ.λπ.) εξαιτίας της σχέσης εξάρτησης που υπήρχε μεταξύ τους με αποτέλεσμα να τίθεται πρόβλημα “ηθικού κινδύνου” (moral hazard).

<sup>xl</sup> Η τόνωση των οικονομιών αφορούσε την αποκλειστική ενίσχυση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο χαρακτήρισε ο Γ. Βαρουφάκης ως «Πτωχοτραπεζοκρατία»<sup>xl</sup>.

χρέους<sup>xli</sup>. Η κρίση αποτέλεσε το αποκορύφωμα μίας ιδιαίτερα σημαντικής πιστωτικής ανάπτυξης και μόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος κυρίως στις ΗΠΑ και τη δυτική Ευρώπη ενώ βασίστηκε στην υπερβολική χρηματοοικονομική μόχλευση που επηρέασε τόσο επενδυτικές και στεγαστικές τράπεζες της Αμερικής και της Μεγάλης Βρετανίας, όσο και ευρωπαϊκές τράπεζες της Γερμανίας και της Δυτικής Ευρώπης. Αυτή η κρίση απείλησε σε σοβαρό βαθμό το ευρώ-σύστημα, με τις τράπεζες να μένουν εκτεθειμένες και να οδηγούνται με γρηγορότερο ρυθμό σε κατάρρευση, που όμως τελευταία στιγμή απεφεύχθη. Οι ζημιές στους ισολογισμούς των τραπεζών λοιπόν, οι οποίες εκτιμάται ότι δεν έχουν αποκαλυφθεί στο σύνολό τους, έχουν οδηγήσει σε κρίση ρευστότητας που με τη σειρά της, έχει κλονίσει την εμπιστοσύνη σε όλο το τραπεζικό σύστημα.

---

<sup>xli</sup> Οι ευρωπαϊκές τράπεζες κατέχουν μεγάλα ποσά του δημόσιου χρέους της ευρωζώνης στους ισολογισμούς τους. Μάλιστα, σε stress tests που πραγματοποιήθηκαν σε 91 μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες, το συμπέρασμα που διεξήχθη ήταν ότι κατέχουν σημαντικούς όγκους ομολόγων, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η συνολική τους έκθεση.

## 4.2 Η ΕΥΡΩ-ΚΡΙΣΗ: ΕΣΩΤΕΡΙΚΕΣ ΑΝΤΙΦΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

Η ευρώ-κρίση είναι μία μοναδική περίπτωση με ιδιαιτερότητες σε σχέση με άλλες κρίσεις και για πολλούς είναι πολύ δύσκολη η μετάβαση σε μία κατάσταση ισορροπίας για το σύνολο των χωρών. Και αυτό γιατί η διάγνωση της κρίσης της ευρωζώνης, που έγινε από τους πολιτικούς ηγέτες, ήταν λανθασμένη και θα εξηγηθεί παρακάτω το γιατί.<sup>xlii</sup> Η παγκόσμια κρίση που εκδηλώθηκε το 2007 και ξεκίνησε από το χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ, μετατράπηκε σε μία παγκόσμια ύφεση, αν και λίγοι ήταν αυτοί που είχαν κατανοήσει τι πραγματικά συνέβαινε στον χώρο της παγκόσμιας οικονομίας.

Η ευρώ-κρίση έχει τραβήξει την προσοχή της παγκόσμιας οικονομίας και των ακαδημαϊκών κύκλων, με τις επιπτώσεις της στα κράτη-μέλη της ζώνης σε συνδυασμό με το ζήτημα της δημοσιονομικής πειθαρχίας και την έλλειψη οικονομικής ολοκλήρωσης, να αποτελούν τον βασικό άξονα συζήτησης. Όπως είναι φυσικό, έχει διαφορετικές επιδράσεις στις χώρες-μέλη της και στους τομείς των οικονομιών τους και σε αυτό συνέβαλε σαφώς, όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, και η ασυμμετρία που επικρατεί ανάμεσα στις χώρες, γεγονός που οδηγεί και σε αναντιστοιχία πολιτικής για το σύνολο της ζώνης.

Σύμφωνα με τον Shambaugh, J.C, (2012)<sup>xliii</sup>, η κρίση στην ευρωζώνη εκτυλίσσεται σε τρεις αλληλένδετες περιοχές: Κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, με σοβαρά προβλήματα ρευστότητας (αν και σε διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης), κρίση δημοσίου χρέους, με τις χώρες να αντιμετωπίζουν ολοένα και αυξανόμενες αποδόσεις των ομολόγων τους και προκλήσεις σχετικά με την χρηματοδότησή τους και τα υπερβολικά ελλείμματα και τέλος, αναπτυξιακή κρίση, που έχει να κάνει με την αργή και άνιση κατανομή του επιπέδου ανάπτυξης μεταξύ των χωρών-μελών.

Σύμφωνα με ακαδημαϊκούς που προέρχονται από διαφορετικές χώρες της ευρωζώνης, η σχέση μεταξύ του τραπεζικού συστήματος και του μεγέθους του χρέους ήταν και

---

<sup>xlii</sup> Η διάγνωση της κρίσης χρέους της ευρωζώνης, κυρίως από εκείνους που προέρχονται από τις χώρες της Βόρειας Ευρώπης και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, είναι ότι ήταν αποτέλεσμα της κακής διαχείρισης και σπατάλης των κυβερνήσεων του νότιου ευρωπαϊκού χώρου. Η πολιτική ανεπάρκεια της ζώνης, ωστόσο φάνηκε και από το γεγονός ότι το διάστημα 2008-2010, αντί οι Ευρωπαίοι πολιτικοί να αποδώσουν το ξέσπασμα της τραπεζικής κρίσης στην επικίνδυνη σύνδεσή της με το κρατικό χρέη, την απέδωσαν στα subprime των ΗΠΑ, δηλαδή τα επισφαλή στεγαστικά δάνεια.

<sup>xliii</sup> Shambaugh Jay C.(2012), “The Euro’s Three Crises”, Georgetown University, Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012 ,Copyright 2012, The Brookings Institution

παραμένει «δυνατή», αυτό που χαρακτηριστικά ονομάζουν «διαβολική θηλιά». Ο Barry Eichengreen (2012) επεσήμανε την κοινή φύση της τραπεζικής κρίσης και της κρίσης χρέους καθώς και τη σύνδεση μεταξύ λιτότητας και ανάπτυξης.

Ο αντίκτυπος της κρίσης χρέους στο τραπεζικό σύστημα και το αντίστροφο έχει υπάρξει προϊόν μελέτης, με τα αποτελέσματα να είναι άκρως αποθαρρυντικά. Ενώ η αρχική ανησυχία των ευρωπαίων ηγετών σχετικά με τις τράπεζες επικεντρωνόταν στην έκθεσή τους σε προβληματικά περιουσιακά στοιχεία που βασιζόταν σε ενυπόθηκα αμερικάνικα δάνεια, στη συνέχεια μεταφέρθηκε στην έκθεσή τους σε ομόλογα των ίδιων των κυβερνήσεων, τα οποία τους δημιούργησαν μεγάλα ποσά χρεών που επιβάρυναν τους ισολογισμούς τους<sup>xliv</sup>.

Από την άλλη, η επίδραση της τραπεζικής κρίσης στην κρίση χρέους είναι επίσης σημαντική, καθώς οι εθνικές κυβερνήσεις ανέλαβαν την παροχή τόσο εγγυήσεων όσο και κεφαλαίου σε αυτές, με αποτέλεσμα να υπάρχουν προβλήματα ρευστότητας αλλά και φερεγγυότητας. Αξίζει να τονιστεί ότι η επίδραση της κρίσης του δημόσιου χρέους στην ανάπτυξη είναι εξίσου σοβαρή καθώς μία υποτονική ανάπτυξη μπορεί να είναι βιώσιμη για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα μόνο όταν τα επίπεδα χρέους διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα.

Παρακάτω παρουσιάζονται αυτές οι τρεις πτυχές της κρίσης στην ευρωζώνη.

Σύμφωνα με τον Krugman (2012)<sup>xlv</sup>, δεν δόθηκε η δέουσα προσοχή από τους «αρχιτέκτονες» της θεωρίας της οικονομικής ολοκλήρωσης, σε θέματα που σχετίζονται με το τραπεζικό σύστημα, που στην ουσία αποτελεί τον «διαπραγματευτή» της πραγματικής οικονομίας, στο πλαίσιο μίας ένωσης, με αποτέλεσμα να υπάρχει αδυναμία διαχείρισης τέτοιου είδους κρίσης από πλευράς των μελών της. Το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ και γενικότερα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συγκριτικά με το αντίστοιχο των ΗΠΑ, είναι πολύ μεγαλύτερο σε μέγεθος, (με το σύνολο του ενεργητικού του να είναι ισοδύναμο με πάνω από 300 τοις εκατό του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 2007, σε σύγκριση με λιγότερο από 100 τοις εκατό του συστήματος των ΗΠΑ και οι εταιρείες βασίζονται πάνω σε αυτό περισσότερο απ' ό,τι οι αντίστοιχες στις

---

<sup>xliv</sup> Μελέτες που έχουν διεξαχθεί σε 91 μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες, υποδεικνύουν ότι οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες κατέχουν περίπου το ισοδύναμο 25 τοις εκατό του ελληνικού ΑΕΠ, με τη μορφή ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

<sup>xlv</sup> Krugman, P. (2012), "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach", Oxford University Press

ΗΠΑ), κάτι που προδίδει ότι θα έπρεπε να δοθεί μεγαλύτερη σημασία στο να παραμένει υγιές.

Το ενιαίο νόμισμα, έφερε μεγάλη πτώση του επιπέδου των επιτοκίων στην «περιφέρεια», πράγμα που προκάλεσε έκρηξη του επιπέδου τιμών, αύξηση του επιπέδου μισθών και ανεξέλεγκτο δανεισμό. Μετά την εμφάνιση της κρίσης του 2008, τα κεφάλαια που διατηρούνταν, αποτραβήχτηκαν από τις αγορές, με αποτέλεσμα, οι εθνικές κυβερνήσεις να έρθουν αντιμέτωπες με τα χρέη τους και με την υποχρέωση να διασώσουν το τραπεζικό τους σύστημα. Ενώ σε πρώτη φάση, οι τράπεζες του «πυρήνα» προχωρούσαν σε δανεισμό των αντίστοιχων της «περιφέρειας», με αποτέλεσμα να αυξηθεί η καθαρή πιστωτική τους έκθεση, στη συνέχεια όμως προέκυψε σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας.

Αυτή η κρίση απείλησε το ευρώ-σύστημα, οδηγώντας τις τράπεζες, που για πολλούς θεωρούνταν και η πραγματική εστία της κρίσης, με γρηγορότερο ρυθμό σε προοπτική πτώχευσης. Η ΕΚΤ, ενώ έχει προβεί σε διάφορες ενέργειες για να διασφαλιστεί η ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά<sup>xlvi</sup> (με αμφισβητήσιμους τύπους αξιογράφων), παρόλα αυτά ο συνδυασμός υψηλών επιτοκίων και βαθιάς ύφεσης έχουν μετατρέψει την κρίση ρευστότητας σε κρίση φερεγγυότητας αυτή με τη σειρά της σε κρίση χρέους.

### **BOX 1**

Πριν προχωρήσουμε, καλό είναι να ξεκαθαριστούν μερικές έννοιες, όπως τα spreads και τα CDS. Τα CDS (credit default swaps) που βρίσκονται στο επίκεντρο συζητήσεων παγκοσμίως, είναι τα λεγόμενα ασφάλιστρα κινδύνου, δηλαδή πρόκειται για συμβόλαια έναντι κάποιων ομολόγων που εκδίδονται και τα οποία οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές αγοράζουν ώστε να προφυλαχτούν από τον κίνδυνο χρεωκοπίας αυτών που τα εκδίδουν. Η τιμή τους ανεβαίνει και συνεπώς το κέρδος για τους επενδυτές όσο μεγαλώνει και η εκτίμηση ότι ο εκδότης του αντίστοιχου ομολόγου δυσκολεύεται να το αποπληρώσει. Ο επενδυτής πληρώνει ένα τίμημα, γνωστό ως premium, ωστόσο απαλλάσσεται από τον πιστωτικό κίνδυνο που όμως αναλαμβάνει ο εκδότης των

<sup>xlvi</sup> Οι ενέργειες της ΕΚΤ επέτρεψαν στις τράπεζες να αρχίσουν να επιδιορθώνουν τους ισολογισμούς τους μέσω απομόχλευσης (deleverage), ενώ προτίμησαν να αγοράζουν βραχυπρόθεσμα εργαλεία με στόχο τη βελτίωση της ρευστότητας.

ομολόγων. Σε περίπτωση που ενεργοποιηθεί το ασφάλιστρο, εξαιτίας κάποιου πιστωτικού γεγονότος, ο εκδότης πληρώνει το premium, το ποσό του οποίου καθορίζεται από την παρακάτω εξίσωση:

$$\text{CDSpremium} = \text{PD} \times (1 - \text{RR})$$

Όπου PD η πιθανότητα χρεωκοπίας και RR το ποσοστό ανάκτησης.

Πρέπει να αναφερθεί ότι τα CDS εμφανίστηκαν γύρω στη δεκαετία του 1990, όταν το χρηματοπιστωτικό σύστημα έπρεπε να αναλάβει έναν πιο ενεργητικό ρόλο στην διαχείριση του πιστωτικού χαρτοφυλακίου και κινδύνου του. Σε αυτό το πλαίσιο, αρχικά εξυπηρετούσαν στην αντιστάθμιση του κινδύνου αλλά στην συνέχεια η αγορά τους έφτασε μέχρι και τα 58 τρις \$ΗΠΑ λίγο πριν την κρίση του 2008!

Όσον αφορά τα spreads, έννοια που έχει ακουστεί επίσης πολύ και στη χώρα μας, πρόκειται για τη διαφορά του επιπέδου επιτοκίων των ομολόγων μεταξύ του δανειζόμενου και δανειστή, μεταφρασμένα σε μονάδες. Στην πράξη αυτό σημαίνει ότι όσο ανεβαίνει το επίπεδο των spreads (αυξάνεται η διαφορά απόδοσης των ομολόγων), τόσο μεγαλώνει το χρέος της δανειζόμενης χώρας, αυξάνοντας παράλληλα και το κόστος δανεισμού της. Δημιουργείται κλίμα ανασφάλειας για τους επενδυτές-αγοραστές των ομολόγων που με το φόβο της μη αποπληρωμής του χρέους από πλευρά της χώρας, πουλάνε σε μεγάλη έκταση ώστε να μην απολέσουν μεγάλο μέρος του κεφαλαίου τους.

Επίσης, η βιωσιμότητα του χρέους καθορίζεται από την παρακάτω εξίσωση:

$$\Delta D_t = (R_t - g_t) \times D_{t-1} + \text{primary}$$

Όπου  $\Delta D$  είναι ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ,  $R$  το ονομαστικό επιτόκιο,  $g$  ο ονομαστικός ρυθμός ανάπτυξης και primary το πρωτογενές έλλειμμα προϋπολογισμού ως προς το ΑΕΠ. Σύμφωνα με την εξίσωση, το χρέος του τρέχοντος έτους ισούται με το χρέος προηγούμενου έτους συν τους τόκους συν οποιοδήποτε νέο δανεισμό ή αποταμίευση μείον το βαθμό στον οποίο το ΑΕΠ αναπτύσσεται για να αντισταθμίσει την αύξηση του χρέους. Αυτό σημαίνει ότι αν το ποσοστό τόκων που καταβάλλονται επί του οφειλόμενου χρέους υπερβαίνει τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, ακόμα και αν το πρωτογενές έλλειμμα του προϋπολογισμού είναι σε ισορροπία, το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ θα αυξηθεί. Αντίθετα, αν ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας



υπερβαίνει το επιτόκιο, ακόμα και αν το πρωτογενές έλλειμμα αυξηθεί, μειώνεται ο δείκτης χρέους. Γι αυτό και όσο μεγαλύτερο είναι το επίπεδο χρέους, τόσο σημαντικότεροι παράμετροι είναι το επιτόκιο και ο ρυθμός ανάπτυξης. Μία χώρα με υψηλό επίπεδο χρέους που επιλέγει να μειώσει τις κρατικές δαπάνες, θα έρθει αντιμέτωπη με μία αύξηση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ το επόμενο έτος, αν ο πολλαπλασιαστής επί των κρατικών δαπανών ισούται τουλάχιστον με ένα, αν υπερβεί το ένα η επίδραση σε αυτό θα είναι ακόμα μεγαλύτερη.

Όσον αφορά το χρέος, οι περισσότεροι συμφωνούν ότι η αιτία αυτού του προβλήματος στην ευρωζώνη, έχει να κάνει κυρίως με τη μη βιώσιμη συσσώρευση χρέους κυρίως στον ιδιωτικό τομέα και όχι τόσο στον δημόσιο. Εξάλλου, σύμφωνα με τον Schularick (2012)<sup>xlvi</sup>, οι περισσότερες από τις οικονομικές κρίσεις και του περασμένου αιώνα, έχουν προκληθεί από υπερβολική συσσώρευση ιδιωτικού χρέους και όχι δημοσίου.

Τα προβλήματα χρηματοδότησης των δημοσίων χρεών τους και η αβεβαιότητα στις αγορές οδήγησε τον κρατικό δανεισμό σε δαπανηρή υπόθεση έως και αδύνατη. Αρκεί να αναφέρουμε μόνο ότι στην Ελλάδα το 2004 το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ κυμαινόταν περίπου στο 100% και το 2009 έφτασε το 130%, δηλαδή μία αύξηση της τάξης του 64% περίπου.

Παρόλα αυτά, πριν το ξέσπασμα της κρίσης, η ευρωζώνη χαρακτηριζόταν από μονίμως πλεονασματικά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών του «πυρήνα», τα οποία χρηματοδοτούνταν από αντίστοιχα ελλειμματικά ισοζύγια της «περιφέρειας», κάτι που επιδεινώθηκε στη συνέχεια, δυσχεραίνοντας ακόμα περισσότερο τη θέση των περιφερειακών χωρών της.

Σύμφωνα με τους Holinski, Kool (2012)<sup>xlvi</sup>, οι οποίοι μελέτησαν τις αποκλίσεις των ανισορροπιών των τρεχουσών συναλλαγών μεταξύ «περιφέρειας» και «πυρήνα» για την περίοδο 1992 - 2007, τόνισαν οι ολοένα αυξανόμενες αυτές ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ είναι αιτία για σοβαρή ανησυχία καθώς οδηγούν σε μεγάλα εξωτερικά ελλείμματα, χωρίς παράλληλα την αύξηση επαρκούς

<sup>xlvi</sup> Schularick, Moritz, 2012. "Public debt and financial crises in the twentieth century," Discussion Papers 2012/1, Free University Berlin, School of Business & Economics.

<sup>xlvi</sup> Holinski, N., Kool, C., Muysken, J., 2012. "Persistent macroeconomic imbalances in the euro area: causes and consequences". Federal Reserve Bank St. Louis, Rev. 94 (1), 1–20.

εγχώριας ανάπτυξης<sup>xlix</sup>. Κατά τους ίδιους, η μεγαλύτερη ευθύνη της αυξανόμενης τάσης του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των χωρών του «πυρήνα» οφείλεται στη δημοσιονομική ενοποίηση, στα αμετάβλητα ποσοστά ιδιωτικών επενδύσεων και αποταμιεύσεων και στην μεγαλύτερη ανταγωνιστικότητα, απόρροια της αύξησης εμπορικών πλεονασμάτων και υψηλότερων καθαρών εισροών εισοδήματος από έξω.

Αντίθετα, η μείωση του επιπέδου των ιδιωτικών αποταμιεύσεων και ο επίμονος δανεισμός έχουν αυξήσει τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των χωρών της «περιφέρειας». Μάλιστα σύμφωνα με τους Chen, Milesi-Ferretti, και Tressel (2013)<sup>1</sup>, για την περίοδο 2001-2008, το σύνολο των καθαρών δανειακών αναγκών των ελλειμμάτων των χωρών της «περιφέρειας» ισοδυναμεί με μία αύξηση στην έκθεση των πλεονασματικών χωρών στα χρέη των πρώτων, συμπεριλαμβανομένων και των δανείων, γεγονός που υποδεικνύει ότι ο τραπεζικός δανεισμός έπαιξε καίριο ρόλο στη χρηματοδότηση αυτών των ελλειμμάτων.

Άλλες μελέτες που συγκρίνουν τις χώρες της ευρωζώνης (τόσο «περιφέρεια» όσο και «πυρήνα») με άλλες χώρες εκτός ζώνης, έχουν δείξει ότι οι αγορές εμφανίζονται λιγότερο ανεκτικές σε μεγάλες συσσωρεύσεις δημοσίου χρέους στην ευρωζώνη παρά σε αντίστοιχες σε χώρες εκτός αυτής, γεγονός που οδηγεί σε πολλαπλές ανισορροπίες. Οι περιφερειακές χώρες παρόλα αυτά, εξακολουθούν ακόμα και σήμερα να έχουν υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών σε σχέση με αυτές του «πυρήνα» που απολαμβάνουν πλεονάσματα. Το εθνικό δημόσιο χρέος των κρατών-μελών της ευρωζώνης πολλές φορές δείχνει να φτάνει σε μη βιώσιμα επίπεδα, με την απουσία ανταγωνιστικότητας από πλευράς των χωρών-μελών της ένωσης να είναι εμφανής, καθιστώντας το πιστωτικά ευαίσθητο. Γενικότερα, η αβεβαιότητα που επικρατεί όσον

---

<sup>xlix</sup> Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αντιπροσωπεύει το έλλειμμα της οικονομίας στο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών αλλά επίσης και τον καθαρό δανεισμό από το σύνολο των χωρών από τον υπόλοιπο κόσμο. Με άλλα λόγια, αν μία χώρα προτιμάει να αγοράζει περισσότερο από το εξωτερικό από το να πουλάει, δηλαδή να εξάγει, αυτή τη διαφορά πρέπει να τη δανειστεί. Αν υπάρχει μεγάλη συσσώρευση ιδιωτικού χρέους που καταλήγει σε αντίστοιχη συσσώρευση δημοσίου χρέους και σε κρίση, τότε η οικονομία οδηγείται σε αδυναμία αποπληρωμής. Το πρόβλημα λοιπόν εντοπίζεται στο σύνολο του δανεισμού στην οικονομία και κυρίως τον εξωτερικό δανεισμό, και όχι τόσο με τον δανεισμό του δημοσίου. Από την άλλη, θα μπορούσε κάποιος να ισχυριστεί ότι τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να είναι και ένα σημάδι ότι τα αγαθά και οι υπηρεσίες μίας χώρας βασίζονται σε μία λάθος «κοστολόγηση» στην παγκόσμια οικονομία

<sup>1</sup> Chen R, Gian Maria Milesi-Ferretti G.M and Tressel T. (2013),” External Imbalances in the Euro Area”, European and Western Hemisphere Departments , September 2012

αφορά την αναχρηματοδότηση των εθνικών χρεών ουσιαστικά καθιστά την ευρωζώνη δημοσιονομικά και χρηματοπιστωτικά ευάλωτη στις ψυχολογικές μεταβολές των αγορών.

Ένα επιπλέον πρόβλημα που προέκυψε και δημιούργησε ανησυχία είναι η έλλειψη αξιοπιστίας και φερεγγυότητας<sup>li</sup> όσον αφορά τον βαθμό ρευστότητας των εθνικών ομολόγων στις ιδιωτικές αγορές χρέους.

Ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των εθνικών κυβερνήσεων οδήγησε στη δημιουργία της κλίμακας ρίσκου που διαφοροποιείται ανάλογα με το εθνικό πιστωτικό κίνδυνο, προσδιορίζοντας το επιτόκιο δανεισμού του κάθε κράτους, με τις χώρες με το υψηλότερο ρίσκο να χρεώνονται με υψηλότερο κόστος δανεισμού και περισσότερο αυστηρούς περιορισμούς εξαιτίας της ευάλωτης θέσης τους απέναντι σε κρίσεις ρευστότητας και συνεπώς αξιοπιστίας, ενώ παράλληλα τις εγκλώβισε στις εκτιμήσεις των ιδιωτικών εταιρειών αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου. Για παράδειγμα μία αύξηση του δημοσίου ελλείμματος αξιολογείται ως αύξηση του πιστωτικού ρίσκου και οδηγεί σε υποβάθμιση της εθνικής οικονομίας στις κλίμακες ρίσκου των οίκων αξιολόγησης, οπότε και αύξηση στο κόστος δανεισμού και επιβολή πιθανών περιορισμών ή ακόμα και με αποκλεισμό από τις αγορές, όπως συνέβη και στην περίπτωση της Ελλάδας. Τόσο οι ιδιωτικές αγορές κεφαλαίου όσο και οι οίκοι αξιολόγησης επιβάλλουν χρηματοδοτικούς περιορισμούς στα κράτη-μέλη της ευρωζώνης, μεταβάλλοντας το πιστωτικό ρίσκο και την ποιότητα αξιοπιστίας του εθνικού χρέους.

Με το ξέσπασμα της κρίσης, λοιπόν, στην πιστωτική αγορά, όλα τα σύνθετα προϊόντα που στηρίζονταν σε χαρτοφυλάκια ομολόγων έχασαν μεγάλο μέρος της αξίας τους, μαζί χάθηκε και η εγγύησή τους και πολλοί από τους εκδότες αποσύρθηκαν από την αγορά καθώς αυξήθηκε σε μεγάλο βαθμό το κόστος δανεισμού. Επίσης, η αύξηση των τιμών των ομολόγων ορισμένων κυβερνήσεων της «περιφέρειας» σε πολύ υψηλά επίπεδα<sup>lii</sup>,

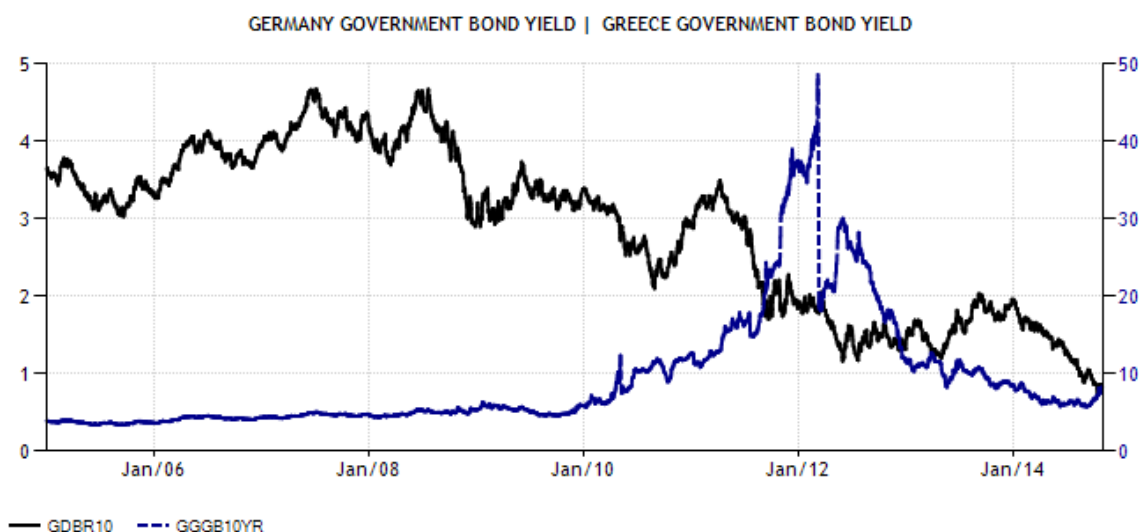
---

<sup>li</sup> Η αιτία είναι, σύμφωνα με τους Kelton (2003) και Wray(2003), ότι η θεμελιακή στρέβλωση στην αρχιτεκτονική της ευρωζώνης καθιστά την αξιοπιστία κύριο κριτήριο αξιολόγησης της ασκούμενης νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής και όχι την ανεξαρτησία. Στο πλαίσιο αυτό, πρέπει να ερμηνευτούν όλες οι παλινδρομήσεις και καθυστερήσεις στη διαχείριση της κρίσης χρέους από τις ευρωπαϊκές αρχές τα τελευταία χρόνια, χωρίς να υποτιμώνται παράγοντες που έχουν να κάνουν με την ισορροπία δυνάμεων στο εσωτερικό της ευρωζώνης και ειδικά το ρόλο της Γερμανίας

<sup>lii</sup> Οι συμμετέχοντες στην αγορά τείνουν να εστιάζουν στην διαφορά αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων μίας χώρας και αντίστοιχων της Γερμανίας, θεωρώντας την ως δείκτη τάσεων δημοσίου χρέους. Οι επενδυτές από την άλλη αναζητούν διαφορετικά επιτόκια για τα ομόλογα των δύο χωρών, στην

ώθησε τους επενδυτές θεωρώντας αναξιόπιστες τις οικονομίες των συγκεκριμένων χωρών, στο να καταφύγουν σε πώληση μαζικών κρατικών ομολόγων των χωρών αυτών, με αποτέλεσμα τα επιτόκια να εκτοξευθούν σε μη διατηρήσιμα υψηλά επίπεδα. Με την έκρηξη των spreads που σχετίζονταν με τα κρατικά ομόλογα που εκδόθηκαν από τη Γερμανία, οι χώρες της ευρωζώνης συνειδητοποίησαν ότι η νομισματική ολοκλήρωση δεν εξασφαλίζει τη μείωση των διαρθρωτικών διαφορών μεταξύ τους αντίθετα τις επιδεινώνει. Στο παρακάτω διάγραμμα, μπορούμε να δούμε ενδεικτικά πως διαμορφώθηκαν οι τιμές των ελληνικών και γερμανικών ομολόγων διαχρονικά.

**Διάγραμμα 6**



Πηγή: Eurostat

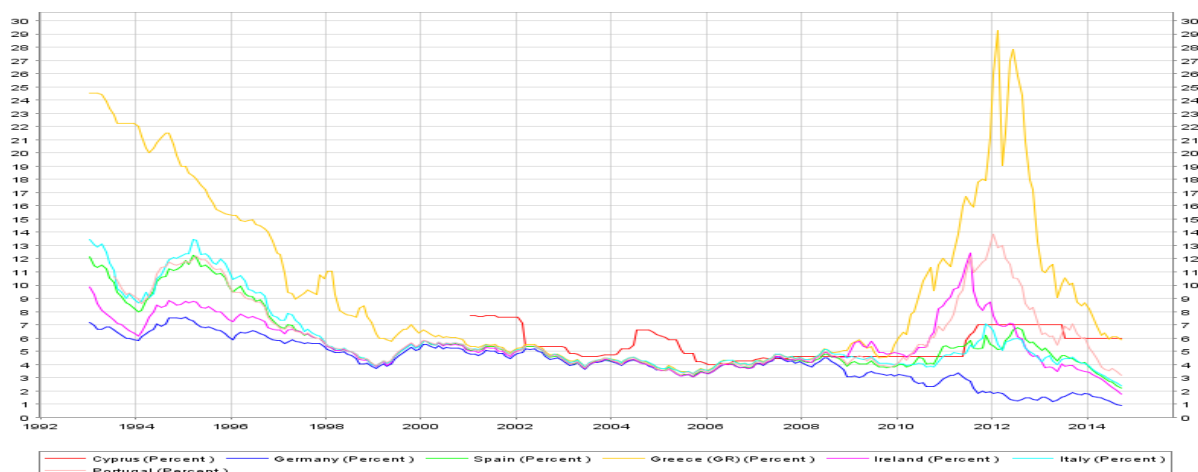
Με αυτή τη μαζική εκροή ρευστότητας, κατέστην αδύνατον για τις κυβερνήσεις των χωρών αυτών να αναχρηματοδοτήσουν το δημόσιο χρέος τους σε ένα λογικό επιτόκιο. Άρα, η οικονομική κατάσταση των προβληματικών χωρών επιδεινώθηκε, τα επιτόκια των ομολόγων τους αυξήθηκαν και συνεπώς αμφισβητήθηκε η ικανότητά τους για αποπληρωμή των χρεών τους. (De Grauwe και Ji, 2012). Είναι ενδιαφέρον να δούμε στο παρακάτω διάγραμμα πως διαφοροποιήθηκε η πορεία των επιτοκίων

---

περίπτωση που είτε ενισχυθεί το ένα νόμισμα έναντι του άλλου είτε υπάρχει ανησυχία ότι η μία κυβέρνηση ίσως έρθει αντιμέτωπη με χρεωκοπία, οπότε και θα χρειαστεί να πληρώσει υψηλότερο επιτόκιο για να αποζημιώσει τους επενδυτές για το ρίσκο.

μακροπρόθεσμα για τις χώρες της «περιφέρειας» και για την Γερμανία, με την πιο εντυπωσιακή αύξησή τους να διαμορφώνεται για την Ελλάδα.

**Διάγραμμα 7: Μακροπρόθεσμα επιτόκια για σκοπούς σύγκλισης**



Πηγή: *Statistical Data Warehouse*

Αυτό με τη σειρά του, ανάγκασε τις χώρες-μέλη της ένωσης να αφήσουν στην άκρη τους αυτόματους σταθεροποιητές του προϋπολογισμού και να καταφύγουν σε προγράμματα λιτότητας, με αύξηση της φορολογίας και περικοπή των δημοσίων δαπανών, οδηγώντας την οικονομία τους σε φάση ύφεσης. Υπό την πίεση των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι δημοσιονομικές πολιτικές έγιναν προ-κυκλικές ωθώντας τις χώρες σε αποπληθωριστικό κύκλο, έτσι αυτό που ξεκίνησε ως κρίση ρευστότητας κατέληξε σε κρίση φερεγγυότητας.

Όσον αφορά τον ρόλο των αυτόματων σταθεροποιητών, αν και ήταν απαραίτητοι σε εθνικό επίπεδο πριν την είσοδο στην ένωση, είχαν έρθει σε δεύτερη μοίρα από τα κράτη-μέλη εκ των υστέρων, χωρίς να έχουν μεταφερθεί στο επίπεδο της ένωσης, με αποτέλεσμα τα κράτη-μέλη να είναι έρμια των πιθανών εθνικών διαταραχών. Οι κυβερνήσεις αντί να επιτρέψουν στους αυτόματους σταθεροποιητές να λειτουργήσουν ως «αμορτισέρ» στην ύφεση, επέλεξαν να τους περιορίσουν στα πλαίσια της δημοσιονομικής χρηστότητας, και αυτό γιατί φοβόντουσαν ότι η ύπαρξη συσσωρευμένων χρεών και η εκτόξευση του επιπέδου δημοσίου χρέους σε μη

διαχειρίσιμα επίπεδα εξαιτίας της ανάγκης διάσωσης του τραπεζικού συστήματος χωρών, όπως της Ισπανίας και άλλων, θα οδηγούσαν σε αντίστροφα αποτελέσματα. Οι κρίσεις ρευστότητας στο εσωτερικό της ζώνης λοιπόν, ανάγκασαν τις χώρες-μέλη να εξαλείψουν ένα από τα πιο βασικά χαρακτηριστικά σταθεροποίησης, τους αυτόματους σταθεροποιητές των κυβερνητικών προϋπολογισμών.

Ο De Grauwe (2011), υποστήριξε ότι η κρίση χρέους της ευρωζώνης είναι εξαιρετικά ευάλωτη στις πιέσεις των ομολόγων των ιδιωτικών αγορών εξαιτίας της δυνατότητας που απέκτησαν οι τελευταίες να οδηγούν τις εθνικές οικονομίες σε χρεωκοπία, ανακόπτοντας την χρηματοδότηση των συσσωρευμένων δανειακών τους υποχρεώσεων. Είναι γεγονός ότι υπήρχε πίεση στις διεθνείς αγορές να «κοστολογήσουν» πιθανές χρεωκοπίες (defaults) των χωρών της «περιφέρειας», θέτοντας σε κίνδυνο την ίδια την σταθερότητα της ευρωζώνης. Βέβαια, σύμφωνα με τον Scharpf (2011)<sup>liii</sup>, η πιθανότητα χρεωκοπίας μίας χώρας-μέλους θα είχε πολύ σοβαρές συνέπειες για το υπόλοιπο της ευρωζώνης και θα έθετε το σύνολο της ζώνης υπό αμφισβήτηση. Οι υπόλοιπες χώρες δεν θα άντεχαν την πίεση χωρίς όμως να μπορούν και να εγγυηθούν για τις χώρες υπό χρεωκοπία, στο πλαίσιο της ρήτρας «περί μη διάσωσης». Αποτέλεσμα, οι αδύναμες χώρες, να αναγκάζονται να πληρώσουν ένα μεγάλο τίμημα σε όρους αυτονομίας των εθνικών πολιτικών τους στην χάραξη μακροοικονομικής πολιτικής καθώς και να εφαρμόσουν αυστηρά μέτρα λιτότητας που οδηγούν σε βαθύτερη ύφεση.

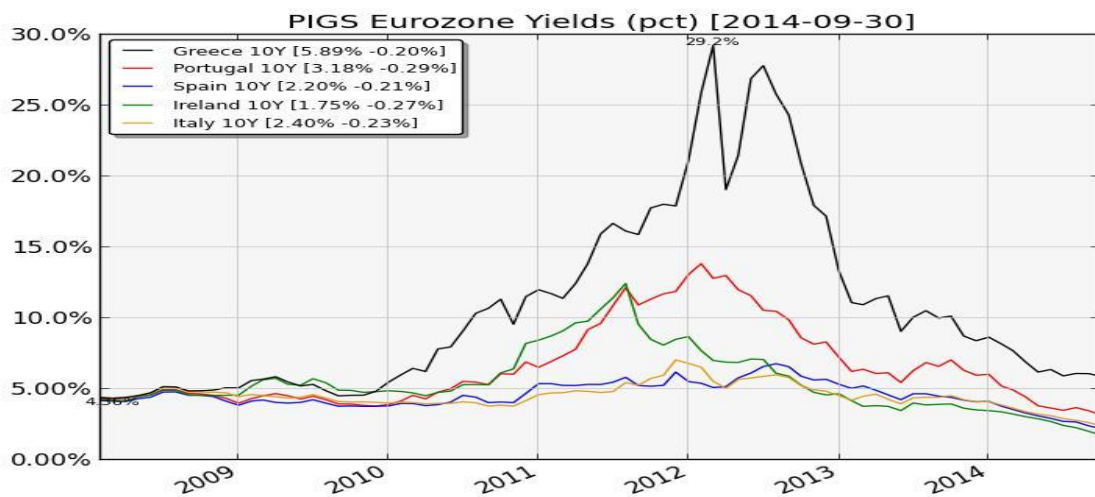
Σχετικές μελέτες που διεξήχθησαν, επίσης, έδειξαν μάλιστα ότι οι αγορές κρατικών ομολόγων στην ευρωζώνη, είναι πιο εύθραυστες και ευπαθείς σε σχέση με αυτές άλλων χωρών εκτός ένωσης (stand-alone). Μάλιστα, απέδειξαν ότι ένα μεγάλο μέρος της αύξησης των spreads στα επιτόκια των 10-ετών κρατικών ομολόγων των χωρών της «περιφέρειας» της ευρωζώνης στην πλειοψηφία τους δεν σχετίζονται τόσο με την αύξηση των επιπέδων χρέους ως προς το ΑΕΠ, όσο με την ψυχολογία της αγοράς που ήταν αρνητική κυρίως μετά το 2010. Σε μακροπρόθεσμο βέβαια πλαίσιο, η ανησυχία για τα υψηλά επίπεδα χρέους ως προς το ΑΕΠ στην ευρωζώνη μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του επιπέδου των spreads, κάτι που βέβαια δεν ισχύει για τις προηγμένες χώρες

---

<sup>liii</sup> Scharpf, Fritz W. (2011), Monetary Union, Fiscal Crisis and the Pre-emption of Democracy 9(2), 163–198

εκτός ένωσης. Παρακάτω παρουσιάζεται ενδεικτικά η πορεία των αποδόσεων των 10-ετών ομολόγων και των 2 ομάδων χωρών μετά την εκδήλωση της κρίσης<sup>liv</sup>.

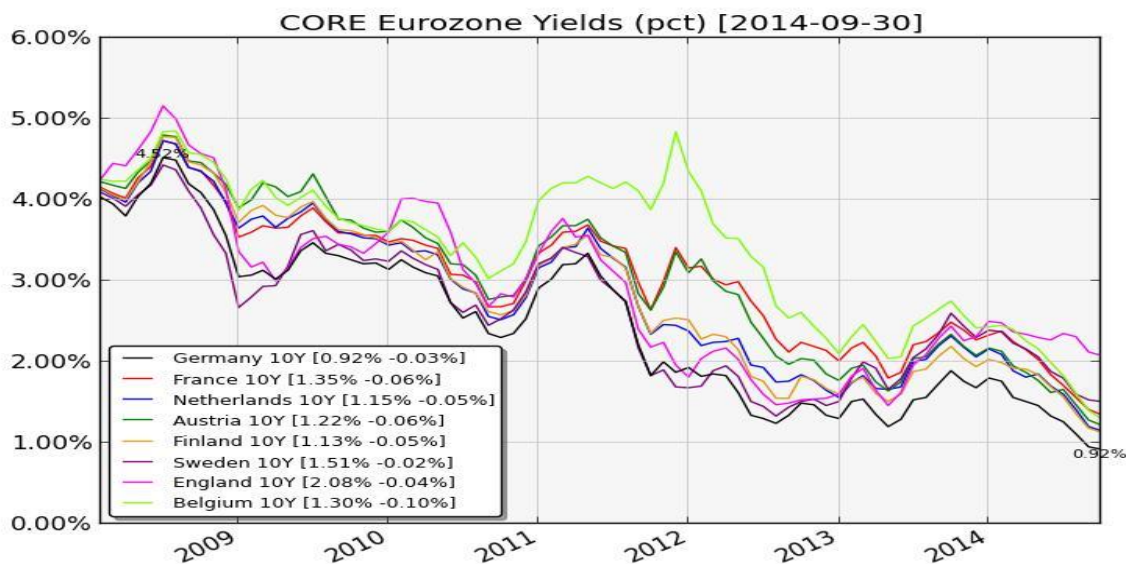
**Διάγραμμα 8**



Last update Oct 13, 2014

<http://www.mdbriefing.com>

**Διάγραμμα 9**



Last update Oct 13, 2014

<http://www.mdbriefing.com>

Πηγή: Eurostat

<sup>liv</sup> Η συντομογραφία PIGS αναφέρεται στις περιφερειακές χώρες, Πορτογαλία, Ιρλανδία/Ιταλία, Ελλάδα, Ισπανία από τα αρχικά τους σε αγγλικούς όρους.

Παρατηρώντας τα 2 διαγράμματα, συμπεραίνεται ότι για τις χώρες του «πυρήνα» ότι η πορεία τους είναι πτωτική μετά την κρίση του 2008, ενώ για τις χώρες της «περιφέρειας», οι αποδόσεις των 10-ετών κρατικών ομολόγων μειώνονται μετά το 2012 και μάλιστα στην περίπτωση της Ελλάδας, κορυφώνονται την ίδια χρονιά. Παρόλα αυτά, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων φαίνεται να μειώνονται και να καταλήγουν στο 7,8 %, (η χαμηλότερη απόδοση από το 2010 και μετά) και οι αντίστοιχες των ισπανικών ομολόγων να πέφτουν στο 3,8% και της Πορτογαλίας στο 5,4%.

Επίσης, είναι γνωστό ότι η ίδια η αρχιτεκτονική της ευρωζώνης διαχωρίζει την έκδοση χρήματος από την κρατική ευθύνη στη διαχείριση του ευρώ, γεγονός που προκάλεσε την αύξηση του πιστωτικού ρίσκου των εθνικών κυβερνήσεων με υψηλά επίπεδα χρέους (Wray, 2012)<sup>iv</sup>. Επιπλέον, υπάρχουν επιπτώσεις όσον αφορά τις δανειακές ανάγκες των κρατών-μελών της ζώνης, καθώς η χρηματοδότησή τους μπορεί να γίνει μόνο μέσω ιδιωτικών αγορών κεφαλαίου, και όχι μέσω κάποιας ομοσπονδιακής δημοσιονομικής αρχής ή της ΕΚΤ που αδυνατεί να παρέχει οποιαδήποτε οικονομική βοήθεια.

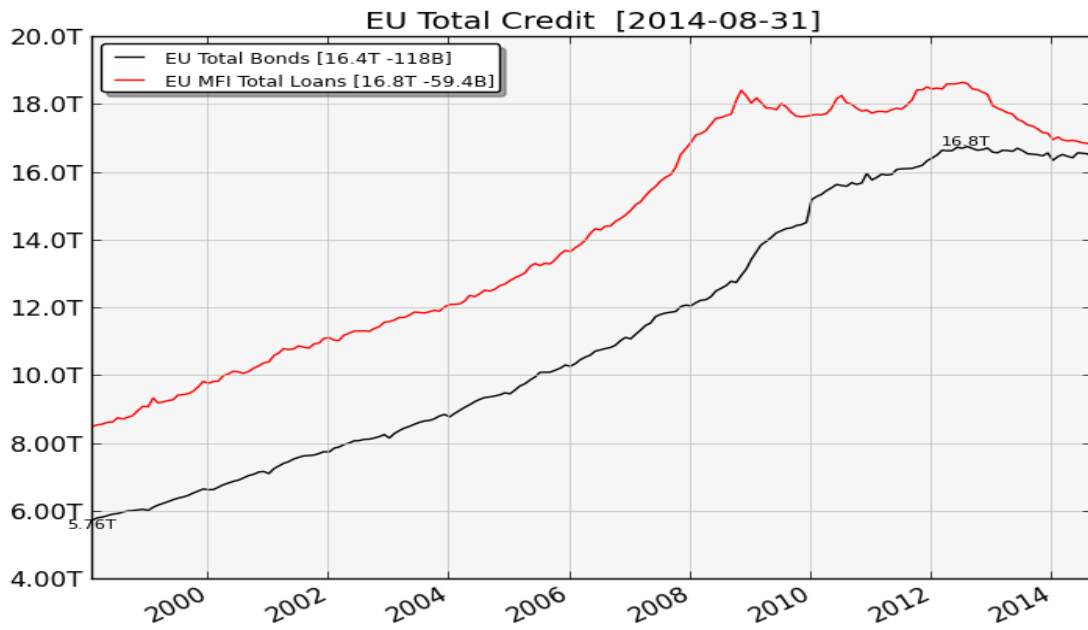
Παράλληλα, η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος που έγκειται στην ευθύνη της κάθε κυβέρνησης μπορεί να διαταραχθεί για παράδειγμα σε περίπτωση αστάθειας οπότε είναι κατανοητό ότι η αναπόφευκτη αύξηση του επιπέδου του δημοσίου ελλείμματος ή του χρέους αυξάνει το πιστωτικό ρίσκο έκδοσης νέου χρέους, αυξάνοντας παράλληλα τα επιτόκια δανεισμού. Στα επόμενα δύο διαγράμματα φαίνεται η συνολική πιστωτική επέκταση της ευρωζώνης και οι τραπεζικές πιστώσεις τα τελευταία 14 χρόνια. Βλέπουμε ότι η συνολική επέκταση αυξήθηκε καθώς εξανεμίστηκε ο κίνδυνος συναλλάγματος και ο ανταγωνισμός ώθησε τις χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, καθώς οι τράπεζες μπορούσαν να δανείζονται εύκολα από το εξωτερικό.

---

<sup>iv</sup> Wray L.R, (2012). "A Minskyan Interpretation of the Causes, the Fed's Bailout, and the Future-Global Financial Crisis", Working Paper No. 711 | March 2012



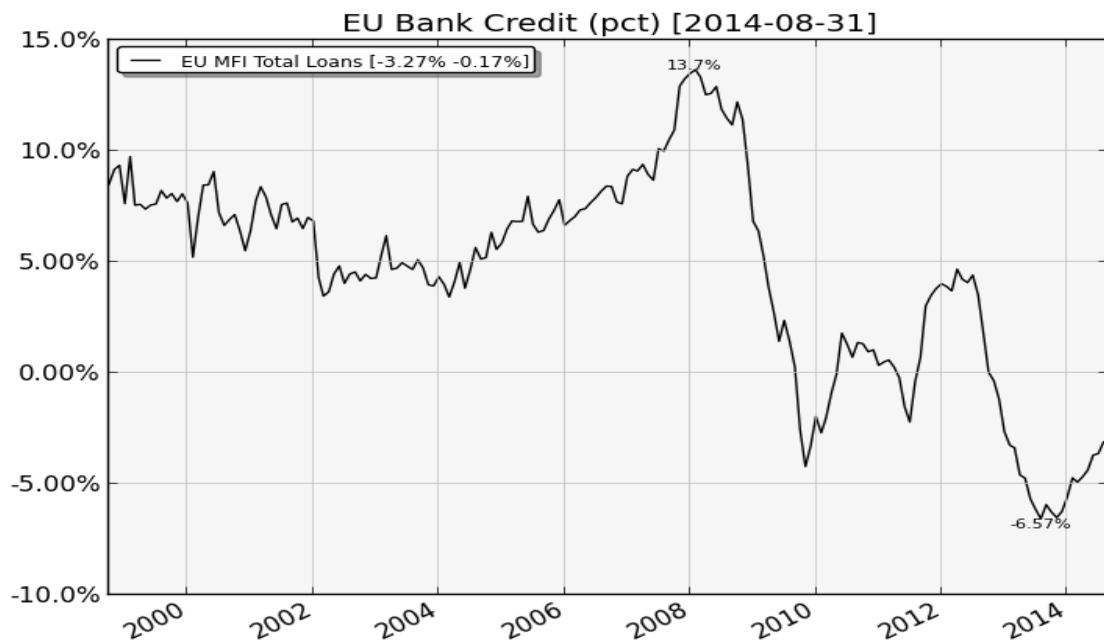
### Διάγραμμα 10



Last update Oct 27, 2014

<http://www.mdbriefing.com>

### Διάγραμμα 11



Last update Sep 28, 2014

<http://www.mdbriefing.com>

Μετά την ύφεση του 2009, έγιναν προσπάθειες να ανακάμψει η ευρωζώνη μέσω της διόδου της ανάπτυξης<sup>lvi</sup>, με την Γερμανία και άλλες βόρειες χώρες να έχουν μία σταθερά αυξητική πορεία και χώρες του νότιου ευρωπαϊκού χώρου να παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα ανάπτυξης, μη μπορώντας να ανακτήσουν τη χαμένη εμπιστοσύνη προς αυτούς. Μάλιστα ο Nouriel Roubini (2011)<sup>lvii</sup> υποστήριξε ότι ο στόχος της ανάπτυξης επιβάλλεται κυρίως στις νότιες χώρες, επισημαίνοντας τα σοβαρά προβλήματα των μακροχρόνια εξωτερικών ανισορροπιών τους, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι το σχέδιο για το ευρώ είναι απίθανο να επιβιώσει. Ένας ανασταλτικός παράγοντας για την αύξηση της ανάπτυξης στην ευρωζώνη, αποτελεί και η πολιτική λιτότητας καθώς οι χώρες που την επωμίζονται αναγκάζονται να μειώνουν τους προϋπολογισμούς τους περιορίζοντας τα ελλείμματά τους, με ελπίδα να ανακτήσουν χαμηλότερα επιτόκια και αξιοπιστία στις αγορές τους.

Σύμφωνα με τον Rogoff K.(2010)<sup>lviii</sup>, η οικονομική ανάπτυξη συνδέεται αρνητικά με τα υψηλά επίπεδα ακαθάριστου δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ. Παρόλα αυτά, η οικονομία της ζώνης στο σύνολό της αναπτύσσεται με αργούς ρυθμούς, με αποτέλεσμα να μην επιτυγχάνεται ο στόχος της μείωσης του ποσοστού ανεργίας και παράλληλα να μην καλύπτονται τα υφιστάμενα χρέη των προβληματικών χωρών. Παράλληλα, η άνιση κατανομή του επιπέδου ανάπτυξης είναι έκδηλη μεταξύ των κρατών-μελών, με τις περιφερειακές χώρες να αγωνίζονται να απαλλαγούν από το βάρος των χρεών τους, ενισχύοντας την άποψη ότι υπό αυτές τις συνθήκες η κρίση δεν μπορεί να σταματήσει τόσο εύκολα. Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει πως μεταβάλλεται το ΑΕΠ τόσο στις περιφερειακές χώρες της ευρωζώνης όσο και στον «πυρήνα». Η Ελλάδα, χαρακτηριστικά, φτάνει μέχρι και το -9,19% του ΑΕΠ το 2011, ενώ αγγίζει τη μέγιστη τιμή της λίγο πριν την κρίση με 7,87 % του ΑΕΠ της, ενώ η Γερμανία από -6,8% που καταγράφεται λίγο πριν το 2010, το αυξάνει στο 5,28% του ΑΕΠ της, ένα χρόνο μετά.

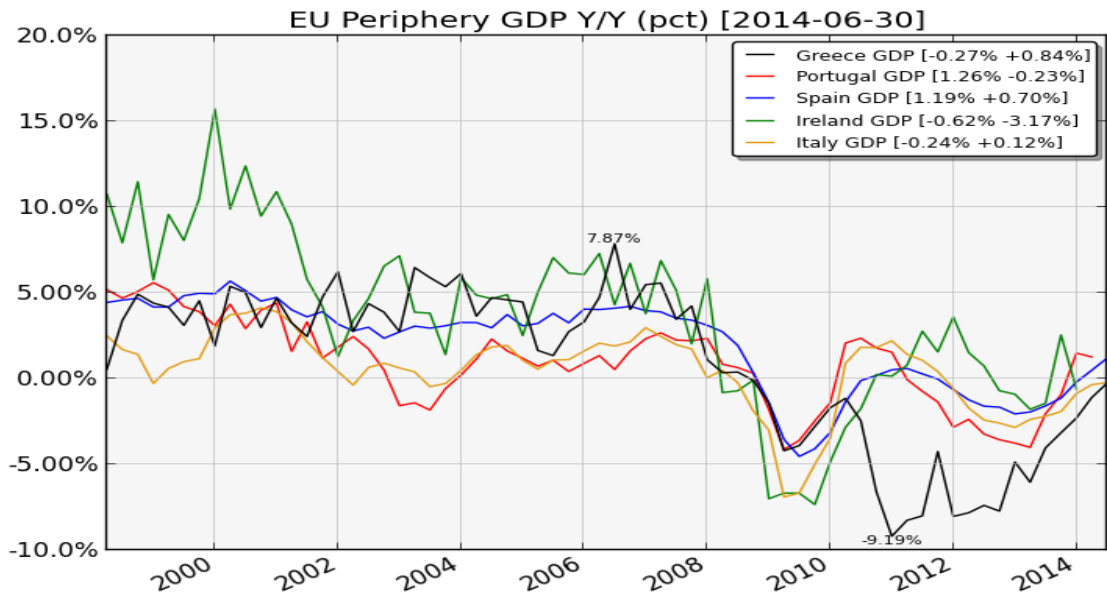
---

<sup>lvi</sup> Πρέπει να τονιστεί εδώ ότι όταν αναφερόμαστε σε ανισορροπίες στην ανάπτυξη εννοούμε τα προβλήματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών που αντιμετωπίζουν οι κυβερνήσεις στην ευρωζώνη.

<sup>lvii</sup> Roubini, Nouriel. "Italy's Tremonti's Temper Tantrums on EMU in Davos...a Sad Embarrassing Episode for Italy...". EconoMonitor. Retrieved 11 November 2011.

<sup>lviii</sup> Kenneth S. Rogoff (2010), "From financial crash to debt crisis", Working Paper 15795, National Bureau of Economic research, March 2010

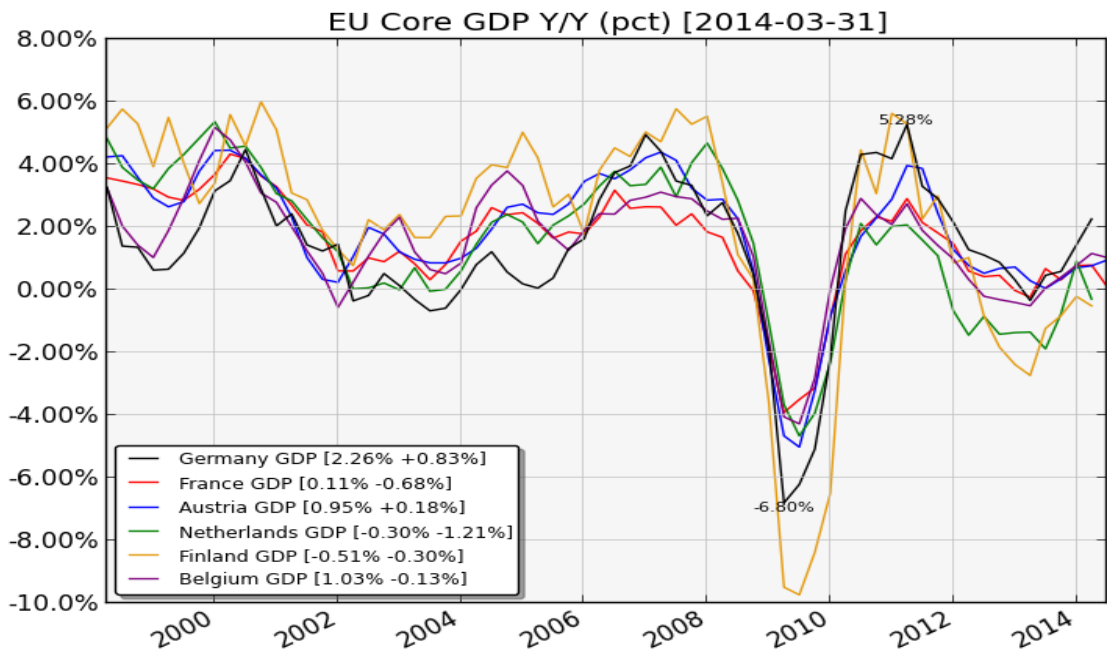
### Διάγραμμα 12



Last update Sep 5, 2014

<http://www.mdbriefing.com>

### Διάγραμμα 13



Last update Sep 5, 2014

<http://www.mdbriefing.com>

Όσον αφορά την επίδραση της υποτονικής ανάπτυξης στην κρίση χρέους, η δημοσιονομική σπατάλη πολλές φορές θεωρείται ανασταλτικός παράγοντας και αυτό αποδεικνύεται και από το γεγονός ότι η Ελλάδα ήταν η πρώτη χώρα που φαίνεται να αντιμετωπίζει σοβαρά ελλείμματα προϋπολογισμού της και ανακριβή δημόσια οικονομικά. Σύμφωνα με τους Claire Jones και Norma Cohen (2012)<sup>lix</sup>, υπάρχει έντονη κριτική σχετικά με την επίτευξη βιώσιμης ανάπτυξης στα πλαίσια της εξισορρόπησης των δημοσιονομικών προϋπολογισμών των προβληματικών χωρών της ευρωζώνης.

Γενικότερα, σύμφωνα με τον Overbeek (2012)<sup>lx</sup>, αυτή η οικονομική κρίση έχει αποκαλύψει ότι ο συνδυασμός νομισματικής ολοκλήρωσης με σημαντικό βαθμό ανοχής από πλευράς δημοσιονομικής και χρηματοοικονομικής πολιτικής δε μπορεί να είναι βιώσιμος. Ένας φαύλος κύκλος προβλημάτων σε συνδυασμό με την έλλειψη εμπιστοσύνης στις χρηματοπιστωτικές αγορές οδηγούν σε σκέψεις χρεωκοπίας ως λύση για τα εθνικά θέματα.

Θα μπορούσαμε να συνοψίσουμε σε έναν πίνακα ένα μέρος κυρίως της εμπειρικής βιβλιογραφίας σχετικά με τα ευρήματα της ευρώ-κρίσης, τις επιπτώσεις της στις χώρες-μέλη και τις προτεινόμενες λύσεις:

---

<sup>lix</sup> Claire Jones and Norma Cohen (2012), “Debate rages over benefits of fiscal austerity”, July 2012, EU Economy

<sup>lx</sup> Overbeek, H.W. (2012),” Sovereign debt crisis in Euroland: implications for European integration.” The International Spectator, 47(1), 30-48.

Πίνακας 6

ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ/ ΣΚΟΠΟΣ	ΕΥΡΗΜΑΤΑ/ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ	ΠΡΟΤΕΙΝΟ ΜΕΝΕΣ ΛΥΣΕΙΣ
Holinski, N., Kool, C., Muysken, J., 2012. "Persistent macroeconomic imbalances in the euro area: causes and consequences", Federal Reserve Bank St. Louis Rev. 94 (1), 1–20.	Βάση AMECO <sup>lxi</sup> της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την περίοδο 1992-2007 για τις πρώτες 11 χώρες-μέλη της ζώνης  Αποκλίσεις των ανισορροπιών των τρεχουσών συναλλαγών μεταξύ των χωρών «βορρά» και «νότου»	Αύξηση πλεονάσματος τρεχουσών συναλλαγών χωρών του «βορρά» απόρροια δημοσιονομικής ενοποίησης, αμετάβλητων ποσοστών ιδιωτικών επενδύσεων και αποταμιεύσεων, μεγαλύτερη ανταγωνιστικότητα Αύξηση ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών χωρών του «νότου» αποτέλεσμα μείωσης επιπέδου των ιδιωτικών αποταμιεύσεων και επίμονου δανεισμού	Επαρκής παρακολούθηση εξωτερικών ελλειμμάτων και πιο συντονισμένη εφαρμογή της κατάλληλης πολιτικής
"The Governance of a Fragile Eurozone" Paul De Grauwe, No. 346, May 2011	Με τη βοήθεια ενός μοντέλου που εξετάζει την καλή/κακή ισορροπία  Επιπτώσεις της ευαισθησίας της ευρωζώνης σε μεταβολές ψυχολογίας των αγορών	Αποτυχία αποτελεσματικής διακυβέρνησης και ανεπάρκεια οικονομικής ενίσχυσης οδηγούν σε κακή ισορροπία	Δημιουργία συλλογικού μηχανισμού αμοιβαίας υποστήριξης και ελέγχου των χωρών-μελών
Kevin H. O'Rourke and Alan M. Taylor, "Cross of Euros", 2013, Journal of Economic Perspectives 27 (3)	Data Eurostat/BEA/NIPA	"Υπαρξη βραχυχρόνιων προβλημάτων μακροοικονομικής προσαρμογής και ανεπάρκεια	Ευέλικτη και αντί-κυκλική μακροοικονομική πολιτική σε συνδυασμό με χαλαρότερη νομισματική πολιτική Εφαρμογή μηχανισμών για πιο συμμετρική προσαρμογή Δημιουργία γνήσιας τραπεζικής ένωσης με μία ευέλικτη κεντρική τράπεζα
Bargain, Olivier and Dolls, Mathias and Fuest, Clemens and Neumann, Dirk and Peichl, Andreas and Pestel, Nico and Sieglösch, Sebastian,	Με τη βοήθεια του ευρωπαϊκού εκτιμητή EUROMOD <sup>lxii</sup> βάση του έτους 2001, για τις πρώτες 11 χώρες-μέλη της ζώνης	Η αντικατάσταση του 1/3 του εθνικού συστήματος φορολογίας από ένα ευρωπαϊκό, οδηγεί σε σημαντικές αναδιανεμητικές επιδράσεις τόσο εντός όσο	Περαιτέρω δημοσιονομική ολοκλήρωση θα βελτιώνει την απόδοση των

<sup>lxi</sup> Πρόκειται για μία ετήσια μακροοικονομική βάση της Γενικής Διεύθυνσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Οικονομικών και Χρηματοοικονομικών υποθέσεων, που παρέχει μία λεπτομερή κατανομή όλων των σχετικών μεταβλητών.

<sup>lxii</sup> Πρόκειται για ένα tax-benefit μοντέλο προσομοίωσης που επιτρέπει στην οικονομική ανάλυση να συγκρίνει και να αξιολογήσει τις επιδράσεις των φόρων στο εισόδημα των νοικοκυριών και στα εργασιακά κίνητρα του πληθυσμού κάθε χώρας.

<p>“Fiscal Union in Europe? Redistributive and Stabilizing Effects of a European Tax Benefit System and Fiscal Equalization Mechanism “(July 2013), Economic Policy, Vol. 28, Issue 75, pp. 375-422, 2013.</p>	<p>«Επίδραση μεταρρυθμιστικών πολιτικών και επιδράσεις τους στην κατανομή εισοδήματος και στους αυτόματους σταθεροποιητές σε αντιπροσωπευτικό δείγμα νοικοκυριών»</p>	<p>και μεταξύ των χωρών, βελτιώνοντας την μακροοικονομική σταθερότητα της ευρωζώνης</p>	<p>αυτόματων σταθεροποιητών και θα μειώνει την ευαισθησία των χωρών-μελών σε ανακατανομή εισοδήματος</p>
<p>Alexiou, Constantinos; Nellis, Joseph G. December 2013 “Challenging the Raison d’etre of Internal Devaluation in the Context of the Greek Economy”, Panoeconomicus;2013, Vol. 60 Issue 6, p813 SOURCE TYPE Academic Journal</p>	<p>Μέσω εμπειρικής ανάλυσης μακροοικονομικών δεικτών με τη βοήθεια της βάσης AMECO για την Ελληνική Οικονομία σε σύγκριση με άλλες Ευρωπαϊκές Χώρες για την περίοδο 1990-σήμερα</p> <p>«Επιπτώσεις των πολιτικών λιτότητας και της εσωτερικής υποτίμησης στην Ελληνική οικονομία»</p>	<p>Αντίστροφη σχέση μεταξύ λιτότητας/εσωτερικής υποτίμησης και δημοσιονομικής σταθερότητας/εξυγίανσης (επιμονή αυξημένων ποσοστών δημοσίων χρεών για τις χώρες της «περιφέρειας», κυρίως για την Ελλάδα, χαμηλά επίπεδα ανάπτυξης και παραγωγής)</p>	<p>Επέκταση νομισματικής πολιτικής με υποστήριξη δημοσίου χρέους των αδύναμων χωρών, και εφαρμογή σχεδίου εσωτερικής προσαρμογής για ενίσχυση παραγωγικότητας και αναδιανομής εισοδήματος και επιπέδου μισθών.</p>
<p>“The Pricing of Sovereign Risk and Contagion during the European Sovereign Debt Crisis,” John Beirne and Marcel Fratzscher</p>	<p>Χρήση εμπειρικών μοντέλων για δείγμα 31 κρατών για την περίοδο 1999 - 2011</p> <p>«Συγκριτική αξιολόγηση του κόστους ύπαρξης χρέους μεταξύ χωρών «περιφέρειας», ανεπτυγμένων χωρών και αναδυόμενων χωρών εκτός Ευρώπης»</p>	<p>Τα οικονομικά χαρακτηριστικά/μεγέθη των ίδιων των χωρών-μελών σε συνδυασμό με τον μηχανισμό μετάδοσης είναι υπαίτια για την αύξηση χρέους στην διάρκεια της κρίσης</p>	<p>Απαραίτητη μία πολιτική που θα προσδιορίσει σωστά το pricing των κρατικών ομολόγων ευρωζώνης, χωρίς να υποτιμήσει τον κίνδυνο που απορρέει από αυτή την αγορά</p>
<p>Agustín Bénétrix and Philip Lane estimate in “Fiscal Cyclicalities and EMU”, 2012</p>	<p>Δειγματοληψία βάση του οικονομικού εγχειριδίου OECD για την περίοδο 1980-2007 για τα 11 μέλη της ONE</p> <p>«Εκτίμηση κυκλικής συμπεριφοράς της δημοσιονομικής πολιτικής στο σύνολο της ευρωζώνης»</p>	<p>Ανεπαρκής αντι-κυκλική δημοσιονομικά πρότυπα στον ευρωπαϊκό χώρο πριν την κρίση συνέβαλλαν σε επόμενες κρίσεις</p>	<p>Βελτίωση κυκλικής συμπεριφοράς και δημοσιονομική ενοποίηση</p>
<p>Eichengreen, B., Jung, N., Moch, S., Mody, A., 2014. “The eurozone crisis: Phoenix miracle or lost decade?,” Journal of Macroeconomics 39, 288–308, European Commission, EU economic governance</p>	<p>«Συγκριτική ανάλυση των συνθηκών δύο προγενέστερων κρίσεων εκτός Ευρώπης με αυτήν στην ευρωζώνη»</p>	<p>Πολιτική λιτότητας, υπερσυσσώρευση χρέους, χρόνια προβλήματα χρηματοπιστωτικού συστήματος και δυσκολία προσαρμογής οι κρίσιμες πτυχές της ευρω-κρίσης</p>	<p>Τραπεζική εξυγίανση ή δημιουργία τραπεζικής ένωσης, αποφυγή μέτρων λιτότητας και αναδιάρθρωση του χρέους</p>

### 4.3 ΚΡΙΣΗ ΣΤΙΣ «ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΕΣ» ΧΩΡΕΣ

Κατά την διάρκεια των τελευταίων χρόνων, έχουν γίνει πολλές συζητήσεις σχετικά με τον χειρισμό της ευρώ-κρίσης και την αντιμετώπιση των επιπτώσεών της, κυρίως για τις αδύναμες χώρες. Η ευρώ- κρίση, είχε ως αποτέλεσμα την καταγραφή αρνητικών ρυθμών πιστωτικής επέκτασης και σημαντική αύξηση του κόστους δανεισμού ιδιαίτερα για αυτές τις χώρες που επιβαρύνθηκαν με ιδιαίτερα υψηλά επιτόκια ενώ παρατηρήθηκε αποσύνδεση του κόστους χρήματος από την πιστοληπτική ικανότητά τους.

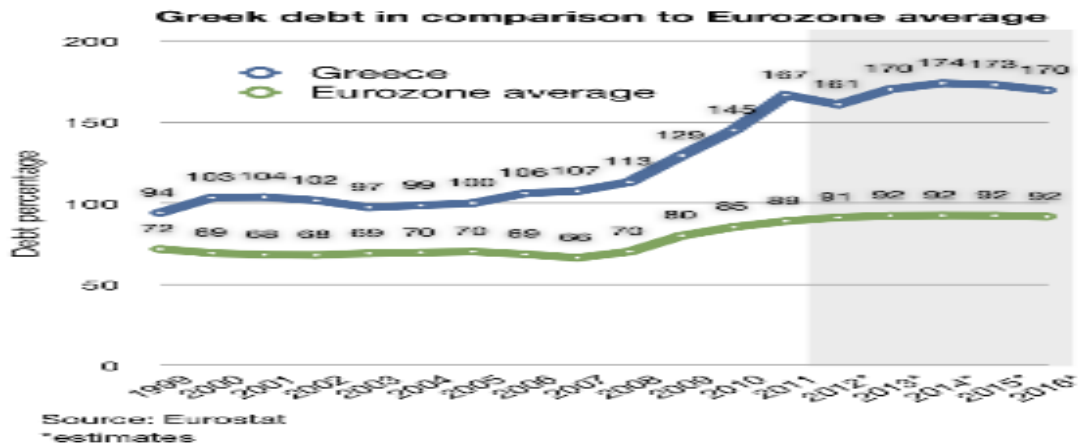
Επίσης, μειώθηκε η ανταγωνιστικότητα των χωρών αυτών ως αποτέλεσμα της έλλειψης επενδύσεων, δυσχεραίνοντας ακόμα περισσότερο τη θέση τους και μάλιστα, κάποιες έχουν έρθει και αντιμέτωπες ακόμα και με σενάρια χρεωκοπίας, δημιουργώντας έτσι αρνητικές προσδοκίες για το σύνολο της ευρωζώνης.

Σε αυτό το κεφάλαιο, επιχειρείται να γίνει διερεύνηση των συνθηκών που επικρατούν στο περιβάλλον της ευρωζώνης μετά την ευρώ-κρίση όσον αφορά την νομισματική και πιστωτική επέκταση τεσσάρων χωρών που αποτελούν κατά βάση την «περιφέρεια» της ευρωζώνης, την Ιρλανδία, την Πορτογαλία, την Ελλάδα και την Κύπρο, σε σύγκριση με ανεπτυγμένες χώρες, όπως η Γερμανία. Θα προσπαθήσουμε να εντοπίσουμε τις επιπτώσεις της ευρω-κρίσης και να καταγράψουμε την κατάσταση πίστωσης των χωρών αυτών και πώς αυτή επηρεάζει μετέπειτα την αγορά μέσω μεταβολών τους στα επίπεδα των επιτοκίων, στο σύνολο των επενδύσεων και γενικότερα στην ανταγωνιστικότητα τους.

#### ***Ελλάδα***

Η Ελλάδα είναι μία ξεχωριστή περίπτωση στα πλαίσια της ευρωζώνης καθώς αντιμετωπίζει μία βαθιά ύφεση σε συνδυασμό με ένα βαρύ φορτίο δημοσίου χρέους. Η εμφάνιση της κρίσης βρήκε την Ελλάδα με ένα αυξημένο δημόσιο χρέος, της τάξεως του 64% σε διάστημα τεσσάρων ετών που όλο και μεγάλωνε και με ένα εξίσου μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα που καθιστούσε το χρέος μη βιώσιμο. Το παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζει την διαχρονική ανοδική πορεία του ελληνικού χρέους συγκριτικά με το αντίστοιχο του μέσου όρου της ευρωζώνης.

Διάγραμμα 14



Τα πρώτα σημάδια της επικείμενης κρίσης δημοσίου χρέους εμφανίστηκαν στα spreads των ελληνικών κρατικών ομολόγων έναντι των συγκρίσιμων κρατικών ομολόγων της Γερμανίας. Ενώ αρχικά, τα spreads είχαν παραμείνει σε αρκετά χαμηλά επίπεδα, το 2008, άρχισαν να διευρύνονται. Από περίπου 30 μονάδες βάσης (0,3%) στο τέλος του 2007, διπλασιάστηκαν περίπου, φτάνοντας τις 60 μονάδες μέχρι αρχές του 2008, ενώ επιδεινώθηκαν μετά την κατάρρευση της τράπεζας των Lehman Brothers, αγγίζοντας τις 200 μονάδες βάσης τέλη του 2008. Τον Μάρτιο του 2009, τα spreads είχαν επίσης μία ανοδική πορεία, αυξανόμενα κατά 85 μονάδες, μέχρι και τον Σεπτέμβριο που άρχισαν να μειώνονται πέφτοντας στις 130 μονάδες βάσης. Η πορεία τους δεν εξελίχθηκε ομαλά, καθώς δεν υπήρχε αποδοχή από την αγορά και έτσι τον Απρίλιο του 2010 εκτοξεύτηκαν στις 477 μονάδες βάσης. Η έκρηξη των spreads λοιπόν, που έφτασαν μέχρι και τις 1000 μονάδες το 2010, έκανε ακόμα δυσκολότερο το έργο της ελληνικής κυβέρνησης, η οποία αδυνατούσε παράλληλα να δανειστεί από τις αγορές με ένα λογικό επιτόκιο που θα της επέτρεπε να χρηματοδοτήσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα και χρέος. Παρακάτω παρουσιάζεται η διαχρονική πορεία των spreads των ομολόγων τους της Ελλάδας και της Γερμανίας.

Πρέπει να ξεκαθαριστεί εδώ ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδας βρέθηκε στη δίνη της κρίσης λόγω της έλλειψης ρευστότητας που κυριάρχησε στο σύνολο της ευρωζώνης, δηλαδή μέσω δευτερογενών επιπτώσεων της στη χώρα και εξαιτίας δημοσιονομικών ανισορροπιών της ίδιας της χώρας. Και αυτό συνέβη διότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, σε αντίθεση με άλλα ανεπτυγμένα τραπεζικά συστήματα, όπως των



ΗΠΑ ή της Γερμανίας, δεν βρέθηκε εκτεθειμένο σε υπέρμετρη χρηματοοικονομική μόχλευση (λόγω του συγκριτικά μικρότερου χρηματοδοτικού ανοίγματος, δηλαδή μικρότερου λόγου δανείων προς καταθέσεις, έναντι του ευρωπαϊκού μέσου όρου) , ούτε είχε επενδύσει σε τιτλοποιημένα προϊόντα υψηλού κινδύνου.

Παρότι αρχικά, οι ελληνικές τράπεζες έδειχναν να μην επηρεάζονται από την κρίση, εν τέλει όχι μόνο δεν κατάφεραν να απεμπλακούν, αλλά μάλιστα εισήλθαν σε μία μακρά περίοδο αποκλεισμού από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Η επίδραση των υψηλών διατραπεζικών επιτοκίων στα παραδοσιακά προϊόντα τους ήταν εμφανής, ενώ ο συντηρητισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος έπληξε το σύνολο της οικονομίας όπως τους δανειολήπτες, τις επιχειρήσεις και την αγοραστική συμπεριφορά των καταναλωτών.

Την πενταετία 2002-2007, οι ελληνικές<sup>lxiii</sup> τράπεζες αναπτύσσονταν με έναν γρήγορο ρυθμό και εξαπλώνονταν κατά κύριο λόγο στην Νοτιοανατολική Ευρώπη, με την είσοδό τους σε νέες αναπτυσσόμενες αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων. Είναι χαρακτηριστικό ότι στις αρχές του 2007, τα ελληνικά πιστωτικά περιθώρια συρρικνώθηκαν σε ιστορικά επίπεδα προσεγγίζοντας τα επιτόκια αναφοράς Euribor πλέον 10-30 μονάδες βάσης για διαστήματα 2-5 έτη. Μόλις εμφανίστηκαν όμως τα πρώτα σημάδια κορεσμού στις ευρωπαϊκές αγορές και τα προβλήματα στην αγορά των ΗΠΑ, επλήγη η εμπιστοσύνη των επενδυτών στα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών σε διεθνές επίπεδο. Η εξέλιξη αυτή, σε εθνικό επίπεδο, μεταφράστηκε σε αύξηση των πιστωτικών περιθωρίων το δεύτερο εξάμηνο του 2007 και σε συγκράτηση πιστωτικής επέκτασης, με την διατραπεζική αγορά να είναι σχεδόν ανύπαρκτη.

Παρόλα αυτά, το αίσθημα αισιοδοξίας επικρατούσε στις ελληνικές τράπεζες καθώς υπήρχε η πεποίθηση ότι οι αγορές θα επέτρεπαν καλύτερους όρους δανεισμού και μειωμένο κόστος πρόσβασης σε αυτές. Η πτώχευση της Lehman Brothers, τον Σεπτέμβριο του 2008, ανατρέπει τα δεδομένα και καθιστά την διατραπεζική αγορά ανενεργή και αναβάλλει την έκδοση ομολόγων επ' αόριστον. Οι αγορές γίνονται αφιλόξενες για τις ελληνικές τράπεζες, εξαιτίας της χαμηλής πιστωτικής διαβάθμισης που λαμβάνουν και η αποστροφή των επενδυτών είναι εμφανής και υπονομεύεται από την δυσανάλογη αύξηση πιστωτικού κινδύνου.

---

<sup>lxiii</sup> Πρέπει να πούμε ότι οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες κατέχουν περίπου το ισοδύναμο 25% του ελληνικού ΑΕΠ σε μορφή ομολόγων του δημοσίου.

Παράλληλα, τον Ιανουάριο του 2009, ο οίκος αξιολόγησης Standard και Poor's υποβάθμισε περαιτέρω τη μακροπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητά της Ελλάδας από A σε A-, αυξάνοντας το κόστος δανεισμού της, ενώ ακολούθησε και δεύτερη και τρίτη υποβάθμισή της λίγους μήνες μετά και από τους οίκους Fitch και Moody's σε BBB+. Τα περιθώρια χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών λοιπόν εκτοξεύτηκαν στα επίπεδα των 300 μονάδων βάσης το 2009, με τη μόνη πηγή χρηματοδότησής τους να παραμένει η ΕΚΤ.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να πούμε ότι ο δανεισμός των ελληνικών τραπεζών ήταν ολόενα και αυξανόμενος, σε αντίθεση με τον δανεισμό άλλων ευρωπαϊκών κρατών που μειωνόταν από το 2009 και μετά. Αυτό συνέβαινε γιατί είτε η πλειοψηφία των ευρωπαϊκών τραπεζών βρίσκονταν σε διαδικασία απομόχλευσης των ισολογισμών τους είτε γιατί το επιτόκιο δανεισμού της ΕΚΤ δεν ήταν ευνοϊκό για αυτές σε σχέση με το αντίστοιχο της διατραπεζικής αγοράς, ενώ αντίθετα οι ελληνικές τράπεζες είχαν περισσότερη ανάγκη αναχρηματοδότησης παλαιότερων ομολόγων τους ή άλλων επενδυτικών επιλογών. Η έλλειψη ρευστότητας και ο αποκλεισμός από τις αγορές, με ότι σημαίνει αυτό, όπως παύση πιστωτικών γραμμών, απαξίωση των ομολόγων τους στην δευτερογενή αγορά, απομάκρυνση επενδύσεων κτλ, οδήγησε σε εκ νέου αύξηση των περιθωρίων, με τα δανειακά χαρτοφυλάκια να εμφανίζουν αδυναμίες αποπληρωμής και επισφάλειες. Η στήριξη από την Ευρώπη ήρθε το 2010, μέσω παροχής δανείου ποσού 80 δις € και ποσού 30 δις € μέσω του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, με τον όρο εφαρμογής προγράμματος μνημονίων.

Η διεθνής κοινότητα ανησυχεί για τη βιωσιμότητα του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα, καθώς χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλό κόστος χρηματοδοτικής ύλης και εγγενή αδυναμία απομόχλευσης. Αυτό το δεδομένο, σε συνδυασμό με έναν καταγισμό υποβαθμίσεων από τους διεθνείς οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης που την κατατάσσουν στην κατηγορία μη διαβαθμισμένης επενδυτικής ικανότητας (non investment grade ή junk), αποτρέπει την όποια επενδυτική κίνηση, ενώ η πεποίθηση ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μπορεί να σταθεί χωρίς στήριξη από την ΕΚΤ, είναι τουλάχιστον αβάσιμη, τουλάχιστον αυτήν την περίοδο.

Είναι χαρακτηριστικό ότι η εξάρτηση των τραπεζών από την ΕΚΤ καλύπτει το 18% των στοιχείων του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών (αύξηση συνόλου δανεισμού 95

δισ € το 2011 σε σχέση με 50 δισ € δύο χρόνια πριν) έναντι 3% για το σύνολο των λοιπών τραπεζών της ευρωζώνης. Το δυσάρεστο είναι ότι τόσο το ευρωπαϊκό πρόγραμμα επαναγοράς κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ για την απορρόφηση της υπερπροσφοράς από πλευράς επενδυτών, όσο και η διενέργεια ασκήσεων προσημείωσης καταστάσεων κρίσης (stress tests) αδυνατούν να μεταπείσουν τις αγορές ώστε να βρεθεί λύση στο μείζον πρόβλημα έλλειψης εναλλακτικής χρηματοδότησης. Η συρρίκνωση των περιθωρίων θα επέτρεπε την επάνοδο των καταθετών και των επενδυτών, αλλά όσο κυμαίνονται στις 1000 μονάδες βάσεις, το μήνυμα που λαμβάνουν είναι ότι παραμένουν μη ευπρόσδεκτες στις αγορές.

Όσον αφορά τη χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων, αντικατοπτρίζεται μία αδυναμία αν κοιτάξει κανείς την ορατή μείωση των ελληνικών εξαγωγών. Και αναφέρεται αυτό διότι δεν υπάρχει δυνατότητα για τις ελληνικές επιχειρήσεις να ανταγωνιστούν διεθνώς επιχειρήσεις που έχουν πρόσβαση σε δανειακά κεφάλαια και δανείζονται με σαφώς πιο χαμηλό κόστος χρήματος και αυτό γιατί καλούνται να πληρώσουν το υψηλότερο κόστος δανεισμού της Ευρώπης καθώς και να δανειστούν με ένα επιτόκιο της τάξης του 7%, όταν σε άλλες χώρες είναι 2 ή 2,5 % (πχ στη Γερμανία). Οπότε, κρίνεται αναγκαίο να υπάρξει μία αύξηση της πιστωτικής επέκτασης και ταυτόχρονα μία μείωση του κόστους χρήματος ώστε να αναπτερωθεί ο τομέας των εξαγωγών, της παραγωγής και να τονωθεί η ανταγωνιστική θέση της χώρας.

Η Ελλάδα, όπως και όλες οι χώρες της ευρωζώνης έχουν έλλειψη ενός αυτόματου μηχανισμού προσαρμογής, που δεν είναι άλλο από την συναλλαγματική τους ισοτιμία, που θα τους επέτρεπε να διαχειρίζονται τα υψηλά επίμονα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών τους. Και δεδομένου ότι η παραγωγικότητά της αναπτύσσεται με πιο αργό ρυθμό από ότι η αντίστοιχη μίας χώρας του «πυρήνα», όπως η Γερμανία, προκαλείται ανατίμηση των σχετικών τιμών των προϊόντων της σε σχέση με της άλλης χώρας, με συνέπεια αύξηση των εισαγωγών και στασιμότητα ή μείωση των εξαγωγών. Η Ελλάδα λοιπόν, έχει χάσει μέρος της ανταγωνιστικότητάς της σε σχέση με το σύνολο της ευρωζώνης.

Όσον αφορά τις εξαγωγές, το ποσοστό των εξαγωγών των αγαθών του ΑΕΠ της χώρας είναι σχεδόν το μισό σε σύγκριση με τον αντίστοιχο μέσο όρο της ευρωζώνης. Αυτό σημαίνει ότι υστερεί σε σχέση με αρκετές οικονομίες της ευρωζώνης όσον αφορά το χρόνο και το κόστος που απαιτείται για την εξαγωγή αγαθών. Άλλωστε, αυτό

αποδεικνύεται από το γεγονός ότι η Ελλάδα κατατάσσεται στην 55<sup>η</sup> θέση όσον αφορά τις εξαγωγές της, πίσω από χώρες όπως η Πορτογαλία ή η Ισπανία που κατέχουν αντίστοιχα την 25<sup>η</sup> και 32<sup>η</sup> θέση (Εκθεση «Doing Business» 2013).

Όσον αφορά τις επενδύσεις στην Ελλάδα, τα τελευταία 6 χρόνια, παρατηρείται μία σταθερή μείωσή τους και που έχει να κάνει κυρίως με το αίσθημα αβεβαιότητας που επικρατεί σε μακροοικονομικό επίπεδο αλλά και σε επίπεδο ρευστότητας, ως αποτέλεσμα του «αποκλεισμού» της χώρας από τις αγορές. Αυτό οδήγησε σε μείωση του επιπέδου τους σε 10% του ΑΕΠ, σε σύγκριση με το 2008 που ήταν 15% του ΑΕΠ, και είναι το χαμηλότερο σε όλη την ευρωζώνη.

Η ελληνική δημοσιονομική κρίση και κρίση χρέους που βρίσκεται σε εξέλιξη αποτελεί τη βασική αιτία που σήμερα το ελληνικό τραπεζικό σύστημα βιώνει την αποσάθρωση της χρηματοδοτικής του βάσης και βρίσκεται υπό την εξάρτηση της ΕΚΤ και του προγράμματος στήριξης Ελληνικού Δημοσίου. Το κλειδί για την επανένταξή τους στις αγορές συναρτάται με την εξυγίανση, την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης και την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας (μέσω ώθησης των επενδύσεων είτε μέσα από τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα είτε μέσω προσέλκυσης κεφαλαίων από το εξωτερικό (άμεσες ξένες επενδύσεις)) και τη διευθέτηση τυχόν ευρωπαϊκών ανισορροπιών που ταλανίζουν την διεθνή επενδυτική κοινότητα.

### ***Ιρλανδία***

Η περίπτωση της Ιρλανδίας είναι μία διαφορετική περίπτωση καθώς δεν είναι στον κυκλώνα της ευρω-κρίσης λόγω δημοσιονομικής ασωτίας, όπως η Ελλάδα, αλλά κυρίως λόγω του εκτεθειμένου χρηματοπιστωτικού της συστήματος. Στο παρακάτω διάγραμμα, φαίνεται η μεγάλη επιρροή της τραπεζικής κρίσης στους χρηματιστηριακούς δείκτες, με τη δραστική μείωση των τιμών των μετοχών ακριβώς μετά την εκδήλωση της κρίσης.

## Διάγραμμα 15

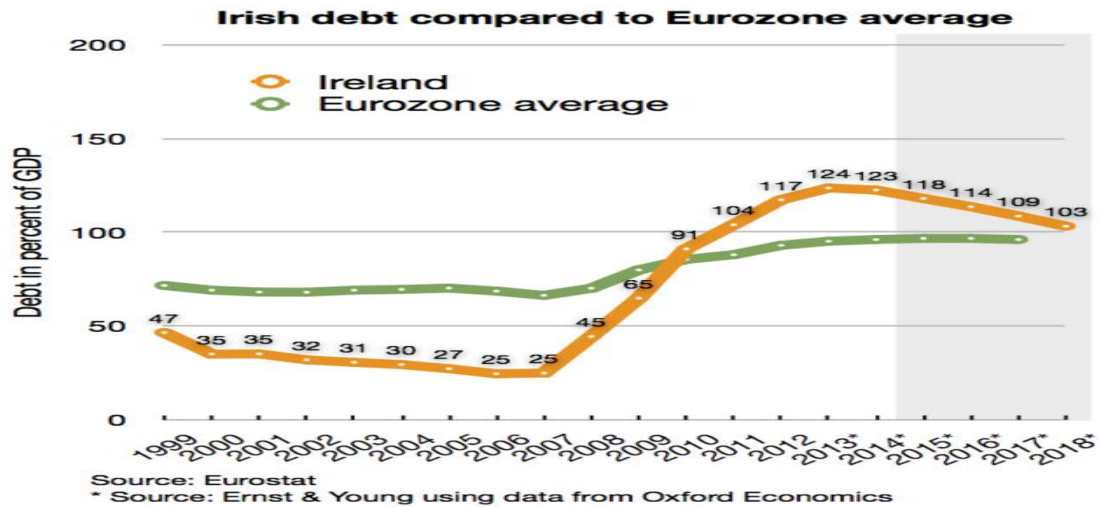


Τα σοβαρά προβλήματα της προήλθαν κατά βάση από την υπερβολή συσσώρευση τραπεζικού δανεισμού και όχι λόγω υψηλού επιπέδου δημοσίου χρέους, όπως σε άλλες χώρες. Επιπλέον, το έλλειμμα της Ιρλανδίας αντίθετα με το αντίστοιχο της Ελλάδας προήλθε από τα τεράστια κόστη που συνδέονται με το χρηματοπιστωτικό της σύστημα. Η κρίση των τραπεζών της, που προέκυψε από τις «φούσκες» στον τομέα των ακινήτων (λόγω της υπερβολικής έκθεσής τους σε τοπικές αγορές ακινήτων), ήταν το έναυσμα για να αυξηθεί το έλλειμμα του προϋπολογισμού της, το οποίο στηριζόταν κυρίως στα φορολογικά της έσοδα<sup>lxiv</sup>.

Επιπλέον, δεδομένου ότι οι τράπεζες είχαν επενδύσει σε κρατικά ομόλογα, επιβαρύνθηκαν με την μείωση της αξίας αυτών των ομολόγων, με αποτέλεσμα να στραφούν στις κυβερνήσεις για να προστατεύσουν καταθέτες και άλλους πιστωτές. Αυτή η απόφαση, με την εγγύηση της κυβέρνησης στις συμμετοχές των καταθετών και άλλων πιστωτών, δηλαδή στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών της, υπερδιπλασίασε το δημόσιο χρέος της. Ο εθνικός προϋπολογισμός της διαμορφώθηκε από ένα πλεόνασμα της τάξης του 32 % του ΑΕΠ το 2007 (πριν την εκδήλωση της κρίσης διακρινόταν από πλεονάσματα), σε ένα έλλειμμα 32% το 2010, το μεγαλύτερο που καταγράφηκε ποτέ στο περιβάλλον της ευρωζώνης.

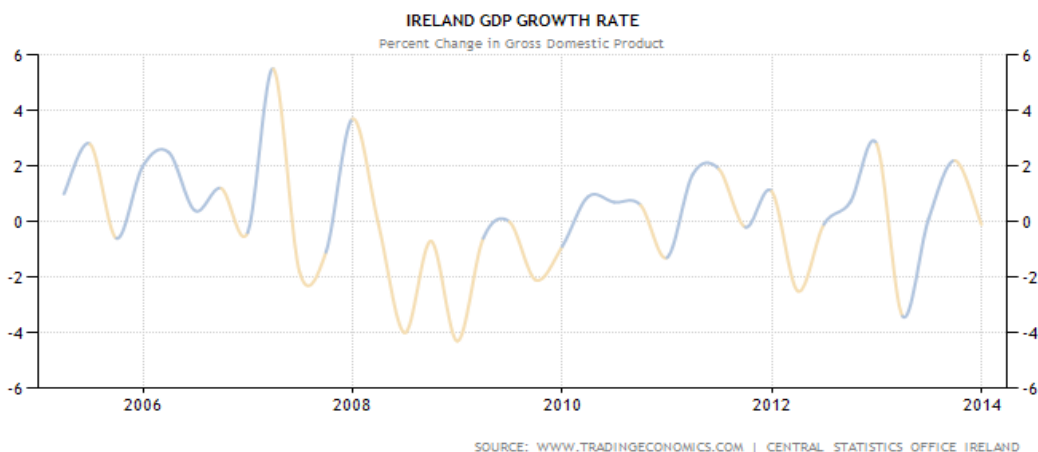
<sup>lxiv</sup> Το χαρτοφυλάκιο των Ιρλανδικών τραπεζών αποτελείται κυρίως από στεγαστικά δάνεια και υποθήκες που σε συνδυασμό με το χαμηλό περιθώριο κέρδους λόγω των χαμηλών επιτοκίων, επιδείνωσαν την κατάσταση

Διάγραμμα 16



Παρόλα αυτά, η οικονομία της Ιρλανδίας, πριν την εκδήλωση της κρίσης, διατηρούσε ένα εντυπωσιακό επίπεδο ανάπτυξης, με τη βοήθεια χαμηλών φορολογικών συντελεστών, σε συνδυασμό με έναν ικανοποιητικό επίπεδο επενδύσεων. Είναι αξιοπρόσεκτο το γεγονός ότι αποτελούσε μία από τις πιο ανταγωνιστικές χώρες του κόσμου, διατηρώντας ένα πολύ υψηλό ΑΕΠ! Παρόλα αυτά, παρατηρούμε ότι ενώ το 2007 είχε αγγίξει το 5,5% του ΑΕΠ, τέλος του 2008, είχε καταρρακωθεί στο ιστορικό -4,3% του ΑΕΠ.

Διάγραμμα 17



Τα χαμηλά επιτόκια βοηθούσαν στην ταχεία πιστωτική επέκταση γενικότερα αλλά και ειδικότερα στον τομέα των ακινήτων (αύξηση των στεγαστικών δανείων). Όμως, με την

πτώση των τιμών των ακινήτων το 2007, οι Ιρλανδικές τράπεζες έμειναν εκτεθειμένες και τέθηκαν υπό σοβαρή πίεση. Το αποτέλεσμα ήταν το 2009 να ανακεφαλαιοποιηθεί όλο το τραπεζικό της σύστημα, με το κόστος να το αναλαμβάνει ο φορολογούμενος, ως αποτέλεσμα της σημαντικής αύξησης των αποδόσεων των ομολόγων της.

Πρέπει βέβαια να τονιστεί ότι η κρίση στον χρηματοπιστωτικό της τομέα στη συνέχεια οδήγησε σε δημοσιονομικό αδιέξοδο, με μείωση των εξαγωγών της, εκτίναξη των ποσοστών ανεργίας (στο 13,7%), αποδυνάμωση των επενδύσεων και μείωση της ανταγωνιστικότητας της χώρας. Παράλληλα, η μείωση της αξιολόγησης της πιστωτικής ικανότητας της χώρας από τους οίκους αξιολόγησης στο πλαίσιο των ζημιών στον τραπεζικό τομέα οδήγησε την κυβέρνησή της να ζητήσει ενίσχυση από την ΕΕ και το ΔΝΤ. Αποτέλεσμα ήταν να λάβουν τον Νοέμβριο του 2010, ενίσχυση μέσω δανείου ποσού 85 δις\$ από τα οποία το ποσό των 34 δις\$ κατέληξαν στην ενίσχυση του εκτεθειμένου χρηματοπιστωτικού τομέα, με τον όρο να μειωθεί το έλλειμμα προϋπολογισμού της κάτω από 3% του ΑΕΠ μέχρι το 2015.

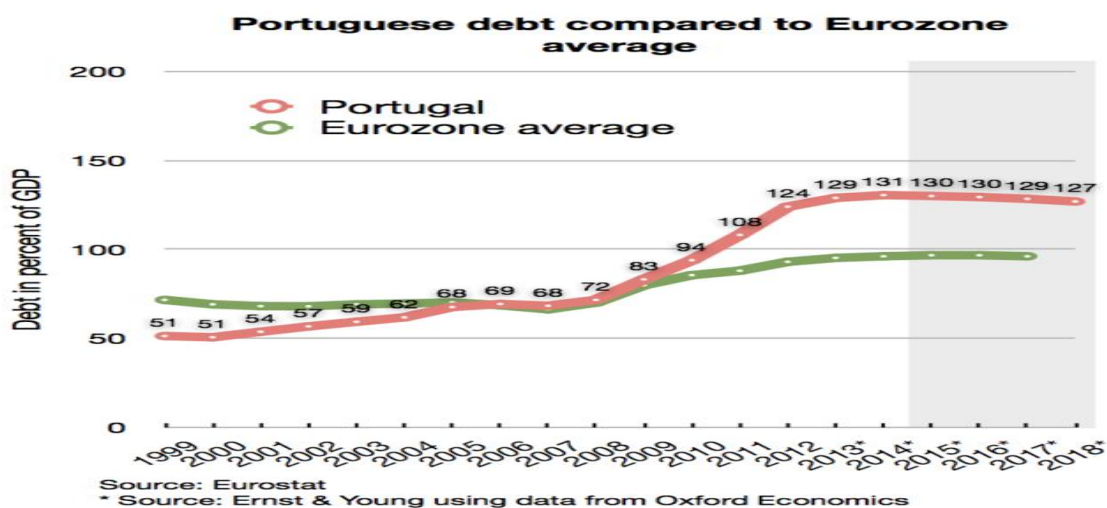
Η επιβολή των μέτρων δημοσιονομικής λιτότητας παρόλα αυτά, δεν εμπόδισε το Απρίλιο του 2011, μία επιπλέον υποβάθμιση του χρέους της Ιρλανδίας από τον οίκο Moody's. Παρόλα αυτά, η απόφαση μείωσης του επιτοκίου δανεισμού της την ίδια χρονιά από 6% σε 3,5% και λίγο αργότερα σε 2,59% , φαίνεται ότι ήταν ορθή καθώς οι συνθήκες της οικονομίας της βελτιώθηκαν και εξαλειφόταν η ανάγκη εξωτερικής χρηματοδότησής της ενώ μειώθηκε αισθητά το κόστος των 10-ετών κρατικών ομολόγων της από 12% σε 4% το 2013, επιτυγχάνοντας την επιστροφή της στις αγορές. Παράλληλα, το γεγονός ότι η Ιρλανδία είναι μία χώρα με εξωστρεφή οικονομία και διέπεται από ένα ιδιαίτερα φιλικό επενδυτικό καθεστώς, τη βοήθησε στο να μετριάσει τις επιπτώσεις της κρίσης στο εσωτερικό της και πολλοί να μιλούν γι ' αυτήν ως μία οικονομία «φαινόμενο». Εξάλλου είναι μια χώρα που βασίζεται στο εμπόριο και χαρακτηρίζεται από την ευελιξία της, προσελκύοντας παράλληλα άμεσες ξένες επενδύσεις που την βοηθούν να αναπτυχθεί.

### ***Πορτογαλία***

Η ευρώ-κρίση επηρέασε σημαντικά την οικονομία της Πορτογαλίας και μάλιστα ήταν από τις πρώτες που επλήγησαν, αλλά θα λέγαμε όχι σε τόσο μεγάλο βαθμό όπως τις υπόλοιπες περιφερειακές χώρες της ευρωζώνης. Το επίπεδο χρέους της είχε μία

ανοδική πορεία, με το 2012 να καταγράφεται σε 124% του ΑΕΠ, επηρεάζοντας παράλληλα και τα οικονομικά της κυβέρνησης σε βραχυπρόθεσμο πλαίσιο.

Διάγραμμα 18



Παράλληλα, το δημοσιονομικό της έλλειμμα επιδεινώθηκε από -3,1 % του ΑΕΠ σε -10%, ενώ το μεγάλο εξωτερικό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών και το εξωτερικό χρέος τροφοδοτείται κυρίως από το δανεισμό του ιδιωτικού τομέα. Βέβαια, η πτώση του ΑΕΠ της χώρας δεν ήταν τόσο σοβαρή σε σχέση με την αντίστοιχη στις υπόλοιπες αδύναμες χώρες, εξάλλου η Πορτογαλία αντιμετώπιζε ένα χρόνιο πρόβλημα αργής ανάπτυξης καθώς η αύξηση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ την τελευταία δεκαετία δεν ξεπέρασε το 0,2%.

Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ομολόγων της χώρας σε A1 τον Αύγουστο του 2010, οδήγησε σε αυξημένη πίεση στα κρατικά της ομόλογα. Επίσης, με αφορμή το σοβαρό πρόβλημα που αντιμετώπιζαν δύο μεγάλες τράπεζές της, με συσσωρευμένες ζημιές και τη συσσώρευση μακροχρόνιων κυβερνητικών σπαταλών, η πορτογαλική κυβέρνηση αποφάσισε να λάβει ένα πακέτο διάσωσης από την ΕΕ και το ΔΝΤ ποσού 78 δις €, με την ελπίδα να καταφέρει να ισορροπήσει τα δημόσια οικονομικά της.

Βέβαια, αυτό δεν βοήθησε στο να μειωθεί το ποσοστό ανεργίας της χώρας που παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Παρόλα αυτά, η πορεία της οικονομίας της εξελίχθηκε θετικά καθώς ήδη από τον Οκτώβριο του 2012 κατάφερε να ανακτήσει μερική



πρόσβαση στις αγορές με την πώληση 3-ετούς διάρκειας ομολόγων της και λίγο αργότερα τον Μάιο του 2013, να αποκτήσει πλήρη πρόσβαση με την πώληση 10-ετούς διάρκειας ομολόγων της, καταφέροντας παράλληλα να διατηρήσει τα επιτόκια σε βιώσιμα επίπεδα. Οι εξαγωγές της χώρας, παρά την οικονομική κρίση, αυξήθηκαν τα τελευταία χρόνια και κυρίως μετά το 2009, που έχουν μία σημαντικά ανοδική πορεία. Επιπλέον, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώνεται ήδη από το 2009, ενώ βελτιώνονται και οι συνθήκες εργασίας με τις κατάλληλες μεταρρυθμίσεις. Το πρόγραμμα στήριξης για την χώρα σταμάτησε τον Μάιο του 2014, χωρίς να απαιτείται πρόσθετη ανάγκη για χρηματοοικονομική στήριξη, παρόλα αυτά θα χρειαστεί καιρός ώστε να καταφέρει να έχει ένα χρέος βιώσιμο. Από την άποψη των κοινωνικών δεικτών που είναι ζωτικής σημασίας για την παραγωγικότητα, η Πορτογαλία παραμένει σε χαμηλά επίπεδα.

### **Κύπρος**

Πριν την εμφάνιση της κρίσης, η κυπριακή οικονομία βρισκόταν σε τροχιά μεγάλης ανάπτυξης, χαμηλού επιπέδου πληθωρισμού και ανεργίας ενώ διέθετε δημοσιονομικό πλεόνασμα. Από το 2009 και μετά, άρχισε να επηρεάζεται αρνητικά, με το κόστος να πέφτει κυρίως πάνω στο χρηματοπιστωτικό της σύστημα, που με τη σειρά του συμπαρέσυρε την πραγματική οικονομία, τα δημόσια οικονομικά και άλλα διαθρωτικά θέματα.

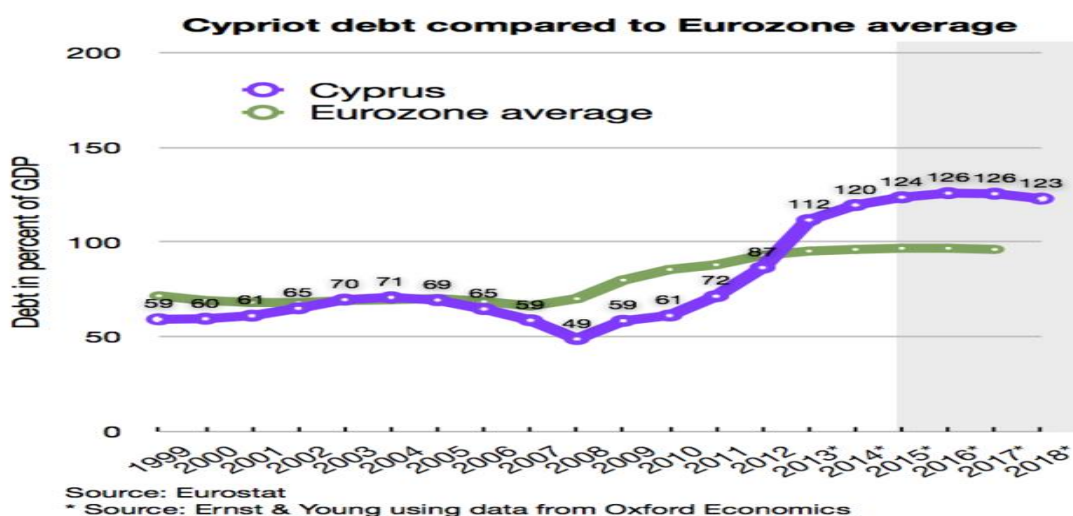
Η παρατεταμένη κρίση έχει προκαλέσει σημαντική αύξηση στο κόστος χρήματος και στα επιτόκια των δανείων και καταθέσεων στην κυπριακή τραπεζική αγορά. Λόγω της κρίσης, το επιτόκιο δανεισμού Euribor, έχει αυξηθεί σημαντικά σε σχέση με το βασικό επιτόκιο (repo rate) που καθορίζεται από την ΕΚΤ<sup>lxv</sup> και είναι στο 4,75% έναντι του βασικού που είναι στο 4%, συνεπώς η αύξηση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού οδηγεί σε αύξηση του βασικού τους επιτοκίου. Αυτό σημαίνει αυτόματα ότι οι δανειολήπτες επιβαρύνονται με υψηλότερα επιτόκια δανεισμού, άσχετα με το επιτόκιο του δανείου τους και γενικότερα, το κόστος χρήματος στη διατραπεζική αγορά παραμένει υψηλό.

---

<sup>lxv</sup> Υπό κανονικές συνθήκες το επιτόκιο Euribor είναι περίπου 10 με 15 μονάδες βάσης υψηλότερο από το βασικό.

Η οικονομία της Κύπρου έχει περάσει μία σειρά από οξείες φάσεις τα τελευταία χρόνια, ως απόρροια της κρίσης που μαστιάζει την ευρωζώνη, κυρίως όσον αφορά τον χρηματοπιστωτικό της τομέα. Η κυπριακή κρίση περιλαμβάνει την έκθεση των κυπριακών τραπεζών στην υπερβολική μόχλευση των τοπικών εταιρειών ακινήτων και τη μεγάλη έκθεση στα ελληνικά ομόλογα (ποσό 22 δις USD), που λίγο αργότερα κουρεύτηκαν, την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας σε καθεστώς junk από τους διεθνείς οίκους, την αδυναμία να ανακεφαλαιωθούν οι κρατικές δαπάνες από τις διεθνείς αγορές και την απροθυμία της ίδιας της κυβέρνησης να αναδιαρθρώσει τον προβληματικό χρηματοπιστωτικό τομέα της. Όσον αφορά το χρηματοπιστωτικό σύστημα, η απομείωση του χρέους των ελληνικών κρατικών ομολόγων κατά 75% σε πραγματικούς όρους, συνέβαλε στην συσσώρευση τεράστιων ζημιών λόγω τοποθέτησης μεγάλων ποσών στα ελληνικά ομόλογα, με δυσμενείς επιδράσεις στην κυπριακή οικονομία. Παράλληλα, η έκθεση των κυπριακών τραπεζών στην ελληνική αγορά, με επισφαλή και μη εξυπηρετούμενα δάνεια, επιδείνωσε την κατάσταση. Οι συνθήκες πραγματικής οικονομίας μεταβλήθηκαν, με ορατά τα σημάδια της ύφεσης, λόγω υψηλών ποσοστών ανεργίας και οριακά χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Το δημοσιονομικό έλλειμμα δεν ήταν δυνατό να μην επηρεαστεί και αυξήθηκε απότομα, όπως και το δημόσιο χρέος της.

**Διάγραμμα 19**



Το αποτέλεσμα όλων αυτών ήταν το καλοκαίρι του 2011, να δεχτεί τον αποκλεισμό της από τις διεθνείς αγορές, λόγω και των αρνητικών αξιολογήσεων από τους διεθνείς οίκους, μην μπορώντας να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της.

Όλα αυτά συνηγόρησαν στο να πάρει η κυπριακή κυβέρνηση την απόφαση, τον Ιούνιο του 2012, να ζητήσει ένταξη στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας. Στα πλαίσια της στήριξης, της επιβλήθηκαν αυστηρά μέτρα λιτότητας ενώ αντλήθηκε ποσό 15,8 δις € με ταυτόχρονο κούρεμα των τραπεζικών καταθέσεων που υπερέβαιναν τις 100000 € κατά 40%. Επίσης, το συνολικό πακέτο περιλάμβανε ανακεφαλαιοποίηση όλου του τραπεζικού συστήματος, δημοσιονομική εξυγίανση για να μειωθεί το έλλειμμα προϋπολογισμού και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θα βοηθούσαν την Κύπρο να ανακτήσει και πάλι την ανταγωνιστικότητά της, εξουδετερώνοντας τυχόν ανισορροπίες.

Οι βελτιώσεις στο πλαίσιο αναδιάρθρωσης του χρέους (κυρίως ιδιωτικού) είχαν ως στόχο την διευκόλυνση της απομόχλευσης τόσο σε επιχειρήσεις όσο και σε νοικοκυριά, μεγιστοποιώντας την ανάκτηση των στοιχείων του ενεργητικού. Βέβαια, η μεγάλη ύφεση παραμένει, με τα δημόσια οικονομικά να παραμένουν ακόμα μία πρόκληση και την αξιοπιστία στο χρηματοπιστωτικό σύστημα να μην φαίνεται ότι αποκαθίσταται. Το κόστος αντιμετώπισης της τραπεζικής κρίσης, έχει επιδεινώσει την δημοσιονομική θέση της χώρας, έχει προσθέσει ένα επιπλέον βάρος στους ισολογισμούς των τραπεζών, που με τη σειρά τους, έχουν θέσει περαιτέρω πίεση στην πιστωτική της θέση. Τέλος, η ανταγωνιστικότητά της παραμένει χαμηλή, με την Κομισιόν να την κατατάσσει στην τελευταία κατηγορία ανάμεσα στις χώρες-μέλη της ευρωζώνης.

#### 4.4 Η ΜΕΤΑ-ΚΕΥΝΣΙΑΝΗ ΑΠΟΨΗ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΚΡΙΣΗΣ: ΑΝΕΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ

Η κύρια μακροοικονομική θεωρία και τα νεοκλασικά μοντέλα, διαφέρουν ως προς την θέση τους σε σχέση με την Μετα-Κεϋνσιανή θεωρία ,για το πώς λειτουργούν οι χρηματοπιστωτικές αγορές και γενικότερα οι δυναμικές μίας οικονομίας,. Τα νεοκλασικά υποδείγματα υποστηρίζουν ότι όσο δεν υπάρχουν κλυδωνισμοί, τα βασικά μεγέθη μίας οικονομίας ευθυγραμμίζονται με τις προσδοκίες, σε αντίθεση με τους ετερόδοξους (οι πέραν της νεοκλασικής άποψης) που θεωρούν ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές και τα οικονομικά συστήματα χαρακτηρίζονται από εγγενή αστάθεια, γι ' αυτό και επιβάλλεται αυστηρότερος κρατικός και κυβερνητικός έλεγχος. Όσον αφορά τους ετερόδοξους οικονομολόγους, είχαν μία μακροχρόνια κριτική στάση απέναντι στην κυρίαρχη νεοκλασική μακροοικονομική θεωρία (mainstream economics). Σύμφωνα με αυτούς, η διαφοροποίηση μεταξύ της ευρω-κρίσης και της παγκόσμιας κρίσης (σε ανεπτυγμένες χώρες, όπως οι ΗΠΑ), έγκειται σε παράγοντες σχετικούς με τη φάση του κύκλου του Minsky<sup>lxvi</sup>.

Χαρακτηριστικά της παγκόσμιας κρίσης, είναι η αύξηση του επιπέδου των επιτοκίων και η τάση αποστροφής του κινδύνου στις αναπτυσσόμενες χρηματοπιστωτικές αγορές, η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης για τις διεθνείς τράπεζες, η υπερβολική έκθεση σε ρευστά περιουσιακά στοιχεία και η πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που σε συνδυασμό με την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας επιδείνωσαν ακόμα περισσότερο τις δυσκολίες χρηματοδότησης. Παρακάτω εμφανίζονται οι επιπτώσεις και οι διαφορετικές πολιτικές που ακολουθήθηκαν από τις ανεπτυγμένες και τις αναπτυσσόμενες χώρες.

- Με την εμφάνιση της παγκόσμιας κρίσης, οι κυβερνήσεις των ανεπτυγμένων χωρών προχώρησαν σε πολιτικές σταθεροποίησης, με την αρχική αντίδραση να είναι η χρήση νομισματικής πολιτικής με την μορφή επιθετικών μειώσεων επιτοκίων. Παρόλα αυτά, η απότομη μείωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων σε συνδυασμό με την χαμηλή ρευστότητα στις αγορές αγαθών,

---

<sup>lxvi</sup> Κατά τον Minsky, η οικονομία ακολουθεί μία κυκλική διαδρομή που περιλαμβάνει επαναλαμβανόμενες οικονομικές κρίσεις, οι οποίες και είναι συστημικές και όχι ιδιοσυγκρασιακές.(1991)

οδήγησαν τις κεντρικές τράπεζες στην άσκηση νομισματικής πολιτικής με χρήση μη συμβατικών στρατηγικών ποσοτικής χαλάρωσης (quantitative easing), με σκοπό να σταματήσει η πτωτική τάση της οικονομικής δραστηριότητας. Τότε ήταν που αρκετές κυβερνήσεις ανεπτυγμένων χωρών εφάρμοσαν επιθετική επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, όπως για παράδειγμα, η κυβέρνηση Ομπάμα στις ΗΠΑ, που προχώρησε σε ένα δημοσιονομικό πακέτο ποσού 787 δις USD τον Φεβρουάριο του 2009. Αυτό συνεχίστηκε μέχρι πρόσφατα με τον Διοικητή της FED, καθηγητή Bernakie να αγοράζει ομολογίες 75 δις USD σε μηνιαία βάση.

- Στην περίπτωση των αναπτυσσόμενων χωρών, οι χρηματοπιστωτικές φούσκες, με τις «καινοτομίες» που εμφανίστηκαν, προέκυψαν από την αποδοχή των νέων κανόνων μακροοικονομικής πολιτικής, δηλαδή απελευθέρωση των εγχώριων χρηματαγορών με παράλληλη «αξιόπιστη ισοτιμία» σταθερή ισοτιμία, που οδήγησαν στη διαμόρφωση κερδοφόρων «arbitrage» μεταξύ εγχώριων και ξένων περιουσιακών στοιχείων, αφού ο εγχώριος δανεισμός σε συνάλλαγμα είναι πλέον αποδοτικότερος. Η εφαρμογή αυτών των νέων κανόνων, με κυρίαρχη την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων και την σταθερή ισοτιμία «εκθέτει» την εγχώρια οικονομία σε εξωγενείς παράγοντες που προκαλούν κλυδωνισμούς στα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και δημιουργούν κίνητρα για πράξεις «arbitrage» που έδωσαν το έναυσμα για τη φάση άνθησης.

Όσον αφορά τις επιπτώσεις στο ισοζύγιο πληρωμών τους:

- Στις ανεπτυγμένες χώρες, οι διεθνείς επιπτώσεις μέσω της συρρίκνωσης του εμπορίου επιδρούν τόσο στις εξαγωγές όσο και στις εισαγωγές περισσότερο ή λιγότερο συμμετρικά. Αυτό σημαίνει ότι η παγκόσμια κρίση επηρεάζει μεν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ δεν υπάρχουν εκροές κεφαλαίων, αντίθετα μπορεί να υπάρχουν εισροές κεφαλαίων δεδομένου ότι τα νομίσματα θεωρούνται διεθνή αποθεματικά αξίας.
- Όσον αφορά τις αναπτυσσόμενες χώρες, οι επιπτώσεις της κρίσης είναι πιο περίπλοκες διότι αφορούν τόσο την απώλεια πλούτου, όσο και την «πιστωτική» συρρίκνωση και τη μείωση της συνολικής ζήτησης με δυσμενείς επιδράσεις σε παραγωγή και απασχόληση. Στην περίπτωση αυτών των χωρών, υπάρχει μείωση της ζήτησης για εγχώριο νόμισμα και αν και παρατηρείται επίσης αποστροφή

από περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου (κάτι αντίστοιχο συνέβη και στις ανεπτυγμένες χώρες), παρόλα αυτά, το σύνολο των επισφαλών περιουσιακών στοιχείων περιλαμβάνει δημόσια ομόλογα και εγχώρια επιχειρηματικά χρέη, τα οποία είναι σε συνάλλαγμα και εξαιτίας της αναξιόπιστης «σταθερής» ισοτιμίας, υποκείμενα σε μεγάλο κίνδυνο. Γι' αυτό και σε αυτές τις περιπτώσεις χωρών, η κρίση οδηγεί σε εκροές κεφαλαίων, όταν καταρρεύσει η πρόσθεση του νομίσματος και επανέλθει σε ελεύθερη διακύμανση.

Οι επιπτώσεις συρρίκνωσης του διεθνούς εμπορίου οδηγούν σε μία επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Στις περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες, ένα σημαντικό ποσοστό των εισαγωγών αντιστοιχεί σε βιομηχανικά προϊόντα ενώ τα εμπορεύματα αντιστοιχούν σε ένα μεγάλο ποσοστό εξαγωγών. Δεδομένου ότι η ελαστικότητα τιμής των εμπορευμάτων είναι μεγαλύτερη από εκείνη των βιομηχανικών προϊόντων, η συρρίκνωση του διεθνούς εμπορίου επηρεάζει τους όρους του για τις περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες αρνητικά. Η επιδείνωση λοιπόν του ισοζυγίου πληρωμών με τις εκροές κεφαλαίων οδηγεί σε αρνητικές προσδοκίες και έξοδο από την «αξιόπιστη» σταθερή ισοτιμία, με σημαντική υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος<sup>lxvii</sup>. Η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης (εξαιτίας του χρέους σε συνάλλαγμα που ανατιμάται) σε συνδυασμό με τη συρρίκνωση των φορολογικών εσόδων αναγκάζει τις αρχές να περικόψουν τις δημόσιες δαπάνες.

Το αποτέλεσμα, λοιπόν, είναι ακριβώς το αντίθετο από τις ανεπτυγμένες χώρες<sup>lxviii</sup>: Στις αναπτυσσόμενες χώρες, από την αρχή της ύφεσης, οι κυβερνήσεις αναγκάστηκαν να προχωρήσουν σε συσταλτικές δημοσιονομικές πολιτικές και να λάβουν μέτρα λιτότητας, αυξάνοντας παράλληλα τα επίπεδα των επιτοκίων και σπαταλώντας τα συναλλαγματικά τους διαθέσιμα για την υποστήριξη της «αξιόπιστης» σταθερής ισοτιμίας και αυτό γιατί θεωρούσαν μία πιθανή χρεωκοπία λόγω υψηλού δημοσίου και εξωτερικού χρέους πολύ χειρότερη από την ίδια την ύφεση<sup>lxix</sup>. Άρα, στις

---

<sup>lxviii</sup> Στις πιο ισχυρές χώρες, η κρίση δημιουργεί διαταραχή ισορροπίας και έντονη ύφεση, όπως για παράδειγμα στο Μεξικό το 1995 και στις πιο ευάλωτες περιπτώσεις, μία οικονομική κρίση οδηγεί σε κρίση ισοζυγίου πληρωμών, αθέτηση αποπληρωμής δημοσίου χρέους και κατάρρευση της οικονομικής δραστηριότητας, για παράδειγμα Αργεντινή το 2001-2.

<sup>lxix</sup> Για να υπάρξει υπακοή από πλευράς των αναπτυσσόμενων χωρών (που αντιμετωπίζουν σοβαρούς περιορισμούς όσον αφορά το δημόσιο και εξωτερικό χρέος τους) στις επιταγές του ΔΝΤ, απαιτείται να υπάρξει μία σημαντική ενίσχυση πόρων για χρηματοδότηση δημοσιονομικών πακέτων που λαμβάνουν, μέσω της ενίσχυσης κοινωνικής ασφάλισης, της υγείας, της φυσικής υποδομής κτλ, που θα συμβάλλει όχι

αναπτυσσόμενες χώρες σε σχέση με τις ανεπτυγμένες, οι οικονομικές κρίσεις, από τη μία, οδηγούν σε μία προσαρμογή ισοζυγίου πληρωμών<sup>lxx</sup>, λόγω της επιδείνωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαίου και από την άλλη, επιδεινώνουν την δημοσιονομική ισορροπία, εξαιτίας της συρρίκνωσης των φορολογικών εσόδων και της αύξησης του κόστους χρηματοδότησης.

Βέβαια, όλα τα παραπάνω δείχνουν ότι η πρόληψη της χρηματοπιστωτικής αστάθειας και κρίσης στις αναπτυσσόμενες χώρες περιλαμβάνει στοιχεία που υπερβαίνουν την ρύθμιση των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων και απαιτεί μακροοικονομική διαχείριση που επιδιώκει να διατηρήσει τη συνοχή μεταξύ πολιτικής συναλλαγματικών ισοτιμιών και την βιωσιμότητα του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών.

Σύμφωνα με τους Roberto Frenkel και Martin Rapetti(2009)<sup>lxxi</sup>, η προληπτική λύση για την κρίση στις αναπτυσσόμενες χώρες πρέπει να παραλαμβάνει:

- Συστήματα συναλλαγματικής ισοτιμίας που παρέχουν ευελιξία στις αρχές, με ταυτόχρονη αποφυγή της κερδοσκοπίας
- Τεχνικές διαχείρισης λογαριασμού κεφαλαίων
- Πολιτικές που εξασφαλίζουν ισχυρούς εξωτερικούς λογαριασμούς ισοζυγίου πληρωμών, συμπεριλαμβανομένης της συσσώρευσης συναλλαγματικών αποθεμάτων και τη διατήρηση ανταγωνιστικών πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών

Τέλος, οι αναπτυσσόμενες χώρες αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο ότι διαμορφώνονται από τις ανεπτυγμένες χώρες μεταρρυθμίσεις που τους επιβάλλονται, συνήθως μέσω των διεθνών οικονομικών οργανισμών ή οίκων αξιολόγησης, θεωρούμενες ως διεθνή πρότυπα. Γι ' αυτό, οι αναπτυσσόμενες χώρες οφείλουν να διδαχθούν από προηγούμενες εμπειρίες και να έχουν υπόψη τους τα παρακάτω:

---

μόνο στη σταθεροποίηση της οικονομίας βραχυπρόθεσμα αλλά και στην επιτάχυνση της ανάπτυξης γενικότερα, με πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα στην απασχόληση και οικονομική δραστηριότητα.

<sup>lxx</sup> Μέσω του μηχανισμού προσαρμογής που ποικίλλει ανάλογα με τις συνθήκες της κάθε χώρας και περιλαμβάνει συνήθως κάποιο συνδυασμό υποτίμησης συναλλαγματικής ισοτιμίας, αύξηση επιπέδου επιτοκίων και συστατικές δημοσιονομικές πολιτικές.

<sup>lxxi</sup> Roberto Frenkel & Martin Rapetti, 2009. "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done," Cambridge Journal of Economics, Oxford University Press, vol. 33(4), pages 685-702, July.

- Πρώτον, πρέπει να λειτουργούν κατά το δυνατόν αυτόνομα στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης, διαμορφώνοντας οι ίδιες, βάση των αναγκών τους, το κατάλληλο πλαίσιο για την καλύτερη αντιμετώπιση κρίσεων.
- Δεύτερον, πρέπει να δημιουργηθεί ένα παγκόσμιο σύστημα πρόληψης κρίσεων, που θα περιλαμβάνει διεθνείς κανόνες που βοηθούν στην ομαλή κίνηση κεφαλαίων και διεθνή ιδρύματα και μηχανισμούς που βοηθούν την αντιστάθμιση των ροών ιδιωτικών κεφαλαίων.
- Τρίτον, πρέπει να επιδιωχθεί μία διεθνής συμφωνία για τα επίπεδα πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και αυτό γιατί μπορούν να ευνοηθούν από την διατήρηση ανταγωνιστικών πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών, που στην ουσία συνεπάγεται χαμηλή εξάρτηση από ξένες αποταμιεύσεις και συνεπώς μεγαλύτερη συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων, αυξάνοντας έτσι την εξωτερική ευρωστία της οικονομίας τους και συμβάλλοντας στην πρόληψη γενικότερων κλυδωνισμών και κρίσεων.

Συμπερασματικά, οι κρίσεις τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες, έχουν αποκαλύψει αδυναμίες και ανεπάρκειες του χαλαρά οργανωμένου εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος και όχι μόνο, γι' αυτό και μία φαινομενικά κοινή άποψη μεταξύ των παραπάνω θεωριών, είναι ότι η σύγχρονη επικρατούσα τάση έχει παραμελήσει συστηματικά σημαντικές γνώσεις και ιδέες που έγιναν ευρέως γνωστές από προηγούμενες γενιές οικονομολόγων.



## 4.5 Η ΜΕΤΑ-ΚΕΥΝΣΙΑΝΗ ΑΠΟΨΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩ-ΚΡΙΣΗΣ

Η Μετα-Κεϋνσιανή μακροοικονομική σχολή σκέψης, με κύριο πρόσφατο εκφραστή της, μεταξύ άλλων (M.Kalecki, N.Kaldor, J.Robinson, P.Davidson, P.Sraffa), τον αμερικανό οικονομολόγο Hyman P. Minsky (1919-1996), επανήλθε δυναμικά τόσο στον ακαδημαϊκό όσο και στον χώρο της πραγματικής πολιτικής σκηνής, ειδικά μετά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Τόσο η θεωρία των οικονομικών κύκλων και της χρηματοοικονομικής αστάθειας του Minsky (1982)<sup>lxxii</sup>, όσο και της ενδογενούς μεγέθυνσης Λιγότερο Ανεπτυγμένων Χωρών (ΛΑΧ) που πηγάζει κυρίως από την πλευρά της ζήτησης (Verdoorn, 1980<sup>lxxiii</sup>), πχ. μεγέθυνση με μοχλό τις εξαγωγές (export-led growth) του Thirlwall (1979)<sup>lxxiv</sup> συνδυάστηκαν πρόσφατα από τον Bagnai (2013)<sup>lxxv</sup> για την ερμηνεία της Ευρω-κρίσης. Έτσι, με βάση τις εργασίες των Taylor (1998)<sup>lxxvi</sup> και Frenkel and Rapetti (2009), ο Bagnai (2013) διακρίνει επτά (7) στάδια ανάπτυξης της οικονομικής κρίσης των ΛΑΧ, που όμως αποδεικνύει από τα ευρήματα-οικονομικά γεγονότα ότι λειτουργούν και στην περίπτωση των 5 ΝΔ-χωρών της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ (South West Euro Area Periphery –SWEAP-):

1. **Οίκοι Αξιολόγησης, Διαρθρωτικές Μεταρρυθμίσεις, Απελευθέρωση Κίνησης Κεφαλαίων.** Την εναρκτήρια θέση της αλλαγής στην αντίληψη των επενδυτών για τον κίνδυνο κρατικών αξιογράφων, του Minsky (χρηματοοικονομική αστάθεια), μπορεί να λάβει η αξιολόγηση των διεθνών οίκων που προτείνουν «διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις» στις ΛΑΧ ή στην περίπτωσή μας στις SWEAP (προ της εισόδου τους στο ευρώ, Συνθήκη για την ΕΕ) με α) απελευθέρωση εγχώριων χρηματαγορών, β) απελευθέρωση κίνησης κεφαλαίων, γ) υιοθέτηση «αξιόπιστου» συστήματος σταθερών ισοτιμιών ή εδώ ενιαίου νομίσματος του ευρώ.

---

<sup>lxxii</sup> Minsky, H. P. (1982). *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Armonk, N.Y.: M.E.

Sharpe.

<sup>lxxiii</sup> Verdoorn, P J (June 1980). "Verdoorn's Law in Retrospect: A Comment", *Economic Journal* (Royal Economic Society) **90** (358): 382–85

<sup>lxxiv</sup> Thirlwall, A. P. (1979). "The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences" . *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March

<sup>lxxv</sup> Bagnai, A., (2013). "Unhappy Families are all Alike: Minskyan Cycles, Kaldorian Growth, and the Eurozone Peripheral Crises", in Dejuan, O., E.Febrero and J.Uxo (eds) *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies*, Routledge Critical Studies in Finance and Stability.

<sup>lxxvi</sup> Taylor, L., (1998). "Capital market crises: liberalization, fixed exchange rates and market-driven destabilization", *Cambridge Journal of Economics*, 22: 663-676.

2. **Χρηματοδότηση εγχώριων επενδύσεων από συνάλλαγμα.** Η προηγούμενη αλλαγή στην μακροοικονομική πολιτική δημιουργεί ευκαιρίες «arbitrage», από τους εγχώριους «παίκτες» που εκδίδουν τα χρεόγραφα τους προς τους ξένους επενδυτές για να εκμεταλλευτούν την συγκυρία.
3. **Εισροές Κεφαλαίων, Αύξηση πιστώσεων, πτώση επιτοκίων, αύξηση τιμών.** Ανταποκρινόμενοι οι ξένοι επενδυτές στις υψηλότερες «εγγυημένες» αποδόσεις της χώρας, προκαλούν αθρόες εισροές κεφαλαίων οι οποίες αυξάνουν την ρευστότητα και επομένως τις εγχώριες πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα. Η με αυτόν τον τρόπο αύξηση της εγχώριας προσφοράς χρήματος, c.p., προκαλεί πτώση των επιτοκίων, αύξηση του εισοδήματος και της απασχόλησης και αύξηση των τιμών μεσοπρόθεσμα λόγω του πολλαπλασιαστικού εισοδηματικού αποτελέσματος από την αύξηση της ενεργούς ζήτησης.
4. **Πραγματική ανατίμηση, νέες Εισροές Κεφαλαίων.** Συνέπεια του 3<sup>ου</sup> σταδίου είναι η αύξηση της πραγματικής ισοτιμίας (=ονομαστική ισοτιμία, αποπληθωρισμένη με τους δείκτες τιμών των αντίστοιχων χωρών). Η πραγματική ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος προκαλεί νέο σωρευτικό κύκλο εισροών κεφαλαίων, είτε μέσω της χρηματαγοράς, επειδή τροφοδοτεί προσδοκίες κεφαλαιακών κερδών από τις επενδύσεις σε εγχώρια ενεργητικά στοιχεία, είτε μέσω της αγοράς αγαθών-υπηρεσιών, επειδή το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας τιμής από την πραγματική ανατίμηση, με την εξωτερική ανισορροπία που συνεπάγεται απαιτεί αυτές τις νέες εισροές κεφαλαίων (ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, κυρίως βραχυχρόνιο).
5. **Αναξιόπιστη ισοτιμία, Εκροές Κεφαλαίων.** Εντούτοις, η υπερβολική σωρευτική εισροή κεφαλαίων, μεταστρέφει τις προσδοκίες για την αξιοπιστία της σταθερότητας της ισοτιμίας. Ο φόβος τώρα της υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος σημαίνει απότομη στάση στις εισροές και έναρξη της διαδικασίας εκροών των κεφαλαίων από την χώρα.
6. **«Άμυνα» Κεντρικής Τράπεζας: (1) αύξηση επιτοκίων.** Η άμεση αντίδραση της Κεντρικής Τράπεζας στις εκροές κεφαλαίων είναι να αποτρέψει τους επενδυτές να εγκαταλείψουν την χώρα, με την αύξηση των επιτοκίων της. Συνήθως αυτό έχει το αντίθετο από το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα, αφενός, γιατί οι επενδυτές θεωρούν ότι έτσι επαληθεύονται οι προσδοκίες τους ότι δεν είναι

πλέον αξιόπιστη η ισοτιμία, αφού η αγορά χρειάζεται την υποστήριξη των νομισματικών αρχών, κι αφετέρου, αυξάνεται το κόστος εξυπηρέτησης του όποιου χρέους, άρα και του κρατικού, με αποτέλεσμα την αύξηση της νευρικότητας των παικτών της αγοράς ή της χρηματοοικονομικής σταθερότητας γενικότερα.

7. **Άμυνα» Κεντρικής Τράπεζας: (2) διάθεση συναλλαγματικών διαθεσίμων.** Η δεύτερη γραμμή άμυνας της Κεντρικής Τράπεζας στις εκροές κεφαλαίων είναι να ξοδέψει τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα για την στήριξη της ισοτιμίας. Με 4 περίπου τρις \$ ημερήσιο όγκο συναλλαγών στην spot FX καμία Κεντρική Τράπεζα δεν μπορεί να διατηρήσει μόνη της την σταθερότητα της ισοτιμίας που είχε δεσμευτεί να διατηρήσει. Η ονομαστική υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος είναι θέμα χρόνου και η μετατροπή της συναλλαγματικής κρίσης σε δίδυμη, εξωτερικής αλλά και εσωτερικής χρηματοοικονομικής (ιδιωτικού και δημόσιου τομέα) ισορροπίας, επαληθεύει την ενδογενή φύση των οικονομικών κρίσεων.

Η παραπάνω περιγραφή του μηχανισμού γέννησης των κρίσεων σύμφωνα με την Μετα-Κεϋνσιανή σχολή (Frenkel και Rapetti, 2009; Bagnai, 2013) επαληθεύεται από τις εμπειρικές ενδείξεις των διαχρονικών μεταβολών στις μεταβλητές που εκφράζουν τα κύρια χαρακτηριστικά του.

Ειδικά για τις SWEAP η εμπειρική περιγραφική επαλήθευση του μηχανισμού δίνεται στους παρακάτω πίνακες.

**Πίνακας 7: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Ελλάδα, Περίοδο 1996-2013**

**Πίνακας 8: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Ιρλανδία, Περίοδο 1996-2013**

**Πίνακας 9: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Ιταλία, Περίοδο 1996-2013**

**Πίνακας 10: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Πορτογαλία, Περίοδο 1996-2013**

**Πίνακας 11: Επιλεγμένες Μεταβλητές για την Ισπανία, Περίοδο 1996-2013**

### Current account balance (% of GDP)

Από μακροοικονομική σκοπιά, οι δύο συνιστώσες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (που αφορά τρέχουσες ροές εμπορευμάτων και πληρωμών μίας περιόδου), δηλαδή τα χρηματοδοτικά ελλείμματα του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα είναι βάση της ταυτότητας:

$$\mathbf{BCA} \equiv (\mathbf{T-G}) + (\mathbf{S -I}) \quad (1)$$

Όπου **BCA** το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, **I** οι συνολικές εγχώριες επενδύσεις, **G** οι δημόσιες δαπάνες, **T** τα φορολογικά έσοδα και **S** η εθνική αποταμίευση και μεταφράζεται ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ισούται με το άθροισμα των ελλειμμάτων του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα.

Δεδομένου ότι πρόκειται για εθνικολογιστική ταυτότητα, αυτό σημαίνει ότι οι εξωτερικές ανισορροπίες αντικατοπτρίζουν εσωτερικές ανισορροπίες του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα, και αντίστροφα, δηλαδή αν το αποτέλεσμα των ισοζυγίων και των δύο τομέων είναι ελλειμματικό, το συνολικό έλλειμμα αντισταθμίζει τις ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης του συνόλου της οικονομίας, δηλαδή το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, με αρνητικό πρόσημο.

Επίσης, το άθροισμα του εμπορικού ισοζυγίου (NX) και του ισοζυγίου εισοδημάτων (NFI) μας οδηγεί στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, παραστατικά:

$$\mathbf{BCA} \equiv \mathbf{NFI} + \mathbf{NX} \quad (2)$$

Πρέπει να τονιστεί ότι στην περίπτωση των χωρών με δικό τους νόμισμα, το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών καλύπτεται από έναν συνδυασμό εξωτερικού δανεισμού και αυξομειώσεων συναλλαγματικών διαθεσίμων. Σε προγενέστερες κρίσεις που έλαβαν χώρα προηγούμενες δεκαετίες (πχ. ΝΑ Ασία, 1997), ο αιφνίδιος αποκλεισμός από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίων και η περίπτωση αναστολής των εισροών, σήμαινε για μία χώρα ότι υπήρχε δυσανάλογη συσσώρευση μεγάλων υποχρεώσεων έναντι των διεθνών κεφαλαιαγορών, σε σχέση με τις δυνατότητες αποπληρωμής μέσω συναλλαγματικών διαθεσίμων. Αυτοί οι περιορισμοί χρηματοδότησης μίας τέτοιας οικονομίας περιγράφονται από την παρακάτω ταυτότητα<sup>lxxvii</sup> και στην ουσία συνοψίζει τους λόγους

---

<sup>lxxvii</sup> Αυτό σημαίνει ότι τυχόν εισροή κεφαλαίου από το εξωτερικό ή μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων ισούται με αύξηση χρηματοδότησης πρόσθετων επενδύσεων ή με κάλυψη διευρυμένου ελλείμματος δημοσίου τομέα.

για τους οποίους το ευρωπαϊκό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να κριθεί ασταθές :

$$\mathbf{BCA +KA +\Delta(OR) \equiv 0 \quad (3)}$$

Το **KA** υποδηλώνει τις καθαρές εισροές/εκροές κεφαλαίων μέσω αγορών, το **Δ(OR)** τη μεταβολή των συναλλαγματικών αποθεμάτων και το άθροισμά τους αποτελεί το χρηματοοικονομικό ισοζύγιο.

Η λογική γύρω από την παραπάνω ταυτότητα είναι ότι μέσα από ένα ενιαίο σύστημα πληρωμών και διακανονισμών (Target-2), παρέχεται ανεξάντλητη ρευστότητα σε χώρες-μέλη με προβλήματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, μέσω αυτόματων πιστώσεων και χρεώσεων ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζές τους, επιτρέποντας με αυτόν τον τρόπο μία αυτόματη ανακύκλωση πλεονασμάτων για την κάλυψη των ελλειμμάτων. Στην περίπτωση πάυσης των εισροών εκ μέρους των κεφαλαιαγορών προς κάποια χώρα της ευρωζώνης, οι κεντρικές τράπεζες με την συμμετοχή τους στο Ευρω-σύστημα, υποκαθιστούν αυτόματα τις αγορές, με αποτέλεσμα οι χορηγούμενες πιστώσεις να καταγράφονται ως οφειλές και απαιτήσεις έναντι της ΕΚΤ, δηλαδή έναντι του ίδιου του συστήματος πληρωμών (υπάρχει εξωτερική ανισορροπία). Η παραπάνω ταυτότητα μετασχηματίζεται, προσδιορίζοντας τους πραγματικούς περιορισμούς χρηματοδότησης μίας χώρας της ευρωζώνης σε:

$$\mathbf{BCA +NCF +\Delta(Target-2) \equiv 0 \quad (4)}$$

Συνεπώς, ο κίνδυνος δεν μπορεί να θεωρηθεί μηδαμινός.

Βάση των πινάκων, η Ελλάδα, χαρακτηρίζεται από αυξανόμενα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών<sup>lxxviii</sup> (καθώς το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι συνεχώς αρνητικό) ήδη από το 1996 και έχει αυξανόμενη τάση μέχρι και το 2008<sup>lxxix</sup>. Η Ιρλανδία από την άλλη, διατηρούσε πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο όμως συρρικνωνόταν διαχρονικά κυρίως από το 2001 και μετά. Η Ιταλία, ενώ ξεκίνησε με θετικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, στη συνέχεια έγινε αρνητικό, η Ισπανία διακρίνεται κατά

---

<sup>lxxviii</sup> Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι η ανάπτυξη προήλθε από την πλευρά της ζήτησης, με αποτέλεσμα η εγχώρια συνολική ζήτηση να υπερβαίνει κατά πολύ το δυνητικό συνολικό προϊόν της εκάστοτε οικονομίας μίας χώρας-μέλους.

<sup>lxxix</sup> Είναι γεγονός ότι οι ρυθμοί μεγέθυνσης της εγχώριας ζήτησης μεταξύ 5% και 10% για μεγάλα χρονικά διαστήματα, ιδιαίτερα σε μία οικονομία με μικρό εξαγωγικό τομέα, όπως η Ελλάδα, εγείρει την υποψία για διευρυνόμενα ανοίγματα σε ένα ήδη προβληματικό εξωτερικό ισοζύγιο.

βάση από ελλείμματα στο ισοζύγιο της ενώ η Πορτογαλία χαρακτηρίζεται από ένα ιδιαίτερα υψηλό έλλειμμα διαχρονικά.

Με βάση τα παραπάνω, αναδεικνύεται το βασικό χαρακτηριστικό των SWEAP χωρών-μελών της ζώνης που δεν είναι άλλο από τα υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών τους ακόμα πριν την είσοδό τους στη ζώνη. (Holinski et al, 2012, Honkaroja, 2014). Αυτό είχε θορυβήσει τους Blanchard και Giavazzi, (2002), οι οποίοι δήλωναν ότι αποτελούσε σοβαρό λόγο ανησυχίας για τη βιωσιμότητα της ευρωζώνης η ύπαρξη ανισορροπιών στις τρέχουσες συναλλαγές των χωρών-μελών, παρά το γεγονός ότι υπήρχε η αντίληψη ότι οι χώρες (με χαμηλό κατά κεφαλών εισόδημα), θα μπορούσαν να ευνοηθούν, αν στα πλαίσια της διαδικασίας πραγματικής σύγκλισης μεταξύ τους, προσέλκυαν εισροές κεφαλαίων (οι ΛΑΧ από τις πιο ανεπτυγμένες) με ποσοστό απόδοσης μεγαλύτερο από το κόστος δανεισμού και θα εξαλείφονταν και οι κερδοσκοπικές επιθέσεις στο νόμισμα. Όπως παρουσιάζεται και από τους πίνακες, αυτή η άποψη επαληθεύεται καθώς οι διασυνοριακές ροές κεφαλαίων που υπήρχαν ελαττώθηκαν, όπως εξαλείφθηκε και η διασυνοριακή μεταφορά του κόστους χρήματος με αποτέλεσμα, οι εθνικές κυβερνήσεις να μείνουν εκτεθειμένες στα υψηλά χρέη τους, με αποτέλεσμα τη σημερινή κρίση χρέους.

### **External Debt (Billion US\$)**

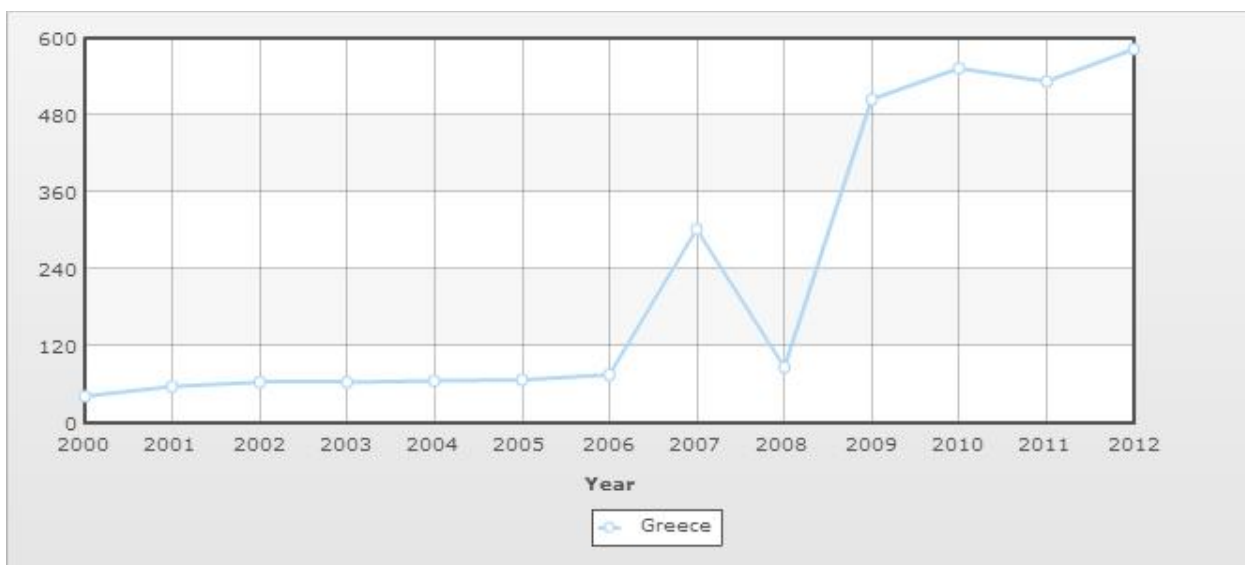
Στις SWEAP κυρίως, τα υψηλά και παρατεταμένα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνοδεύονται συνήθως από υψηλή συσσώρευση εξωτερικού χρέους<sup>lxxx</sup>. Αυτό αντικατοπτρίζεται και στους παραπάνω πίνακες αλλά και στα διαγράμματα που ακολουθούν για το σύνολο των χωρών αυτών. Παρατηρείται ότι το εξωτερικό χρέος για τις χώρες αυτές είναι υψηλό (αυξάνονται παράλληλα και οι πληρωμές τόκων επί του εξωτερικού χρέους) και επιδεινώνεται ακόμα περισσότερο από την ύπαρξη αρνητικών ισοζυγίων<sup>lxxxi</sup>.

---

<sup>lxxx</sup> Το εξωτερικό χρέος διακρίνεται σε καθαρό και ακαθάριστο και στην ουσία η αύξησή του αντανάκλα την αύξηση του δανεισμού από πλευράς των κυβερνήσεων των χωρών-μελών. Η σύνθεση του σε όρους νομίσματος και η εναπομένουσα ληκτότητα είναι πολύ σημαντικοί παράγοντες για την αξιολόγηση της βιωσιμότητάς του, ενώ η ποιότητα εκδότη του χρέους όπως και η ονομαστική αξία των απαιτήσεων που κατέχονται από τους επενδυτές είναι το κλειδί για τη μείωση των κινδύνων που συνδέονται με το εξωτερικό χρέος.

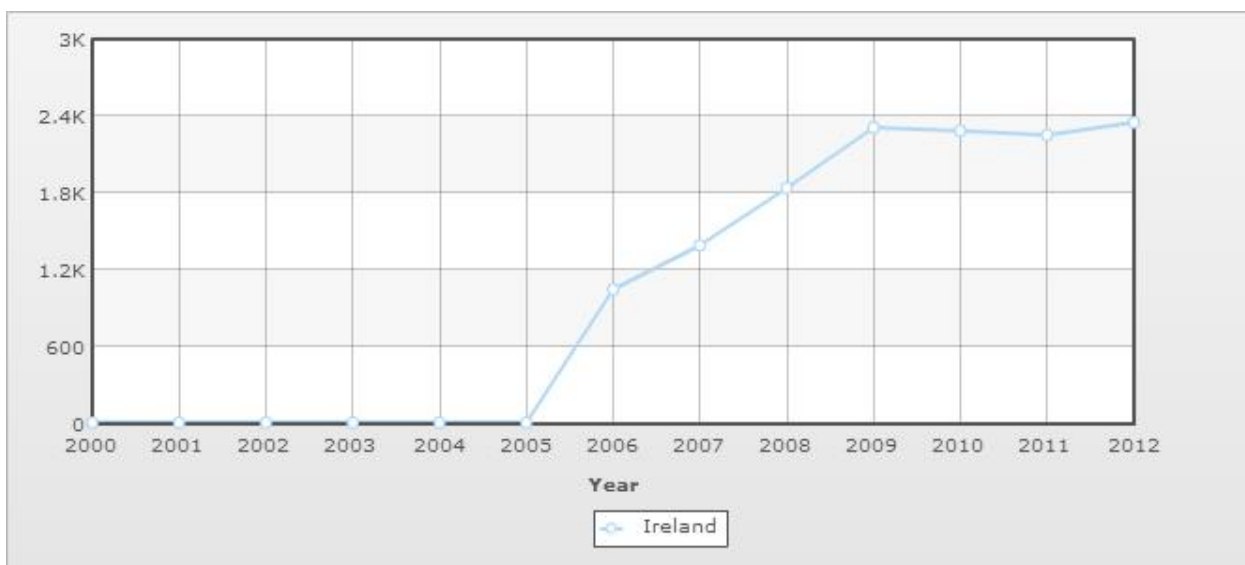
<sup>lxxxi</sup> Εξάλλου, δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος των χωρών-μελών της ευρωζώνης είναι καθαροί χρεώστες.

**Διάγραμμα 20**



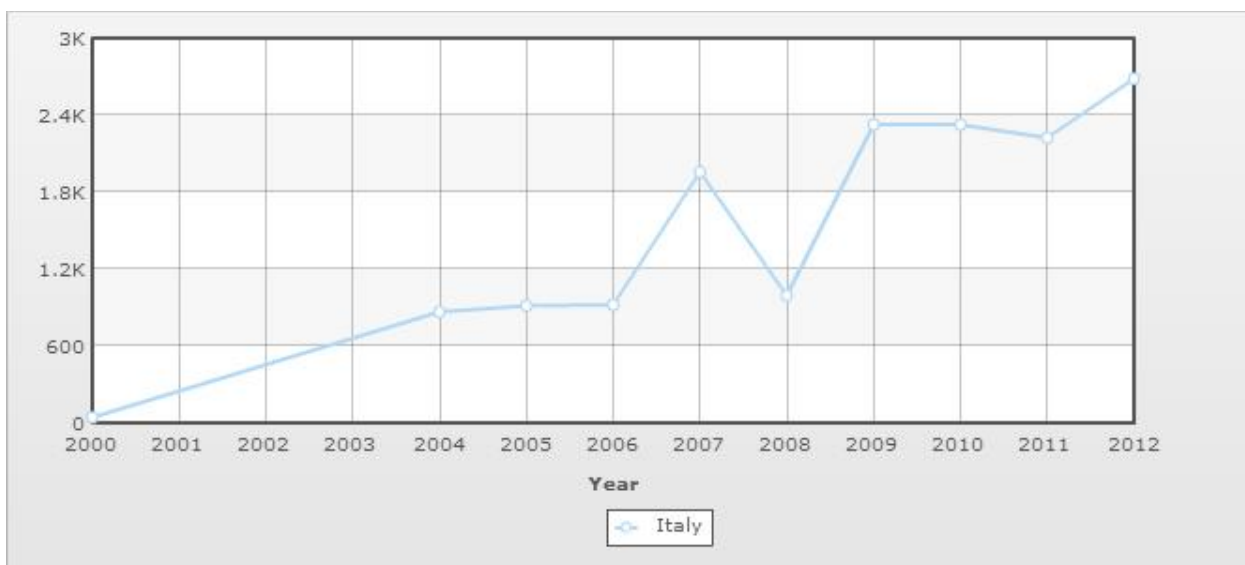
Πηγή: CIA World Factbook

**Διάγραμμα 21**



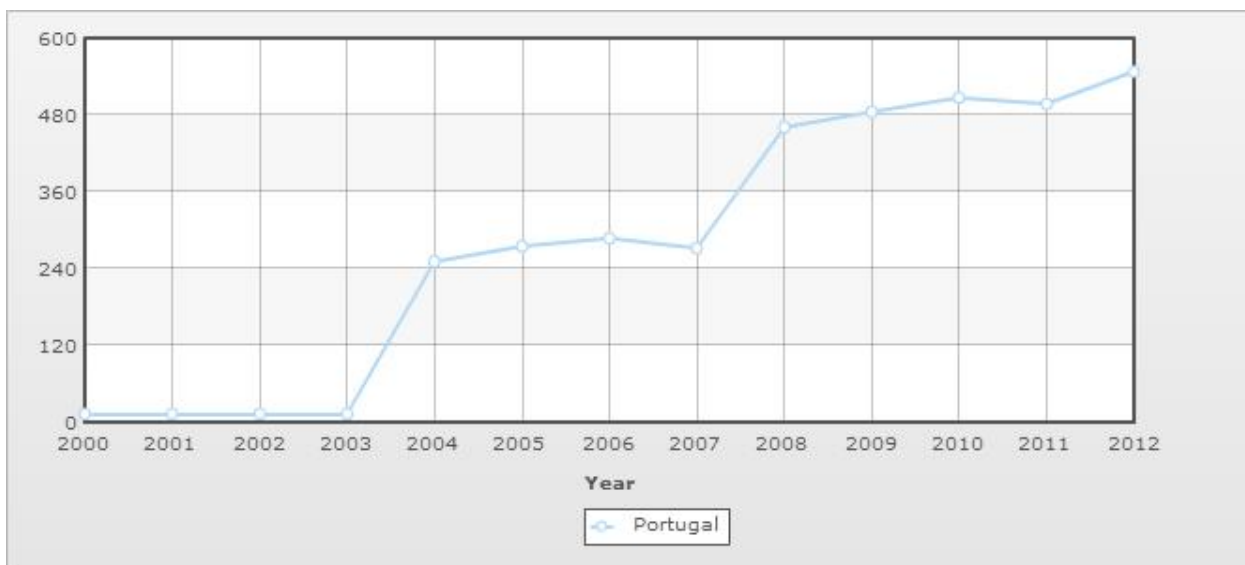
Πηγή: CIA World Factbook

**Διάγραμμα 22**



Πηγή: CIA World Factbook

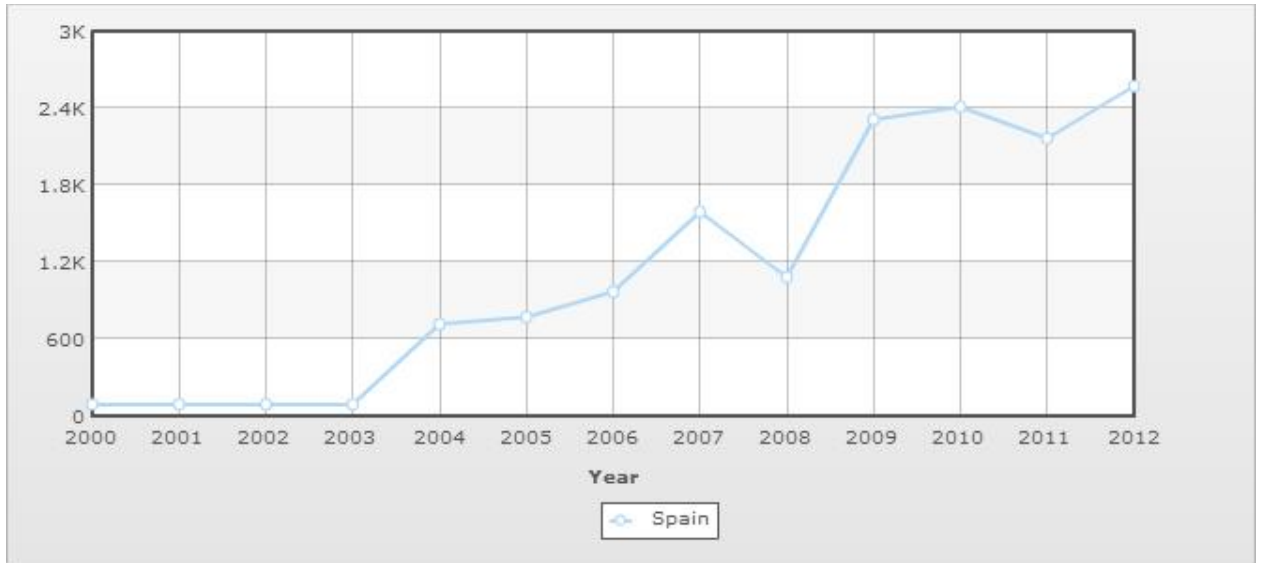
**Διάγραμμα 23**



Πηγή: CIA World Factbook



Διάγραμμα 24



Πηγή: CIA World Factbook

Με την αύξηση του εξωτερικού χρέους, δημιουργείται μία ασταθής δυναμική χρέους που σε συνδυασμό με την δυναμική του δημοσίου χρέους καταρρίπτει στην ουσία την άποψη ότι οι κερδοσκοπικές επιθέσεις<sup>lxxxii</sup> είναι ανύπαρκτες, στα πλαίσια της ευρωζώνης, παρά το γεγονός ότι δεν υφίστανται εθνικά νομίσματα. Αντίθετα, είναι πιθανές, κυρίως κατά χωρών με υψηλά επίπεδα χρέους και μπορούν να πυροδοτηθούν από μη διατηρήσιμα ελλείμματα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Οπότε, τόσο τα υψηλά ελλείμματα όσο και η συνεχής άνοδος του εξωτερικού χρέους αυξάνουν την ευπάθεια των οικονομιών των χωρών αυτών, ιδίως στην μεταστροφή των προβλέψεων των αγορών όσον αφορά την διατηρησιμότητα του εξωτερικού χρέους. Η συνέπεια της μεταστροφής είναι η μείωση της ροής κεφαλαίων και η αύξηση του κόστους δανεισμού, λόγω της επιβάρυνσης του επιτοκίου με αυξημένο ασφάλιστρο κινδύνου και με αρνητικές συνέπειες στο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης και στη δυνατότητα αναχρηματοδότησης του δημοσίου χρέους.

<sup>lxxxii</sup> Συνήθως εκδηλώνονται μέσω του πιστωτικού κινδύνου, με τη μορφή των spreads των επιτοκίων στις αγορές ομολόγων.

### **GDP growth (annual %)**

Όσον αφορά την Ελλάδα, ενώ μετά την είσοδο στην ευρωζώνη, διατηρεί ένα σταθερό επίπεδο ανάπτυξης που κατά περιόδους αυξανόταν εντυπωσιακά για τα ευρωπαϊκά δεδομένα, μία σχετική επιβράδυνση είχε αρχίσει να διαφαίνεται, πριν την ανώμαλη προσγείωση στην ύφεση το 2008. Οι θετικοί ρυθμοί μεγέθυνσης δεν ήταν δυνατόν να συνεχιστούν, με την εκδήλωση μίας κρίσης χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας να είναι επομένως θέμα χρόνου την οποία πλέον ακολούθησαν αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης που δεν επαρκούν για την βιωσιμότητα του δημοσίου και ιδιωτικού χρέους. Η Ιρλανδία, ενώ τη δεκαετία πριν το 2000, είχε ένα πολύ υψηλό επίπεδο ανάπτυξης με μέσο όρο ποσοστιαίας αύξησης γύρω στο 9,6%, μετά το 2000, το επίπεδο ανάπτυξης της φαίνεται να μειώνεται αισθητά με το 2008 να παρουσιάζει αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης για πρώτη φορά. Για την Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία, το ετήσιο ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ παραμένει σε χαμηλά επίπεδα και επιδεινώνεται σε μικρό βαθμό με το ξέσπασμα της κρίσης.

### **Central government debt, total (% of GDP)**

Η συμμετοχή των χωρών στην ευρωζώνη συνοδεύτηκε από μία πρωτόγνωρη πιστωτική επέκταση. Τα χαμηλά επιτόκια, σε συνδυασμό με την αντίληψη ότι αίρονται οι περιορισμοί που συνδέονταν με ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, άρα και το κίνδυνο υποτιμήσεων, οδήγησαν σε μία αχαλίνωτη συσσώρευση ιδιωτικού και δημοσίου χρέους για ορισμένες από τις χώρες της ευρωζώνης.

Συγκεκριμένα, για τις SWEAP, υπάρχουν αποκλίσεις διαχρονικά στο μέγεθος του χρέους της γενικής κυβέρνησής τους, καθώς για κάποιες χώρες, τα επίπεδα των χρεών τους παρέμεναν σε χαμηλότερο επίπεδο, ως ποσοστό του ΑΕΠ, όπως η Πορτογαλία και η Ισπανία και άλλες παρουσίαζαν ήδη από το 1996, υψηλά ποσοστά χρέους που τα διατηρούν μέχρι σήμερα, όπως η Ελλάδα και η Ιταλία. Χαρακτηριστική περίπτωση είναι η Ιρλανδία, της οποίας το χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ, έχει μία πτωτική πορεία ως το 2007, οπότε και παρουσιάζει μία ξαφνική άνοδο, ως αποτέλεσμα της εκδήλωσης της κρίσης του 2008, αγγίζοντας το 2012 το 120% του ΑΕΠ από το 27,6% του ΑΕΠ, πέντε χρόνια νωρίτερα (2007).

### **Real effective exchange rate index (2010 = 100)**

Για το σύνολο των SWEAP, παρατηρείται ότι ενώ την τετραετία 1996-2000, η τιμή του δείκτη της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας μειώνεται, από το 2001 και μετά, έχει μία συνεχή ανοδική τάση, με αποτέλεσμα να προκαλείται μεγάλη εισροή κεφαλαίων και άνοδος της ενεργούς ζήτησεως.

### **Domestic credit to private sector (% of GDP)**

Οι εγχώριες πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα αυξάνονται για το σύνολο των SWEAP διαχρονικά και μάλιστα σε εντυπωσιακό βαθμό. Για την Πορτογαλία, την Ισπανία και την Ιρλανδία, οι εγχώριες πιστώσεις πολλαπλασιάστηκαν και για την Ελλάδα, που είναι το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα, αυξήθηκαν από 29,5% σε 122,6 % του ΑΕΠ.

### **Merchandise trade (% of GDP)**

Εφόσον, δεν υπάρχει δυνατότητα υποτίμησης του ευρώ (ούτε δυνατότητα «δημιουργίας» από την ΕΚΤ) για εκκαθάριση των αγορών, η αύξηση των εισροών κεφαλαίου μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω του εξωτερικού ισοζυγίου, δηλαδή με την μείωση των εισαγωγών και την αύξηση των εξαγωγών, ενισχύοντας έτσι την διεθνή ανταγωνιστικότητα. Πράγματι, παρατηρείται μία αύξηση του εμπορίου ως ποσοστό του ΑΕΠ, για το σύνολο των SWEAP, μέχρι το 2000-2001 και μετά εντοπίζεται μία πτωτική τάση του στα επόμενα χρόνια (γεγονός που επαληθεύει το αίσθημα φόβου για πιθανή υποτίμηση του νομίσματος).

### **Long-term interest rate**

Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια συνιστούν αποδόσεις δευτερογενούς αγοράς κυβερνητικών ομολόγων, 10ετούς λήξεως, οι οποίες υποδεικνύουν την πιστοληπτική ικανότητα των χωρών-μελών της ευρωζώνης.

Βλέπουμε ότι το διάστημα που αυξήθηκαν οι εγχώριες πιστώσεις, μειώθηκαν τα επίπεδα των επιτοκίων για το σύνολο των SWEAP, ενώ λίγα χρόνια μετά η άνοδος των επιτοκίων των κρατικών ομολόγων τους, οδήγησε στην αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους τους, ως αποτέλεσμα της ανησυχίας των επενδυτών για την

μελλοντική βιωσιμότητα του χρέους τους. Η εξάλειψη των κερδοσκοπικών επιθέσεων σε βάρος του νομίσματος μίας χώρας και ο περιορισμός των κινδύνων που συνδέονται με τη μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να αποδυναμωθούν από κερδοσκοπικές επιθέσεις στις αγορές ομολόγων σε βάρος τίτλων χωρών με υψηλό δημόσιο χρέος και ελλείμματα, με αποτέλεσμα την διεύρυνση των διαφορών των επιτοκίων τους (spreads). Αυτή η διεύρυνση αποδυναμώνει τη σταθερότητα του οικονομικού περιβάλλοντος και της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος.

### **Market capitalization of listed companies (% of GDP)**

Αυτή η μεταβλητή μας δείχνει το μέγεθος των κεφαλαιοποιήσεων (την αξία του συνόλου των μετοχών, χωρίς να είναι η μοναδική πηγή κεφαλαίων) των εισηγμένων εταιρειών διαχρονικά ως ποσοστό του ΑΕΠ. Παρατηρείται ότι την πενταετία 1996-2000, για την πλειοψηφία των SWEAP, υπάρχει άνοδος του ποσοστού κεφαλαιοποίησής τους ως προς το ΑΕΠ, ενώ την επόμενη οχταετία αυξομειώνεται ανάλογα με τη χώρα.

Από το 2008 και μετά όμως (εξαιτίας της εκδήλωσης της κρίσης), σημειώνεται μία αρκετά μεγάλη μείωση του ποσοστού των κεφαλαιοποιήσεων των εισηγμένων εταιρειών, ως ποσοστό του ΑΕΠ, που σημαίνει ότι περισσότερες εταιρείες υπέστησαν μεγάλες απώλειες, οι οποίες «έριξαν» τις οικονομικές τους επιδόσεις. Αυτό σημαίνει ότι η τιμή των μετοχών τους μειώθηκε (ή αλλιώς η αγοραία αξία τους), γεγονός που ευνόησε την αγορά τους από επενδυτές με σκοπό την μεταπώληση σε άλλους.

### **Fiscal Balance**

Το δημοσιονομικό ισοζύγιο προκύπτει από τη διαφορά των δημοσίων εσόδων και κρατικών δαπανών.

Αν κοιτάξουμε την πορεία του δημοσιονομικού ισοζυγίου, βλέπουμε ότι την περίοδο που αυξάνεται το δημοσιονομικό έλλειμμα, μέσω μείωσης φόρων και αύξησης δαπανών, παρατηρείται ταυτόχρονη σημαντική αύξηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, γεγονός που αποδεικνύει την υπόθεση των δίδυμων ελλειμμάτων. Γι' αυτό και αυτή η παράμετρος πρέπει να συνυπολογιστεί στα αίτια που αύξησαν το δημόσιο χρέος των χωρών.

### **Deposit interest rate (%)**

Όσον αφορά αυτήν την μεταβλητή, παρατηρείται από τους πίνακες η πτωτική, κατά βάση, τάση του διαχρονικά για το σύνολο των SWEAP, με την Ελλάδα, να σημειώνει μία μείωση στο επίπεδα των επιτοκίων των καταθέσεων από 13,5% σε 2,2%.

### **4.6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Συνοψίζοντας, αποδεικνύεται ότι η ευρω-κρίση επηρέασε με διαφορετικό τρόπο τις χώρες της ευρωζώνης. Στην Ιρλανδία, στην Κύπρο και στην Πορτογαλία το σοβαρότερο πρόβλημα εντοπίστηκε στο χρηματοπιστωτικό τους σύστημα, ενώ στην Ελλάδα στο ολοένα αυξανόμενο δημόσιος χρέος και στα υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται ανισορροπίες ακόμα και μεταξύ τους. Παρόλα αυτά, οι συνιστώσες της κρίσης στο περιβάλλον της ευρωζώνης αλληλοεξαρτώνται, επηρεάζοντας η μία το μέγεθος της άλλης, με το αδύναμο τραπεζικό σύστημα να επιβαρύνεται τόσο από τα υψηλά επίπεδα δημοσίου χρέους όσο και από το υποτονικό επίπεδο ανάπτυξης. Τέλος, διαφαίνεται ότι ο μηχανισμός γέννησης κρίσεων, σύμφωνα με την Μετα-Κεϋνσιανή Σχολή, αποδεικνύεται απόλυτα για το σύνολο των SWEAP, οδηγώντας σε εσωτερική και εξωτερική ανισορροπία.

## Κεφάλαιο 5. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

### 5.1 «ΤΟ ΠΡΟΠΑΤΟΡΙΚΟ ΑΜΑΡΤΗΜΑ» ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

Η Ευρωπαϊκή Ένωση ξεκίνησε ως μία ομοσπονδία κρατών και παραμένει ακόμα μία πρωτότυπη, ιδιότυπη και μοναδική για την παγκόσμια ιστορία ένωση. Το οργανωτικό σχήμα της ΕΕ στηριζόταν στην ισορροπία μεταξύ των διαφόρων Ευρωπαϊκών οργάνων των κρατών-μελών, παρόλα αυτά, η μεγάλη διεύρυνσή της και οι παγκόσμιες προκλήσεις το έφτασαν στα όριά του.

Εξετάζοντας την αρχιτεκτονική της ευρωζώνης, διακρίνει κανείς, από την πλευρά της μακροοικονομικής διαχείρισής, ότι είναι μακριά από μία άριστη νομισματική ζώνη<sup>lxxxiii</sup> και ήδη από το ξεκίνημά της ήρθε αντιμέτωπη με σημαντικές προκλήσεις καθώς δεν ικανοποιούσε τις προϋποθέσεις ώστε να μπορέσει να ανταποκριθεί σε πιθανές ασύμμετρες διαταραχές, με δεδομένη την ενιαία νομισματική πολιτική και την αδυναμία προσαρμογής των συναλλαγματικών ισοτιμιών της.

Επιπλέον, υπάρχει η πεποίθηση ότι πρόκειται για μία εύθραυστη ζώνη γιατί σχεδιάστηκε με μία θεμελιακή αδυναμία που έχει να κάνει με το γεγονός ότι οι εθνικές κυβερνήσεις των χωρών-μελών της ευρωζώνης αποδέχτηκαν μία ουσιώδη θεσμική μεταβολή στη φύση του εθνικού χρέους τους. Αυτή η έλλειψη εγγύησης από πλευράς των κυβερνήσεων της ευρωζώνης, με τη σειρά της οδήγησε σε κρίση ρευστότητας και φερεγγυότητας σε χώρες, όπως η Ιρλανδία, η Ισπανία κτλ.

Προς αυτή τη κατεύθυνση, ο De Grauwe (2011) επεσήμανε τον σημαντικό ρόλο της ΕΚΤ ως «δανειστή έσχατης ανάγκης» και αυτό γιατί όπως εξήγησε, με την είσοδο στην ένωση, η σταθεροποιητική δύναμη που προφύλασσε την κάθε κυβέρνηση, δηλαδή η κεντρική της τράπεζα, εξαλείφθηκε, καθώς οι χώρες-μέλη πλέον εξέδιδαν χρέος σε ένα νόμισμα που δεν μπορούσαν να ελέγξουν κατά συνέπεια δεν μπορούσαν να έχουν εγγύηση στο ότι θα υπήρχε η απαραίτητη ρευστότητα για την κάλυψη του δημοσίου χρέους τους και κυρίως σε περιόδους κρίσεων.

---

<sup>lxxxiii</sup> Αν οι προϋποθέσεις της άριστης νομισματικής περιοχής πληρούνταν, (αν και δεν υπάρχει ευελιξία, πλήρης κινητικότητα παραγωγικών συντελεστών, αλλά ασύμμετρες διαταραχές, δηλαδή μεταβολές ζήτησης σε πολλές περιφέρειες της), θα μπορούσε το ευρώ να ωθήσει την ευρωπαϊκή οικονομία προς καλύτερες επιδόσεις.

Μάλιστα, οι Papadimitriou και Wray (2012)<sup>lxxxiv</sup>, θέλοντας να υπερτονίσουν το μέγεθος του θεσμικού ελλείμματος της ευρωζώνης, χρησιμοποίησαν την χαρακτηριστική διατύπωση «προπατορικό αμάρτημα». Προφανώς, η κρίση χρέους και η ύφεση που ακολούθησε επιβεβαίωσε τη λογική του «προπατορικού αμαρτήματος» καθώς απέδειξε την ενδογενή φύση της κρίσης στην ευρωζώνη, ενώ παράλληλα υπέδειξε ότι δεν υφίσταται συγκεκριμένη χώρα ή πολιτική αρχή που να έχει την ευθύνη έκδοσης του ευρώ. Πράγματι, η αρχιτεκτονική της ανεπάρκεια συνίσταται στο ότι τα μέλη της δεν είναι εκδότες αλλά χρήστες του ευρώ.

Θέλοντας να αναφερθούν σε αυτήν την θεσμική ιδιαιτερότητα της ευρωζώνης, και οι Sardonι και Wray (2007)<sup>lxxxv</sup> εξέφρασαν την άποψη ότι δεν υπάρχει κάποια υπερεθνική κρατική δομή που να μπορεί να διαχειρίζεται τις σχέσεις μεταξύ των χωρών σε νομισματικό και χρηματοπιστωτικό επίπεδο. Η απουσία λοιπόν μίας ομοσπονδιακής δημοσιονομικής αρχής καθώς και η αδυναμία της ΕΚΤ να παίρνει αποφάσεις ως δανειστής ύστατης προσφυγής για τα προβληματικά κράτη οδηγούν σε σοβαρά προβλήματα οικονομικής διαχείρισης.

Παράλληλα, με την εμφάνιση της κρίσης, αναδείχτηκαν οι δομικές δυσλειτουργίες της ΕΕ και κυρίως της ευρωζώνης, στο να ανταποκριθεί στις έκτακτες συνθήκες αστάθειας που προέκυψαν, οι οποίες διεύρυναν το χάσμα οικονομικής, πολιτικής και τραπεζικής ενοποίησης των χωρών-μελών της. Είναι γεγονός ότι η Ευρώπη μέχρι τώρα δεν είχε μπει στην διαδικασία να μιμηθεί το μοντέλο ενοποίησης των ΗΠΑ και να οδεύει προς ένα ομοσπονδιακό κράτος που θα επιτύγχανε υπό ευνοϊκές συνθήκες οικονομίες κλίμακας και ως εκ τούτου, πλεονεκτήματα στον παγκόσμιο ανταγωνισμό, εξαιτίας της έλλειψης μίας ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεντρικής Εξουσίας και της αδυναμίας θέσπισης ολοκληρωμένου μηχανισμού ενίσχυσης.

Παρόλα αυτά, οι δύο πυλώνες της πολιτικής και τραπεζικής ενοποίησης συζητούνται έντονα τελευταία στα πλαίσια της ευρωζώνης, και αν ολοκληρωθούν, μπορούν να οδηγήσουν σε μεγάλο βαθμό σε μία ασφαλή εξέλιξη για την ζώνη και τα κράτη-μέλη της.

---

<sup>lxxxiv</sup> Papadimitriou, D. and Wray, R. (2012). “Euroland’s original sin”, Policy Note 8, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

<sup>lxxxv</sup> Sardonι, C. and Wray, R. (2007). “Fixed and flexible exchange rates and currency sovereignty”, in Hein, E., Priewe, J. and Trugert, A. (eds), European Integration in Crisis, Marburg: Metropolis.

## 5.2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ

### *Τραπεζική ενοποίηση*

Μετά την εμφάνιση της ευρώ-κρίσης, κλονίστηκε σε μεγάλο βαθμό η αξιοπιστία μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης & υπήρχε το ερώτημα κατά πόσο μπορεί να αποκατασταθεί στις διεθνείς χρηματαγορές<sup>lxxxvi</sup>, μιας και οι χώρες-μέλη κατείχαν την ευθύνη της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματός τους. Μόλις έγινε αντιληπτό ότι θα πρέπει να αποσυνδεθεί το τραπεζικό σύστημα από το κρατικό χρέος, ακολουθήθηκαν μία σειρά από αμήχανες πολιτικές, που κατέληξαν το 2012, στην απόφαση ότι αυτό που χρειάζεται είναι μία τραπεζική ενοποίηση<sup>lxxxvii</sup>.

Πρόκειται για το σημαντικότερο βήμα περαιτέρω ενοποίησης των κρατών-μελών της ευρωζώνης, με την θέσπιση κεντρικού ελέγχου των προϋπολογισμών των κρατών-μελών από την ΕΕ, φορολογική και ασφαλιστική σύγκλιση των κρατών-μελών και παροχή έκτακτων βοηθητικών πακέτων σε προβληματικές χώρες, ακόμα και το περιβόητο ευρώ-ομόλογο. Η ενοποίηση του Ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, η ενιαία εποπτεία και ο μηχανισμός επίλυσης και εκκαθάρισης προβληματικών τραπεζών, είχαν βρεθεί στο επίκεντρο συζητήσεων και διαπραγματεύσεων. Απόρροια των πρόσφατων εξελίξεων στη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών, στα πλαίσια της ευρωζώνης, εντοπίστηκαν ελλείψεις<sup>lxxxviii</sup> στο υφιστάμενο πλαίσιο της ευρωπαϊκής εποπτείας της χρηματοπιστωτικής αγοράς, γι' αυτό τα θεσμικά όργανα της ΕΕ ξεκίνησαν μία βαθιά διαδικασία κανονιστικής μεταρρύθμισης για να το ενισχύσουν.

Η τραπεζική ενοποίηση, σχηματοποιήθηκε σταδιακά, με τη θεσμοθέτηση του Ενιαίου Εποπτικού Οργανισμού (SSM-Single Supervisory Mechanism), που αποσκοπούσε στην προληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και στην ρυθμιστική

---

<sup>lxxxvi</sup> Είναι γεγονός ότι σε συνθήκες οικονομικής αστάθειας, η επιλογή διάσωσης του τραπεζικού συστήματος επιφέρει σημαντικές επιπτώσεις στο δημοσιονομικό σύστημα, προκαλώντας αύξηση των ελλειμμάτων, του πιστωτικού ρίσκου και μείωση της φερεγγυότητας του δημοσίου τομέα.

<sup>lxxxvii</sup> Όταν αναφερόμαστε σε τραπεζική ενοποίηση, εννοούμε προεκτάσεις τόσο για εγκατάσταση ενιαίου μηχανισμού εξυγίανσης των τραπεζών και των καταθέσεων όσο και για εφαρμογή πλήρους τραπεζικής ένωσης.

<sup>lxxxviii</sup> Το κύριο πρόβλημα αφορούσε τον κατακεραματισμό των αρμοδιοτήτων που σχετίζονται με εποπτικά καθήκοντα των χωρών-μελών της ευρωζώνης, παρά την ισχυρή οικονομική αλληλεξάρτηση, λόγω των μεγάλων διασυνοριακών χρηματοοικονομικών πράξεων.



παρέμβαση στη λειτουργία τους, καθώς και με την ενίσχυση του ρόλου της ΕΚΤ, βάση ρυθμιστικών και εκτελεστικών τεχνικών προτύπων της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EBA- European Banking Union). Βέβαια, η Βρετανία ήταν από τις πρώτες χώρες που αντιτάχθηκαν στην απόφαση της δημιουργίας τραπεζικής ένωσης στα πλαίσια της ευρωζώνης και αυτό γιατί δεν επιθυμούσαν να επωμιστούν τις δυσμενείς επιδράσεις που προκύπτουν από το υψηλά ελλείμματα και χρέη των χωρών της «περιφέρειας». Επίσης, αποτρεπτικό ως προς την τραπεζική ένωση, ήταν το γεγονός του χρηματοδοτικού εναγκαλισμού κυβερνήσεων και τραπεζών, ιδίως στα κράτη-μέλη της «περιφέρειας» της ευρωζώνης – η αγορά μεγάλου μέρους του κυβερνητικού χρέους από τοπικές κυρίως τράπεζες και ως εκ τούτου η εξάρτηση των τελευταίων από την φερεγγυότητα των κυβερνήσεων.

Ενώ έχει υλοποιηθεί ο αρχικός σχεδιασμός της τραπεζικής ενοποίησης, όπως είχε σχεδιαστεί εξάλλου στο πλαίσιο της Συνόδου Κορυφής του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου ήδη από την 29<sup>η</sup> Ιουνίου 2012, η πορεία προς μία ολοκληρωμένη τραπεζική ένωση είναι μακρά και γεμάτη λεπτά ζητήματα, κυρίως όσον αφορά τον σχεδιασμό ενός ολοκληρωμένου πλαισίου αναδιάρθρωσης και ενός ενιαίου συστήματος για την εγγύηση των καταθέσεων. Βέβαια, είναι φανερό ότι δεν πρόκειται για ένα εύκολο έργο, καθώς οι αποκλίσεις μεταξύ των χωρών-μελών εξακολουθούν να είναι μεγάλες, οι αποκλίνουσες θέσεις στις διαπραγματεύσεις σχετικά με πολλά σημαντικά χαρακτηριστικά είναι δύσκολο να επιλυθούν και η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων θα μπορούσε να βλάψει τα εθνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Παρόλα αυτά, κρίνεται αναγκαίο να επιταχυνθεί η τραπεζική ενοποίηση, συμπεριλαμβάνοντας τη μετάβαση σε ένα ενιαίο σύστημα εγγύησης καταθέσεων μίας ευρωπαϊκής αρχής με απαραίτητη φορολογική ισχύ. Και αυτό γιατί, η τραπεζική ενοποίηση επιφέρει ενδυνάμωση του πιστωτικού μηχανισμού οικονομικής προσαρμογής καθώς συμβάλλει στην μερική αποσύνδεση του κόστους χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα από το κράτος κρατικής χρηματοδότησης, αναχαιτίζοντας την αύξηση των επιτοκίων δανεισμού επιχειρήσεων και νοικοκυριών, περιορίζοντας παράλληλα το μέγεθος της ιδιωτικής απομόχλευσης και του κραδασμού.

Παράλληλα, συμβάλλει στην άμβλυνση της ανάγκης δημοσιονομικής σταθεροποίησης και στην απορρόφηση ή προσαρμογή έναντι χρηματοπιστωτικών κραδασμών που συνοδεύονται από σοβαρές υφέσεις και ραγδαία επιδείνωση των δημοσίων

οικονομικών. Είναι κατανοητό λοιπόν, πόσο αποτελεσματική θα ήταν σήμερα η εγκατάσταση πλήρους τραπεζικής ενοποίησης μεταξύ των κρατών-μελών στο πλαίσιο της ευρωζώνης και πόσο πιο ήπιες θα ήταν οι εξελίξεις στις αγορές τους.

Ακόμα όμως και αυτό να μην επιτευχθεί άμεσα, πρέπει να αναληφθούν πρωτοβουλίες με στόχο την άμβλυνση των αδυναμιών των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης κυρίως των τραπεζών & άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών των χωρών-μελών της ευρωζώνης. Είναι σημαντικό κυρίως να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη & η αξιοπιστία στα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε ευρωπαϊκό επίπεδο & αυτό μπορεί να επιτευχθεί κυρίως με αλλαγές που αφορούν τη διαχείριση πιστωτικού κινδύνου<sup>lxxxix</sup>, την προστασία των πιστωτών<sup>xc</sup>, τον ορθότερο τρόπο λειτουργίας των εταιρειών αξιολόγησης<sup>xc<sup>i</sup></sup> & τον περιορισμό δανειοδότησης από πλευράς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων<sup>xc<sup>ii</sup></sup>. Με αυτό τον τρόπο, θα μπορούσε να θωρακιστεί το σύστημα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών όχι βέβαια σε απόλυτο βαθμό μιας και το ξέσπασμα μίας κρίσης δεν μπορεί να προβλεφθεί σε καμία περίπτωση.

### ***Πολιτική ενοποίηση***

Σε προηγούμενες δεκαετίες, οι πολιτικές ελίτ έπαιρναν αποφάσεις και θεωρούσαν ως δεδομένη την παθητική συναίνεση των ευρωπαϊκών κοινωνιών, όμως τα τελευταία χρόνια είναι φανερό ότι η ευρωπαϊκή ενοποίηση χρειάζεται πολιτικοποίηση. Ένα από τα κύρια πλεονεκτήματα εξάλλου των ΗΠΑ είναι αυτό της πολιτικής ενοποίησής της σε σχέση με τον πολιτικό κατακερματισμό των χωρών-μελών της ευρωζώνης. Η ομοσπονδιακή της κυβέρνηση σε σχέση με τις κυβερνήσεις των κρατών-μελών της ευρωζώνης αποτελεί για πολλούς την εξήγηση γιατί το πολιτικό σύστημα της

---

<sup>lxxxix</sup> Η διαχείριση πιστωτικού κινδύνου (default risk) πρέπει να μεταφέρεται σε επιτροπή του Διοικητικού Συμβουλίου, ανεξάρτητη από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και άλλα κορυφαία διευθυντικά στελέχη, με προτεραιότητα την κατανόηση όλων των αναλαμβανόμενων κινδύνων, τη σωστή εκτίμηση και αντιστάθμισή τους, τον καθορισμό ανάληψης των ορίων τους και του επιπέδου του απαιτούμενου κεφαλαίου για την απορρόφηση πιθανών ζημιών και επίτευξη επιθυμητής κερδοφορίας.

<sup>xc</sup> Πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όλοι οι εταιρικοί κίνδυνοι όσον αφορά τον σχεδιασμό και την εφαρμογή των συστημάτων και αμοιβών ανώτατων στελεχών.

<sup>xc<sup>i</sup></sup> Πρέπει να χαρακτηρίζεται η διαδικασία αξιολόγησης του ρίσκου των εταιρικών ομολόγων από οργανισμό με απόλυτη αμεροληψία και να εφαρμόζονται κριτήρια και μεθοδολογίες συναφή με αυτά των εποπτικών αρχών.

<sup>xc<sup>ii</sup></sup> Οι τράπεζες οφείλουν να διαχωρίζουν τα δάνεια που παρέχουν σε ομάδες ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνό τους, ακολουθώντας κανόνες που καθορίζουν οι εποπτικές αρχές.

Ευρωπαϊκής Ένωσης υστερεί και κρίνεται αναποτελεσματικό στο να αντιμετωπίσει κρίσεις σαν και την σημερινή.

Στα πλαίσια της ευρωζώνης & υπό το φως της σοβαρής χρηματοπιστωτικής κρίσης, το ζήτημα της πολιτικής ενοποίησης της ευρωζώνης έχει τεθεί από πολλούς που αναρωτιούνται πώς μπορεί να επιτευχθεί, με τα κράτη-μέλη να μην επιθυμούν να απολέσουν την κρατική τους κυριαρχία<sup>xciii</sup> από τη μία, από την άλλη να επιδιώκουν να συντονιστούν στα πλαίσια μίας ανεξάρτητης πολιτικής ενότητας με δική της ευρωπαϊκή κυριαρχία. Παρά την ανησυχία, δεν είναι αντιφατικός ο παραπάνω ισχυρισμός και αυτό γιατί δε σημαίνει ότι η δημιουργία μίας ανεξάρτητης πολιτικής ένωσης προϋποθέτει τον παραγκωνισμό των κρατικών κυριαρχιών των χωρών-μελών. Αντίθετα, τα πλεονεκτήματα ενός ομοσπονδιακού κράτους είναι πολλά, καθώς διατηρείται η ταυτότητα των κρατών-μελών, με αυτονομία σε ζητήματα αρμοδιότητάς τους, ενώ σημαντικά ζητήματα τυγχάνουν χειρισμού από μία κεντρική κυβέρνηση, επιτυγχάνοντας έτσι ισορροπία και προλαμβάνοντας καταστάσεις από αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα.

Το ζητούμενο της πολιτικής ενοποίησής της είναι η διαδικαστικοποίηση της άσκησης των πολιτικών κυριαρχιών των κρατών-μελών, στα πλαίσια συνεργασίας, ώστε να προκύπτει ένα όφελος για το σύνολο της ζώνης αλλά και για το καθένα κράτος ξεχωριστά, καθώς διαφαίνεται η εμφανής αναντιστοιχία μεταξύ του βαθμού ενσωμάτωσης των οικονομιών των χωρών-μελών της ευρωζώνης και του μικρού βαθμού πολιτικής ενοποίησής τους.

Επίσης, ευνοείται το ενδεχόμενο πλήρους ενότητας μεταξύ των κρατών-μελών, αφού ενισχύεται η ανάπτυξη μέσω της αποκέντρωσης και επιτυγχάνεται η αποτελεσματική αντιμετώπιση οικονομικοπολιτικών προβλημάτων σε εθνικό και συνεπώς σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Άλλωστε, δεν είναι τυχαίο που η δομή και λειτουργία του πολιτικού συστήματος των ΗΠΑ είναι γύρω από την ιδέα ενός ομοσπονδιακού κράτους, που της έχει επιτρέψει να αμβλύνει κραδασμούς στο εσωτερικό της. Ενδιαφέρουσα μάλιστα είναι και η πρόταση του Τσάτσου Δ. (2001), ο οποίος υποστηρίζει ένα μοντέλο

---

<sup>xciii</sup> Οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών της ευρωζώνης αντιστέκονται στην παράδοση του δημοσιονομικού τους ελέγχου σε έναν κεντρικό φορέα εξουσίας, μεταφράζοντας την κίνηση αυτή ως πράξη εκχώρησης των κυριαρχικών δικαιωμάτων τους.

συνομοσπονδιοποίησης με ταυτόχρονη διατήρηση της ταυτότητας των κρατών-μελών της ευρωζώνης.

Γίνεται λοιπόν κατανοητό ότι η πολιτική ενοποίηση είναι απαραίτητη στο να γίνει η ευρωζώνη βιώσιμη όχι σε βραχυπρόθεσμο αλλά σε μακροπρόθεσμο πλαίσιο. Βέβαια, η έννοια της πολιτικής ενοποίησης είναι απροσδιόριστη και αποτελεί ένα σύνθετο θέμα που προϋποθέτει μία σειρά διευθέτησης άλλων ζητημάτων, παρόλα αυτά καθίσταται σαφές πως η επίτευξή της σε μία ένωση, όπως η ευρωζώνη, αποτελεί ένα βήμα προόδου σε ρευστές οικονομικές συνθήκες.

Βέβαια, δεν είναι ορατός κάποιος βαθμός προόδου προς αυτή τη κατεύθυνση και η ισχυροποίηση των κεντρικών θεσμών παραμένει ασθενής. Ίσως η έλλειψη αποτελεσματικής λειτουργίας ισχυρών θεσμών έχει οδηγήσει στην αδυναμία επίτευξης πολιτικής ένωσης και αυτό γιατί οι θεσμοί αποτελούν παρεμβαίνουσες μεταβλητές ανάμεσα στις προτιμήσεις των δρώντων και τις εκροές πολιτικής, παρόλα αυτά φαίνεται να αδυνατούν να παράγουν πολιτική και να επηρεάσουν τη συμπεριφορά των εθνικών κυβερνήσεων. Επίσης, κυρίως οι χώρες-μέλη του «πυρήνα», δείχνουν να μην είναι συμβιβασμένες με το ενδεχόμενο ενός κοινού ευρωπαϊκού πολιτικού άξονα, συνομοσπονδιακού ή ομοσπονδιακού τύπου, όπως στην περίπτωση των ΗΠΑ.

Γι ' αυτό και η ολοκλήρωση της ενοποίησης αναζητά μορφές διακυβέρνησης, αποτελεσματικές και ευέλικτες που να ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις μίας παγκοσμιοποιημένης και άκρως ανταγωνιστικής οικονομίας. Οι υπάρχουσες μορφές διακυβέρνησης στην ΕΕ, που βασίζονται στην συναπόφαση 25 κυβερνήσεων, δεν συνάδουν με τις απαιτήσεις μίας ενιαίας οικονομίας ούτε και με τις επιταγές μίας παγκοσμιοποιημένης διεθνούς κοινωνίας, που κυριαρχείται από την αυτοκρατορία των ΗΠΑ.

Γι ' αυτό πρέπει να υπάρχει ένα ισχυρότερο θεσμικό σύστημα της ΕΕ και μία έντονη ανοικοδόμησή του, που θα προωθούσε την περαιτέρω πολιτική εμβάθυνσή του και θα επιτύγχανε την αποδυνάμωση της διακυβερνητικής λογικής, παράλληλα με ουσιαστική μεταφορά εξουσίας από εθνικό σε ευρωπαϊκό επίπεδο και με μία σημαντική διάσταση συνεργασίας με τις εθνικές αρχές. Η λύση λοιπόν που προτείνεται είναι μία αλλαγή προς μία περισσότερο ομοσπονδιακή ή συνομοσπονδιακή κατεύθυνση, καθώς η «κοινή» οικονομική πολιτική των χωρών-μελών χρειάζεται και μία κοινή πολιτική αρχή που πρέπει να την εφαρμόζει.

Παρακάτω γίνεται αναφορά στο Ευρωπαϊκό Σύνταγμα και σε τι βαθμό θα μπορούσε να «εξαφανίσει» την πολιτική υστέρηση στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην Ευρωζώνη.

### ***Ευρωπαϊκό Σύνταγμα***

Η ευρωζώνη αισθάνεται πράγματι την ανάγκη να μετασχηματιστεί σε πολιτική ένωση, παρά τα εμπόδια και τις αντιστάσεις από εκπροσώπους των ίδιων των κρατών-μελών της αλλά και από άλλες χώρες. Όπως, στο ομοσπονδιακό σύστημα στις ΗΠΑ, αναγνωρίζεται η ύπαρξη ενός κοινού Συντάγματος για το σύνολο των πολιτειών, παρομοίως οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις, θέλοντας να καλύψουν το χάσμα μεταξύ οικονομικής και πολιτικής ενοποίησης της Ευρώπης, ενήργησαν «βαφτίζοντας» τις ευρωπαϊκές συνθήκες ως Σύνταγμα, ως απάντηση στην πολιτική υστέρηση της ΕΕ. Η θέσπιση του Ευρωπαϊκού Συντάγματος όμως αποτέλεσε μία συνθήκη διεθνούς επιπέδου που αποσκοπεί στη δημιουργία ενός νέου θεσμικού πλαισίου στα πλαίσια της ΕΕ και με μία δομή που δεν μπορεί να επιτρέψει την εξέλιξη στο πλαίσιο μίας ενιαίας πολιτικής οντότητας, καθώς εξυπηρετεί μεν την αποτελεσματικότερη διακυβέρνηση της οικονομίας της αγοράς και αδιαφορεί δε για το κοινωνικό κράτος και δυσχεραίνει την διαμόρφωση μίας ευρωπαϊκής πολιτικής ταυτότητας.

Επιβάλλεται λοιπόν, η ανάγκη για την καθιέρωση ενός πιο ουσιαστικού Συντάγματος για την Ευρώπη, που θα είναι το προϊόν μίας συντακτικής εξουσίας και θα συγκροτείται από τους εκπροσώπους των κρατών-μελών της. Είναι γεγονός ότι η ευρωζώνη χρειάζεται κάτι περισσότερο από ένα τυπικό Σύνταγμα<sup>xciv</sup>, δηλαδή μία ευρωπαϊκή πολιτική σφαίρα και μία μετα-εθνική πολιτική ταυτότητα. Με αυτόν τον τρόπο, το Ευρωπαϊκό Σύνταγμα θα υπάρξει η εναρκτήρια πράξη μίας μεγάλης πανευρωπαϊκής πολιτικής προσπάθειας για την πολιτικοποίηση της ένωσης, που θα της επιτρέψει να διαδραματίσει και τον ρόλο της στην «πολιτικοποίηση της παγκοσμιοποίησης», δηλαδή στη διαμόρφωση των θεσμικών και πολιτικών προϋποθέσεων μίας παγκόσμιας δημοκρατικής διακυβέρνησης.

Τέλος, εκτός από το θεσμικό πλαίσιο, η πορεία προς μία ομοσπονδιακή ή συνομοσπονδιακή Ευρώπη χρειάζεται μία ισχυρή ηγεσία, στην οποία πρέπει να έχουν

---

<sup>xciv</sup> Εδώ μιλάμε για κανόνες και πρακτικές που συνδέονται με την οργάνωση της δημόσιας πολιτικής σφαίρας σε αντιδιαστολή προς το ιδιωτικό κοινοτικό δίκαιο του ανταγωνισμού και των οικονομικών ελευθεριών.

θέση και οι λιγότερο ισχυρές χώρες-μέλη της. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, πρέπει να αναλαμβάνει τον ρόλο της ευθυγράμμισης των ευρωπαϊκών κρατών που εκπροσωπεί, σε διάφορα θέματα και όχι να κυριαρχούν οι διακυβερνητικές συμφωνίες των ισχυρότερων χωρών. Και αυτό μπορεί να επιτευχθεί με την εκλογή Προέδρου άμεσα από τους Ευρωπαίους πολίτες, αποκτώντας έτσι μεγαλύτερη λαϊκή νομιμοποίηση και προσωποποίηση της πολιτικής ενότητας της Ευρώπης. Παρά την θέσπιση του ευρω-συντάγματος, την καθιέρωση του Προέδρου και τη βελτιωμένη εκδοχή της αρχής της πλειοψηφίας των κρατών-μελών που δημιουργούν μία πιο συνεκτική διαδικασία απόφασης των Συμβουλίων, η ιδέα της πολιτικής ενοποίησης συνεχίζει να μοιάζει κάπως απόμακρη.

#### 5.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η έλλειψη αποτελεσματικής λειτουργίας των ευρωπαϊκών θεσμών, τα στρατηγικά λάθη και η αδυναμία εξευρωπαϊσμού των οικονομιών κυρίως της «περιφέρειας», αποτελούν μερικές από τις αιτίες για την μεγάλη διάσταση της ευρώ-κρίσης. Στη βάση αυτών, προκύπτει πως η επίτευξη μίας τραπεζικής ενοποίησης και πολιτικής εμβάθυνσης μπορεί να βοηθήσει στην αντιμετώπιση της κρίσης. Η περαιτέρω πολιτική ολοκλήρωση της ΕΕ μπορεί να συνεισφέρει στην αντιμετώπιση της κρίσης και στην διατήρηση της θέσης που κατέχει σε παγκόσμια κλίμακα. Πιο συγκεκριμένα, η ευρωζώνη πρέπει να ενισχυθεί δομικά και να ανασυγκροτηθεί σε ένα πιο αποτελεσματικό και ενοποιημένο σύστημα, είτε της μορφής ενός νέου ευρωπαϊκού «New Deal» είτε ενός νέου «Bretton Woods». Γι ' αυτό και χρειάζεται να αναπτυχθεί ένα στενότερος συντονισμός των πολιτικών στη ζώνη του ευρώ ώστε να υπάρχουν οι προϋποθέσεις ισχυρότερης οικονομικής ανάπτυξης και βαθύτερης ενοποίησης της δημοσιονομικής, διαρθρωτικής και χρηματοπιστωτικής πολιτικής στην Ευρώπη γενικότερα. Αν δεν επέλθει αλλαγή στο κοινό ευρωπαϊκό πολιτικό οικοδόμημα, η εισαγωγή του ευρώ θα μετατραπεί από στοιχείο ενότητας σε στοιχείο ανισότητας για την ένωση.

## Κεφάλαιο 6: ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η ευρωζώνη, όπως και η παγκόσμια κοινότητα, έχει έρθει αντιμέτωπη με μία από τις μεγαλύτερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις στην ιστορία, γεγονός που εγείρει ερωτήματα σχετικά με την φερεγγυότητα των κυβερνήσεών της. Παράλληλα, η ανεπαρκής και αδιέξοδη κατάσταση της μακροοικονομικής διακυβέρνησης σε συνδυασμό με παραλείψεις σε πολιτικό επίπεδο οδηγούν σε σοβαρές προκλήσεις τα δημόσια οικονομικά των κρατών-μελών της.

Οι τρεις πτυχές της ευρω-κρίσης, που αφορούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα, το επίπεδο του χρέους και το επίπεδο ανάπτυξης αλληλεξαρτώνται και επηρεάζουν την κάθε ομάδα χωρών («πυρήνα» και «περιφέρεια») άνισα, με τις δυσμενέστερες επιπτώσεις να τις επωμίζονται οι χώρες της «περιφέρειας». Όλη αυτή η κατάσταση, είδαμε ότι έχει δημιουργήσει συνθήκες ύφεσης στους κόλπους της ευρωζώνης κυρίως στον τομέα της πραγματικής οικονομίας & επενδυτική στασιμότητα για τις χώρες της «περιφέρειας», με τα σκληρά προγράμματα λιτότητας που θεωρητικά θα αποτελούσαν την απάντηση στην κρίση σε μεγάλο βαθμό να αποτυγχάνουν.

Παράλληλα, για την ερμηνεία της ευρω-κρίσης, επαληθεύτηκε από εμπειρικές ενδείξεις των διαχρονικών μεταβολών βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών, όπως το εξωτερικό χρέος και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, η θεωρία της Μετα-Κεϋνσιανής Σχολής περί ενδογένειας των οικονομικών κρίσεων για τις SWEAP.

Τέλος, αναδείχθηκαν οι δομικές αδυναμίες και η ευπάθεια του «ευρω-συστήματος» έναντι σειράς κινδύνων, όπως της κερδοσκοπικής συμπεριφοράς αγορών και ανεπάρκειας ευρωπαϊκών θεσμών για προληπτική και κατασταλτική δράση και εφαρμογή αποτελεσματικών πολιτικών.

Παρόλα αυτά, και παρά τις αρνητικές προβλέψεις, η ευρωζώνη δείχνει να εξέρχεται με αργά αλλά σταθερά βήματα από την κρίση. Εξάλλου, δεν είναι τυχαίο ότι ακόμα και σήμερα, παραμένει παγκοσμίως ανταγωνιστική, με πλεονασματικό εξωτερικό εμπορικό ισοζύγιο σε σχέση με τη ζώνη του δολαρίου. Η ανάκαμψή της (και συνεπώς των οικονομιών των χωρών-μελών της) μπορεί να επιτευχθεί αν εφαρμοστούν οι παρακάτω μεταρρυθμίσεις:

- ✓ Εντατικοποίηση μηχανισμών εποπτείας με μεταφορά σημαντικών εποπτικών αρμοδιοτήτων από το εθνικό σε ευρωπαϊκό επίπεδο

- ✓ Τακτική και άμεση διακυβέρνηση από πλευράς ευρωπαϊκών οργάνων και τήρηση των επιβαλλόμενων κανόνων από πλευράς χωρών
- ✓ Συντονισμός οικονομικών πολιτικών μέσω συνδυασμού ανταγωνιστικότητας και μηχανισμών αλληλεγγύης
- ✓ Πολιτική εμβάθυνση και θεσμοθέτηση Ευρώ-Συντάγματος στο πνεύμα ενιαίας πολιτικής οντότητας
- ✓ Πλήρη Τραπεζική Ένωση

Αν η ευρωζώνη δώσει προτεραιότητα στις παραπάνω κατευθυντήριες γραμμές, θα καταφέρει να απεμπλακεί από τις δυσμενείς συνθήκες που επικρατούν στο εσωτερικό της και θα οδηγηθεί σε περαιτέρω ολοκλήρωση. Πάνω από όλα όμως πρέπει να στραφεί σε μία νέα θεσμική δομή που θα της δώσει την ευελιξία να διαχειριστεί συλλογικά τραπεζικές κρίσεις και κρίσεις χρέους, προστατεύοντας με αυτόν τον τρόπο τα μέλη της από απρόβλεπτες ψυχολογικές μεταπτώσεις των αγορών και κερδοσκοπικές επιθέσεις.

*«Η Ευρώπη δε θα οικοδομηθεί διαμιάς ή σύμφωνα μ' ένα συνολικό σχέδιο. Θα οικοδομηθεί μέσω συγκεκριμένων κατακτήσεων, που θα δημιουργήσουν πρώτα μια de facto αλληλεγγύη».*



## **ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ**

### **GDP growth (annual %)**

Πρόκειται για το ετήσιο ποσοστό αύξησης της πραγματικής παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών σε μία οικονομία διαχρονικά, σε τιμές αγοράς με βάση το εγχώριο νόμισμα, και αποτελεί το βασικότερο μέτρο οικονομικής ανάπτυξης και πλούτου.

### **Central government debt, total (% of GDP)**

Αποτελεί την ονομαστική αξία όλων των υφιστάμενων ακαθάριστων υποχρεώσεων του τομέα της γενικής κυβέρνησης, εξαιρουμένων των υποχρεώσεων των οποίων τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού βρίσκονται στην κατοχή του τομέα γενικής κυβέρνησης<sup>xcv</sup>.

### **Domestic credit to private sector (% of GDP)**

Οι εγχώριες πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα αναφέρονται σε χρηματοδοτικούς πόρους που παρέχονται στον ιδιωτικό τομέα από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και εταιρείες, για παράδειγμα μέσω δανείων, εμπορικών πιστώσεων κτλ.

### **Deposit interest rate (%)**

Πρόκειται για το επιτόκιο που καταβάλλεται από τις εμπορικές τράπεζες ή άλλες τράπεζες για τη ζήτηση, το χρόνο ή τις αποταμιευτικές καταθέσεις.

### **Merchandise trade (% of GDP)**

Είναι το σύνολο των εξαγωγών και εισαγωγών των εμπορευμάτων διαιρούμενο με την αξία του ΑΕΠ

---

<sup>xcv</sup> Koumparoulis, D., (2006), European Fiscal Policy and Economic Growth: The Neoclassical Economic Theory in the Case of Greece, MPRA Paper No. 44310, posted 9., p. 24-25.

### **Current account balance (% of GDP)**

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι το άθροισμα των καθαρών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών , καθαρού πρωτογενούς εισοδήματος και καθαρού δευτερογενούς εισοδήματος.

### **Market capitalization of listed companies (% of GDP)**

Η κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών (εταιρείες που έχουν συσταθεί στην εγχώρια αγορά και είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της χώρας στο τέλος του έτους) αφορά τον υπολογισμό της αγοραίας αξίας μίας εταιρείας, όταν πολλαπλασιαστεί ο αριθμός των μετοχών της με την τρέχουσα χρηματιστηριακή τους αξία.

### **Real effective exchange rate index (2010 = 100)**

Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία είναι η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ένα μέτρο της αξίας ενός νομίσματος έναντι του σταθμικού μέσου αρκετών ξένων νομισμάτων) διαιρούμενο με τον αποπληθωριστή τιμών ή δείκτης κόστους.

### **External Debt (Billion US\$)**

Το εξωτερικό χρέος αποτελεί το συνολικό και ιδιωτικό χρέος που οφείλεται και υπολογίζεται βάση συναλλαγματικής ισοτιμίας.

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

## Πίνακας 7

Indicator Name	External Debt (Billion US\$)	Central government debt total (% of GDP)	Fiscal Balance	effective exchange rate index (2010 = 100)	long term interest rate (Germany)	Deposit interest rate (%)	Domestic credit to private sector (% of GDP)	capitalization of listed companies (% of GDP)	Current account balance (% of GDP)	Merchandise trade (% of GDP)	GDP growth (annual %)
1996		106,5	-5,5	91,8	..	13,5	29,5	16,5	-3,7	27,3	3,0
1997		103,1	-4,9	91,5	..	10,1	30,5	23,8	-3,9	26,7	4,5
1998		100,7	-2,8	88,8	8,5	10,7	32,1	55,2	-3,0	28,4	4,1
1999		102,3	-1,6	88,5	6,3	8,7	38,8	142,8	-4,1	29,1	3,1
2000	41,9	119,1	-2,1	82,5	6,1	6,1	45,2	84,9	-7,8	34,6	4,0
2001	57	122,1	3,2	83,5	5,3	3,3	54,8	63,6	-7,2	32,7	3,7
2002	63,4	123,2	-3,6	86,1	5,1	2,8	58,3	45,0	-6,5	27,5	3,2
2003	63,4	118,9	-6,1	91,6	4,3	2,5	62,0	53,0	-6,5	28,9	6,6
2004	65,51	121,8	-8,4	93,4	4,3	2,3	67,3	52,3	-5,8	28,4	5,0
2005	67,23	121,6	-6,7	93,7	3,6	2,2	77,1	58,6	-7,4	29,0	0,9
2006	75,18	123,0	-8,7	94,5	4,1	..	81,6	76,2	-10,8	30,9	5,8
2007	301,9	120,4	-10,8	96,0	4,5	..	90,0	83,1	-14,0	32,0	3,5
2008	86,72	116,8	-14,3	98,8	4,8	..	93,8	25,5	-14,5	33,5	-0,4
2009	504,6	133,2	19,1	100,1	5,2	..	91,8	16,6	-10,9	27,3	-4,4
2010	552,8	126,9	-12,3	100,0	9,1	..	116,5	24,2	-10,1	31,7	-5,4
2011	532,9	108,7	-8,3	100,7	15,7	..	122,3	11,7	-9,9	35,1	-8,9
2012	583,3	163,6	-2,3	97,6	22,5	..	120,4	17,9	-2,5	39,6	-6,6
2013		..	1,6	96,8	10,1	..	122,6	..	0,6	40,8	-3,3

Πίνακας 8

Indicator Name	External Debt (Billion US\$)	Central government debt, total (% of GDP)	Fiscal Balance	effective exchange rate index (2010 = 100)	long term interest rate (Germany)	Deposit interest rate (%)	Domestic credit to private sector (% of GDP)	market capitalization of listed companies (% of GDP)	Current account balance (% of GDP)	Merchandise trade (% of GDP)	GDP growth (annual %)
1996		..		98,6	7,2	0,3	71,8	45,9	3,5	109,2	9,1
1997		..		91,1	6,3	0,5	80,8	59,7	3,4	110,2	10,8
1998		60,8		88,0	4,7	0,4	85,6	74,2	0,7	119,7	8,5
1999		49,2	3,6	84,8	4,8	0,1	99,2	69,8	0,2	119,8	10,2
2000	11	39,3	2,8	80,9	5,5	0,1	102,6	82,4	0,3	129,3	9,5
2001	11	36,0	-1,5	83,7	5,0	0,1	106,5	69,4	0,6	123,0	5,3
2002	11	34,3	-1,7	88,4	5,0	0,1	105,3	47,5	-1,0	110,6	5,8
2003	11	33,2	-0,8	97,4	4,1	0,0	110,6	52,0	0,0	89,7	3,0
2004	11	31,6	-2,1	99,8	4,1	0,0	128,8	59,1	-0,6	86,3	4,6
2005	11	31,8	-3,6	99,8	3,3	0,0	154,1	54,3	-3,4	84,7	5,7
2006	1,049	28,2	-5,2	101,7	3,8	..	175,1	70,9	-3,4	78,9	5,5
2007	1,392	27,6	-9,3	107,5	4,3	..	192,0	53,5	-5,1	76,3	4,9
2008	1,841	46,8	12,1	112,5	4,6	..	212,2	18,0	-5,6	76,6	-2,6
2009	2,312	66,9	-9,5	107,2	5,2	..	224,0	26,2	-2,1	76,5	-6,4
2010	2,287	83,7	-7,9	100,0	6,0	..	203,4	27,7	1,1	80,9	-0,3
2011	2,253	97,8	-6,5	100,1	9,6	..	189,9	45,4	1,2	80,9	2,8
2012	2,352	120,5	-5,1	95,4	6,0	..	176,3	49,1	4,2	80,9	-0,3
2013		..	-4,1	97,4	3,8	..	168,0	..	6,2	77,4	0,2

Πίνακας 9

Indicator Name	External Debt (Billion US\$)	Central government debt total (% of GDP)	Fiscal Balance	effective exchange rate index (2010 =	long term interest rate (Germany)	Deposit interest rate (%)	Domestic credit to private sector (% of GDP)	Market capitalization of listed companies (% of GDP)	Current account balance (% of GDP)	Merchandise trade (% of GDP)	GDP growth (annual %)
1996		123,3	-7.3	97,0	9,4	6,5	52,5	19,7	3,0	35,2	1,3
1997		124,5	-4.2	96,5	6,9	4,8	53,2	27,8	2,8	36,3	1,8
1998		126,3	-3.6	96,8	4,9	3,2	55,7	45,0	1,8	36,6	1,6
1999	45	119,7	-2.4	95,6	4,7	1,6	67,8	58,3	1,0	36,5	1,6
2000		114,7	-3.4	90,7	5,6	1,8	73,0	67,3	-0,2	42,0	3,7
2001		113,9	-5.1	92,0	5,2	2,0	74,9	45,4	0,2	41,3	1,8
2002		111,4	-5.2	94,2	5,0	1,4	76,9	37,9	-0,4	39,6	0,3
2003		106,9	-5.6	100,0	4,3	0,9	80,3	39,2	-0,8	38,0	0,2
2004	868.5	106,7	-5.3	101,8	4,3	..	81,8	43,9	-0,3	39,4	1,6
2005	913.9	108,7	-5.5	100,6	3,6	..	85,8	43,1	-1,6	40,9	0,9
2006	922.5	105,1	-4.4	100,2	4,0	..	91,0	52,8	-2,5	44,2	2,0
2007	1,957	100,6	-3.7	101,1	4,5	..	97,1	48,7	-2,3	45,9	1,5
2008	996.3	103,4	-4.0	102,6	4,7	..	101,0	21,8	-2,7	46,2	-1,0
2009	2,328	117,1	-4.2	103,8	4,3	..	107,2	14,5	-1,8	37,6	-5,5
2010	2,328	115,8	-3.8	100,0	4,0	..	119,1	15,0	-3,3	43,9	1,7
2011	2,223	108,9	-3.7	100,0	5,4	..	118,2	18,9	-2,9	47,5	0,6
2012	2,684	126,2	-1.6	98,2	5,5	..	120,1	23,0	-0,3	47,3	-2,3
2013		..	-0.6	99,9	4,3	..	117,0	..	1,0	46,3	-1,9

Πίνακας 10

Indicator Name	External Debt (Billion US\$)	Central government debt, total (% of GDP)	Fiscal Balance	effective exchange rate index (2010=)	long term interest rate (Germany)	Deposit interest rate (%)	Domestic credit to private sector (% of GDP)	Market capitalization of listed companies (% of GDP)	Current account balance (% of GDP)	Merchandise trade (% of GDP)	GDP growth (annual %)
1996			-4.3	94,7	8,6	6,3	69,4	20,1	-3,9	48,8	3,5
1997		..	-3.2	92,9	6,4	4,6	77,1	33,3	-5,7	50,4	4,4
1998		62,1	-3.7	93,3	4,9	3,4	88,4	50,8	-7,1	51,0	4,8
1999		60,5	-3.1	92,8	4,8	2,4	108,3	52,2	-8,6	50,6	3,9
2000	13.1	58,1	-4.2	90,4	5,6	..	125,1	51,3	-10,3	54,3	3,8
2001	13.1	57,6	-5.0	92,6	5,2	..	132,1	38,1	-10,3	52,3	1,9
2002	13.1	58,4	-5.2	94,8	5,0	..	133,9	31,9	-8,2	49,2	0,8
2003	13.1	62,4	-5.4	99,0	4,2	..	132,9	35,3	-6,4	47,9	-0,9
2004	250.7	63,7	-5.8	100,1	4,1	..	133,2	37,1	-8,3	48,0	1,8
2005	274.7	66,0	-6.1	100,1	3,4	..	136,8	33,9	-10,0	52,0	0,8
2006	287.8	68,4	-3.8	100,5	3,9	..	147,0	50,0	-10,3	55,3	1,6
2007	272.2	67,1	-4.1	101,9	4,4	..	156,8	55,1	-9,8	56,1	2,5
2008	461.2	65,1	-5.3	102,7	4,5	..	167,0	26,2	-12,2	57,8	0,2
2009	484.7	75,9	-9.1	102,2	4,2	..	179,4	40,5	-10,5	47,5	-3,0
2010	507	87,9	-8.9	100,0	5,4	..	183,2	34,4	-10,2	53,4	1,9
2011	497.8	91,4	-6.5	100,9	10,2	..	186,6	25,2	-6,9	58,0	-1,8
2012	548.3	90,2	-3.9	99,5	10,5	..	179,4	30,1	-2,0	59,8	-3,3
2013		122,8	-2.9	99,6	6,3	..	169,8	..	0,5	60,8	-1,4

Πίνακας 11

Indicator Name	External Debt (Billion US\$)	Central government debt, total (% of GDP)	Fiscal Balance	effective exchange rate index (2010 =	long term interest rate (Germany)	Deposit interest rate (%)	Domestic credit to private sector (% of GDP)	Market capitalization of listed companies (% of GDP)	Current account balance (% of GDP)	Merchandise trade (% of GDP)	GDP growth (annual %)
1996		61,1		92,0	8,7	6,1	71,1	37,9	-0,2	35,6	2,7
1997		60,6		87,9	6,4	4,0	76,1	49,3	0,0	36,8	3,7
1998		61,0		88,2	4,8	2,9	82,9	65,2	1,1	40,3	4,3
1999		55,8		87,7	4,7	1,8	87,4	68,2	-2,9	37,9	4,5
2000	90	53,3	-1,1	85,6	5,5	3,0	95,3	84,7	-3,9	45,6	5,3
2001	90	49,0	-0,9	87,2	5,1	3,1	98,4	74,8	-39,9	43,3	4,0
2002	90	47,3	-0,4	89,2	5,0	2,5	102,9	65,9	-3,3	41,2	2,9
2003	90	42,6	-0,2	93,5	4,1	..	110,3	80,1	-3,5	40,2	3,2
2004	718,4	40,7	-0,1	95,5	4,1	..	121,9	87,9	-5,2	41,2	3,2
2005	771,1	37,7	1,1	96,5	3,4	..	142,3	83,0	-7,2	41,6	3,7
2006	970,7	33,4	1,6	97,9	3,8	..	163,3	104,6	-8,8	42,9	4,2
2007	1,591	29,4	0,8	99,6	4,3	..	183,1	121,7	-9,8	43,4	3,8
2008	1,084	33,5	-5,3	102,3	4,4	..	197,7	57,9	-9,5	43,0	1,1
2009	2,313	45,6	-9,5	102,6	4,0	..	206,0	86,5	-4,7	34,7	-3,6
2010	2,41	47,1	-7,8	100,0	4,2	..	208,0	81,8	-4,4	40,6	0,0
2011	2,166	54,6	-7,3	100,6	5,4	..	203,6	69,0	-3,6	45,7	-0,6
2012	2,57	65,9	-4,9	98,4	5,8	..	187,8	73,4	-1,2	46,7	-2,1
2013		..	-3,8	100,1	4,6	..	172,0	..	0,8	47,1	-1,2

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ**

1. Βαρουφάκης , Γ (2012) «Παγκόσμιος Μινώταυρος- Οι πραγματικές αιτίες της κρίσης», Αθήνα, Εκδ. Οίκος Α.Α. Λιβάνη

### **ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ**

1. Agustín Bénétrix and Philip Lane estimate (2012), “Fiscal Cyclicalities and EMU”, *Journal of International Money and Finance*, Volume 34, April 2013, Pages 164–176
2. Alexiou, Constantinos; Nellis, Joseph G. (2013), “Challenging the Raison d'etre of Internal Devaluation in the Context of the Greek Economy”, *Panoeconomicus*, Vol. 60 Issue 6, p813, Academic Journal
3. Artis, M.J (1997),”The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank”, CERP Discussion Paper, No. 1688, London
4. Artis, Michael J & Krolzig, Hans-Martin & Toro, Juan, 1999. "The European Business Cycle," *Oxford Economic Papers*, Oxford University Press, vol. 56(1), pages 1-44, January.
5. Artin, M. And Zhang, W. (1995), “Further Evidence on the International Business Cycle and the ERM: Is There a European Business Cycle?”, *Oxford Economic Papers*
6. Bagnai, A., (2013). “Unhappy Families are all Alike: Minskyan Cycles, Kaldorian Growth, and the Eurozone Peripheral Crises”, in Dejuan, O., E.Febrero and J.Uxo (eds) *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies*, Routledge Critical Studies in Finance and Stability.
7. Bargain, Olivier and Dolls, Mathias and Fuest, Clemens and Neumann, Dirk and Peichl, Andreas and Pestel, Nico and Sieglöcher, Sebastian (2013), “Fiscal Union in Europe? Redistributive and Stabilizing Effects of a European Tax Benefit System and Fiscal Equalization Mechanism “(July), *Economic Policy*, Vol. 28, Issue 75, pp. 375-422, 2013.
8. Bayoumi, T. and Eichengreen, B. (1993), “Shocking Aspects of European Monetary Unification , in F. Torres and F.Giavazzi, “ *Growth and Adjustment in the European Monetary Union*, Cambridge, Cambridge University Press



9. Beirne J and Marcel Fratzscher M. (2013), "The Pricing of Sovereign Risk and Contagion during the European Sovereign Debt Crisis", *Journal of International Money and Finance*
10. Blanchard και Giavazzi, (2002), "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?"
11. Buti, M. (2001), "Stabilizing Output and Inflation: Policy Conflict and Cooperation under a Stability Pact", *Journal of Common Market Studies*, vol. 39, p.p 801-828
12. Buiter, W, Corsett, and Roubini, N. (1993), "Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht", *Economic Policy*, Vol. 16, p.p. 57-100
13. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, 2010. "Growth in a Time of Debt," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 100(2), pages 573-78, May.
14. Chamie, N, De Serres, A., Lalonde, R.(1994), "Optimum Currency Areas and Chock Assymetry: A Comparison of Europe and the United States, Bank of Canada, Working Paper 94-1
15. Chen R, Gian Maria Milesi-Ferretti G.M and Tressel T. (2013)," External Imbalances in the Euro Area", *European and Western Hemisphere Departments* , September 2012
16. Clark, T και Van Wincoop, E (2001), "Borders and Business Cycles", *Journal of International Economics*, vol, p.p 59-85
17. Claire Jones and Norma Cohen (2012), "Debate rages over benefits of fiscal austerity", July 2012, *EU Economy*
18. Cohen, D. and Wyplosz, C (1989), "The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation", Washington
19. De Grauwe, P (2012), "The Governance of a Fragile Eurozone", No. 346, May 2011
20. Demertzis, M. (1998), "Can ECB be truly Independent? Should it Be?", *ICMM Discussion Paper Series in Economics of European Integration*, No 50, September, London

21. Eichengreen, B., Jung, N., Moch, S., Mody, A., 2014. "The eurozone crisis: Phoenix miracle or lost decade?" *Journal of Macroeconomics* 39, 288–308, European Commission, EU economic governance
22. Eijffinger, S., Van Rooij, M. and Schaling, E. (1997), "Central Bank Independence: A panel Data Approach", *Public Choice*, vol. 89, pp. 163-182
23. Fatás A., 1998. "Does EMU need a fiscal federation?," *Economic Policy*, CEPR;CES;MSH, vol. 13(26), pages 163-203, 04.
24. Frankel, J. και Rose A. (1998), "The endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *The Economic Journal*, July, 108, pp. 1009-1025
25. Frenkel R. & Martin Rapetti, (2009). "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done," *Cambridge Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 33(4), pages 685-702, July.
26. Funke, M. (1997) 'The Nature of Shocks in Europe and in Germany', *Economica*, vol. 64, pp. 461-469.
27. Funke, Michael & Hall, Stephen & Ruhwedel, Ralf, (1999). "Shock Hunting: The Relative Importance of Industry-Specific, Region-Specific and Aggregate Shocks in the OECD Countries," *Manchester School*, University of Manchester, vol. 67(0), pages 49-65, Supplemen., N,J:Princeton University Press, pp. 448-505
28. Grilli, V. Masciandaro, D. and Tabellini, G. (1991), "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in Industrial Countries", *Economic Policy*, vol. 13, pp 341-392
29. Hasse, R.H (1990), "The European Central Bank: Perspectives for the Further Development of the European Monetary System", Bertelsmann Foundation
30. Holinski, N., Kool, C., Muysken, J., 2012. "Persistent macroeconomic imbalances in the euro area: causes and consequences", *Federal Reserve Bank St. Louis*, Rev. 94 (1), 1–20.
31. Honkapohja, S., Jess Benhabib & George W. Evans (2014)., "Liquidity Traps and Expectation Dynamics: Fiscal Stimulus or Fiscal Austerity?," *CDMA Working Paper Series 201407*, Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis.

32. Hughes, Hallet, A. και Ma, Y. (1996), "Changing Partners: The Importance of Coordinating Fiscal and Monetary Policies within a Monetary Union Monetary", *The Manchester School of Economics and Social Studies*, vol. 64, pp115-134
33. Imbs, J. (2004), "Trade, Finance, Specialization and Synchronization", *Review of Economics and statistics*, 86, 723-734
34. Krugman, P. (2012), "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach", Oxford University Press,
35. Minsky, H. P. (1982). *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Armonk, N.Y.: M.E.Sharpe.
36. Overbeek, H.W. (2012). Sovereign debt crisis in Euroland: implications for European integration. *The International Spectator*, 47(1), 30-48.
37. Papadimitriou, D. and Wray, R. (2012). "Euroland's original sin", Policy Note 8, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
38. Roggoff, K, (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.18, 199-217
39. Rogoff K. S. (2010), "From financial crash to debt crisis", Working Paper 15795, National Bureau of Economic research, March 2010
40. Roubine, Nouriel. (2011), "Italy's Tremonti's Temper Tantrums on EMU in Davos...a Sad Embarrassing Episode for Italy...". *EconoMonitor*. Retrieved 11 November 2011.
41. Sardonì, C. and Wray, R. (2007). "Fixed and flexible exchange rates and currency sovereignty", in Hein, E., Priewe, J. and Trugert, A. (eds), *European Integration in Crisis*, Marburg: Metropolis.
42. Scharpf, Fritz W. (2011), *Monetary Union, Fiscal Crisis and the Pre-emption of Democracy* 9(2), 163–198
43. Schularick, Moritz, 2012. "Public debt and financial crises in the twentieth century," *Discussion Papers 2012/1*, Free University Berlin, School of Business & Economics.
44. Shambaugh Jay C.(2012), "The Euro's Three Crises", Georgetown University, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012 ,Copyright 2012, The Brookings Institution

45. Taylor, L., (1998). "Capital market crises: liberalization, fixed exchange rates and market-driven destabilization", Cambridge Journal of Economics, 22: 663-676.
46. Thirlwall, A. P. (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, March
47. Vaubel, R. (1976), "Real Exchange-rates Changes in the European Community: The Empirical Evidence and its Implications for European Currency Unification", Review of World Economics, vol.112, pp.429-470
48. Verdoorn, P J (June 1980). "Verdoorn's Law in Retrospect: A Comment", Economic Journal (Royal Economic Society) 90 (358): 382–85, doi:10.2307/2231798
49. Von Hagen, J. and Mundeschenk, S. (2003) "Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU", International Journal of Finance and Economics, vol.8, pp.279-295
50. Wray L.R, (2012). "A Minskyan Interpretation of the Causes, the Fed's Bailout, and the Future-Global Financial Crisis", Working Paper No. 711 | March 2012

## ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

1. [ec.europa.eu/eurostat](http://ec.europa.eu/eurostat)
2. [www.imf.org](http://www.imf.org)
3. [www.mdbriefing.com](http://www.mdbriefing.com)
4. [sdw.ecb.europa.eu](http://sdw.ecb.europa.eu)
5. [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)
6. [el.wikipedia.org/wiki/World\\_Factbook](http://el.wikipedia.org/wiki/World_Factbook)