

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ



ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΤΗΣ ΦΟΙΤΗΤΡΙΑΣ ΜΑΛΕΡΟΥ
ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΣ ΜΕ ΘΕΜΑ

« Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ »

Επιβλέπων καθηγητής : Αναπλ. Καθηγητής Χ. Στεφανάδης

Μέλη Επιτροπής : Καθηγητής Α. Αντζουλάτος

Καθηγητής Ν. Απέργης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2012



ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τον επιβλέποντα καθηγητή μου για την πολύ καλή συνεργασία και τις χρήσιμες συμβουλές και παρεμβάσεις. Την οικογένειά μου που με στηρίζει συνεχώς όλα αυτά τα χρόνια. Τον Νίκο για την υπομονή και το ενδιαφέρον του. Τέλος, τους συμφοιτητές μου για την σημαντική βοήθεια που προσέφεραν στην εκπόνηση της εμπειρικής μελέτης.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η συγκεκριμένη εργασία μελετάει την επίδραση που έχει η εφαρμογή ή όχι συστήματος σταθερών ισοτιμιών (όπως συνεπάγεται η υιοθέτηση του ευρώ), όσον αφορά την έκταση που λαμβάνουν οι επιπτώσεις μιας χρηματοοικονομικής κρίσης καθώς και όσον αφορά τα μέτρα αντιμετώπισής της. Για το λόγο αυτό παρουσιάζονται θεωρητικά η έννοια και τα χαρακτηριστικά των οικονομικών κρίσεων, τα αίτια που τις προκαλούν, οι συνέπειες και τα μέτρα που λαμβάνουν οι κεντρικές τράπεζες. Ακολουθεί ιστορική αναδρομή στο θεσμό της Νομισματικής Ένωσης, απαρίθμηση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων του θεσμού και παρουσίαση των βασικών μηχανισμών του (ΕΚΤ, ΕΣΚΤ, Μηχανισμός Στήριξης). Προχωράμε σε παρουσίαση της θεωρίας των οικονομικών κύκλων. Με την χρήση του υποδείγματος Mundell – Fleming εξετάζουμε την επίπτωση της κρίσης για χώρες εντός και εκτός Ευρωζώνης, καθώς και τα αποτελέσματα εφαρμογής στρατηγικών αντιμετώπισης της ύφεσης. Ολοκληρώνουμε την εργασία με μια οικονομετρική ανάλυση εφαρμόζοντας την μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (Eviews) με σκοπό να εκτιμήσουμε αν η υιοθέτηση του ευρώ ευνοεί ή επιβαρύνει μια οικονομία σε ύφεση.

Λέξεις κλειδιά: οικονομική κρίση, ύφεση, νομισματική ένωση, ευρώ, υπόδειγμα Mundell – Fleming, εσωτερική υποτίμηση, αυτόματοι σταθεροποιητικοί μηχανισμοί, παλινδρόμηση οικονομετρικού υποδείγματος (Eviews)

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	Σελ.
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	
1.1 Η ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	10
1.2 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	17
1.3 ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	23
1.3.1 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	23
1.3.2 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΤΑ ΜΕΓΑΛΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΕΝΤΡΑ	27
1.3.3 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΤΙΣ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ	29
1.4 Η ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	
2.1 ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ ΑΝΘΡΑΚΑ ΚΑΙ ΧΑΛΥΒΑ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ	36
2.2 ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΑ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΜΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ	41
2.2.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ	41
2.2.2 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ	44
2.3 Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΙ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	46
2.4 ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ	50
2.5 ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΤΑΜΕΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	
3.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ	56
3.2 ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ	60
3.3 ΧΡΟΝΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ	65
3.4 ΕΥΡΩΖΩΝΗ, ΥΦΕΣΗ ΚΑΙ ΕΝΔΕΔΕΙΓΜΕΝΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	66

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	
4.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ MUNDELL – FLEMING	69
4.2 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ	72
4.3 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ	79
4.4 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ ΕΚΤΟΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ	81
4.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	84
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	
5.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	85
5.1.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	85
5.1.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΕΩΝ	91
5.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	94
ΕΠΙΛΟΓΟΣ	95
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	98
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ Eviews	100
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	106
ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	110
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	111
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	113

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια οικονομία βιώνει την μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική κρίση στην ιστορία της μετά το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου. Έως σήμερα δεν υπάρχει κάποιος ακριβής ορισμός της έννοιας της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ωστόσο, μια κοινή άποψη είναι πως «κρίση» είναι η δυσλειτουργία της οικονομίας κατά την διάρκεια της οποίας παρατηρείται μεγάλης έκτασης καταστροφή των παραγωγικών δυνάμεων της οικονομίας. «Οικονομική κρίση» είναι το φαινόμενο κατά το οποίο μια οικονομία χαρακτηρίζεται από μια διαρκή και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας. Λέγοντας οικονομική δραστηριότητα αναφερόμαστε σε όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας όπως το εθνικό προϊόν, οι τιμές (πληθωρισμός), οι επενδύσεις κλπ¹.

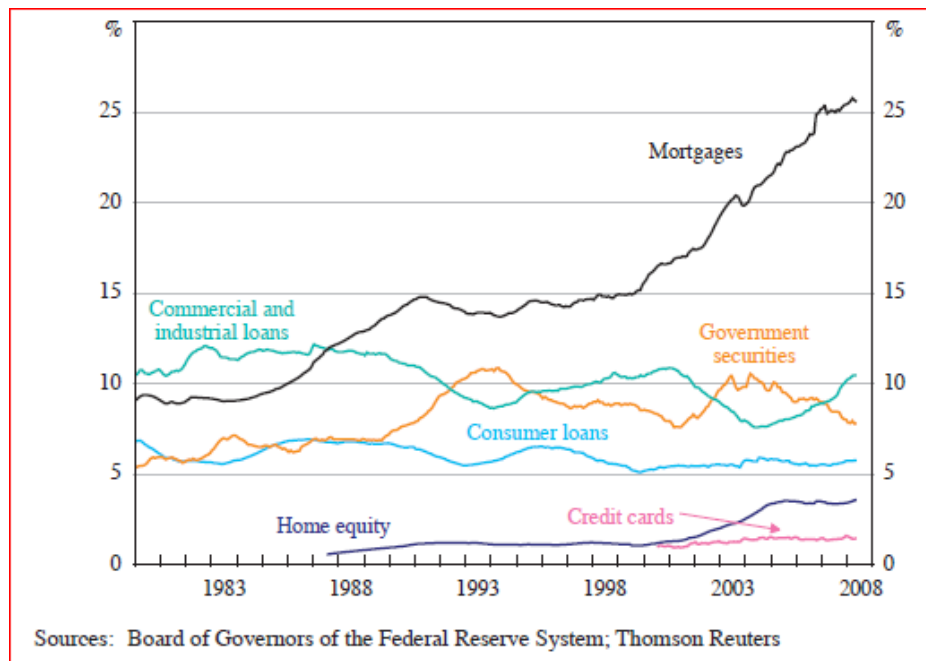
Την περίοδο 1980-2007 η διεθνής απελευθέρωση ενεργοποίησε ένα κύμα παγκοσμιοποίησης με αποτέλεσμα η παγκόσμια οικονομία να βιώσει αλματώδη ανάπτυξη. Τα κέρδη έφτασαν σε ιστορικά υψηλά και η παγκόσμια αποταμίευση υπερέβη κατά πολύ την παγκόσμια επένδυση. Αυτή η συσσωρευμένη αποταμίευση οδήγησε σε αύξηση της ζήτησης για ακίνητα και σε επακόλουθη άνοδο των τιμών τους. Επακόλουθο της μεγάλης ανόδου των τιμών ήταν η δημιουργία πληθωριστικών πιέσεων από την πλευρά της ζήτησης οι οποίες σε συνδυασμό με την υψηλή ανεργία ώθησαν ακόμα πιο ανοδικά τον πληθωρισμό. Στην παραπάνω λίστα έρχεται να προστεθεί και η συστηματική μείωση των επιτοκίων από την FED περισσότερο από 27 φορές το διάστημα από 2001 έως 2003, η οποία τροφοδοτούνταν από τα πλεονάσματα των του αμερικανικού εμπορικού ισοζυγίου. Όλα τα παραπάνω οδήγησαν σε ακόμα μεγαλύτερη αύξηση του δανεισμού και κυρίως του ενυπόθηκου, που παρείχε ως εξασφάλιση υπερτιμημένα και συνεπώς ριψοκίνδυνα ακίνητα.

Παράλληλα, το ενεργητικό της πλειοψηφίας των εμπορικών τραπεζών στις ΗΠΑ κατακλύζονταν από επισφαλή στεγαστικά δάνεια. Την κατάσταση

¹ «Η οικονομική κρίση», του Δρα Θεόδωρου Θεοδώρου, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα www.alphavita.gr, 13/9/2011

ενέτεινε η τιτλοποίηση² των δανείων αυτών μέσω ιδρυμάτων (Fanny Mae και Freddie Mac) η οποία κατέστη δυνατή λόγω του ανεπαρκούς θεσμικού πλαισίου και της έντονης επιδίωξης για οικονομικές καινοτομίες. Αποτέλεσμα ήταν πολλές υπερδυνάμεις του κλάδου να οδηγηθούν σε χρεωκοπία λόγω της ανεπαρκούς οικονομικής κάλυψης που προσέφεραν τα υποθηκευμένα ακίνητα τα οποία τοποθετούνταν ως εξασφάλιση ομολόγων, καθώς το ύψος της εξασφάλισης που παρείχαν δεν κάλυπτε επ' ουδενός το ύψος της οικονομικής υποχρέωσης.

Διάγραμμα 1: ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΗΠΑ – ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΩΣ % ΤΟΥ ΑΕΠ)



Παρόλα αυτά δεν είναι ένα φαινόμενο που αφορά μόνο τις ΗΠΑ, αλλά την οικονομία στο σύνολό της. Μπορεί οι ρίζες της να βρίσκονται στην αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου της αμερικανικής ηπείρου, ωστόσο η μετάδοσή της πραγματοποιήθηκε διεθνώς κυρίως μέσω του εμπορίου, των ροών κεφαλαίου και των τιμών των εμπορευμάτων. Κατά συνέπεια, η απορρύθμιση της αμερικανικής οικονομίας επηρέασε κάθε χώρα με διαφορετικό τρόπο και σε διαφορετική ένταση και έκταση.

² Τιτλοποίηση: Η έκδοση τίτλων, π.χ. ομολογιών, που βασίζονται στις ταμειακές ροές που απορρέουν από στοιχεία του ενεργητικού μιας οντότητας, π.χ. δάνεια μιας τράπεζας, των οποίων τίτλων η αποπληρωμή καλύπτεται από την ταμειακή ροή που δημιουργούν τα ίδια τα δάνεια με την αποπληρωμή τους.

Αναπόφευκτα, η κρίση πέρασε και στην Ευρώπη τόσο μέσω του χρηματοπιστωτικού όσο και μέσω του εμπορικού καναλιού, λόγω των στενών δεσμών των δύο οικονομιών. Άλλες χώρες δέχτηκαν μεγαλύτερο και άλλες μικρότερο πλήγμα. Σαφώς, τα μέτρα που ελήφθησαν για την αντιμετώπισή της καθώς και η έκταση που έλαβε η κρίση ήταν ανάλογα με το θεσμικό πλαίσιο που υπήρχε και το οποίο ήταν, φυσικά, διαφορετικό για τις χώρες που ήταν επίσημα μέλη της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης και για εκείνες που αποτελούσαν ανεξάρτητες οικονομίες.

Οι χώρες της Ευρωζώνης, λειτουργώντας κάτω από τις επιταγές της ΕΚΤ έλαβαν μέτρα συμβατά με τις απαιτήσεις μιας νομισματικής ένωσης και λειτούργησαν ως μία οντότητα και όχι βάση μεμονωμένων αναγκών. Δεδομένου του περιορισμού αυτού, ωστόσο, επωμίστηκαν και το βάρος της οικονομικής κρίσης. Οι λοιπές εκτός Ευρωζώνης χώρες λειτούργησαν σύμφωνα με τις επιταγές των κεντρικών κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών τους καθώς και σύμφωνα με την υποδομή που διέθετε η κάθε μία.

Βλέποντας αυτή την κατάσταση, οι υπεύθυνοι για την χάραξη πολιτικής προσπάθησαν να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα. Η FED, λειτουργώντας ως δανειστής τελευταίας προσφυγής, δάνεισε τόσο μετρητά όσο και τίτλους (κάποιοι στηριζόμενοι σε δομημένα προϊόντα αμφιβόλου αξίας) προσπαθώντας να επαναφέρει κάποια τάξη στην αγορά. Στην προσπάθεια σταθεροποίησης της οικονομίας μείωσε το επιτόκιο αναφοράς και χορήγησε ρευστότητα εκατομμυρίων δολαρίων στο τραπεζικό σύστημα. Αναλόγως λειτούργησε και η ΕΚΤ καθώς και άλλες κεντρικές τράπεζες, όπως η Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας (Swiss Central Bank). Σε μια τέτοια στιγμή κρίσης, η κεντρική τράπεζα είναι το καταλληλότερο όργανο για να λάβει μέτρα αντιμετώπισης και να δράσει άμεσα προκειμένου να κάνει την διαφορά. Όμως, στην περίπτωση της ΕΚΤ το εύρος των ενεργειών της καλύπτει ένα σύνολο 17 χωρών με διαφορετικά μακροοικονομικά χαρακτηριστικά και βάση αυτού θα πρέπει να διαμορφώσει τις στρατηγικές της. Στην περίπτωση της Ελβετίας, η κεντρική της τράπεζα λειτουργεί λαμβάνοντας υπόψη μόνο τις εγχώριες συνθήκες.

Όσον αφορά την δημοσιονομική πολιτική, υπήρχε αυτονομία στο σύνολο των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το ίδιο ίσχυσε και για τον υπόλοιπο κόσμο. Οι κυβερνήσεις έδρασαν σε δεύτερη μοίρα. Η κυρίαρχη μορφή βοήθειας που προσέφεραν ήταν οι κρατικοποίηση των ιδρυμάτων που αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας. Ουσιαστικά, το κράτος αναλάμβανε τον κίνδυνο που έφεραν οι τίτλοι που εκδίδονταν και οι οποίοι παρείχαν ως εξασφάλιση δάνεια υψηλού κινδύνου αγοράζοντάς τους από τα πιστωτικά ιδρύματα που τους κατείχαν, παρέχοντας έτσι στα τελευταία την δυνατότητα περαιτέρω δανεισμού προς ιδιώτες και επιχειρήσεις επιδιώκοντας έτσι να θέσουν και πάλι σε κίνηση την οικονομία. Ουσιαστικά, συνειδητά αναλάμβαναν να επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό αυξάνοντας τις κρατικές δαπάνες προκειμένου να κινητοποιήσουν την αγορά. Βασική αιτία αυτών τους των ενεργειών ήταν ο φόβος διασποράς των επιπτώσεων της κρίσης όχι μόνο σε εγχώριο επίπεδο αλλά και σε διακρατικό.

Συνοψίζοντας, η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται υπό την επήρεια ενός οικονομικού σοκ παρόμοιου με την Μεγάλη Ύφεση του 1929-1930. Όμως, η τομείς διάχυσης της κρίσης καθώς και οι τρόποι αντιμετώπισής της από τις ιθύνουσες αρχές διαφέρουν συγκριτικά με την προγενέστερη εμφάνισή της. Βέβαια, είναι άγνωστο το ποιες οικονομίες θα καταφέρουν να ανακάμψουν από αυτή την κατάσταση καθώς και ποιος θα είναι ο τελικός απολογισμός τους από την κρίση που πλήττει τον πλανήτη μας ακόμα και την στιγμή που γράφεται αυτή η εργασία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 Η ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η οικονομική κρίση, που εξακολουθεί να μαστίζει τον πλανήτη στο σύνολό του, έκανε την εμφάνισή της τον Αύγουστο του 2007 έχοντας ως επίκεντρο την αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ και την αγορά τιτλοποιημένων δανείων³, η κατάρρευση των οποίων αποτέλεσε τον πυρήνα για ένα ντόμινο διαταραχών στην ομαλή λειτουργία του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Η χρεοκοπία της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 δεν ήταν ο μόνος παράγοντας που οδήγησε στην βαθιά ύφεση. Σε αυτό συνέβαλαν και η ανεξέλεγκτη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων και η ταχεία ανατιμητική πορεία του ευρώ.

Τα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου (ή δάνεια χαμηλής εξασφάλισης – subprime mortgages) αποτελούν κατηγορία δανείων τα οποία χορηγούνται με προσημείωση επί της κατοικίας σε ομάδες πληθυσμού που επιβαρύνονται με δυσμενή δανειακή ιστορία ή με κάποια χαρακτηριστικά που υπό άλλες συνθήκες θα οδηγούσαν σε απόρριψη τις αιτήσεις τους για στεγαστικό δάνειο. Οι δανειζόμενοι αυτής της κατηγορίας έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να περιέλθουν σε κατάσταση αδυναμίας εξυπηρέτησης των δανείων τους⁴.

Η αγορά ΣΔΥΚ αναπτύχθηκε κυρίως στις ΗΠΑ, αρχικά από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξειδικευμένα στην χορήγηση στεγαστικών δανείων και στην συνέχεια και από εμπορικές τράπεζες. Γνώρισε πρωτόγνωρη άνθιση τα τελευταία 10 χρόνια λόγω των ταχέως αυξανόμενων τιμών των ακινήτων και των εξαιρετικά χαμηλών μακροχρόνιων και βραχυχρόνιων επιτοκίων τα οποία είχε καθιερώσει η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ. Ωστόσο, η απότομη μετάβαση από τα χαμηλότερα επιτόκια εκκίνησης στα υψηλότερα τρέχοντα επιτόκια που όρισε η FED (από 1% τον Ιούνιο του 2004 σε 5,25% τον Αύγουστο του 2006) οδήγησε σε πτωτική πορεία τις τιμές των ακινήτων στις αρχές του 2007 και κατ' επέκταση σε αύξηση του αριθμού των μη εξυπηρετούμενων δανείων και σε αύξηση του αριθμού των κατασχεμένων

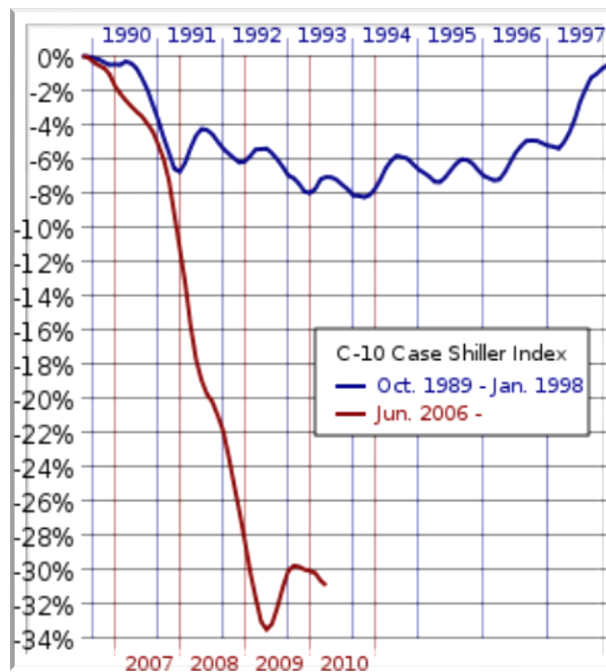
³ Τα τιτλοποιημένα δάνεια είναι ομολογιακά δάνεια καλυμμένα με στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου.

⁴ Βικιπαίδεια (2008), «Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση 2007-2008», διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://el.wikipedia.org>

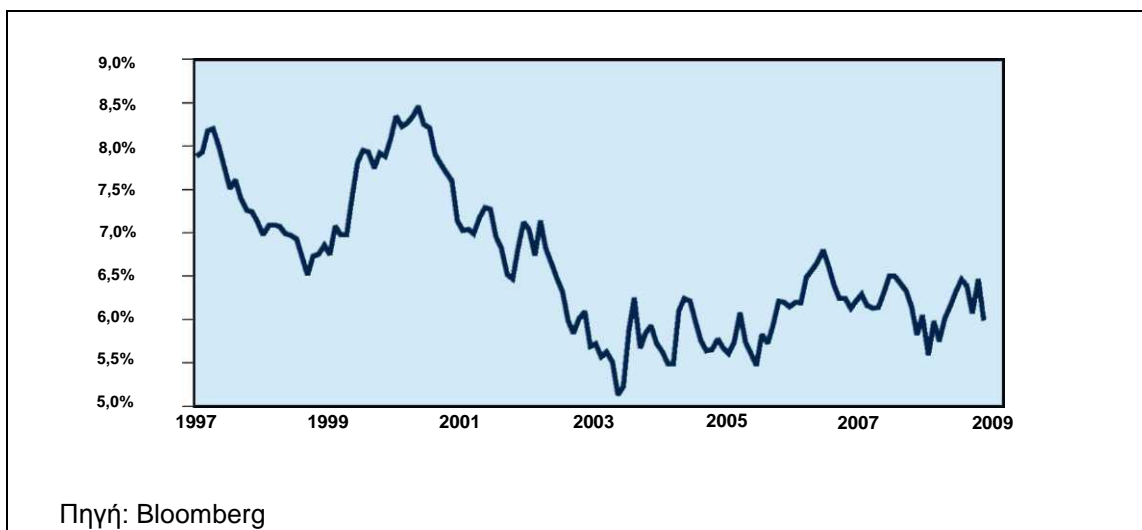
κατοικιών προκαλώντας σημαντικές απώλειες για τις τράπεζες προερχόμενες από τον τομέα της στεγαστικής πίστης.

Η αύξηση των κατασχέσεων σε συνδυασμό με την προσπάθεια των τραπεζών να πουλήσουν τα ακίνητα αυτά προκειμένου να καλύψουν τις πληρωμές των τιτλοποιημένων ομολογιακών δανείων, συνέβαλε σε περαιτέρω αύξηση της προσφοράς ακινήτων με τα επίπεδα ζήτησης να εξακολουθούν να παραμένουν χαμηλά λόγω του υψηλού κόστους του χρήματος (υψηλά επιτόκια δανεισμού καθορισμένα από την FED). Σε συνδυασμό με το γεγονός ότι οι τιμές των ακινήτων εξακολουθούσαν – και εξακολουθούν – να παραμένουν χαμηλές, καταλήγουμε στο αποτέλεσμα ότι η αγορά ακινήτων είχε αρχίσει να λαμβάνει την μορφή ενός φαύλου κύκλου ο οποίος ενίσχυε ακόμη περισσότερο την υφιστάμενη οικονομική ύφεση.

Διάγραμμα 2. ΗΠΑ:ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΚΑΤΟΙΚΙΩΝ S&P/CASE-SHILLER



Πηγή: Federal Housing Finance Agency (FHFA)

Διάγραμμα 3. ΗΠΑ:ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ 30-ΕΤΟΥΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ

Ουσιαστικά, οι βασικές αιτίες για τις οποίες η αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (ΣΔΥΚ) των ΗΠΑ περιήλθε σε βαθιά κρίση, ευρύτερα γνωστή και ως «φούσκα των ακινήτων», συνοψίζονται στις παρακάτω:

α) στην αύξηση του λόγου του δανείου προς την αξία της κατοικίας των ΣΔΥΚ κοντά στο 100% τα τελευταία έτη, από 60%-70% που ήταν αρχικώς. (στην Ελλάδα το ποσοστό χρηματοδότησης στην στεγαστική πίστη ανέρχεται μετά την εκδήλωση της κρίσης σε 60%-70% της εμπορικής αξίας του ακινήτου στα περισσότερα τραπεζικά ιδρύματα, σε σχέση με ποσοστά άνω του 80% της εμπορικής αξίας που κατά περιπτώσεις παρατηρούνταν σε περιόδους προ κρίσης),

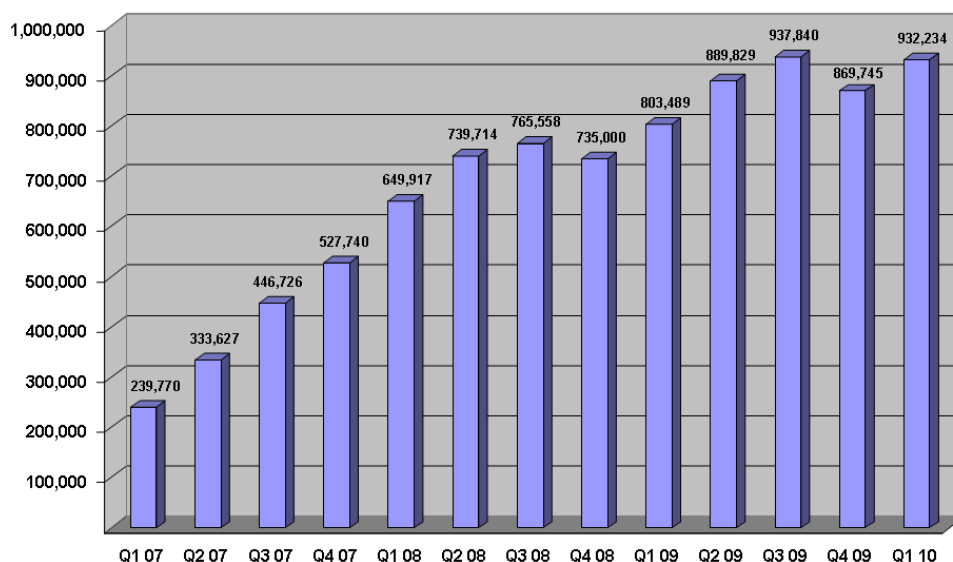
β) στην ανεπαρκή εκτίμηση και τιμολόγηση του υπάρχοντος πιστωτικού κινδύνου, με αποτέλεσμα τα spread των ΣΔΥΚ από τα αντίστοιχα των κανονικών στεγαστικών δανείων να έχουν μειωθεί σημαντικά,

γ) στην παρεμβολή πρακτορείων παροχής στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου έναντι προμήθειας με συνέπεια την πλημμελή εξέταση της πιστωτικής επάρκειας των δανειζομένων,

δ) στην πρακτική της προσφοράς χαμηλού επιτοκίου στα πρώτα έτη του δανείου για προσέλκυση πελατών και μεγάλης αύξησης του επιτοκίου αργότερα η οποία οδηγούσε σε αδυναμία των δανειζομένων να εξυπηρετήσουν το δάνειο, ειδικά σε περιόδους αυξανόμενων επιτοκίων και πτωτικών τιμών των ακινήτων,

ε) στην εκτίμηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο ότι η τιτλοποίηση και τα πιστωτικά παράγωγά τους παρείχαν πλήρη απαλλαγή από τον πιστωτικό κίνδυνο, γεγονός που δεν επιβεβαιώθηκε από τις εξελίξεις⁵.

Διάγραμμα 4. ΗΠΑ: ΑΚΙΝΗΤΑ ΜΕ ΠΤΩΧΕΥΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ (FORECLOSURE ACTIVITY)



Πηγή: Realty Trac Press Releases of “U.S. Foreclosure Market Report”

Παράλληλα οι επιπτώσεις στις αγορές ομολόγων τα οποία ήταν καλυμμένα με στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου ήταν εξίσου δυσμενείς με αυτές στις αγορές ακινήτων. Η ανεπαρκής «κάλυψη» που προσέφεραν τα ομόλογα αυτά (συχνά αναφέρονται και ως «τοξικά περιουσιακά στοιχεία») οδήγησε σε μείωση της ζήτησής τους στις διεθνείς αγορές ομολόγων και κατά συνέπεια στην κατακόρυφη πτώση της αγοραίας τιμής τους. Η υποτίμηση της αξίας τους οδήγησε σε μείωση της αξίας του ενεργητικού των τραπεζών στους ισολογισμούς των οποίων ήταν καταχωρημένα και συνεπώς σε εμφάνιση ζημιών στην καθαρή θέση των ιδρυμάτων αυτών, ανάλογα με τον βαθμό έκθεσης του ενεργητικού στα «τοξικά» ομόλογα. Όσο μεγαλύτερος ήταν αυτός ο βαθμός έκθεσης, τόσο μεγαλύτερη η αδυναμία δανεισμού των ιδρυμάτων αυτών από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου μέσω έκδοσης ομολόγων με αποτέλεσμα να πρέπει να καλύπτουν τις υποχρεώσεις τους μέσω μείωσης της καθαρής τους θέσης. Η συνεχιζόμενη μείωση της καθαρής θέσης οδήγησε αρκετά – και πολλές φορές μεγάλα από πλευράς ενεργητικού-

⁵ Alpha Bank, Οικονομικό Δελτίο (Φεβρουάριος 2009), τεύχος 108

πιστωτικά ιδρύματα ακόμα και σε χρεοκοπία. Η αβεβαιότητα αυτή, λόγω της απουσίας της αναγκαίας διαφάνειας, λειτούργησε ως μηχανισμός σταδιακής απώλειας της εμπιστοσύνης μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Με την σειρά του, αυτό οδήγησε σε σοβαρή δυσλειτουργία των διατραπεζικών αγορών και σε μεγάλη αύξηση των περιθωρίων (spreads) των διατραπεζικών επιτοκίων από τα αντίστοιχα επιτόκια των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου στις ΗΠΑ και την ζώνη του ευρώ και από τα επιτόκια παρεμβάσεως των Κεντρικών Τραπεζών.

Πίνακας 1
Ισολογισμός Τραπέζης X-Bank

Ενεργητικό	Παθητικό
Ρευστά διαθέσιμα Δάνεια Άλλες Επενδύσεις	Καταθέσεις Χρηματοδότηση μέσω αγορών Καθαρή Θέση

ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ = ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ

Πηγή: Α.Α.Αντζουλάτος (2010), Σημειώσεις Μακροοικονομική Θεωρία και Πολιτική

Το πρώτο δυνατό χτύπημα στην αμερικάνικη οικονομία δόθηκε τον Σεπτέμβριο του 2008, όταν οι δύο μεγαλύτερες υπό κρατικό έλεγχο εταιρείες τιτλοποιήσεων στεγαστικών δανείων, Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) και Fannie Mae (Federal National Mortgage Association), αναγκάστηκαν να διασφαλίσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια και την αποτελεσματική χρηματοδότησή τους από τις αγορές ομολόγων μέσω κρατικής εγγύησης, καθώς αδυνατούσαν με την υπάρχουσα κατάσταση να χρηματοδοτηθούν με ίδια ή ξένα κεφάλαια. Η αδυναμία αυτή κατέστη εμφανής από την κάθετη πτώση των τιμών των μετοχών τους στα χρηματιστήρια, γεγονός που τις οδήγησε στα πρόθυρα της χρεοκοπίας.

Ωστόσο η παραπάνω παρέμβαση δεν απέτρεψε μια περαιτέρω απώλεια εμπιστοσύνης στα πιστωτικά ιδρύματα με αποτέλεσμα να ακολουθήσει άμεσα και ο τραπεζικός τομέας. Από τα πρώτα μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα στην Αμερική που επλήγησαν από την παγκόσμια κρίση ήταν ο τραπεζικός κολοσσός Lehman Brothers ο οποίος ανακοίνωσε επίσημα την χρεοκοπία του στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008. Η χρεοκοπία αυτή επιδείνωσε την ήδη επιβαρυσμένη οικονομική κατάσταση. Ο κύκλος των τραπεζών παγκοσμίως

που συμπεριελάμβαναν υποτιμημένα στοιχεία ενεργητικού (στα οποία τώρα έρχονται να προστεθούν και οι απαιτήσεις έναντι της Lehman Brothers) διευρύνθηκε, οδηγώντας στο οριστικό κλείσιμο των διατραπεζικών αγορών και των αγορών επιχειρηματικών γραμματίων και ομολόγων.

Ακολούθησαν η Wachovia και η Washington Mutual (WaMu), δύο μεγάλες αμερικανικές τράπεζες που επίσης οδηγήθηκαν σε χρεοκοπία. Η εξαγορά τους από τις τράπεζες Citigroup και JP Morgan αντιστοίχως προωθήθηκε σε συνεργασία με το Ομοσπονδιακό Ταμείο Εγγυήσεως των Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance Corporation-FDIC). Στην πορεία, η Citigroup εγκατέλειψε την προσπάθεια εξαγοράς της Wachovia η οποία τελικά εξαγοράστηκε από την τράπεζα Wells Fargo.

Την ίδια περίοδο η Bank of America προχωρά στην εξαγορά, έναντι \$ 50 δις., της τρίτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ Merrill Lynch λόγω των λόγω των πολύ υψηλών ζημιών που είχε καταγράψει από την αρχή της κρίσης (\$ 52,2 δις.). Οι δύο εναπομείνουσες επενδυτικές τράπεζες Goldman Sachs και Morgan Stanley μετατράπηκαν σε εταιρείες συμμετοχών με θυγατρικές και επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες υπό την εποπτεία της FED. Άλλωστε, η κατάρρευση της Lehman Brothers επιτάχυνε και την ουσιαστική χρεοκοπία της μεγαλύτερης ασφαλιστικής στον κόσμο, της AIG, για την οποία αποφασίστηκε κρατική χρηματοδότηση ύψους \$ 150 δις. που πρακτικά ισοδυναμούσε με πλήρη κρατικοποίησή της.

Επιπλέον, στις ΗΠΑ σημειώνεται μεγάλη εκροή κεφαλαίων από τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων συμβάλλοντας ακόμα περισσότερο στο κλείσιμο της αγοράς επιχειρηματικών ομολόγων και γραμματίων στην οποία σημαντική θέση κατείχαν τα A/K διαχείρισης διαθεσίμων καθώς επένδυσαν ένα μέρος του ενεργητικού τους σε ριψοκίνδυνα στοιχεία.

Η κατάσταση αυτή δεν άφησε ανεπηρέαστες και τις ευρωπαϊκές τράπεζες, με πρωτοπόρο την δεύτερη μεγαλύτερη στεγαστική τράπεζα της Γερμανίας Hypo Real Estate η οποία περιήλθε σε κρατικοποίηση προκειμένου να αποφύγει την χρεοκοπία λόγω αδυναμίας χρηματοδότησης μεγάλου μέρους του παθητικού της. Ακολούθησαν οι τράπεζες Royal Bank of Scotland και Fortis , ενώ σε πολλές μεγάλες τράπεζες παγκοσμίως παρατηρήθηκε μαζική

απόσυρση καταθέσεων η οποία σε συνδυασμό με τον κλονισμό της εμπιστοσύνης των καταθετών οδήγησε σε τραπεζικό πανικό⁶.

Η κατάσταση αυτή προκάλεσε έντονες αναταραχές στις διατραπεζικές αγορές συμπαρασύροντας στον κυκεώνα των δυσμενών εξελίξεων ακόμα και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ΧΙ) που δεν ήταν εκτεθειμένα σε «τοξικά» ομόλογα, καθώς ακόμα και αυτά αδυνατούσαν να δανειστούν από τις ανωτέρω αγορές. Ειδικότερα τα ιδρύματα που αντλούσαν το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων τους από τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, βρέθηκαν μετά τον Σεπτέμβριο του 2008 σε ουσιαστική αδυναμία συνέχισης της λειτουργίας τους.

Μετά τις πρώτες χρεοκοπίες και κρατικοποιήσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ και ως αποτέλεσμα των παραπάνω εξελίξεων, όλες οι χώρες από τις αρχές Σεπτεμβρίου έσπευσαν να θωρακίσουν τα ιδρύματά τους με πακέτα στήριξης μεγάλων διαστάσεων που έλαβαν την μορφή αφενός της κρατικής εγγύησης για την ομαλή χρηματοδότησή τους από τις διεθνείς αγορές και αφετέρου της ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους επάρκειας με συμμετοχή του κράτους. Στη συνέχεια, το ποσό των εγγυημένων από το κράτος καταθέσεων αυξήθηκε σε όλες τις χώρες.⁷

Διαπιστώνουμε, λοιπόν, ότι η χρηματοοικονομική κρίση που είχε ως αφετηρία την αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ γρήγορα επεκτάθηκε λαμβάνοντας υπέρμετρες διαστάσεις και προσβάλλοντας το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα στο σύνολό του οδηγώντας στην σημερινή βαθιά ύφεση στην οποία έχουν περιέλθει οι περισσότερες οικονομίες ανά τον κόσμο, τόσο ανεπτυγμένες όσο και αναπτυσσόμενες. Μεγάλες αναδυόμενες αγορές, όπως η Κίνα και η Ινδία, είναι βέβαιο ότι θα αντιμετωπίσουν σημαντική επιβράδυνση της αναπτυξιακής τους πορείας.

Δεν αποτελούν εξαίρεση ούτε οι χώρες που βρίσκονται υπό την «προστασία» της νομισματικής ένωσης η οποία μέχρι πρόσφατα προσέφερε κάλυψη έναντι των τριγμών που κατά διαστήματα παρουσιάζονταν στις εσωτερικές οικονομίες των κρατών – μελών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα

⁶ Αξίζει να αναφέρουμε ότι υπήρξαν και τράπεζες, όπως η αγγλική Barclays και η ελβετική CSFB, που κατάφεραν και μετά την χρεοκοπία της Lehman Brothers να εξασφαλίσουν την χρηματοδότησή τους από μεγάλα ξένα επενδυτικά κεφάλαια αν και αυτό αποδείχτηκε εξαιρετικά κοστοβόρο.

⁷ Alpha bank, Οικονομικό Δελτίο (Ιούνιος 2010), τεύχος 112

αποτελούν οι χώρες - μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και φυσικά η Ελλάδα που κατέφυγαν στην λύση του ΔΝΤ ενώ τον δρόμο αυτό αναμένεται να ακολουθήσει η Ισπανία και η Ιταλία. Σε άλλες χώρες, όπως η Τουρκία, η Ρωσία και η Ν. Κορέα, η κρίση συνέβαλε στην αποσταθεροποίηση των οικονομικών συστημάτων τους και στη διολίσθηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών τους. Οι διαπραγματεύσεις της Τουρκίας με το ΔΝΤ εξακολουθούν να μένουν στάσιμες. Αβέβαιη παραμένει και η κατάσταση για χώρες όπως η Βουλγαρία, η Ρουμανία και η Σερβία οι οποίες αρχικά αντιμετώπισαν την κρίση με αξιοσημείωτη σταθερότητα. Ωστόσο, η Βουλγαρία και η Ρουμανία αναμένεται να χρηματοδοτηθούν από την ΕΕ ή/και το ΔΝΤ. Δεν κατάφεραν να διαφύγουν από την κρίση που πλήττει τον πλανήτη ούτε χώρες όπως η Ισλανδία, η Ουγγαρία και η Ουκρανία, οι οποίες αντιμετώπισαν έντονη συναλλαγματική κρίση και αναγκάστηκαν να καταφύγουν στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) προκειμένου να σταθεροποιήσουν τις οικονομίες τους. Η διαφορά έγκειται στην ετεροχρονισμένη εκδήλωση της κρίσης στις χώρες αυτές.

Ωστόσο, αυτό που επιδιώκουν οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις παγκοσμίως είναι να αποτρέψουν μια περαιτέρω διάχυση της κρίσης και σε οικονομίες που κατάφεραν να ανταπεξέλθουν ικανοποιητικά στα πλήγματα που αυτή επέφερε, και κυρίως να αποτρέψουν περαιτέρω εκδηλώσεις των συνεπειών της στις ήδη καταρρακωμένες οικονομίες.

1.2 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Το σημαντικότερο από τα ζητήματα που απασχόλησαν τις κυβερνήσεις τα χρόνια που ακολούθησαν το ξέσπασμα της κρίσης στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν το κατά πόσο υπάρχει αλληλεπίδραση μεταξύ της κρίσης και της οικονομικής ύφεσης την οποία βιώνει η πλειοψηφία των κρατών παγκοσμίως. Οι προκαλούμενες από θέματα ρευστότητας κρίσεις, όπως η κρίση του 2007, έχουν τις ρίζες τους σε παραμορφώσεις που παρουσιάζονται στην παγκόσμια οικονομία. Οι προπομποί της κρίσης των ΣΔΥΚ είναι οι ακόλουθοι τρεις (A. Blundell-Wignall, P. Atkinson):

- ✿ Τα χαμηλά αμερικανικά επιτόκια (το επιτόκιο της FED ήταν 1% τον 4/2003) τα οποία ενίσχυαν τις επιπτώσεις από την εξασθένηση του δολαρίου που ξεκίνησε από το 2002,
- ✿ Η βιομηχανοποίηση της Κίνας, η συσσώρευση ξένων αποθεματικών και η ανάπτυξη των Hedge Funds που κατέλαβαν κυρίαρχη θέση στην οικονομία. Αυτά συνδέονται με: υψηλές αποταμιεύσεις και πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ισχυρές ισοτιμίες στις ξένες άμεσες επενδυτικές εισροές, νομοθετικά οριζόμενες τιμές ενέργειας που δεν επιτρέπουν στην αυξανόμενη τιμή του πετρελαίου να συνδυαστεί με χαμηλή ζήτηση οδηγώντας σε παγκόσμια αύξηση της πετρελαϊκής τιμής και σε άνευ προηγουμένου έσοδα για τις πετρελαιοπαραγωγές χώρες, και τέλος με ανακύκλωση στα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στα αποθέματα μεταξύ των ασιατικών χωρών και των χωρών του OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) και των δυτικών οικονομιών επηρεάζοντας έτσι τα επιτόκια και το κόστος κεφαλαίου.
- ✿ Τα σχεδόν μηδενικά επιτόκια και η πολιτική χαμηλής συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ιαπωνίας στην προσπάθειά της να ανταπεξέλθει στις ανταγωνιστικές προκλήσεις από την Κίνα και από άλλες βιομηχανοποιημένες χώρες ενισχύοντας έτσι το χαμηλό κόστος κεφαλαίου στις παγκόσμιες αγορές μέσω του carry trade⁸.

Υπάρχει γενική συμφωνία των αναλυτών ότι οι ακόλουθες είναι οι βασικές κατηγορίες παραγόντων που θεωρούνται ότι συνέτειναν στην δημιουργία της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007:

- ✿ Αφερεγγυότητα του τραπεζικού συστήματος: Η ρίζα του προβλήματος θα πρέπει να τοποθετηθεί στην κρίση φερεγγυότητας των υποθηκευμένων κατοικιών που προσφέρονταν ως εξασφάλιση και των τραπεζών που δεν είχαν επαρκή κεφάλαια για να απορροφήσουν τις απώλειες. Οι τράπεζες που στις τιτλοποιήσεις τους συμπεριελάμβαναν υποθήκες και ομόλογα δέχτηκαν άμεσο χτύπημα στο ενεργητικό τους. Εν συνεχεία, το πλήγμα

⁸ Carry trade: στρατηγική μέσω της οποίας ένας επενδυτής πουλάει ένα συγκεκριμένο νόμισμα με σχετικά χαμηλό επιτόκιο και χρησιμοποιεί τα κεφάλαια για να αγοράσει ένα άλλο νόμισμα που του προσδίδει καλύτερη απόδοση. Με τον τρόπο αυτό επιδιώκεται η επίτευξη κέρδους, δεδομένης αμετάβλητης ισοτιμίας, προερχόμενη από διαφορά επιτοκίων και όχι από πολιτικές arbitrage.

έγινε μεγαλύτερο για όσες τράπεζες αναγκάστηκαν να επαναφέρουν στον ισολογισμό τους, σε τρέχουσες τιμές, δομημένα στοιχεία ενεργητικού. Αυτά τα χτυπήματα οδήγησαν σε διαγραφές στοιχείων και σε καταστροφή του τραπεζικού κεφαλαίου. Καθώς το θέμα της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι εξαιρετικά λεπτό, κάποια ιδρύματα απέτυχαν να ανταπεξέλθουν ενώ άλλα κυριολεκτικά στέρεψαν από ίδια κεφάλαια (πολύ κάτω από τον ελάχιστο αποθεματικό συντελεστή). Η κατάσταση αυτή αντικατόπτριζε την ανεπαρκή κεφαλαιακή σύνθεσή τους και την λανθασμένη αξιολόγησή τους. Η απώλεια τραπεζικών κεφαλαίων είναι ακριβώς η κατάσταση που οδηγεί σε περιορισμό της δανειοδότησης («απομόχλευση») από την πλευρά των τραπεζών, γεγονός που με την σειρά του στερεύει την οικονομία από κεφάλαια. Αυτά είναι τα κυρίαρχα κανάλια μέσω των οποίων εδραιώνονται συνθήκες ύφεσης.

- ✱ Οι τιτλοποιήσεις: Η μεγάλη έκταση που έλαβε το θέμα των τιτλοποιήσεων τα χρόνια πριν την κρίση, θεωρείται ένας από τους σημαντικούς λόγους που τελικά οδήγησαν σ' αυτή. Η τιτλοποίηση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου στην Αμερική δημιούργησε μια νέα σειρά προβλημάτων ασύμμετρης πληροφόρησης: οι υποθήκες αγοράζονταν από επενδυτικές τράπεζες, αναδιαμορφώνονταν, και κάποια κομμάτια τους τα πουλούσαν σε συνταξιοδοτικά κεφάλαια και άλλες επενδυτικές τράπεζες ενώ κάποια άλλα τα διατηρούσαν στους ισολογισμούς τους. Είναι προφανές ότι και οι ίδιες οι επενδυτικές τράπεζες δεν γνώριζαν το ύψος του κινδύνου που συνδέονταν με αυτά τα προϊόντα. Όμως η πολυπλοκότητά τους καθιστούσε εξαιρετικά δύσκολο γεγονός την κατανόηση της λειτουργίας τους και την αξιολόγησή τη επικινδυνότητάς τους. Συνεπώς, πολλοί αναλάμβαναν στα τυφλά έναν κίνδυνο χωρίς να γνωρίζουν πού μπορεί να καταλήξει, με δυσμενέστερη εξέλιξη την τρέχουσα κρίση.
- ✱ Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (Credit Rating Agencies): Το μοντέλο δανεισμού που εφαρμόζονταν από τις τράπεζες ήταν το επονομαζόμενο "Originate-to-distribute" (OTD), όπου ο χορηγός ενός δανείου το πουλούσε σε διάφορους τρίτους. Αφενός μεν, με την χρήση του μοντέλου αυτού το ρίσκο της χορήγησης διαχέονταν στην αγορά, αφετέρου η πολυπλοκότητα αυτών των προϊόντων έκανε δύσκολή την κατανόησή τους από τους επενδυτές. Αποτέλεσμα ήταν, οι τελευταίοι να στηρίζονται αποκλειστικά

στις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης για την επιλογή πολλών από τα προϊόντα που θα συνέθεταν το χαρτοφυλάκιό τους, μεταξύ των οποίων ήταν και δομημένα ομόλογα (γνωστά πλέον και ως «τοξικά ομόλογα») τα οποία κι επελέγησαν βάση της υψηλής βαθμολόγησή τους. Επενδυτές σε πολύπλοκα πιστωτικά προϊόντα είχαν πολύ λιγότερη πληροφόρηση στην διάθεσή τους για να εκτιμήσουν τον υποκείμενο προς αγορά τίτλο σε σχέση με τον εκδότη του. Για το λόγο αυτό η επιλογή τους ταυτίζονταν με τις αξιολογήσεις των οίκων. Οι τελευταίοι, ως μοναδικοί πάροχοι επενδυτικών πληροφοριών, καθίστανται ρυθμιστές των χρηματοοικονομικών αγορών. Συνεπώς, μια λάθος εκτίμηση – εκούσια ή ακούσια- μπορούσε να έχει καταστροφικές συνέπειες, όπως τελικά και συνέβη. Με τον τρόπο αυτό οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης τοποθετούνται στο επίκεντρο της τρέχουσας κρίσης (A. Blundell-Wignall, P. Atkinson).

- ✱ Οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες: οι μακροοικονομικές πολιτικές σε παγκόσμιο επίπεδο επηρέασαν σημαντικά τις συνθήκες ρευστότητας στην οικονομία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Κίνα. Τα τελευταία τριάντα χρόνια πέτυχε μια εξαιρετική οικονομική ανάπτυξη μέσω των εξαγωγών βιομηχανικών αγαθών στις ΗΠΑ. Οι εξαγωγές αυτές οδήγησαν σε τεράστια πλεονάσματα στο εμπορικό ισοζύγιο της Κίνας, τα οποία όμως δεν τροφοδότησαν την εγχώρια ζήτηση, αλλά τοποθετήθηκαν σε ομόλογα των ΗΠΑ και άλλα αξιόγραφα σε δολάρια που κράτησαν το δολάριο σε σχετικά υψηλά επίπεδα και αντίθετα τα επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε ενίσχυση της ρευστότητας και του δανεισμού στις ΗΠΑ αλλά και στη συγκράτηση του πληθωρισμού. Για τους δικούς τους λόγους η κάθε μία, ούτε η Ευρωπαϊκή Ένωση (προβλήματα ανταγωνιστικότητας) ούτε η Ιαπωνία (χαμηλή εγχώρια ζήτηση), μπόρεσαν να παρέμβουν αποτρεπτικά.

Διάγραμμα 5: ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (ΩΣ % ΤΟΥ ΑΕΠ)

Έλλειμμα/ Πλεόνασμα Λογαριασμού Τρεχουσών Συναλλαγών, % του ΑΕΠ					
	2007	2008	2009	2010	2014
Ανεπτυγμένες Οικονομίες	-0,90%	-1,30%	-0,70%	-0,40%	-0,30%
ΗΠΑ	-5,20%	-4,90%	-2,60%	-2,20%	-2,70%
Ευρωζώνη	0,30%	-0,70%	-0,70%	-0,30%	0,50%
ΕΕ	-0,50%	-1,10%	-0,80%	-0,50%	n.a
Βραζιλία	0,10%	-1,80%	-1,30%	-1,90%	-0,80%
Ρωσία	5,90%	6,10%	3,60%	4,50%	2,90%
Ινδία	-1,00%	-2,20%	-2,20%	-2,50%	-1,80%
Κίνα	11,00%	9,80%	7,80%	8,60%	8,40%
Ιαπωνία	4,80%	3,20%	1,90%	2,00%	1,50%
Ελλάδα	-14,20%	-14,40%	-10,00%	-9,00%	-6,80%

Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ. 09. Στοιχεία για την ΕΕ: European Commission: European Economic Forecast, Νοέμ.09

- ✱ Υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση: Τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια η πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ και στις περισσότερες ανεπτυγμένες οικονομίες υπήρξε εντυπωσιακή, προερχόμενη όχι μόνο από την σχετικά μεγάλη αύξηση της νομισματικής βάσης⁹, αλλά και από την απίστευτη μόχλευση εντός και εκτός των ισολογισμών των πιστωτικών ιδρυμάτων και κυρίως των επενδυτικών τραπεζών και των Hedge Funds. Η μόχλευση αυτή, όπως και σε άλλες χρηματοοικονομικές κρίσεις, τάραξε την χρηματοοικονομική σταθερότητα και άφησε το σύστημα εκτεθειμένο σε συστημικούς κινδύνους.
- ✱ Ασύμμετρη πληροφόρηση και προβλήματα Εντολέα – Εντολοδόχου: Η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης σχετικά με τα δομημένα προϊόντα (CDOs- Collateralized Debt Obligations¹⁰, CDSs- Credit Default Swaps¹¹, κ.α.) παρείχε την ευκαιρία στους εκδότες τους να αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο με αδιαφανή τρόπο, κίνδυνος ο οποίος ούτε τιμολογούνταν σωστά ούτε αντισταθμιζονταν επαρκώς. Από το 2006 και μετά οι τιμές των CDSs πάνω στα αμερικάνικα ΣΔΥΚ άρχισαν να πέφτουν κατακόρυφα υποδηλώνοντας υψηλότερο αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

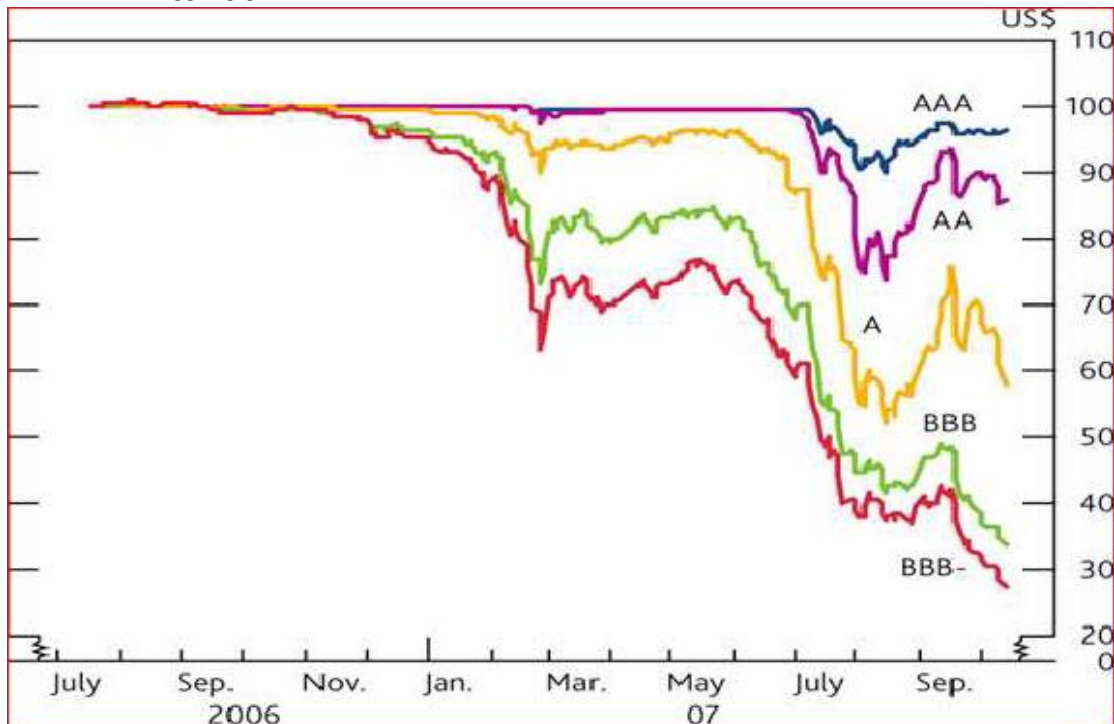
⁹ Νομισματική Βάση: Το μέγεθος βάση του οποίου συνυπολογίζονται ή εκφράζονται οι οικονομικές αξίες. Δεν πρέπει να την συγχέουμε με τα κέρματα ή τα χαρτονομίσματα.

¹⁰ Αναφορά στα CDOs διαθέσιμη στην ιστοσελίδα: <http://www.investopedia.com/terms/c/cdo>

¹¹ Αναφορά στα CDSs διαθέσιμη στην ιστοσελίδα: <http://www2.isda.org/search?keyword=CDS>, International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

Ταυτόχρονα, τα συστήματα αμοιβών των εμπορικών τραπεζών, των επενδυτικών τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και των Hedge Funds δεν χαρακτηρίζονταν από την συμβατότητα κινήτρων ανάμεσα στα στελέχη και τους μετόχους των εταιρειών τους, με αποτέλεσμα και πάλι να αναλαμβάνονται υπερβολικοί κίνδυνοι από άτομα τα οποία δεν θα υφίσταντο το κόστος των αποτυχημένων επιλογών τους.

Διάγραμμα 6: ΤΙΜΕΣ US SUB-PRIME MORTGAGE CDSs



Source: JPMorgan Chase & Co, 2006

- ✱ Ρυθμιστικά κενά και ελλιπή εποπτεία: Το πολύ φτωχό κανονιστικό πλαίσιο, εκτός του ότι λειτουργεί σαν δεύτερη γραμμή άμυνας, συνέβαλε στην δημιουργία της κρίσης με πολλούς και σημαντικούς τρόπους. Από το 1999 και μετά, τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε άλλες χώρες υπήρξε μία αποστροφή, η οποία είχε πολιτικό-ιδεολογικό υπόβαθρο, στην εφαρμογή ρυθμιστικών μέτρων αναφορικά με την επικινδυνότητα της ανεξέλεγκτης πιστωτικής επέκτασης και της μόχλευσης. Την ίδια περίοδο, οι χρηματοοικονομικοί νεωτερισμοί, ταχύτατα δημιούργησαν νέες αγορές, χωρίς όμως να συνοδεύονται από τους κατάλληλους κανόνες λογιστικής απεικόνισης και το αντίστοιχο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο (Τ. Κολλίντζας, Μ. Ψαλιδόπουλος).

Αναμφίβολα, οι συνέπειες της συνύπαρξης αυτής είχαν πολλαπλάσιες επιπτώσεις από αυτές που θα είχε κάθε αίτιο μεμονωμένα. Έτσι, το αποτέλεσμα της συνύπαρξης αυτής ήταν μια σειρά από τεράστιες «φούσκες» σε διάφορες αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου (ακίνητα, εμπορεύματα, μετοχές, παράγωγα).

Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν και διεθνοποιούνταν ταχύτερα από τις εποπτικές/ρυθμιστικές αρχές, από την κατανόηση των κινδύνων από τις διοικήσεις των τραπεζών, από την αναβάθμιση των εσωτερικών τραπεζικών συστημάτων εποπτείας, ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων και τέλος από τον βαθμό κατανόησης των συστημικών κινδύνων από τους ασκούντες μακροοικονομική πολιτική.

1.3 ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

1.3.1 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η κρίση που πυροδοτήθηκε από τις μαζικές πτωχεύσεις τραπεζικών και ασφαλιστικών ιδρυμάτων το 2007 και η οποία έχριζε και χρήζει κρατικής παρέμβασης, είχε μια πληθώρα συνεπειών στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ιδιαίτερα εντυπωσιακός, όμως, ήταν ο βαθμός και η ταχύτητα μετάδοσης των συνεπειών της κρίσης η οποία πραγματοποιήθηκε σε διάφορες φάσεις και με διάφορους μηχανισμούς.

Η *πρώτη φάση* ήταν μέσω της άμεσης έκθεσης. Η φάση αυτή περιορίστηκε κυρίως σε τράπεζες που ήταν άμεσα εκτεθειμένες στην αμερικανική αγορά καθώς και σε κάποιες επιλεγμένες οικονομικές αγορές με άμεσο επακόλουθο την αύξηση των επιτοκίων διατραπεζικού δανεισμού. Η *δεύτερη φάση* διάχυσης πραγματοποιήθηκε μέσω των αγορών περιουσιακών στοιχείων. Προέκυψε μέσω της έλλειψης ρευστότητας, της επιβράδυνσης της οικονομίας με παράλληλη μείωση του ΑΕΠ, της κάθετης πτώσης των τιμών των μετοχών καθώς και των έντονων συναλλαγματικών ανισορροπιών. Η *τρίτη φάση* έκανε την εμφάνισή της μέσα από τις έντονες ανησυχίες όσον

αφορά θέματα φερεγγυότητας τα οποία ανέκυψαν μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers. Μετά από αυτό το γεγονός επηρεάστηκαν συστηματικά πολλά τραπεζικά ιδρύματα, ακολούθησαν μαζικές πτωχεύσεις, περαιτέρω πτώσεις τιμών περιουσιακών στοιχείων αλλά κυρίως φόβος και ανασφάλεια για το τι θα επακολουθήσει της κρίσης: ανάπτυξη ή περαιτέρω ύφεση και υπανάπτυξη;

Η αδυναμία των τραπεζών να διαχειριστούν την κρίση οδήγησε σε μαζική ρευστοποίηση των μετοχών τους, ελαχιστοποιώντας την ρευστότητά τους και οδηγώντας τις στο χείλος της πτώχευσης. Ακόμα και μετά την χορήγηση ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες, ο διατραπεζικός δανεισμός ήταν ιδιαίτερα φειδωλός λόγω του φόβου που επικρατούσε για αδυναμία αποπληρωμής. Αποτέλεσμα ήταν να αδυνατούν να δανειστούν ακόμα και ιδρύματα που δεν αντιμετώπιζαν κίνδυνο οδηγώντας σε πάγωμα της οικονομίας και κατακόρυφη πτώση των τιμών των μετοχών, με εξέχουσα θέση να κατέχουν οι Ηνωμένες Πολιτείες.

Διάγραμμα 7: ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΗΠΑ (Ιαν.2007 – Νοεμ.2011)



Στον κλάδο των ακινήτων, υπάρχει κάθετη πτώση των τιμών των κατοικιών. Η προσφορά κατοικιών, κυρίως στις δευτερογενείς αγορές, αυξήθηκε σημαντικά μετά το 2008 υπερβαίνοντας κατά πολύ την ζήτηση όχι μόνο λόγω των αυξανόμενων κατασχέσεων αλλά και λόγω της αδυναμίας των κατασκευαστών να πουλήσουν ακίνητα όντας στην δίνη της κρίσης. Όσον

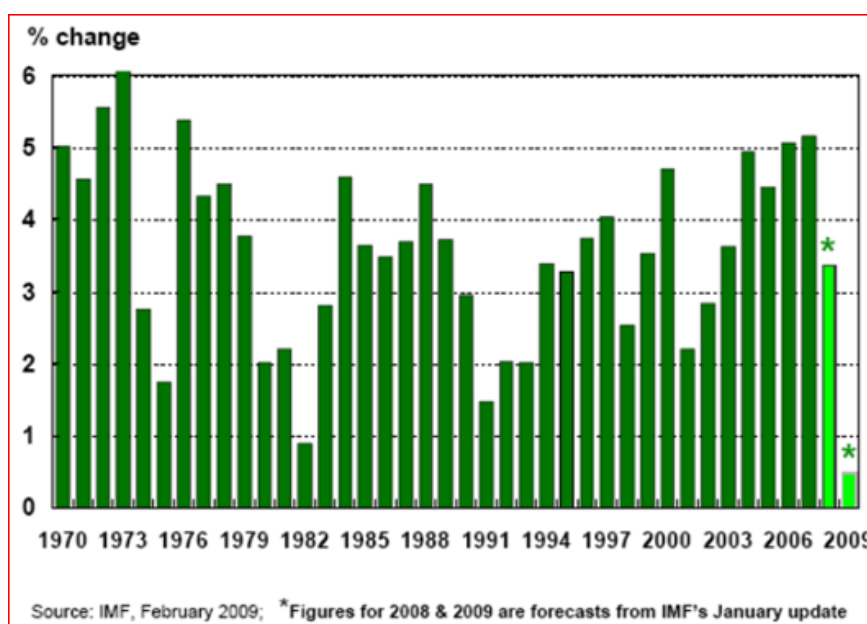
αφορά τα νοικοκυριά που έχουν ήδη δανειστεί και των οποίων το χρέος πρέπει να αποπληρωθεί, η θέση τους καθίσταται εξαιρετικά επίφοβη καθώς πολλά από αυτά αδυνατούν να πληρώσουν και αναπόφευκτα θα επωμιστούν το βάρος της κατάσχεσης. Άλλωστε, μετά την εκδήλωση της κρίσης ο αριθμός των κατασχέσεων στις ΗΠΑ ανέβηκε δραματικά.

Η αγορά των Credit Default Swaps (CDSs) μέσω της οποίας παρέχονταν προστασία έναντι απωλειών λόγω αφερεγγυότητας εκδοτών, επωμίστηκε και αυτή το βάρος των επιπτώσεων της κρίσης. Μετά την κατάρρευση εταιρειών όπως η Bear Sterns και η Lehman Brothers, οι πωλητές των CDSs απαιτούσαν υψηλότερο premium (ασφάλιστρο κινδύνου) προκειμένου να παράσχουν προστασία έναντι «προϊόντων» τα οποία παρουσίαζαν μεγαλύτερο κίνδυνο όσον αφορά την δυνατότητα αποπληρωμής. Συνεπώς, αυτό αποτελούσε μια επιπλέον επιβάρυνση για τους επενδυτές, καθώς αναγκάζονταν να καταβάλουν μεγαλύτερο αντίτιμο για την προστασία του χαρτοφυλακίου τους.

Σημαντική μείωση παρουσίασε και η κατανάλωση των νοικοκυριών λόγω του σημαντικού περιορισμού των εισοδημάτων. Η μείωση των μισθών καθώς και οι απώλεια θέσεων εργασίας περιόρισε σημαντικά την δυνατότητα πραγματοποίησης δαπανών. Τα νοικοκυριά προσπάθησαν να περιορίσουν με κάθε δυνατό τρόπο τις δαπάνες τους προκειμένου να κρατήσουν χρήματα για να αντιμετωπίσουν τόσο τις έκτακτες ανάγκες τους όσο και τις αυξανόμενες τιμές των πρώτων υλών εν όψει της επιδεινούμενης οικονομικής κατάστασης. Όλα αυτά είχαν αρνητική επίδραση στο ΑΕΠ το οποίο συρρικνώνονταν όλο και περισσότερο παγκοσμίως. Ενώ βρίσκονταν σε ικανοποιητικά επίπεδα μέχρι και δύο τετράμηνα πριν την κρίση, μετά την εκδήλωσή της αρχίζει να πέφτει ραγδαία. Το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να φτάσει και το 4% του μ.ο της ΕΕ, δηλαδή σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά του Β' Παγκοσμίου Πολέμου. Έχει παρατηρηθεί ότι το ΑΕΠ τείνει να μειώνεται περισσότερο σε περιόδους ύφεσης σε σχέση με περιόδους στις οποίες εκδηλώνονται μεμονωμένα περιστατικά, ως επί το πλείστον επειδή οι πρώτες είναι συνδεδεμένες με γεγονότα όπως «φούσκες», τραπεζικοί πανικοί κ.α.

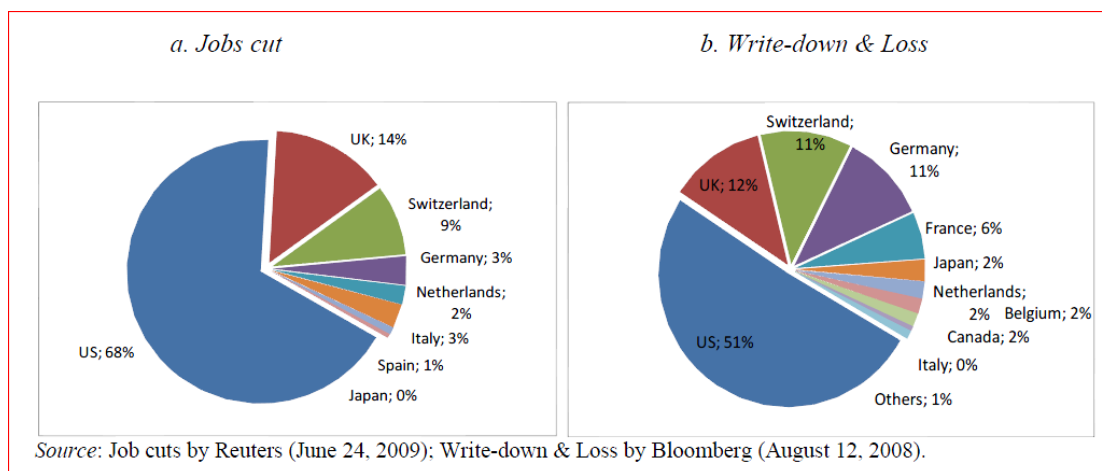
Οι ανεγέρσεις κατοικιών έλαβαν την χαμηλότερη τιμή τους στα τέλη του 2008, ενώ μείωση είχε αρχίσει να παρατηρείται από το 2006. Από την στιγμή που η ζήτηση για αγορά κατοικιών υστερεί κατά πολύ της προσφοράς, είναι αναμενόμενη η μείωση αυτή. Ωστόσο, θεωρείται ένα μέγεθος που ακόμα δεν έχει λάβει την κατώτατη τιμή του.

Διάγραμμα 8: ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΥ ΑΕΠ (%) ΣΕ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΤΙΜΕΣ



Οι επιπτώσεις στην αγορά εργασίας ήταν οι χειρότερες στην ιστορία από άποψη ταχύτητας και έκτασης απωλειών. Οι μαζικές πτωχεύσεις επιχειρήσεων είχαν ως άμεσο επακόλουθο την απώλεια θέσεων εργασίας. Ενδεικτικά, μόνο στις ΗΠΑ το 2008 χάθηκαν 3,6 εκατομμύρια θέσεις εργασίας (J.E. Stiglitz). Στην ΕΕ οι αγορές εργασίας άρχισαν να εξασθενούν από το δεύτερο μισό του 2008 και η κατάσταση συνέχισε να επιδεινώνεται κατά την διάρκεια του 2009. Στα μέσα του 2009 η ανεργία είχε αυξηθεί 2,2% σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο, ενώ προβλέπεται να ξεπεράσει το 11% μετά το 2010 (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ανασκόπηση 2009).

Διάγραμμα 9: ΑΠΩΛΕΙΕΣ ΘΕΣΕΩΝ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΔΗΛΩΣΕΙΣ ΖΗΜΙΩΝ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ



1.3.2 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΤΑ ΜΕΓΑΛΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΕΝΤΡΑ

Η κρίση του 2007 είχε πολύ σημαντικές επιπτώσεις και στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Ειδικά στο Λονδίνο, τη Νέα Υόρκη και το Δουβλίνο υπήρξε δραματική μείωση στις προσλήψεις και στο επίπεδο απασχόλησης στην χρηματοοικονομική βιομηχανία. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι μεταξύ του 2007 και του 2009 στην Ν. Υόρκη χάθηκαν 36.000-42.000 θέσεις εργασίας. Τα επίπεδα είναι παρόμοια με αυτά της περιόδου 2000-2003, ωστόσο ο ρυθμός μείωσης των θέσεων εργασίας τώρα χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη διάρκεια γιατί έχει χτυπηθεί σημαντικά ο τραπεζικός τομέας.

Εξίσου μεγάλο ήταν το χτύπημα και στον κλάδο των Hedge Funds. Στην αρχή του 2008 τα περίπου 11.000 Hedge Funds που ήταν καταγεγραμμένα διαχειρίζονταν 2.150 δισεκατομμύρια δολάρια και απασχολούσαν γύρω στους 150.000 ανθρώπους. Το 2009, 1.500 από αυτά τα Hedge Funds είχαν εξαφανιστεί. Το μεγαλύτερο πλήγμα στον τομέα αυτό δέχτηκε το Λονδίνο. Τα Hedge Fund στο Λονδίνο απασχολούσαν περίπου 40.000 υπαλλήλους και συνεπώς αντίστοιχη ήταν η έκταση των απολύσεων.

Εκτός από την Ν. Υόρκη και το Λονδίνο, μεγάλο αντίκτυπο είχε η κρίση και για τους λεγόμενους «φορολογικούς παραδείσους» λόγω της μείωσης του παγκόσμιου όγκου συναλλαγών και της αναμενόμενης αυστηρότερης

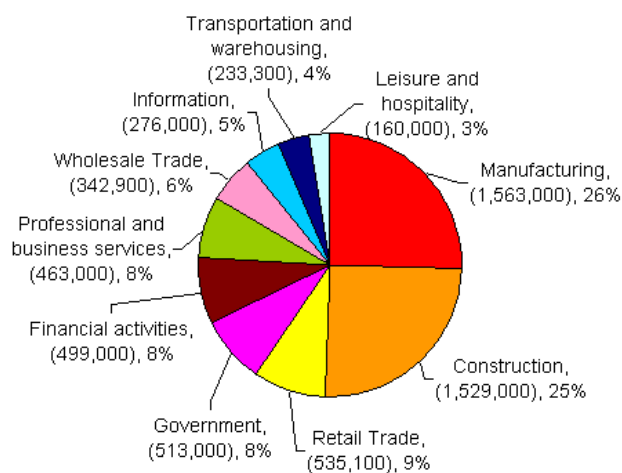
νομοθεσίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τα Νησιά Κέυμαν στα οποία παρατηρήθηκε πτώση των καταγεγραμμένων εκεί κεφαλαίων περίπου κατά 30%.

Στις ΗΠΑ οι απολύσεις ανήλθαν στο 68% των παγκόσμιων απολύσεων. Η Γερμανία στο σύνολό της αντιπροσώπευε το 3% του παγκόσμιου αριθμού απολύσεων. Βέβαια, κάποια μεγάλα οικονομικά κέντρα όπως το Παρίσι και η Φρανκφούρτη, τα οποία εκτέθηκαν λιγότερο στην κρίση, εμφάνισαν και μικρότερο αριθμό απολύσεων.

Διαπιστώνουμε ότι, ακόμα και στα μεγάλα οικονομικά κέντρα, ο κλάδος που δέχτηκε τα περισσότερα πυρά μετά την εκδήλωση της κρίσης ήταν ο εργασιακός με μαζικές απολύσεις να παρατηρούνται στην πλειοψηφία των τομέων της οικονομίας. Ωστόσο, όπως είναι προφανές και από το ακόλουθο διάγραμμα, οι τομείς των κατασκευών και της βιομηχανίας παρουσίασαν τις μεγαλύτερες απώλειες καθώς ήταν οι πρώτοι που επλήγησαν από την κατακόρυφη πτώση των τιμών των ακινήτων και την κατάρρευση της αγοράς των στεγαστικών δανείων.

Διάγραμμα 10: ΑΠΩΛΕΙΕΣ ΘΕΣΕΩΝ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΣΤΑ ΜΕΓΑΛΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΕΝΤΡΑ

6.1 Million Jobs Lost Since September 2008, Through June 2011

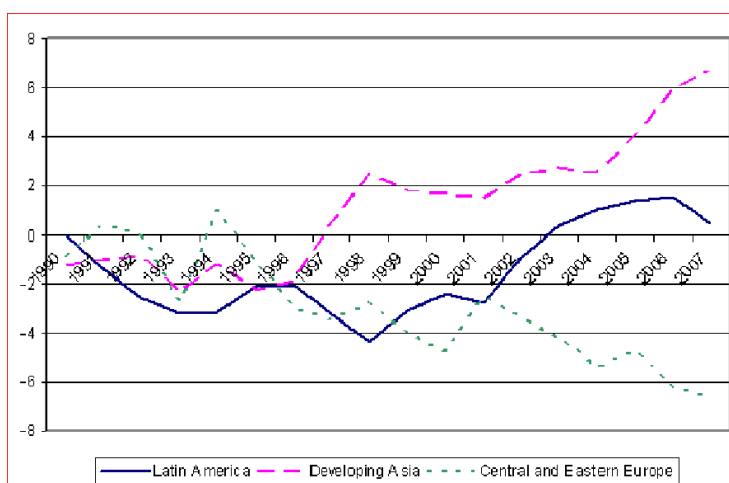


1.3.3 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΤΙΣ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Η κρίση του 2007 είχε μεγαλύτερο αντίκτυπο στις αναδυόμενες αγορές (emerging markets)¹² από αυτόν που είχαν παλιότερα εκδηλωθείσες κρίσεις, όπως η οικονομική κρίση της Ανατολικής Ασίας το 1997-1998 ή η κρίση χρέους της Λατινικής Αμερικής το 2001-2002. Οι αγορές αυτές είχαν δυνατότητα πρόσβασης στις παγκόσμιες αγορές χρήματος προκειμένου να δανειστούν και κατά συνέπεια η εκδήλωση της κρίσης και η ακόλουθη έλλειψη ρευστότητας περιόρισε σημαντικά τα δανειακά κανάλια των χωρών αυτών.

Ωστόσο, από το σύνολο των οικονομιών αυτών οι πιο ευάλωτες ήταν αυτές της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Στην περιοχή αυτή, ο μ.ο του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε από 2% του ΑΕΠ το 2000 σε 9% του ΑΕΠ το 2008. Κάποιες από αυτές τις χώρες υπερβαίνουν κατά πολύ τον μέσο όρο, όπως η Λετονία που άγγιξε το 22,9% του ΑΕΠ και η Βουλγαρία με 21,4% του ΑΕΠ. Αυξημένη ανεργία, οικονομική δυσπραγία, περιορισμένες επενδύσεις και υπολειπόμενη βιομηχανία είναι μερικά ακόμα από τα αρνητικά χαρακτηριστικά που προσέδωσε στις χώρες αυτές η κρίση.

Διάγραμμα 11: ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (% ΑΕΠ)

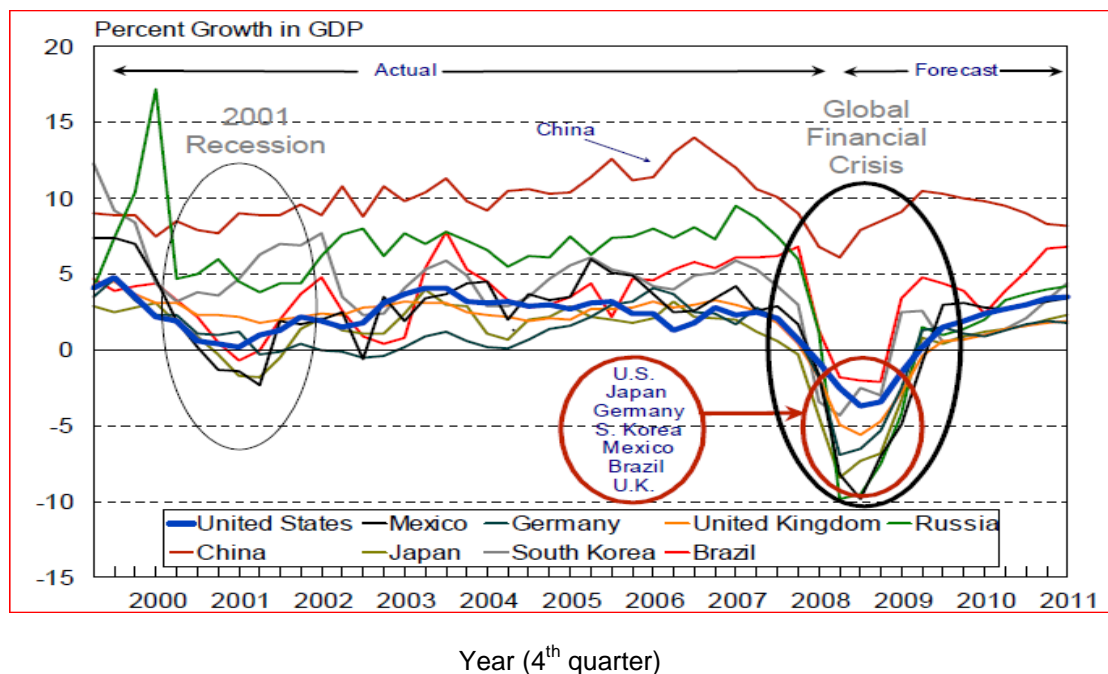


Source: International Monetary Fund (IMF)

¹² Αναδυόμενες Αγορές: Ως επί το πλείστον, ο όρος χρησιμοποιείται για να περιγράψει ένα εύρος χωρών που βιώνουν ταχύτατη οικονομική ανάπτυξη τις δύο τελευταίες δεκαετίες. Ουσιαστικά, ο όρος χρησιμοποιείται για να διαχωρίσει τις χώρες αυτές από τις βιομηχανοποιημένες και τις λιγότερο ανεπτυγμένες. Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε: «When are emerging markets no longer emerging?», διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=1911>.

Οι χώρες της Λατινικής Αμερικής, παρά την πολιτική αναδιαμόρφωση και την ισχυρή ανάπτυξη που βίωναν, επηρεάστηκαν σημαντικά από την κατάρρευση της αγοράς ακινήτων των ΗΠΑ παρότι δεν ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένες στα «τοξικά» στοιχεία. Αυτό οφείλεται κυρίως σε δύο λόγους: στην υπερβολική εμπιστοσύνη προς την Αμερική και στην μεγάλη εξάρτηση από τις εξαγωγές, με τους κινδύνους που αυτά συνεπάγονται. Τα επακόλουθα της κρίσης στην Λατινική Αμερική ήταν η μεγάλη μεταβλητότητα των οικονομικών δεικτών (κάθετη πτώση το 4^ο τρίμηνο του 2008), εκροή κεφαλαίων, πτώση χρηματιστηριακών δεικτών, υποτίμηση των νομισμάτων και φυσικά ακριβότερος δανεισμός. Οι σημαντικότερες επιπτώσεις όμως είναι η κατακόρυφη πτώση του ΑΕΠ (αρνητική τιμή, -2%) και μείωση των εξαγωγών κατά 11% για το 2009. Η αυξανόμενη ανεργία και η δυσμενής μεταβολή του εμπορικού ισοζυγίου συμπληρώνουν την άσχημη εικόνα.

Διάγραμμα 12: ΤΡΙΜΗΝΙΑΙΟΙ (ΕΤΗΣΙΟΠΟΙΗΜΕΝΟΙ) ΡΥΘΜΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΓΙΑ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ



Source: Congressional Research Service. Data and forecasts (August 15) by Global Insight

Το Μεξικό, αμέσως μετά την εκδήλωση της κρίσης, παρουσιάζει μια οικονομική επιβράδυνση φτάνοντας σε μείωση του ΑΕΠ περίπου 9% το 2009. Μείωση της βιομηχανικής παραγωγής κατά 13%, περιορισμός των ξένων επενδύσεων, μεγάλη μείωση των εξαγωγών -καθώς το 80% των εξαγωγών της χώρας το απορροφούσαν οι ΗΠΑ- με αναμενόμενο αρνητικό αντίκτυπο στο εμπορικό ισοζύγιο. Φυσικά το νόμισμα της χώρας δεν έμεινε ανεπηρέαστο, καθώς το πέσο έφτασε να χάσει μέχρι και 40% της αξίας του τον Αύγουστο του 2008. Οι επιχειρήσεις προσπαθώντας να περιορίσουν τις ζημιές από τις ανοιχτές θέσεις που είχαν στο νόμισμα, επιδείνωσαν την κατάσταση οδηγώντας σε ακόμα μεγαλύτερη υποτίμηση. Η σημαντικότερη ίσως επίπτωση είναι η χειροτέρευση του δημοσιονομικού ελλείμματος το οποίο έφτασε το 3,5% του ΑΕΠ το 2010 και το οποίο αναμένεται να λάβει τιμές που η χώρα δεν θα μπορέσει να αντέξει.

Σε καμία περίπτωση δεν μπορούμε να πούμε ότι οι αρχές, σε όλες τις προαναφερθείσες περιπτώσεις, δεν προσπάθησαν να λάβουν μέτρα για την εξάλειψη ή έστω τον περιορισμό των συνεπειών αυτών και την εξομάλυνση της οικονομικής αναταραχής. Εκ των υστέρων, όμως, διαπιστώνεται ότι ίσως κάποια από τα μέτρα αυτά να έκαναν τα πράγματα χειρότερα προκαλώντας περισσότερες αλλοιώσεις και ενισχύοντας την έλλειψη εμπιστοσύνης των επενδυτών.

1.4 Η ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Η κλίμακα των αντιδράσεων των κεντρικών τραπεζών έκανε φανερό ότι η κατάσταση ήταν χειρότερη από μια απλή χρηματοπιστωτική κρίση και ότι η παγκόσμια οικονομία έμπαινε σε ύφεση. Η ιστορία μας δείχνει πως καμία από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες δεν έλαβε τα κατάλληλα μέτρα για την έξοδο από την κρίση, είτε γιατί δεν είχαν τα κατάλληλα «εφόδια» στην διάθεσή τους είτε γιατί η ταχύτητα των εξελίξεων δεν τους το επέτρεψε. Ωστόσο, κάποιες τα πήγαν καλύτερα από άλλες, ενώ κάποιες –όπως η Τράπεζα της Αγγλίας- απέτυχαν στην πλειοψηφία των μέτρων που υιοθέτησαν. Ενδεικτικά

παραθέτουμε κάποια από τα μέτρα που έλαβαν οι μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες παγκοσμίως αμέσως μετά το ξέσπασμα της κρίσης το 2007.

Federal Reserve System (FED) – ΗΠΑ

Αμέσως μετά την εκδήλωση της κρίσης, συγκεκριμένα τον Αύγουστο του 2007, η FED αποφάσισε να μειώσει το προεξοφλητικό της επιτόκιο (discount rate)¹³ κατά 0,5% (50 μονάδες βάσης) από 6,25% σε 5,75%. Η μηδαμινή αυτή μείωση του επιτοκίου ουσιαστικά δεν έλυσε το πρόβλημα σε κανένα από τα αμερικανικά ιδρύματα που βρίσκονταν στα πρόθυρα της πτώχευσης. Υπήρξε όμως ευνοϊκή, καθώς συνεπαγόταν μείωση του discount window interest rate¹⁴ το οποίο προηγουμένως βρίσκονταν 1% πάνω από το διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού της FED, μόνο για όσα ιδρύματα ήθελαν και μπορούσαν να δανειστούν με αυτό τον τρόπο. Τον Σεπτέμβριο του ίδιου έτους ακολούθησε μία μείωση του Federal Funds rate¹⁵ κατά 0,5% ενώ τον Οκτώβριο είχαμε μια περαιτέρω μείωση της τάξης του 0,25%. Η FED, επιπλέον, επέκτεινε την λήξη των δανείων που συγκαταλέγονταν στην κατηγορία του discount window από overnight (μιας νύχτας) μέχρι και για ένα μήνα. Διοχέτευσε ρευστότητα στην αγορά που κάλυπτε ληκτότητες από overnight μέχρι και 3 μήνες. Η ρευστότητα που χορήγησε ανέρχονταν κάπου στο ενδιάμεσο μεταξύ του ύψους της ρευστότητας που χορηγήθηκε από την Τράπεζα της Αγγλίας και του ύψους που χορηγήθηκε από την ΕΚΤ.

Δεν μπορούμε να αμφισβητήσουμε το γεγονός πως η FED ήταν κοντά στις αγορές και τα οικονομικά ιδρύματα από την αρχή της κρίσης προσπαθώντας να λάβει τις σωστές αποφάσεις προς όφελος του συνόλου της οικονομίας. Ωστόσο, ενδέχεται σε κάποιο βαθμό να υπερέβαλε στις αντιδράσεις της αποκλίνοντας έτσι από την επίτευξη του επιδιωκόμενου στόχου.

¹³ Προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate): Επιτόκιο με το οποίο τα πιστωτικά ιδρύματα δανείζονται από τις κεντρικές τράπεζες, π.χ. ΕΚΤ, FED κτλ. Γνωστό και ως παρεμβατικό επιτόκιο.

¹⁴ Discount window interest rate: Είναι όργανο νομισματικής πολιτικής (συνήθως ελεγχόμενο από τις κεντρικές τράπεζες) που επιτρέπει σε επιλεγμένα ιδρύματα να δανείζονται χρήματα από την κεντρική τράπεζα, βραχυπρόθεσμα, προκειμένου να ανταπεξέλθουν σε προσωρινές ανάγκες ρευστότητας. Το επιτόκιο που χρεώνεται σε αυτού του είδους τα δάνεια διαφέρει από το διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού.

¹⁵ Federal Funds rate (διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού): Το επιτόκιο στο οποίο πιστωτικά ιδρύματα τα οποία δέχονται καταθέσεις στην Αμερική ανταλλάσσουν χρηματοροές τις οποίες διατηρούν στην FED και οι οποίες ονομάζονται «κυβερνητικά κεφάλαια» (federal funds). Η ανταλλαγή γίνεται συνήθως overnight, χωρίς παροχή εξασφαλίσεων (in an uncollateralized basis). Ιδρύματα με πλεόνασμα χρηματοροών παρέχουν ρευστότητα σε ιδρύματα με έλλειψη. Το επιτόκιο αυτό, σε κάθε ανταλλαγή, διαπραγματεύεται μεταξύ της δανειζόμενης και της δανείζουσας τράπεζας και ο σταθμικός μέσος όρος μεταξύ όλων των συναλλαγών αυτής της μορφής διαμορφώνει το Federal Funds Effective rate. Το Federal Funds rate αποτελεί σημείο αναφοράς για τις οικονομικές αγορές.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (European Central Bank - ECB) – Ευρώπη

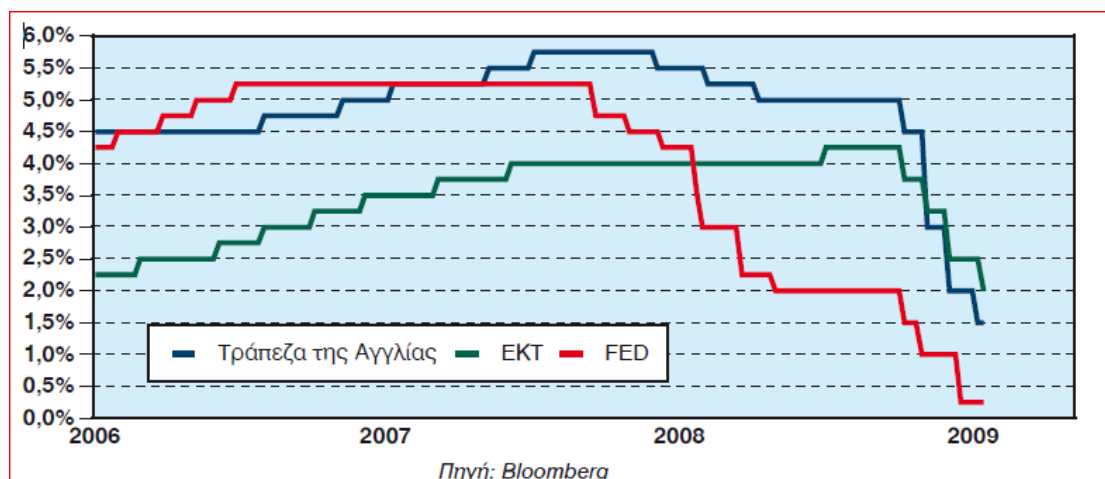
Η ΕΚΤ μέχρι τον Ιούλιο του 2008 αγνοούσε την χρηματοοικονομική κρίση έχοντας ως αποκλειστικό στόχο την αντιμετώπιση των πληθωριστικών πιέσεων στην Ζώνη του Ευρώ καθώς ο πληθωρισμός, λόγω των αυξημένων τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων, είχε φτάσει στο 4%. Στηριζόμενη σε αυτό, η ΕΚΤ πραγματοποίησε μια απρόσμενη αύξηση των επιτοκίων παρέμβασής της στο 4,25% στις 9/7/2008. Τα υψηλά αυτά επιτόκια στηρίζονταν στην ισχυρή οικονομία της ΕΕ και οδήγησαν σε ανατίμηση του ευρώ και σε υποτιμητική τάση του δολαρίου (1,593 USD/EUR την 21/7/2008). Μετά την επιδείνωση της κρίσης, η πολιτική της ΕΚΤ συντονίστηκε μερικώς με τις αντίστοιχες πολιτικές των λοιπών κεντρικών τραπεζών, αν και αρκετά καθυστερημένα. Τον Δεκέμβριο του 2008 και ενώ τα επιτόκια παρέμβασης σε ΗΠΑ και Ιαπωνία διαμορφώθηκαν στο 0%, η ΕΚΤ τα μείωσε σε 2,5% και εν συνεχεία σε 2% τον Ιανουάριο. Η ΕΚΤ διοχέτευσε ρευστότητα στην οικονομία τόσο για overnight όσο και για μεγαλύτερες ληκτότητες με πολλούς τρόπους αναμφίβολα, αλλά δυστυχώς με περιορισμένη επιτυχία. Δεν μείωσε το επιτόκιο της, όμως απέφυγε και να το αυξήσει όπως είχε ανακοινώσει ότι ήταν διατεθειμένη να κάνει στο Συμβούλιο του Αυγούστου. Για τέσσερα συνεχή συμβούλια, παρά τις πιέσεις, τα επιτόκια διατηρήθηκαν στάσιμα. Σημαντική κρίνεται η προσπάθεια της ΕΚΤ, αλλά δυστυχώς τα αποτελέσματα δεν αντάμειψαν τις προσπάθειές της.

Τράπεζα της Αγγλίας (Bank of England) – Ηνωμένο Βασίλειο

Η Τράπεζα της Αγγλίας δεν μείωσε καθόλου τα επιτόκιά της μέχρι τον Δεκέμβριο του 2007, οπότε και τα μείωσε κατά 0,25% (25 μονάδες βάσης). Ακολούθησε περαιτέρω μείωση τον Μάρτιο του 2009 οπότε και το επιτόκιο έφτασε στο 0,5%, το χαμηλότερο από την ίδρυση της τράπεζας το 1964. Παρείχε περιορισμένη ρευστότητα στην αγορά, αρχικά μόνο στην overnight διατραπεζική αγορά. Στην συνέχεια, προχώρησε και σε 3μηνες ληκτότητες με υψηλό, όμως, επιτόκιο το οποίο και δεν χρησιμοποιήθηκε. Κυρίως επικεντρώθηκε στην διάσωση της Northern Rock, μιας μεσαίου μεγέθους βρετανικής τράπεζας, η οποία και κρατικοποιήθηκε τελικά προκειμένου να

αποφύγει την πτώχευση. Μάλλον περιορισμένης εμβέλειας μπορούν να χαρακτηριστούν τα μέτρα της Τράπεζας της Αγγλίας, η οποία θεωρείται ότι λειτούργησε με λιγότερη επιτυχία στην αντιμετώπιση της κρίσης σε σχέση με την FED και την ΕΚΤ.

Διάγραμμα 13: ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ



Τράπεζα της Ιαπωνίας (Bank of Japan - BOJ) – Ιαπωνία

Η Τράπεζα της Ιαπωνίας δεν εφάρμοσε κάποια συγκεκριμένα μέτρα, ωστόσο τα πήγε πολύ καλά. Βέβαια δεν μπορούμε να είμαστε ιδιαίτερα ακριβείς σε αυτή μας την εκτίμηση, καθώς δεν κατέστη σαφές το μέγεθος της έκθεσης των ιαπωνικών πιστωτικών ιδρυμάτων στα «τοξικά ομόλογα» και σε άλλα υποτιμημένα στοιχεία ενεργητικού.

Δεν μπορούμε, ωστόσο, να παραβλέψουμε το γεγονός πως οι κεντρικές τράπεζες των ανεπτυγμένων χωρών προσπάθησαν από την αρχή εκδήλωσης της κρίσης να αποκαταστήσουν τα επίπεδα ρευστότητας για τις τράπεζες και τις οικονομίες. Προσπάθησαν να διατηρήσουν τα βραχυχρόνια επιτόκια σε κοντινά επίπεδα με τα επιτόκια παρέμβασης. Επιδίωξαν να καλύψουν το κενό από την δυσλειτουργία της διατραπεζικής αγοράς και να μειώσουν τα περιθώρια κινδύνου στα διατραπεζικά επιτόκια. Τέλος, οι κεντρικές τράπεζες

συνεργάστηκαν στενά προκειμένου να αποκαταστήσουν ικανοποιητικές συνθήκες ρευστότητας σε όλα τα νομίσματα και σε όλες τις χώρες. Στα πρώτα βήματα αυτής τους της προσπάθειας συνάντησαν αξιοσημείωτη επιτυχία η οποία στη συνέχεια περιορίστηκε έως ότου αντιστράφηκε τελείως μετά την χρεωκοπία της Lehman Brothers, οπότε και τα προθεσμιακά διατραπεζικά επιτόκια εκτοξεύτηκαν σε πολύ υψηλά επίπεδα ενώ η πρόσβαση στις διατραπεζικές αγορές περιορίστηκε και πάλι.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ ΑΝΘΡΑΚΑ ΚΑΙ ΧΑΛΥΒΑ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

Έως τα μέσα του 20^{ου} αιώνα, η Γηραιά Ήπειρος χαρακτηριζόταν από συνεχείς αντιπαραθέσεις που συνοδεύονταν από σημαντικές απώλειες σε υλικό και ανθρώπινο κεφάλαιο. Αυτός ήταν ο λόγος που ώθησε κάποιους να προτείνουν συνεργασία αντί της επικράτησης δια της βίας. Η βάση της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης είναι έως τώρα οικονομική: η κοινή διαχείριση των τομέων άνθρακα και χάλυβα, η τελωνειακή ένωση, η κοινή αγορά, και τέλος, η Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Επιπλέον, με το τέλος του 20^{ου} αιώνα είχαμε την κατάργηση της τεχνητής διαίρεσης της Ευρώπης σε Δυτική και Ανατολική, γεγονός που επέτρεψε την διεύρυνση της Ένωσης και, στο εξής, την κοινή πορεία των λαών της Ευρώπης. Οι θετικές οικονομικές συνέπειες για τους μετέχοντες εγγυώνται, με τον πλέον αποτελεσματικότερο τρόπο, την μεταξύ τους ειρήνη και ενισχύουν τους δεσμούς αλληλεξάρτησης. Επιπλέον ενθαρρύνουν την ανάπτυξη κοινών πολιτικών και σε άλλους τομείς.

Ήδη από το 1950 με την Ευρωπαϊκή Κοινότητα Άνθρακα και Χάλυβα αρχίζει η ένωση των ευρωπαϊκών χωρών σε οικονομικό και πολιτικό επίπεδο με στόχο την διασφάλιση διαρκούς ειρήνης. Αυτή ήταν και η πρώτη μορφή με την οποία παρουσιάστηκε η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και αρχικά αποτελούνταν μόνο από έξι χώρες: το Βέλγιο, τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία, το Λουξεμβούργο και την Ολλανδία. Το 1973 εντάχθηκε η Δανία, η Ιρλανδία και το Ην. Βασίλειο. Η Ελλάδα εντάχθηκε το 1981, η Ισπανία και η Πορτογαλία το 1986 και η Αυστρία, η Φινλανδία και η Σουηδία το 1995. Το 2004 πραγματοποιήθηκε η μεγαλύτερη επέκταση καθώς εντάχθηκαν στην ΕΕ 10 νέες χώρες, η Εσθονία, η Κύπρος, η Λεττονία, η Λιθουανία, η Μάλτα, η Ουγγαρία, η Πολωνία, η Σλοβακία, η Σλοβενία και η Τσεχία. Το 2007 προσχωρούν η Ρουμανία και η Βουλγαρία, ενώ σε αναμονή για ένταξη

παραμένουν η Τουρκία, η Κροατία και η Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας.

Από τα 27 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) σήμερα, 17 (Βέλγιο, Γερμανία, Εσθονία, Ιρλανδία, Ελλάδα, Ισπανία, Γαλλία, Ιταλία, Κύπρος, Λουξεμβούργο, Μάλτα, Κάτω Χώρες, Αυστρία, Πορτογαλία, Σλοβενία, Σλοβακία και Φινλανδία) έχουν υιοθετήσει το ευρώ, δηλαδή συμμετέχουν πλήρως στο Τρίτο Στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Δύο –η Δανία και το Ηνωμένο Βασίλειο– θεωρούνται κράτη μέλη με ειδικό καθεστώς, γεγονός που σημαίνει ότι σε αυτές τις χώρες παραχωρήθηκε κατ'εξαίρεση, με πρωτόκολλα που προσαρτήθηκαν στη Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (Συνθήκη ΕΚ), το δικαίωμα να επιλέξουν εάν θα συμμετέχουν ή όχι στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ. Και οι δύο κοινοποίησαν στο Συμβούλιο της ΕΕ (η Δανία το 1992 και το Ηνωμένο Βασίλειο το 1997) ότι δεν σκόπευαν να προχωρήσουν στο τρίτο στάδιο, δηλαδή ότι δεν επιθυμούσαν τη στιγμή εκείνη να συμμετάσχουν στη ζώνη του ευρώ. Οι άλλες χώρες της ΕΕ θεωρούνται σήμερα χώρες με «παρέκκλιση». Ο όρος «παρέκκλιση» σημαίνει ότι ένα κράτος μέλος δεν πληροί ακόμη τις προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του ευρώ και, κατά συνέπεια, εξαιρείται από ορισμένες, αλλά όχι όλες τις διατάξεις που κανονικά ισχύουν από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της ΟΝΕ. Πρόκειται, μεταξύ άλλων, για όλες τις διατάξεις με τις οποίες μεταβιβάζεται η αρμοδιότητα για την άσκηση νομισματικής πολιτικής στο Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

Χάρη στην επιτυχία της Κοινότητας Άνθρακα και Χάλυβα, οι έξι χώρες με τις οποίες αρχικά συστάθηκε ο θεσμός επεκτείνουν την συνεργασία τους και σε άλλους οικονομικούς τομείς. Υπογράφουν την Συνθήκη της Ρώμης το 1957, ιδρύοντας την Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) ή «Κοινή Αγορά». Πρόσωπα, εμπορεύματα και υπηρεσίες θα μπορούν να κυκλοφορούν ελεύθερα μεταξύ των κρατών-μελών. Μετά την Συνθήκη του Μάαστριχτ η ΕΟΚ μετονομάστηκε σε Ευρωπαϊκή Κοινότητα εκφράζοντας την βούληση των κρατών-μελών να επεκταθούν και σε μη οικονομικούς τομείς.

Το 1986 υπογράφεται η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη, η οποία αναθεωρεί την Συνθήκη της Ρώμης και παρέχει την βάση για ένα φιλόδοξο εξαετές

πρόγραμμα που αποσκοπεί στην εξάλειψη των εμποδίων στο ελεύθερο εμπόριο μεταξύ των κρατών της ΕΕ. Με τον τρόπο αυτό η Ενιαία ευρωπαϊκή Πράξη οδηγεί στη δημιουργία της «Ενιαίας Αγοράς». Τροποποιεί τους κανόνες λειτουργίας των ευρωπαϊκών οργάνων και διευρύνει τις κοινοτικές αρμοδιότητες, ιδίως στους τομείς της έρευνας και της ανάπτυξης, του περιβάλλοντος και της κοινής εξωτερικής πολιτικής.

Κατά την δεκαετία του 1990 μια ομάδα από ευρωπαϊκά κράτη αποφάσισαν να εγκαταλείψουν τα εθνικά τους νομίσματα και να χρησιμοποιήσουν ένα νέο κοινό νόμισμα που ονομαζόταν *ευρώ* συμμετέχοντας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ). Κατά τον G. Mankiw, μια νομισματική ένωση είναι: «μια ομάδα χωρών που έχουν υιοθετήσει οριστικά και αμετάκλητα σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ των διάφορων νομισμάτων τους». Ο σχηματισμός της ΟΝΕ ήταν ένα πολύ τολμηρό βήμα. Όμως, η διαρκής εξέλιξη του θεσμού και ο υπερδιπλασιασμός των μελών δείχνουν τόσο την αναγκαιότητα της υπερεθνικής συνεργασίας όσο και την επιτυχία της. Το βασικό σημείο αναφοράς στο σχηματισμό της ΟΝΕ είναι η Συνθήκη του Μάαστριχτ.

Με την Συνθήκη του Μάαστριχτ (επίσημα γνωστή ως Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση) το 1992 βεβαιώνεται η ίδρυση μιας Ευρωπαϊκής Ένωσης και μια «νέα φάση στη διαδικασία στενότερης ένωσης των λαών της Ευρώπης στην οποία οι αποφάσεις λαμβάνονται όσο το δυνατόν πιο κοντά στους πολίτες» (άρθρο Α). Στο επόμενο άρθρο (άρθρο Β) αναφέρονται οι σκοποί της Ένωσης οι οποίοι είναι ευρύτεροι απ' ό,τι στις προγενέστερες συνθήκες. Τα κράτη-μέλη δεσμεύονται στη δημιουργία Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης μεταξύ τους, στην εφαρμογή Κοινής Εξωτερικής Πολιτικής και Πολιτικής Ασφαλείας, στην ανάπτυξη συνεργασίας στον τομέα της δικαιοσύνης και τις εσωτερικές υποθέσεις, στη θέσπιση της ιθαγένειας της Ένωσης και στη διατήρηση του κοινοτικού κεκτημένου (Ο.Γιώτη-Παπαδάκη, 2004).

Η πρώτη φάση της ΟΝΕ είχε ξεκινήσει ήδη την 1^η Ιουλίου του 1990. Σ' αυτό το στάδιο κάθε κράτος-μέλος θεσπίζει τα κατάλληλα μέτρα ώστε να εξαλειφθούν οποιοιδήποτε περιορισμοί των κινήσεων κεφαλαίων μεταξύ

κρατών-μελών και μεταξύ κρατών-μελών και τρίτων χωρών. Επίσης κάθε κράτος-μέλος θεσπίζει πολυετή προγράμματα που έχουν ως στόχο την επίτευξη της σύγκλισης.

Η δεύτερη φάση για την πραγματοποίηση της ΟΝΕ προβλεπόταν να αρχίσει την 1^η Ιανουαρίου 1994. Σ' αυτό το στάδιο δημιουργήθηκε το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ινστιτούτο (ΕΝΙ). Το ΕΝΙ αποσκοπούσε κατά κύριο λόγο στην ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών, στον συντονισμό των νομισματικών πολιτικών των κρατών-μελών και στην παρακολούθηση της λειτουργίας του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος. Το ΕΝΙ επίσης συμβάλλει στην προπαρασκευή του τρίτου σταδίου. Με την έναρξη του τρίτου σταδίου το ΕΝΙ προβλεπόταν να αντικατασταθεί με την υπό ίδρυση Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Με την έναρξη του τρίτου σταδίου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο μετά από πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής θεσπίζει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες που καθορίζονται αμετάκλητα για τα νομίσματα των κρατών-μελών τα οποία προβλεπόταν ότι θα αντικατασταθούν από το νέο ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα, το ευρώ. Το ΕΝΙ και η Επιτροπή υποβάλλουν στο Συμβούλιο έκθεση για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των κρατών-μελών ως προς την επίτευξη της ΟΝΕ. Στις εκθέσεις αυτές εξετάζεται κατά πόσο έχει επιτευχθεί υψηλός βαθμός σταθερότητας των τιμών με γνώμονα συγκεκριμένα κριτήρια. Τα κριτήρια που θα εξασφαλίσουν την σταθερότητα των τιμών είναι:

❖ *Επίτευξη υψηλού βαθμού σταθερότητας τιμών.* Αυτό υποδεικνύεται από τα επίπεδα πληθωρισμού του υπό ένταξη κράτους, τα οποία δεν πρέπει να υπερβαίνουν παραπάνω από 1,5% το μέσο όρο των συντελεστών των τριών κρατών που έχουν το χαμηλότερο πληθωρισμό.

❖ *Σταθερότητα των δημόσιων οικονομικών.* Αυτό υποδεικνύεται από την επίτευξη χαμηλών τιμών δημοσιονομικού ελλείμματος. Η δημοσιονομική πειθαρχία εξετάζεται με βάση τα εξής δύο κριτήρια:

- το δημοσιονομικό έλλειμμα πρέπει να είναι πλησίον ή χαμηλότερα του 2% του ΑΕΠ, και
- το δημόσιο χρέος δεν μπορεί να υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ παρά μόνο αν παρουσιάζει τάση να μειωθεί στο όριο αυτό.

- ❖ Τήρηση των κανονικών περιθωρίων διακύμανσης που προβλέπονται από τον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (με απόκλιση 15%) επί δύο τουλάχιστον χρόνια χωρίς υποτίμηση έναντι του νομίσματος οποιουδήποτε άλλου κράτους-μέλους.
- ❖ Διάρκεια της σύγκλισης που θα έχει επιτευχθεί από το κράτος-μέλος και της συμμετοχής του στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του ΕΝΣ αντανακλώμενη στο επίπεδο των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Συγκεκριμένα, τα επιτόκια δεν θα μπορούν μακροπρόθεσμα να κυμαίνονται περισσότερο από 2% σε σχέση με τον μέσο όρο των τριών κρατών που έχουν τα χαμηλότερα (Ο. Γιώτη-Παπαδάκη, 2004).

Η τρίτη φάση της ONE ξεκίνησε την 1^η Ιανουαρίου 1999 παρότι η Συνθήκη του Μάαστριχτ προέβλεπε την έναρξή της την 1^η Ιανουαρίου του 1997. Το Συμβούλιο των Βρυξελλών, το Μάιο του 1998, αποφάσισε ποια κράτη πληρούσαν τις προϋποθέσεις για να συμμετάσχουν στο ενιαίο νόμισμα τον επόμενο χρόνο. Τελικά, το πρώτο κύμα συμμετοχής στο κοινό νόμισμα περιλάμβανε 11 χώρες.

Η ΕΕ κατάφερε να επιτύχει τον αρχικό κεντρικό της στόχο για την διασφάλιση της ευρωπαϊκής ειρήνης. Αυτό έχει οδηγήσει στο να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στον δεύτερο στόχο της, την δημιουργία μιας Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς στην οποία η εργασία, το κεφάλαιο, τα αγαθά και οι υπηρεσίες μπορούν να μετακινούνται ελεύθερα. Στόχος ήταν η προσφορά στις επιχειρήσεις ενός περιβάλλοντος δίκαιου ανταγωνισμού μέσα από το οποίο θα μπορούσαν να επεκταθούν στις διεθνείς αγορές. Τα νοικοκυριά, από την άλλη, θα επωφελούνταν από τις χαμηλότερες τιμές, την μεγαλύτερη ποικιλία αγαθών και τις ευκαιρίες απασχόλησης. Η οικονομία στο σύνολό της θα απολάμβανε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και ευημερίας.

Στο πλαίσιο της Ενιαίας Ευρωπαϊκής αγοράς, η δημιουργία ενός κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος θεωρήθηκε ως ένα τελικό βήμα προς την «ολοκλήρωση της αγοράς», με την οποία εννοούμε τα εξής δύο:

- Την κατάργηση του κόστους συναλλαγής από το εμπόριο εντός της ΕΕ που προέκυπτε από τα διαφορετικά εθνικά νομίσματα και εμφανίζονταν με την μορφή δασμού, και
- Της απομάκρυνσης της αβεβαιότητας και των διακυμάνσεων στην εθνική ανταγωνιστικότητα μεταξύ των μελών που προέκυπταν από τις αλλαγές των συναλλαγματικών ισοτιμιών (G. Mankiw, 2010).

Με την ολοκλήρωση και του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ κορυφώνεται μια μακριά πορεία ομοσπονδιακής προοπτικής. Βέβαια, η οικονομική ολοκλήρωση είναι μόνο το μέσο προς την πολιτική ολοκλήρωση και όχι η κατάληξη της πορείας της Ευρωπαϊκής Ενοποίησης.

2.2 ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΑ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΜΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

Είναι γνωστό ότι προκειμένου να ενταχθούν κάποιες χώρες σε μια νομισματική ένωση και να υιοθετήσουν ένα κοινό νόμισμα απαιτείται έντονη προσπάθεια ώστε να υλοποιηθούν τα κριτήρια σύγκλισης, καθώς υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση των οικονομιών των προς ένταξη χωρών. Η διαφοροποίηση αυτή αφορά τόσο το θεσμικό και νομοθετικό καθεστώς, όσο και τα επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας. Αναμφίβολα μια ένωση τέτοιου βεληνεκούς, όπως η Οικονομική και Νομισματική Ένωση, συνεπάγεται τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα. Τα παραθέτουμε παρακάτω:

2.2.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

Η υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος καθιστά τα επιμέρους νομίσματα τέλεια υποκατάστατα και συνεπάγεται άσκηση κοινής και συντονισμένης νομισματικής πολιτικής. Οι ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες παύουν να έχουν τον πρώτο λόγο. Υπάρχει ένα αυτόνομο κεντρικό όργανο – στην περίπτωση της ΕΕ και της ΟΝΕ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα- με κύρια αρμοδιότητα την λήψη αποφάσεων και την εφαρμογή μέτρων με γνώμονα την ορθότερη

άσκηση νομισματικής πολιτικής. Δεν υπάρχει διασπορά εξουσιών, γεγονός που ευνοεί την οργανωμένη και αποτελεσματική διαχείριση.

Εντός της ζώνης κοινού νομίσματος διευκολύνεται το εμπόριο μεταξύ των κρατών-μελών καθώς υπάρχει σημαντική μείωση στο κόστος συναλλαγών. Πραγματοποιείται ελεύθερη διακίνηση αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων η οποία ενισχύεται ακόμη περισσότερο από την κατάργηση των δασμών και των λοιπών επιβαρύνσεων επί των συναλλαγών. Με τον τρόπο αυτό υλοποιείται η έννοια της κοινής αγοράς που αποτελούσε έναν από τους κύριους σκοπούς ίδρυσης της ΕΕ.

Ένα έμμεσο όφελος για τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ προκύπτει από τη μείωση της διάκρισης τιμών όταν επικρατεί ένα κοινό νόμισμα. Αν τα αγαθά τιμολογούνται σε ένα ενιαίο νόμισμα, θα είναι πολύ πιο δύσκολο να κρύψει κανείς τις διαφορές των τιμών μεταξύ των χωρών. Σε περίπτωση που αυτές υφίστανται, θα αποτελούσαν πρόσφορο έδαφος για την άσκηση πολιτικής arbitrage με βάση την οποία οι άνθρωποι θα αγοράζουν αγαθά εκεί που είναι φθηνότερα (έχοντας την τάση να αυξάνουν την τιμή στην τοποθεσία αυτή) και θα μειώνουν την ζήτηση για αγαθά εκεί που είναι ακριβά (έχοντας την τάση να μειώνουν την τιμή σε αυτή την τοποθεσία). Εν καιρώ, η πολιτική αυτή θα οδηγήσει σε εξίσωση των τιμών και αδυναμία συνέχισης του arbitrage. Ωστόσο, η ΟΝΕ δεν δείχνει να μπορεί να εξαλείψει την διάκριση τιμών μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης.

Ένα ακόμη πλεονέκτημα του κοινού νομίσματος συνδέεται με την μείωση της μεταβλητότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας και την επακόλουθη μείωση της αβεβαιότητας. Η υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος συνεπάγεται «κλείδωμα» των ισοτιμιών των νομισμάτων των χωρών που συμμετέχουν σε τιμές που έχουν καθοριστεί προενταξιακά και κατά συνέπεια αδυναμία μεταβολής τους. Συνεπώς οι ισοτιμίες έχουν μετατραπεί από κυμαινόμενες σε σταθερές. Οι εισαγωγές και οι εξαγωγές ευνοήθηκαν έντονα από το γεγονός αυτό καθώς η ανησυχία για το πώς θα διαμορφωθούν μελλοντικά οι ισοτιμίες δεν αποτελούσε πλέον ανασταλτικό παράγοντα για την πραγματοποίησή τους. Στην πορεία, η αύξηση των εισαγωγών και των εξαγωγών συνέβαλλε και στην αύξηση της οικονομικής ευημερίας των κρατών. Το ίδιο ευνοημένες υπήρξαν και οι επενδύσεις καθώς η αύξηση της εμπιστοσύνης του κόσμου λόγω των σταθερών οικονομικών συνθηκών συνέβαλλε στη δημιουργία

θετικών προσδοκιών, αύξησης των επενδύσεων οι οποίες με την σειρά τους συνέβαλλαν σε μεγαλύτερη οικονομική μεγέθυνση.

Προαπαιτούμενο της ένταξης των κρατών στην ΟΝΕ ήταν η επίτευξη και η διατήρηση σταθερών επιπέδων πληθωρισμού, δηλαδή η επίτευξη σταθερότητας τιμών. Με αυτό τον τρόπο, η αξία του χρήματος δεν διαβρώνεται με την πάροδο του χρόνου καθώς ο πληθωρισμός αποτελεί έμμεση μορφή φόρου και κατά συνέπεια η σταθερή τιμή του δεν επηρεάζει τις αποταμιεύσεις και τις επενδύσεις του κοινού. Μια τέτοια κατάσταση ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και των καταναλωτών στην οικονομία, ενισχύοντας παράλληλα την ανταγωνιστικότητά της. Συνεπώς οι χώρες που ανταποκρίθηκαν στα κριτήρια ένταξης και ενσωμάτωσαν το ευρώ στις συναλλαγές τους, κατάφεραν να μετατρέψουν τα πιο «ασταθή» νομίσματά τους σε ένα κοινό «σταθερό» νόμισμα που ήταν σημαντικά ανταγωνιστικό. Θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η σταθερότητα των τιμών είναι ένα από τα σημαντικότερα οφέλη της Νομισματικής Ένωσης.

Με την ένταξη στην ΟΝΕ επετεύχθη σύγκλιση των επιμέρους εθνικών επιτοκίων και κατά συνέπεια κατάργηση του συναλλαγματικού κινδύνου και του συνδεδεμένου με αυτού ασφαλίστρου. Επιπλέον, υπήρξε περιορισμός του πιστωτικού κινδύνου και του συνδεδεμένου με αυτού ασφαλίστρου καθώς οι κανόνες που θα διέπουν τη δημοσιονομική πολιτική των χωρών της Νομισματικής Ένωσης θα έχουν ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση ισοσκελισμένων μεσοπρόθεσμα προϋπολογισμών και υποχώρηση του δημόσιου χρέους. Παράλληλα, επιτυγχάνεται μείωση του κινδύνου ρευστότητας και του συνδεδεμένου με αυτόν ασφαλίστρου, το μέγεθος της οποίας θα εξαρτηθεί από το βαθμό ενσωμάτωσης των επιμέρους αγορών στην ΟΝΕ (το ασφάλιστρο, ωστόσο, θα έχει υψηλότερη τιμή στις περιφερειακές κεφαλαιαγορές π. χ Ελλάδα). Συνεπώς, με την δημιουργία της κοινής αγοράς τα κράτη-μέλη κατάφεραν να μειώσουν τα επιτόκια δανεισμού που είχαν προενταξιακά προβάλλοντας ως εγγύηση το ίδιο το καθεστώς της Ένωσης. Βέβαια, περισσότερο ευνοημένες από την μείωση των ασφαλιστρών ήταν οι χώρες με υψηλά προηγούμενα επιτόκια δανεισμού.

Τέλος, ένα ακόμη πλεονέκτημα μιας νομισματικής ένωσης είναι η ελεύθερη κυκλοφορία εργαζομένων εντός των συνόρων της η οποία ευνοείται από την χρήση του κοινού νομίσματος το οποίο εξισορροπεί το κόστος

διαβίωσης. Έτσι, επιτυγχάνεται βελτίωση του ατομικού βιοτικού επιπέδου, μείωση του πληθυσμού στις φτωχές περιοχές και κατά συνέπεια βελτίωση της ποιότητας ζωής για τον υπόλοιπο πληθυσμό.

2.2.2 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

Το σημαντικότερο, ίσως, μειονέκτημα μιας νομισματικής ένωσης είναι η εμφανής διαφοροποίηση των εμπλεκόμενων οικονομιών. Προβλήματα θα ανακύψουν όταν οικονομίες με διαφορετικές θεμελιώδεις οικονομικές δομές, επίπεδα αποδοτικότητας, παραγωγικότητας και πληθωρισμού συνωστιστούν υπό την σκέπη ενός κοινού νομίσματος. Αν όλες οι οικονομίες ήταν ίδιες και είχαν τους ίδιους στόχους, πιθανότατα θα υιοθετούσαν τις ίδιες πολιτικές και θα ανταποκρίνονταν με τον ίδιο τρόπο στις μεταβαλλόμενες συνθήκες. Όμως, οι οικονομίες δεν είναι οι ίδιες και είναι απαραίτητο να περιοριστούν σημαντικά οι μεμονωμένοι κανόνες άσκησης νομισματικής πολιτικής προκειμένου να υπάρξει επιτυχημένη εφαρμογή του καθεστώτος σταθερών ισοτιμιών.

Ένα εξίσου σημαντικό μειονέκτημα, που συνεπάγεται και μεγάλο κόστος για τις οικονομίες που συμμετέχουν σε μια ζώνη κοινού νομίσματος, συνδέεται με το γεγονός ότι οι χώρες πρέπει να εγκαταλείψουν το εθνικό τους νόμισμα και την ελευθερία να χρησιμοποιούν ως μέσο την υποτίμηση για την αντιμετώπιση δυσμενών συγκυριών. Το κοινό νόμισμα και οι σταθερές ισοτιμίες καθιστούν αδύνατη την υποτίμηση, αφήνοντας χώρο μόνο για μια υποτυπώδη μορφή της, την «εσωτερική υποτίμηση» εντός των κρατικών συνόρων.

Επιπλέον, η ΕΚΤ με βάση τη Συνθήκη της ΕΕ, ορίστηκε το μοναδικό αρμόδιο όργανο άσκησης νομισματικής πολιτικής. Δεν δέχεται υποδείξεις από τις κυβερνήσεις ούτε παρεμβάσεις από τις λοιπές κεντρικές τράπεζες οι οποίες λειτουργούν υπό τις εντολές της. Δεν υπόκειται σε έλεγχο ούτε λογοδοτεί σε ανώτερη αρχή. Οι συνθήκες αυτές επιτρέπουν στην Κεντρική Τράπεζα, εάν το επιθυμεί, να αυθαιρετεί ή να λειτουργεί μεροληπτικά εφόσον δεν υπάρχει εποπτεία των αποφάσεών της.

Ένα ακόμη σημαντικό μειονέκτημα μια ένωσης κοινού νομίσματος είναι η αδυναμία επιλογής των επιπέδων πληθωρισμού ενώ ο ίδιος περιορισμός υπάρχει και όσον αφορά τη δυνατότητα μεταβολής των επιτοκίων. Η δυνατότητα διαμόρφωσης κατάλληλων τιμών επιτοκίων και πληθωρισμού ήταν ένα πολύ σημαντικό εργαλείο στα χέρια όσων χάρασαν πολιτική επιτρέποντάς τους να αντιμετωπίζουν υφέσεις της οικονομίας και να την οδηγούν σε έξοδο από αυτές. Το κοινό νόμισμα δεν επιτρέπει την εφαρμογή μιας τέτοιας στρατηγικής.

Σε μια κοινή αγορά, όπως είναι η ΟΝΕ, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις και οι τραπεζικοί πανικοί μεταδίδονται πολύ πιο εύκολα μεταξύ των κρατών-μελών (χαρακτηριστικό παράδειγμα η κρίση του 2007). Συνδετικός κρίκος μεταξύ των χωρών είναι το κοινό νόμισμα και οι συνέπειες των κρίσεων που το επηρεάζουν διαχέονται άμεσα κυρίως μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Δημιουργείται έτσι ένα «ντόμινο» αρνητικών επιδράσεων που πλήττει ακόμα και τις οικονομίες που αν λειτουργούσαν αυτόνομα χωρίς περιορισμούς, ενδεχομένως να μπορούσαν να ανταπεξέλθουν πληρέστερα.

Τέλος, η ανοιχτή αγορά που δημιουργείται και που επιτρέπει μεταξύ άλλων και την ελεύθερη διακίνηση ανθρώπινου κεφαλαίου συνδράμει στην μείωση του ενεργού ανθρώπινου δυναμικού από κάποιες ήδη φτωχές χώρες με περιορισμένο εργατικό δυναμικό και δυσμενείς προοπτικές εξέλιξης και στον κορεσμό κάποιων άλλων περιοχών με τα ακριβώς αντίθετα χαρακτηριστικά. Συνεπώς, παρατηρείται συνωστισμός στα κέντρα εμπορίου και εργασίας και απογύμνωση των περιφερειακών οικονομιών.

Συμπεραίνουμε ότι παρά τα σημαντικά, ομολογουμένως, μειονεκτήματα της Νομισματικής Ένωσης η ιδέα της δημιουργίας μιας κοινής αγοράς εξακολουθεί να φαντάζει μια ελπιδοφόρα αν και ριψοκίνδυνη επιλογή. Ωστόσο, είναι ίσως η μόνη στρατηγική που μπορεί να προάγει την αναπτυξιακή δυναμική της ευρωπαϊκής «περιφέρειας» καθιστώντας την εξίσου ανταγωνιστική με τις χώρες του «κέντρου», γεγονός που ενδεχομένως να μην μπορούσε να πραγματοποιηθεί με τις προγενέστερες συνθήκες.

2.3 Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΙ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ δημιούργησε σε κοινοτικό επίπεδο δύο νέους μηχανισμούς διαχείρισης των νομισματικών και συναλλαγματικών αρμοδιοτήτων που αποσπώνται από τα κράτη μέλη, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Την 1^η Ιουνίου του 1998 ιδρύθηκε η ΕΚΤ, το κατεξοχήν αρμόδιο όργανο άσκησης νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ το οποίο, παράλληλα, εκδίδει τους αναγκαίους κανονισμούς και λαμβάνει τις αναγκαίες αποφάσεις για την εκτέλεση των καθηκόντων που ανατίθενται στο ΕΣΚΤ. Την 1^η Ιανουαρίου του 1999 τα κράτη-μέλη που συμμετέχουν στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ μεταβίβασαν συνολικά τις αρμοδιότητές τους στον τομέα της νομισματικής πολιτικής στο ΕΣΚΤ, το οποίο αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μαζί με τις κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών-μελών της ΕΕ συμπεριλαμβανομένων και εκείνων των χωρών που ακόμα δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ (Δανία, Ην. Βασίλειο, Σουηδία). Η οργάνωση των κεντρικών τραπεζών των χωρών που έχουν υιοθετήσει ως επίσημο νόμισμά τους το ευρώ και της ΕΚΤ είναι γνωστή ως Ευρωσύστημα και αποτελεί ένα «υποσύνολο» του ΕΣΚΤ.

Το ΕΣΚΤ δεν αποτελεί κοινοτικό όργανο, ούτε διαθέτει νομική προσωπικότητα. Πρόκειται για ένα συνδεδετικό κρίκο που ενώνει την ΕΚΤ με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών. Η διάρθρωση του ΕΣΚΤ μοιάζει με αυτή του αμερικάνικου Federal Reserve System (FED). Στο πλαίσιο αυτό ο κεντρικός ρόλος ανατίθεται στην ΕΚΤ, της οποίας τα διευθυντικά όργανα διοικούν το ΕΣΚΤ, ενώ οι κεντρικές τράπεζες υπόκεινται στις κατευθύνσεις και τις οδηγίες της. Με τον τρόπο αυτό, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες εντάσσονται οργανωτικά ταυτόχρονα στην κοινοτική και την εθνική διοίκηση.

Η ΕΚΤ έχει νομική προσωπικότητα και είναι απολύτως ανεξάρτητη έναντι των εθνικών και ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων. Διασφαλίζει την καλή

λειτουργία της ONE διευθύνοντας το ΕΣΚΤ. Η αποστολή της είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών με τον καθορισμό της νομισματικής πολιτικής της Ένωσης. Για την άσκηση των αρμοδιοτήτων που παρέχονται στο ΕΣΚΤ, η Συνθήκη αναγνωρίζει στην ΕΚΤ *ίδια κανονιστική εξουσία*. Στο πλαίσιο αυτό η ΕΚΤ εκδίδει κανονισμούς που δεσμεύουν ευθέως τους ιδιώτες, συνήθως τραπεζικές και ασφαλιστικές επιχειρήσεις, στα κράτη-μέλη. Παράλληλα, προβλέπονται ορισμένα μέτρα διαφάνειας, στα οποία ανήκει κυρίως η υποχρέωση της ΕΚΤ να υποβάλλει στα κοινοτικά όργανα και στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ετήσια έκθεση σχετικά με τα πεπραγμένα του ΕΣΚΤ και την ακολουθούμενη νομισματική πολιτική. Δεν προβλέπεται η δημοσίευση των πρακτικών των συνεδριάσεων των διοικούντων οργάνων της ΕΚΤ. Αυτό που ουσιαστικά επιδιώκεται είναι η δημιουργία συνθηκών διαφάνειας και ομαλής λειτουργίας.

Θα πρέπει να αναφέρουμε ότι τόσο η ΕΚΤ όσο και το ΕΣΚΤ κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους δεν ζητούν ούτε δέχονται υποδείξεις από τα κοινοτικά όργανα, από τις κυβερνήσεις των κρατών-μελών ή από άλλο οργανισμό. Η ανεξαρτησία αυτή των νομισματικών αρχών αποτελεί την εγγύηση της αποτελεσματικότητάς τους.

Όπως προείπαμε, τα όργανα που διοικούν την ΕΚΤ είναι τα ίδια όργανα που διοικούν και το ΕΣΚΤ. Τα όργανα αυτά παρατίθενται παρακάτω:

❖ **το Διοικητικό Συμβούλιο:** αποτελείται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι το κύριο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Διαμορφώνει τις κατευθυντήριες γραμμές και λαμβάνει αποφάσεις για την εκπλήρωση των καθηκόντων της ΕΚΤ. Κύριο καθήκον του είναι ο καθορισμός της νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ.

❖ **η Εκτελεστική Επιτροπή:** η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και από άλλα τέσσερα μέλη. Τα μέλη διορίζονται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Η Εκτελεστική Επιτροπή εφαρμόζει την νομισματική πολιτική όπως καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Για το λόγο αυτό δίνει τις απαραίτητες οδηγίες στις εθνικές

κεντρικές τράπεζες. Προετοιμάζει τις συναντήσεις του Δ.Σ και ασχολείται με την τρέχουσα διαχείριση της ΕΚΤ.

❖ **το Γενικό Συμβούλιο:** το Γενικό Συμβούλιο αποτελείται από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ καθώς και από τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών του συνόλου των κρατών της Ένωσης. Το Γενικό Συμβούλιο συγκεντρώνει, κατά συνέπεια, τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών που έχουν εγκρίνει το ευρώ αλλά και όσων δεν το έχουν ακόμα υιοθετήσει. Το Γενικό Συμβούλιο θεωρείται τι τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ, με πιο περιορισμένες αρμοδιότητες συγκριτικά με τα προηγούμενα δύο. Η αποστολή του είναι να συμβάλλει στα συμβουλευτικά καθήκοντα της ΕΚΤ. Επιπλέον, είναι υπεύθυνο να συγκεντρώνει στατιστικές πληροφορίες, να εκπονεί εκθέσεις δραστηριότητας κλπ. [«Ευρωπαϊκή Ένωση: Δίκαιο, Οικονομία, Πολιτική», Ν. Μούσης, 2003].

Αρμοδιότητες της ΕΚΤ

Η κύρια αποστολή της ΕΚΤ είναι να διασφαλίζει ότι εκτελούνται οι αποστολές του ΕΣΚΤ. Ενεργεί σε συμφωνία με τις κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών. Ωστόσο, η ΕΚΤ είναι αυτή που αποφασίζει τις προϋποθέσεις σύμφωνα με τις οποίες οι εθνικές κεντρικές τράπεζες επιτρέπεται να παρεμβαίνουν. Τα καθήκοντα της ΕΚΤ συνοψίζονται στα παρακάτω:

- η έκδοση χαρτονομισμάτων και κερμάτων, καθώς η ΕΚΤ είναι ο μόνη αρμόδια για την έγκριση έκδοσης τραπεζογραμματίων στη ζώνη του ευρώ. Τα κράτη-μέλη μπορούν να εκδίδουν κέρματα αφού προηγουμένως η ΕΤ έχει εγκρίνει την ποσότητα,
- οι πράξεις ανοιχτής αγοράς, δηλαδή όταν η ΕΚΤ ή οι εθνικές κεντρικές τράπεζες παρεμβαίνουν στις κεφαλαιαγορές,
- οι πιστωτικές εργασίες με τα πιστωτικά ιδρύματα ή άλλους φορείς της αγοράς,
- την επιβολή της υποχρέωσης στα πιστωτικά ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα στα κράτη-μέλη να συγκροτούν ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά στην ΕΚΤ ή τις εθνικές κεντρικές τράπεζες
- την έγκριση κανονισμών για την αποτελεσματικότητα και την σταθερότητα των συστημάτων πληρωμών και συμψηφισμού

- τις διεθνείς σχέσεις με τις κεντρικές τράπεζες και τα πιστωτικά ιδρύματα τρίτων χωρών και διεθνών οργανισμών¹⁶.

Αρμοδιότητες του ΕΣΚΤ

- να κανονίζει και να εφαρμόζει την κοινή νομισματική πολιτική σε σχέση με το ευρώ
- να διενεργεί συναλλαγματικές πράξεις βάσει οδηγιών του Διοικητικού Συμβουλίου
- να κατέχει και να διαχειρίζεται τα επίσημα συναλλαγματικά διαθέσιμα των κρατών-μελών
- να εξασφαλίζει ότι τα συστήματα πληρωμών λειτουργούν ομαλά εντός της ζώνης του ευρώ
- να συνεισφέρει στην διαχείριση των απαραίτητων πολιτικών εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων και να εξασφαλίζει την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος
- να εγκρίνει την έκδοση χαρτονομισμάτων μέσα στην ζώνη του ευρώ
- να διαδραματίζει συμβουλευτικό ρόλο στις κοινοτικές προτάσεις ή τις εθνικές πρωτοβουλίες που εμπίπτουν στο πεδίο των αρμοδιοτήτων του και συγκεκριμένα πρέπει να γνωμοδοτεί το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με οποιοδήποτε θέμα αφορά την πολιτική ισοτιμίας εκτός των ορίων της ΕΕ¹⁷.

¹⁶ Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework

¹⁷ Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://web.dip-badajoz.es/eurolocal/eltxt/eu/origenes/sebc.htm>

2.4 ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) είναι ένας διεθνής οργανισμός ο οποίος επιβλέπει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα παρακολουθώντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τα ισοζύγια πληρωμών και προσφέροντας οικονομική και τεχνική βοήθεια όταν του ζητηθεί. Το ΔΝΤ ιδρύθηκε στις 27 Δεκεμβρίου του 1945 στην Ουάσιγκτον ύστερα από συμφωνία 29 χωρών που είχαν συμβάλλει στο 80% του κεφαλαίου. Επίσημα ξεκίνησε την λειτουργία του την 1^η Μαρτίου του 1947. Έδρα του ορίστηκε η Ουάσιγκτον, ως πρωτεύουσα της χώρας με το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής. Ανώτατο διοικητικό όργανο του ΔΝΤ είναι το Συμβούλιο των Διοικητών, στο οποίο κάθε μέλος του Ταμείου εκπροσωπείται από έναν Διοικητή και έναν αναπληρωματικό για πέντε συνεχή έτη. Το Συμβούλιο συνέρχεται μία φορά τον χρόνο στην «Τακτική Συνέλευση». Πολλές από τις εξουσίες του Συμβουλίου των Διοικητών έχουν μεταβιβαστεί στο Εκτελεστικό Συμβούλιο, το αμέσως υφιστάμενο όργανο του ΔΝΤ. Πρόεδρος του Ταμείου, μετά την πρόσφατη παραίτηση του Dominique Strauss-Kahn, ορίστηκε η γαλλίδα πρώην υπουργός οικονομικών Christine Lagarde η οποία ανέλαβε χρέη στις 7 Ιουλίου 2011.

Μέλη του ΔΝΤ γίνονται δεκτά μόνο ελεύθερες και κυρίαρχες χώρες. Εφόσον το Διοικητικό Συμβούλιο εγκρίνει την ένταξη μιας χώρας, η τελευταία θα πρέπει να λάβει τα κατάλληλα νομικά μέτρα σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία της προκειμένου να υπογράψει την σχετική συμφωνία. Το μερίδιο ενός μέλους (quota) το οποίο είναι ανάλογο της οικονομικής του δυνατότητας καθορίζει την συνδρομή που πρέπει να πληρώνει, το βάρος της ψήφου του καθώς και την πρόσβαση σε χρηματοδοτήσεις του ΔΝΤ. Κάθε μέλος μπορεί ελεύθερα να αντλήσει μέχρι το 25% του μεριδίου του για να καλύψει ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών του. Για άντληση κεφαλαίων άνω του 25% απαιτείται ειδική συμφωνία με το Ταμείο.

Κύριος σκοπός του Διεθνούς Νομισματικού ταμείου είναι η προώθηση της διεθνούς νομισματικής συνεργασίας μεταξύ των κρατών-μελών. Πιο

συγκεκριμένα, αποστολή του είναι «να συμβάλλει στην επέκταση και στην ισόρροπη ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου, επομένως να συμβάλλει στην επίτευξη και διατήρηση υψηλών επιπέδων εργασίας και πραγματικού εισοδήματος και στην ανάπτυξη των πλουτοπαραγωγικών πηγών όλων των μελών ως κυρίαρχους στόχους οικονομικής πολιτικής»¹⁸. Για τον λόγο αυτό προωθούνται συγκεκριμένα μέτρα, μεταξύ των οποίων:

- ❖ Η ενιαία διαδικασία ομαλής προσαρμογής κάθε κράτους-μέλους στις συναλλαγματικές ισοτιμίες,
- ❖ Διεθνείς διαβουλεύσεις σε περιπτώσεις σημαντικών αλλαγών των ακολουθούμενων συναλλαγματικών πρακτικών,
- ❖ Επιβολές ορισμένων περιοριστικών συναλλαγματικών μέτρων, και
- ❖ Άρση των παραπάνω μέτρων ύστερα από διαπιστωμένη βελτίωση της οικονομικής θέσης του κράτους-μέλους.

Μια από τις κυριότερες ευθύνες του ΔΝΤ είναι η χορήγηση δανείων σε κράτη που αντιμετωπίζουν έντονα οικονομικά προβλήματα. Κάτι τέτοιο επιτρέπει στις χώρες να σταθεροποιήσουν το νόμισμά τους, να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους και να αποκαταστήσουν τις συνθήκες για ισχυρή οικονομική ανάπτυξη. Μια χώρα μπορεί να ζητήσει οικονομική βοήθεια από το ΔΝΤ εάν δεν βρίσκει επαρκή χρηματοδότηση με προσιτούς όρους για να καλύψει τις πληρωμές της. Ο όγκος δανείων που χορηγούνται από το ΔΝΤ μεταβάλλονται από χρόνο σε χρόνο ανάλογα με τις οικονομικές συγκυρίες.

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση του 2007 έθεσε και πάλι σε κίνηση τον μηχανισμό δανειοδότησης του Ταμείου, καθώς μεγάλος αριθμός κρατών κατέστη αδύνατο να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες όσο και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις με αποτέλεσμα να κρίνεται αναγκαία και απαραίτητη η συμβολή του ΔΝΤ προκειμένου οι οικονομίες να καταφέρουν να εξέλθουν το συντομότερο δυνατό από την βαθιά ύφεση. Με μεγάλη συμβολή από τις χώρες-πιστωτές, η δανειακή δυνατότητα του Ταμείου τριπλασιάστηκε αγγίζοντας τα 750 δις. δολάρια. Προκειμένου να χρησιμοποιήσει αυτά τα κεφάλαια αποτελεσματικά, το Ταμείο αναδιαμόρφωσε τις πολιτικές του δημιουργώντας ένα ευέλικτο πλαίσιο δανεισμού τόσο για τις πιο ισχυρές όσο και για τις λιγότερο ισχυρές οικονομικά χώρες. Η σημαντικότερη μεταβολή

¹⁸ "The effect of IMF programs on economic growth", A. Przeworski, J. R. Vreeland, Journal of Development Economics, Vol.62, 2000

αφορούσε το γεγονός ότι πλέον οι χώρες θα δανείζονται με βάση τις ανάγκες τους και όχι το μερίδιο συμμετοχής τους στο ΔΝΤ.

Βασική προϋπόθεση δανεισμού εξακολουθεί να παραμένει η εφαρμογή συγκεκριμένων προαπαιτούμενων μέτρων από τις δανειζόμενες χώρες. Τα μέτρα αυτά αφορούν δημοσιονομική λιτότητα (περιορισμός δημόσιων δαπανών και αύξηση φορολογίας), συσταλτική νομισματική πολιτική (αύξηση επιτοκίων) και κατά περίπτωση υποτίμηση του νομίσματος της εκάστοτε χώρας. Λόγω των αυστηρών μέτρων δημοσιονομικής και νομισματικής πειθαρχίας, οι χώρες αποφεύγουν την προσφυγή στο ΔΝΤ αν δεν υπάρχει άμεση ανάγκη άντλησης ρευστότητας. Κατ' εξαίρεση, κάποιες χώρες μπορεί να προσφεύγουν στο Ταμείο όχι για να δανειστούν αλλά για να «επιβάλλουν» κάποια μέτρα για τα οποία αντιμετωπίζουν έντονες αντιδράσεις στο εσωτερικό. Αυτές θα καμφθούν αν χρησιμοποιηθεί ως πρόσχημα η επιβολή τους από το ΔΝΤ, καθώς άρνηση υλοποίησης τους δεν αποτελεί αντίδραση προς την εκάστοτε κυβέρνηση αλλά αρνητική στάση απέναντι στο Ταμείο με τις όποιες αρνητικές επιπτώσεις αυτό μπορεί να συνεπάγεται. Τέτοια μέτρα μπορεί να αφορούν π.χ. αναδιάρθρωση των δημόσιων οικονομικών.

Ωστόσο, η κυρίαρχη αιτία προσφυγής δεν είναι άλλη από το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών και την έλλειψη επαρκών αποθεμάτων. Ωστόσο, στον αντίποδα προβάλλεται το επιχείρημα ότι μπορεί η στήριξη του Ταμείου να συμβάλλει στην αντιμετώπιση έκτακτων οικονομικών αναγκών αλλά παράλληλα μπορεί να αποτελεί τροχοπέδη στην ανάπτυξη όσο οι χώρες παραμένουν υπό το καθεστώς της στήριξης, χωρίς να συνεπάγεται ότι κατά την έξοδο θα επανέλθουν τα προηγούμενα πλεονεκτήματα. Γι' αυτό, προτού κάποια χώρα επιλέξει να χρησιμοποιήσει την εξωτερική βοήθεια θα πρέπει πρώτα να σταθμίσει τα οφέλη που θα αποκομίσει αλλά και τις επιπτώσεις που αυτή συνεπάγεται για την μεταγενέστερη πρόοδο και ευημερία.

Παρόλα αυτά, αυτό που ξεκίνησε σαν ένας μικρός οργανισμός με περιορισμένους στόχους κατέληξε σήμερα να είναι ένας παγκόσμιος οικονομικός οργανισμός διεθνούς βεληνεκούς. Από τον Ιούνιο του 2009, οπότε έγινε και η τελευταία είσοδος μέλους, το Ταμείο αριθμεί πλέον 186 κράτη-μέλη.

2.5 ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΤΑΜΕΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ

Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF – European Financial Stability Facility) είναι ένα όργανο ειδικού σκοπού που συμφωνήθηκε από τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν υιοθετήσει το ευρώ στις 9 Μαΐου 2010 με στόχο τη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας στην Ευρώπη με την παροχή οικονομικής βοήθειας προς τα κράτη της Ευρωζώνης σε οικονομική δυσκολία. Η επίσημη ημερομηνία ίδρυσής του είναι η 7^η Ιουνίου 2010 ενώ η πλήρης δράση του ξεκίνησε στις 4 Αυγούστου 2010. Έδρα του είναι το Λουξεμβούργο. Διευθύνων Σύμβουλος είναι ο Klaus Regling ενώ Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι ο Thomas Wieser. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από διαπρεπείς εκπροσώπους των κρατών της ζώνης του ευρώ.

Τα κυριότερα όργανα που χρησιμοποιεί το Ταμείο προκειμένου να υλοποιήσει τους στόχους για τους οποίους συστάθηκε είναι τα παρακάτω:

- ❖ παροχή δανείων σε χώρες που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα (ικανότητα δανεισμού 440 δις. ευρώ),
- ❖ παρέμβαση στις πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές χρέους. Η παρέμβαση στις δευτερογενείς αγορές χρέους γίνεται στα πλαίσια ανάλυσης της ΕΚΤ με βάση την οποία αναγνωρίζεται η ύπαρξη εξαιρετικών συνθηκών κινδύνου για την οικονομική σταθερότητα στις αντίστοιχες αγορές.
- ❖ δράση στα πλαίσια προληπτικών προγραμμάτων,
- ❖ οικονομική αναδιάρθρωση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω δανεισμού στις κυβερνήσεις¹⁹.

Ο ευρωπαϊκός μηχανισμός μπορεί να εκδώσει ομόλογα ή άλλα χρεόγραφα στην αγορά με την υποστήριξη του Γερμανικού Γραφείου Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους για να αυξήσει τα κεφάλαια που απαιτούνται για την παροχή δανείων προς χώρες της Ευρωζώνης με οικονομικά προβλήματα, να προχωρήσει σε αναδιάρθρωση των κεφαλαίων των τραπεζών ή να αγοράσει κρατικά ομόλογα. Η έκδοση των ομολόγων θα συνοδεύεται από

¹⁹ Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>

εγγυήσεις που παρέχονται από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ ανάλογα με το μερίδιό τους στο καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων παρέχει υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων και διοικητική υποστήριξη μέσω συμβάσεων σε επίπεδο υπηρεσιών. Το σημαντικό χαρακτηριστικό του Ταμείου είναι ότι έχει την μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση (AAA από την Fitch Ratings και την Standard & Poor's και Aaa από την Moody's).

Η διευκόλυνση δανεισμού μπορεί να λειτουργήσει μόνο κατόπιν αιτήματος υποστήριξης από ένα κράτος-μέλος της ζώνης του ευρώ και εφόσον ένα οικονομικό πρόγραμμα της χώρας έχει τεθεί υπό συζήτηση στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ και έχει γίνει ομόφωνα δεκτό από το Euro group (υπουργοί οικονομικών της ζώνης του ευρώ). Δανεισμός από το Ταμείο γίνεται μόνο εφόσον η χώρα δεν μπορεί να δανειστεί από τις αγορές σε αποδεκτές τιμές. Ειδικότερα, το Ταμείο δεν αποτελεί την πρώτη επιλογή προσφυγής όταν υπάρχει ανάγκη δανεισμού καθώς λειτουργεί όμοια με οποιαδήποτε ξένη απαίτηση απέναντι σε μια χώρα. Ωστόσο, αποτελεί πηγή δανεισμού μόνο για τις χώρες του ευρώ.

Η δυνατότητα χρηματοδότησης του Ταμείου στηρίζεται στην εξασφάλιση που προσφέρουν τα κράτη-μέλη της Ζώνης του ευρώ και στην οικονομική συνεισφορά τους ανάλογα με την συμμετοχή του κάθε κράτους.

Στις 17 Δεκεμβρίου του 2010 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε ότι πρέπει να θεσπιστεί μόνιμος μηχανισμός ο οποίος θα διασφαλίζει την χρηματοοικονομική σταθερότητα του συνόλου της ευρωζώνης. Ο μηχανισμός αυτός αποκαλείται Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας και θα αντικαταστήσει το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης που θα εξακολουθούν να ισχύουν έως τον Ιούνιο του 2013. Ο μηχανισμός θα ενεργοποιηθεί με αμοιβαία συμφωνία των κρατών-μελών της ευρωζώνης σε περίπτωση κινδύνου της σταθερότητας του συνόλου. Ο νέος μηχανισμός θα προσφέρει ταχείες και αποτελεσματικές ενέσεις ρευστότητας με βάση αυστηρά προγράμματα οικονομικής και δημοσιονομικής προσαρμογής που

θα εφαρμόζονται από τα κράτη-μέλη και οι οποίες θα διασφαλίζουν την βιωσιμότητα του χρέους.

Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι η σύσταση και η μεταγενέστερη τροποποίηση μηχανισμών στήριξης καθίσταται αναγκαία και απαραίτητη συνθήκη για την αντιμετώπιση έκτακτων και δυσμενών οικονομικών συγκυριών. Οι αρχηγοί των κρατών - μελών της ΕΕ, αναγνωρίζοντας την ανάγκη αυτή, προχώρησαν στην σύσταση των Ταμείων Στήριξης για να επιταχύνουν όσο το δυνατόν περισσότερο την έξοδο των οικονομιών από την κρίση και την εμφάνιση των πρώτων σημαδιών ανάπτυξης και προόδου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ

Ο όρος οικονομικός κύκλος (ή επιχειρηματικός κύκλος) αναφέρεται στις ευρείες διακυμάνσεις της παραγωγής ή της οικονομικής δραστηριότητας σε μια οικονομία της αγοράς²⁰ μέσα σε χρονικό διάστημα πολλών ετών ή μηνών. Αυτές οι διακυμάνσεις αναφέρονται σε επίπεδα ανάπτυξης και τυπικά περιλαμβάνουν περιόδους ταχείας οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας (εξάρσεις) και περιόδους έντονης οικονομικής δυσπραγίας (υφέσεις). Κάθε κύκλος περιλαμβάνει μία φάση ανάπτυξης και μία ύφεσης το τέλος της ύφεσης σηματοδοτεί την αρχή της επόμενης ανάπτυξης κ.ο.κ. ακολουθώντας μια συνεχή εναλλαγή²¹.

Ωστόσο ο όρος οικονομικός κύκλος δεν είναι ορθός γιατί υπονοεί ότι η οικονομική δραστηριότητα ξεκινάει από ένα σημείο, και μετά την διαγραφή μιας κυκλικής τροχιάς, καταλήγει και πάλι στο ίδιο σημείο. Κάτι τέτοιο, όμως, δεν ισχύει γιατί προϋποθέτει οικονομική στασιμότητα η οποία δεν συναντάται σε καμία οικονομία. Παρότι, λοιπόν, ονομάζονται κύκλοι, αυτές οι διακυμάνσεις στην οικονομική δραστηριότητα δεν ακολουθούν κάποια προβλέψιμη περιοδική κίνηση. Οι οικονομικοί κύκλοι συνήθως μετρώνται αν λάβουμε υπόψη τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, το εισόδημα των νοικοκυριών, τα επίπεδα απασχόλησης κ.α. Οι μεταβλητές αυτές ονομάζονται *δείκτες των οικονομικών κύκλων*.

Σύμφωνα με τον A.F. Burns, «Οι οικονομικοί κύκλοι δεν είναι απλώς διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας. Το στοιχείο που τους διαφοροποιεί από τα εμπορικά ξεσπάσματα των προηγούμενων αιώνων ή από τις εποχικές ή άλλου τύπου βραχυπρόθεσμες εκδηλώσεις της εποχής μας είναι ότι αυτές οι διακυμάνσεις παρουσιάζουν ευρεία διάχυση στην

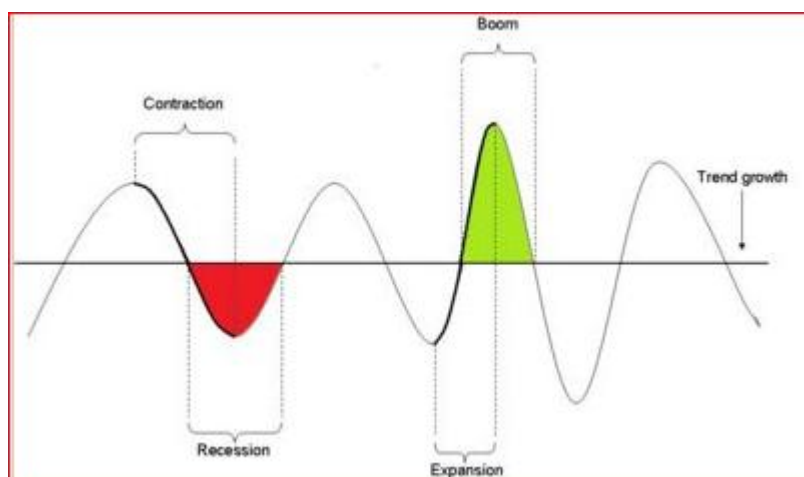
²⁰ Οικονομία της αγοράς: μία οικονομία στην οποία οι τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών καθορίζονται ελεύθερα χωρίς παρεμβατισμούς, με βάση τις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης.

²¹ Βικιπαίδεια, «Οικονομικοί κύκλοι», διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://el.wikipedia.org>

οικονομία – στην βιομηχανία της, στις εμπορικές συναλλαγές και στις διάφορες μορφές χρηματοδότησης».

Την άποψη αυτή ενισχύουν δύο σημαντικά χαρακτηριστικά των οικονομικών κύκλων: Το ΑΕΠ αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου αλλά όχι μονοτονικά. Η μη μονοτονική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αντανακλάται στις περιόδους όπου το ΑΕΠ μειώνεται και στις περιόδους όπου αυξάνεται. Επειδή, όμως, οι περίοδοι ανάπτυξης υπερτερούν αριθμητικά των περιόδων ύφεσης, το ΑΕΠ αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου. Κατά τις περιόδους ανάπτυξης η αύξηση του ΑΕΠ βρίσκεται πάνω από τον μ.ο, υπάρχουν μεγαλύτερα διαθέσιμα εισοδήματα, λιγότερη ανεργία, μεγαλύτερη κατανάλωση και καλύτεροι μισθοί. Αντίθετα, σε περιόδους ύφεσης²² το ΑΕΠ αυξάνεται με ρυθμούς κάτω του μέσου όρου, υπάρχουν μικρότερα διαθέσιμα εισοδήματα, υψηλότερη ανεργία τα οποία κατά συνέπεια οδηγούν σε μειωμένη κατανάλωση.

Διάγραμμα 14: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΝΟΣ ΤΥΠΙΚΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ



Πηγή: IMF, World Economic Outlook 2009

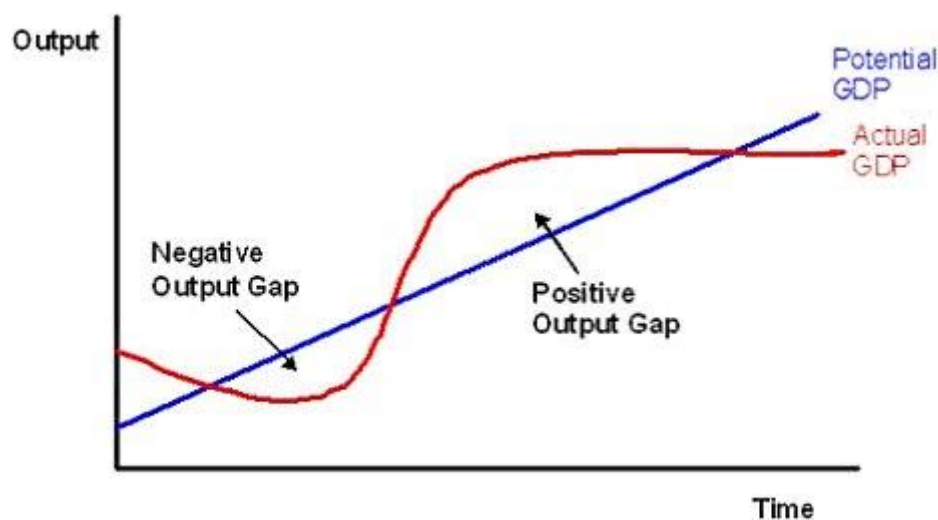
Το ανώτατο σημείο του κύκλου αντιστοιχεί στο μέγιστο ΑΕΠ πριν αρχίσει η ύφεση, δηλαδή, πριν ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ γίνει αρνητικός.

²² Ιστορικά, ο ορισμός της ύφεσης προβλέπει ότι η οικονομία διανύει δύο συνεχή τρίμηνα αρνητικής ανάπτυξης.

Αντιστοίχως, το κατώτατο σημείο του κύκλου αντιστοιχεί στο ελάχιστο ΑΕΠ πριν αρχίσει η ανάπτυξη, δηλαδή, πριν ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ γίνει θετικός. Τα δύο ακρότατα σημεία του κύκλου ονομάζονται σημεία καμπής. Το βάθος ενός οικονομικού κύκλου αναφέρεται στο μέγεθος της πτώσης του ΑΕΠ κατά την διάρκεια της ύφεσης. Η διάχυση αναφέρεται στον αριθμό των τομέων της οικονομίας οι οποίοι παρουσιάζουν αρνητική ανάπτυξη κατά την διάρκεια της ύφεσης.

Οι περίοδοι που καλύπτουν τις περιόδους της ύφεσης και τις αρχικές περιόδους της ανάπτυξης διαμορφώνουν το *αρνητικό παραγωγικό κενό*, όπου η παραγωγή είναι χαμηλότερη της δυνητικής²³. Αντιθέτως, οι περίοδοι που καλύπτουν τις περιόδους της ανάπτυξης και τις αρχικές περιόδους της ύφεσης διαμορφώνουν το *θετικό παραγωγικό κενό*. Η ανάκαμψη αναφέρεται στις πρώτες περιόδους της ανάπτυξης, μέχρι η παραγωγή να φτάσει στο προηγούμενο ανώτατο.

Διάγραμμα 15: ΘΕΤΙΚΟ ΚΑΙ ΑΡΝΗΤΙΚΟ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟ ΚΕΝΟ

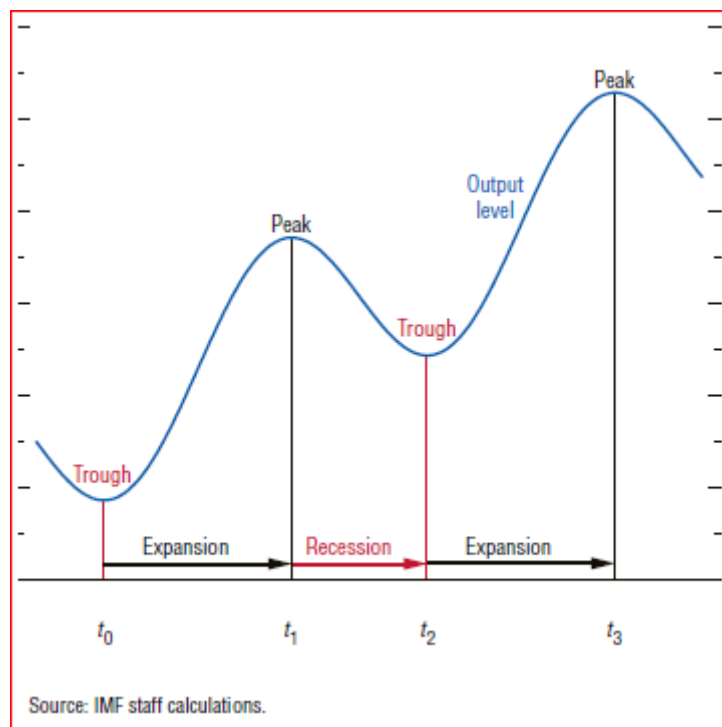


Πηγή: International Financial Statistics

²³ Δυνητική παραγωγή είναι η παραγωγή που επιτυγχάνεται σε μια οικονομία όταν όλοι οι παραγωγικοί συντελεστές, φυσικό και ανθρώπινο κεφάλαιο, χρησιμοποιούνται με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο. Το δυνητικό ΑΕΠ ισούται με την δυνητική παραγωγή. (Σημειώσεις Μακροοικονομικής Θεωρίας και Πολιτικής, Α. Αντζουλάτος 2010)

Οι υφέσεις έχουν μικρότερο βάθος, είναι πιο σύντομες και λιγότερο συχνές από τις περιόδους ανάπτυξης. Σε μια τυπική ύφεση το ΑΕΠ μειώνεται κατά περίπου 2,75%, σε αντίθεση με την ανάπτυξη όπου το ΑΕΠ τείνει να αυξάνεται κατά περίπου 20% (αναφερόμαστε κυρίως στις ανεπτυγμένες οικονομίες). Όσο μεγαλύτερους ρυθμούς ανάπτυξης βιώνει μια οικονομία, τόσο μικρότερο βάθος παρουσιάζει η ύφεση και τόσο μεγαλύτερη διάχυση θα έχει η επερχόμενη ανάπτυξη (IMF, WEO 2009).

Διάγραμμα 16: ΕΝΑΛΛΑΓΗ ΥΦΕΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ



Μια τυπική ύφεση διαρκεί περίπου ένα χρόνο, με εξαίρεση κάποιες πολύ σοβαρές υφέσεις που διαρκούν περισσότερο παρουσιάζοντας πτώση του ΑΕΠ πάνω από 10%. Οι περίοδοι ανάπτυξης συνήθως διαρκούν πάνω από πέντε χρόνια (IMF, WEO 2009). Οι οικονομικοί κύκλοι διαρκούν γύρω στα 6 χρόνια μέσα στα οποία η συσσωρευμένη εκδήλωση ανάπτυξης είναι 14%. Επίσης, οι ήπιες υφέσεις τείνουν να έχουν μικρή διάρκεια (IMF, WEO 2002).

Ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα είναι η φάση της ανάκαμψης των οικονομιών. Συνήθως, μια οικονομία ανακάμπτει και επανέρχεται στο προηγούμενο ανώτατο σημείο της σε λιγότερο από ένα χρόνο, με εξαίρεση βαθιές υφέσεις όπως η υφιστάμενη που βιώνει το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας στις οποίες η ανάκαμψη θα αργήσει πολύ περισσότερο να επέλθει. Το σημαντικό είναι ότι σε μια τυπική ανοδική καμπή της οικονομίας η μέση αύξηση του ΑΕΠ είναι μεγαλύτερη από την μέση πτώση του σε περιόδους ύφεσης προσεγγιστικά κατά 25% (IMF, WEO 2009).

Επιπλέον, σε αντίθεση με τις μεταπολεμικές υφέσεις, της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 προηγήθηκε τραπεζική κρίση. Σύμφωνα με τους μελετητές, η αρνητική πορεία της οικονομίας που συνδέεται με αυτού του είδους τις κρίσεις τείνει να είναι πιο σοβαρή και επιπλέον να διαρκεί περισσότερο. Η άποψη αυτή ενισχύεται καθημερινά, βλέποντας την παρατεταμένη καθοδική πορεία των οικονομιών και τα αρνητικά μηνύματα για τις μελλοντικές εξελίξεις. Ως αποτέλεσμα, η παραγωγή είναι σημαντικά χαμηλότερη της δυνητικής, δημιουργώντας ένα μακροχρόνιο αρνητικό παραγωγικό κενό (Federal Reserve Bank of Dallas).

Παρότι τα παραπάνω χαρακτηριστικά είναι κοινά για όλες τις καπιταλιστικές οικονομίες, οι κύκλοι τους διαφέρουν ως προς την διάρκειά τους, τη συχνότητα και την διάρκεια των υφέσεων καθώς και το εύρος των διακυμάνσεων.

3.2 ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ

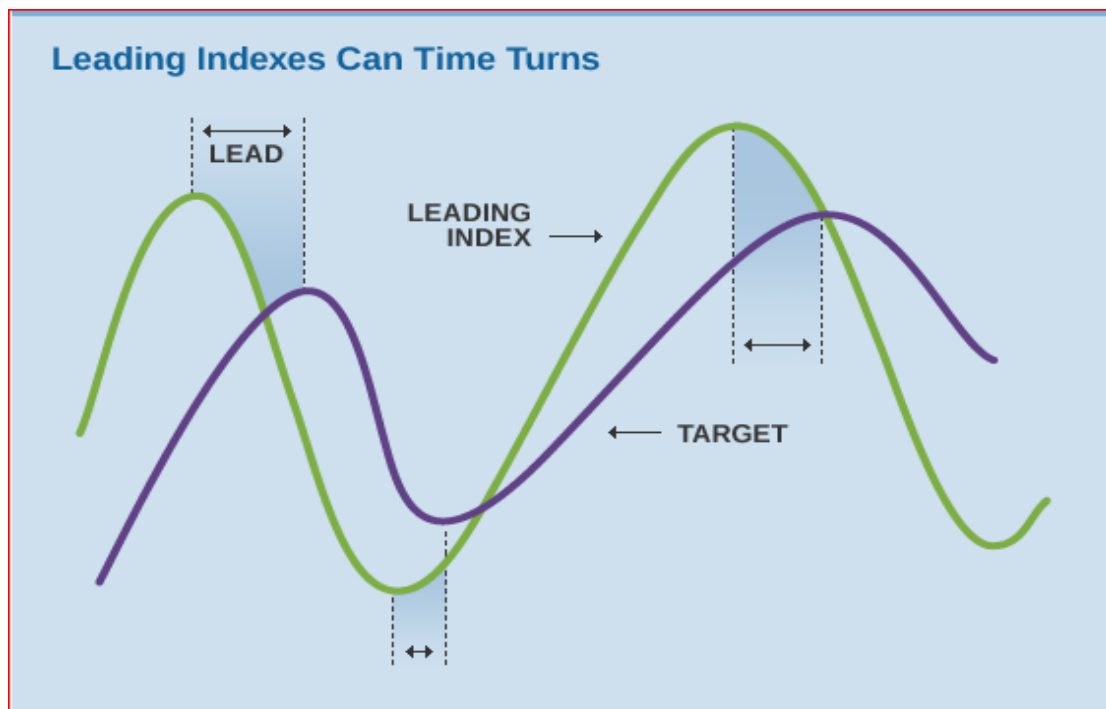
Η πλειοψηφία των οικονομολόγων προσδίδει ιδιαίτερο βάρος στην δυνατότητα έγκαιρης πρόβλεψης των σημείων καμψής των οικονομικών κύκλων. Έτσι θα μετριάζονταν οι κύκλοι και θα μειώνονταν οι αρνητικές τους συνέπειες. Μια τέτοια πρόβλεψη είναι ιδιαίτερα δύσκολη κυρίως γύρω από τα σημεία καμψής όπου οι προηγούμενες τάσεις δεν συνεχίζονται. Για την πρόβλεψη των σημείων καμψής χρησιμοποιούνται πολλές μεταβλητές που ονομάζονται *κυκλικοί δείκτες*. Τους δείκτες δημιουργούν κυβερνήσεις,

ερευνητικά ινστιτούτα καθώς και υπερεθνικοί οργανισμοί που παρακολουθούν τις χρηματοοικονομικές εξελίξεις. Δύο σημαντικά χαρακτηριστικά των δεικτών είναι ότι είναι διαθέσιμοι με μικρή χρονική υστέρηση ώστε να βοηθούν στην έγκαιρη πρόβλεψη των σημείων καμπής και ότι σχετίζονται με τις κυκλικές διακυμάνσεις.

Οι δείκτες είναι πολύ χρήσιμα εργαλεία για την ανάλυση της οικονομικής κατάστασης μιας χώρας. Κάποιοι όμως από αυτούς, εκτός από την περιγραφή της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για λόγους πρόβλεψης της μελλοντικής διαμόρφωσης ή για λόγους επιβεβαίωσης της οικονομικής συγκυρίας που έχει διαμορφωθεί. Με βάση τα παραπάνω, οι δείκτες διακρίνονται στις ακόλουθες τρεις κατηγορίες:

- ❖ Δείκτες εκτίμησης μελλοντικών οικονομικών εξελίξεων – προπορευόμενοι δείκτες
- ❖ Δείκτες υστέρησης οικονομικών εξελίξεων – υστερούντες δείκτες
- ❖ Δείκτες τρέχουσας οικονομικής συγκυρίας – συμπορευόμενοι δείκτες

Διάγραμμα 17: ΕΙΚΟΝΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΠΡΟΠΟΡΕΥΟΜΕΝΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ



ΠΗΓΗ: ECRI (Economic Cycle Research Institute)

Χαρακτηριστικό των προπορευόμενων δεικτών είναι ότι η μεταβολή τους προηγείται των σημείων καμπής της οικονομικής δραστηριότητας. Ένας δείκτης εκτίμησης των μελλοντικών οικονομικών εξελίξεων θα λάβει δηλαδή την υψηλότερη τιμή του πριν η οικονομική δραστηριότητα φθάσει στην κορυφή της. Ομοίως και για την χαμηλότερη τιμή.

Οι μεταβολές που γίνονται στους υστερούντες δείκτες κάνουν την εμφάνισή τους μετά τις μεταβολές της οικονομικής δραστηριότητας. Κατά συνέπεια, ένας δείκτης υστέρησης θα λάβει την υψηλότερη τιμή του μετά το υψηλό σημείο του οικονομικού κύκλου και την χαμηλότερη μετά το χαμηλό.

Τέλος, υπάρχουν και οι δείκτες η μεταβολή των οποίων συμπίπτει με τα σημεία καμπής της οικονομικής δραστηριότητας. Ένας δείκτης αυτής της κατηγορίας θα λάβει την υψηλότερη τιμή του ταυτόχρονα με το υψηλό σημείο του οικονομικού κύκλου και την χαμηλότερη ταυτόχρονα με το χαμηλό.

Ενδεικτικά παραθέτουμε τους σημαντικότερους δείκτες για κάθε μία από τις παραπάνω κατηγορίες:

ΠΡΟΠΟΡΕΥΟΜΕΝΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Μέσο επίπεδο ωρών απασχόλησης στο βιομηχανικό κλάδο

Μέσα επίπεδα εβδομαδιαίων αιτήσεων επιδομάτων ανεργίας

Παραγγελίες βιομηχανικών καταναλωτικών αγαθών

Πωλήσεις και ταχύτητα παραδόσεων

Παραγγελίες βιομηχανικών καταναλωτικών αγαθών, μη περιλαμβανομένων των προϊόντων της αμυντικής βιομηχανίας

Άδειες κατασκευής νέων κατοικιών

Τιμή του δείκτη S&P 500

Προσφορά χρήματος M2

Διαφορά επιτοκίων 10ετών ομολόγων και επιτοκίου μιας μέρας (overnight)

Τιμές πρώτων υλών

Τιμές μετοχών

Μέσος αριθμός υπερωριών

Εμπιστοσύνη καταναλωτών

Καμπύλη αποδόσεων

ΥΣΤΕΡΟΥΝΤΕΣ ΔΕΙΚΤΕΣ

Μέση περίοδος ανεργίας

Δείκτης αποθεμάτων προς πωλήσεις στη βιομηχανία και το εμπόριο

Εργατικό κόστος ανά μονάδα παραγόμενου βιομηχανικού προϊόντος

Μέσο επιτόκιο δανεισμού

Βιομηχανικά και εμπορικά δάνεια

Σχέση καταναλωτικών δανείων προς προσωπικό εισόδημα

Τιμές καταναλωτή για υπηρεσίες

ΣΥΜΠΟΡΕΥΟΜΕΝΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Απασχόληση μη αγροτικού τομέα

Προσωπικά εισοδήματα μείον επιδόματα

Βιομηχανική παραγωγή

Πωλήσεις βιομηχανικού και εμπορικού τομέα

Πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ)

Εξαγωγές

Εισαγωγές

Πηγή: Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο (ΕΤΙ)

Τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για την επιλογή των μεταβλητών στην κατασκευή των δεικτών είναι:

- 1) η μεταβλητή πρέπει να είναι στατιστικά σημαντική,
- 2) να μην υπόκειται σε σημαντικές αναθεωρήσεις,
- 3) να αποκαλύπτει μία συνεπή σχέση στην πορεία του χρόνου με τις κορυφές και τα κατώτατα σημεία του οικονομικού κύκλου,
- 4) να διέπεται από γενικές κυκλικές τάσεις παρόμοιες με αυτές του οικονομικού κύκλου,
- 5) να μην διακρίνεται από ακανόνιστες και μη κυκλικές διακυμάνσεις, και
- 6) να διατίθεται άμεσα (κατά προτίμηση με μηνιαίες ή τριμηνιαίες παρατηρήσεις).

Οι προπορευόμενοι δείκτες δίνουν σήματα για την είσοδο μιας οικονομίας σε ύφεση ή για την έξοδο από αυτήν. Όσο πιο έντονα είναι τα σήματα, δηλαδή όσο περισσότεροι δείκτες τα πιστοποιούν και όσο πιο έντονη είναι η πτώση ή η άνοδος στους δείκτες αυτούς, τόσο πιο αξιόπιστα τα αποτελέσματα. Οι συμπορευόμενοι δείκτες επιβεβαιώνουν όταν ταυτίζονται ή διαψεύδουν όταν αποκλίνουν τα πορίσματα των προπορευόμενων. Τέλος, οι υστερούντες δείκτες παρέχουν πληροφορίες για τα σημεία καμπής.

Τα πλεονεκτήματα των δεικτών έναντι των άλλων οικονομετρικών μοντέλων είναι ότι είναι απλοί, κατανοητοί και ερμηνεύονται εύκολα. Ωστόσο, έχουν και πολλά μειονεκτήματα. Ένα από τα σημαντικότερα μειονεκτήματα των δεικτών είναι ότι πολλές φορές οι μεταβλητές που χρησιμοποιούν έχουν αντικρουόμενα αποτελέσματα και έτσι είναι δύσκολο να αποφασίσουμε ποια μεταβλητή θα εμπιστευθούμε και ποια όχι. Τα αντικρουόμενα σήματα είναι αποτέλεσμα της πολυπλοκότητας και της μοναδικότητας των κύκλων. Ένα εξίσου σημαντικό μειονέκτημα είναι τα λάθος σήματα που ενδεχομένως να δίνουν. Για παράδειγμα, οι προπορευόμενοι δείκτες προλέγουν σημείο καμπής το οποίο δεν συμβαίνει ή δεν υποδεικνύουν κάποιο το οποίο συμβαίνει. Τα λάθος σήματα μπορεί να είναι αποτέλεσμα της σταθεροποιητικής πολιτικής ή παραγόντων που επηρεάζουν τους δείκτες αλλά δεν σχετίζονται με τις κυκλικές διακυμάνσεις. Τέλος, κάποιες φορές υπάρχει χρονική απόσταση του σημείου καμπής που δείχνει ο δείκτης από το πραγματικό σημείο καμπής της οικονομίας, γεγονός που οφείλεται σε ενδεχόμενα σφάλματα μέτρησης.

Οι παραπάνω αδυναμίες των δεικτών καθιστούν σαφές ότι η χρήση τους δεν πρέπει να γίνεται με μηχανικό τρόπο και επιπλέον θα πρέπει η υιοθέτηση των προβλέψεων που προκύπτουν από αυτούς να γίνεται ύστερα από την εμφάνιση πολλών συσσωρευμένων μηνυμάτων και όχι από μεμονωμένα περιστατικά. Στην προσπάθεια αντιμετώπισης των μειονεκτημάτων αυτών, και κυρίως των λάθος σημάτων, δημιουργήθηκαν οι *σύνθετοι δείκτες* (προπορευόμενοι, συμπορευόμενοι και υστερούντες) που συνδυάζουν πληροφορίες από όλους τους δείκτες κάθε κατηγορίας και οι οποίοι αναμένεται να έχουν καλύτερη προβλεπτική ικανότητα.

3.3 ΧΡΟΝΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

Για τις χώρες της Ευρωζώνης η επιτροπή χρονολόγησης των οικονομικών κύκλων του CEPR (Center for Economic and Policy Research) έχει τοποθετηθεί ορίζοντας τρεις υφέσεις που παρουσιάστηκαν στην οικονομία μετά το 1970. Τα σημεία καμπής παρουσιάζονται παρακάτω²⁴:

Πίνακας 2: Σημεία καμπής υφέσεων Ευρωζώνης

Τρίμηνο	Ανώτατο	Τρίμηνο	Κατώτατο
1 ^ο	1974	1 ^ο	1975
1 ^ο	1980	3 ^ο	1982
1 ^ο	1992	3 ^ο	1993

Πηγή: Centre for Economic Policy Research (CEPR)

Όσον αφορά την βαθύτατη οικονομική κρίση που ξεκίνησε από την αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου και μετακύλησε στην Ευρώπη τόσο μέσω του εμπορικού όσο και μέσω του χρηματοοικονομικού καναλιού, το CEPR τοποθετεί την αρχή της για την Ευρωζώνη τον Ιανουάριο του 2009. Οι περισσότεροι μελετητές συμφωνούν ότι υπάρχει μεγάλος συγχρονισμός μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ όσον αφορά την εκδήλωση των υφέσεων.

Θα πρέπει εδώ να σημειώσουμε ότι στις Ευρωπαϊκές χώρες είναι πιθανότερη η ύπαρξη παρατεταμένων διαστημάτων ανάπτυξης όπου ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ είναι χαμηλότερος του δυνητικού, αντί για υφέσεις. Τα διαστήματα αυτά χαρακτηρίζονται ως αναπτυξιακές υφέσεις (growth recessions). Και σε αυτές τις περιπτώσεις έχουμε σημαντική απώλεια θέσεων εργασίας και αύξηση της ανεργίας. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις τόσο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου όσο και της Eurostat για τον αρνητικό ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ, συμπεραίνουμε ότι η περίοδος που διανύουμε δεν υπάγεται στην προαναφερθείσα κατηγορία.

²⁴ Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: www.cepr.org/data/dating

Ενδείξεις ανάκαμψης ή εκτιμήσεις για το τέλος της ύφεσης δεν υπάρχουν μέχρι αυτή την στιγμή. Ωστόσο, αυτό που μπορούμε να πούμε είναι ότι οι υφέσεις που εκδηλώνονται στην Ευρωζώνη ταυτίζονται χρονικά με αυτές της Αμερικής όπως οι τελευταίες καταγράφονται από το NBER (National Bureau of Economic Research)²⁵, με την διαφορά ότι τα σημεία καμψής των κύκλων της Ευρωζώνης υστερούν χρονικά συγκριτικά με τα αντίστοιχα σημεία καμψής των κύκλων στις ΗΠΑ²⁶.

Σε σύσκεψη που πραγματοποιήθηκε από την Επιτροπή Χρονολόγησης των Οικονομικών Κύκλων του NBER τον Σεπτέμβριο του 2010, ανακοινώθηκε επίσημα ότι το κατώτατο σημείο στην οικονομική δραστηριότητα των ΗΠΑ επήλθε τον Ιούνιο του 2009. Αυτό το κατώτατο σηματοδοτεί το τέλος της ύφεσης για την αμερικανική οικονομία και την απαρχή της αναπτυξιακής διαδικασίας. Η ύφεση διήρκεσε 18 μήνες, γεγονός που την καθιστά την μακροβιότερη ύφεση μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο²⁷. Συνεπώς, με βάση τα όσα αναφέραμε, εφόσον η οικονομία των ΗΠΑ ξεκίνησε να ανακάμπτει καθώς πράγματι παρατηρείται θετική μεταβολή του ΑΕΠ - γεγονός που σηματοδοτεί ανάκαμψη -, κάτι αντίστοιχο θα πρέπει να αναμένουμε και για τις χώρες που υπάγονται στην νομισματική ένωση του ευρώ . Ωστόσο, αυτή η μεταβολή είναι τόσο ανεπαίσθητη, που δεν γίνεται αντιληπτή στην καθημερινότητα των πολιτών. Αν ισχύει η θεωρία περί χρονικής υστέρησης των σημείων καμψής μεταξύ οικονομικών κύκλων ΗΠΑ – Ευρωζώνης, θα πρέπει ενδεχομένως να αναμένουμε μία ανάκαμψη και για την Ευρωζώνη.

3.4 ΕΥΡΩΖΩΝΗ, ΥΦΕΣΗ ΚΑΙ ΕΝΔΕΔΕΙΓΜΕΝΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Σύμφωνα με την θεωρία των οικονομικών κύκλων, σε περιόδους ύφεσης έχουμε πτώση της παραγωγής και των εισοδημάτων, υψηλή ανεργία και χειροτέρευση του βιοτικού επιπέδου των πολιτών. Το αντίθετο συμβαίνει σε περιόδους ανάπτυξης, όπου η οικονομία βρίσκεται σε καθεστώς ευημερίας με

²⁵ Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα www.nber.org/cycles

²⁶ "Business Cycles in the Euro Area", D.Giannone, M.Lenza and L.Reichlin, ECB Working Paper Series, No 1010, February 2009

²⁷ Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.nber.org/cycles/sept2010.html>

θετικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ και μειωμένα επίπεδα ανεργίας. Άρα, σε περιόδους ύφεσης και προκειμένου να ανακάμψει η οικονομία ενδεδειγμένη κρίνεται μια επεκτατική δημοσιονομική ή νομισματική πολιτική. Μια αύξηση, παραδείγματος χάριν, των δημοσίων δαπανών ή της νομισματικής κυκλοφορίας θα οδηγούσε σε υψηλότερα επίπεδα εισοδήματος και παραγωγής συμβάλλοντας ενεργά στην ανάκαμψη της οικονομίας. Μια αντίστοιχη πολιτική θα ήταν ενδεδειγμένο να εφαρμοστεί και στην περίπτωση της Ευρωζώνης.

Ωστόσο, θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας ότι η Ευρωζώνη είναι μια νομισματική ένωση που αφενός αποτελείται από μια πληθώρα κρατών με διαφορετικά επίπεδα ανάπτυξης και γενικότερων μακροοικονομικών συνθηκών και αφετέρου αποτελεί ένα σύστημα σταθερών ισοτιμιών. Το πρώτο χαρακτηριστικό συνεπάγεται ότι το κατεξοχήν αρμόδιο όργανο άσκησης νομισματικής πολιτικής εντός Ευρωζώνης – η ΕΚΤ -, μπορεί να ασκήσει μιας επεκτατική νομισματική πολιτική που θα αφορά το σύνολο των χωρών του ευρώ αδιακρίτως. Επειδή τα κράτη που συνθέτουν την Ευρωζώνη βρίσκονται σε διαφορετική φάση του οικονομικού κύκλου, δεν μπορεί να ασκηθεί κοινή πολιτική. Άλλες χώρες βιώνουν βαθύτερη ύφεση (π.χ. Ιρλανδία) ενώ άλλες βρίσκονται σε ηπιότερα επίπεδα (π.χ. Γερμανία) με αποτέλεσμα οι κύκλοι να μην συγχρονίζονται. Κατ' αυτό τον τρόπο, η άσκηση μιας ενιαίας πολιτικής για άλλες χώρες να είναι υπερβολικά αυστηρή και για άλλες υπερβολικά χαλαρή. Επιπλέον, δεν υπάρχει ούτε η δυνατότητα υποτίμησης του νομίσματος προς ενίσχυση του εμπορικού ισοζυγίου και κατ' επέκταση αύξηση της παραγωγής. Η ισοτιμία παραμένει αμετάβλητη και στόχος των διάφορων πολιτικών είναι να εξακολουθήσει αυτή η σταθερότητα. Συνεπώς, η ΕΚΤ δεν μπορεί να ασκήσει πολιτική για να βοηθήσει επιμέρους χώρες που δέχονται ασύμμετρα σοκ. Αποτέλεσμα είναι το εργαλείο της νομισματικής πολιτικής να καθίσταται ανενεργό για την περίπτωση που μελετάμε.

Από την άλλη πλευρά, το εργαλείο της δημοσιονομικής πολιτικής μπορεί να χρησιμοποιηθεί προς επίτευξη ευημερίας αρκεί η χρήση του να είναι στοχευμένη και να προσανατολίζεται προς τις περισσότερο επιβαρυνμένες χώρες. Μία οικονομική ανακατανομή πόρων που θα αποφασιστεί από την κεντρική αρχή της Ευρωζώνης και θα αποσκοπεί στην ενίσχυση των χωρών

που βιώνουν ακόμη συνθήκες υπανάπτυξης. Μία εκ των έσω άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής, δηλαδή από κάθε χώρα μεμονωμένα, αν και είναι εφικτή και εφαρμόσιμη δεν προβλέπεται καθώς τα περισσότερα κράτη στην Ευρώπη - και όχι μόνο στην Ευρωζώνη -πλήττονται από κρίση χρέους (π.χ. Ελλάδα) λόγω των συνεχιζόμενων ελλειμμάτων στους εθνικούς προϋπολογισμούς. Κατά συνέπεια, μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική θα επιβάρυνε ακόμη περισσότερο τους ήδη ελλειμματικούς προϋπολογισμούς αναγκάζοντας τις χώρες να παρεκκλίνουν ακόμα περισσότερο από τα προβλεπόμενα της συνθήκης του Μάαστριχτ (χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ 60%).

Στην μελέτη που ακολουθεί με την χρήση του υποδείγματος Mundell – Fleming εξετάζουμε τις δυνατότητες αντιμετώπισης της κρίσης εντός και εκτός Ευρωζώνης (συγκριτικά) με βάση τους διάφορους μηχανισμούς που είναι δυνατό να αναπτυχθούν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ MUNDELL – FLEMING

Το υπόδειγμα Mundell – Fleming εξετάζει την αλληλεπίδραση ανάμεσα στις αγορές προϊόντων και χρήματος συμπεριλαμβάνοντας τις επιπτώσεις του διεθνούς εμπορίου και της διεθνούς χρηματοδότησης. Υποθέτει μια (μικρή) ανοικτή οικονομία με τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου. Αυτό συνεπάγεται ότι η οικονομία μπορεί να δανειστεί ή να δανείσει όποιο ποσό θέλει στις διεθνείς χρηματαγορές και ότι, ως αποτέλεσμα, το επιτόκιο της εγχώριας οικονομίας καθορίζεται από το διεθνές επιτόκιο.

Ως ενδογενείς μεταβλητές θεωρούνται: (α) το εγχώριο εισόδημα Y και (β) το εγχώριο επιτόκιο i . Εξωγενείς μεταβλητές είναι: (α) το εισόδημα των ξένων εταίρων Y_f , (β) το ισοζύγιο εισοδημάτων NFI , (γ) το επιτόκιο των ξένων εταίρων i_f , (δ) η αναμενόμενη συναλλαγματική ισοτιμία του ξένου προς το εγχώριο νόμισμα $E_t S_{t+1}$, (ε) τα ασφάλιστρα κινδύνου και ρευστότητας $RP+LP$, (στ) η νομισματική κυκλοφορία M , (ζ) το επίπεδο τιμών P , (η) οι δημόσιες δαπάνες G και (θ) η φορολογία T . Η ονομαστική ισοτιμία του ξένου προς το εγχώριο νόμισμα S , οι εξαγωγές X και η πραγματική ισοτιμία R είναι εξωγενείς υπό καθεστώς σταθερών ισοτιμιών και ενδογενείς υπό καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών (Α.Α.Αντζουλάτος, 2010).

Η καμπύλη IS προκύπτει από την ισορροπία στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών η οποία επιτυγχάνεται όταν η συναθροιστική ζήτηση ισούται με την συναθροιστική προσφορά. Δηλαδή αναπαριστά ζευγάρια εισοδήματος – επιτοκίου για τα οποία η αγορά αυτή βρίσκεται σε ισορροπία. Η σχέση ισορροπίας είναι:

$$\text{Καμπύλη IS: } Y = C(Y-T) + I(r) + G + NX(R, Y, Y_f)$$

Όπου,

C: η ιδιωτική κατανάλωση

Υ: το εγχώριο εισόδημα

T: το επίπεδο φορολογίας

Υ_f: το εισόδημα των ξένων εταίρων

I: η επένδυση

r: το πραγματικό (εγχώριο) επιτόκιο

G: οι δημόσιες δαπάνες, στις οποίες δεν περιλαμβάνονται οι μεταβιβαστικές πληρωμές και η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους

NX: το εμπορικό ισοζύγιο ή, εναλλακτικά, οι καθαρές εξαγωγές, δηλαδή η διαφορά μεταξύ των εξαγωγών και των εισαγωγών

R: η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία η οποία καταγράφει την σχετική τιμή των ξένων αγαθών και υπηρεσιών εκφρασμένη σε μονάδες του εγχώριου νομίσματος προς την τιμή των εγχώριων αγαθών και υπηρεσιών (Α.Α.Αντζουλάτος, 2010).

$$R_t = \frac{S_t \times P_t^F}{P_t^D}$$

Όπου,

P_t^D : το εγχώριο επίπεδο τιμών

P_t^F : το επίπεδο των ξένων τιμών

S_t : η ονομαστική ισοτιμία, δηλαδή η τιμή του ξένου νομίσματος εκφρασμένη σε μονάδες του εγχώριου νομίσματος (πρόκειται για την ισοτιμία που ανακοινώνεται στον τύπο)

Η καμπύλη LM προκύπτει από την ισορροπία στην αγορά χρήματος η οποία επιτυγχάνεται όταν η ζήτηση χρήματος ισούται με την προσφορά. Δηλαδή εκφράζει ζευγάρια εισοδήματος και επιτοκίου για τα οποία η αγορά αυτή βρίσκεται σε ισορροπία. Η σχέση ισορροπίας είναι:

Καμπύλη LM: $M/P = L(Y, i)$

Όπου,

i : το ονομαστικό (εγχώριο) επιτόκιο

Για να είμαστε ακριβείς, πρέπει να αναφέρουμε ότι το ονομαστικό επιτόκιο είναι αυτό που καθορίζει την ζήτηση χρήματος και το πραγματικό αυτό που καθορίζει τις επενδύσεις. Ουσιαστικά, το πραγματικό επιτόκιο είναι ίσο με το ονομαστικό επιτόκιο μειωμένο κατά το επίπεδο πληθωρισμού.

Επίσης, το εγχώριο ονομαστικό επιτόκιο συνδέεται με το επιτόκιο στο εξωτερικό μέσω της Συνθήκης Ισοδυναμίας των Επιτοκίων (*Interest Rate Parity – IRP*) σύμφωνα με την οποία ένας επενδυτής θα πρέπει να είναι αδιάφορος μεταξύ της εγχώριας απόδοσης και της απόδοσης που έχει επένδυση ίδιου κινδύνου στο εξωτερικό, καθώς οι αποδόσεις αυτές είναι ακριβώς ίδιες. Ο μαθηματικός τύπος που εκφράζει την σχέση αυτή είναι (Α. Αντζουλάτος, 2010) :

$$(1 + i_t^d) = \frac{E(S_{t+1})}{S_t} (1 + i_t^f)$$

Όπου,

i^d : το εγχώριο επιτόκιο σε ετήσια βάση

i^f : το ξένο επιτόκιο σε ετήσια βάση

S_t : η τρέχουσα ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία

$E(S_{t+1})$: η αναμενόμενη ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία για την χρονική στιγμή $t+1$

Τέλος, το ύψος του ονομαστικού εγχώριου επιτοκίου επηρεάζει το ισοζύγιο πληρωμών (BP).

Ισχύει: $BP = CA + CF$

$$= CA (Y, Y_f, R) + CF (i_d, i_f, E_t S_t [d/f], RP+LP)$$

Όπου,

BP: το ισοζύγιο πληρωμών

CA: το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

CF: το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

4.2 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ

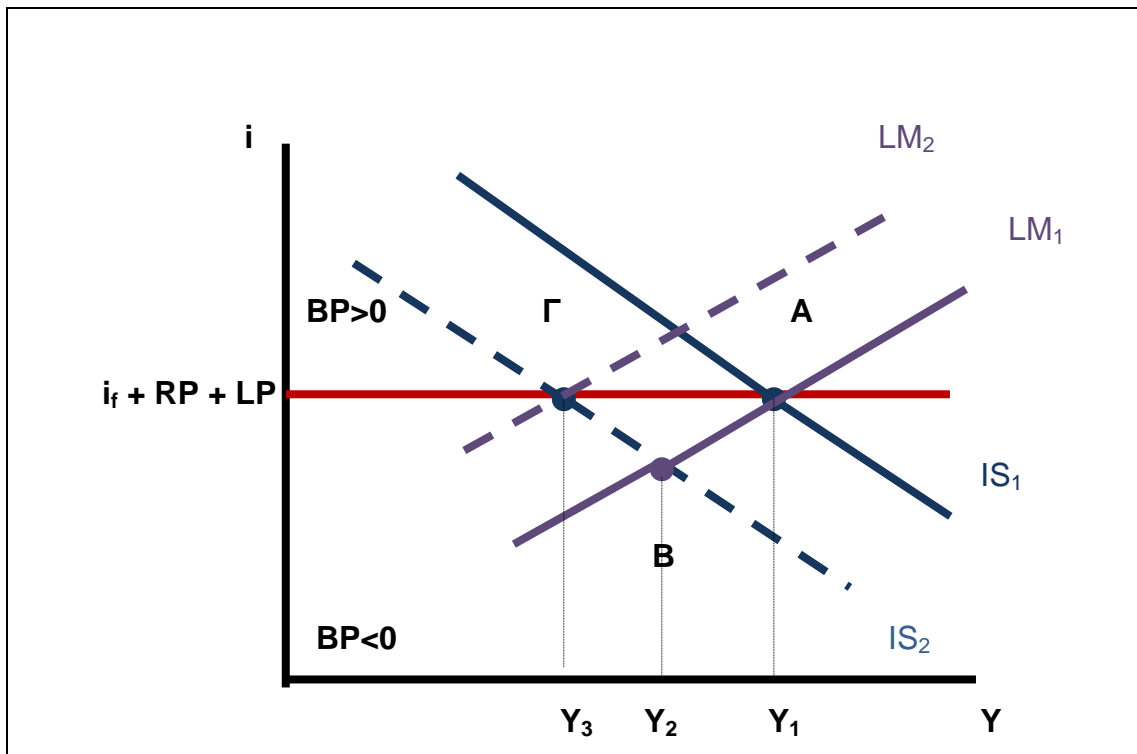
Παρακάτω παραθέτουμε μία ανάλυση για την επίδραση που έχει το κοινό νόμισμα που χρησιμοποιείται στην Ευρωζώνη – το ευρώ – στις οικονομίες που το έχουν υιοθετήσει σε περιόδους κρίσης, όπως αυτή που διανύουμε. Ουσιαστικά, μελετάμε τον τρόπο που ανταπεξέρχεται στην κρίση μια οικονομία που ακολουθεί καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως ακριβώς η Ευρωζώνη, έναντι μιας οικονομίας με κυμαινόμενες ισοτιμίες, όπως οι χώρες-μέλη της ΕΕ που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Η ανάλυση πραγματοποιείται με την χρήση του υποδείγματος Mundell – Fleming θεωρώντας ότι κάθε χώρα είναι μια ανοικτή οικονομία με τέλεια κινητικότητα κεφαλαίων.

Όπως αναφέραμε και σε προηγούμενη ενότητα, η χρηματοοικονομική κρίση και η παρατεταμένη ύφεση που πλήττει την παγκόσμια οικονομία, έχει ως άμεσο αποτέλεσμα την μείωση των διαθέσιμων εισοδημάτων των νοικοκυριών και την διαμόρφωση αρνητικών προσδοκιών για το μέλλον και κατ' επέκταση την μείωση της κατανάλωσης καθώς και των επενδύσεων και συν αυτής και της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 18, η πτώση της ζήτησης μετατοπίζει την καμπύλη IS_1 προς τα αριστερά στην IS_2 και η οικονομία μετακινείται κατά

μήκος της καμπύλης LM από το σημείο A στο σημείο B. Στο νέο σημείο εσωτερικής ισορροπίας B βρισκόμαστε σε χαμηλότερα επίπεδα εισοδήματος και επιτοκίου. Το χαμηλότερο εισόδημα συνεπάγεται μείωση των εισαγωγών και κατ' επέκταση βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου και συνακολούθως του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τα χαμηλότερα επιτόκια συνεπάγονται χαμηλότερες αποδόσεις για τους εγχώριους επενδυτές, γεγονός που τους ωθεί να μεταφέρουν τις επενδύσεις τους στο εξωτερικό προς επιδίωξη υψηλότερων αποδόσεων. Αρχίζει έτσι μαζική εκροή που μειώνει τα εγχώρια κεφάλαια και καταθέσεις και η οποία προσανατολίζεται προς χώρες του εξωτερικού με διαφορετικό νόμισμα από το εγχώριο. Αυτό αυξάνει την ζήτηση για ξένο νόμισμα στην διεθνή αγορά συναλλάγματος προκαλώντας υπερβάλλουσα ζήτηση ξένου νομίσματος και παράλληλα υπερβάλλουσα προσφορά εγχώριου. Το τελικό αποτέλεσμα είναι ένα ελλειμματικό ισοζύγιο πληρωμών για την εγχώρια οικονομία, καθώς η μείωση στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών υπερτερεί της αύξησης στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εφόσον ακόμα και μια μικρή πτώση των εγχώριων επιτοκίων μπορεί να προκαλέσει τέτοια εκροή κεφαλαίων που να αντισταθμίσει πλήρως την αύξηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Το αποτέλεσμα είναι έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών. Συνεπώς, στο σημείο B το ισοζύγιο πληρωμών είναι αρνητικό ($BP < 0$).

Διάγραμμα 18: ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΜΙΑ ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΑ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ



Η εγχώρια οικονομία, τελώντας υπό καθεστώς σταθερών ισοτιμιών, αυτόματα προσαρμοζόμενη στην προκαλούμενη από τα χαμηλότερα επιτόκια εκροή καταθέσεων προς το εξωτερικό, οδεύει σε μείωση της εγχώριας νομισματικής κυκλοφορίας και της προσφοράς χρήματος. Αυτό προκύπτει από την εξής σχέση:

$$\text{Νομισματική Κυκλοφορία} = \text{Κυκλοφορούν Χρήμα} + \text{Καταθέσεις}$$

$$M = CU + D$$

$$\text{Μεταβολή της Νομισματικής} = \text{Μεταβολή Κυκλοφορούντος} + \text{Μεταβολή}$$

Κυκλοφορίας

Χρήματος

Καταθέσεων

$$\Delta M = \Delta CU + \Delta D$$

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η καμπύλη LM_1 να μετακινηθεί προς τα αριστερά στην LM_2 και να επέλθει νέα ισορροπία στο σημείο Γ. Στο σημείο αυτό το επίπεδο επιτοκίων είναι ίδιο με το αρχικό στο σημείο Α, αλλά έχουμε κινηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα εισοδήματος.

Η ΕΚΤ στην προκειμένη περίπτωση δεν έχει την δυνατότητα να συμβάλλει στην αντιμετώπιση της ύφεσης αυξάνοντας τα συναλλαγματικά αποθέματα με πράξεις ανοιχτής αγοράς και κατά συνέπεια αυξάνοντας την νομισματική βάση και την νομισματική κυκλοφορία καθώς, όπως είπαμε σε προηγούμενη ανάλυση, οι διάφορες οικονομίες εντός Ευρωζώνης βρίσκονται σε διαφορετική φάση του οικονομικού κύκλου και δεν τους αρμόζει κοινή αντιμετώπιση. Η επεκτατική νομισματική πολιτική που θα εφαρμοστεί στο σύνολο των χωρών σε άλλες θα συμβάλλει στην ανάκαμψη ενώ σε άλλες που είναι σε καλύτερη θέση θα εντείνει τις πληθωριστικές πιέσεις. Επίσης, το καθεστώς των σταθερών ισοτιμιών εντός της Νομισματικής Ένωσης δεν επιτρέπει την υποτίμηση του νομίσματος που θα ενίσχυε την εγχώρια ανταγωνιστικότητα να χρησιμοποιηθεί ως μέσο εξόδου από την κρίση.

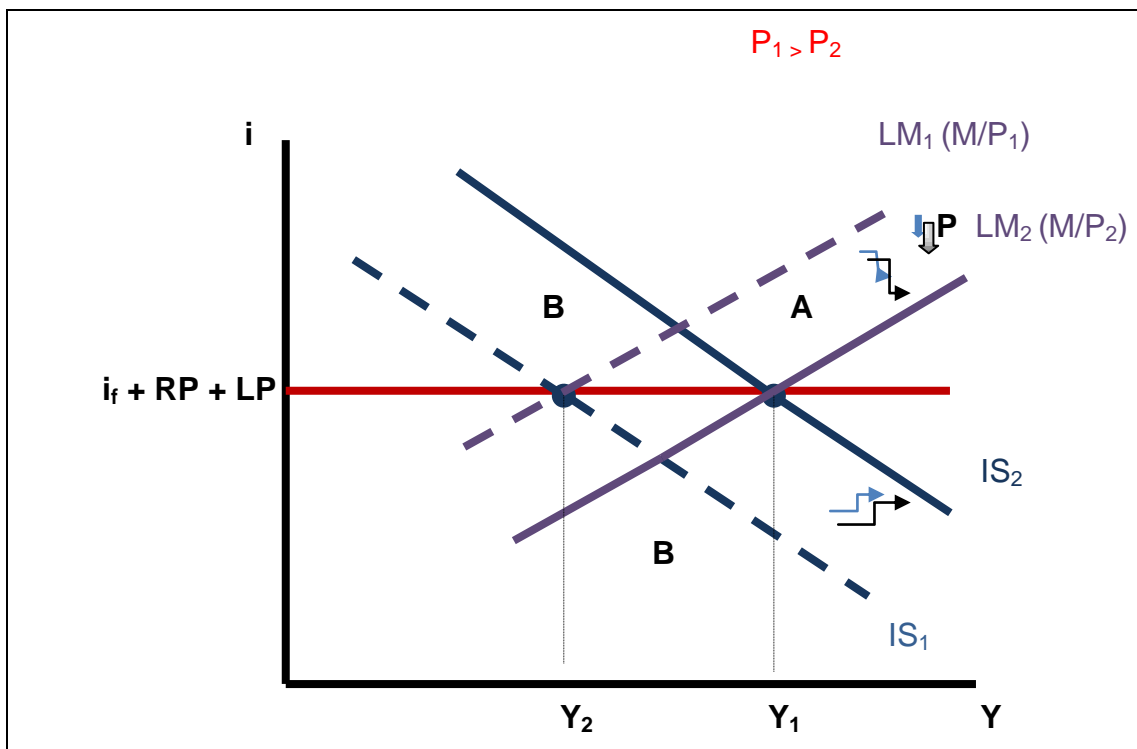
Η οικονομία αντιμετωπίζει συνθήκες μειωμένης ζήτησης και παράλληλα άκαμπτες τιμές στην βραχυχρόνια περίοδο. Ως αποτέλεσμα, μειώνεται η ποσότητα προϊόντος που οι επιχειρήσεις μπορούν να πουλήσουν. Αντιδρώντας στην μείωση των πωλήσεων, μειώνουν την παραγωγή τους και το εργατικό δυναμικό. Επακόλουθο αποτέλεσμα η μείωση της απασχόλησης.

Αναπόφευκτα, μακροχρόνια και καθώς η ανεργία αυξάνεται, οι τιμές θα αρχίσουν τελικά να πέφτουν και την ίδια πορεία θα ακολουθήσουν και οι μισθοί. Με την πτώση των τιμών ενισχύεται η εγχώρια ανταγωνιστικότητα των προϊόντων. Η ίδια ποσότητα μπορεί να αποκτηθεί με μικρότερο κόστος, γεγονός που δίνει ώθηση στις καθарές εξαγωγές. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 19, οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης μας οδηγούν σε νέα ισορροπία στο σημείο Β αποκλίνοντας από το επίπεδο πλήρους απασχόλησης στο σημείο Α. Η προσπάθεια ανάκαμψης που επιδιώκεται μέσα από την πτώση των τιμών μετατοπίζει την καμπύλη LM_1 δεξιά στη LM_2 . Παράλληλα, ο πτώση των τιμών καθιστά τα εγχώρια προϊόντα φθηνότερα ενισχύοντας την ανταγωνιστικότητά τους με αποτέλεσμα λόγω αύξησης των καθαρών εξαγωγών η καμπύλη IS_1 να μετατοπιστεί δεξιά στην IS_2 . Η τελική

ισορροπία επιτυγχάνεται στο σημείο A, σε επίπεδα παραγωγής και εισοδήματος όμοια με αυτά που υπήρχαν προ κρίσης αλλά σε χαμηλότερο επίπεδο τιμών. Μια διαδικασία όπως αυτή που αναλύσαμε που οδηγεί την οικονομία σε ανάκαμψη μέσω μείωσης των τιμών και επακόλουθη αύξηση της ανταγωνιστικότητας των προϊόντων είναι γνωστή ως εσωτερική υποτίμηση.

Συνεπώς, μια προσπάθεια ανάκαμψης και επανόδου σε επίπεδα πλήρους απασχόλησης σε οικονομίες με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες προϋποθέτει κατά κύριο λόγο μείωση των ατομικών εισοδημάτων των πολιτών (μισθών) και συνακόλουθη μείωση των τιμών.

Διάγραμμα 19: ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ

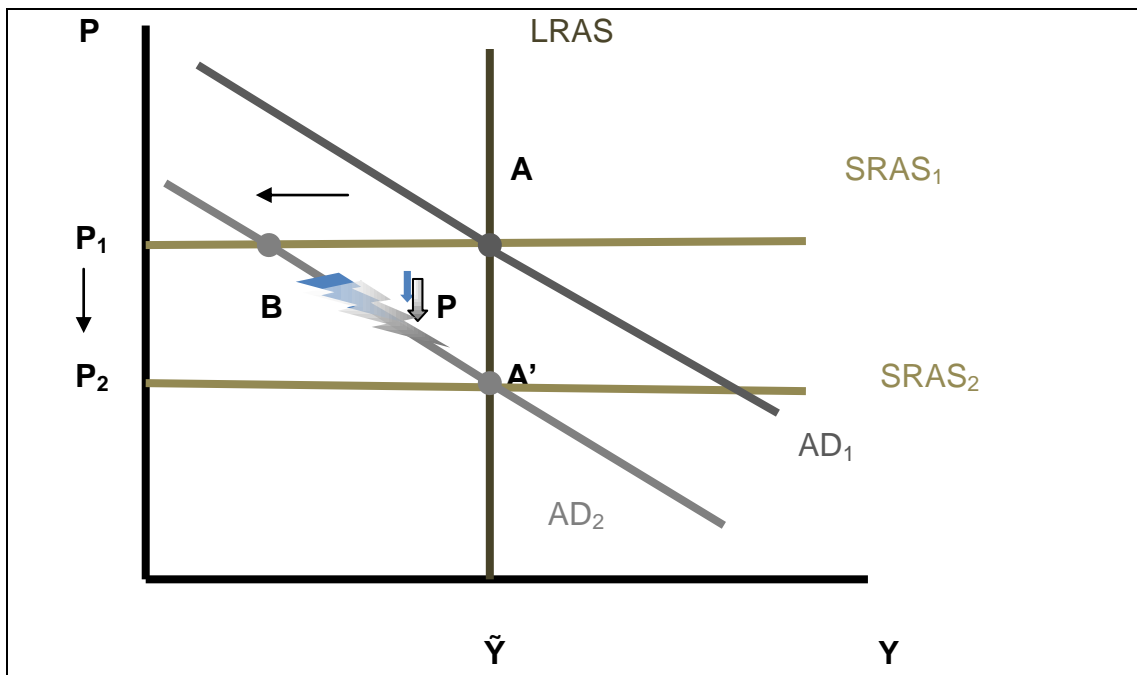


Ας αναγάγουμε την παραπάνω μελέτη σε όρους συναθροιστικής προσφοράς – ζήτησης. Η καμπύλη συναθροιστικής ζήτησης αποτελεί αποτύπωση των αποτελεσμάτων του υποδείγματος IS – LM για δεδομένο επίπεδο τιμών. Δηλαδή, αναπαριστά την ισορροπία στην αγορά αγαθών και χρήματος για δεδομένο επίπεδο τιμών. Με την προσθήκη και της αγοράς συναλλάγματος μέσω του υποδείγματος Mundell – Fleming, ουσιαστικά

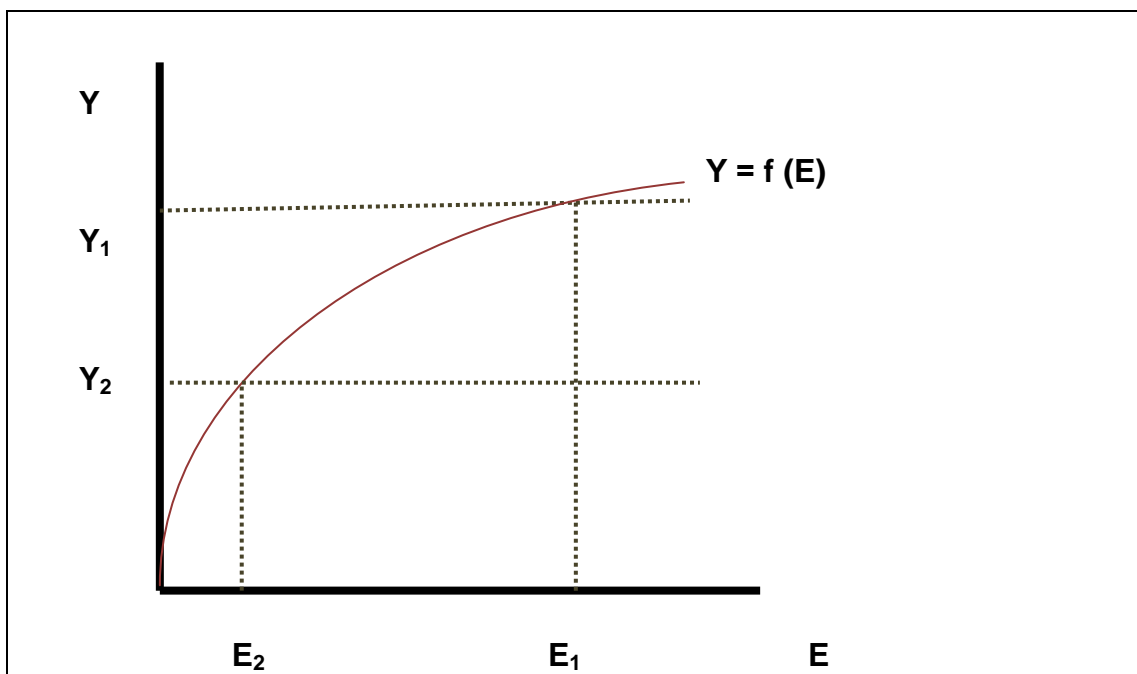
αναπαριστά την ισορροπία στην οικονομία. Όπως προείπαμε, σύμφωνα με το υπόδειγμα η ύφεση οδηγεί μια χώρα σε νέα ισορροπία που αντιστοιχεί σε χαμηλότερα επίπεδα εισοδήματος και παραγωγής. Ως αποτέλεσμα, μειώνεται η συναθροιστική ζήτηση και το ίδιο συμβαίνει και με το παραγόμενο προϊόν στην βραχυχρόνια περίοδο, καθώς με άκαμπτες τιμές (στο P_1) και χαμηλή ζήτηση οι επιχειρήσεις παράγουν λιγότερο. Οι συνθήκες αυτές οδηγούν σε έξαρση της ανεργίας. Η καμπύλη AD_1 μετατοπίζεται προς τα αριστερά στην AD_2 . Το σημείο ισορροπίας A , που αντιστοιχεί σε επίπεδο πλήρους απασχόλησης, αντικαθίσταται από το B . Σε αυτό το επίπεδο η ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες είναι πολύ χαμηλή για να εξακολουθεί η οικονομία να παράγει στο φυσικό της επίπεδο. Δηλαδή στο σημείο B υπάρχει υπερβάλλουσα προσφορά αγαθών και υπηρεσιών για το δεδομένο επίπεδο τιμών P_1 . Διαχρονικά, η χαμηλή ζήτηση προκαλεί πτώση του επιπέδου των τιμών.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 20, η πτώση των τιμών που πραγματοποιείται στην μακροχρόνια περίοδο, όπου οι τελευταίες έχουν ευελιξία, κινεί την οικονομία προς τα κάτω κατά μήκος της καμπύλης συναθροιστικής ζήτησης στο νέο σημείο μακροχρόνιας ισορροπίας A' που αντιστοιχεί σε επίπεδο τιμών P_2 . Παράλληλα, η νέα καμπύλη βραχυχρόνιας προσφοράς για επίπεδο τιμών P_2 θα τέμνει τη βραχυχρόνια καμπύλη συνολικής ζήτησης στο επίπεδο πλήρους απασχόλησης το οποίο πλέον αντιστοιχεί σε χαμηλότερο επίπεδο τιμών. Στη νέα μακροχρόνια ισορροπία (σημείο A'), η παραγωγή και η απασχόληση βρίσκονται ξανά στα φυσικά τους επίπεδα, αλλά οι τιμές είναι χαμηλότερες απ' ό,τι στη μακροχρόνια ισορροπία στο σημείο A . Δηλαδή, οι τιμές έχουν προσαρμοστεί για να επιτευχθεί αυτή η ισορροπία.

Διάγραμμα 20: ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΣΕ ΜΙΑ ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΘΡΟΙΣΤΙΚΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ



Διάγραμμα 21: ΣΧΕΣΗ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ - ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ



Τελικό αποτέλεσμα είναι η μετακίνηση κατά μήκος της καμπύλης συναθροιστικής ζήτησης προς τα κάτω και δεξιά. Δηλαδή, μια μεταβολή του

εισοδήματος στο υπόδειγμα IS – LM που προκύπτει από μια μεταβολή του επιπέδου των τιμών, αντιπροσωπεύει μια κίνηση κατά μήκος της καμπύλης συναθροιστικής ζήτησης. Επίσης, θεωρώντας το Y_1 ως το εισόδημα που αντιστοιχεί σε επίπεδα πλήρους απασχόλησης. Διαπιστώνουμε ότι η μείωσή του προκαλεί μείωση της απασχόλησης και αύξηση της ανεργίας. Όταν η οικονομία επανέλθει στα φυσικά της επίπεδα, τότε θα μειωθεί η ανεργία και η απασχόληση θα ανέβει επίσης στα φυσικά της επίπεδα (Διάγραμμα 21).

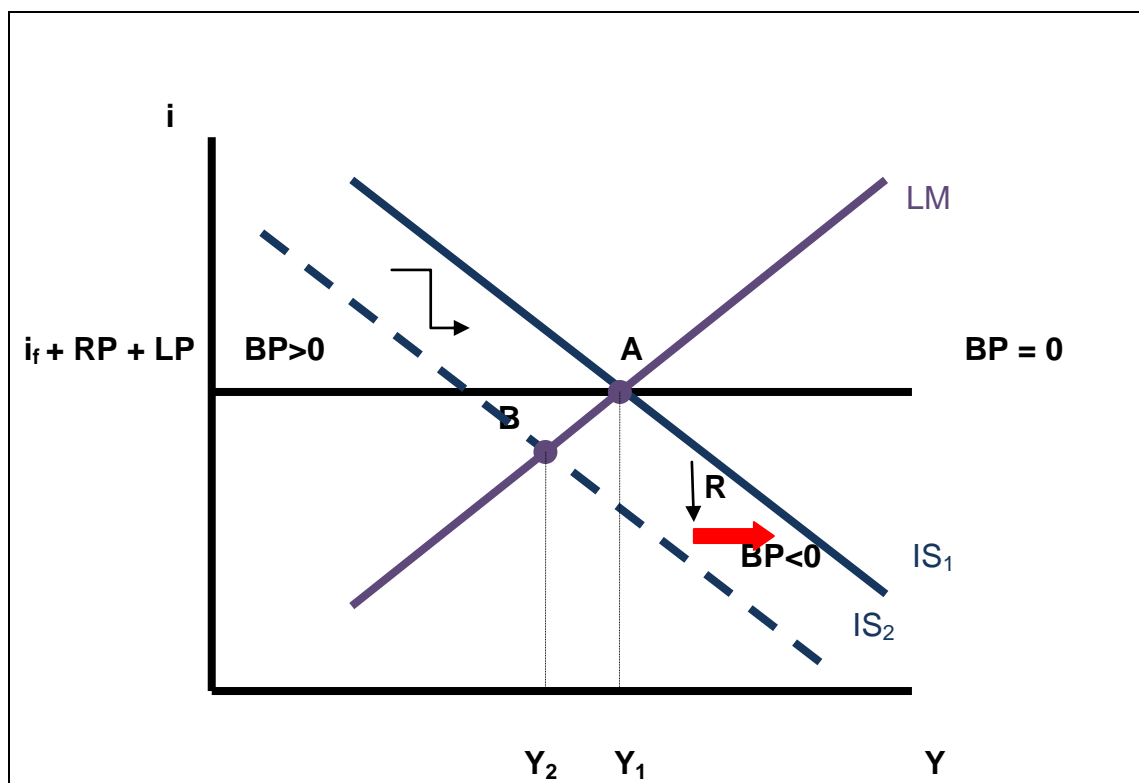
4.3 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ

Χρησιμοποιώντας το ίδιο υπόδειγμα παρουσιάζουμε τον τρόπο που λειτουργεί μια οικονομία που λειτουργεί υπό καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών σε περιόδους δυσμενών οικονομικών συνθηκών.

Όπως έχουμε ήδη πει επανειλημμένως, άμεση επίπτωση μιας οικονομικής κρίσης είναι η μείωση της ζήτησης που προκαλείται από τα μειωμένα εισοδήματα, την μειωμένη κατανάλωση και τις περιορισμένες επενδύσεις. Με βάση το Διάγραμμα 22, αυτό συνεπάγεται μετατόπιση της καμπύλης IS_1 στην IS_2 και μετακίνηση από το σημείο ισορροπίας A (επίπεδο πλήρους απασχόλησης) στο σημείο B. Στη νέα ισορροπία βρισκόμαστε σε χαμηλότερα επίπεδα εισοδήματος και επιτοκίου. Λόγω χαμηλότερου εγχώριου επιτοκίου συγκριτικά με το ξένο, αρχίζει εκροή κεφαλαίων προς το εξωτερικό όπου τα επιτόκια είναι υψηλότερα. Αυτό συμβαίνει γιατί οι εγχώριοι επενδυτές θέλουν να εκμεταλλευτούν τις υψηλότερες αποδόσεις στο εξωτερικό αυξάνοντας τα κέρδη τους. Κίνητρο όλων, ως γνωστό, είναι η επίτευξη υψηλότερου κέρδους. Όμως, για να επενδύσουν στο εξωτερικό θα πρέπει να μετατρέψουν το εγχώριο νόμισμα που χρησιμοποιούσαν για τις εγχώριες επενδύσεις τους σε ξένο. Αποτέλεσμα είναι να υπάρχει υπερβάλλουσα ζήτηση ξένου νομίσματος στην διεθνή αγορά συναλλάγματος και υπερβάλλουσα προσφορά εγχώριου. Με αυτό τον τρόπο προκύπτει αρνητικό ισοζύγιο πληρωμών.

Η δυνατότητα που έχει η χώρα να μεταβάλλει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες της λειτουργεί ως αυτόματος σταθεροποιητικός μηχανισμός οδηγώντας σε υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Αυτό καθιστά τα εγχώρια προϊόντα φθηνότερα και άρα ανταγωνιστικότερα σε σχέση με τα ξένα, και ως εκ τούτου η καμπύλη IS_2 μετακινείται προς τα δεξιά επανερχόμενη στην αρχική της θέση IS_1 . Η παραγωγή επανέρχεται στο φυσικό της επίπεδο και τα εγχώρια επιτόκια δεν αποκλίνουν από τα ξένα.

Διάγραμμα 22: ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΜΙΑ ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΑ ΜΕ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ



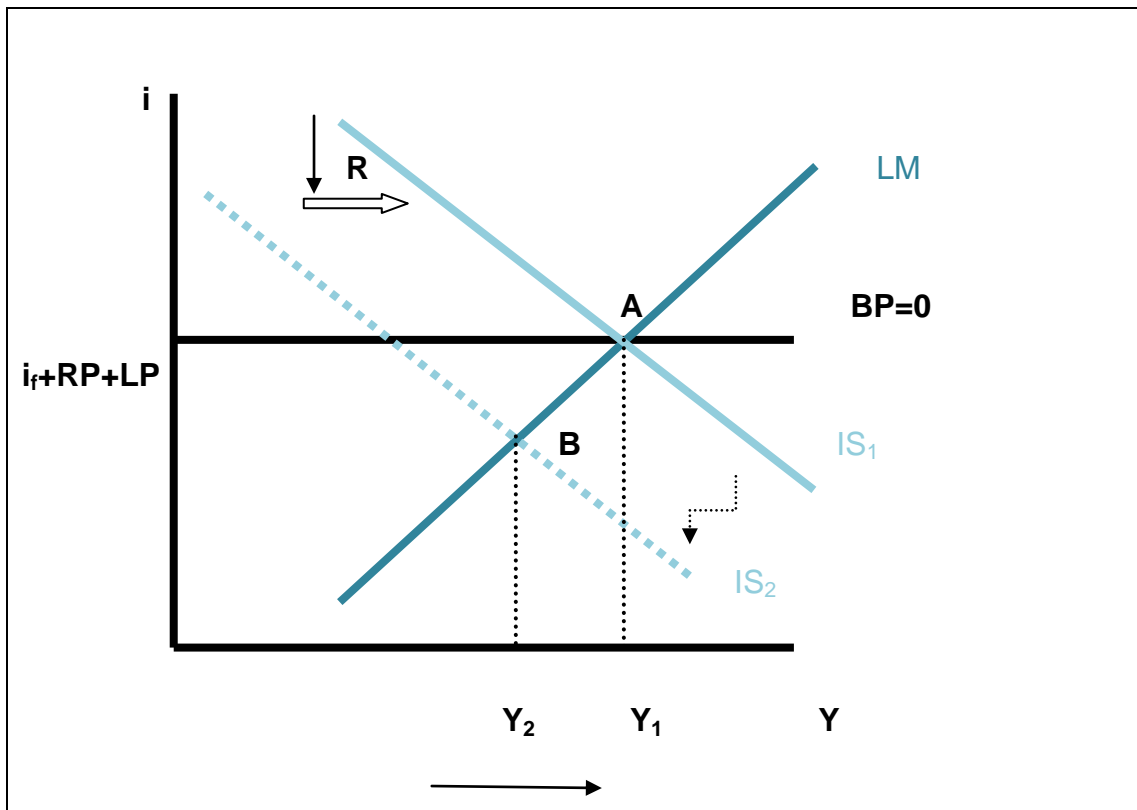
Διαπιστώνουμε, λοιπόν, ότι το πλεονέκτημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών που είναι η δυνατότητα ανατίμησης ή υποτίμησης – ανάλογα με τις συνθήκες – του εγχώριου νομίσματος, δεν καθιστά τόσο επιζήμιες τις επιπτώσεις μιας οικονομικής κρίσης όπως στην περίπτωση της αμετάβλητης ισοτιμίας που είναι παγιωμένη εντός μιας νομισματικής ένωσης. Ο αυτόματος σταθεροποιητικός μηχανισμός που ενεργοποιείται σε περιόδους ύφεσης, δηλαδή η υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος, σε συνδυασμό με πιθανή άνοδο των εγχώριων επενδύσεων λόγω των χαμηλότερων μετά κρίσης

επιτοκίων, επαναφέρει την καμπύλη IS στην αρχική της θέση (αν όχι σε υψηλότερα επίπεδα). Η διαδικασία αυτή κινητοποιείται αυτόματα από τον μηχανισμό της αγοράς στην προσπάθεια του τελευταίου να αποκαταστήσει την ισορροπία.

4.4 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ ΕΚΤΟΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

Στην περίπτωση που η χώρα υπόκειται σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών αλλά παράλληλα βρίσκεται εκτός Ευρωζώνης, μπορεί προκειμένου να ανακάμψει να υποτιμήσει το νόμισμά της και στη συνέχεια να εξακολουθήσει να διατηρεί σταθερή ισοτιμία. Δηλαδή, το επιτόκιο της θα ισούται και πάλι με $i_f + RP + LP$ καθώς $E_t S_{t+1} - S_t / S_t$ λόγω διατήρησης σταθερών ισοτιμιών μετά την υποτίμηση θα ισούται με μηδέν. Η υποτίμηση προκαλεί αύξηση των καθαρών εξαγωγών προκαλούμενη από την αύξηση των εξαγωγών λόγω βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων προϊόντων η οποία με την σειρά της προκαλεί αύξηση της παραγωγής και της συνολικής ζήτησης. Ουσιαστικά, ο αυτόματος σταθεροποιητικός μηχανισμός της οικονομίας λειτουργεί με τον ίδιο τρόπο όπως στην περίπτωση των κυμαινόμενων ισοτιμιών, καθώς οι χώρες αυτές πλεονεκτούν έναντι των προαναφερθεισών χωρών με σταθερές ισοτιμίες στο ότι δεν υπάρχει δέσμευση σε καθορισμένο επίπεδο ισοτιμιών όπως στη ζώνη του ευρώ. Μπορούν να υποτιμήσουν την αρχικά οριζόμενη ισοτιμία και στη συνέχεια να εξακολουθήσουν να υπόκεινται σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών. Η κατάσταση αυτή παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 23.

Διάγραμμα 23: ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΤΡΩΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΕΚΤΟΣ ΕΥΡΩ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ

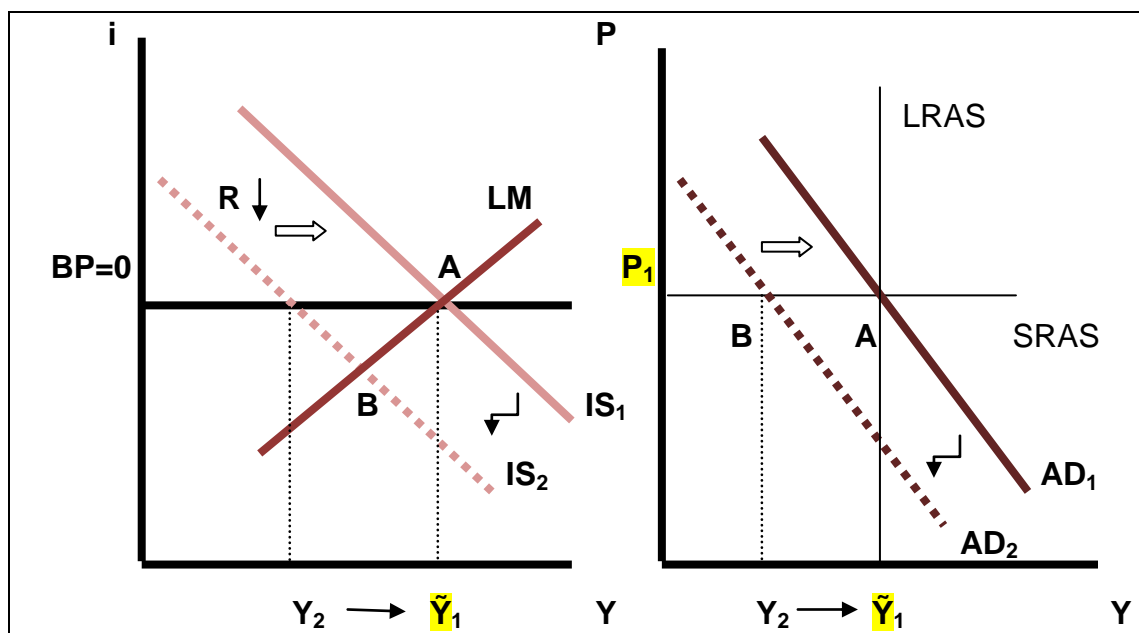


Αρχικά βρισκόμαστε στο σημείο ισορροπίας A. Όπως επανειλημμένως αναφέραμε, η ύφεση οδηγεί σε μείωση της ζήτησης, πτώση των εισοδημάτων και της παραγωγής. Αυτό συνεπάγεται μετάβαση στο σημείο εσωτερικής ισορροπίας. Υποτιμώντας την ισοτιμία αυξάνουμε την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων προϊόντων δίνοντας ώθηση στις εξαγωγές και βελτιώνοντας το εμπορικό ισοζύγιο. Αυτό οδηγεί σε αύξηση της παραγωγής, των εισοδημάτων και της ζήτησης και επαναφορά της οικονομίας στο αρχικό σημείο ισορροπίας A. Ωστόσο, επειδή η χώρα ακολουθεί πολιτική σταθερών ισοτιμιών, μετά την υποτίμηση θα εξακολουθήσει να διατηρεί την ίδια πολιτική.

Σε όρους συναθροιστικής προσφοράς – ζήτησης, η ανάλυση που ακολουθεί καλύπτει τόσο την περίπτωση χωρών με κυμαινόμενες ισοτιμίες όσο και την περίπτωση χωρών με σταθερές ισοτιμίες που ωστόσο βρίσκονται εκτός της ζώνης επιρροής της Νομισματικής Ένωσης. Από την στιγμή που η καμπύλη συναθροιστικής ζήτησης αποτελεί σύνοψη των αποτελεσμάτων του

υποδείγματος IS – LM για δεδομένο επίπεδο τιμών, οι παράγοντες που μετατοπίζουν την καμπύλη IS ή LM (για δεδομένο επίπεδο τιμών) προκαλούν μετατόπιση και της καμπύλης συναθροιστικής ζήτησης. Στις παραπάνω εξεταζόμενες περιπτώσεις η υποτίμηση του νομίσματος της χώρας επηρεάζει την ισορροπία IS-LM. Συγκεκριμένα, προκαλεί μετακίνηση της καμπύλης που αναπαριστά την ισορροπία στην αγορά αγαθών (IS) προς τα δεξιά και την επάνοδο της οικονομίας στο σημείο ισορροπίας που βρισκόταν πριν την αρνητική επίδραση της οικονομικής κρίσης. Δηλαδή, χωρίς να διαφοροποιηθούν οι τιμές, η οικονομία αυτόματα προσαρμόζεται στις δυσμενείς συνθήκες μέσω της υποτίμησης του νομίσματος και επανέρχεται στο επίπεδο πλήρους απασχόλησης \bar{Y}_1 .

Διάγραμμα 24: ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΣΕ ΜΙΑ ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΘΡΟΙΣΤΙΚΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΕΚΤΟΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ Η΄ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ



Τελικό αποτέλεσμα είναι η μετατόπιση και της καμπύλης συναθροιστικής ζήτησης προς τα δεξιά. Δηλαδή, μια μεταβολή του εισοδήματος στο υπόδειγμα IS – LM και κατ' επέκταση και στο Mundell – Fleming, για σταθερό επίπεδο τιμών, αντιπροσωπεύει μια μετατόπιση της καμπύλης συναθροιστικής ζήτησης. Συγκεκριμένα, η αύξηση του εισοδήματος που

προκλήθηκε από βελτίωση των καθαρών εξαγωγών λόγω της υποτίμησης, μετατοπίζει την συναθροιστική ζήτηση δεξιά στο φυσικό επίπεδο παραγωγής στο οποίο βρισκόταν πριν την εμφάνιση της ύφεσης. Η παραπάνω διαπίστωση παρουσιάζεται σχηματικά στο Διάγραμμα 24.

4.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την προηγούμενη ανάλυση είδαμε ότι το υπόδειγμα Mundell - Fleming προβλέπει ότι η επίδραση της κρίσης αναμένεται να είναι μεγαλύτερη στις χώρες που ακολουθούν πολιτική σταθερής ισοτιμίας έναντι των χωρών που υπάγονται σε καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών. Οι χώρες που ακολούθησαν πολιτική μείωσης της αξίας του νομίσματος (υποτίμηση) ανέκαμψαν γρηγορότερα από την κρίση. Η χαμηλότερη αξία του νομίσματος έδωσε ώθηση στις εξαγωγές και αύξησε την παραγωγή. Αντιθέτως, οι χώρες που διατήρησαν την παλαιά τιμή συναλλάγματος είχαν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα χαμηλότερο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας και γι' αυτό υπέφεραν περισσότερο καιρό.

Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι οι σταθερές ισοτιμίες που είναι αλληλένδετες με το ευρώ, οδηγούν τις χώρες που αποφάσισαν να το υιοθετήσουν σε μια επίπονη και μακροχρόνια διαδικασία ύφεσης και υπανάπτυξης. Αντιθέτως, η δυνατότητα αναδιαμόρφωσης των ισοτιμιών ανάλογα με τις συνθήκες που δεσπάζουν στην οικονομία, παρέχει το πλεονέκτημα ενεργής και άμεσης αντιμετώπισης δυσμενών συνθηκών και κατά συνέπεια ταχύτερης ανάκαμψης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

5.1.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Δεδομένα

Το δείγμα των χωρών που επιλέχτηκε προκειμένου να πραγματοποιήσουμε το εμπειρικό κομμάτι της ανάλυσής μας είναι το σύνολο των 27 κρατών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εφόσον σκοπός μας είναι να μελετήσουμε την επίπτωση που έχει η υιοθέτηση του ευρώ και κατά συνέπεια η υπαγωγή σε σύστημα σταθερών ισοτιμιών έναντι της υπαγωγής σε σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών, διαχωρίσαμε τις χώρες σε δύο κατηγορίες. Η μία κατηγορία περιλαμβάνει τις χώρες με καθεστώς σταθερών ισοτιμιών (χώρες με ευρώ) και η άλλη τις χώρες με καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών (χώρες εκτός ζώνης του ευρώ). Η πρώτη παλινδρόμηση πραγματοποιήθηκε με βάση αυτό τον διαχωρισμό.

Ωστόσο, πραγματοποιήσαμε και μία δεύτερη παλινδρόμηση αφαιρώντας από το δείγμα τις χώρες που κατά την περίοδο που μελετάμε υπάγονταν στον ERM II²⁸ και ακολουθούσαν κυμαινόμενες ισοτιμίες εντός ορίων διακύμανσης αλλά παράλληλα ήταν στα πρόθυρα ένταξης στο σύστημα σταθερών ισοτιμιών. Αναφερόμαστε στην Εσθονία και την Σλοβακία. Η πρώτη εντάχθηκε στην Ευρωζώνη τον Ιανουάριο του 2011 και η δεύτερη τον Ιανουάριο του 2009. Επειδή οι χώρες αυτές βρισκόντουσαν στα πρόθυρα ένταξης κατά τον χρονικό ορίζοντα που καλύπτει η μελέτη μας, ενδεχομένως να είχαν ήδη ενσωματώσει στην οικονομία τους την πολιτική των σταθερών ισοτιμιών προκαλώντας, ίσως, στρεβλώσεις στα αποτελέσματά μας. Γι' αυτό η δεύτερη παλινδρόμηση πραγματοποιήθηκε με ένα δείγμα 25 χωρών (χώρες ΕΕ πλην Εσθονίας και Σλοβακίας).

²⁸ "What is ERM II?", European Commission, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: www.ec.europa.eu/economyfinance/euro/adoption/erm2/index

Οι χώρες που θα χρησιμοποιηθούν στην ανάλυσή μας παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 3: Οι Χώρες του Δείγματος

ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ (εθνικό νόμισμα)	ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ (νόμισμα ευρώ)
Βουλγαρία	Αυστρία
Τσεχία	Βέλγιο
Ουγγαρία	Κύπρος
Πολωνία	Φινλανδία
Ρουμανία	Γαλλία
Σουηδία	Γερμανία
Ηνωμένο Βασίλειο	Ελλάς
Δανία	Ιρλανδία
Λιθουανία	Ιταλία
Λετονία	Λουξεμβούργο
Εσθονία ²⁹	Μάλτα
Σλοβακία ³⁰	Ολλανδία
	Πορτογαλία
	Ισπανία
	Σλοβενία

Οι λοιπές μακροοικονομικές μεταβλητές σε συνδυασμό με τις τιμές των οποίων θα εξετάσουμε την επίδραση ενός κοινού νομίσματος στην μεταβολή της παραγωγής (ποσοστιαία μεταβολή του κατά κεφαλήν ΑΕΠ μεταξύ 2008-

²⁹ Η Εσθονία εντάχθηκε στην Ευρωζώνη τον Ιανουάριο του 2011.

³⁰ Η Σλοβακία εντάχθηκε στην Ευρωζώνη τον Ιανουάριο του 2009.

2010 σε σταθερές τιμές, το οποίο αποτελεί και την εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος) είναι:

(α) το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε σταθερές τιμές του έτους 2008 (σε σταθερές τιμές δολαρίου με έτος βάσης το 2000),

(β) το διαρθρωτικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ του έτους 2008,

(γ) το ακαθάριστο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ του έτους 2008, και

(δ) το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ το έτος 2008,

(ε) μία ψευδομεταβλητή που διαφοροποιεί τις χώρες ανάλογα με το σύστημα ισοτιμιών που ακολουθούν (σταθερές ή κυμαινόμενες ισοτιμίες).

Σημειώνουμε ότι τα παραπάνω δεδομένα συλλέχτηκαν για το σύνολο των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επιπλέον, οι μεταβλητές (α) έως και (ε) αποτελούν τις ανεξάρτητες μεταβλητές του προς μελέτη υποδείγματος.

Ο λόγος που επιλέξαμε το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε σταθερές τιμές είναι για να αποφύγουμε την παρέμβαση αφ' ενός του πληθωρισμού και αφετέρου του πληθυσμιακού εύρους μιας χώρας, παράγοντες που θα διάβρωναν τα αποτελέσματά μας. Επιπλέον, επιλέξαμε το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα διότι είναι ανεξάρτητο από την φάση του οικονομικού κύκλου στην οποία βρίσκεται μια οικονομία. Δηλαδή, δεν διευρύνεται σε περιόδους ύφεσης ούτε περιορίζεται σε περιόδους ευημερίας αλλά μας δίνει αντικειμενική εικόνα των δημοσιονομικών συνθηκών. Επειδή υπήρχε διαφοροποίηση όσον αφορά το νόμισμα των χωρών που χρησιμοποιήθηκαν στην δειγματοληψία, αναγάγαμε όλα τα νομίσματα σε ισοτιμία δολαρίου για τα έτη 2008 έως 2010 προκειμένου να υπάρχει κοινό νόμισμα αναφοράς για την ορθή εκτέλεση της παλινδρόμησης. Επελέγη το ακαθάριστο έναντι του καθαρού χρέους των κυβερνήσεων, καθώς κάθε κυβέρνηση οφείλει να αναχρηματοδοτήσει το σύνολο του εγχώριου χρέους και όχι μόνο το καθαρό χρέος. Η συλλογή όλων των δεδομένων πραγματοποιήθηκε από την βάση δεδομένων του Διεθνούς

Νομισματικού Ταμείου³¹. Αναλυτικά παρατίθενται τα αριθμητικά δεδομένα βάσει των οποίων έγιναν οι υπολογισμοί για την εκτέλεση της παλινδρόμησης στο Παράρτημα 1.

Μέθοδος Ανάλυσης

Εφόσον στόχος μας είναι να δούμε κατά πόσο η υιοθέτηση μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας (όπως προβλέπεται από την υιοθέτηση του ευρώ ως εθνικού νομίσματος συναλλαγών) έναντι μιας κυμαινόμενης ισοτιμίας, αντέκρουσε ή επιδείνωσε την επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσης στη μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ, εκτιμούμε τα ακόλουθα οικονομετρικά υποδείγματα:

$$GDP_{08-10,i} = \beta_0 + \delta D_i + U_i \quad (1)$$

Όπου,

$GDP_{08-10,i}$: η ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ σε σταθερές τιμές της χώρας i από το 2008 μέχρι το 2010

D_i : Μια ψευδομεταβλητή της οποίας οι τιμές ορίζονται ως ακολούθως:

$$d_i = \begin{cases} 0, & \text{η χώρα } i \text{ έχει κυμαινόμενες ισοτιμίες} \\ 1, & \text{η χώρα } i \text{ έχει σταθερές ισοτιμίες} \end{cases}$$

Ο υπό συνθήκη μέσος του παραπάνω οικονομετρικού υποδείγματος για τις δυο διαφορετικές ομάδες χωρών έχει ως εξής:

$$E(GDP_{08-10,i} | d_i = 0) = \beta_0 \quad (2)$$

$$E(GDP_{08-10,i} | d_i = 1) = \beta_0 + \delta \quad (3)$$

³¹ Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata>

Κατόπιν, προκειμένου να λάβουμε υπ' όψιν τις ιδιαιτερότητες κάθε χώρας αναφορικά με τις διάφορες άλλες μακροοικονομικές μεταβλητές εκτιμούμε και το ακόλουθο οικονομετρικό υπόδειγμα:

$$GDP_{08-10,i} = \beta_0 + \beta_1 PGDP_{2008,i} + \beta_2 SBD_{2008,i} + \beta_3 GGD_{2008,i} + \beta_4 CA_{2008,i} + \delta D_i + U_i \quad (4)$$

Όπου,

$PGDP_{2008,i}$: το κατά κεφαλήν πραγματικό ΑΕΠ σε σταθερές τιμές στην χώρα i το έτος 2008

$SBD_{2008,i}$: το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ στην χώρα i το έτος 2008

$GGD_{2008,i}$: το ακαθάριστο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ στην χώρα i το έτος 2008

$CA_{2008,i}$: το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ στην χώρα i το έτος 2008

D_i : Μια ψευδομεταβλητή της οποίας οι τιμές ορίζονται ως ακολούθως:

$$d_i = \begin{cases} 0, & \text{η χώρα } i \text{ έχει κυμαινόμενες ισοτιμίες} \\ 1, & \text{η χώρα } i \text{ έχει σταθερές ισοτιμίες} \end{cases}$$

$$E(GDP_{08-10,i} | d_i = 1) - E(GDP_{08-10,i} | d_i = 0) = \delta \quad (5)$$

Θεωρητικά αναμένουμε το πρόσημο του συντελεστή β_0 στο υπόδειγμα να είναι αρνητικό, καθώς η κρίση όπως προβλέπει το υπόδειγμα Mundell - Fleming αναμένεται να δημιουργήσει ύφεση σε όλες τις οικονομίες ανεξαρτήτως σταθερών ή κυμαινόμενων ισοτιμιών, δηλαδή αναμένουμε αρνητικό ρυθμό μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ. Από τις παραπάνω εξισώσεις διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής δ καταγράφει την διαφορά στην

αναμενόμενη ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών με σταθερές ισοτιμίες και αυτών με κυμαινόμενες.

Εάν ο συντελεστής δ είναι στατιστικά σημαντικός, τότε μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η υιοθέτηση σταθερών ισοτιμιών επηρεάζει αρνητικά ή θετικά (αναλόγως με το πρόσημο της εκτίμησης $\hat{\delta}$) την μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ. Επομένως, η μηδενική υπόθεση που θέλουμε να ελέγξουμε είναι $H_0: \delta = 0$, δηλαδή ότι η επιλογή ενός συναλλαγματικού καθεστώτος δεν επηρεάζει την μεταβολή του κατά κεφαλήν ΑΕΠ των ευρωπαϊκών χωρών κατά την περίοδο 2008-2010 και συνεπώς δεν αποτελεί παράγοντα που επιβαρύνει ή ευνοεί μια χώρα σε περιόδους οικονομικών κρίσεων. Η εναλλακτική υπόθεση είναι $H_1: \delta \neq 0$, ότι δηλαδή η υιοθέτηση μιας μορφής ισοτιμίας έχει κάποια επίδραση, θετική ή αρνητική, στην μεταβολή του ΑΕΠ της χώρας κατά την περίοδο 2008-2010 και κατά συνέπεια αποτελεί παράγοντα που επηρεάζει το μέγεθος των επιπτώσεων μιας οικονομικής κρίσης. Είτε μεγεθύνει τις επιπτώσεις της κρίσης είτε συμβάλλει ώστε η χώρα να επιβαρυνθεί λιγότερο. Συνεπώς, αν ο συντελεστής προκύψει στατιστικά σημαντικός, απορρίπτω την μηδενική υπόθεση και αποδέχομαι την εναλλακτική υπόθεση .

Θεωρητικά, δεδομένου ότι αναμένουμε το πρόσημο του συντελεστή β_0 στο υπόδειγμα να είναι αρνητικό, αναμένουμε αρνητικό και το πρόσημο του συντελεστή δ και μάλιστα μεγαλύτερο σε απόλυτη τιμή από την απόλυτη τιμή του συντελεστή του σταθερού όρου β_0 . Η θεωρητική αυτή πρόβλεψη προκύπτει γιατί, βάση υποδείγματος Mundell – Fleming, η κρίση προκάλεσε ύφεση (σε όρους μείωσης της παραγωγής και των εισοδημάτων) σε όλες ανεξαιρέτως τις οικονομίες, ωστόσο οι χώρες με σταθερές ισοτιμίες επλήγησαν περισσότερο.

Για την διαμόρφωση των συμπερασμάτων μας θεωρούμε δεδομένες τις τιμές για το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, για το διαρθρωτικό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης και το δημόσιο χρέος (όλα ως ποσοστό του ΑΕΠ) και δεν εξετάζουμε τον τρόπο που επέδρασαν οι σταθερές ή οι κυμαινόμενες ισοτιμίες στην διαμόρφωσή τους.

5.1.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΕΩΝ

Στους ακόλουθους πίνακες παραθέτουμε τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων όπως αυτά προέκυψαν εκτελώντας την παλινδρόμηση με το οικονομετρικό πρόγραμμα Eviews (κάθε στήλη προκύπτει αφαιρώντας από την προηγούμενη στήλη την λιγότερο σημαντική μεταβλητή – general to specific approach):

Πίνακας 4: ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ – ΔΕΙΓΜΑ 27 ΧΩΡΩΝ
(d=0, χώρες με κυμαινόμενες ιστοτιμίες/ d=1, χώρες με σταθερές ιστοτιμίες)

Ερμηνευτική Μεταβλητή	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
Σταθερός Όρος	-0.0303**	-0,0255*	-0.0254*	-0.0174**	-0.0288***
GDP	0	-	-	-	-
GGD	0.0003	0.0003	0.0002	-	-
GGDF	-0.0012	-0.0012	-	-	-
CA	-0.0009	-0.0011	-0.0013**	-0.0014**	-
D1	0.0024	0.0044	0.0042	0.0105	0.0140

Σημειώσεις: Το * υποδηλώνει στατιστικά σημαντική μεταβλητή για επίπεδο σημαντικότητας 5%. Το ** υποδηλώνει στατιστικά σημαντική μεταβλητή σε επίπεδο 10%. Το *** υποδηλώνει στατιστικά σημαντική μεταβλητή για επίπεδο 1%. Η ενδογενής μεταβλητή σε όλα τα υποδείγματα είναι η ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ κατά την περίοδο 2008-2010.

Πίνακας 5: ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ – ΔΕΙΓΜΑ 25 ΧΩΡΩΝ

(d=0, χώρες με κυμαινόμενες ισοτιμίες / d=1, χώρες με σταθερές ισοτιμίες)

Ερμηνευτική Μεταβλητή	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
Σταθερός Όρος	-0.0300	-0.0248*	-0.0250*	-0.0176**	-0.0282***
GDP	0	-	-	-	
GGD	0.0003	0.0003	0.0002	-	
GGDF	-0.0014	-0.0014		-	
CA	-0.0008	-0.0010	-0.0013**	-0.0014**	
D1	0.0035	0.0055	0.0054	0.0103	0.0135

Σημειώσεις: Το * υποδηλώνει στατιστικά σημαντική μεταβλητή για επίπεδο σημαντικότητας 5%. Το ** υποδηλώνει στατιστικά σημαντική μεταβλητή σε επίπεδο 10%. Το *** υποδηλώνει στατιστικά σημαντική μεταβλητή για επίπεδο 1%. Η ενδογενής μεταβλητή σε όλα τα υποδείγματα είναι η ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ κατά την περίοδο 2008-2010.

Προκειμένου να δεχτούμε ότι η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική και συνεπώς να αποδεχτούμε την μηδενική υπόθεση, ότι δηλαδή η επιλογή σταθερών ή κυμαινόμενων ισοτιμιών δεν επηρεάζει την έκταση που θα λάβει η κρίση στην οικονομία, θα πρέπει να ισχύει για την ψευδομεταβλητή (dummy variable) $prob.>0.05$, δηλαδή στατιστικά σημαντική μεταβλητή για επίπεδο 5%. Σε περίπτωση που $prob.<0.05$, απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε ότι το καθεστώς των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζει αρνητικά ή θετικά, ανάλογα με το πρόσημο του συντελεστή – coefficient, την έκταση που θα λάβει η κρίση στις χώρες που συμμετέχουν σε αυτήν την παλινδρόμηση. Διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής που αφορά την επιλογή του συστήματος ισοτιμιών δεν παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα σε καμιά από τις περιπτώσεις που μελετήσαμε. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι η μεταβολή του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ την περίοδο 2008-2010 δεν επηρεάστηκε από το γεγονός της υιοθέτησης ή μη σταθερών ισοτιμιών.

Πράγματι, όπως αναμέναμε σύμφωνα με την θεωρία Mundell – Fleming. Ο συντελεστής του σταθερού όρου έχει αρνητικό πρόσημο. Αυτό επιβεβαιώνει και πρακτικά ότι πράγματι η κρίση επέφερε αρνητική μεταβολή στο ΑΕΠ ανεξαρτήτως διαφοροποίησης των χωρών. Ωστόσο, η συμμετοχή ή όχι σε μια ζώνη σταθερών ισοτιμιών δεν επιδείνωσε ούτε μετρίασε αυτή την αρνητική μεταβολή του ΑΕΠ για τα έτη 2008-2010 τα οποία και μελετήσαμε, καθώς βάση αποτελεσμάτων η εκτίμηση του διαφορικού συντελεστή της ψευδομεταβλητής κρίθηκε μη στατιστικά σημαντική σε όλες τις πραγματοποιούμενες παλινδρομήσεις.

Ωστόσο, κατά την διενέργεια των παλινδρομήσεων με την μέθοδο *general to specific* και καθώς κάθε φορά αφαιρούσαμε την λιγότερο σημαντική παρατήρηση και επαναλαμβάναμε την παλινδρόμηση, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ παρουσίασε στατιστική σημαντικότητα. Αυτό συνεπάγεται ότι το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επηρεάζει την μεταβολή του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος και μάλιστα προς το χειρότερο επιδεινώνοντας την ύφεση. Το αρνητικό πρόσημο του συντελεστή που αναφέρεται στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υποδεικνύει, ότι χώρες με ελλειμματικό ισοζύγιο αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη αρνητική μεταβολή της παραγωγής τους και άρα βιώνουν βαθύτερη κρίση. Αρνητικός είναι και ο συντελεστής του ελλείμματος της κυβέρνησης, γεγονός που υποδηλώνει το ίδιο ακριβώς για την μεταβολή του ΑΕΠ, μόνο που δεν κρίθηκε στατιστικά σημαντικός.

Ενδεικτικά, προκειμένου να κατανοήσουμε την έννοια των εκτιμήσεων, αναλύουμε τις εκτιμήσεις της τελευταίας στήλης του Πίνακα 4 (η επιλογή είναι τυχαία). Όπως βλέπουμε, βάσει της εκτίμησης του σταθερού όρου και σε συνδυασμό με το γεγονός ότι το επιλεγόμενο από μια χώρα καθεστώς ισοτιμιών κρίθηκε μη στατιστικά σημαντικό, η εκτίμηση για την ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ μεταξύ 2008-2010 υπολογίζεται στο **-2,88%** για όλες τις χώρες της ΕΕ είτε έχουν σταθερές είτε κυμαινόμενες ισοτιμίες. Αυτό που παρουσιάζει ενδιαφέρον είναι ότι, σε αντίθεση με το αποτέλεσμα στο οποίο καταλήξαμε στο υπόδειγμα Mundell – Fleming, αν ο συντελεστής που καθόριζε τις ισοτιμίες παρουσίαζε στατιστική σημαντικότητα, τότε χώρες με σταθερές ισοτιμίες θα ήταν πιο ευνοημένες σε περίοδο κρίσης καθώς το ΑΕΠ

τους θα παρουσίαζε μικρότερη αρνητική μεταβολή. Το γεγονός αυτό προκύπτει γιατί το πρόσημο του διαφορικού συντελεστή της ψευδομεταβλητής είναι θετικό.

$$E(GDP_{08-10,i} | d_i = 0) = E(GDP_{08-10,i} | d_i = 1) = \beta_0 = -2,88\%$$

Σημειώνουμε ότι για την διενέργεια της παλινδρόμησης χρησιμοποιήθηκε το general to specific approach. Δηλαδή, αρχικά πραγματοποιήσαμε την παλινδρόμηση συμπεριλαμβάνοντας όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές και μετά επαναλάβαμε την παλινδρόμηση αφαιρώντας κάθε φορά την πιο ασήμαντη μεταβλητή. Το επαναλάβαμε μέχρις ότου η παλινδρόμηση περιλάμβανε μόνο την ψευδομεταβλητή και τον σταθερό όρο. Οι εκτιμήσεις παρουσιάζονται χωρίς την διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας κατά White, καθώς κατά την διενέργεια του απαραίτητου ελέγχου δεν βρέθηκαν δείγματα αυτής (το μοντέλο είναι ομοσκεδαστικό). Σημειώνουμε ότι έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας γίνεται μόνο στα υποδείγματα που έχουμε ερμηνευτικές μεταβλητές (όχι στο υπόδειγμα που έχει μόνο την ψευδομεταβλητή). Το οικονομετρικό πρόγραμμα που χρησιμοποιήθηκε για την διεξαγωγή της παλινδρόμησης είναι το Eviews και η μέθοδος που χρησιμοποιήσαμε είναι η Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων. Αναλυτικότερα οι πίνακες των αποτελεσμάτων του Eviews παρουσιάζονται στο Παράρτημα 2.

5.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από τα αποτελέσματα των παραπάνω εκτιμήσεων προκύπτει ότι η επίδραση της κρίσης ήταν αρνητική (όπως προβλέπει το υπόδειγμα Mundell - Fleming) χωρίς όμως να υπάρχει διαφοροποίηση μεταξύ χωρών ανάλογα με το καθεστώς ισοτιμιών που έχουν επιλέξει. Δηλαδή ο θεσμός της νομισματικής ένωσης και οι σταθερές ισοτιμίες που αυτή συνεπάγεται δεν περιόρισαν την έκταση της κρίσης ούτε όμως επιβάρυναν τις οικονομικές συνθήκες για τις χώρες που τις υιοθέτησαν. Ουσιαστικά, σε αντίθεση με τα προβλεπόμενα κατά Mundell – Fleming, το σύστημα ισοτιμιών δεν επιδρά στην έκταση που θα λάβει μια οικονομική κρίση, όπως δείχνει η μελέτη μας.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα εργασία μελετήσαμε την επίπτωση που είχε η κρίση που ξεκίνησε στην Αμερική το 2007 καθώς και τα μέτρα που έλαβαν για την αντιμετώπισή της χώρες εντός και εκτός Ευρωζώνης. Χρησιμοποιήσαμε τόσο θεωρητικά όσο και πρακτικά υποδείγματα μελέτης. Ωστόσο, αυτό που διαπιστώσαμε είναι ότι η θεωρία διαφέρει από την πράξη.

Η θεωρία, όπως αυτή διαμορφώνεται μέσα από το υπόδειγμα Mundell – Fleming, υποστηρίζει ότι οι σταθερές ισοτιμίες που είναι παγιωμένες εντός της Ευρωζώνης και η αδυναμία άσκησης αυτόνομης νομισματικής πολιτικής αποτελούν τροχοπέδη για τις οικονομίες αυτές σε περιόδους ύφεσης. Η διαφορετικότητα των οικονομιών στο εσωτερικό της Νομισματικής Ένωσης καθιστά απαραίτητη την μεμονωμένη αντιμετώπιση, ωστόσο οι κεντρικές αρχές δεν μπορούν να διαφοροποιήσουν τις στρατηγικές τους με αποτέλεσμα, αν εφαρμόζονται, να λειτουργούν ευνοϊκά κατά περιπτώσεις. Κάθε χώρα – μέλος αποτελεί τμήμα μιας ένωσης αλλά δεν παύει παράλληλα να αποτελεί και ξεχωριστή οντότητα που χρήζει ειδικής μεταχείρισης. Η ύπαρξη, όμως, μιας κεντρικής νομισματικής αρχής (ΕΚΤ) δεν επιτρέπει ξεχωριστή αντιμετώπιση. Τα μέτρα είναι κοινά για όλους. Για τις αυτόνομες νομισματικά οικονομίες, οι περιορισμοί αυτοί δεν ισχύουν. Οι εκάστοτε πολιτικές σε αυτές τις χώρες στόχο έχουν την αντιμετώπιση της κρίσης και την ανάκαμψη για μία συγκεκριμένη και μόνο οικονομία. Το «όπλο» της αυτονομίας είναι πραγματικά σημαντικό.

Από την άλλη πλευρά η πράξη, μέσω της μελέτης του οικονομετρικού υποδείγματος το οποίο περιελάμβανε πραγματικές τιμές μακροοικονομικών μεταβλητών των υπό μελέτη χωρών για την περίοδο της κρίσης, αντικρούει τα συμπεράσματα της θεωρίας. Οι αριθμοί έδειξαν ότι η έκταση της υφιστάμενης κρίσης ήταν ενδεχομένως τόσο μεγάλη, ώστε η διάχυσή της δεν έκανε διάκριση μεταξύ των εξεταζόμενων χωρών. Οι χώρες με σταθερές ισοτιμίες δεν βίωσαν βαθύτερη ύφεση συγκριτικά με εκείνες που διατηρούσαν καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών. Πράγματι, βάση αριθμών, όλες οι

οικονομίες βίωσαν το καθεστώς της ύφεσης, ωστόσο δεν προκύπτει ότι για κάποιες από αυτές οι συνθήκες ήταν οξύτερες. Κάτι τέτοιο, τουλάχιστον, θα αναμέναμε στηριζόμενοι στην θεωρία, ωστόσο δεν συμβαίνει στην πράξη.

Όπως προκύπτει από τα στατιστικά αποτελέσματα, τα οποία αναπαριστούν και την σύγχρονη πραγματικότητα, το ευρώ και οι συνδεδεμένες με αυτό σταθερές ισοτιμίες δεν επηρεάζουν αρνητικά τις οικονομίες που τα έχουν ενσωματώσει. Δηλαδή, η εσωτερική υποτίμηση που εφαρμόζεται από τις χώρες με σταθερές ισοτιμίες ως μέτρο αντιμετώπισης της κρίσης ίσως τελικά να μην είναι και τόσο χειρότερη συγκριτικά με την νομισματική υποτίμηση στην οποία προβαίνουν χώρες που έχουν την δυνατότητα μεταβολής του νομισματικού τους καθεστώτος.

Ωστόσο, πολλοί θιασώτες των κυμαινόμενων ισοτιμιών, μεταξύ των οποίων και ο γνωστός οικονομολόγος P.Krugman, θεωρούν ότι ο θεσμός της Νομισματικής Ένωσης και των συνεπαγόμενων σταθερών ισοτιμιών παρά τον ευγενή σκοπό για τον οποίο θεσμοθετήθηκε, ίσως τελικά να λειτουργεί σαν «παγίδα» στην όποια προσπάθεια κάνουν οι χώρες εντός της Ένωσης προκειμένου να εξέλθουν της κρίσης. Αυτό συμβαίνει καθώς η αδυναμία άσκησης ενεργής νομισματικής πολιτικής, όπως μείωση των επιτοκίων και αύξηση της προσφοράς χρήματος καθώς και υποτίμηση του νομίσματος, μπλοκάρει τις όποιες προσπάθειες για ανάκαμψη καθώς μπλοκάρεται η οικονομική ευελιξία. Όπως χαρακτηριστικά παρατήρησε ο Paul Krugman σε άρθρο του στην New York Times³² «τα δεινά της Ευρώπης προσομοιάζουν από πολλές πλευρές με μια κλασική αρχαιοελληνική τραγωδία όπου ένας άνθρωπος ευγενούς χαρακτήρα επωμίζεται τις επιπτώσεις της ύβρις». Μόνο που στην περίπτωση μας δεν έχουμε ένα άντρα ευγενούς χαρακτήρα, αλλά έναν σκοπό που στηρίζεται σε υψηλά ιδανικά, αυτόν της δημιουργίας μιας νομισματικής ένωσης.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν οι υποστηρικτές των σταθερών ισοτιμιών, μεταξύ των οποίων και ο M.Friedman, οι οποίοι θεωρούν προτιμότερο για μια οικονομία να μην παρουσιάζει μεταβλητότητα στο νόμισμά της. Το σημαντικότερο επιχείρημα είναι ότι η αβεβαιότητα για τις

³² "Can Europe be saved?" , by Paul Krugman, New York Times, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine>

συναλλαγματικές ισοτιμίες δυσκολεύει το διεθνές εμπόριο καθώς καθιστά δύσκολη την πρόβλεψη της μελλοντικής ισοτιμίας λόγω της μεγάλης μεταβλητότητας που παρουσιάζεται. Επιπλέον, μπορεί το εργαλείο της προσφοράς χρήματος να είναι χρήσιμο για την άσκηση αποτελεσματικής πολιτικής ανάλογα με τις συνθήκες, ωστόσο η ανεξέλεγκτη χρήση του μπορεί να έχει αρνητικά αποτελέσματα. Υπό καθεστώς σταθερών ισοτιμιών, τίθεται φραγμός σε μια ενδεχόμενη ανεξέλεγκτη χρήση της νομισματικής πολιτικής.

Αναμφίβολα, κάθε καθεστώς ισοτιμιών έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Προσωπική μου άποψη είναι ότι το ευρώ ήταν και εξακολουθεί να είναι ένα πολύ ισχυρό νόμισμα και ο θεσμός της νομισματικής ένωσης εξακολουθεί να παρέχει ασφάλεια στους διεθνείς επενδυτές καθώς ενδυναμώνει την αξιοπιστία των συμμετεχόντων χωρών. Αυτό φαίνεται από την μείωση των ασφαλίσεων κινδύνου για όλες τις χώρες αμέσως μετά την ένταξή τους στην Ένωση. Επίσης, αισθητή ώθηση έχει δοθεί και στο εμπόριο εντός των χωρών – μελών. Δεν μπορούμε να προβάλλουμε αντίλογο στο γεγονός ότι τα θεμέλια στα οποία στηρίχτηκε ο θεσμός καθώς και το γενικότερο θεσμικό πλαίσιο δεν ήταν κατάλληλα οργανωμένα προκειμένου να υποδεχτούν με αποτελεσματικότητα την εφαρμογή ενός τόσο μεγάλου και δύσκολου εγχειρήματος. Σίγουρα υπάρχουν ατέλειες, αυτό όμως δεν σημαίνει ότι ο θεσμός είναι αποτυχημένος. Ακόμα και η νομισματική ένωση των ΗΠΑ, που αξιολογείται θετικότερα από τους περισσότερους οικονομολόγους, δέχτηκε μεγάλο πλήγμα από την υφιστάμενη κρίση και πρόσφατα άρχισε να ανακάμπτει. Ίσως, τελικά, να μην φταίει ο θεσμός αλλά οι συνθήκες. Η φούσκα των ακινήτων, η τραπεζική κρίση, τα μεγάλα ελλείμματα των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων κ.α. δεν πρέπει να τα καταλογίσουμε στο ευρώ αλλά στην ματαιοδοξία και στην υπέρ του δέοντος επιδίωξη κέρδους των κυβερνήσεων και των μεμονωμένων ατόμων. Κατά την γνώμη μου, αξίζει στο ευρώ μια δεύτερη ευκαιρία. Άλλωστε, η σύγχρονη πραγματικότητα όπως αναπαρίσταται από τους αριθμούς δεν ψεύδεται: ο ρόλος του ευρώ στην οικονομική κρίση δεν επιδείνωσε την κατάσταση.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

Χώρα	Ποσοστιαία Μεταβολή ΑΕΠ (2008-2010)	Κατά Κεφαλήν ΑΕΠ το 2008 (σταθερές τιμές 2000. \$US)	Κατά Κεφαλήν ΑΕΠ το 2010 (σταθερές τιμές 2000. \$US)	Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης (%ΑΕΠ)	Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (%ΑΕΠ)	Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (%ΑΕΠ)	D1
Austria	-0.009259024	27295.12719	26709.71	2.433	63.753	0.000	1
Belgium	-0.003020801	25081.96015	24533.97	1.804	89.601	1.837	1
Bulgaria	-0.027032509	2660.986307	2546.41	0.243	15.456	23.181	0
Cyprus	-0.003200496	15620.66611	15313.86	2.288	48.284	17.204	1
Czech Republic	-0.009545109	7593.30977	7377.74	3.118	29.952	0.581	0
Denmark	-0.017932115	32210.18544	30782.26	0.000	42.174	0.000	0
Estonia	-0.057813822	7023.88193	6240.19	0.000	4.603	9.734	0
Finland	-0.024722844	28987.56148	27313.95	0.000	33.943	0.000	1
France	-0.006442169	23432.71764	22884.95	2.924	68.208	1.746	1
Germany	-0.008522707	25620.07539	25329.32	0.692	66.449	0.000	1
Greece	-0.033517396	14647.73865	13574.22	13.711	110.721	14.688	1
Hungary	-0.028264474	5947.158309	5629.1	5.125	72.314	7.360	0
Ireland	-0.037681345	30588.74995	27806.65	13.323	44.356	5.650	1
Italy	-0.020148383	19585.16413	18601.38	2.638	106.305	2.934	1
Latvia	-0.095779982	6055.664808	5002.47	0.000	17.087	13.137	0
Lithuania	-0.070566619	6041.40902	5278.19	6.723	15.585	13.442	0
Luxembourg	-0.00125914	55807.47743	52422.46	0.000	13.608	0.000	1
Malta	-0.001259975	11204.58069	11148.23	4.958	61.276	7.370	1
Netherlands	-0.009815592	27348.47436	26557.9	1.068	58.210	0.000	1
Poland	0.026967268	6235.755172	6575.14	4.631	47.108	6.603	0
Portugal	-0.006067136	11909.32164	11749.49	3.805	71.582	12.638	1
Romania	-0.042166076	2844.641672	2636.29	6.508	13.639	11.635	0
Slovakia	-0.004775962	8556.938396	8440.15	2.617	27.794	6.616	0
Slovenia	-0.035439695	13836.18922	12705.76	3.880	22.503	6.676	1
Spain	-0.019508221	16264.61654	15458.21	5.034	39.848	9.620	1
Sweden	0.000271716	32798.73425	32295.92	0.000	38.801	0.000	0
United Kingdom	-0.018098112	28718.46507	27321.13	5.860	52.047	1.645	0

Σημείωση: Οι μηδενικές παρατηρήσεις αφορούν χώρες οι οποίες το υπό μελέτη έτος δεν παρουσιάζουν έλλειμμα στο αντίστοιχο ισοζύγιο.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ 2

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Eviews (Δείγμα 27 χωρών)

① *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 27

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0,030308	0,1006
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	1,92E-07	0,7405
Δημόσιο χρέος 2008	0,000305	0,1589
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-0,001218	0,4010
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-0,000867	0,4198
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ισοτιμίες, 1=σταθερές ισοτιμίες)	0,002361	0,8479

R-squared 0.290509
Adjusted R-squared 0.121583

② *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 27

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0.025555	0.0275
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	-	-
Δημόσιο χρέος 2008	0.000288	0.1608
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-0.001228	0.3870
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-0.001103	0.1667
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ισοτιμίες, 1=σταθερές ισοτιμίες)	0.004373	0.6771

R-squared 0.286705
Adjusted R-squared 0.157015

③ *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 27

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0.025405	0.0272
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	-	-
Δημόσιο χρέος 2008	0.000228	0.2308
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-	-
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-0.001340	0.0752
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ιστοιμίεις, 1=σταθερές ιστοιμίεις)	0.004245	0.6843

R-squared 0.261448
Adjusted R-squared 0.165115

④ *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 27

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0.017454	0.0564
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	-	-
Δημόσιο χρέος 2008	-	-
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-	-
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-0.001440	0.0575
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ιστοιμίεις, 1=σταθερές ιστοιμίεις)	0.010513	0.2574

R-squared 0.212805
Adjusted R-squared 0.147206

⑤ *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 27

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0.028728	0.0004
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	-	-
Δημόσιο χρέος 2008	-	-
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-	-
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-	-
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ιστοιμίες, 1=σταθερές ιστοιμίες)	0.014070	0.1469

R-squared 0.082284
Adjusted R-squared 0.045575

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Eviews (Δείγμα 25 χωρών)

① *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 25

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0.030015	0.1389
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	1.98E-07	0.7388
Δημόσιο χρέος 2008	0.000281	0.20465
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-0.001399	0.3413
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-0.000767	0.4796
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ιστοιμίες, 1=σταθερές ιστοιμίες)	0.003529	0.7755

R-squared 0.285989
Adjusted R-squared 0.098091

② *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 25

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0.024801	0.0446
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	-	-
Δημόσιο χρέος 2008	0.000261	0.2087
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-0.001419	0.3229
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-0.001008	0.2065
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ισοτιμίες, 1=σταθερές ισοτιμίες)	0.005458	0.6103

R-squared 0.281686
Adjusted R-squared 0.138024

③ *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 25

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0.025060	0.0421
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	-	-
Δημόσιο χρέος 2008	0.000198	0.3117
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-	-
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-0.001285	0.0895
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ισοτιμίες, 1=σταθερές ισοτιμίες)	0.005421	0.6127

R-squared 0.244784
Adjusted R-squared 0.136896

④ *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 25

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0.017639	0.0660
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	-	-
Δημόσιο χρέος 2008	-	-
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-	-
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-0.001363	0.0713
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ισοτιμίες, 1=σταθερές ισοτιμίες)	0.010284	0.2890

R-squared 0.206146
Adjusted R-squared 0.133978

⑤ *Εξαρτημένη μεταβλητή:* Ρυθμός μεταβολής κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008-2010 σε σταθερές τιμές
Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
Παρατηρήσεις: 25

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	Prob.
Σταθερός όρος	-0.028215	0.0012
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ 2008 (σταθερές τιμές)	-	-
Δημόσιο χρέος 2008	-	-
Διαρθρωτικό έλλειμμα κυβέρνησης 2008	-	-
Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008	-	-
Ψευδομεταβλητή (0=κυμαινόμενες ισοτιμίες, 1=σταθερές ισοτιμίες)	0.013557	0.1805

R-squared 0.076576
Adjusted R-squared 0.036428

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Αντζουλάτος Α., “Διεθνής Μακροοικονομική“, Σημειώσεις μαθήματος Κυβερνήσεις, Χρηματαγορές και Μακροοικονομία, 2010
- Γιώτη – Παπαδάκη Ο., “Ευρωπαϊκή Πολιτική Ολοκλήρωση και Πολιτικές Αλληλεγγύης“, 2004
- Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, 2010
- Ελληνική Ένωση Τραπεζών, “Επενδυτικές Υπηρεσίες: Παροχή επενδυτικών συμβουλών σε κινητές αξίες“, 2010
- Κολλίντζας Τ., Ψαλιδόπουλος Μ., “Οι κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους“, 2009
- Κότιος Α., “Η Ελλάδα, η ΟΝΕ και η κρίση“, Ερευνητική εργασία, Απρίλιος 2009
- Μηλιός Γ., Σωτηρόπουλος Δ., “Η ελληνική οικονομική κρίση και η κρίση της στρατηγικής του ευρώ“, 2010
- Μούσης Ν., “Ευρωπαϊκή Ένωση: Δίκαιο, Οικονομία, Πολιτική“, 2003
- Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, τεύχος 108, Φεβρουάριος 2009
- Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, τεύχος 112, Ιούνιος 2010
- Οικονομικό Δελτίο Eurobank, τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009
- Χρήστου Γ., “Εισαγωγή στην Οικονομετρία“, 2003
- Dornbusch R. – Fischer S., “Μακροοικονομική“, 1993
- Gilpin R., “Η Πολιτική Οικονομία των Διεθνών Σχέσεων“, 2000
- Mankiw G., “Μακροοικονομική Θεωρία“, 2000 και αναθεωρημένη έκδοση 2010
- Mankiw G., “Αρχές της Οικονομικής“, 2002

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Artis M., Marcellino M. and Proietti T., “Dating the Euro Area Business Cycle”, SSRN
- Attinasi M.-G., Checherita C. and Nickel C., “What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?” ECB, Working Paper Series No 1131/December 2009
- Blundell – Wignall A., Atkinson P., “The Sub-prime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform”
- Buiters W., “Lessons from the 2007 financial Crisis”, December 2007
- Capelle – Blancard G. and Tadjeddine Y., “The impact of the 2007-2010 Crisis on the Geography of Finance”, CEPII, WP No 2010-16 August
- Cecchetti S., “Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008”, March 2008
- Congressional Research Service, “The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications”, October 2009
- Crouhy M. and Turnbull S., “The Subprime Credit Crisis of 2007”, September 2007
- Currie D., “The pros and Cons of EMU”, HM Treasury, July 1997
- European Commission, “Costs and Benefits of Monetary Union”
- European Commission, “Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses”, European Economy 7/2009
- Federal Reserve Bank of Dallas, insights – Economic Letter, Vol. 6, No 9, September 2011
- Giannone D., Lenza M. and Reichlin L., “Business Cycles in the Euro Area”, ECB, Working Paper Series No 1010/February 2009
- IMF Paper, “Recessions and Recoveries”, World Economic Outlook April 2002
- IMF Paper, “Financial Stress, Downturns and Recoveries”, World Economic Outlook October 2008
- IMF Paper, “Crisis and Recovery”, World Economic Outlook April 2009
- IMF Paper, “Recovery, Risk and Rebalancing”, World Economic Outlook October 2010

- IMF Paper, “Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities and Capital Flows, World Economic Outlook April 2011
- IMF Paper, “Euro and Policies”, World Economic Outlook July 2011
- Panizza U., Galindo A. and Bebczuk R., “An Evaluation of the Contractionary Devaluation Hypothesis”, SSRN, April 2007
- Poole W., “Causes and Consequences of the Financial Crisis of 2007-2009”
- Stiglitz J., “The financial crisis of 2007-2008 and its macroeconomic consequences”
- Wyplosz C., “The Eurozone in the current crisis”, Asian Development Bank Institute, SSRN, Working Paper Series, No 207, March 2010

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

- http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco
- <http://el.wikipedia.org>
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
- <http://papers.ssrn.com>
- <http://www.bloomberg.com>
- http://www.businesscycle.com/business_cycles/turning_points_leading_indicators
- <http://www.cepr.org/data/dating>
- <http://www.ebooksclub.org>
- <http://www.ecb.int>
- <http://www.ecri.org>
- <http://www.efsf.europa.eu>
- <http://www.federalreserve.gov>
- <http://www.google.gr/books>
- <http://www.guardian.co.uk>
- <http://www.imf.org>
- <http://www.investopedia.com>
- <http://www.nber.org/cycles/sept2010>
- <http://www.nber.org/cycles/recessions>
- <http://www.nytimes.com>
- <http://www.reuters.com>
- <http://www2.isda.org>

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Θεοδώρου Θ., “Η Οικονομική Κρίση”, Σεπτέμβριος 2011, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα www.alphavita.gr

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Baker D., “Why growth still feels like Recession?”, The Guardian Unlimited, October 2010, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα www.guardian.co.uk
- Krugman P., “Can Europe be Saved?”, The New York Times, January 2011, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα www.nytimes.com
- Krugman P., “Why people say “Eeh!” when they learn about the ECB”, The New York Times, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα www.nytimes.com
- Przeworski A. and Vreeland J.R., “The effect of IMF programmes on economic growth”, Journal of Development Economics, Vol.62, 2000, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://scholar.google.gr>

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα	Τίτλος	Σελίδα
Διάγραμμα 1	ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΗΠΑ – ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΩΣ % ΤΟΥ ΑΕΠ)	7
Διάγραμμα 2	ΗΠΑ:ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΚΑΤΟΙΚΙΩΝ S&P/CASE-SHILLER	11
Διάγραμμα 3	ΗΠΑ:ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ 30-ΕΤΟΥΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ	12
Διάγραμμα 4	ΗΠΑ: ΑΚΙΝΗΤΑ ΜΕ ΠΤΩΧΕΥΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ (FORECLOSURE ACTIVITY)	13
Διάγραμμα 5	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (ΩΣ % ΤΟΥ ΑΕΠ)	21
Διάγραμμα 6	ΤΙΜΕΣ US SUB-PRIME MORTGAGE CDSs	22
Διάγραμμα 7	ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΗΠΑ (Ιαν.2007 – Νοεμ.2011)	24
Διάγραμμα 8	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΥ ΑΕΠ (%) ΣΕ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΤΙΜΕΣ	26
Διάγραμμα 9	ΑΠΩΛΕΙΕΣ ΘΕΣΕΩΝ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΔΗΛΩΣΕΙΣ ΖΗΜΙΩΝ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ	27
Διάγραμμα 10	ΑΠΩΛΕΙΕΣ ΘΕΣΕΩΝ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΣΤΑ ΜΕΓΑΛΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΕΝΤΡΑ	28
Διάγραμμα 11	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (% ΑΕΠ)	29
Διάγραμμα 12	ΤΡΙΜΗΝΙΑΙΟΙ (ΕΤΗΣΙΟΠΟΙΗΜΕΝΟΙ) ΡΥΘΜΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΓΙΑ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ	30
Διάγραμμα 13	ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	34
Διάγραμμα 14	ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΝΟΣ ΤΥΠΙΚΟΥ ΟΙΚΟΝ. ΚΥΚΛΟΥ	57

Διάγραμμα 15	ΘΕΤΙΚΟ ΚΑΙ ΑΡΝΗΤΙΚΟ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟ ΚΕΝΟ	58
Διάγραμμα 16	ΕΝΑΛΛΑΓΗ ΥΦΕΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	59
Διάγραμμα 17	ΕΙΚΟΝΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΠΡΟΠΟΡΕΥΟΜΕΝΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ	61
Διάγραμμα 18	ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΜΙΑ ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΑ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ	74
Διάγραμμα 19	ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ	76
Διάγραμμα 20	ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΣΕ ΜΙΑ ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΘΡΟΙΣΤΙΚΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ	78
Διάγραμμα 21	ΣΧΕΣΗ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ – ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	78
Διάγραμμα 22	ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΜΙΑ ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΑ ΜΕ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ	80
Διάγραμμα 23	ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΤΡΩΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΕΚΤΟΣ ΕΥΡΩ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ	82
Διάγραμμα 24	ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΣΕ ΜΙΑ ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΘΡΟΙΣΤΙΚΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΕΚΤΟΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ Η' ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ	83

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας	Τίτλος	Σελίδα
Πίνακας 1	Ισολογισμός Τραπέζης Χ-Bank	14
Πίνακας 2	Σημεία καμπής υφέσεων Ευρωζώνης	65
Πίνακας 3	Οι Χώρες του Δείγματος	86
Πίνακας 4	ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ – ΔΕΙΓΜΑ 27 ΧΩΡΩΝ ($d=0$, χώρες με κυμαινόμενες ιστοτιμίες / $d=1$, χώρες με σταθερές ιστοτιμίες)	91
Πίνακας 5	ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ – ΔΕΙΓΜΑ 25 ΧΩΡΩΝ ($d=0$, χώρες με κυμαινόμενες ιστοτιμίες / $d=1$, χώρες με σταθερές ιστοτιμίες)	92