**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**
**ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ**
**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

# Η ΕΥΡΩΠΗ ΩΣ ΑΡΙΣΤΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΧΗ ΚΑΙ ΟΙ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΤΗΣ ΠΥΛΩΝΑ

ΗΡΩ ΤΡΟΥΠΗ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΕΙΔΙΚΕΥΣΗΣ
ΣΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση
των απαραιτήτων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

*Αθήνα*
*Δεκέμβριος, 2016*



# *Ευχαριστίες*

*Θα ήθελα καταρχήν να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν με οποιονδήποτε τρόπο στην επιτυχή εκπόνηση αυτής της διπλωματικής εργασίας. Θα πρέπει να ευχαριστήσω θερμά τον καθηγητή κ. Γεώργιο Παγουλάτο για την επίβλεψη αυτής της διπλωματικής εργασίας, ο οποίος μου εμπιστεύτηκε την ανάθεση της και προσέφερε την πολύτιμη βοήθεια του για την ολοκλήρωση της. Επίσης, ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στους φίλους των φοιτητικών μου χρόνων για την κατανόηση και την ηθική υποστήριξή τους όλον αυτόν τον καιρό. Βέβαια το μεγαλύτερο ευχαριστώ το χρωστάω στην οικογένειά μου που στηρίζει τις επιλογές μου όλα αυτά τα χρόνια.*

*Την παρούσα εργασία την αφιερώνω στην οικογένεια μου.*

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# Περιεχόμενα

**Περίληψη**.....-0-

**1. Η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών και τα βασικά κριτήρια**.....-1-

1.1 Εισαγωγή.....-1-
1.2 Βασικές ιδιότητες μιας Άριστης Νομισματικής Περιοχής.....-2-
1.3 Βασικά κριτήρια.....-2-
1.4 Η «Νέα θεωρία» των Άριστων Νομισματικών Περιοχών.....-7-

**2. Οι στόχοι της ΟΝΕ, οι αδυναμίες της και το ξέσπασμα της κρίσης**.....-8-

**3. Η Ευρώπη ως Άριστη Νομισματική Περιοχή**.....-13-

3.1 Εισαγωγή..... -13-
3.2 Εξέταση των επιμέρους κριτηρίων..... -13-
3.2.1 Η φύση των οικονομικών διαταραχών.....-13-
3.2.2 Η κινητικότητα της εργασίας.....-16-
3.2.3 Η ευελιξία τιμών και μισθών..... -21-
3.2.4 Ο βαθμός ανοίγματος της οικονομίας.....-22-
3.2.5 Η διαφοροποίηση των προϊόντων.....-25-
3.2.6 Τα επίπεδα πληθωρισμού.....-26-
3.2.7 Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση.....-29-
3.2.8 Η δημοσιονομική ενοποίηση..... -30-
3.2.9 Η πολιτική ενοποίηση.....-31-
3.3 Συμπεράσματα και κριτική στο μοντέλο των Άριστων Νομισματικών Περιοχών-33-
3.4 Στοιχεία για το βαθμό ολοκλήρωσης της ΕΕ.....-34-

**4. Οι μεταρρυθμίσεις για την ενίσχυση του οικονομικού πυλώνα της ΕΕ**.....-37-

4.1 Οι προσπάθειες για περαιτέρω νομισματική ενοποίηση.....-37-
4.1.1 Το πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (SMP).....-37-
4.1.2 Το πρόγραμμα Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (OMT).....-39-
4.1.3 Προγράμματα Αγοράς Τίτλων (APP programmes).....-41-
4.1.3.1 Το τρίτο Πρόγραμμα Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP3).....-42-
4.1.3.2 Πρόγραμμα Αγοράς Τιτλοποιημένων Δανείων (ABSPP).....-43-
4.1.3.3 Πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης (QE/PSPP).....-43-
4.1.3.4 Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων του Ιδιωτικού Τομέα (CSPP).....-46-
4.1.4 Στοχευμένες πράξεις πιο μακροχρόνιας χρηματοδότησης (TLTROs).....-47-

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.1.4.1 Εισαγωγή……-47-
4.1.4.2 TLTRO 1……-48-
4.1.4.3 TLTRO 2……-54-
4.2 Βήματα προς μία Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ένωση……-54-
4.2.1 Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοοικονομικής Εποπτείας (ESFS)……-54-
4.2.2 Εναρμόνιση των Κανόνων (Single Rulebook)……-55-
4.2.3 Ενιαία Εποπτεία (SSM)……-55-
4.2.4 Εξυγίανση Τραπεζών (SRM και SRF)……-56-
4.2.5 Ενδυνάμωση Τραπεζών (ESM)……-57-
4.2.6 Προστασία Καταθέσεων (EDIS)……-58-
4.2.7 Κεφαλαιακές Απαιτήσεις (CRD4)……-59-
4.2.8 Τροποποίηση άρθρου για bail-in, bail-out……-59-
4.2.9 Πρόσθετος μηχανισμός προστασίας (fiscal backstop)……-60-
4.3 Η «νέα» αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης……-61-
4.3.1 Μεταρρύθμιση δημοσιονομικών κανόνων……-61-
4.3.1.1 Εισαγωγή……-61-
4.3.1.2 Το «Εξάπτυχο» (Six-pack)……-62-
4.3.1.3 Το Δημοσιονομικό Σύμφωνο (Fiscal Compact)……-65-
4.3.1.4 Το «Δίπτυχο» (Two-pack)……-66-
4.4 Συντονισμός στη διάρκεια του έτους: Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο……-68-
4.5 Το Σύμφωνο για το Ευρώ (Euro Plus Compact)……-69-
4.6 Αποτελεσματική Δημοκρατική Νομιμότητα, Οικειοποίηση και Λογοδοσία……-70-

**5. Επίλογος- Συμπεράσματα**……-71-

**Βιβλιογραφία**……-74-

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# Περίληψη

Στα πλαίσια της θεωρίας των Άριστων Νομισματικών Περιοχών (ΑΝΠ) προσδιορίστηκαν τα χαρακτηριστικά που θα πρέπει να διαθέτουν τα εν δυνάμει κράτη-μέλη μιας νομισματικής ένωσης, ώστε να καθίσταται βιώσιμη η συμμετοχή στην ένωση. Άριστη καλείται μία νομισματική περιοχή, εντός της οποίας η χρήση ενός κοινού νομίσματος δεν οδηγεί στη μείωση της κοινωνικής ευημερίας στις συμμετέχουσες χώρες. Οι πρωτοπόρες διατυπώσεις της θεωρίας συνέβαλαν σημαντικά στη μελέτη της διεθνούς οικονομίας, εντούτοις, εξαιτίας αρκετών αδυναμιών και περιορισμών του αναλυτικού πλασίου της, παραγκωνίστηκε για σχεδόν δύο δεκαετίες.

Από την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ), ήταν έντονη η επιθυμία των ευρωπαϊκών χωρών να δημιουργήσουν μία νομισματική ένωση. Η βελτίωση των οικονομικών μεθόδων και των οικονομικών εργαλείων κατέστησε δυνατή την ποσοτικοποίηση του κόστους και των ωφελειών από τη συμμετοχή σε μία νομισματική ένωση, αναζωπυρώνοντας το ενδιαφέρον γύρω από τη θεωρία των ΑΝΠ. Αποτέλεσμα αυτού, ήταν η κοινή γνώμη να ταχθεί υπέρ των νομισματικών περιοχών, θεωρώντας πως τα οφέλη παραμένουν περισσότερα κατά τη σύμπραξη των ευρωπαϊκών κρατών.

Όσο τα σχέδια για την ολοκλήρωση της ΟΝΕ προχωρούσαν, η ανάλυση των εμπειρικών στοιχείων έδειξε ότι η Ευρωζώνη δεν πληροί αρκετά από τα κριτήρια μιας ΑΝΠ. Αυτή η εγγενής αδυναμία υπογραμμίστηκε όταν η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε την ΕΕ. Ωστόσο, η σημερινή εμπειρία της κρίσης αφήνει πολλά περιθώρια αμφισβήτησης και αναθεώρησης της θεωρίας η οποία αδυνατέι να δώσει λύσεις.

Ο συντονισμός των οικονομικών πολιτικών της ΟΝΕ ενισχύθηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια της κρίσης. Προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι προγενέστερες ανισορροπίες και οι διαρθρωτικές αδυναμίες, έγιναν γενναία βήματα προς την περαιτέρω ολοκλήρωση. Οι κοινοί κανόνες, διαδικασίες και θεσμοί σε επίπεδο ΕΕ διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο για την αντιμετώπιση της «κληρονομιάς της κρίσης» και τη διασφάλιση της βιωσιμότητας ολόκληρης της Ένωσης.

Η παρούσα εργασία αποτελείται από τέσσερα μέρη. Στο πρώτο μέρος της ανασκόπησης, αναλύονται τα χαρακτηριστικά της θεωρίας των Άριστων Νομισματικών Περιοχών (ΑΝΠ). Στο δεύτερο μέρος, γίνεται μία αναφορά στους στόχους δημιουργίας της ΟΝΕ και τις αδυναμίες της που την κατέστησαν ευάλωτη στην κρίση . Στο τρίτο μέρος, αποδεικνύεται ότι η Ευρώπη δεν αποτελεί μία ΑΝΠ μέσω λεπτομερούς εξέτασης των κριτηρίων, γίνεται κριτική στην ίδια την εφαρμοστικότητα της θεωρίας και παρουσιάζονται στοιχεία για το βαθμό ολοκλήρωσης της ΕΕ. Τέλος, στο τέταρτο και τελευταίο μέρος παρουσιάζονται οι προσπάθειες που έχουν γίνει ώστε να ενισχυθεί ο οικονομικός πυλώνας της Ένωσης και να γίνει συνεκτικότερη.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# 1. Η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών και τα βασικά κριτήρια

## *1.1 Εισαγωγή*

Μολονότι η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών (Ο.C.A) θεμελιώθηκε πριν 50 και πλέον χρόνια, αποτελεί διαχρονικά αντικείμενο ακαδημαϊκής μελέτης αλλά και ένα ακανθώδες ζήτημα γύρω από το οποίο έχει δημιουργηθεί οξεία αντιπαράθεση.

Οι πρωτοπόροι στη σχετική βιβλιογραφία είναι οι Mundell (1961), Ingram (1962) McKinnon (1963) και Kenen (1969), οι οποίοι προσδιόρισαν τις βασικές ιδιότητες που θα χαρακτήριζαν μια ΑΝΠ. Αν και η θεωρία των ΑΝΠ συνδέθηκε κυρίως με το έργο των παραπάνω, η συμβολή και άλλων μεταγενέστερων μελετών ήταν καθοριστική για την εξέλιξή της. Συγκεκριμένα, οι μελέτες που ακολούθησαν έφεραν στο φως καινούργιες ιδιότητες που είναι επιθυμητό να χαρακτηρίζουν τις οικονομίες των χωρών που ανήκουν σε μία νομισματική περιοχή και επιθυμούν να μοιραστούν ένα ενιαίο νόμισμα. Μετέπειτα, οι Corden (1972), Ishiyama (1975) και Tower και Willet (1976) προσανατόλισαν το ενδιαφέρον προς τα κόστη και τα οφέλη που συνεπάγεται η απόφαση συμμετοχής μιας χώρας σε μια νομισματική ένωση.

Η διαμόρφωση αυτών των κριτηρίων-ιδιοτήτων ήταν αποτέλεσμα μιας πολυετούς εξελικτικής πορείας της θεωρίας και συνεχίζουν να αποτελούν μέχρι και σήμερα τον πυρήνα του ενδιαφέροντος στις συζητήσεις για την οικονομική και νομισματική ολοκλήρωση της ΕΕ. Η επιφανειακή τους θεώρηση εμπόδιζε την ουσιαστική τους συνεισφορά στα πρακτικά προβλήματα που αντιμετώπιζαν οι χώρες. Αυτή η αδυναμία ήταν λόγος που το ενδιαφέρον για τη θεωρία είχε χαθεί για δύο δεκαετίες, μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του ’90 όπου πραγματοποιήθηκε η αναβίωσή της, όταν το ενδιαφέρον ολοένα και περισσότερων ερευνητών αναζωπυρώθηκε.

Η σημασία της εν λόγω θεωρίας ενισχύθηκε με τη δημιουργία της Οικονομικής Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), δεδομένου ότι με τη συλλογή εμπειρικών στοιχείων θα μπορούσε να εξεταστεί ουσιαστικότερα η εφαρμοστικότητά της. Πρόσφατα, η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών επανήλθε δυναμικά στο προσκήνιο για δύο κυρίως λόγους. Ο πρώτος πηγάζει από τη βελτίωση των μακροοικονομικών εργαλείων, γεγονός που καθιστά την σε βάθος έρευνα του ζητήματος ευκολότερη. Ο δεύτερος λόγος σχετίζεται με την έντονη ανησυχία για το μέλλον της Ευρωζώνης, η οποία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει αξιοσημείωτα διλήμματα και προκλήσεις.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

## *1.2 Βασικές ιδιότητες μιας άριστης νομισματικής περιοχής*

Η μακροχρόνια συζήτηση σε σχέση με τα πλεονεκτήματα των σταθερών έναντι των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών οδήγησε στη δημιουργία της θεωρίας των ΑΝΠ. Ωστόσο, ενώ προϋπήρχαν αναφορές ως προς την επιλογή του κατάλληλου καθεστώτος σε διάφορα άρθρα (Friedman 1953, Meade 1957), ο πρώτος που χρησιμοποίησε τον όρο Άριστη Νομισματική Περιοχή ήταν ο Mundell, όταν δημοσίευσε το θεμελιώδες άρθρο «A Theory of Optimum Currency Areas» (1961). Αυτή ήταν και η πρώτη φορά όπου κάποιος υποστήριξε ότι νομισματική θεωρείται μία περιοχή της οποίας τα σύνορα δεν είναι απαραίτητο να ταυτίζονται με τα γεωγραφικά σύνορα μιας χώρας

Ως Άριστη Νομισματική Περιοχή ορίζεται η γεωγραφική περιοχή εντός της οποίας η χρήση ενός κοινού νομίσματος ή εναλλακτικών διαφόρων νομισμάτων-των οποίων όμως οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι αμετάκλητα σταθερές- δεν οδηγεί σε μείωση της κοινωνικής ευημερίας στις συμμετέχουσες χώρες. Ο όρος ΄΄περιοχή΄΄ αναφέρεται στα σύνορα τα οποία καθορίζονται από τις χώρες οι όποιες επιθυμούν να συμμετάσχουν σε μια νομισματική ένωση, είτε υιοθετώντας ένα κοινό νόμισμα, είτε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ο όρος ΄΄άριστη΄΄ αναφέρεται σε εκείνη ακριβώς την περιοχή, όπου το σύστημα αυτό, διασφαλίζει την ισορροπία της οικονομίας, τόσο στον εσωτερικό όσο και στον εξωτερικό τομέα. Στον εσωτερικό τομέα η ισορροπία επιτυγχάνεται στον άριστο συνδυασμό πληθωρισμού και της ανεργίας. Στον εξωτερικό τομέα, η ισορροπία αντανακλάται στην εξισορρόπηση του ισοζυγίου πληρωμών για τις συναλλαγές εντός και εκτός της περιοχής.

Συγκεκριμένα, ο Mundell υποστηρίζει ότι δύο ή και περισσότερες χώρες αποτελούν μια ΑΝΠ και ωφελούνται από την συμμετοχή τους σε μία νομισματική ένωση, αν είτε δεν δέχονται ασυμμετρικές οικονομικές διαταραχές από την πλευρά της ζήτησης είτε έχουν εναλλακτικούς μηχανισμούς οικονομικής σταθεροποίησης πέραν της νομισματικής πολιτικής.

## *1.3 Βασικά κριτήρια για τον σχηματισμό μιας Άριστης Νομισματικής Περιοχής*

Στις μέρες μας, η έναρξη της διαδικασίας της νομισματικής ολοκλήρωσης στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αναζωπύρωσε το ενδιαφέρον για τη θεωρία, καθιστώντας την πιο επίκαιρη από ποτέ. Στην πλειοψηφία τους οι μελέτες, από τις παλαιότερες μέχρι τις πιο σύγχρονες, συγκλίνουν σε κάποια βασικά κριτήρια σύμφωνα με τα οποία είναι δυνατόν να αξιολογηθεί το κατά πόσο ένα σύνολο χωρών αποτελεί μια ΑΝΠ και να υπολογιστεί κατ' επέκταση το κόστος δημιουργίας μιας νομισματικής ένωσης για τις χώρες που συμμετέχουν σε αυτή. Ενδεικτικά, τα βασικότερα κριτήρια είναι:

α) η φύση των οικονομικών διαταραχών

β) η κινητικότητα της εργασίας και των υπολοίπων συντελεστών παραγωγής



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

γ) η τέλεια ευελιξία των τιμών και των μισθών

δ) ο βαθμός ανοίγματος της οικονομίας

ε) η διαφοροποίηση στην κατανάλωση και στην παραγωγή των προϊόντων

στ) τα παρόμοια επίπεδα πληθωρισμού

ζ) η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση

η) η δημοσιονομική ενοποίηση και τέλος

θ) η πολιτική ενοποίηση.

Τα ανωτέρω κριτήρια δεν κατατάσσονται με γνώμονα την σημαντικότητα τους, καθώς ο κάθε οικονομολόγος τα αξιολογεί με διαφορετικό τρόπο, ενώ χαρακτηρίζονται και από μία σχέση αλληλεξάρτησης.

**Κινητικότητα εργασίας**

Κατά τον Mundell (1961), ένα από τα πιο κρίσιμα κριτήρια για το σχηματισμό μιας ΑΝΠ είναι η κινητικότητα της εργασίας. Ισχυρίστηκε ότι το καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας που επικρατεί σε μία περιοχή δεν είναι άριστο στην περίπτωση που: α) αυτό το καθεστώς προκαλεί αύξηση της ανεργίας σε ένα κομμάτι της περιοχής ή β) αν ασκούνται πληθωριστικές πιέσεις σε ένα άλλο μέρος της περιοχής με σκοπό τη μείωση της ανεργίας. Για τον Mundell, η κινητικότητα εργασίας θα μπορούσε να ήταν αυτός ο μηχανισμός και να επαναφέρει σε ισορροπία το ισοζύγιο πληρωμών. Εάν υπάρχει υψηλή κινητικότητα εργασίας, τότε εργατικό δυναμικό από την περιοχή Α θα μετακινηθεί προς την περιοχή Β και έτσι η ανεργία και οι πληθωριστικές πιέσεις θα εξαλειφθούν. Επομένως, μία κοινή νομισματική πολιτική θα ήταν ικανοποιητική και για τις δυο περιοχές. Επίσης, ο Mundell αναφέρει ότι αν υπάρχει υψηλός βαθμός κινητικότητας εργασίας εντός μιας περιοχής, τότε ενδείκνυται καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών εντός των συνόρων της, και καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών για τις χώρες εκτός από αυτήν. Στην περίπτωση όμως όπου δεν υπάρχει κινητικότητα εργασίας, δεν παίζει ρόλο ποιο καθεστώς ισοτιμιών θα υιοθετήσει η κάθε χώρα. Εντούτοις, ο Corden (1972) επισήμανε ότι επιθυμητή δεν είναι μόνο η μείωση της ανεργίας αλλά και η αποφυγή της υπερβάλλουσας κινητικότητας εργασίας εκτός της χώρας. Η μετανάστευση και η επανένταξη στο εργατικό δυναμικό μίας άλλης χώρας εμπεριέχουν κοινωνικά και οικονομικά κόστη. Η κινητικότητα από μόνη της δεν επαρκεί για την αποτελεσματική αντιμετώπιση των βραχυχρόνιων κλονισμών και συνεπάγεται κόστη.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Ευελιξία τιμών και μισθών**

Τονίζεται, επίσης, η σημασία της ευελιξίας τιμών και μισθών ως εναλλακτικών μηχανισμών αντιμετώπισης των διαταραχών από πλευράς ζήτησης και κατά συνέπεια, ως απαραίτητων κριτηρίων που πρέπει να πληρούν οι χώρες για τον σχηματισμό μίας νομισματικής ένωσης. Ο Mundell (1961) στο άρθρο του κάνει χρήση ενός παραδείγματος για να επεξηγήσει αυτόν τον ισχυρισμό. Υποθέτει την ύπαρξη δύο χωρών που διατηρούν έντονες εμπορικές σχέσεις και των οποίων οι οικονομίες χαρακτηρίζονται από πλήρη ευκαμψία τιμών και μισθών. Μία αύξηση της ζήτησης στη χώρα Α (σε συνδυασμό με αύξηση του επιπέδου τιμών της), έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της συνολικής προσφοράς αγαθών και υπηρεσιών ενώ ταυτόχρονα οδηγεί σε αντίστοιχη μείωση της ζήτησης στη χώρα Β (με μείωση του επιπέδου τιμών της) και παράλληλη αύξηση της συνολικής προσφοράς. Αυτή η διαδικασία εξισορρόπησης προήλθε μέσω της ευελιξίας τιμών και μισθών και κάνει κατανοητή τη σημασία αυτού του κριτηρίου. Έτσι, η ύπαρξη κινητικότητας εργασίας ή ευελιξίας τιμών και μισθών σε μία οικονομία, συνεπάγεται ότι δεν είναι αναγκαία η συνεχής προσαρμογή των κυμαινόμενων ισοτιμιών και συνεπώς ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι διατηρήσιμο, καθιστώντας βιώσιμη τη δημιουργία μίας νομισματικής ένωσης.

**Χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση**

Ο Ingram (1962) σημείωσε ότι η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση μπορεί να απομειώσει την ανάγκη χρήσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Θα μπορούσε να αποτελεί «μαξιλάρι προστασίας» από τις διαταραχές μέσω της ροής κεφαλαίων (για παράδειγμα μέσω του δανεισμού από πλεονασματικές χώρες). Όταν δύο χώρες χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης , ακόμα και μικρές αλλαγές στα επιτόκια θα προκαλούσαν κινήσεις κεφαλαίων που θα εξισορροπούσαν τους δεχόμενους κλονισμούς. Η μείωση των διαφορών στα μακροπρόθεσμα επιτόκια θα διευκόλυνε την χρηματοδότηση των εξωτερικών ανισορροπιών, καθώς και θα προωθούσε την αποτελεσματική ανακατανομή των πόρων. Όταν υπάρχει μεγάλος βαθμός ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών μεταξύ των χωρών, ενδείκνυται ο σχηματισμός μιας νομισματικής ένωσης. Μετά από είκοσι περίπου χρόνια, ο McKinnon (2004), μελέτησε σε βάθος τη σημασία της χρηματοοικονομικής ενοποίησης και της διακράτησης περιουσιακών στοιχείων άλλων κρατών-μελών, με σκοπό την καταλληλότερη διαχείριση των διεθνών χρηματοπιστωτικών κινδύνων (**international risk sharing**). Οι χώρες που μοιράζονται ένα κοινό νόμισμα μπορούν να μετριάσουν τις επιδράσεις των ασυμμετρικών διαταραχών, διαφοροποιώντας τις πηγές των εισοδημάτων τους. Επίσης, η διαφοροποίηση των εισοδημάτων και των αποθεμάτων θα βοηθούσε σημαντικά τα μέλη και στην ουσιαστικότερη παροχή βοήθειας προς τη χώρα που δέχεται την αρνητική διαταραχή.

**Βαθμός ανοίγματος της οικονομίας**

Ο McKinnon (1963) διαχωρίζοντας το παραγόμενο προϊόν σε εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα αγαθά, μελέτησε τις επιδράσεις των διαταραχών που δέχονται οι σχετικές τιμές αυτών των αγαθών πάνω στο συνολικό δείκτη τιμών της οικονομίας. Ανέφερε πως όσο πιο ανοιχτή είναι μια οικονομία, τόσο περισσότερο επωφελείται από τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, ενώ όσο πιο κλειστή είναι, οι κυμαινόμενες ισοτιμίες είναι



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

πιο επωφελείς. Και αυτό γιατί, στα πλαίσια μιας αρκετά ανοιχτής οικονομίας, οι αλλαγές στη συναλλαγματική ισοτιμία θα προκαλούσαν μεταβολές στους μισθούς και στις τιμές, ενώ θα μείωναν και τη ρευστότητα του χρήματος. Επομένως, το εργαλείο της συναλλαγματικής ισοτιμίας θα ήταν λιγότερο αποτελεσματικό στην προσπάθεια αλλαγής των όρων εμπορίου μιας χώρας με ανοιχτή οικονομία σε αντίθεση με μία κλειστή οικονομία. Για μια μικρή γεωγραφικά οικονομία θα ήταν επωφελής η ένταξη σε μία ευρύτερη κοινή νομισματική περιοχή. Όσο πιο μικρή είναι η οικονομία, τόσο πιο ανοιχτή τείνει να είναι. Συνήθως για μια μικρή οικονομία είναι πιο αποτελεσματικό και επικερδές να παράγει η ίδια μόνο τα αγαθά στα οποία έχει συγκριτικό πλεονέκτημα, και να εισάγει τα υπόλοιπα από τη διεθνή αγορά. Αντίθετα, μια μεγάλη οικονομία είναι περισσότερο αυτάρκης και συνήθως μόνο ένα μικρό ποσοστό του ΑΕΠ της προέρχεται από εξωτερικό εμπόριο. Έτσι, αλλαγές στη συναλλαγματική ισοτιμία θα επηρέαζαν μόνο σε ένα μικρό βαθμό την οικονομία της.

**Διαφοροποίηση των προϊόντων**

Αργότερα, ο Kenen (1969), παρατηρώντας ότι η πλήρης κινητικότητα της εργασίας σπάνια συναντάται, σημειώνει ότι : «μία καλά διαφοροποιημένη οικονομία δεν υπόκειται τόσο συχνά σε αλλαγές στους όρους εμπορίου της, όσο συχνά γίνεται σε μία χώρα που παράγει μόνο ένα προϊόν» (1969, σελ. 49). Για παράδειγμα, αν μία οικονομία δεν είναι διαφοροποιημένη και παράγει ένα μόνο προϊόν το οποίο και εξάγει, σε περίπτωση αρνητικής διαταραχής από πλευράς ζήτησης που επηρεάζει τις εξαγωγές της, τα έσοδα από τις εξαγωγές αναμένονται να μειωθούν. Αυτή η πτώση των εσόδων μπορεί να αντιμετωπιστεί μόνο μέσω της υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αν η οικονομία όμως έχει σταθερές ισοτιμίες, αυτός ο μηχανισμός δεν μπορεί να φανεί χρήσιμος, ενώ η προσαρμογή θα συντελεστεί μέσω της μείωσης των τιμών και των μισθών ή μέσω αύξησης του επιπέδου της ανεργίας. Αντίθετα, ο υψηλός βαθμός διαφοροποίησης απορροφά την επίδραση των κλονισμών στους εμπορικούς τομείς και αποδυναμώνει τη συναλλαγματική ισοτιμία ως εργαλείο ρύθμισης και σταθεροποίησης των όρων εμπορίου. Έτσι, οι οικονομίες που είναι επαρκώς διαφοροποιημένες, μπορούν να επωφεληθούν από ένα ενιαίο νόμισμα, έχοντας αμελητέα κόστη που προέρχονται από την εγκατάλειψη των κυμαινόμενων ισοτιμιών.

**Δημοσιονομική ολοκλήρωση**

Όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός της δημοσιονομικής ενοποίησης μεταξύ των χωρών, τόσο πιο δυνατή θα είναι η αντιμετώπιση των κλονισμών. Η δημοσιονομική πολιτική που ασκείται σε κεντρικό επίπεδο συνδέεται με την ύπαρξη κοινής δημοσιονομικής αρχής και ενός κεντρικού προϋπολογισμού σε επίπεδο νομισματικής ένωσης, ο οποίος μπορεί να μεταφέρει εισόδημα ανάμεσα στα κράτη-μέλη. Μέσω ενός Κοινού Δημοσιονομικού Προϋπολογισμού (ΚΠΔ) είναι δυνατή η αυτόματη και η ενεργή μεταβίβαση πόρων, δηλαδή η αναδιανομή εισοδήματος από το κράτος-μέλος που έχει δεχθεί τη θετική διαταραχή προς το κράτος-μέλος που δέχεται την αρνητική διαταραχή. Αυτή η διαδικασία δεν απαιτεί πολλές διακυμάνσεις στην ισοτιμία καθώς η εξισορρόπηση έρχεται ως αποτέλεσμα της ανακατανομής των πόρων.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Πολιτική ενοποίηση**

Η διαδικασία της πολιτικής ολοκλήρωσης θεωρείται από πολλούς ως η πιο σημαντική προϋπόθεση ώστε να μοιράζονται οι χώρες ένα ενιαίο νόμισμα (Mintz 1970). Η πολιτική βούληση προωθεί τη συμμόρφωση με κοινές δεσμεύσεις, στηρίζει τη συνεργασία σε διάφορες οικονομικές πολιτικές, και ενθαρρύνει περισσότερο τους θεσμικούς δεσμούς μεταξύ των χωρών. Ο Haberler (1970) τονίζει ότι η ομοιότητα των πολιτικών μεταξύ συνεργατριών χωρών είναι ικανή να μετατρέψει μια ομάδα χωρών σε μια επιτυχή νομισματική περιοχή. Οι Tower και Willett (1976) προσθέτουν ότι για μια επιτυχή ΑΝΠ, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής πρέπει να βρουν τη χρυσή τομή μεταξύ των στόχων.

**Διαφορές στα επίπεδα πληθωρισμού**

Ο Ishiyama (1975) κατέδειξε και ένα πρόσθετο κριτήριο που πρέπει να λαμβάνεται υπόψιν, οι πληθωριστικές διαφορές μεταξύ των χωρών της ένωσης, οι οποίες δύνανται να είναι υπεύθυνες για εξωτερικές διαταραχές. Αυτές οι διαφορές μπορεί να αντανακλούν διαφορετικές οικονομικές πολιτικές, αγορές εργασίας, κοινωνικές προτιμήσεις και πολιτισμικά χαρακτηριστικά. Βέβαια, εάν οι διαφορές στα επίπεδα πληθωρισμών των χωρών εμμένουν για μεγάλο διάστημα, δεν είναι δυνατόν να διατηρηθεί ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, κάνοντας τον σχηματισμό μιας άριστης νομισματικής περιοχής ασύμφορο.

**Ομοιότητα των διαταραχών**

Το βασικότερο κριτήριο για την ύπαρξη μιας ΑΝΠ αποτελεί η ομοιότητα των διαταραχών από τις οποίες πλήττονται οι χώρες που σκέφτονται να ενταχθούν σε μια νομισματική περιοχή. Εξετάζεται δηλαδή, το είδος των οικονομικών διαταραχών που δέχονται οι χώρες που ανήκουν στην ίδια περιοχή, δηλαδή κατά πόσο οι διαταραχές αυτές είναι συμμετρικές ή ασυμμετρικές. Από την αρχική εμφάνιση της θεωρίας υποστηρίζεται ότι για την επιτυχία μιας νομισματικής περιοχής είναι απαραίτητο να συσχετίζονται οι επιχειρηματικοί κύκλοι των χωρών-μελών. Η σημασία του συγκεκριμένου κριτηρίου είναι ότι μία εξωτερική διαταραχή οποιασδήποτε προέλευσης, που επιδρά αναλογικά στις χώρες, τουτέστιν είναι συμμετρική, μπορεί να αντιμετωπιστεί με μια κοινή νομισματική πολιτική και να έχει ευνοϊκά αποτελέσματα σε όλες τις περιοχές. Σε αντίθετη περίπτωση, αν οι επιδράσεις των εξωτερικών διαταραχών γίνονται αντιληπτές με διαφορετικό τρόπο στις επιμέρους περιοχές, δεν είναι εύκολο να χαραχθεί μια ενιαία πολιτική με θετικά αποτελέσματα για όλες ανεξαιρέτως τις περιοχές, δεδομένου ότι μπορεί να σταθεροποιήσει μια χώρα αλλά να αποσταθεροποιήσει ακόμα περισσότερο μια άλλη. Στην πραγματικότητα, η ομοιότητα των διαταραχών αποτελεί και το μόνο κριτήριο που μπορεί να αποτυπώσει την αλληλεξάρτηση των υπολοίπων κριτηρίων (catch-all property).



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

## *1.4 Η «Νέα θεωρία» των Άριστων Νομισματικών Περιοχών*

Η συζήτηση για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος στην Ευρωπαϊκή Ένωση ήταν το μεγαλύτερο πείραμα που θα μπορούσε πιθανώς να εξετάσει την εφαρμοστικότητα της θεωρίας. Πέρα από τις εξελίξεις στη διεθνή νομισματική πολιτική σκηνή, οι εξελίξεις στη μακροοικονομική θεωρία αποτέλεσαν έναν ακόμη σημαντικό παράγοντα στην αναβίωση του ενδιαφέροντος για τις ΑΝΠ. Με την πρόοδο και στην οικονομική έρευνα, η θεωρία των ΑΝΠ έπρεπε να εμπλουτιστεί. Ο De Grauwe (1992) ονόμασε αυτές τις θεωρητικές εξελίξεις ως «νέα θεωρία» των ΑΝΠ.

Ακρογωνιαίος λίθος της νέας θεωρίας είναι η άποψη πως τα κόστη εγκατάλειψης της νομισματικής αυτονομίας είναι χαμηλότερα όσο μεγαλύτερη γίνεται η σχέση των διαταραχών ανάμεσα στις χώρες (Alesina, Barro και Tenreyero, 2002). Οι Calvo και Reinhart (2002) προσπάθησαν να φωτίσουν μίαν άλλη πτυχή που αποτέλεσε σημαντικό κομμάτι της «νέας θεωρίας»: **το ζήτημα της αξιοπιστίας** της κάθε κυβέρνησης και της ικανότητάς της να συντηρήσει χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού. Για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού στις νομισματικές αρχές, η μόνη λύση είναι είτε η χώρα να υιοθετήσει ένα αξιόπιστο σταθερό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών, είτε να συμμετάσχει σε μία νομισματική περιοχή για να σταθεροποιήσει το ρυθμό πληθωρισμού της.

Οι Frankel και Rose (1998) εστίασαν την έρευνα τους στο βαθμό ανοίγματος μιας οικονομίας και στην ομοιότητα των επιχειρηματικών κύκλων και των διαταραχών που αυτή δέχεται, δίνοντας μία νέα διάσταση στην μέχρι τότε γνώση. Επισήμαναν ότι η συσχέτιση των επιχειρηματικών κύκλων των χωρών εξαρτάται από την έκταση του εμπορίου μεταξύ τους. Με απλή εφαρμογή της κριτικής του Lucas έδειξαν πως τα **κριτήρια αυτά χαρακτηρίζονται από ενδογένεια**. Έτσι αν οι χώρες εμπορεύονται σε μεγάλο βαθμό αγαθά και έχουν υψηλή συσχέτιση εισοδημάτων, ο σχηματισμός μιας νομισματικής περιοχής θα είναι επωφελής. Επίσης, ο Frankel (1999) προσθέτει πως η ενδογένεια των κριτηρίων των ΑΝΠ συνεπάγεται πως κάποιες παράμετροι όπως το άνοιγμα της οικονομίας και η συσχέτιση των εισοδημάτων δεν είναι διαχρονικά σταθεροί, αλλά στην πραγματικότητα μπορεί τα στοιχεία αυτά να διαφοροποιηθούν μετά τη σύνδεση της οικονομίας της χώρας με τη νομισματική ένωση. Αυτό σημαίνει πως μία υποψήφια για την ένταξη στην ένωση χώρα μπορεί να μην πληροί τα κριτήρια μιας ΑΝΠ ex-ante, αλλά μετά την ένταξη της να τα ικανοποιήσει σταδιακά.

Εν κατακλείδι, ακόμα και αν η συμμετοχή σε μία νομισματική ένωση συνεπάγεται ορισμένα κόστη μετακίνησης και κάποιο κόστος ως προς την ανεργία, αυτά είναι αισθητά μικρότερα από τα κόστη που αντιμετωπίζει μία χώρα εκτός ένωσης. Τα οφέλη που έχει μια χώρα από την ανάκτηση αξιοπιστίας και από τον έλεγχο του επιπέδου του πληθωρισμού στα πλαίσια της ένωσης είναι σημαντικά, αν φυσικά συνδυάζονται με την άσκηση συντονισμένης δημοσιονομικής πολιτικής.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# 2. Οι στόχοι της ΟΝΕ, οι αδυναμίες της και το ξέσπασμα της κρίσης

Στο πρώτο του στάδιο, που σχεδιάστηκε μετά τον δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, το ευρωπαϊκό εγχείρημα αφορούσε τη διασφάλιση της ειρήνης και της ευημερίας στο ελεύθερο μέρος της Ευρώπης, μέσω της οικονομικής ολοκλήρωσης και βασιζόμενο στη γαλλογερμανική συμφιλίωση. Επανασχεδιάστηκε μετά την πτώση του σιδηρού παραπετάσματος και του τείχους του Βερολίνου, οπότε τα οφέλη από το άνοιγμα των αγορών και της κοινωνίας επεκτάθηκαν σε μια διευρυμένη, επανενωθείσα Ευρώπη. Για την Γερμανία, η ένταξη στην οικονομική ένωση δεν αποτελούσε ένα σχέδιο κυριαρχίας επί των άλλων χωρών, αλλά προσδοκούσε στη διασφάλιση της σταθερότητας. Ο σχηματισμός της ΟΝΕ επρόκειτο για ένα ευρωπαϊκό σχέδιο ώστε να περιοριστεί η ενωμένη πλέον Γερμανία και να δρομολογηθεί μια μη αναστρέψιμη διαδικασία ολοκλήρωσης. Η Γαλλία, υπό τον Mitterand, συνειδητοποίησε πως η προσάρτηση στην ένωση της Γερμανίας της οποίας η δύναμη αυξανόταν, ήταν η πιο σωστή επιλογή.

Η γέννηση του ευρώ το 1999 οδήγησε στην υιοθέτηση του καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών από όλες τις χώρες της ΟΝΕ. Η απόφαση του κοινού νομίσματος όμως, συνεπαγόταν για τις χώρες την απώλεια ελέγχου της εθνικής νομισματικής πολιτικής, σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι απαιτούσε φυσιολογικά ένα καθεστώς σταθερών ισοτιμιών. Συμφώνησαν να καταργήσουν τα εθνικά τους νομίσματα, παραχωρώντας έτσι τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής σε ένα κοινό Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ).

Σύμφωνα με τους Krugman και Obstefeld (2011), υπήρξαν συγκεκριμένοι λόγοι που οι χώρες της ΕΕ δεν αρκέστηκαν στη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ) και προχώρησαν στην υιοθέτηση του κοινού νομίσματος. Αρχικά, υπήρχε η πεποίθηση ότι ένα κοινό νόμισμα εντός της ένωσης θα συνέβαλλε στην ουσιαστικότερη ολοκλήρωση της ευρωπαϊκής αγοράς εξαλείφοντας τον συναλλαγματικό κίνδυνο και τα κόστη μετατροπής νομισμάτων. Κατά δεύτερον, κάποιοι Ευρωπαίοι ηγέτες θεωρούσαν ότι η αντικατάσταση της γερμανικής Bundesbank από την ΕΚΤ στο πλαίσιο της ΟΝΕ, θα έδινε τη δυνατότητα λήψης αποφάσεων και στις υπόλοιπες χώρες σχετικά με τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Ένας τρίτος λόγος ήταν πως η πλήρης απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων εντός της ΕΕ την άφηνε εκτεθειμένη σε πιθανές κερδοσκοπικές επιθέσεις. Ένας τρόπος προστασίας λοιπόν, ήταν το «κλείδωμα» των ισοτιμιών και η δημιουργία ενός κοινού νομίσματος. Τέλος, η Συνθήκη του Μάαστριχτ φάνταζε στα μάτια των Ευρωπαίων ηγετών της ως ένα συμβόλαιο συνεργασίας μεταξύ των χωρών που θα διασφάλιζε ένα περιβάλλον πολιτικής σταθερότητας. Έτσι, η υιοθέτηση του νέου νομίσματος θα οδηγούσε στη σύγκλιση των στόχων των κρατών-μελών τόσο σε οικονομικό όσο και σε πολιτικό επίπεδο.

Ευθύς εξαρχής της δημιουργίας της Ευρωζώνης, πολλοί οικονομολόγοι προειδοποίησαν για τις αρχιτεκτονικές αδυναμίες της που μπορούσαν εν δυνάμει να οδηγήσουν σε προβλήματα και συγκρούσεις εντός της νομισματικής ένωσης, με



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αποτέλεσμα τη διάλυσή της εάν αυτές οι αδυναμίες δεν διορθώνονταν εγκαίρως. Οι «οραματιστές» Ευρωπαίοι πολιτικοί του 1990 αγνόησαν επιδεικτικά τις προειδοποιήσεις τους, που σημείωναν πως το ευρώ θα βασιζόταν σε μία εσφαλμένη κατασκευή. Τίποτα δε θα μπορούσε να σταματήσει το μεγαλεπήβολο σχέδιό τους για μία νομισματική ένωση και ιδιαίτερα οι ενστάσεις κάποιων «πραγματιστών» οικονομολόγων. Οι πρώτες ενδείξεις της ελλιπούς ενοποίησης της ΕΕ δεν άργησαν να φανούν.

Στην επέτειο των δέκα χρόνων από τη δημιουργία της, η Ευρωζώνη πλήττεται από τη χρηματοοικονομική κρίση, η οποία είχε αφετηρία τις ΗΠΑ αλλά γρήγορα διαδόθηκε στην Ευρώπη. Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) δεν ήταν επαρκώς προετοιμασμένη ώστε να μπορέσει να αντιμετωπίσει την άμεση κρίση και τις χρόνια συσσωρευμένες δημοσιονομικές, χρηματοοικονομικές και δομικές ανισορροπίες. Καθώς η χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε από τις τράπεζες, μετατράπηκε αρχικά, το 2010, σε μία κρίση δημόσιου χρέους της Ελλάδας και αργότερα, το 2011-2012, σε ένα συνδυασμό τραπεζικής κρίσης και κρίσης δημοσίου χρέους, άρχισαν να κλυδωνίζονται τα θεμέλια της ίδιας της νομισματικής ένωσης.

Η κρίση χρέους έχει πλέον υποχωρήσει αλλά έχει αντικατασταθεί από μία οικονομική κρίση, με αδύναμη ανάπτυξη και έναν σχεδόν μηδενικό πληθωρισμό. Αν και τα βλέμματα γι' αυτήν τη χαμένη δεκαετία στρέφονται προς τη ζώνη του ευρώ, οι εθνικές κυβερνήσεις άργησαν να αντιδράσουν. Η κρίση στην Ευρωζώνη έδειξε τις δομικές αδυναμίες της και τόνισε τις ελλείψεις στο σύστημα της ευρωπαϊκής οικονομικής διακυβέρνησης.

Η βασική αδυναμία της Ευρωζώνης ήταν ότι δεν αποτελούσε (και ακόμα δεν αποτελεί) μία άριστη νομισματική περιοχή. Η ευρωπαϊκή νομισματική ένωση δεν διέθετε ένα μηχανισμό που θα μπορούσε να σταματήσει τις αποκλίνουσες οικονομικές εξελίξεις μεταξύ των χωρών. Κάποιες χώρες βίωσαν μία έκρηξη και κάποιες ύφεση. Κάποιες χώρες βελτίωσαν την ανταγωνιστική τους θέση, ενώ κάποιες άλλες την επιδείνωσαν. Αυτή η διαδικασία είχε ως συνέπεια μεγάλες ανισορροπίες, που διαπιστώθηκαν από το γεγονός ότι σε κάποιες χώρες δημιουργήθηκαν εξωτερικά ελλείματα και σε άλλες εξωτερικά πλεονάσματα. Επιπλέον, δεν δόθηκε καμία προσοχή αναφορικά με τις μακρόχρονες και επίμονες αποκλίσεις στο ανά μονάδα κόστος παραγωγής μεταξύ των χωρών.

Εξαρχής η ζώνη του ευρώ περιελάβανε δύο ομάδες χωρών που εκπροσωπούσαν, ουσιαστικά, διαφορετικά κοινωνικό-οικονομικά μοντέλα και κατά συνέπεια, διαφορετικές μακροοικονομικές πολιτικές και αποτελέσματα. Στην πρώτη ομάδα συγκαταλέγονται οι χώρες του «πυρήνα» που συμμετείχαν στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM) για πάνω από μία δεκαετία, ενώ τη δεύτερη ομάδα συνέθεταν οι χώρες της «περιφέρειας» που έμειναν ως επί το πλείστον εκτός του ERM.

Διαφορετικές αρχικές συνθήκες στις χώρες του «πυρήνα» και της «περιφέρειας», κυρίως σε όρους επιτοκίων, οδήγησαν στην πιστωτική έκρηξη στην περιφέρεια οι οποίες χρηματοδοτούνταν από ροές κεφαλαίων προερχόμενων από τον πυρήνα. Αυτό οδήγησε σε αυξημένα προβλήματα ανταγωνιστικότητας εντός της ζώνης του ευρώ, που ήταν δύσκολο να μετρηθούν και να ελεγχθούν επαρκώς εν απουσία του εργαλείου της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Έτσι τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και οι καθαρές θέσεις ξένων περιουσιακών στοιχείων παρέκκλιναν σε έναν άνευ προηγουμένου μεγάλο βαθμό μεταξύ του «πυρήνα» (υπό τη μορφή πλεονάσματος) και της «περιφέρειας» (υπό



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τη μορφή ελλείματος). Όταν ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση, οι ροές ιδιωτικού κεφαλαίου από τον «πυρήνα» προς την «περιφέρεια» διακόπηκαν ακαριαία (Merler και Pisanny-Ferry, 2012), αφήνοντας πίσω τους έναν τεράστιο όγκο εξωτερικού (ιδιωτικού και δημοσίου) χρέους στην «περιφέρεια».

Το κοινό νόμισμα, αντί να οδηγήσει σε πραγματική, βιώσιμη σύγκλιση μεταξύ «πυρήνα» και περιφέρειας, κατέληξε στη δημιουργία ανισορροπιών που δεν ήταν προετοιμασμένο να αντιμετωπίσει. Η προσπάθεια που καταβλήθηκε για την εξυγίανση των χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών ήταν ανεπαρκής. Αυτή η αποτυχία δεν αφορούσε αποκλειστικά τη ζώνη του ευρώ, αλλά ήταν αξιοσημείωτο πως σε όλη την Ένωση δεν υπήρχε η δέουσα εποπτεία, ούτε οι κατάλληλοι μηχανισμοί αντιμετώπισης μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στο πλαίσιο ενός ολοκληρωμένου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Όταν αυτές οι ανισορροπίες έπρεπε να αποκατασταθούν, έγινε φανερό ότι οι μηχανισμοί αντιμετώπισης των ανισορροπιών στην Ευρωζώνη (εσωτερικές υποτιμήσεις) ήταν πολύ δαπανηροί σε όρους ανάπτυξης και απασχόλησης, έχοντας ως συνέπεια κοινωνικές και πολιτικές αναταραχές. Αντίθετα, οι χώρες που έχουν το δικό τους νόμισμα και βρίσκονται αντιμέτωπες με τέτοιες ανισορροπίες έχουν την επιλογή της υποτίμησης ή ανατίμησης των νομισμάτων τους.

Σε μία νομισματική ένωση, οι χώρες που αντιμετωπίζουν εξωτερικά ελλείμματα, εξαναγκάζονται σε πολιτικές μείωσης δαπανών που αναπόφευκτα οδηγούν σε αυξημένη ανεργία. Αυτό το πρόβλημα αναγνωρίστηκε από τους οικονομολόγους που πρωτοστάτησαν στη θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών. Αυτό το μειονέκτημα, παράλληλα με την απόλυτα εδραιωμένη διαφωνία ως προς την εξυγίανση των τραπεζών, σ ’ένα σύστημα που χαρακτηρίζεται από μεγάλη αλληλεξάρτηση των τραπεζών (Monnet et al, 2014) αποτέλεσε σημαντικό πρόσκομμα στην αντιμετώπιση της υφιστάμενης κρίσης.

Σύμφωνα με τη θεωρία των ΑΝΠ, η δέουσα αντίδραση των μελών της νομισματικής ένωσης θα έπρεπε να ήταν να προβούν σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ώστε να καταστήσουν τις αγορές εργασίας και προϊόντος περισσότερο ευέλικτες. Με την ενίσχυση της ευελιξίας διαμέσου διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, τα κόστη προσαρμογής σε ασυμμετρικές διαταραχές δύνανται να μειωθούν και η Ευρωζώνη θα μπορέσει να αποτελέσει μια ΑΝΠ. Αυτή η ιδέα άσκησε μεγάλη επιρροή στις ευρωπαϊκές χώρες και εντάχθηκαν σε προγράμματα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Επίσης, η παράλειψη της εξέτασης της βιωσιμότητας του δημοσίου είχε δύο μορφών αποτελέσματα. Αρχικά, οι δημοσιονομικοί κανόνες δεν ακολουθήθηκαν επειδή, εν μέρει, δεν υπήρχε πλήρης επίγνωση των ενδεχόμενων κινδύνων. Μία αυστηρότερη εφαρμογή των κανόνων θα μπορούσε να είχε μετριάσει τα μελλοντικά προβλήματα δημοσίου χρέους κάποιων χωρών, όπου τα μέχρι τότε δεδομένα επαρκούσαν για τη διεξαγωγή διορθωτικών ενεργειών στις οικονομίες τους. Κατά δεύτερον, με το ξέσπασμα της κρίσης, αποδείχτηκε ότι χώρες όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία, μολονότι συμμορφώνονταν στους δημοσιονομικούς κανόνες, δεν ήταν απαλλαγμένες από προβλήματα χρέους. Έτσι, αποκαλύφθηκε η υπερμεγέθης συσσώρευση ιδιωτικού χρέους που με τη σειρά της επηρέασε αρνητικά και τα δημόσια οικονομικά των χωρών.

Σε πραγματικές ομοσπονδίες κρατών, όπως οι ΗΠΑ, απουσιάζουν οι μηχανισμοί



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διακυβέρνησης για την αντιμετώπιση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, όπως για παράδειγμα μισθολογικών διαφορών. Ωστόσο, δεδομένου ότι η περίπτωση της ΕΕ είναι διαφορετική, είναι η επιτακτική η ανάγκη ύπαρξης τέτοιων μηχανισμών τόσο για την αποφυγή αποκλίσεων ανταγωνιστικότητας, όσο και για το συντονισμό της δημοσιονομικής πολιτικής, καθώς η κινητικότητα εργατικού δυναμικού είναι περιορισμένη και η δημοσιονομική πολιτική αποκεντρωμένη.

Όταν η Ευρωζώνη, οι χώρες στερήθηκαν μιας θεμελιώδους σταθεροποιητικής δύναμης που υπήρχε στο επίπεδο των κρατών-μελών: την λειτουργία του δανειστή εσχάτης προσφυγής για την κεντρική τους τράπεζα. Ξαφνικά, οι χώρες της νομισματικής ένωσης έπρεπε να εκδίδουν χρέος σε ένα νόμισμα του οποίου δεν είχαν τον έλεγχο. Ως αποτέλεσμα, οι κυβερνήσεις αυτών των χωρών δεν μπορούσαν να εγγυηθούν τη διαθεσιμότητα των μετρητών για την υπερκάλυψη του δημοσίου χρέους. Πριν από την είσοδο στη νομισματική ένωση, οι χώρες αυτές μπορούσαν να εκδώσουν χρέος στο δικό τους νόμισμα, δίνοντας έτσι μία έμμεση εγγύηση στους κατόχους ομολόγων ότι η ρευστότητα θα είναι εξασφαλισμένη ώστε να τους αποπληρώσει στη λήξη των ομολόγων. Ο λόγος ήταν ότι αυτόνομες χώρες είχαν τη δύναμη να αναγκάσουν την κεντρική τράπεζα να παράσχει ρευστότητα σε περιόδους κρίσης.

Αυτό που δεν ήταν κατανοητό, κατά τον σχεδιασμό της Ευρωζώνης, ήταν αυτή η έλλειψη εγγυήσεων που με τη σειρά της θα μπορούσε να οδηγήσει σε αυτοεκπληρούμενες κρίσεις ρευστότητας που θα προκαλούσαν ζητήματα φερεγγυότητας. Αυτό ακριβώς συνέβη στις περιπτώσεις της Ιρλανδίας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας. Όταν οι επενδυτές έχασαν την εμπιστοσύνη τους σε αυτές τις χώρες, μαζικά πούλησαν τα κρατικά τους ομόλογα, ωθώντας τα επιτόκια να ανέβουν σε μη βιώσιμα επίπεδα. Ως αποτέλεσμα, η μεγάλη εκροή ρευστότητας από τις προβληματικές χώρες κατέστησε αδύνατη τη χρηματοδότηση του χρέους τους μέσω δανεισμού. Έτσι, αναγκάστηκαν να εφαρμόσουν προγράμματα λιτότητας, μειώνοντας τις δαπάνες και αυξάνοντας τη φορολογία. Η ύφεση μείωσε περαιτέρω τα έσοδα των χωρών και υπό την πίεση των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι δημοσιονομικές πολιτικές έγιναν προκυκλικές. Επομένως, οι χώρες εγκλωβίστηκαν σε ένα αντιπληθωριστικό σπιράλ, βουλιάζοντας περισσότερο στη δημοσιονομική κρίση.

Γενικά, η Ευρωζώνη έχει τρία βασικά αλληλοτροφοδοτούμενα προβλήματα που πρέπει να επιλύσει, οι λεγόμενοι φαύλοι κύκλοι, οι οποίοι για να σπάσουν απαιτούν τη λήψη των κατάλληλων πολιτικών αποφάσεων:

- Το πρώτο πρόβλημα αφορά τη χαμηλή ανταγωνιστικότητα της Ευρώπης, η οποία προϋπήρχε της δημοσιονομικής κρίσης και σχετίζεται άμεσα με το γεγονός ότι η Ευρώπη τις τελευταίες δεκαετίες παρουσιάζει γενικά χαμηλή παραγωγικότητα και χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης σε σύγκριση με τις ΗΠΑ.
- Το δεύτερο πρόβλημα είναι τα σημαντικά δημοσιονομικά προβλήματα κρατών-μελών της Ευρωζώνης.
- Το τρίτο πρόβλημα ήρθε στην επιφάνεια με τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και αφορά το υψηλό χρέος του ιδιωτικού και χρηματοπιστωτικού τομέα.

Αναλυτικά, το υψηλό δημόσιο χρέος συνεπάγεται την επιβολή υψηλότερων φόρων με στόχο τη δημοσιονομική προσαρμογή. Η αύξηση των φόρων όμως επηρεάζει με τη σειρά



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

της αρνητικά τον ιδιωτικό τομέα και την ανταγωνιστικότητα. Επιπλέον, μία δημοσιονομική κρίση οδηγεί σε έκτακτα μέτρα όπως είναι το κούρεμα των ομολόγων, το οποίο επηρεάζει την αξία των χαρτοφυλακίων που διακρατούν οι ιδιώτες. Ιδιαίτερα όσον αφορά τις τράπεζες που κρατούν ομόλογα του δημοσίου στα χαρτοφυλάκια τους, το κούρεμα των ομολόγων μπορεί να οδηγήσει σε ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών μέσω δημοσίου χρήματος, όπως συνέβη στην περίπτωση της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους της Ελλάδας το 2012 (PSI). Αντίστροφα, το χρέος των τραπεζών μπορεί να επιβαρύνει το δημόσιο χρέος (περίπτωση Ιρλανδίας) μέσω των εγγυήσεων που παρέχει το κράτος και των αναγκών για ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Τα προβλήματα αυτά στο χρηματοπιστωτικό τομέα κλείνουν, με τη σειρά τους, το κανάλι ρευστότητας προς τις επιχειρήσεις δημιουργώντας στενότητα χρηματοδότησης και άρα επηρεάζουν αρνητικά την παραγωγικότητα και την ανάπτυξη. Τέλος, οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, από τη μία, επηρεάζουν αρνητικά τα δημοσιονομικά μεγέθη, γιατί συνεπάγονται χαμηλά έσοδα για το κράτος και από την άλλη μειώνουν τη ζήτηση για τραπεζικά δάνεια.

Η ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική κρίση έφερε στο φως ακόμα δύο σημαντικά στοιχεία. Όπως μεταξύ άλλων επισήμανε και ο Obstfeld (2013), η Ευρωζώνη δεν μπορεί να επιτύχει πλήρη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση και χρηματοπιστωτική σταθερότητα χωρίς μία κοινή δημοσιονομική πολιτική. Επίσης, έγινε ορατή η ανεπάρκεια των θεσμικών οργάνων και εργαλείων για τη διαχείριση της συνολικής ζήτησης εντός της ζώνης του ευρώ. Ο De Grauwe, από την άλλη, τονίζει ότι η πολιτική ενοποίηση είναι εκείνη που θα δώσει τα κατάλληλα κίνητρα στις χώρες για την αντιμετώπιση της κρίσης – ειδικά την διάσωση των προβληματικών χωρών – αν και η πολιτική προθυμία και εμπιστοσύνη παραμένει ασθενής.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# 3. Η Ευρώπη ως Άριστη Νομισματική Περιοχή

## *3.1 Εισαγωγή*

Η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών εφαρμόζεται συχνότερα τα τελευταία χρόνια στις συζητήσεις αναφορικά με την πορεία του ευρώ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Πλήθος ερευνών έχει πραγματοποιηθεί έως τώρα σχετικά με τη μελέτη της ΕΕ ως άριστης νομισματικής περιοχής και συνεπώς για το πόσο βιώσιμη είναι η νομισματική ένωση. Πολλοί υποστήριξαν ότι στην πραγματικότητα η ΕΕ δεν ικανοποιούσε τα κριτήρια μιας ΑΝΠ τον καιρό που υιοθέτησε το κοινό νόμισμα και η συνεχιζόμενη δυσκολία της να το πράξει μερικώς αποδίδεται στις οικονομικές δυσκολίες της Ευρωζώνης.

Πίσω από το σκεπτικό της δημιουργίας του ευρώ ήταν, εν μέρει, πως αν και μεμονωμένα τα κράτη που θα συμμετείχαν στο κοινό νόμισμα δεν αποτελούν άριστες νομισματικές περιοχές, η Ευρώπη συνολικά σχηματίζει μια ΑΝΠ. Η δημιουργία του ευρώ αναφέρεται συχνά, καθώς μας παρέχει την πιο σύγχρονη και μεγαλύτερης κλίμακας μελέτη περίπτωσης μιας προσπάθειας να σχηματιστεί μια βέλτιστη νομισματική ζώνη , ενώ επίσης μας προσφέρει ένα συγκριτικό μοντέλο πριν και μετά , ώστε να εξεταστεί και η εφαρμοστικότητα της ίδιας της θεωρίας.

Στη συνέχεια, θα επιδιώξουμε να εξετάσουμε το κατά πόσο η ΕΕ πληροί τις προϋποθέσεις μιας ΑΝΠ ανά κριτήριο.

## *3.2 Εξέταση των επιμέρους κριτηρίων για το χαρακτηρισμό ή όχι της ΕΕ ως ΑΝΠ*

### 3.2.1 Ομοιότητα Διαταραχών

Στα τέλη της δεκαετίας του ’80 με αρχές του ’90, οι έρευνες αναφορικά με αυτό το κριτήριο απέκτησαν μεγαλύτερη σημασία, κυρίως λόγω της βελτίωσης των οικονομετρικών εργαλείων. Η απαρχή των ερευνών ώστε να εκτιμηθεί κατά πόσο οι διαταραχές που δέχονται οι ευρωπαϊκές χώρες είναι συμμετρικές, σηματοδοτήθηκε με τη μελέτη της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών, εφόσον οι μεταβολές των τιμών αντανακλούν μεταβολές στην προσφορά και τη ζήτηση των διαφόρων περιοχών (Poloz, 1990). Συγκρίνοντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες κάποιων ευρωπαϊκών χωρών (Γαλλίας, Αγγλίας, Ιταλίας και Γερμανίας) με τις αντίστοιχες της επιτυχημένης νομισματικής ένωσης του Καναδά, διαπιστώθηκε πως η μεταβλητότητα των πρώτων είναι μικρότερη. Βάσει αυτού του στοιχείου, θα λέγαμε πως η Ευρώπη έχει προοπτικές να αποτελέσει μια ΑΝΠ. Βέβαια, όταν η έρευνα επεκτάθηκε στη σύγκριση 10 χωρών της ΕΕ με τις ΗΠΑ, με χρήση του δείκτη τιμών καταναλωτή, παρατηρήθηκε ότι η



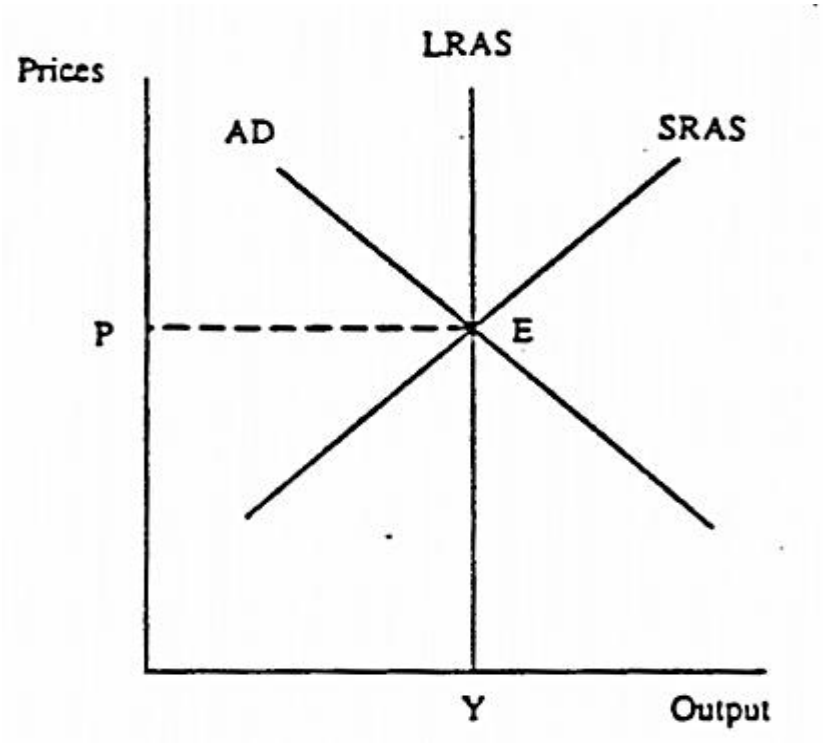
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μεταβλητότητα των ισοτιμιών είναι εμφανώς μεγαλύτερη εντός της ΕΕ απ' ότι στις περιοχές των ΗΠΑ.

Εντούτοις, ο Eichengreen (1992), ασκώντας κριτική στην έρευνα της μεταβλητότητας των τιμών ως ένδειξης συμμετρίας των εξωτερικών διαταραχών, υποστήριξε ότι οι μεταβολές των σχετικών τιμών δίνουν πληροφορίες τόσο για τη συμμετρικότητα όσο και για την ταχύτητα προσαρμογής στις εν λόγω διαταραχές. Δηλαδή, αν οι μεταβολές των σχετικών τιμών μίας ομάδας χωρών είναι παρόμοιες, τότε αυτό υποδηλώνει είτε την ύπαρξη συμμετρικών διαταραχών, είτε ότι το κεφάλαιο μετακινείται ταχύτατα από τη χώρα με τις χαμηλότερες τιμές προς αυτήν με τις υψηλότερες. Έτσι, το ενδιαφέρον μετατοπίστηκε προς τη μελέτη των εισοδημάτων για την εκτίμηση της συμμετρικότητας των κλονισμών.

Μία μελέτη-ορόσημο σ 'αυτόν τον τομέα πραγματοποιήθηκε από τους Bayoumi και Eichengreen, οι οποίοι εισήγαγαν μία νέα μεθοδολογία για την εκτίμηση των διαταραχών στη συνολική ζήτηση και προσφορά. Στο άρθρο τους «Shocking Aspects of European Monetary Unification» που δημοσιεύτηκε το 1992, θεώρησαν ένα υπόδειγμα συνολικής προσφοράς και ζήτησης. Η καμπύλη συνολικής ζήτησης (AD) έχει αρνητική κλίση, υποδηλώνοντας πως η ζήτηση τονώνεται με τη μείωση των τιμών. Επίσης, η βραχυχρόνια καμπύλη προσφοράς (SRAS) έχει θετική κλίση, αντανακλώντας πως οι υψηλότερες τιμές οδηγούν σε χαμηλότερους πραγματικούς μισθούς. Τέλος, η μακροχρόνια καμπύλη προσφοράς (LRAS) είναι κάθετη καθώς μακροχρόνια γίνεται προσαρμογή των μισθών σε αλλαγές του επιπέδου τιμών. Στο σχήματα που ακολουθούν, απεικονίζονται οι 3 καμπύλες, και οι δύο περιπτώσεις μιας θετικής διαταραχής στην πλευρά ζήτησης και στην πλευρά προσφοράς.

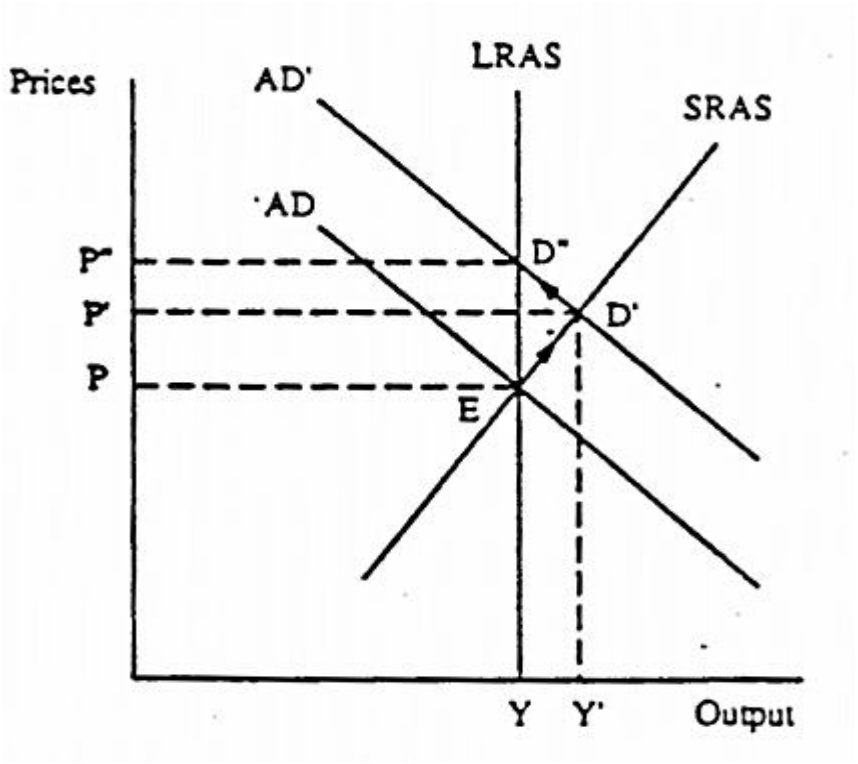
**Σχήμα 3.2.1.α Το μοντέλο Συναθροιστικής ζήτησης και προσφοράς**



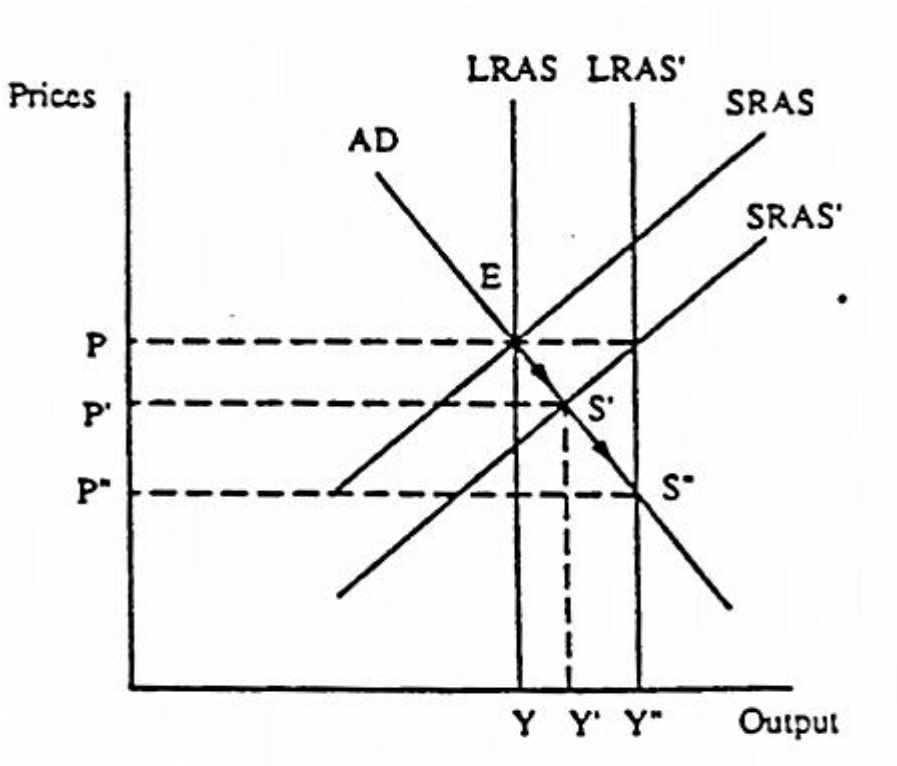



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Σχήμα 3.2.1.β Μία διαταραχή στην πλευρά της ζήτησης**




**Σχήμα 3.2.1.γ Μία διαταραχή στην πλευρά της προσφοράς**




Πηγή: Shocking Aspects of European Monetary Unification,1992



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι διαταραχές στη συνολική ζήτηση και προσφορά προκαλεί μετατοπίσεις των ανωτέρω καμπυλών. Οι παρατηρούμενες μετατοπίσεις τους οδήγησαν στα εξής συμπεράσματα:
(α) Διαταραχές που προκύπτουν από την πλευρά της ζήτησης έχουν μόνιμη επίδραση πάνω στο επίπεδο των τιμών και προσωρινή επίδραση στο προϊόν (εισόδημα), ενώ
(β) Διαταραχές που προέρχονται από την προσφορά έχουν μόνιμη επίδραση πάνω τόσο πάνω στο προϊόν (εισόδημα), όσο και στο επίπεδο των τιμών.

Επομένως, η προσφορά και η ζήτηση έχουν διαφορετικές επιδράσεις στο επίπεδο τιμών. Οι θετικές διαταραχές στη ζήτηση αυξάνουν τις τιμές (επηρεάζονται θετικά), ενώ αντίθετα, θετικές διαταραχές στην προσφορά μειώνουν τις τιμές (επηρεάζονται αρνητικά).

Αργότερα, πολλές μελέτες που ακολούθησαν για την ΕΕ, κατέληξαν σε έναν άτυπο διαχωρισμό των κρατών μελών σε χώρες του «πυρήνα» και της «περιφέρειας». Συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε μεγαλύτερη συσχέτιση των διαταραχών που δέχονταν οι χώρες του «πυρήνα» απ' ότι μεταξύ αυτών που έπλητταν τις χώρες της περιφέρειας (Demertzis, Hughes and Rummel, 2000), αλλά παρέμενε χαμηλότερη από την αντίστοιχη συσχέτιση ανάμεσα στις περιοχές των ΗΠΑ (Bayoumi και Eichengreen, 1996). Επίσης, διαπιστώθηκε και ο διαφορετικός βαθμός επιρροής των διαταραχών που προέρχονται από την συνολική προσφορά στις δύο κατηγορίες χωρών, με τις χώρες της «περιφέρειας» να πλήττονται περισσότερο από τέτοιου είδους διαταραχές. Όσον αφορά τις διαταραχές από την πλευρά της ζήτησης, παρατηρείται μεγαλύτερη συμμετρία απ' ότι σ 'αυτές από την πλευρά της προσφοράς, κυρίως εξαιτίας πολιτικών παρεμβάσεων. Η παρατηρούμενη συμμετρία επομένως, σχετίζεται με τις πολιτικές ζήτησης που εφαρμόζονται και όχι με την σύγκλιση των οικονομικών δομών.

Συμπερασματικά, παρά τους περιορισμούς και τις ελλείψεις που έχουν οι μελέτες σε σχέση με τις διαταραχές που πλήττουν μια άριστη νομισματική περιοχή, μας παρέχουν ένα χρήσιμο πλαίσιο για συγκρίσεις μεταξύ των χωρών. Σε κάθε άλλη περίπτωση, η διαφορετική οικονομική και χρηματοπιστωτική τους δομή θα ήταν δυσκολότερο να αναλυθούν. Παρόλα αυτά, ο Tavlas (1994) σημειώνει πως δεν υπάρχει ταύτιση στη θεωρητική θεμελίωση των μελετών, αναφορικά με τη σχέση μεταξύ μεταβλητότητας συναλλαγματικών ισοτιμιών, εμπορίου και επένδυσης. Επιπροσθέτως, ως προς τα αποτελέσματα των ερευνών διαπιστώνεται πως πολλές φορές είναι διφορούμενα και εκ διαμέτρου αντίθετα.

### 3.2.2 Κινητικότητα Εργασίας

Η ελεύθερη μετακίνηση εργατικού δυναμικού αποτελεί έναν από τους τέσσερις θεμελιώδεις πυλώνες της οικονομικής ενοποίησης, στην οποία επίσης περιλαμβάνονται η απρόσκοπτη κινητικότητα κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Το βασικό κίνητρο για ελεύθερη κινητικότητα είναι η διευκόλυνση των Ευρωπαίων πολιτών στην αναζήτηση απασχόλησης σε οποιοδήποτε κράτος-μέλος της ΕΕ, με όποια πρόσθετα κοινωνικά οφέλη αυτό συνεπάγεται. Όμως, κατά τη διαδικασία διεύρυνσης της ΕΕ, η ελεύθερη κινητικότητα εργασίας ανεδείχθη σε ευαίσθητο ζήτημα που έρχεται αντιμέτωπο με πολλές προκλήσεις.

Η κινητικότητα των εργαζομένων θα μπορούσε να είναι ένας τρόπος προσαρμογής



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μέσα σε μία νομισματική ένωση όταν αυτή πλήττεται από επίμονες διαταραχές και όταν οι μισθοί είναι άκαμπτοι. Ωστόσο, αρκετές μελέτες έχουν διαπιστώσει ότι η κινητικότητα αυτή ήταν δύο ως και τρεις φορές υψηλότερη στις ΗΠΑ απ' ότι στην Ευρώπη (OECD, 1999). Ο Eichengreen (1990) αποκάλυψε ότι η διακύμανση της ανεργίας στην Ευρώπη ήταν διπλάσια από εκείνη των ΗΠΑ και η διασπορά της τετραπλάσια. Ο Thomas (1995) παρατήρησε σημαντικές διαφορές μεταξύ Ευρώπης και ΗΠΑ στα ποσοστά ανεργίας. Συγκεκριμένα, στις ΗΠΑ οι διαταραχές στην ανεργία, που προκύπτουν από τη μείωση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες, δεν είναι επίμονες λόγω του υψηλού βαθμού της διαπεριφερειακής μετανάστευσης του εργατικού δυναμικού. Αντίθετα, στην Ευρώπη οι αλλαγές στο ποσοστό ανεργίας τείνουν να είναι αμετάκλητες εξαιτίας της χαμηλής κινητικότητας του συντελεστή εργασία μεταξύ των χωρών. Ο Bentolilla (1997) βρήκε ότι μία ενδεχόμενη μετακίνηση του εργατικού δυναμικού δεν σχετίζεται απόλυτα με την ύπαρξη ανεργίας.

Επιπλέον, το OECD (1999) τόνισε ότι η μετανάστευση μεταξύ των χωρών είναι απίθανο να σχετίζεται με τις οικονομικές διαταραχές που δέχεται η Ευρωζώνη αλλά αντίθετα προκύπτει ως αποτέλεσμα άλλων παραγόντων και είναι μόνιμη. Τα οικονομικά κριτήρια μετακίνησης έχουν αποδυναμωθεί περαιτέρω εξαιτίας του γενικού υψηλού επιπέδου ανεργίας, της σύγκλισης των εισοδημάτων και των μειωμένων μισθολογικών διαφορών μεταξύ των χωρών. Η προσπάθεια των πιο αδύναμων οικονομιών να φτάσουν στο επίπεδο των πιο προηγμένων, στην πραγματικότητα είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση του χάσματος των μισθών και των κατά κεφαλήν εισοδημάτων εντός της ΕΕ. Έτσι, τα κίνητρα για μετανάστευση αποδυναμώθηκαν (Bentolilla, 1997).

Αρκετοί πρόσθετοι παράγοντες βοηθούν στο να εξηγηθεί η χαμηλή κινητικότητα του εργατικού δυναμικού στις περισσότερες χώρες της ΕΕ. Ο Bertola (2000) παρατήρησε πως η έλλειψη ευελιξίας στην απασχόληση και η ακαμψία των μισθών αλληλοτροφοδοτούνται, ενώ, ταυτόχρονα, η ύπαρξη κι άλλων καθοριστικών παραγόντων – κοινωνικών, πολιτιστικών και διοικητικών – αιτιολογεί τη χαμηλή γεωγραφική κινητικότητα στην Ευρώπη. Πράγματι, τα πολιτιστικά και γλωσσικά εμπόδια αναχαιτίζουν τη μετακίνηση.

Το 1996, συστάθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή μία ομάδα εμπειρογνωμόνων για τη μελέτη αυτού του θέματος. Η συγκεκριμένη ομάδα απέδωσε τη χαμηλή κινητικότητα του εργατικού δυναμικού σ 'ένα σύνολο θεσμικών και διοικητικών παραγόντων που περιλάμβαναν: την περιορισμένη διασυνοριακή φορητότητα των δικαιωμάτων κοινωνικής προστασίας και συνταξιοδότησης, τις διοικητικές δυσκολίες, το υψηλό κόστος απόκτησης της άδειας παραμονής, την έλλειψη καθολικής αναγνώρισης των επαγγελματικών προσόντων και τους περιορισμούς της απασχόλησης στο δημόσιο τομέα.

Πέρα από τα προαναφερθέντα στοιχεία, το σύγχρονο φαινόμενο της παράνομης μετανάστευσης αποτελεί σημείο-κλειδί στην αιτιολόγηση της χαμηλής κινητικότητας εργαζομένων εντός της ένωσης. Δεδομένου ότι τα επαγγελματικά δικαιώματα των εργαζομένων από άλλα κράτη-μέλη έχουν την ίδια νομική κατοχύρωση με αυτά των πολιτών της χώρας υποδοχής, οι ξένοι μετανάστες καθίστανται περισσότερο ελκυστικοί για τους εργοδότες εφόσον συνεπάγονται χαμηλότερα κόστη.

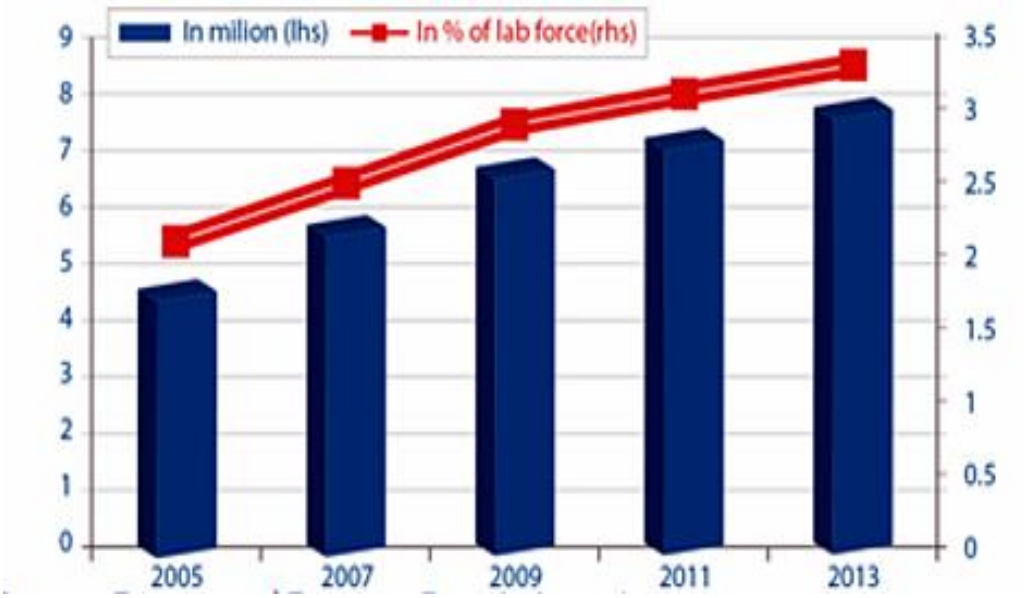
Συμπερασματικά, αν και η υπογραφή της Συνθήκης Σένγκεν κατέστησε ευκολότερη τη μετακίνηση των πολιτών της ένωσης, οι ροές εργατικού δυναμικού στο εσωτερικό της παραμένουν περιορισμένες.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Στη συνέχεια, με χρήση διαγραμμάτων θα δείξουμε πως παρόλο που η ελεύθερη μετακίνηση εργατικού δυναμικού αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της ενιαίας αγοράς στην ΕΕ, η κινητικότητα του είναι σχετικά χαμηλή.

**Σχήμα 3.2.2.α Αύξηση του αριθμού των εργαζομένων της ΕΕ μετά από τις διευρύνσεις του 2004 και 2007.**
**[Οι εργαζόμενοι στη χώρα υποδοχής μετρούνται σε χιλιάδες και ως ποσοστό του συνολικού εργατικού δυναμικού, 2005-2013]**




Πηγή: Eurostat, υπολογισμοί της European Commission

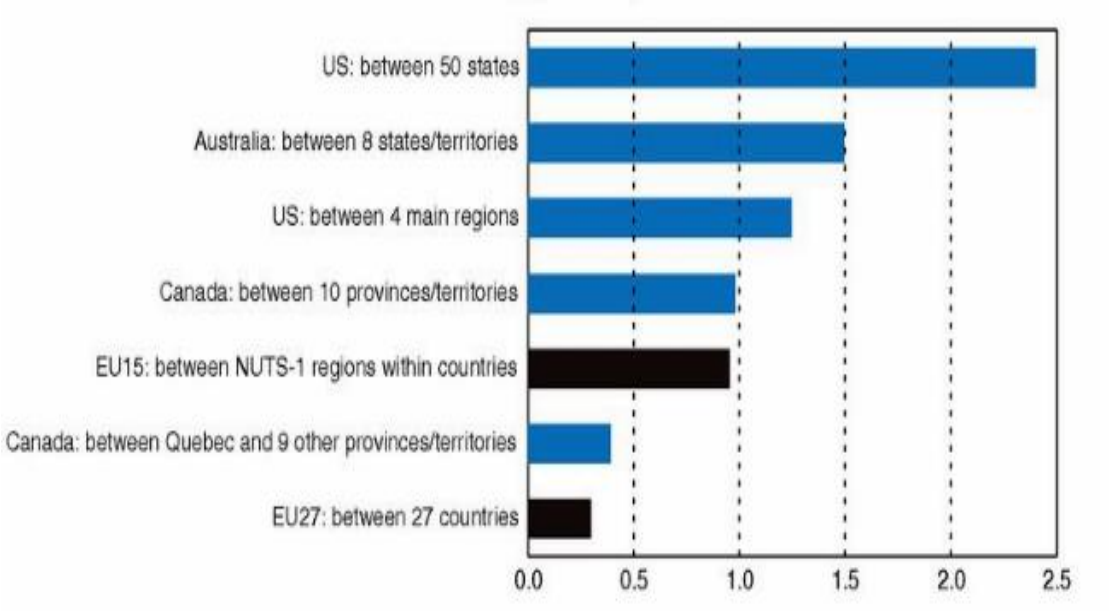
Τα τελευταία χρόνια δύο βασικές εξελίξεις καθιέρωσαν καινούργια πρότυπα κινητικότητας εργατικού δυναμικού εντός της ΕΕ. Αρχικά, η διεύρυνση της ΕΕ μετά την ένταξη δέκα χωρών το 2004 και το 2007 οδήγησε σε σημαντικές ροές εργατικού δυναμικού μεταξύ χωρών της Ανατολικής και της Δυτικής Ευρώπης, που υπερέβαιναν ακόμα και τις παραδοσιακές ροές μεταξύ Βόρειας και Νότιας Ευρώπης. Δεύτερον, η ευρωπαϊκή κρίση ενέτεινε τις ανισορροπίες των ευρωπαϊκών αγορών εργασίας, που είχαν ως αποτέλεσμα σημαντικές εκροές εργαζομένων από τις χώρες της περιφέρειας.
Ενώ υπήρξε μία αύξηση της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού εντός της ΕΕ, μετά τις διευρύνσεις του 2004 και του 2007, παρατηρούμε πως η εσωτερική μετανάστευση εντός της ΕΕ είναι αισθητά χαμηλότερη σε σύγκριση με την αντίστοιχη στις ΗΠΑ.

Στο επόμενο διάγραμμα γίνεται σύγκριση της ΕΕ με τις ΗΠΑ σε σχέση με τη διασυνοριακή κινητικότητα που εμφανίζουν, ως ποσοστό του πληθυσμού τους. Επίσης, εμφανίζονται στοιχεία για την Αυστραλία και για τον Καναδά.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

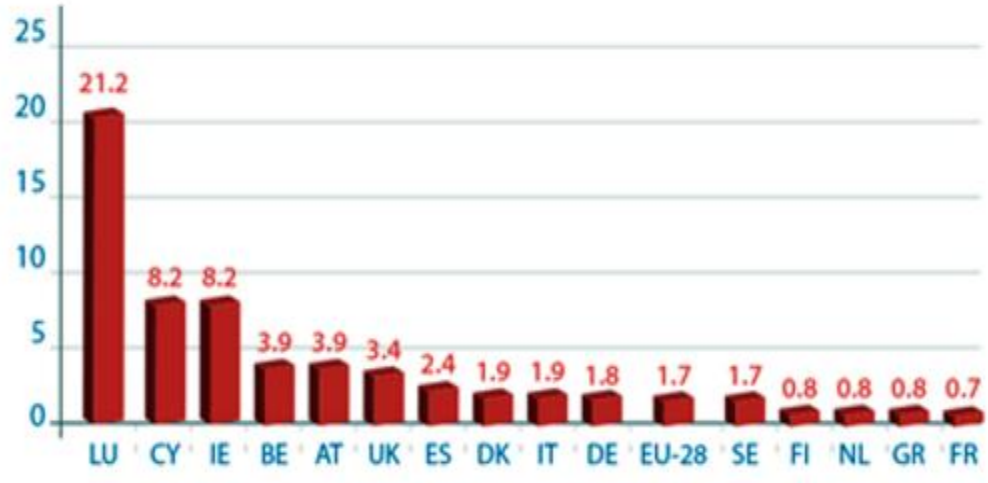
**Σχήμα 3.2.2.β Ετήσια Διασυνοριακή κινητικότητα (% πληθυσμού)**




Πηγή: ABS, Eurostat, Population Statistics, Statistics Canada, US Census Bureau

Οι εργαζόμενοι που έχουν μετακινηθεί εντός της ΕΕ ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού της χώρας υποδοχής διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα. Υπάρχουν μερικές χώρες όπου οι εισροές εργατών είναι αρκετά πάνω από το μέσο όρο της ΕΕ.
Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η κινητικότητα των εργαζομένων της ΕΕ ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού της χώρας φιλοξενίας τα τελευταία 10 έτη. Φαίνεται πως το Λουξεμβούργο ξεχωρίζει με ποσοστό 21,2% και ακολουθούν η Κύπρος και η Ιρλανδία. Ενώ, στην Ελλάδα το ποσοστό αυτό είναι κάτω από 1% και είναι το χαμηλότερο μετά τη Γαλλία και ίδιο με αυτό της Ολλανδίας και της Φινλανδίας.

**Σχήμα 3.2.2.γ Κινητικότητα εργαζομένων της ΕΕ ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού της χώρας φιλοξενίας τα τελευταία 10 έτη**




Πηγή: Eurostat, LFS, υπολογισμοί της European Commission

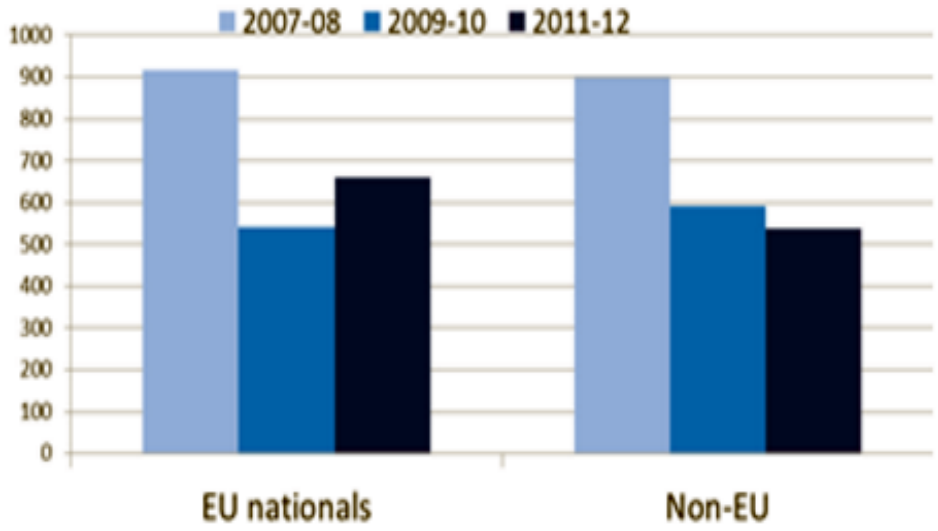


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ενδιαφέρον ως προς την αντίδραση της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού σε αρνητικές οικονομικές διαταραχές έχει η επίδραση της οικονομικής κρίσης στην μετανάστευση εντός ΕΕ.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η πρόσφατη κινητικότητα ( >2 έτη) των εργαζομένων και παρατηρείται ότι ενώ η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού που είναι πολίτες της ΕΕ μειώθηκε σημαντικά κατά 41% από το 2007-2008 στο 2009-2010, αυξήθηκε πάλι την περίοδο 2011-2012 κατά 22%. Οι μεταβολές αυτές στην κινητικότητα εργασίας μέσα στην ΕΕ μπορεί να οφείλονται στο ότι η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ήταν σε μεγάλο βαθμό μία συμμετρική αρνητική διαταραχή που έπληξε όλες τις χώρες της ΕΕ ενώ η δημοσιονομική κρίση του 2010 έπληξε μόνο εκείνες τις χώρες που είχαν δημοσιονομικές ανισορροπίες.

**Σχήμα 3.2.2.δ Επίδραση της κρίσης στην κινητικότητα εντός της ΕΕ**




Πηγή: Eurostat, LFS και υπολογισμοί της European Commission

Παρόλο όμως που η κινητικότητα εργασίας είναι αυτή τη στιγμή αρκετά χαμηλή στην ΕΕ για να αποτελέσει αποτελεσματικό μηχανισμό προσαρμογής έναντι ασυμμετρικών διαταραχών, το γεγονός ότι οι νέοι εργαζόμενοι μετακινούνται πιο εύκολα εντός της ΕΕ σηματοδοτεί μία μελλοντική αυξητική τάση της κινητικότητας εργασίας στην ΕΕ.

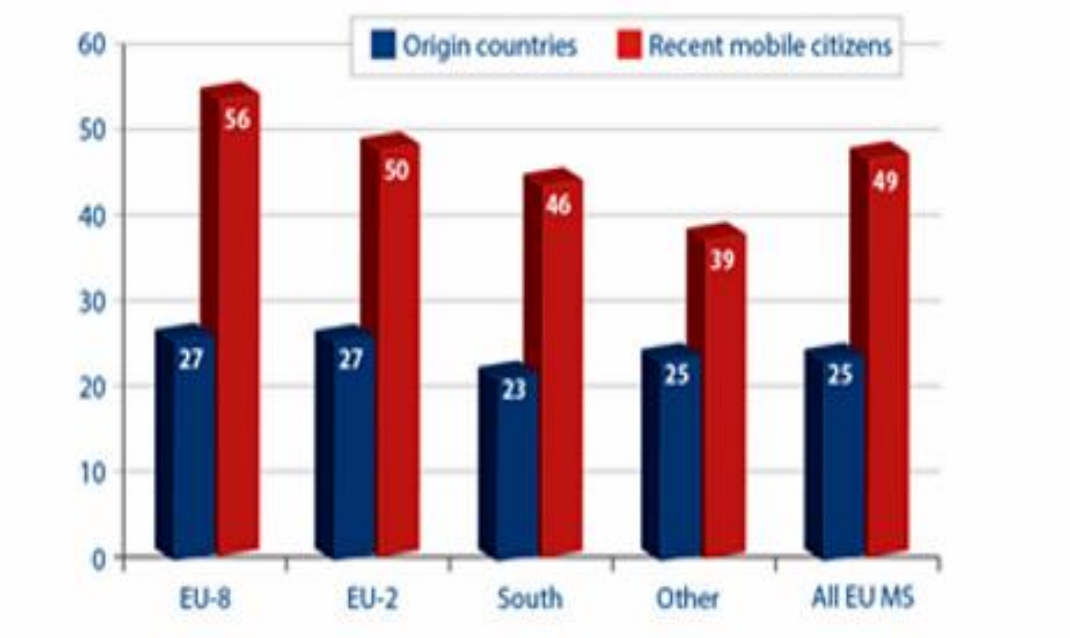
Στο παρακάτω διάγραμμα παρατηρούμε ότι ενώ οι νέοι ηλικίας 15-34 αποτελούν το 23-27% του συνολικού πληθυσμού στην ΕΕ και συγχρόνως το 39-56% των εργαζομένων που μετακινείται εντός της ΕΕ. Συγκεκριμένα, στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το ποσοστό των νέων εργαζομένων (ηλικίας 15-34) ως προς το σύνολο των πολιτών που



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μετακινούνται (κόκκινη στήλη) και το ποσοστό τους ως προς τον πληθυσμό των χωρών προέλευσης το 2013 (μπλε στήλη). Για παράδειγμα ενώ κατά μέσο όρο στο σύνολο των κρατών-μελών της ΕΕ οι νέοι ηλικίας 15-34 αποτελούν το 25% του πληθυσμού, ταυτόχρονα αποτελούν και το 49% των πολιτών που μετακινούνται.

**Σχήμα 3.2.2.ε Οι Ευρωπαίοι μετακινούμενοι πολίτες τείνουν να είναι νέοι**




Πηγή: Eurostat, LFS και υπολογισμοί της European Commission

## 3.2.3 Τέλεια ευελιξία τιμών και μισθών

Είναι κοινώς αποδεκτό ότι η ευελιξία των τιμών είναι χαμηλή μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών και επομένως η εσωτερική υποτίμηση ή διαφορετικά η υποτίμηση μισθών στα συμμετέχοντα κράτη-μέλη είναι αρκετά δύσκολη.

Μελέτη του OECD και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (1999) έδειξε ότι η ευελιξία των τιμών παρεμποδίστηκε από την αργή εφαρμογή του προγράμματος της Ενιαίας Αγοράς (SMP). Για παράδειγμα, υπάρχει σχετικά χαμηλός ανταγωνισμός στην αγορά καθώς και μονοπωλιακές τάσεις σε τομείς με υψηλή συγκέντρωση κρατικών επιχειρήσεων. Διαπιστώθηκε επίσης, ότι δεν υπάρχει εμπειρική απόδειξη ότι οι χρόνιες διαφορές στους ρυθμούς πληθωρισμού οδηγούν σε μόνιμες αλλαγές των σχετικών τιμών καταναλωτή μεταξύ των περιφερειών.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η χαμηλή ευελιξία μισθών αποτελεί έναν ακόμη σημαντικό παράγοντα για την έλλειψη ευελιξίας των τιμών. Παρά τις σημαντικές προόδους τα τελευταία χρόνια, οι πραγματικοί μισθοί εξακολουθούν να είναι αρκετά άκαμπτοι στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες. Επίσης, η ταχύτητα προσαρμογής των πραγματικών μισθών στους οικονομικούς κλυδωνισμούς που δέχεται η Ηπειρωτική Ευρώπη είναι πολύ αργή. Η ανεργία έχει ασκήσει πιέσεις στους πραγματικούς μισθούς στην Ευρώπη κρατώντας τους σε χαμηλό επίπεδο. Οι Cadin, Guichard και Maurel (2001) εντόπισαν σημαντικές ασυμμετρίες στις αγορές εργασίας των μελών και παρατήρησαν ότι η ευαισθησία των μισθών στις αλλαγές του ποσοστού ανεργίας αυξήθηκε στη δεκαετία του 1990.

Σημαντικό ρόλο για τη χαμηλή ευελιξία των τιμών διαδραματίζουν αρκετοί θεσμοί της αγοράς εργασίας όπως: οι μισθολογικές διαπραγματεύσεις, η προστασία της απασχόλησης, τα συστήματα ασφάλισης για την ανεργία, καθώς και η ύπαρξη του κατώτατου μισθού. Αρκετές έρευνες κατέδειξαν ότι οι θεσμοί των ευρωπαϊκών αγορών εργασίας είναι αρκετά ετερογενείς.

Οι πιο πρόσφατες μελέτες δείχνουν πως χώρες με αυστηρούς κανονισμούς στην αγορά προϊόντων τείνουν να έχουν και πιο αυστηρή νομοθεσία για την προστασία της απασχόλησης. Ως εκ τούτου, μεταρρυθμίσεις στην αγορά προϊόντων θα μπορούσαν να ανακουφίσουν καταλυτικά από αυτό το άκαμπτο περιβάλλον. Τέτοιες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις θα ενίσχυαν τον ανταγωνισμό, θα ενδυνάμωναν τους δεσμούς μεταξύ της ευελιξίας τιμών και μισθών, επιτρέποντας στις τιμές να προσαρμοστούν γρηγορότερα στον απόηχο των διαταραχών.

### 3.2.4 Ο βαθμός ανοίγματος της οικονομίας

Ο βαθμός ανοίγματος μίας οικονομίας μετράται από το λόγο των εισαγωγών και των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών ως προς το ΑΕΠ της. Συγκεκριμένα, για τις χώρες της Ευρώπης, η ανοικτότητα των οικονομιών υπολογίζεται περίπου στο 40% του ΑΕΠ, ποσοστό που δηλώνει μεγάλο βαθμό ανοίγματος. Εξαιτίας της διαδικασίας απελευθέρωσης των τιμών, που ενισχύθηκε και από την εφαρμογή του προγράμματος Ενιαίας Αγοράς και της εμβάθυνσης του βιομηχανικού εμπορίου, οι τιμές των εμπορεύσιμων αγαθών προοδευτικά εναρμονίζονται εντός της ΕΕ.

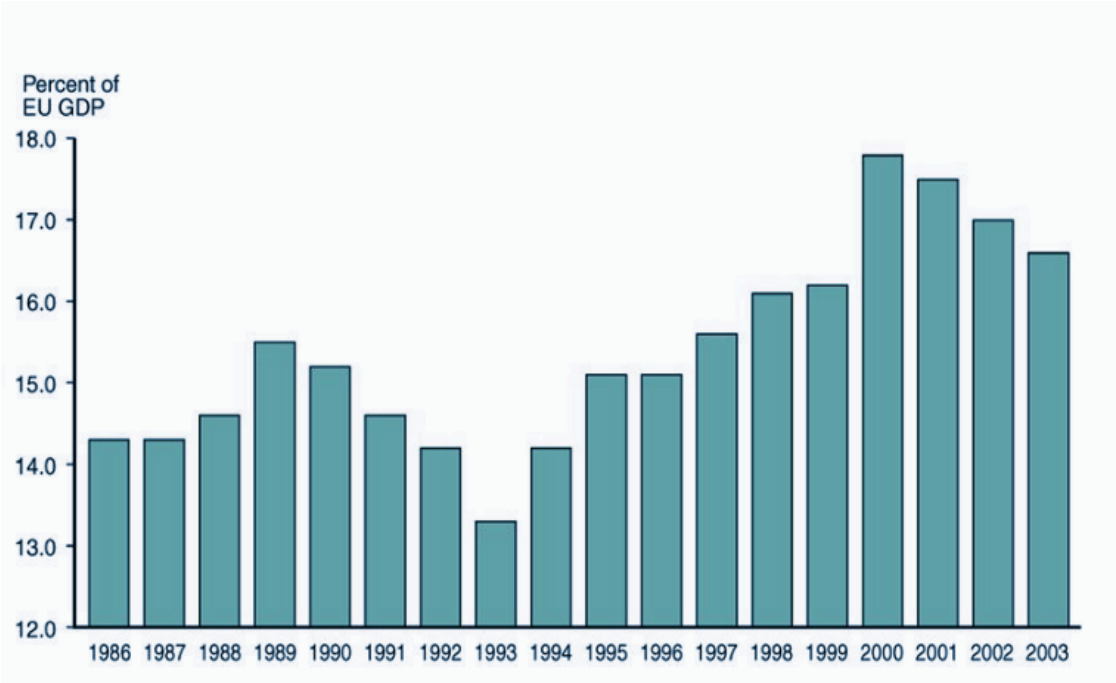
Με την ένταξη του ευρώ τον Ιανουάριο του 1999, το εξαγωγικό εμπόριο ανάμεσα στις ευρωπαϊκές χώρες κυμαινόταν μεταξύ 10 και 20 ποσοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ κάθε χώρας, αριθμοί πολύ μικρότεροι από το αντίστοιχο ποσοστό μεταξύ των περιοχών των ΗΠΑ. Βέβαια, μέχρι το 1992, υπήρχαν αρκετά εμπόδια που περιόριζαν σημαντικά το ενδοευρωπαϊκό εμπόριο. Αν και κάποιοι ένθερμοι υποστηρικτές του ενιαίου νομίσματος θεωρούσαν ότι η ύπαρξη διαφορετικών νομισμάτων ήταν η υπαίτια για τις μεγάλες τιμολογιακές διαφορές των προϊόντων, τα εμπειρικά δεδομένα δεν τεκμηριώνουν περαιτέρω σύγκλιση των τιμών μετά την υιοθέτηση του ευρώ (Engel και Rogers, 2004).



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εξετάζοντας τον όγκο του ενδοευρωπαϊκού εμπορίου, προκύπτει ότι ο σχηματισμός της ΟΝΕ και το ευρώ προώθησαν το εμπόριο ανάμεσα στις χώρες της ΕΕ, δημιουργώντας τις προϋποθέσεις για τον χαρακτηρισμό της ως ΑΝΠ. Στο ακόλουθο διάγραμμα παρουσιάζονται στοιχεία για τον όγκο του ενδοευρωπαϊκού εμπορίου.

**Σχήμα 3.2.4.α Το εμπόριο μέσα στην ΕΕ ως ποσοστό του ΑΕΠ της ΕΕ**




Πηγή: OECD Statistical Yearbook και Eurostat

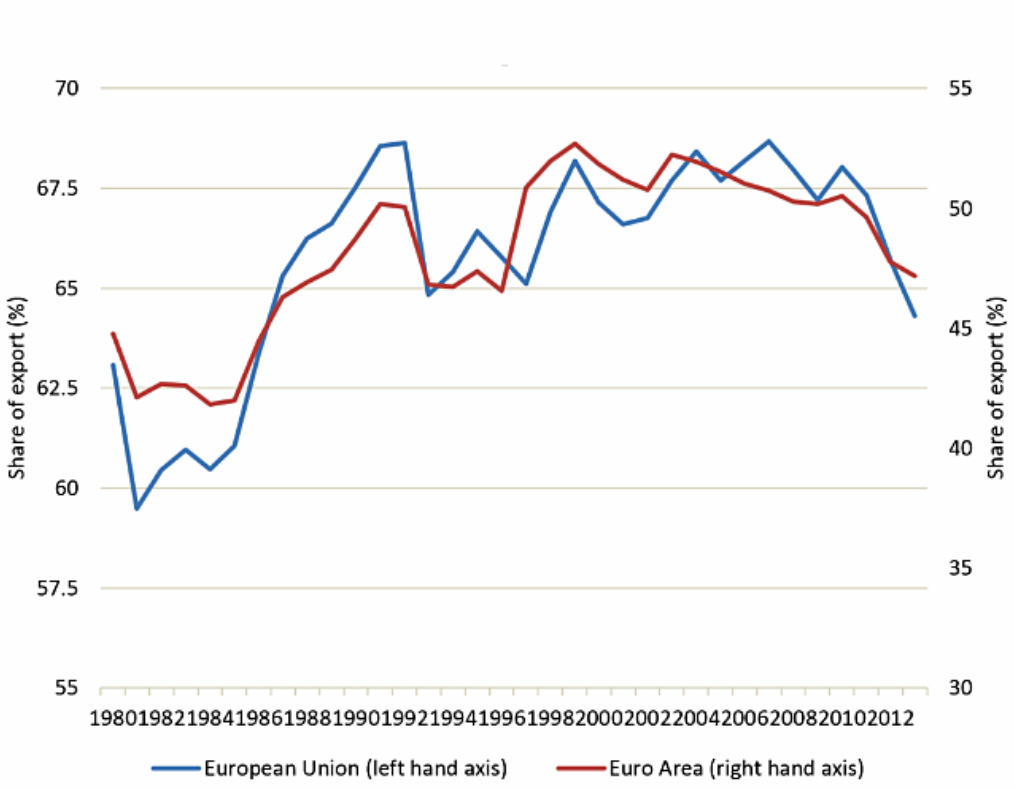
Το εμπόριο μεταξύ των χωρών της ΕΕ διευρύνθηκε μετά την εισαγωγή του ευρώ το 1999. Στο σχήμα **3.2.4.α**, το εμπόριο μιας χώρας της ΕΕ με τα άλλα κράτη-μέλη ορίζεται ως ο μέσος όρος του αθροίσματος των εισαγωγών και τον εξαγωγών της με τις χώρες της ΕΕ. Οι αριθμοί έχουν υπολογιστεί από το συνολικό εμπόριο μέσα στην ΕΕ (για όλα τα μέλη της Ένωσης) προς το συνολικό ΑΕΠ της ΕΕ. Το μερίδιο των ενδοευρωπαϊκών εξαγωγών στο σύνολο του εξαγωγικού τομέα της ΕΕ είχε σταθερή αυξητική πορεία από τις αρχές του ’80. Στην πραγματικότητα, η αύξηση έφτασε τις 8 ποσοστιαίες μονάδες κατά την περίοδο αυτή. Ωστόσο, μετά την στασιμότητα από τα μέσα της δεκαετίας του ’90 μέχρι τα τέλη του 2000, υπήρξε μια απότομη πτωτική τροχιά μέχρι το 2004, γεγονός που σήμαινε πως ο ρόλος των παγκόσμιων εμπορικών εταίρων γίνεται όλο και πιο σημαντικός.

Ενδιαφέρον δε έχουν τα στοιχεία που αποκαλύπτουν πως η Ευρωζώνη ακολουθούσε το ίδιο μοτίβο με το σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, γεγονός που υποδηλώνει ότι το κοινό νόμισμα μπορεί να μην είχε την αναμενόμενη επίπτωση στις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Σχήμα 3.2.4.β Εξέλιξη του ενδοευρωπαϊκού εμπορίου στην ΕΕ (1980-2004)**




Πηγή: Bruegel βασιζόμενο σε στοιχεία του IMF, 2004

Το παραπάνω σχήμα δείχνει τα μερίδια των εξαγωγών αφενός μεταξύ των χωρών της ΕΕ και αφετέρου μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης στο συνολικό εμπόριο της ΕΕ (άθροισμα των δύο ομάδων). Κάθε μία από τις δύο γραμμές κατασκευάστηκε λαμβάνοντας υπόψιν την αλλαγή της σύνθεσης της ΕΕ και της Ευρωζώνης διαχρονικά, πράγμα που σημαίνει ότι μία δεδομένη χώρα περιλαμβάνεται στο σχήμα μόνο μετά την ένταξή της στην ΕΕ ή στο ευρώ.

Τα αποτελέσματα είναι διαφωτιστικά τόσο για το πως εξελίχθηκε το εμπόριο μεταξύ των χωρών της ΕΕ και μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης από το 1980 και μετά, όσο και για το πώς οι χώρες αντέδρασαν στην κρίση. Το συμπέρασμα ήταν πως υπήρχε αμελητέα απόκλιση μεταξύ της πορείας των χωρών της Ευρωζώνης και αυτών της ΕΕ. Αξίζει επίσης να σημειωθεί, πως η ραγδαία μείωση του εμπορίου μεταξύ των χωρών της ΕΕ (πιο απότομη από την αντίστοιχη μείωση του εμπορίου μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης) ήρθε ως αποτέλεσμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και η οποία ανάγκασε τα μέλη να αυξήσουν τις εμπορικές συναλλαγές εκτός της ΕΕ, δηλαδή να βρουν νέους εμπορικούς εταίρους από την παγκόσμια αγορά. Το ίδιο φαινόμενο παρατηρείται και κατά τη διάρκεια της κρίσης του 1990. Ωστόσο, αυτό που είναι ακόμα πιο σημαντικό, είναι το γεγονός ότι η Ευρωζώνη – παρόλο που η αύξηση του εμπορίου μεταξύ των μελών της αποτελεί έναν από τους στόχους για τη δημιουργία μιας ΑΝΠ – ακολουθεί σχεδόν το ίδιο μοτίβο με την Ευρωπαϊκή Ένωση.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η υιοθέτηση του ευρώ για πολλούς μελετητές θα συνεπαγόταν μεγάλη αύξηση του ενδοκοινοτικού εμπορίου. Οι προσδοκίες για αυξημένο εμπόριο εντός της ένωσης ενδυναμώθηκαν από τη δημοσίευση μιας οικονομετρικής μελέτης του Andrew K.Rose (2000) που παρατίθεται στο άρθρο «One Money, One Market: The Effects of Common Currencies on Trade», σύμφωνα με την οποία το εμπόριο μεταξύ των μελών των νομισματικών ενώσεων είναι κατά μέσο όρο τρεις φορές μεγαλύτερο από το εμπόριο των χωρών αυτών με χώρες εκτός της νομισματικής ένωσης.

Όμως, σε μία πιο πρόσφατη μελέτη, ο Richard Baldwin (2006) του Geneva's Graduate Institute of International Studies, οδηγείται σε πιο μετριοπαθή αποτελέσματα για την Ευρωζώνη. Καταλήγει στο ότι οι χώρες που υιοθέτησαν το ευρώ αύξησαν το εμπόριό τους, στην καλύτερη εκτίμησή του, κατά 9% , ποσοστό του οποίου η μεγαλύτερη αύξηση συντελέστηκε κατά το πρώτο έτος του ευρώ. Παράλληλα διαπιστώνει πως χώρες που δεν είχαν ενταχθεί στο ευρώ, όπως η Βρετανία, η Δανία και η Σουηδία, σημείωσαν αύξηση στο εμπόριό τους κατά 7%, γεγονός που αποδεικνύει ότι το όφελος από τη χρήση του ευρώ δεν θα ήταν σημαντικό.

Επομένως, σύμφωνα με τα μέχρι τώρα δεδομένα σε σχέση με την εξέλιξη των τιμών και του όγκου του ενδοευρωπαϊκού εμπορίου, δεν υπάρχουν ικανοποιητικές ενδείξεις ότι οι χώρες της ΟΝΕ αποτελούν μια άριστη νομισματική περιοχή.

### 3.2.5 Η διαφοροποίηση των προϊόντων στην παραγωγή και την κατανάλωση

Σύμφωνα με έρευνες, διαπιστώνεται ότι η διαφοροποίηση στην παραγωγή είναι υψηλή στα περισσότερα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι Bini-Smaghi και Vori (1992) βρίσκουν ότι « στον κατασκευαστικό τομέα, κατά μέσο όρο, η διαφορά στη διάρθρωση της παραγωγής (δηλαδή η διαφοροποίηση στην παραγωγική δομή κάθε χώρας) μεταξύ των περιοχών είναι πολύ μεγαλύτερη στην Ευρωπαϊκή Ένωση απ' ότι στις ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, αυτή η διαφορά φτάνει μόνο στο μισό του μεγέθους της διαφοράς που παρατηρείται μεταξύ των δώδεκα Ομοσπονδιακών Περιοχών των ΗΠΑ». Επίσης, βρίσκουν ότι η διακύμανση της σύνθεσης του προϊόντος είναι διπλάσια στις ΗΠΑ απ' ότι στην ΕΕ. Από την άλλη μεριά, κατά τον Krugman (1993), ο βαθμός ειδίκευσης αποκαλύπτεται μεγαλύτερος εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης συγκριτικά με τον αντίστοιχο των ΗΠΑ.

Επιπλέον, με την κατάρτιση ενός δείκτη από τον OECD (1999), που βασίζεται στις συσχετίσεις των διαφόρων δομικών στοιχείων της πραγματικής κατανάλωσης, εξετάστηκε ο βαθμός ομοιότητας στην κατανάλωση για τις χώρες της Ευρωζώνης. Για αυτές τις χώρες, σημείο αναφοράς και σύγκρισης αποτελούσε ο μέσος όρος κατανάλωσης εντός της ζώνης του ευρώ. Τα αποτελέσματα ήταν αποκαλυπτικά, αφού έδειχναν ότι υπάρχει μεγάλη ομοιότητα στην καταναλωτική δομή μεταξύ των



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

περισσότερων χωρών της ένωσης, με εξαίρεση την περίπτωση της Ισπανίας. Συμπέρασμα των παραπάνω είναι πως η ομοιότητα στη διάρθρωση της κατανάλωσης φαίνεται να έχει αυξηθεί σημαντικά σχεδόν σε όλες τις χώρες της ΕΕ.

Επομένως, η πιθανότητα για τα μέλη της ΕΕ να δεχθούν ασυμμετρικές διαταραχές είναι πολύ μικρή, διότι χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη ομογένεια ακόμα και σε σχέση με τις ΗΠΑ. Η λογική πίσω από αυτή τη διαπίστωση έγκειται στο γεγονός ότι όλες οι χώρες παράγουν μικρές ποσότητες από ένα πλήθος προϊόντων («λίγο από όλα») και έχουν παρόμοια διάρθρωση κατανάλωσης. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο, οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης τείνουν να συμπεριφέρονται ως ένα ενιαίο σύνολο σε αντιπαραβολή με τις Ομοσπονδιακές Περιοχές των ΗΠΑ.

### 3.2.6 Οι ρυθμοί πληθωρισμού

Τα επίπεδα πληθωρισμού έχουν μειωθεί σε όλες τις βιομηχανικές χώρες της ΕΕ τα τελευταία 15 με 20 χρόνια, αν και με διαφορετικούς ρυθμούς. Στα πλαίσια της ΟΝΕ, οι πληθωριστικές διαφορές έχουν μειωθεί διατηρώντας στενά περιθώρια αποκλίσεων μεταξύ των χωρών της ΕΕ και ιδιαίτερα μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης.

Ωστόσο, τα επίπεδα πληθωρισμού έχουν παρουσιάσει έκτοτε κάποιες διακυμάνσεις μεταξύ των κρατών που οφείλονται σε τρεις κατηγορίες παραγόντων:
(α) σε στατιστικούς και ακανόνιστους παράγοντες,
(β) σε βαθύτερες οικονομικές δυνάμεις που βρίσκονται σε εξέλιξη και συμπεριλαμβάνουν την ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς, την αύξηση της διασυνοριακής διαφάνειας, η οποία συμβάλλει στη μείωση των τιμολογιακών διαφορών των εμπορεύσιμων αγαθών και την επίδραση Balassa-Samuelson.
(γ) σε διαφορές στις κυκλικές συνθήκες και στις πολιτικές από την πλευρά της ζήτησης.

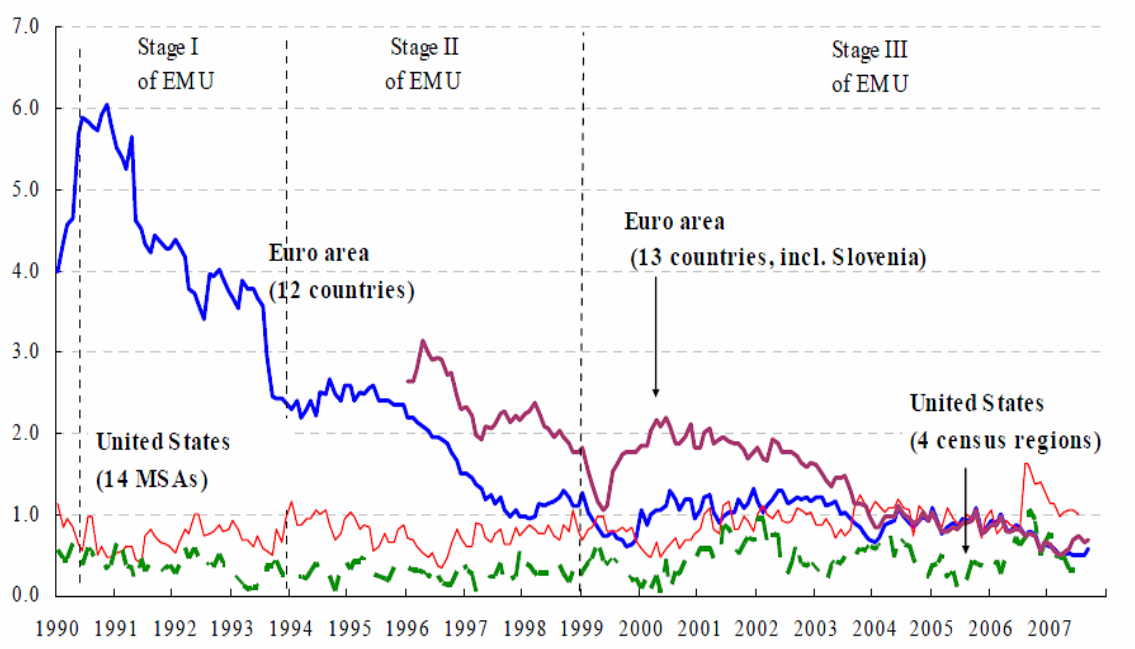
Βέβαια, υποστηρίζεται ότι οι υφιστάμενες διαφορές στα επίπεδα πληθωρισμού, αν δεν γίνουν μεγαλύτερες, είναι αποδεκτές καθώς αντανακλούν μία διαδικασία προσαρμογής και σύγκλισης.

Η διασπορά των ποσοστών πληθωρισμού μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης έχει σταθεροποιηθεί σε ένα χαμηλό επίπεδο για τα ιστορικά δεδομένα της και έχει σχεδόν εξισωθεί με αυτό τον ΗΠΑ.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Σχήμα 3.2.6.α Διασπορά του πληθωρισμού των χωρών της Ευρωζώνης σε σύγκριση με αυτή των ΗΠΑ (1990-2007)**




Πηγή: Eurostat, US Bureau of Labour Statistics

Παρόλα αυτά, οι πληθωριστικές διαφορές στην Ευρωζώνη είναι αρκετά επίμονες για μεγάλες περιόδους. Υπό αυτήν την άποψη, η Ευρωζώνη διαφέρει σημαντικά από τις ΗΠΑ. Πράγματι, ο πληθωρισμός στις περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης παρουσιάζει στασιμότητα, με πολλές χώρες να έχουν επίπεδα πληθωρισμού άνω του μέσου πληθωρισμού της Ευρωζώνης για σχετικά μεγάλες περιόδους. Είναι γνωστό ότι τέτοιου είδους διαφορές αντανακλούν δομικές ακαμψίες. Στις περισσότερες χώρες δηλαδή, η προσαρμογή των τιμών και των μισθών στις μεταβαλλόμενες συνθήκες των αγορών εργασίας και προϊόντος καθυστερούν να πραγματοποιηθούν. Σε κάθε περίπτωση, για την Ευρωζώνη ως σύνολο ο πληθωρισμός είναι χαμηλότερος από το 1999 σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο (1991-1998). Από το 1999 και μετά αυξήσεις στον πληθωρισμό έχει παρατηρηθεί μόνο σε μεμονωμένες περιπτώσεις χωρών.

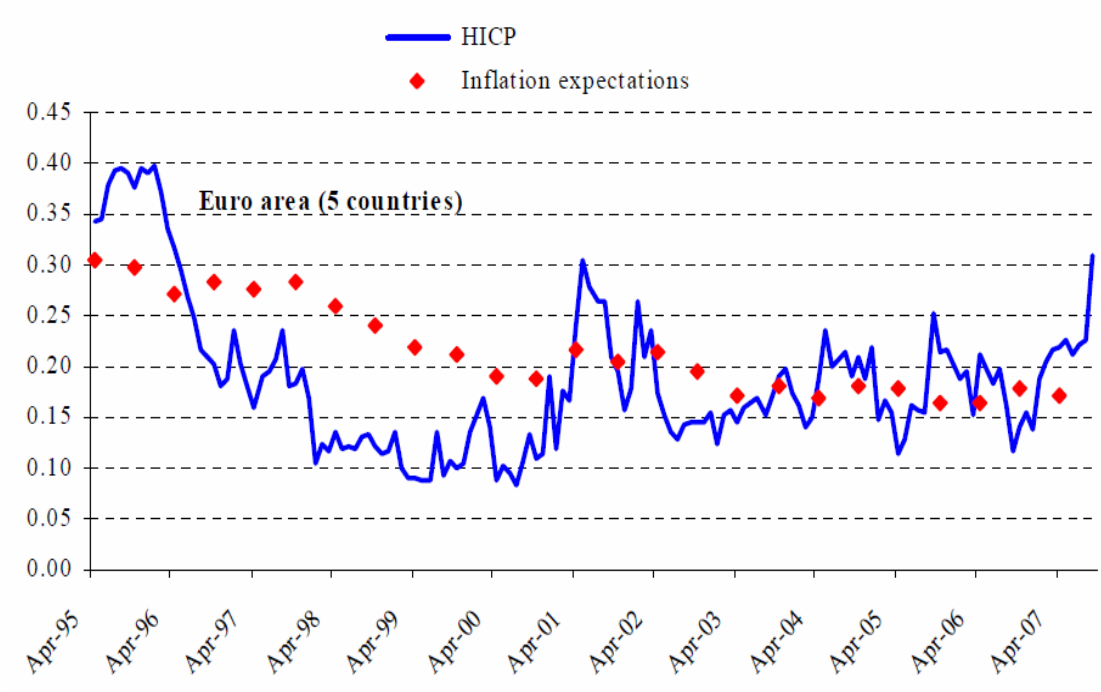
Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται ο Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (HICP), που αποτελεί έναν δείκτη για τα επίπεδα πληθωρισμού και τη σταθερότητα των τιμών στην ΕΕ και χρησιμοποιείται ευρέως από την ΕΚΤ. Ο HICP της Ευρωζώνης είναι ένας σταθμισμένος μέσος των δεικτών των τιμών των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ είναι να διατηρήσει τις τιμές σταθερές εντός της ένωσης, δηλαδή η ετήσια αύξηση του HICP να μην ξεπερνά το 2%. Ο HICP χρησιμοποιείται επίσης ώστε να αξιολογηθεί κατά πόσο μία χώρα πληροί το κριτήριο σύγκλισης του πληθωρισμού, για την ένταξη της στην Ευρωζώνη. Στην κόκκινη



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

γραμμή παρουσιάζονται οι προσδοκίες για τα επίπεδα πληθωρισμού.

**Σχήμα 3.2.6.β Η διασπορά του HICP των χωρών της Ευρωζώνης (Απρίλιος 1995-Σεπτέμβριος 2007)**




Πηγή: Eurostat

Ένας εναλλακτικός τρόπος αξιολόγησης της εξέλιξης των ρυθμών πληθωρισμού αποτελεί ο δείκτης που καταρτίστηκε από την Παγκόσμια Τράπεζα σε συνεργασία με τον OECD και τη Eurostat. Πρόκειται ουσιαστικά για έναν δείκτη που βασίζεται στην εξίσωση της αγοραστικής δύναμης των διαφορετικών νομισμάτων.

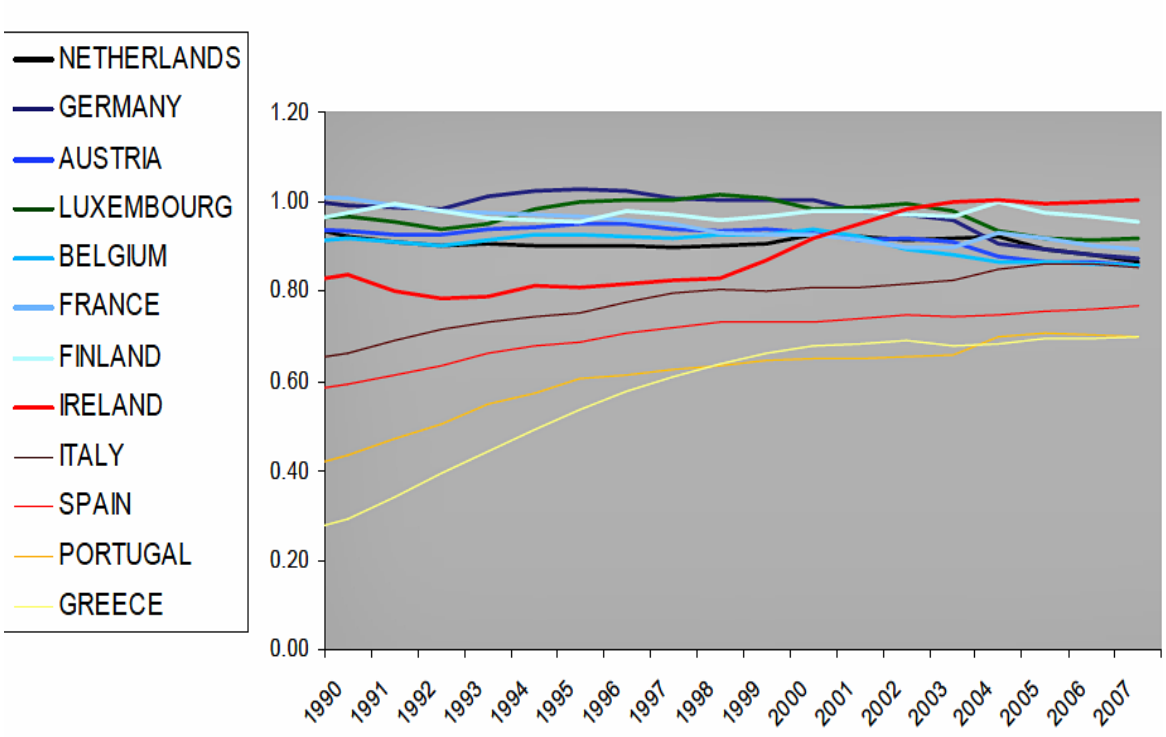
Με άλλα λόγια, οι ισοδυναμίες αγοραστικής δύναμης (PPPs), μέσω αυτής της μετατροπής, εξαλείφουν τις διαφορές στα επίπεδα τιμών μεταξύ των χωρών.

Τα επίπεδα PPP των μελών της Ευρωζώνης, που είχαν χαμηλό κατά κεφαλήν ΑΕΠ, δείχνουν ότι για πάνω από δύο δεκαετίες βρίσκονται σε μία διαδικασία σύγκλισης σε ένα υψηλότερο επίπεδο αγοραστικής δύναμης. Αυτή η ενίσχυση της αγοραστικής δύναμης αντιστοιχούσε σε μία αύξηση του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Σχήμα 3.2.6.γ Χώρες της Ευρωζώνης: Αξία του PPP ενός δολαρίου σε ευρώ**




Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

## 3.2.7 Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση

Ο βαθμός στον οποίο οι ευρωπαϊκές χώρες είναι χρηματοοικονομικά ολοκληρωμένες είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων μεταξύ των οποίων βρίσκονται η ένταση των διασυνοριακών χρηματοοικονομικών ροών (quantity test), ο Νόμος της Μίας Τιμής (arbitrage test) και η ομοιότητα των χρηματοπιστωτικών θεσμών και αγορών. Η κοινή γνώμη υποστηρίζει ότι ο βαθμός της χρηματοοικονομικής ενοποίησης είναι χαμηλότερος μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών απ' ότι στις ΗΠΑ.

Σχετικά με την ένταση των διασυνοριακών χρηματοοικονομικών ροών (quantity test), οι Backus, Kehoe και Kydland (1992), συγκρίνοντας τους βαθμούς συσχέτισης ΑΕΠ και κατανάλωσης μεταξύ των χωρών, οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα ότι ο καταμερισμός του κινδύνου κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα. Επιπλέον, πολλοί μελετητές διαπιστώνουν ότι η προτίμηση των εγχώριων τοποθετήσεων όσον αφορά τις επενδυτικές αποφάσεις έχει ως αποτέλεσμα ο διαμοιρασμός του κινδύνου να είναι σχεδόν αμελητέος ανάμεσα στις χώρες της Ευρώπης. Με λίγα λόγια, οι ευρωπαϊκές χρηματοπιστωτικές αγορές δεν ήταν διαφοροποιημένες.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εντούτοις, υπάρχουν και κάποια ενθαρρυντικά στοιχεία, καθώς οι Gaspar και Mongelli (2001) αποκάλυψαν ότι η σχέση μεταξύ του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και του κατά κεφαλήν ΑΕΠ των ευρωπαϊκών χωρών έχει ενδυναμωθεί τα τελευταία χρόνια. Αυτό το στοιχείο είναι πολύ σημαντικό, γιατί υποδηλώνει την αύξηση των καθαρών χρηματοοικονομικών ροών. Παράλληλα, η αξιοσημείωτη αύξηση της διασυνοριακής ασφάλισης μέσω των κεφαλαιαγορών, κατά την περίοδο 1992-1997, υπονοεί ότι οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές σταδιακά ενοποιούνται.

Εκτός των άλλων, υπάρχουν σαφείς ενδείξεις ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση έχει ενταθεί τα τελευταία χρόνια και αντανακλάται στις ολοένα και λιγότερες ευκαιρίες για arbitrage, αλλά και στη σταδιακή σύγκλιση των επιτοκίων. Οι αγορές χρήματος στην Ευρωζώνη ενοποιήθηκαν με ταχύ ρυθμό αμέσως μετά την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, ενώ και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων έχουν συγκλίνει σε μεγάλο βαθμό.

Όσον αφορά την ομοιότητα των χρηματοοικονομικών δομών, μπορούμε να αντλήσουμε κάποια στοιχεία μελετών σχετικά με το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης (ΜΤΜ). Τέτοιες μελέτες αναλύουν και συγκρίνουν, μεταξύ άλλων, τις διαφορετικές δομές των χωρών στο χρηματοοικονομικό τομέα και δείχνουν ότι οι ευρωπαϊκές χώρες παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές στα εξής: στην αλληλεξάρτηση επιτοκίου και κατανάλωσης, στο χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής του υφιστάμενου χρέους, στα καθαρά κέρδη των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, στη νομική δομή, στα κόστη εξέλιξης των συμβάσεων, στο κανάλι τραπεζικού δανεισμού καθώς και στους εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης των τραπεζών. Αυτές οι διαφορές είναι πιθανόν να εξομαλυνθούν σταδιακά με την πάροδο του χρόνου.

### 3.2.8 Δημοσιονομική Ενοποίηση

Η δημοσιονομική ενοποίηση μπορεί να εξεταστεί από αρκετές οπτικές γωνίες. Υπό το πρίσμα της δημοσιονομικής σύγκλισης, ένα προφανές επίτευγμα είναι ότι όλες οι χώρες της Ευρωζώνης έχουν ικανοποιήσει τα κριτήρια της συνθήκης του Μάαστριχτ (ΕΝΣ 1998) που οφείλουν να πληρούν τα κράτη για την καθιέρωση της κοινής νομισματικής αλλά όχι της κοινής δημοσιονομικής πολιτικής. Πλέον, η Ευρώπη στηρίζεται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) το οποίο υιοθετεί τα δημοσιονομικά κριτήρια της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

Υπάρχουν, βέβαια, στοιχεία βαθύτερης δημοσιονομικής σύγκλισης. Οι δημοσιονομικές θέσεις των χωρών έχουν αρχίσει να προσεγγίζουν η μία την άλλη, εξαιτίας της οικονομικής ενοποίησης που προάγει την εναρμόνιση της φορολογικής νομοθεσίας και των δαπανών. Οι De Bandt και Mongelli (2000) αποδεικνύουν ότι, για τις χώρες της Ευρωζώνης, η μεταξύ τους συσχέτιση έχει σταθερά αυξηθεί την περίοδο 1970-1998. Ωστόσο, επιμέρους εθνικά στοιχεία ακόμα συμβάλλουν κατά ένα μεγάλο μερίδιο στη μεταβλητότητα ορισμένων χωρών. Αυτά τα προκαταρκτικά ευρήματα πρέπει να προστεθούν στις εξίσου σημαντικές διαφορές σε επίπεδα δημοσίου χρέους και φορολογικών δομών.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αναφορικά με τη δημοσιονομική σταθεροποίηση, οι κρατικοί προϋπολογισμοί των χωρών της Ευρωζώνης μπορούν να προστατευτούν από σοβαρές διαταραχές που επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση, ικανοποιώντας τους μεσοπρόθεσμους στόχους του ΣΣΑ (Artis και Buti, 2000). Αυτοί οι στόχοι περιλαμβάνουν έναν ισοσκελισμένο προϋπολογισμό, ή ακόμα και ένα δημοσιονομικό πλεόνασμα.

Μία τρίτη διάσταση της δημοσιονομικής ολοκλήρωσης είναι η «δημόσια διευκόλυνση καταμερισμού του κινδύνου», που μπορεί να πραγματοποιηθεί, λόγου χάριν, διαμέσου ενός ομοσπονδιακού προϋπολογισμού. Αυτός ο φορέας θα μπορούσε να μειώσει τα διαθέσιμα του και να αυξήσει τις μεταβιβαστικές πληρωμές του προς ένα κράτος που θα είχε, για παράδειγμα, δεχθεί μία αρνητική διαταραχή, απορροφώντας έτσι ένα μέρος της διαταραχής της περιφέρειας. Η Ευρωζώνη συνεχίζει να πορεύεται χωρίς να έχει στη διάθεσή της τον μηχανισμό επιμερισμού του δημόσιου κινδύνου και ενός ενιαίου φορολογικού μηχανισμού που θα βοηθούσε στην αντιμετώπιση των διαταραχών, ειδικότερα αυτών που προέρχονται από την ανεργία και που κλονίζουν πολλές χώρες.

### 3.2.9 Η Πολιτική ενοποίηση

Η έντονη πολιτική βούληση έχει πράγματι συμβάλλει καθοριστικά στην περαιτέρω ευρωπαϊκή ενοποίηση. Οι διαφορές στις προτιμήσεις σε σχέση με τις ακολουθούμενες πολιτικές των κρατών-μελών της ΕΕ – και ειδικότερα της Ευρωζώνης – έχουν εξομαλυνθεί. Οι Gaspar και Mongelli (2001) υποστήριξαν ότι η σταθεροποίηση του πληθωρισμού, των κρατικών ελλειμμάτων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών εντός της Ευρωζώνης αποκαλύπτει μια ξεκάθαρη προτίμηση για νομισματική ενοποίηση.

*Είναι όμως αυτό επαρκές ώστε να θεωρήσουμε ότι έχει επιτευχθεί η πολιτική ολοκλήρωση;*

Προς το παρόν, το κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα έχει υιοθετηθεί από ένα σύνολο κυρίαρχων κρατών που δε σχηματίζουν ένα ενιαίο κράτος. Επιπρόσθετα, η περιοχή του ευρώ δεν είναι πιθανό να αποτελέσει μία ενιαία πολιτεία με την παραδοσιακή έννοια του όρου στο κοντινό μέλλον. Υπάρχουν τρία τουλάχιστον επιμέρους στοιχεία που πρέπει να ληφθούν υπόψιν.

Αρχικά, πρέπει να εξεταστεί η «λειτουργική» πολιτική ολοκλήρωση. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της ΕΕ είναι οι υπερεθνικοί νομοθέτες της Ένωσης που προσπαθούν να προωθήσουν την εναρμόνιση της εθνικής νομοθεσίας των κρατών-μελών. Μεταξύ των καθηκόντων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής βρίσκονται ο σχεδιασμός της κοινής πολιτικής, η λήψη νομοθετικής πρωτοβουλίας και η επιβολή του κοινοτικού δικαίου για την υπεράσπιση του γενικού συμφέροντος. Το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο δίνει μία χροιά ενότητας στο Ευρωπαϊκό Δίκαιο. Επίσης, υπάρχει ένα ενισχυμένο σύστημα πολυμερούς εποπτείας και υποχρεωτικών δημοσιονομικών δεσμεύσεων (Simon, 1998).

Έτσι, τα κράτη-μέλη της ΕΕ ήδη μοιράζονται κάποια στοιχεία ενός κοινού θεσμικού πλαισίου. Παρόλα αυτά, ο OECD (1999) παρατηρεί πως οι πολιτικές αναφορικά με την ανακατανομή του εισοδήματος, οι μηχανισμοί σταθεροποίησης, η προώθηση της



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ανάπτυξης και η απασχόληση δεν σχεδιάζονται σε υπερεθνικό επίπεδο. Σε κάθε περίπτωση, με την εναρμόνιση του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου, η ΕΕ θα συνεχίσει να εμβαθύνει τη διαδικασία της «λειτουργικής» πολιτικής ενοποίησης.

Μια άλλη πτυχή της πολιτικής ενοποίησης περιλαμβάνει την εκχώρηση της χάραξης της οικονομικής πολιτικής. Οι νομισματικές και συναλλαγματικές πολιτικές πλέον ασκούνται σε κεντρικό επίπεδο. Η χάραξη της νομισματικής πολιτικής έχει μετακυλήσει στα χέρια του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ESCB) και της ΕΚΤ. Η συναλλαγματική πολιτική από την άλλη, έχει εκχωρηθεί στο ESCB και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο που από κοινού αποφασίζουν για το γενικό πλαίσιο μέσα στο οποίο θα κινηθεί η συναλλαγματική πολιτική. Η ΕΚΤ είναι υπεύθυνη αποκλειστικά για την διακράτηση και τη διαχείριση των αποθεματικών σε ξένο συνάλλαγμα. Οι μικροοικονομικές πολιτικές σε σχέση με την ενιαία αγορά, τον ανταγωνισμό και τις εμπορικές συναλλαγές ασκούνται κατά μεγάλο μέρος σε κεντρικό επίπεδο (OECD, 1999). Όμως, όλα τα κράτη-μέλη εξακολουθούν να θέτουν αυτόνομα την εθνική δημοσιονομική τους πολιτική, εντός κάποιων περιθωρίων φυσικά και πάντα σύμφωνα με τις προβλεπόμενες διατάξεις του ΣΣΑ και της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ). Παράλληλα, πρέπει να υποβάλλεται ετησίως ένα Πρόγραμμα Σταθερότητας που περιλαμβάνει τους στόχους των κρατικών προϋπολογισμών. Επίσης, οι εθνικές κυβερνήσεις οφείλουν να συμμορφώνονται στις Γενικές κατευθυντήριες γραμμές οικονομικής πολιτικής (BEPG) που εγκρίνονται ετησίως από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο.

Η τρίτη πτυχή της πολιτικής ολοκλήρωσης αφορά την επιτακτική ανάγκη συντονισμού των πολιτικών μεταξύ των κρατών-μελών. Η πρόκληση για την ΕΕ/ΟΝΕ έγκειται στη ρύθμιση ενός θεσμικού πλαισίου για την χάραξη μίας κοινής νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ και την ενίσχυση κάποιων μη-νομισματικών εθνικών πολιτικών που εμφανίζουν δυσκολία στο να συντονιστούν μεταξύ τους. Ο συντονισμός των οικονομικών πολιτικών περιλαμβάνει την υπερεθνική εποπτεία και τη συχνή ανταλλαγή απόψεων σε σχέση με την πορεία μεμονωμένων χωρών αλλά και ως προς τη συνολική εφαρμοστικότητα των κοινών πολιτικών. Ακόμα, είναι απαραίτητη η από κοινού συνεργασία για τη σωστή λειτουργία των βασικών υπερεθνικών θεσμικών οργάνων της ΕΕ, τη λήψη πρωτοβουλιών και τη χάραξη των κανόνων.

Εν κατακλείδι, οι χώρες της Ευρωζώνης έχουν εκχωρήσει σημαντικό κομμάτι της εθνικής τους κυριαρχίας στα Ευρωπαϊκά υπερεθνικά όργανα. Μολονότι, η αρχιτεκτονική της ευρωπαϊκής πολιτικής και το ESCB προσδίδουν στην ΕΕ κάποια χαρακτηριστικά όμοια με αυτά μιας ενιαίας πολιτείας, θα μπορούσαμε να πούμε πως η Ένωση είναι μόνο μερικώς πολιτικά ενοποιημένη. Μερικοί λόγοι που δυσχεραίνουν την κατάσταση είναι η αδυναμία καθορισμού των αρμοδιοτήτων και της πολιτικής ατζέντας, ιδίως σε σχέση με την εσωτερική και εξωτερική ασφάλεια, η περιορισμένη εφαρμογή της αρχής της πλειοψηφίας και η έλλειψη ενός ευρωπαϊκού ομοσπονδιακού προϋπολογισμού, παρόμοιου με εκείνου των Πολιτειών των ΗΠΑ, με σκοπό την απορρόφηση των περιφερειακών διαταραχών. Η έλλειψη μιας συμφωνίας για υπερεθνικό-ομοσπονδιακό καταμερισμό του κινδύνου ισοσκελίζονται από την προκυκλικότητα των συμμετρικών διαταραχών και την προώθηση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

## *3.3 Συμπεράσματα και κριτική στο μοντέλο των Άριστων Νομισματικών Περιοχών*

Σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία, είναι φανερό πως η μορφή και η δομή της Ευρωζώνης δεν ικανοποιούν πολλά από τα προαπαιτούμενα κριτήρια και συνεπώς, δεν αποτελεί μία Άριστη Νομισματική Περιοχή. Φυσικά, η σημασία της ενδογένειας των κριτηρίων είναι σημαντική και υποδηλώνει πως, με την πάροδο του χρόνου, οι συσχετισμοί δύνανται να μεταβληθούν και να οδηγήσουν σε έναν ex-post χαρακτηρισμό της ως ΑΝΠ.

Επίσης, επικρίθηκε από πολλούς συγγραφείς ως αναλυτικό πλαίσιο καθώς υποστηρίχθηκε πως η θεωρία είναι ακαδημαϊκά μη σχετική. Το επιχείρημα αυτό συνδέεται με άλλους τομείς της μακροοικονομικής βιβλιογραφίας, κυρίως με τον συντονισμό της συναλλαγματικής πολιτικής υπό συνθήκες αβεβαιότητας (Hughes Hallett, Holtham και Hutson 1989), που παρουσιάζεται από την Schelkle (2001) ως μία πιο σύγχρονη και αξιόπιστη εναλλακτική του μοντέλου των ΑΝΠ. Η Schelkle υποστηρίζει πως το πλαίσιο των ΑΝΠ αποτυγχάνει να ερμηνεύσει σημαντικά χαρακτηριστικά της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και ότι τα επιχειρήματα της «σύγχρονης θεωρίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών έχουν υπονομεύσει τις βασικές αρχές του πλαισίου» .

Επομένως, γίνεται κατανοητό πως δεν είναι απαραίτητο να πληρούνται τα κριτήρια μιας ΑΝΠ ώστε η Ευρωζώνη να είναι βιώσιμη. Στην πραγματικότητα, όπως υποστηρίζει η Schelkle, καμία χώρα ή ομάδα χωρών δεν αντιπροσωπεύει μια ΑΝΠ: μία ενιαία νομισματική πολιτική πάντα επιφυλάσσει κάποιο κόστος για τις χώρες. Ωστόσο, οι χώρες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τη δημοσιονομική, κοινωνική και ρυθμιστική πολιτική για την αντιμετώπιση αυτών των δυσκολιών. Η ομοιότητα μεταξύ των χωρών μιας νομισματικής ένωσης που υπονοεί η θεωρία των ΑΝΠ δεν αποτελεί προϋπόθεση για το επιτυχές μέλλον της. Αν θεωρήσουμε τη νομισματική ένωση ως ένα τρόπο διαμοιρασμού του κινδύνου, χάνοντας το εργαλείο της συναλλαγματικής ισοτιμίας και με τη λειτουργία ενός διασυνοριακού συστήματος πληρωμών, τότε η ιδέα της συνασφάλισης συνεπάγεται ότι μία ποικιλόμορφη ομάδα χωρών είναι προτιμότερη, έτσι ώστε τα μέλη να μην επηρεάζονται εξίσου από μια κοινή διαταραχή. Κατά αυτόν τον τρόπο, οι πιο «τυχερές» χώρες θα μπορούν να παράσχουν βοήθεια στη χώρα που είναι «πιο άτυχη» και πλήττεται περισσότερο από την εν λόγω διαταραχή.

Ωστόσο, κάνοντας χρήση του επιχειρήματος της Hay (1999), αυτό που έχει σημασία σε αυτό το (ερμηνευτικό) πλαίσιο δεν είναι κατά πόσο μία συγκεκριμένη θεωρία (ΑΝΠ) εξηγεί επακριβώς τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν οι νομισματικές ενώσεις, αλλά το αν οι παράγοντες που εμπλέκονται **νομίζουν** ότι το κάνει. Οι πολιτικοί ενήργησαν σαν τα δόγματα της θεωρίας των ΑΝΠ (όπως επέλεξαν να τα ερμηνεύσουν) να ήταν αληθή. Δεδομένου αυτού, οι διαφωνίες στην καρδιά της θεωρίας είναι εξαιρετικά σημαντικές, αφού επιτρέπουν στους πολιτικούς παράγοντες να υποστηρίξουν, ουσιαστικά, αντιφατικές θέσεις, ενώ όλοι ισχυρίζονται ότι το πράττουν από το βήμα του βέλτιστου. Εντούτοις, ένα στοιχείο των ΑΝΠ που δεν υιοθετήθηκε από την ΟΝΕ είναι το ότι «ο τομέας της δημοσιονομικής πολιτικής και της νομισματικής ζώνης πρέπει να συμπίπτουν» (Schelkle 2001), προκειμένου να αντισταθμιστούν οι επιπτώσεις των ασύμμετρων διαταραχών. Όταν ξέσπασε η κρίση έγινε έκδηλη η σημασία της συσχέτισης αυτών των δύο.

Η ίδια η δομή της ΟΝΕ φαίνεται, συνεπώς, να έχει ενσωματώσει διαφορετικές προσεγγίσεις της θεωρίας κατά τρόπο επιλεκτικό, αγνοώντας πολλές φορές άλλα



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

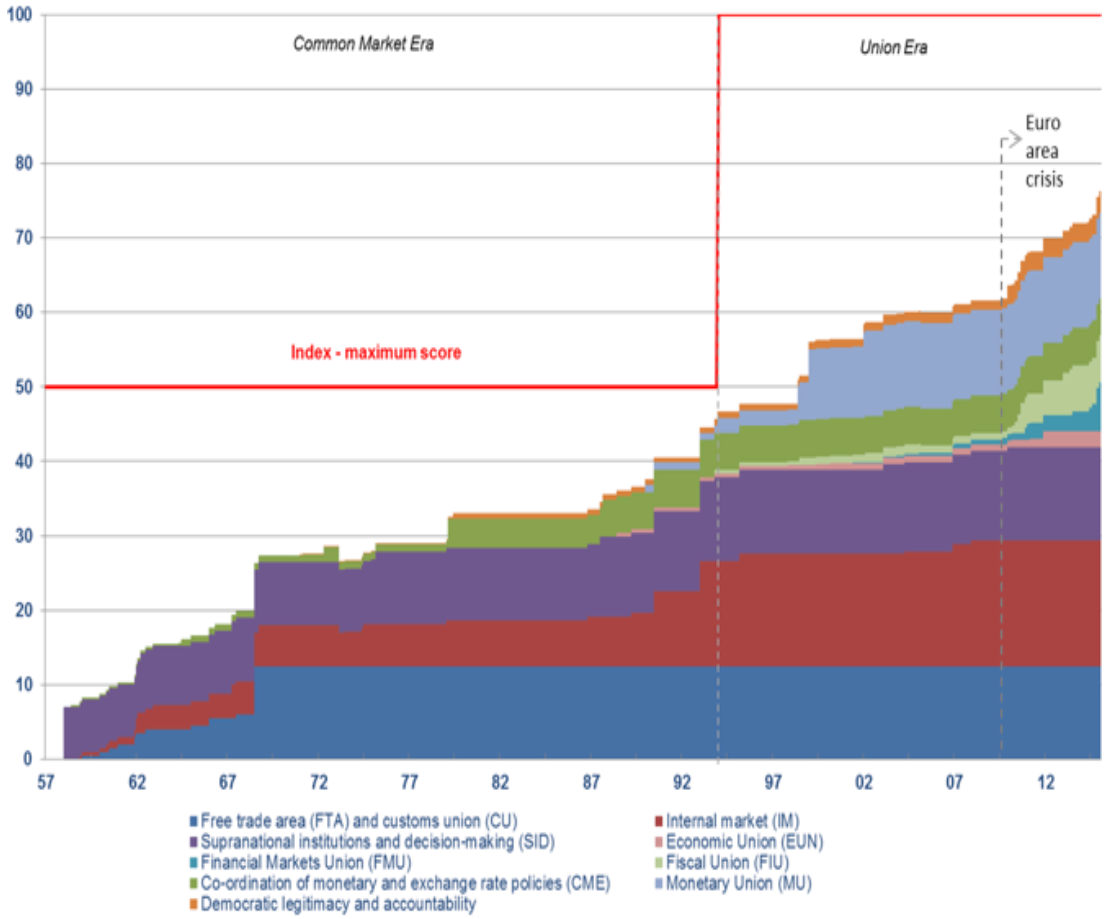
σημαντικά στοιχεία της. Παρόλα αυτά, η θεσμική κληρονομιά παραμένει σημαντική.

## *3.4 Στοιχεία για τον βαθμό ολοκλήρωσης της ΕΕ*

Η ευρωπαϊκή θεσμική ολοκλήρωση χωρίζεται σε δύο υποπεριόδους: (α) Την "Common Market Era" από το 1958 (Συνθήκη της Ρώμης) έως το 1993 και, (β) την "Union Era" η οποία ξεκίνησε το 1994 με το δεύτερο στάδιο της νομισματικής ένωσης και συνεχίστηκε το 1999 με το τρίτο στάδιο.

Σε μια προσπάθεια ποσοτικοποίησης του βαθμού θεσμικής ολοκλήρωσης και ενοποίησης της Ευρωζώνης, οι Dorrucci et al. (2015) κατασκευάζουν το δείκτη "European Index of Regional Institutional Integration" (EURII). Μέσω του δείκτη EURII (α) παρέχουν ένα εργαλείο μέτρησης και παρακολούθησης της πορείας προς την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση από το 1958 και, (β) καταγράφουν τις θεσμικές αλλαγές από το 2010.

**Διάγραμμα 3.4.α European Index of Regional Institutional Integration (EURII)**




Πηγή: Voxeu.org

Αναφορικά με την «περίοδο της Κοινής Αγοράς», ο δείκτης απεικονίζει τον παραδοσιακό διαχωρισμό της τοπικής οικονομικής ενοποίησης, αναγνωρίζοντας πέντε στάδια ενοποίησης (Balassa, 1961):

- μία περιοχή ελεύθερου εμπορίου και τελωνειακής ένωσης (στάδιο 1&2)
- τον σταδιακό σχηματισμό της ευρωπαϊκής εσωτερικής αγοράς (στάδιο 3)
- κάποιο βαθμό συντονισμού σχετικά με τις πολιτικές συναλλαγματικών ισοτιμιών (στάδιο 4)
- ένας αριθμός θεσμών, νόμων και διαδικασιών λήψης αποφάσεων που μπορούν να θεωρηθούν υπερεθνικά στη φύση τους (στάδιο 5)

Η διαδικασία επίτευξης του απώτερου στόχου της πλήρους ενοποιημένης αγοράς, δεν ολοκληρώθηκε ούτε στις αρχές της δεκαετίας του ’90 ενώ έπρεπε (και ακόμα πρέπει) να καταβληθεί μεγαλύτερη προσπάθεια για την ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς. Η εισαγωγή του κοινού νομίσματος όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα **3.4.α** είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη από τις 48 στις 58 μονάδες την περίοδο 1999-2002. Ανάλογη συμπεριφορά του δείκτη παρατηρούμε με την ολοκλήρωση του πρώτου σταδίου το 1968 με την κατάργηση των δασμών (αύξηση του δείκτη από τις 20 στις 28 μονάδες).

Η έλλειψη ωστόσο επαρκών θεσμικών βημάτων μετά την εισαγωγή του κοινού νομίσματος αποτέλεσε έναν από τους βασικούς παράγοντες της κρίσης το 2010. Το γεγονός αυτό στάθηκε η αφορμή για μια σειρά θεσμικών μεταρρυθμίσεων και δημιουργίας υπερεθνικών οργανισμών για την αντιμετώπιση της κρίσης. Η παρατήρηση αυτή αποτυπώνεται στην εξέλιξη του δείκτη ο οποίος σημείωσε άνοδο 12 μονάδων το διάστημα 2010-2014. Πέραν όμως της όποιας προσπάθειας έχει καταβληθεί τα τελευταία χρόνια, ο δείκτης EURII κάνει φανερό ότι ακόμα υπολείπονται αρκετά βήματα για την επίτευξη της πλήρους ενοποίησης.

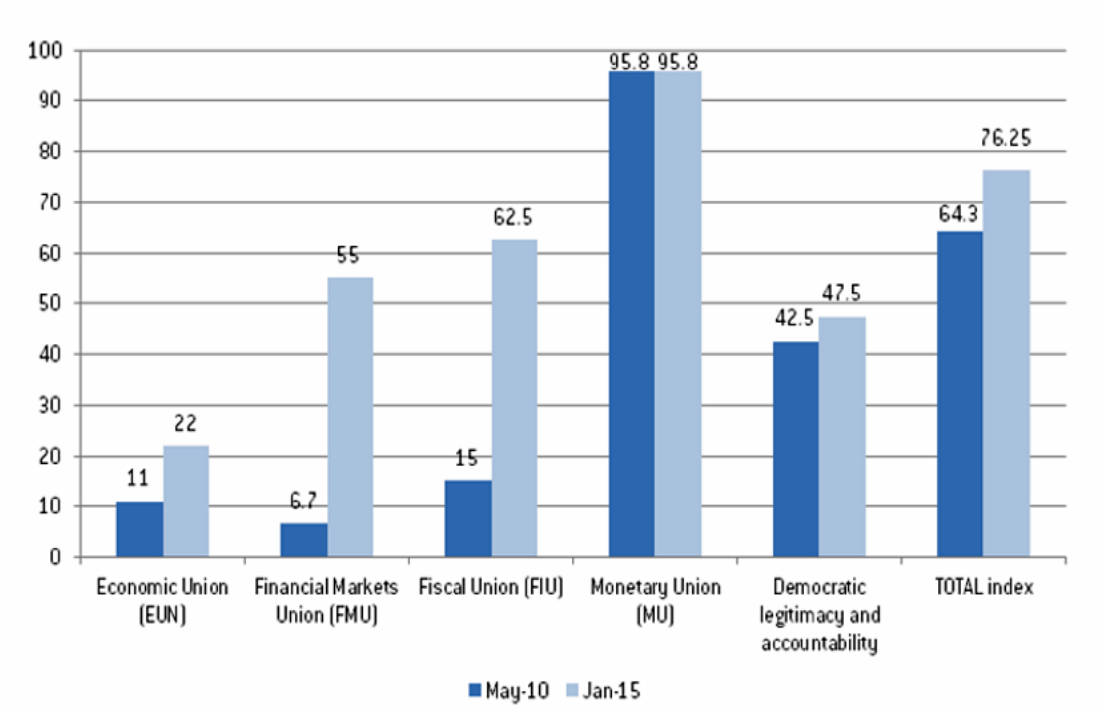
Σύμφωνα με το “Four President’s Report 2012” (Van Rompuy 2012) μια σειρά από ενέργειες απαιτούνται για την ολοκλήρωση της ενοποίησης. Προς αυτή την κατεύθυνση έχει συμβάλει η προσπάθεια για την τραπεζική ένωση, ενώ αρκετή προσπάθεια θα πρέπει να καταβληθεί για οικονομική, δημοσιονομική και πολιτική ενοποίηση.
Επίσης, όταν υπογράφηκε η συνθήκη του Μάαστριχτ, πολλοί λίγοι θα περίμεναν το μεγάλο θεσμικό βήμα προόδου, που προκλήθηκε από την κρίση, την περίοδο 2010-2014, που υπολογίζεται σε 12 πόντους από τον δείκτη ή 16% της συνολικής γενομένης προόδου από το 1958.

Το διάγραμμα 3.4.β εστιάζει σε δύο συγκεκριμένες ημερομηνίες της «περιόδου της Ένωσης», συγκεκριμένα στο Μάϊο του 2010 (ημερομηνία απαρχής του ελληνικού προγράμματος) και στον Ιανουάριο του 2015. Απεικονίζει τη θεσμική πρόοδο που επιτελέστηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης της Ευρωζώνης σε κάθε συστατικό στοιχείο της «περιόδου της Ένωσης», εκφρασμένης ως ποσοστό των τελικών στόχων που είχαν οριστεί τόσο από το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο της ΕΕ, όσο και από το 4-presidents Report. Ολοφάνερα, οι πιο σημαντικές βελτιώσεις έχουν παρατηρηθεί στην επίτευξη μιας δημοσιονομικής και τραπεζικής ένωσης, ενώ περισσότερα βήματα πρέπει να γίνουν αναφορικά με την οικονομική ενοποίηση.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Διάγραμμα 3.4.β Union Era: η πρόοδος που έχει πραγματοποιηθεί ώστε να γίνει μία οικονομική, δημοσιονομική, νομισματική και χρηματοοικονομική ένωση και στη σχετική δημοκρατική νομοθεσία και υπευθυνότητα/ λογοδοσία (σε ποσοστό του μέγιστου δυνατού αποτελέσματος υπό την παρούσα Ευρωπαϊκή νομοθεσία και σύμφωνα με το 4-presidents Report**




Πηγή: Voxeu.org

# 4. Οι μεταρρυθμίσεις για την ενίσχυση του οικονομικού πυλώνα της Ευρωπαϊκής Ένωσης

## *4.1 Οι προσπάθειες για περαιτέρω νομισματική ενοποίηση*

### 4.1.1 Το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (Securities Market Program-SMP)

Το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (SMP), που ανακοινώθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο στις 10 Μαΐου του 2010, είχε ως στόχο της εξασφάλιση βάθους και ρευστότητας σε τμήματα των αγορών χρεογράφων που δυσλειτουργούν ώστε να αποκατασταθεί η ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Το SMP περιλαμβάνει παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος με άμεσες αγορές ιδιωτικού και δημοσίου χρέους, χωρίς να μεταβάλλεται η ρευστότητα της κεντρικής τράπεζας. Είναι σημαντικό πως στα πλαίσια του SMP διενεργούνται συγκεκριμένες λειτουργίες επαναπορρόφησης της χορηγούμενης ρευστότητας από την ΕΚΤ σε εβδομαδιαία βάση, γνωστές και ως παρεμβάσεις αποστείρωσης (sterilization operations), ώστε να διασφαλιστεί ότι η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής δε θα επηρεαστεί. Ουσιαστικά, γίνεται άμεση παρέμβαση στη δευτερογενή αγορά ομολόγων για την απόκτηση κρατικών ομολόγων των κρατών-μελών, σε συνδυασμό με πράξεις αντιστάθμισης, ώστε να διατηρηθεί σταθερή η προσφορά χρήματος και να υπάρχει συνέπεια στο στόχο της καταπολέμησης του πληθωρισμού.

Ο βασικός λόγος πίσω από τη δημιουργία του SMP, ήταν η αδυναμία ορισμένων τμημάτων της χρηματοπιστωτικής αγοράς να απορροφήσουν τις συναλλαγές που δεν έχουν μεγάλη επίδραση στις τιμές. Αυτήν ακριβώς την πτυχή της ρευστότητας, που συχνά αναφέρεται ως ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών, επιδιώκει να αποκαταστήσει το SMP. Όμως, το SMP δεν σκοπεύει να αλλάξει τις συμμετοχές των τραπεζών στη ρευστότητα της Κεντρικής Τράπεζας, ώστε οι τράπεζες να εξακολουθούν να έχουν την ικανότητα να πληρώνουν τις υποχρεώσει τους με καταθέσεις που διατηρούν στην Κεντρική Τράπεζα. Ταυτόχρονα, το πρόγραμμα δε θα πρέπει ούτε να μεταβάλλει τη νομισματική ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ, που σχετίζεται με την ικανότητα του τομέα διακράτησης χρήματος να κάνει πληρωμές και συνήθως μετριέται από ένα ευρύ νομισματικό μέγεθος (Μ3 στην περίπτωση της Ευρωζώνης).

Πράγματι, η εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι απαραίτητα για την αποτελεσματική μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, όπως καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Σε περίπτωση δυσλειτουργίας των αγορών όμως, τα υπερβολικά



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ασφάλιστρα ρευστότητας καθιστούν τη χρηματοδότηση των τραπεζών πιο δαπανηρή (π.χ. μέσω του ρόλου που διαδραματίζουν οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων για τα τραπεζικά ομόλογα) και τελικά, αυξάνουν το κόστος χρηματοδότησης των μη-χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Με την αποκατάσταση πιο ομαλών συνθηκών στην αγορά, το SMP ενισχύει τη διαμόρφωση των κινδύνων και των αποδόσεων των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων-τίτλων των εξαρθρωμένων αγορών, σύμφωνα με τον προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής. Έτσι, αντί να συνεχίζεται η εξάρθρωση των αγορών, το SMP θα συμβάλει στη μετατροπή της σύνθεσης των χαρτοφυλακίων των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Μέσω αυτής της αλλαγής, το SMP καθιστά τις αποδόσεις πιο συμβατές με τις αντίστοιχες που θα διαμορφώνονταν στην περίπτωση της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ως εκ τούτου, περιορίζεται η οποιαδήποτε επίδραση της μη ομαλής λειτουργίας των αγορών στην οικονομία και κατά συνέπεια, στα νομισματικά μεγέθη.

Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, ο πληθωρισμός κινείται σύμφωνα με τα ευρεία νομισματικά μεγέθη. Η σχέση αυτή υφίσταται σε όλες τις χώρες και σε όλα τα καθεστώτα νομισματικής πολιτικής, γεγονός που υποδηλώνει ότι είναι «ριζωμένη» στη βαθιά δομή της οικονομίας. Τα εμπειρικά στοιχεία επιβεβαιώνουν αυτή τη σχέση και στην Ευρωζώνη και υπογραμμίζουν τον εξέχοντα ρόλο που έχει το χρήμα στη στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Επιπλέον, αποδεικνύεται ότι ο πληθωρισμός δεν συνδέεται με τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των νομισματικών μεγεθών. Στο βαθμό που το SMP επαναφέρει την εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, και ως εκ τούτου διαμορφώνει κατάλληλα τις αποδόσεις, ενώ παράλληλα οι αγορές αποστειρώνονται, υπάρχει κάθε λόγος να πιστεύουμε ότι σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, η ποσότητα του χρήματος θα μένει ανεπηρέαστη. Επομένως, η εφαρμογή του SMP δε θα ενέχει κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών που θα απορρέουν από τις εξελίξεις στη νομισματική ρευστότητα.

Βέβαια, υπάρχουν σαφείς και σημαντικές διαφορές μεταξύ του προγράμματος SMP και των Προγραμμάτων Αγοράς Τίτλων (APP programs) – που θα αναλυθούν αργότερα – τα οποία προορίζονται για την παροχή πρόσθετων νομισματικών μέτρων τόνωσης της οικονομίας. Ενώ, το SMP έχει σχεδιαστεί για να είναι ουδέτερο σε σχέση με την προσφορά χρήματος, τα APP προορίζονται για την ενίσχυση της προσφοράς χρήματος.

Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ διασφαλίζει την τακτική παρακολούθηση των εξελίξεων στην αγορά χρήματος και στα πιστωτικά ιδρύματα εντός της Ευρωζώνης, καθώς και ότι οι εξελίξεις αυτές λαμβάνονται υπόψη κατά τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Αυτό με τη σειρά του προσφέρει μία εγγύηση έναντι ακούσιων συνεπειών στη σταθερότητα τιμών που σχετίζονται με τις νομισματικές εξελίξεις.

Πλέον, οι αγορές ομολόγων υπό το πρόγραμμα SMP έχουν ολοκληρωθεί. Πολλοί υποστήριξαν, ότι το γεγονός πως το πρόγραμμα δεν έθετε προϋποθέσεις (conditionality) για τα κράτη-μέλη που θα ευνοούνταν από αυτό και πως ξεπέρασε το υψηλότατο ποσό παροχής των 220δις ευρώ, κινδύνευε να χαρακτηριστεί ως νομισματική χρηματοδότηση των εν λόγω κρατών, κάτι που απαγορεύεται ρητά από το καταστατικό της ΕΚΤ.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

### 4.1.2 Το πρόγραμμα Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transactions- OMT)

Η αδυναμία της Ευρωζώνης να προστατευτεί από κερδοσκοπικές επιθέσεις, καθώς δεν διέθετε μηχανισμούς αντιμετώπισης μιας πιθανής επίθεσης, φάνηκε καθαρά την περίοδο 2011-2012. Κράτη-μέλη εκτός της Ευρωζώνης, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, με δυσμενέστερα δημοσιονομικά μεγέθη σε σχέση με κράτη-μέλη εντός της Ευρωζώνης όπως η Ισπανία ήταν σε θέση να δανειστούν με χαμηλότερο επιτόκιο. Η συνειδητοποίηση αυτής της αδυναμίας και η γρήγορη διάχυση της δημοσιονομικής κρίσης ανάμεσα στα κράτη-μέλη, οδήγησαν την ΕΚΤ σε μία σημαντική μεταρρύθμιση.

Τον Ιούλιο του 2012, ο Mario Draghi ανακοίνωσε ότι «θα κάνει ό,τι χρειάζεται» για να σώσει το ευρώ. Η ανακοίνωση αυτή λίγες εβδομάδες μετά συνοδεύτηκε από την πρόθεση της ΕΚΤ να ενεργοποιήσει το Σεπτέμβριο του 2012 το πρόγραμμα ΟΜΤ που καθιστούσε την ΕΚΤ έμμεσο δανειστή εσχάτης προσφυγής για την Ευρωζώνη. Αν η ΕΚΤ δεν είναι διατεθειμένη να αγοράσει ομόλογα άμεσα από τις κυβερνήσεις, αλλά προτίθεται να αγοράσει από αυτούς που ήδη κατέχουν κρατικά ομόλογα, μπορεί να επηρεάσει το επιτόκιο των ομολόγων. Όταν υπάρχει κίνδυνος χρεοκοπίας, το επιτόκιο των ομολόγων επηρεάζεται καθώς το ασφάλιστρο κινδύνου ανεβαίνει και οι επενδυτές αιτούνται να αποζημιωθούν με ένα αρκετά υψηλότερο επιτόκιο για τη λήψη του επενδυτικού τους ρίσκου. Στην περίπτωση ωστόσο, που υπάρχει μία κεντρική τράπεζα που δύναται να αγοράσει από τους επενδυτές ομόλογα, ο κίνδυνος να μειωθεί η αξία των ομολόγων περιορίζεται σημαντικά, καθώς και η ΕΚΤ επηρεάζει τη ζήτηση στη δευτερογενή αγορά ομολόγων. Αυτό το «δίχτυ ασφαλείας» που παρέχει, είναι υπεύθυνο για τη μείωση του ασφαλίστρου κινδύνου και την αποτροπή της χρεοκοπίας ενός κράτους-μέλους. Κατά αυτόν τον τρόπο, η ΕΚΤ διαδραματίζει έμμεσα το δανειστή εσχάτης προσφυγής: δεν αγοράζει άμεσα ομόλογα από τις κυβερνήσεις αλλά επηρεάζει την αγορά ομολόγων διασφαλίζοντας αγοραστές για τα κυβερνητικά ομόλογα.

Οι χρηματοπιστωτικές εντάσεις που μάστιζαν την Ευρωζώνη τα προηγούμενα δύο χρόνια άρχισαν να υποχωρούν. Πριν από την ενεργοποίηση του προγράμματος, είχαν προηγηθεί βαρυσήμαντες συνεδριάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και της Συνόδου για το ευρώ που επιβεβαίωναν «την αποφασιστική δράση για την αντιμετώπιση των εντάσεων της χρηματοπιστωτικής αγοράς...και τη δέσμευση για προστασία της ΟΝΕ». Έτσι, το ζήτημα εξόδου της Ελλάδας από το ευρώ έπαψε να υφίσταται και όπως αποδείχτηκε, αυτή ήταν μία σημαντική προϋπόθεση για την αποκατάσταση των ήρεμων συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Σύμφωνα με τους Fuertes et al (2015), η ανακοίνωση του Draghi ήταν ίσως μία από τις πιο σημαντικές ανακοινώσεις στην ιστορία της Ευρωζώνης, αφού η ΕΚΤ κατάφερε να επηρεάσει τις προσδοκίες των αγορών και να ρίξει αποτελεσματικά τα spreads της Ευρωζώνης «χωρίς να ξοδέψει ούτε ένα ευρώ». Η επίδραση που είχε η ανακοίνωση του προγράμματος στα επιτόκια της Ευρωζώνης έδειξε τον καθοριστικό ρόλο που διαδραματίζουν οι προσδοκίες των αγορών στην πρόκληση μιας δημοσιονομικής



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

χρεοκοπίας. Αν οι αγορές προσδοκούν ότι μία χώρα θα χρεοκοπήσει, τότε θα οδηγήσουν με τη συμπεριφορά τους τη χώρα αυτή σε χρεοκοπία. Αντίθετα, όταν προσδοκούν ότι δεν υπάρχει τέτοιος κίνδυνος, θα οδηγήσουν τη χώρα με τη στάση τους μακριά από τη χρεοκοπία. Δηλαδή, όπως αναφέρει και ο De Grauwe (2010), οι προσδοκίες των αγορών μπορεί να οδηγήσουν είτε σε μία «καλή» είτε σε μία «κακή» ισορροπία.

Σε αντίθεση με το SMP, το OMT αποτελεί ασφαλιστικό μηχανισμό, με απεριόριστα θεωρητικά ισχύ, μέσω του οποίου η ΕΚΤ δύναται να παρεμβαίνει στη δευτερογενή αγορά ομολόγων, εφόσον τηρούνται κάποιες προϋποθέσεις (conditionality). Όπως προβλέπει το πρόγραμμα OMT, αν μία χώρα λάβει χρηματοδότηση από τον Ενιαίο Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) και συνάψει Πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, τότε όταν το πρόγραμμα αξιολογηθεί και κριθεί ότι έχει εφαρμοστεί σωστά, η χώρα θα έχει τη στήριξη της ΕΚΤ στη δευτερογενή αγορά, προκειμένου να διασφαλιστεί μία ομαλή πρόσβαση της χώρας στις αγορές με ευνοϊκά επιτόκια.

Ωστόσο, το OMT χαρακτηρίστηκε από ορισμένους οικονομολόγους και πολιτικούς, κυρίως από τη Γερμανία, ως πλήγμα στο πνεύμα ανεξαρτησίας της ΕΚΤ και ασύμβατο με την απαγόρευση χρηματοδότησης των δημοσίων ελλειμμάτων των κρατών-μελών. Συγκεκριμένα υποστηρίχθηκε ότι το OMT δεν έπρεπε να τεθεί σε ισχύ επειδή αποτελεί παράβαση του καταστατικού λειτουργίας της ΕΚΤ, βάσει του οποίου η ΕΚΤ ασκεί σταθερά μόνο νομισματική πολιτική, ενώ το πρόγραμμα επηρεάζει και τη δημοσιονομική πολιτική μέσω της επίδρασης του στο κόστος δανεισμού των κρατών από την αγορά ομολόγων. Επίσης, διατυπώθηκε το επιχείρημα ότι το OMT αποτελεί ουσιαστικά χρηματοδότηση του χρέους μέσω νομισματικής επέκτασης που απαγορεύεται από τη Συνθήκη. Η απάντηση της ΕΚΤ ήταν ότι το πρόγραμμα αυτό δεν αποτελεί επί της ουσίας νομισματική χρηματοδότηση, αλλά ότι αντίθετα διασφαλίζει τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και τις συνθήκες υπό τις οποίες η νομισματική πολιτική μεταδίδεται ομαλά στην πραγματική οικονομία.

Μία άλλη διαφορά του OMT σε σχέση με το SMP, είναι ότι οι Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές (ΟΝΣ) είναι ex-ante απεριόριστες και μπορούν να διενεργηθούν στις δευτερογενείς αγορές με διάρκεια από ένα έως τρία έτη. Επιπλέον, η ΕΚΤ θα έχει την ίδια μεταχείριση απέναντι στους ιδιώτες ή άλλους πιστωτές για όλες τις ΟΝΣ που διακρατεί. Ωστόσο, στην περίπτωση που οι χώρες δεν συμμορφώνονται με το αντίστοιχο πρόγραμμα ή επιτευχθούν οι στόχοι του, η ΕΚΤ θα διακόπτει το OMT. Όπως και στην περίπτωση του προγράμματος για τις αγορές τίτλων, η δημιουργούμενη ρευστότητα από το OMT θα απορροφάται πλήρως μέσω π.χ. καταθέσεων ορισμένης διάρκειας των τραπεζών στην ΕΚΤ. Επομένως, η καθαρή επίδραση στην αγορά χρήματος και στη διατραπεζική ρευστότητα θα είναι ουδέτερη.

Το OMT είναι απαραίτητο από νομισματικής πλευράς, ελαχιστοποιώντας τους κινδύνους και προωθώντας τους στόχους της νομισματικής πολιτικής για διατήρηση του επιπέδου των τιμών. Αποδείχθηκε αποτελεσματικό στην εξουδετέρωση της καταστροφικής αναταραχής στην αγορά, δεδομένου ότι τα spreads των εταιρικών ομολόγων στις υπό κρίση χώρες μειώθηκαν και οι τράπεζες κατάφεραν να ξαναβγούν στις αγορές τόσο για δανεισμό όσο και για αύξηση κεφαλαίου. Με την απόφαση του



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΟΜΤ, το SMP τερματίστηκε ενώ η ρευστότητα που είχε χορηγηθεί μέσω SMP θα συνεχιζόταν να απορροφάται όπως πριν.

### 4.1.3 Προγράμματα Αγοράς Τίτλων (Asset Purchase Programmes- APP)

Το διευρυμένο πρόγραμμα περιουσιακών στοιχείων (APP) περιλαμβάνει όλα τα προγράμματα αγοράς κατά τα οποία τίτλοι του ιδιωτικού και του δημοσίου τομέα αγοράζονται ώστε να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι που προέρχονται από τον παρατεταμένο χαμηλό πληθωρισμό. Αποτελείται από το τρίτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP3), το πρόγραμμα αγοράς τίτλων που προέρχονται από τιτλοποίηση (ABSPP), το πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημοσίου τομέα (PSPP) και το πρόγραμμα αγοράς τίτλων του ιδιωτικού τομέα (CSPP). Οι μηνιαίες αγορές των τίτλων στο δημόσιο και ιδιωτικό τομέα θα φτάνουν το ποσό των 80 δις ευρώ (από τον Μάρτιο του 2015 μέχρι το Μάρτιο του 2016, το ποσό αυτό ήταν 60 δις ευρώ) και αναμένονται να ολοκληρωθούν έως το τέλος Μαρτίου του 2017 με προϋπόθεση ότι ο στόχος του επιπέδου του πληθωρισμού του 2% θα έχει επιτευχθεί. Το APP αποτελεί μέρος μιας ευρύτερης δέσμης μέτρων που περιλαμβάνει και τις «στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (TLTROs).

Το ευρωσύστημα σκοπεύει να σταματήσει προσωρινά τις αγορές APP μεταξύ 22 και 30 Δεκεμβρίου 2016, χωρίς αποκλεισμούς, εν αναμονή της μείωσης της ρευστότητας της αγοράς κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου και προκειμένου να μειωθούν οι πιθανές στρεβλώσεις της αγοράς. Οι αγορές θα συνεχιστούν από τις 2 Ιανουαρίου 2017. Οι αγορές των εμπορεύσιμων χρεογράφων έχουν στόχο να αυξήσουν την ποσότητα τέτοιων μέσων που διακρατεί το Ευρωσύστημα, ώστε να γίνουν «ενέσεις ρευστότητας» στο τραπεζικό σύστημα. Ο πίνακας παρουσιάζει τις συμμετοχές του Ευρωσυστήματος στο τέλος του προηγούμενου Σεπτεμβρίου και Οκτωβρίου του 2016 ανά πρόγραμμα.

**Διάγραμμα 4.1.3.α Οι συμμετοχές του Ευρωσυστήματος υπό το APP**

| Changes of holdings (last two months) | ABSPP | CBPP3 | CSPP | PSPP | APP |
|---|---|---|---|---|---|
| Holdings* September 2016 | 20,672 | 194,304 | 29,722 | 1,061,244 | 1,305,942 |
| Monthly net purchases | 589 | 3,437 | 8,422 | 72,974 | 85,422 |
| Quarter-end amortisation adjustment | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Holdings* October 2016 | 21,261 | 197,741 | 38,144 | 1,134,218 | 1,391,364 |

Πηγή: ΕΚΤ



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

#### 4.1.3.1 Τρίτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων ομολογιών (Covered Bond Purchase Program- CBPP3)

Τα προγράμματα αγοράς καλυμμένων ομολογιών επιδιώκουν να στηρίξουν ένα τμήμα της χρηματοπιστωτικής αγοράς το οποίο είναι μείζονος σημασίας για την μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών και της πραγματικής οικονομίας, το οποίο είχε πληγεί ιδιαίτερα από την οικονομική κρίση.

Υπό αυτήν την πρωτοβουλία, το Ευρωσύστημα αγόρασε καλυμμένα ομόλογα ονομαστικής αξίας 60δις ευρώ από την πρωτογενή και την δευτερογενή αγορά, από τον Ιούλιο του 2009 που ξεκίνησε το πρώτο CBPP1 και έληξε τον Ιούνιο του 2010. Τον Οκτώβριο του 2011, ανακοινώθηκε το δεύτερο πρόγραμμα CBPP2 το οποίο ξεκίνησε τον επόμενα μήνα του ιδίου έτους. Ο στόχος του προγράμματος ήταν να συμβάλλει τόσο στη διευκόλυνση χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων, όσο και στην ενθάρρυνση των πιστωτικών ιδρυμάτων να διατηρήσουν και να επεκτείνουν το δανεισμό στο κοινό. Ο αρχικός στόχος αγορών ήταν ονομαστικής αξίας 40δις ευρώ και αναμενόταν να πραγματοποιηθεί μέχρι το πέρας του Οκτωβρίου του 2012. Οι άμεσες αυτές αγορές εκ μέρους του Ευρωσυστήματος αφορούσαν την πρωτογενή και δευτερογενή αγορά.

Στις 20 Οκτωβρίου του 2014, το Ευρωσύστημα συνέχισε τις αγορές καλυμμένων ομολογιών εισάγοντας το τρίτο πρόγραμμα CBPP3. Το CBPP3 στοχεύει στην ενίσχυση της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και της παροχής πιστώσεων στην οικονομία της Ευρωζώνης. Επιπλέον, η δημιουργία θετικών δευτερογενών συνεπειών σε άλλες αγορές θα έχει ως αποτέλεσμα τη διευκόλυνση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και την επιστροφή του ρυθμού πληθωρισμού σε επίπεδα κοντά στο 2%. Στα πλαίσια της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, οι άμεσες αγορές των επιλέξιμων καλυμμένων ομολογιών από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος θα εφαρμόζονται με ενιαίο και αποκεντρωμένο τρόπο. Σύμφωνα με το CBPP3, οι επιλέξιμες καλυμμένες ομολογίες θα μπορούν να αγοραστούν από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος από επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά, με βάση ορισμένα κριτήρια καταλληλότητας.

**Διάγραμμα 4.1.3.1.α Ποσό συμμετοχής του CBPP3 συνολικά και ανά αγορά**

CBPP3 holdings*

| | |
|---|---|
| € mil. | 202,204 |
| Date | 25 Nov. 2016 |

* end of week, at amortised cost

Breakdown of CBPP3 holdings*

| Market: | Primary | Secondary |
|---|---|---|
| € mil. * | 57,957 | 139,784 |
| Share * | 29.31% | 70.69% |
| Date | 31 October 2016 | |

* end of month, at amortised cost

Πηγή: ΕΚΤ



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

### 4.1.3.2 Πρόγραμμα Αγοράς τιτλοποιημένων δανείων (Asset-backed Securities Purchase Program- ABSPP)

Στις 4 Σεπτεμβρίου του 2014, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να ξεκινήσει ένα νέο πρόγραμμα αγοράς τιτλοποιημένων δανείων (ABSPP). Παράλληλα με το τρίτο πρόγραμμα καλυμμένων ομολογιών (CBPP3) και τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροχρόνιας χρηματοδότησης (TLTROs), το ABSPP θα ενισχύσει περαιτέρω τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, θα διευκολύνει την παροχή πιστώσεων στην οικονομία της ζώνης του ευρώ και δημιουργώντας θετικές δευτερογενείς συνέπειες σε άλλες αγορές, θα συμβάλει στην επιστροφή των ρυθμών πληθωρισμού σε επίπεδα κοντά στο 2%.

Το πρόγραμμα ABSPP βοηθά τις τράπεζες να διαφοροποιήσουν τις πηγές χρηματοδότησής τους και επιπλέον, συμβάλλει στην τόνωση της έκδοσης νέων τίτλων. Η πώληση τίτλων που προέρχονται από τιτλοποίηση μπορούν να βοηθήσουν τις τράπεζες να εκπληρώσουν τον κύριο ρόλο τους: την παροχή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία. Λόγου χάριν, η τιτλοποίηση των δανείων και η πώληση τους μπορεί να προσφέρει στις τράπεζες τα απαραίτητα κονδύλια για την παροχή νέων δανείων. Αυτή η διαδικασία θα ενισχύσει τη χρηματοδότηση και θα εξυγιάνει τις πιστωτικές συνθήκες, επιτρέποντας την ευκολότερη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής.

**Διάγραμμα 4.1.3.2.α Οι συμμετοχές του ABSPP συνολικά και σε κάθε αγορά**

ABSPP holdings*

| | |
|---|---|
| € mil. | 22,255 |
| Date | 25 Nov. 2016 |

* end of week, at amortised cost

Breakdown of ABSPP holdings*

| Market: | Primary | Secondary |
|---|---|---|
| € mil. * | 7,607 | 13,654 |
| Share * | 35.78% | 64.22% |
| Date | 31 October 2016 | |

* end of month, at amortised cost

Πηγή: ΕΚΤ

### 4.1.3.3 Το Πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης (Public Sector Purchase Program- PSPP)

Μετά από το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η ΕΚΤ, ύστερα από μήνες συζητήσεων και έχοντας εξαντλήσει όλες τις εναλλακτικές, ανακοίνωσε στις 22 Ιανουαρίου του 2015 την εισαγωγή του Προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης (Public Sector Purchase Program- PSPP). Η διάρκεια του αρχικά είχε ανακοινωθεί πως θα ήταν 19-μηνη μέχρι το Σεπτέμβριο του 2016, αλλά στη συνέχεια το PSPP παρατάθηκε ως το



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Μάρτιο του 2017. Το πρόγραμμα αποτελείται από μηνιαίες αγορές περιουσιακών στοιχείων αξίας 60δις ευρώ από τα οποία τα 10δις ευρώ θα χρησιμοποιηθούν για την επέκταση του προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών και τιτλοποιημένων δανείων που ξεκίνησε το Σεπτέμβριο του 2014. Τα υπόλοιπα 50δις ευρώ θα διατεθούν για την αγορά ομολόγων και άλλων εθνικών οργανισμών συγκεκριμένων κρατών-μελών της Ευρωζώνης καθώς και διεθνών οργανισμών.

Σκοπός αυτού του νομισματικού εργαλείου είναι η αύξηση της κατανάλωσης του ιδιωτικού τομέα και η ελεγχόμενη αύξηση του πληθωρισμού, όταν έχει σταματήσει να είναι αποτελεσματικό το μέτρο της μείωσης των επιτοκίων (όταν αυτά έχουν φτάσει κοντά στο μηδέν ή έχουν γίνει αρνητικά). Σε αντίθεση με το τύπωμα χρήματος, η ποσοτική χαλάρωση είναι ουσιαστικά δημιουργία ηλεκτρονικού χρήματος, η οποία δίνει ρευστότητα στις τράπεζες και γενικά στους θεσμικούς επενδυτές που πωλούν χρεόγραφα όπως κρατικά ομόλογα προς την Κεντρική τράπεζα και αποκτούν κεφάλαια τα οποία μπορούν να διαθέσουν στην αγορά, δανείζοντας εταιρείες και ιδιώτες και αυξάνοντας την κατανάλωση, με σκοπό την ανάπτυξη της οικονομίας. Όπως προαναφέρθηκε, η ποσοτική χαλάρωση διαφέρει από τις συνήθεις πολιτικές των Κεντρικών τραπεζών και αποτελεί έσχατη λύση για την τόνωση της οικονομίας. Η Κεντρική τράπεζα εφαρμόζει αυτό το πρόγραμμα αγοράζοντας μία συγκεκριμένη ποσότητα ομολόγων ή άλλων χρηματοοικονομικών στοιχείων στις χρηματοπιστωτικές αγορές από ιδιωτικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Η επιδίωξη της πολιτικής αυτής είναι να διευκολύνει την επέκταση του ιδιωτικού τραπεζικού δανεισμού. Αν οι ιδιωτικές τράπεζες αυξήσουν το δανεισμό, θα αυξηθεί συνεπακόλουθα και η προσφορά χρήματος. Επίσης, αν η Κεντρική τράπεζα αγοράσει χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι πιο ριψοκίνδυνα από τα κρατικά ομόλογα, μπορεί να μειώσει την απόδοση των τόκων αυτών των περιουσιακών στοιχείων.

Βέβαια, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επέβαλλε κάποιους περιορισμούς και ορισμένα κριτήρια επιλεξιμότητας χωρών και οργανισμών, έτσι ώστε να διασφαλίσει ότι το Ευρωσύστημα δε θα παραβιάσει την απαγόρευση νομισματικής χρηματοδότησης. Συνεπώς, ο αριθμός των εθνικών οργανισμών από τους οποίους μπορούν να αγοραστούν χρεόγραφα είναι μικρός. Επιπλέον, η ΕΚΤ δεν μπορεί να κατέχει πάνω από το 25% από οποιαδήποτε έκδοση ομολόγων και πάνω από 33% του συνόλου των ομολόγων ενός κράτους. Επιπρόσθετα, το ρίσκο που μπορεί να προκύψει από τις αγορές κρατικών ομολόγων θα το επωμιστούν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες, ενώ κάθε μία θα αγοράζει τα ομόλογα του δικού της κράτους. Το όριο του 25% επιβάλλεται για να αποτρέψει την ΕΚΤ από το να έχει «μία μειοψηφία αρνησικυρίας σε μία αναδιάρθρωση χρέους που περιλαμβάνει ρήτρες συλλογικής δράσης». Το όριο του 33% ορίζεται «με στόχο την προστασία της λειτουργίας της αγοράς και τη διαμόρφωση μιας τιμής για κάθε χρεόγραφο» (ΕΚΤ, 2015) και θα εφαρμοστεί σε όλες τις επιλέξιμες χώρες με χρέη που πρέπει να αποπληρωθούν εντός 20 με 30 ετών.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί απεικονίζονται οι μηνιαίες αγορές των εκδόσεων ομολόγων ανά χώρα και ανά κατέχουσα αρχή που θα πρέπει να μειώνονται κάθε φορά που η χώρα φτάσει το προβλεπόμενο όριο. Η πρώτη κολώνα αποτυπώνει τις μέγιστες μηνιαίες αγορές των χωρών πριν συμπεριληφθούν τα ανωτέρω όρια. Οι επόμενες στήλες



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αναφέρουν τις πωλήσεις που θα πραγματοποιηθούν όταν ληφθούν υπόψιν τα όρια των 25% και 33% και της χαμηλής απόδοσης.

**Διάγραμμα 4.1.3.3.α Οι μηνιαίες αγορές των εκδόσεων ομολόγων ανά χώρα και ανά κατέχουσα αρχή (Μάρτιος 2015-Σεπτέμβριος 2016)**

| | | | March - December 2015 | | | January - September 2016 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ECB capital key (%) | Maximum monthly purchases €billions | ECB purchases €billions | NCB purchases €billions | Total purchases €billions | ECB purchases €billions | NCB purchases €billions | Total purchases €billions | Total QE purchases March 2015 to Sept 2016, €bns |
| Germany | 25.6 | 11.2 | 10.2 | 102.3 | 112.5 | 9.2 | 92.0 | 101.2 | 213.7 |
| France | 20.1 | 8.9 | 8.1 | 80.6 | 88.6 | 7.3 | 72.5 | 79.8 | 168.4 |
| Italy | 17.5 | 7.7 | 7.0 | 70.0 | 77.0 | 6.3 | 63.0 | 69.3 | 146.2 |
| Spain | 12.6 | 5.5 | 5.0 | 50.2 | 55.3 | 4.5 | 45.2 | 49.7 | 105.0 |
| Netherlands | 5.7 | 2.5 | 2.3 | 22.7 | 25.0 | 2.0 | 20.5 | 22.5 | 47.5 |
| Belgium | 3.5 | 1.5 | 1.4 | 14.1 | 15.5 | 1.3 | 12.7 | 13.9 | 29.4 |
| Greece | 2.9 | 1.3 | 0.1 | 0.7 | 0.7 | 0.0 | 0.4 | 0.4 | 1.2 |
| Austria | 2.8 | 1.2 | 1.1 | 11.2 | 12.3 | 1.0 | 10.0 | 11.0 | 23.3 |
| Portugal | 2.5 | 1.1 | 1.0 | 9.9 | 10.9 | 0.9 | 8.9 | 9.8 | 20.7 |
| Finland | 1.8 | 0.8 | 0.7 | 7.1 | 7.9 | 0.6 | 6.4 | 7.1 | 14.9 |
| Ireland | 1.6 | 0.7 | 0.7 | 6.6 | 7.3 | 0.6 | 5.9 | 6.5 | 13.8 |
| Slovakia | 1.1 | 0.5 | 0.4 | 4.4 | 4.8 | 0.4 | 4.0 | 4.3 | 9.2 |
| Lithuania | 0.6 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Slovenia | 0.5 | 0.2 | 0.2 | 2.0 | 2.2 | 0.2 | 1.3 | 1.4 | 3.5 |
| Latvia | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 0.7 | 0.7 | 0.1 | 0.5 | 0.5 | 1.3 |
| Luxembourg | 0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Estonia | 0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Cyprus | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.6 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.8 |
| Malta | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.4 | 0.0 | 0.3 | 0.4 | 0.8 |
| TOTAL | 100.0 | 44.0 | 38.3 | 383.2 | 421.5 | 34.5 | 343.8 | 378.2 | 799.7 |

Πηγή: Bruegel

Ωστόσο, τα όρια αυτά που επιβλήθηκαν, αναμένονται να περιορίσουν το μέγεθος και τη διάρκεια του προγράμματος, ειδικά αν η λειτουργία του παραταθεί εκ νέου. Αν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να αγοράσουν και οι ίδιες ομόλογα εθνικών οργανισμών θα μπορούσε να αντισταθμιστεί ο παραπάνω κίνδυνος. Όμως, ο μικρός αριθμός των επιλέξιμων οργανισμών περιορίζει πολύ αυτό το πιθανό «δίχτυ ασφαλείας». Το Ευρωσύστημα θα πρέπει να αναζητήσει άλλους επιλέξιμους φορείς, ειδικά σε χώρες με χαμηλό δημόσιο χρέος ή να αναστείλει τα εν λόγω όρια για τις χώρες που πληρούν το κριτήριο του επενδυτικού βαθμού. Είναι ξεκάθαρο πως το PSPP είχε θετική επίδραση στα δημόσια οικονομικά της Ευρώπης διαμέσου της σημαντικής πτώσης των αποδόσεων.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τα κέρδη του PSPP που τελικά θα αναδιανεμηθούν στα εθνικά δημόσια ταμεία αναμένονται να είναι μικρά δεδομένων των τρεχουσών χαμηλών αποδόσεων. Επίσης, θα προκύψουν κέρδη από την σημαντική αύξηση των αποθεμάτων εξαιτίας της ποσοτικής χαλάρωσης, σε συνδυασμό με τα αρνητικά καταθετικά επιτόκια για τα πλεονάζοντα αποθεματικά της ΕΚΤ. Τέλος, πρέπει να τονιστεί ότι παρόλο που το PSPP προσφέρει στην ΕΚΤ ένα ισχυρό όπλο σταθεροποίησης της αγοράς ομολόγων και της οικονομικής δραστηριότητας, τυπικά για την ΕΚΤ το πρόγραμμα αυτό αποτελεί εργαλείο επίτευξης του βασικού της στόχου που είναι ο μέσος πληθωρισμός να είναι 2%.

**Διάγραμμα 4.1.3.3.β Συμμετοχές του PSPP**

| | |
|---|---|
| **€ mil.** | 1,197,175 |
| **Date** | 25 Nov. 2016 |

* end of week, at amortised cost

Πηγή: ΕΚΤ

4.1.3.4 Το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων του ιδιωτικού τομέα (Corporate Sector Purchase Program- CSPP)

Στις 8 Ιουνίου του 2016, το Ευρωσύστημα εισάγοντας το CSPP ξεκίνησε τις αγορές ομολογιών του ιδιωτικού τομέα, στα πλαίσια της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και της επιδίωξης της σταθερότητας των τιμών. Αυτή η απόφαση πάρθηκε προκειμένου να μεταδοθούν ευκολότερα στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες τα αποτελέσματα της αγοράς τίτλων από το Ευρωσύστημα και με στόχο, σε συνδυασμό με τα υπόλοιπα μέτρα, την χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Έτσι, να συμβάλει με τη σειρά του στην επιστροφή του ρυθμού πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

Το πρόγραμμα παρέχει ορισμένες εγγυήσεις που διασφαλίζουν ότι οι χρηματοπιστωτικοί κίνδυνοι θα λαμβάνονται υπόψη κατά τον σχεδιασμό του CSPP και θα προτείνουν τρόπους διαχείρισης αυτών των κινδύνων. Επίσης, τα επιλέξιμα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που θα αγοράζονται θα υπόκεινται σε κάποια όρια σύμφωνα με εκείνα που ισχύουν για τις αγορές υπό το πρόγραμμα PSPP.

Όπως και οι άλλες συνιστώσες του APP, τα έσοδα από τις αγορές των επιλέξιμων εμπορεύσιμων χρεογράφων υπό το CSPP θα πρέπει να επανεπενδύονται όσο τα υποκείμενα χρεόγραφα ωριμάζουν, για όσο είναι απαραίτητο, συμβάλλοντας έτσι στη δημιουργία ευνοϊκών συνθηκών ρευστότητας. Σύμφωνα με το πρόγραμμα,



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

καθορισμένες κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος δύνανται να αγοράζουν εταιρικά ομόλογα από τους επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά, ενώ τα εταιρικά ομόλογα του δημόσιου τομέα, μπορούν να αγοραστούν μόνο στις δευτερογενείς αγορές υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Στα διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζονται τα ποσά συμμετοχής του CSPP μέχρι τα τέλη Νοεμβρίου και ανά αγορά.

**Διάγραμμα 4.1.3.4.α Τα ποσά συμμετοχής του CSPP μέχρι τα τέλη Νοεμβρίου και ανά αγορά**

CSPP holdings*

| | |
|---|---|
| € mil. | 46,231 |
| Date | 25 Nov. 2016 |

* end of week, at amortised cost

Breakdown of CSPP holdings*

| Market: | Primary | Secondary |
|---|---|---|
| € mil. * | 5,206 | 32,938 |
| Share * | 13.65% | 86.35% |
| Date | 31 October 2016 | |

* end of month, at amortised cost

Πηγή: ΕΚΤ

## 4.1.4 Στοχευμένες Πράξεις πιο Μακροχρόνιας Χρηματοδότησης (Targeted Longer term Refinancing Operations- TLTROs)

### 4.1.4.1 Εισαγωγή

Οι στοχευμένες ενέργειες πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs) είναι πράξεις του Ευρωσυστήματος που παρέχουν χρηματοδότηση στα πιστωτικά ιδρύματα για περιόδους διάρκειας έως και 4 χρόνια. Προσφέρουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση με ευνοϊκούς όρους για τις τράπεζες, προκειμένου να βελτιώσουν τις πιστωτικές συνθήκες για τον ιδιωτικό τομέα και να προωθήσουν τον τραπεζικό δανεισμό στην πραγματική οικονομία. Ως εκ τούτου, τα προγράμματα TLTROs ενισχύουν την ευνοϊκή κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, προάγουν την διάχυσή της στις χώρες της Ευρωζώνης δίνοντας κίνητρα στον τραπεζικό τομέα για παροχή δανείων.

Οι TLTROs εισήχθησαν από το Διοικητικό Συμβούλιο με στόχο την υποστήριξη της παροχής δανεισμού από τις τράπεζες στις μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (funding-for-lending). Η πρώτη σειρά TLTROs ανακοινώθηκε τον Ιούνιο του 2014 και η δεύτερη σειρά τον Μάρτιο του 2016.



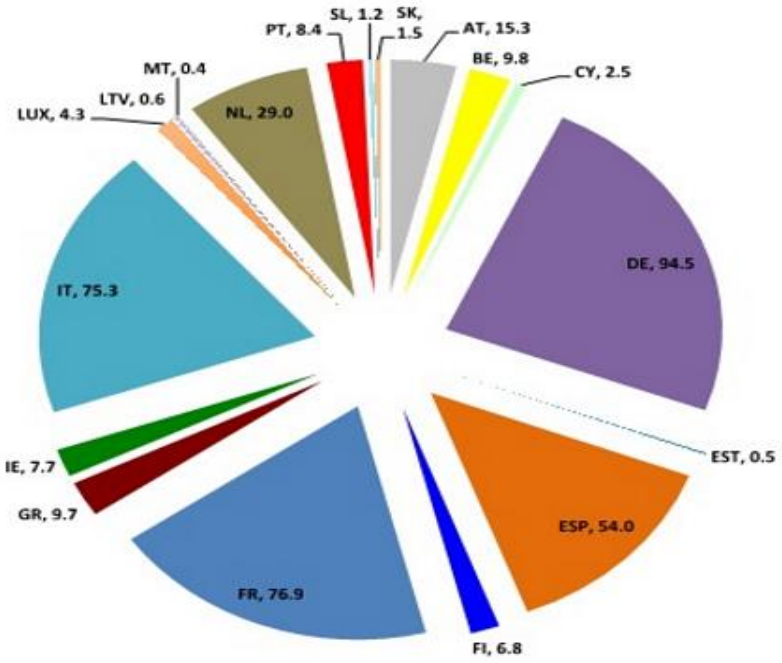
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.1.4.2 TLTRO1

Η ανανεωμένη έκδοση των LTROs που εισήχθησαν το 2009 ήταν τα στοχευμένα TLTROs και ανακοινώθηκαν τον Ιούνιο του 2014. Το σύστημα αυτό λειτουργεί σε δύο φάσεις, με την πρώτη να συνδέονται τα ανεκπλήρωτα δάνεια των τραπεζών προς το μη-χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα και η δεύτερη φάση να σχετίζεται με τη ροή καθαρού δανεισμού.

Κατά την πρώτη φάση, δύο πράξεις TLTRO διεξήχθησαν το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο του 2014, επιτρέποντας στις τράπεζες να δανείζονται μέχρι ένα ποσό υπό τη μορφή επιδότησης. Αυτή ορίζεται ως το 7% του ποσού των μη παρεχόμενων δανείων προς το μη-χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ (εκτός των ενυπόθηκων δανείων των νοικοκυριών) στα τέλη του Απριλίου του 2014. Η χρηματοδότηση θα είχε 4 έτη ωρίμανσης και επιτόκιο ίσο με το MRO επιτόκιο συν 10 μονάδες βάσης. Όσον αφορά το μέγεθος της επιδότησης, το 7% των μη παρεχόμενων δανείων προς το μη-χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα ανερχόταν σε περίπου 400δις ευρώ. Εξαιτίας του αποκλεισμού των στεγαστικών δανείων – που αποτελούσαν το 74% του συνόλου των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά τον Απρίλιο του 2014 – επρόκειτο κυρίως για εταιρική απομόχλευση. Ουσιαστικά, το συνολικό ποσό της επιδότησης υπό το TLTRO1 είναι σχεδόν ίσο με τη μείωση των δανείων στον εταιρικό τομέα από το φθινόπωρο του 2011. Η κατανομή των επιδοτήσεων ανά χώρα παρουσιάζεται στο επόμενο διάγραμμα, αν και δε συνάδει με το μέγεθος της απομόχλευσης του ιδιωτικού τομέα που πραγματοποιήθηκε στις χώρες.

**Διάγραμμα 4.1.4.2.α Αρχικές επιδοτήσεις TLTRO**



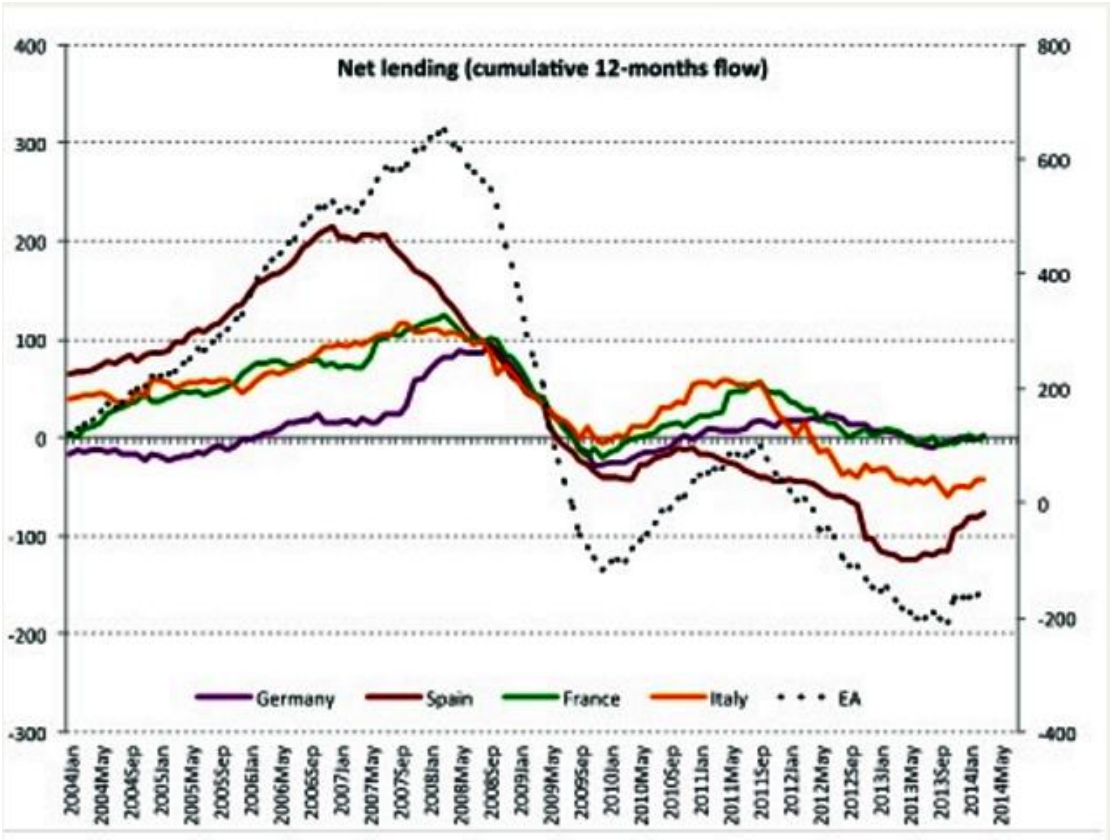

Πηγή: Υπολογισμοί Bruegel βάσει στοιχείων της ΕΚΤ



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Στη δεύτερη φάση, μεταξύ του Μαρτίου και του Ιουνίου 2016, οι τράπεζες θα ήταν σε θέση να δανειστούν πρόσθετα ποσά σε μία σειρά TLTROs που διεξάγονταν κάθε τρίμηνο ανάλογα με το ποσό καθαρού δανεισμού των τραπεζών στην πραγματική οικονομία. Αυτό το δεύτερο συστατικό των TLTROs ήταν πολύ σημαντικό, διότι επέτρεπε τη «μόχλευση» του μέτρου αυτού πέραν των αρχικών επιδοτήσεων και εισήγαγε τη σύνδεση του με τον καθαρό δανεισμό, αντιμετωπίζοντας έτσι ένα βασικό μειονέκτημα των προηγούμενων LTROs κατά τα οποία η χρηματοδότηση παρεχόταν κυρίως για αγορά κρατικών ομολόγων. Παρόλα αυτά, όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα, ο καθαρός δανεισμός προς το μη-χρηματοπιστωτικό τομέα μέχρι τον Απρίλιο του 2014 ήταν αρνητικός στη ζώνη του ευρώ, καθώς και στην Ιταλία και στην Ισπανία, ενώ σχεδόν ανύπαρκτος στην Γερμανία και τη Γαλλία.

**Διάγραμμα 4.1.4.2.β Δυνατότητα καθαρού δανεισμού των TLTROs 1**




Πηγή: Bruegel

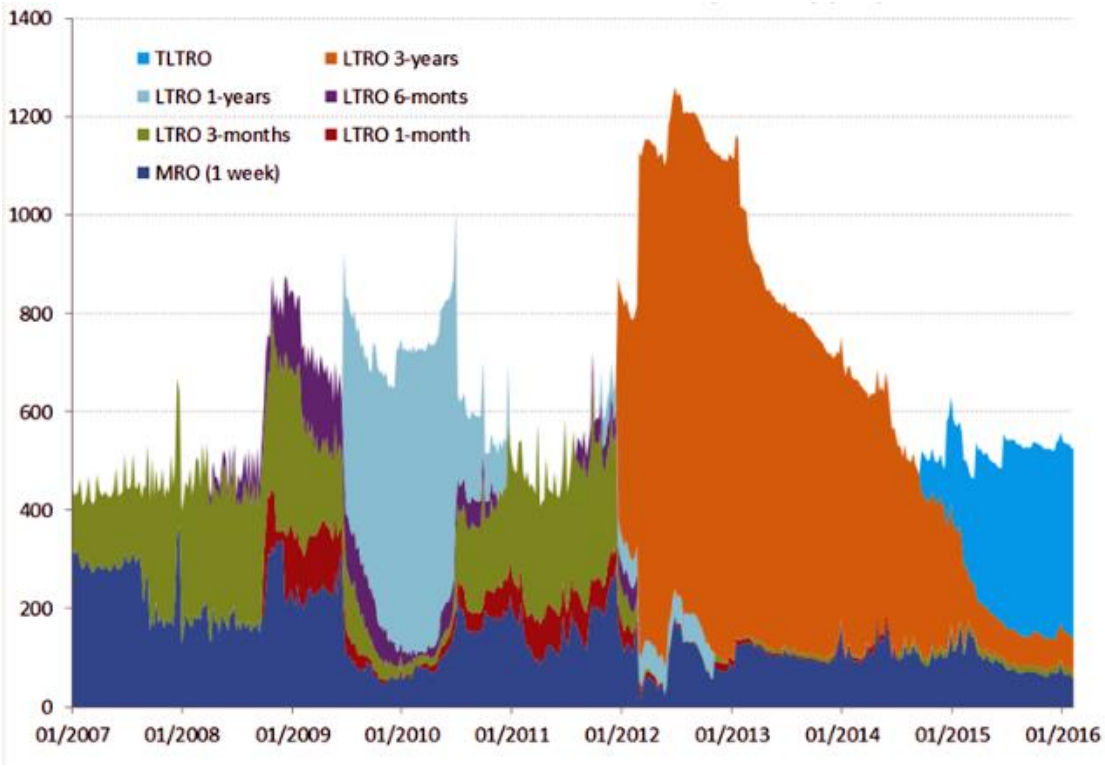
Οι τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να επιστρέφουν μέρος του επιδοτούμενου ποσού σε εξαμηνιαία βάση μετά το πέρας δύο χρόνων από την έναρξη κάθε TLTRO.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ο πρόεδρος της ΕΚΤ Mario Draghi υποστήριξε πως το πρόγραμμα TLTRO 1 στέφθηκε με επιτυχία. Πράγματι, το πρόγραμμα υποκατέστησε ένα μέρος της ρευστότητας της ΕΚΤ που είχε χαθεί κατά τη διαδικασία των τριετών TLTROs, διατηρώντας τη συνολική ρευστότητα που χορηγείται μέσω πράξεων αναχρηματοδότησης πάνω από 500δις ευρώ.

**Διάγραμμα 4.1.4.2.γ Πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος έως τη λήξη (σε δις)**



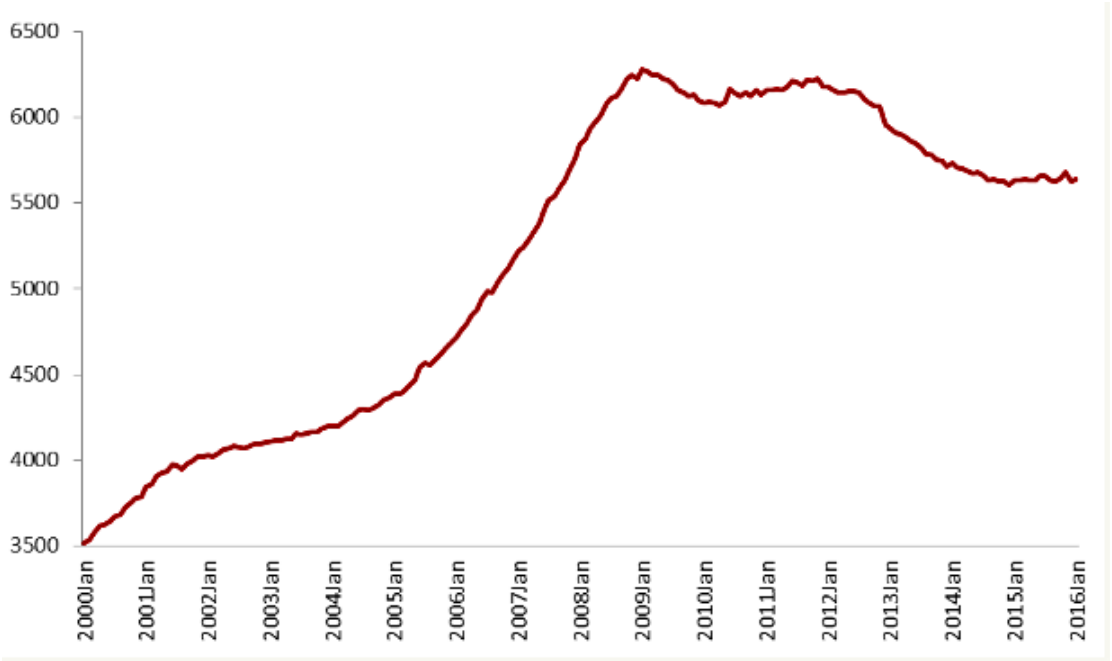

Πηγή: Bruegel

Το ποσό των χορηγούμενων δανείων στα μη-χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στα νοικοκυριά άρχισε να μειώνεται το 2012 και το πρόγραμμα TLTRO 1 φάνηκε να σταματά αυτή τη μείωση. Από το 2014, το μέγεθος αυτό έχει παραμείνει σταθερό, αλλά το πρόγραμμα δεν κατάφερε να αυξήσει σημαντικά τα δάνεια προς την πραγματική οικονομία.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Διάγραμμα 4.1.4.2.δ Ευρωζώνη: Δάνεια στο μη-χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα πλην των στεγαστικών δανείων**




Πηγή: Bruegel

4.1.4.3 TLTRO 2

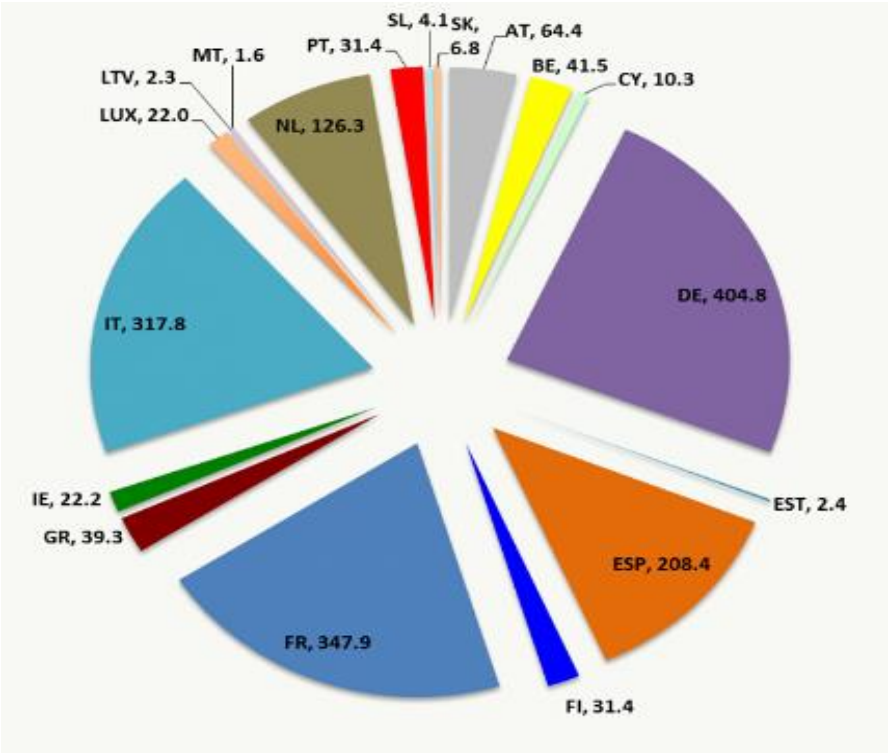
Το δεύτερο πρόγραμμα μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης TLTRO 2 θα διεξαχθεί σε 4 τριμηνιαίες πράξεις τον Ιούνιο, Σεπτέμβριο και Δεκέμβριο του 2016, με την τελευταία να λαμβάνει χώρα τον Μάρτιο του 2017. Οι νέες αυτές πράξεις θα επιτρέψουν στις τράπεζες να δανειστούν ένα ποσό που ισοδυναμεί με το 30% των δανείων που εκκρεμούν στις 31 Ιανουαρίου του 2016, μετά την αφαίρεση των ποσών από προηγούμενα TLTROs που μπορεί να μην έχουν επιστρέψει ακόμα. Επομένως, οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ θα μπορούσαν να δανειστούν 1685δις ευρώ στα πλαίσια του νέου αυτού προγράμματος.

Και αυτή τη φορά, το ποσό της χορήγησης διαφέρει σημαντικά μεταξύ των χωρών, με τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και την Ισπανία να έχουν τα μεγαλύτερα μερίδια.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Διάγραμμα 4.1.4.3.α Κατανομή επιδοτήσεων στο TLTRO 2**




Πηγή: Bruegel

Βασική διαφορά του TLTRO 2 είναι πως το επιτόκιο που θα εφαρμόζεται συνδέεται με τα πρότυπα δανεισμού των συμμετεχουσών τραπεζών. Όσο περισσότερος είναι ο δανεισμός τους προς τους μη-χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και τα νοικοκυριά (εκτός των στεγαστικών δανείων), τόσο πιο ευνοϊκό θα είναι και το επιτόκιο δανεισμού τους στο πλαίσιο του προγράμματος TLTRO 2. Αυτό σημαίνει, πως για κάποιες τράπεζες το επιτόκιο μπορεί να είναι και αρνητικό.

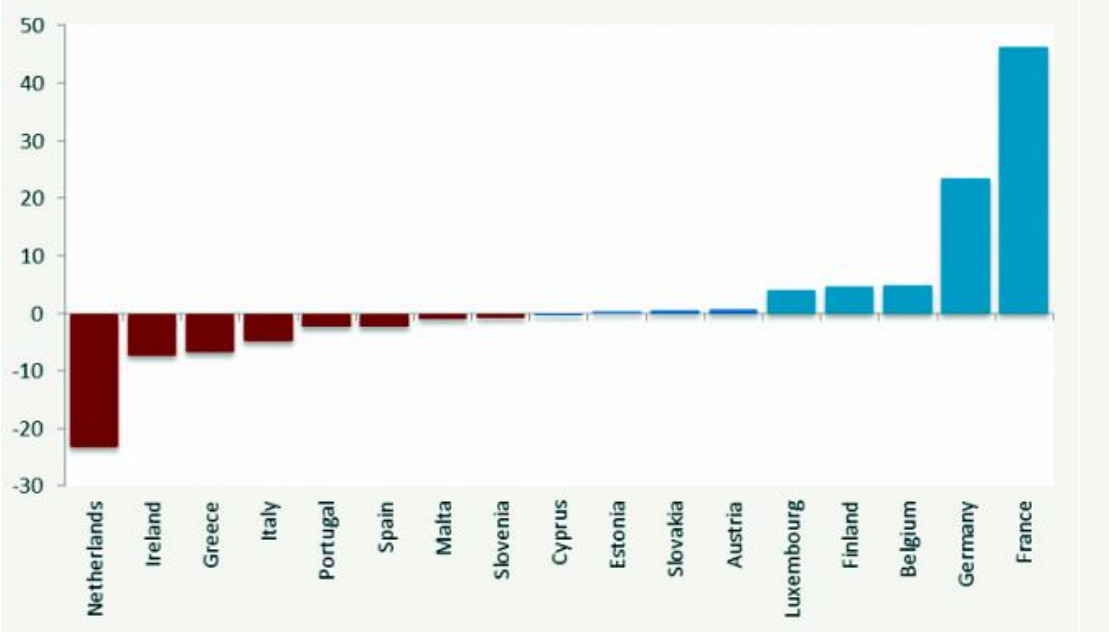
Για τις τράπεζες των οποίων η καθαρή χορήγηση δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά ήταν θετική την περίοδο των 12 μηνών μέχρι το τέλος του Ιανουαρίου του 2016, το σημείο αναφοράς για καθαρό δανεισμό τους θα είναι στο μηδέν. Έτσι, οι τράπεζες αυτές θα πληρούν τις προϋποθέσεις για δανεισμό με αρνητικά επιτόκια, όσο ο καθαρός δανεισμός τους μέχρι το 2018 παραμένει θετικός, ακόμα και αν είναι μικρός. Αντίθετα, για τις τράπεζες των οποίων η χορήγηση δανείων ήταν αρνητική, το σημείο αναφοράς καθαρού δανεισμού τους θα είναι ίσο με αυτό το ποσό χορήγησης. Αυτό συνεπάγεται ότι οι τράπεζες θα μπορούσαν να πληρούν τις προϋποθέσεις για αρνητικά επιτόκια δανεισμού, εφόσον μειώσουν τον ρυθμό με τον οποίο μειώνεται ο δανεισμός τους, ακόμα και αν δεν επιτευχθεί θετικός καθαρός δανεισμός.

Το διάγραμμα που ακολουθεί δείχνει ποιες χώρες παρουσίασαν θετικό και αρνητικό καθαρό δανεισμό την εν λόγω περίοδο.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Διάγραμμα 4.2.4.3.β Καθαρός δανεισμός μέχρι το τέλος Ιανουαρίου 2016 (σωρευτικές ροές 12 μηνών σε δις)**




Πηγή: Bruegel

Ωστόσο, μερικοί έχουν υποστηρίξει ότι η ΕΚΤ, μέσω αυτού του προγράμματος, θα καταφέρει να αυξήσει μόνο τα κέρδη των τραπεζών, επιτρέποντας τους να δανείζονται με αρνητικά επιτόκια. Η σχετική ισορροπία για κάθε τράπεζα θα εξαρτηθεί από το πώς κατανέμει την πλεονάζουσα ρευστότητά της ανάμεσα σε καταθέσεις και σε χορηγήσεις δανείων. Όταν οι τράπεζες δανείζονται μέσω του TLTRO 2, δημιουργείται αυτόματα ένα εφάμιλλο ποσό αποθεματικών στην ΕΚΤ (εκτός αν τα κεφάλαια μετατρέπονται σε μετρητά). Για τα αποθεματικά που υπερβαίνουν την ελάχιστη απαίτηση, οι τράπεζες οφείλουν να καταβάλλουν επιτόκιο ίσο με αυτό της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (facility deposit rate), δηλαδή -0,4%. Το αρνητικό επιτόκιο δανεισμού των TLTROs ενεργεί ως αποζημίωση για το ποσοστό που καταβάλλεται για τα πλεονάζοντα αποθεματικά. Έτσι, εάν οι τράπεζες αυξήσουν αρκετά τη χορήγηση δανείων ώστε να έχουν την πλήρη έκπτωση επιτοκίου στο πρόγραμμα TLTRO 2 (δηλαδή ένα επιτόκιο -0,4%), τα δύο αυτά αποτελέσματα θα μπορούσαν να αντισταθμιστούν.

Επιπροσθέτως, ένα ακόμη στοιχείο του προγράμματος μπορεί να χαρακτηριστεί ως πιο προβληματικό. Η προηγούμενη έκδοση του TLTRO 1 περιελάμβανε την υποχρεωτική απαίτηση οι τράπεζες να επιστρέψουν τα κεφάλαια που είχαν δανειστεί, σε περίπτωση που δεν έφταναν το στόχο χορήγησης δανείων. Αντίθετα, το TLTRO 2 δεν προβλέπει κανένα τέτοιο μηχανισμό. Η αιτία για αυτήν την αλλαγή είναι ασαφής, ενώ φαίνεται να έρχεται σε αντίθεση με τη λογική δανεισμού μέσω TLTROs, καθώς οι τράπεζες που δεν αυξάνουν το δανεισμό για την οικονομία θα είναι σε θέση να έχουν πρόσβαση σε άφθονη ρευστότητα με μηδενικό επιτόκιο στις πράξεις κύριας χρηματοδότησης χωρίς



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

περιορισμούς.

Μολονότι, οι τράπεζες θα επωφεληθούν αδιαμφισβήτητα από τη διαθέσιμη ρευστότητα σε αυτή την ταραχώδη περίοδο για την έκδοση ομολόγων, η λογική πίσω από τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροχρόνιας χρηματοδότησης ήταν διαφορετική. Η όλη πρωτοβουλία πάρθηκε από την ΕΚΤ ώστε να «ενισχυθεί η λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μέσω της στήριξης του τραπεζικού δανεισμού στην πραγματική οικονομία».

Με την προσφορά ρευστότητας με αρνητικά επιτόκια, αλλά εξαλείφοντας πλήρως τις απαιτήσεις επιστροφής των κεφαλαίων όταν δεν επιτυγχάνεται περισσότερος καθαρός δανεισμός, η ΕΚΤ στην πραγματικότητα αποδυναμώνει τη σχέση μεταξύ της παροχής ρευστότητας στις κεντρικές τράπεζες και την αύξηση της χορήγησης δανείων προς την πραγματική οικονομία, που ήταν το επίκεντρο της ιδέας των TLTROs.

## *4.2 Βήματα προς μία Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ένωση*

### 4.2.1 Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision- ESFS)

Το 2009, με την έκθεση de Larosière, προτάθηκε η δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ESFS) για να αποτελέσει ένα αποκεντρωμένο, πολυεπίπεδο σύστημα αρχών μικροπροληπτικής και μακροπροληπτικής εποπτείας με στόχο την εξασφάλιση μιας συγκροτημένης και συνεκτικής πολιτικής στο πεδίο της χρηματοπιστωτικής εποπτείας στην ΕΕ. Αυτό το σύστημα εποπτείας υφίσταται σήμερα μείζονες αλλαγές λόγω της έλευσης της Τραπεζικής Ένωσης. Το ESFS αποτελείται από 3 ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές (ESAs):

- την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΤΑ)
- την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) και
- την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων

που αποτελούν τον πυλώνα της μικροπροληπτικής εποπτείας και στοχεύουν στον έλεγχο των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων των τραπεζών, των αγορών, των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των συνταξιοδοτικών ταμείων.

Αργότερα, για τη συμπλήρωση αυτού του πλαισίου, και για τη μακροπροληπτική εποπτεία δημιουργήθηκε το Ευρωπαϊκό συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ESRB, 2010) με στόχο να συμβάλλει στην πρόληψη ή στον περιορισμό των συστημικών κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

### 4.2.2 Εναρμόνιση των Κανόνων (Single Rulebook)

Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο με τους κοινούς κανόνες για τις τράπεζες και των 28 κρατών-μελών ορίστηκε σε ένα ενιαίο εγχειρίδιο κανόνων (Single Rulebook) και αποτελεί το θεμέλιο της Τραπεζικής Ένωσης. Το Ενιαίο Εγχειρίδιο Κανόνων παρέχει ένα ενιαίο σύνολο εναρμονισμένων κανόνων προληπτικής εποπτείας των τραπεζών σε ολόκληρη την ΕΕ με στόχο την πρόληψη των κρίσεων, την κάλυψη των ρυθμιστικών κενών και την εξασφάλιση της ομοιόμορφης εφαρμογής της Βασιλείας ΙΙΙ σε όλα τα κράτη-μέλη. Το νέο κανονιστικό πλαίσιο της Επιτροπής της Βασιλείας, θέτει για πρώτη φορά νέους δείκτες που αφορούν τη ρευστότητα και τη μόχλευση, ενώ αποτελεί σημαντική αλλαγή σε σχέση με τα όσα ίσχυαν προ κρίσης και αναμένεται να περιορίσει σημαντικά τις κερδοσκοπικές πρακτικές.

### 4.2.3 Ενιαία Εποπτεία (Single Supervisory Mechanism- SSM)

Η έναρξη λειτουργίας του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (SSM) στις 4 Νοεμβρίου 2014 αποτέλεσε την απαρχή μιας νέας εποχής για το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, καθώς η εποπτεία των συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων ανατέθηκε σε μία υπερεθνική αρχή, την ΕΚΤ. Ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός ο οποίος συστάθηκε με κανονισμό του Συμβουλίου για την ανάθεση στην ΕΚΤ ειδικών καθηκόντων σχετικά με την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, αποτελεί έναν νέο θεσμικό μόρφωμα στο πλαίσιο λειτουργίας του οποίου: (α) η ΕΚΤ ανέλαβε την άμεση προληπτική εποπτεία των 123 μεγαλύτερων πιστωτικών ιδρυμάτων (καθώς και των 1104 θυγατρικών τους) που εδρεύουν σε κράτη-μέλη της Ευρωζώνης, ενώ (β) η άμεση προληπτική εποπτεία των υπολοίπων (περίπου 3500) πιστωτικών ιδρυμάτων συνεχίζει να ασκείται από τις εθνικές εποπτικές αρχές, υπό τις κατευθυντήριες γραμμές και τις οδηγίες της ΕΚΤ.

Βασικός στόχος του SSM είναι η διαφύλαξη της ασφάλειας και της ευρωστίας του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, καθώς και η ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης και σταθερότητας. Στον SSM συμμετέχουν υποχρεωτικά τα 19 κράτη-μέλη της Ευρωζώνης ενώ τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της ΕΕ μπορούν, εφόσον το επιθυμούν, μα συμμετάσχουν στον SSM μέσω της καθιέρωσης «στενής συνεργασίας» των εθνικών εποπτικών αρχών τους με την ΕΚΤ.

Στο πεδίο εφαρμογής του SSM περιλαμβάνονται τα πιστωτικά ιδρύματα, οι χρηματοδοτικές εταιρείες συμμετοχών (financial holding companies), οι μεικτές χρηματοοικονομικές εταιρείες συμμετοχών (mixed financial holding companies) που



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

εδρεύουν στα συμμετέχοντα κράτη-μέλη αλλά και τα υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που εδρεύουν σε μη-συμμετέχοντα κράτη-μέλη. Οι προαναφερθείσες εποπτευόμενες οντότητες διακρίνονται στις «σημαντικές» οι οποίες εποπτεύονται από την ΕΚΤ και στις «λιγότερο σημαντικές» οι οποίες εποπτεύονται από τις εθνικές εποπτικές αρχές. Η διάκριση των εποπτευόμενων οντοτήτων στις δύο κατηγορίες γίνεται βάσει ορισμένων κριτηρίων που σχετίζονται με το μέγεθός τους, τη σημασία τους για την οικονομία της Ένωσης ή του συμμετέχοντος κράτους-μέλους, την υποβολή αιτήματος για άμεση χρηματοπιστωτική στήριξή τους από τον ESM και με τις διασυνοριακές τους δραστηριότητες.

### 4.2.4 Εξυγίανση τραπεζών: ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης (Single Resolution Mechanism- SRM) και το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης (Single Resolution Fund- SRF)

Στις 30 Ιουλίου 2014, δημοσιεύτηκε στην Εφημερίδα της ΕΕ ο Κανονισμός σχετικά με τον Ενιαίο Μηχανισμό Εξυγίανσης (SRM) και το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης (SRF). Με τον εν λόγω Κανονισμό θεσπίζονται ενιαίοι κανόνες και ενιαία διαδικασία για την εξυγίανση των μη βιώσιμων πιστωτικών ιδρυμάτων.

Ο SRM έχει ως στόχο να διασφαλίσει ότι η εξυγίανση μιας τράπεζας που αντιμετωπίζει σοβαρό πρόβλημα θα μπορεί να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά. Κατά αυτόν τον τρόπο, ενισχύεται η δυνατότητα αποφυγής κινδύνων μετάδοσης σε περίπτωση διασυνοριακών χρεοκοπιών. Ο SRM θα εφαρμόζεται σε όλες τις τράπεζες που εποπτεύονται από την SSM και διοικείται από το Συμβούλιο Εξυγίανσης με μέλη από την ΕΚΤ, την Επιτροπή και τις αρμόδιες εθνικές αρχές εξυγίανσης των συμμετεχόντων κρατών-μελών. Η κρίση περί της μη βιωσιμότητας του ιδρύματος θα βαρύνει την ΕΚΤ ως αρμόδια εποπτική αρχή. Στη συνέχεια το Συμβούλιο Εξυγίανσης, το οποίο διαθέτει νομική προσωπικότητα και αποτελεί φορέα της ΕΕ με ειδική δομή, προετοιμάζει την εξυγίανση καθορίζοντας τη χρήση των κατάλληλων εργαλείων και την ενεργοποίηση του Ενιαίου Ταμείου Εξυγίανσης (SRF). Πέρα από την κατάρτιση των σχεδίων εξυγίανσης, το Ενιαίο Συμβούλιο Εξυγίανσης προσδιορίζει το ύψος της ελάχιστης απαίτησης ιδίων κεφαλαίων και επιλέξιμων υποχρεώσεων (MPEL) για κάθε ίδρυμα.

Το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης (SRF) βρίσκεται υπό τη διαχείριση του Συμβουλίου Εξυγίανσης και αποτελεί μία πηγή χρηματοδότησης της εξυγίανσης των «προβληματικών» τραπεζών. Τα κεφάλαια του SRF θα προέρχονται σταδιακά από



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συνεισφορές των ευρωπαϊκών τραπεζών, ανάλογα με το μέγεθός τους. Το SRF δύναται να δανείζεται και από τις αγορές επιπλέον κεφάλαια, αλλά χωρίς κρατικές εγγυήσεις. Η «Οδηγία για την Ανάκαμψη και Εξυγίανση των τραπεζών» ορίζει τους κανόνες για τον καταμερισμό της επιβάρυνσης σε περίπτωση εξυγίανσης μιας τράπεζας. Τέλος, η εκτέλεση της εξυγίανσης εκτελείται από τις εθνικές αρχές εξυγίανσης υπό την παρακολούθηση του Συμβουλίου Εξυγίανσης του SRM.

### 4.2.5 Ενδυνάμωση Τραπεζών: ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (European Stability Mechanism- ESM)

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) είναι ένα σημαντικό συστατικό της συνολικής στρατηγικής της ΕΕ με στόχο τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ. Αντικαθιστώντας το προσωρινό Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (European Financial Stabilisation Mechanism – EFSM) που συστάθηκε το 2010, ο ESM είναι πλέον ο μοναδικός και μόνιμος μηχανισμός που παρέχει οικονομική βοήθεια στα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης τα οποία αντιμετωπίζουν ή απειλούνται με δυσκολίες χρηματοδότησης, υπό την προϋπόθεση σύναψης Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής. Τα δύο θεσμικά όργανα λειτουργούσαν ταυτόχρονα από τον Οκτώβριο του 2012 (όταν ο ESM εγκαινιάστηκε) μέχρι τον Ιούνιο του 2013. Από τον Ιούλιο του 2013, το EFSF πλέον δεν μπορεί να προσφέρει χρηματοπιστωτική βοήθεια, αλλά θα συνεχίσει να είναι υπεύθυνο για τη διαχείριση και την αποπληρωμή των χρεών που εκκρεμούν.

Με την προϋπόθεση ενός αποτελεσματικού SSM, ο ESM θα μπορεί να είναι σε θέση να ανακεφαλαιοποιήσει άμεσα τα πιστωτικά ιδρύματα των οποίων η κατάρρευση απειλεί την χρηματοπιστωτική σταθερότητα των κρατών στα οποία εδρεύουν. Η ανακεφαλαιοποίηση μέσω του ESM εξετάζεται εφόσον ένα πιστωτικό ίδρυμα κινδυνεύει να παραβιάσει τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, δεν μπορεί να αντλήσει κεφάλαια από τις αγορές και το κράτος-μέλος στο οποίο εδρεύει δεν μπορεί να χορηγήσει τα απαιτούμενα κεφάλαια. Εντούτοις, αξίζει να σημειωθεί πως το κόστος ανακεφαλαιοποίησης μέσω του ESM αποτελεί δάνειο του κράτους-μέλους και επιβαρύνει το δημόσιο χρέος. Η εξυγίανση ενός τραπεζικού ιδρύματος, από την άλλη, μέσω χρηματοδότησης από το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης (SRF) δεν επιβαρύνει τα κράτη-μέλη, αλλά χρηματοδοτείται με εισφορές τραπεζών και όχι με κρατικούς πόρους.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

### 4.2.6 Προστασία Καταθέσεων: το Ενιαίο Σύστημα Εγγύησης Καταθέσεων (European Deposit Insurance Scheme- EDIS)

Στην Έκθεση των 5 Πρόεδρων (5- Presidents' Report) τον Ιούνιο του 2015, παρατίθεται μία σειρά από μέτρα για την περαιτέρω ενίσχυση της Οικονομικής και Νομισματικής ένωσης (ΟΝΕ). Ένα από τα προτεινόμενα βήματα προς μία ενιαία Τραπεζική ένωση ήταν το Ενιαίο Σύστημα Εγγύησης Καταθέσεων (EDIS).

Η αρχιτεκτονική του EDIS θα ακολουθούσε την τυπική δομή μιας Τραπεζικής ένωσης: ένα ενιαίο εγχειρίδιο κανόνων στη μορφή της υπάρχουσας Οδηγίας για τα Συστήματα Εγγύησης Καταθέσεων- ΣΕΚ (DGS Directive) και για τα 28 κράτη-μέλη που θα συμπληρώνεται από το EDIS και το οποίο θα είναι υποχρεωτικό για τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και διαθέσιμο για τα κράτη-μέλη εκτός της Ευρωζώνης, αλλά εντός της ΕΕ που επιθυμούν να συμμετάσχουν στο Σύστημα. Εξαιτίας των στενών δεσμών μεταξύ του EDIS και της ενιαίας εποπτείας και εξυγίανσης, θα ζητούταν από τα κράτη-μέλη εκτός της Ευρωζώνης που θα εντάσσονταν στη Τραπεζική ένωση να συμμετάσχουν και στα τρία στάδια της Τραπεζικής ενοποίησης.

Το EDIS θα σηματοδοτούσε ένα σημαντικό βήμα προς την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, μέσω της περαιτέρω αποδυνάμωσης της διασύνδεσης μεταξύ των τραπεζών και των εθνικών δημοσίων οικονομικών και παρέχοντας ακόμη μεγαλύτερη εμπιστοσύνη σχετικά με την ασφάλεια των τραπεζικών καταθέσεων, ανεξαρτήτως της τοποθεσίας της τράπεζας στην Ένωση. Δεδομένου ότι οι εθνικές αρχές προστασίας καταθέσεων είναι ευάλωτες σε κρίσεις που πλήττουν τις συγκεκριμένες οικονομίες, το EDIS αποσκοπεί να διασφαλίσει την ίση προστασία των καταθέσεων μέσω μιας Τραπεζικής ένωσης. Συνεπώς, η μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στις τραπεζικές καταθέσεις θα μπορούσε να δώσει τη δυνατότητα σε μία οικονομία να δανειστεί ευκολότερα και μεγαλύτερα ποσά. Αυτό θα συνεπαγόταν, επομένως, μεγαλύτερη ανάπτυξη και περισσότερες θέσεις εργασίας εντός της ΕΕ.

Αδιαμφισβήτητα, το EDIS, του οποίου η λειτουργία δεν έχει δρομολογηθεί ακόμα κυρίως για πολιτικούς λόγους, θα αποτελούσε τροχοπέδη στο ξέσπασμα τραπεζικών κρίσεων, σαν αυτή που αντιμετώπισε η Ελληνική οικονομία το καλοκαίρι του 2015 και που οδήγησε σε επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

### 4.2.7 Κεφαλαιακές Απαιτήσεις (CRD4)

Η τέταρτη Οδηγία και ο Κανονισμός για τις Κεφαλαιακές Απαιτήσεις εισάγουν νέα παγκόσμια πρότυπα σχετικά με το τραπεζικό κεφάλαιο (γνωστό ως πλαίσιο της Βασιλείας ΙΙΙ) στο νομικό πλαίσιο της ΕΕ. Οι νέοι κανόνες, που ισχύουν από τον Ιανουάριο του 2014, διασφαλίζουν ότι οι τράπεζες πλέον διακρατούν ένα επαρκές μέγεθος κεφαλαίων τόσο σε ποσότητα όσο και σε ποιότητα. Με αυτούς τους κανόνες, η ΕΕ εκπλήρωσε τη δέσμευσή της προς τη G20 για την άμεση εφαρμογή της Βασιλείας ΙΙΙ.

### 4.2.8 Τροποποίηση άρθρου για bail-in / bail-out

Το bail-in αποτελεί ένα νέο εργαλείο που έχει εισάγει η κοινοτική οδηγία για την Τραπεζική Ανάκαμψη και Εξυγίανση (BRRD, 2014). Ουσιαστικά, μέσω της αναδιάρθρωσης του παθητικού θα αναλαμβάνει την ανακεφαλαιοποίηση και την εξυγίανση των τραπεζών και των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Για να ενεργοποιηθεί όμως, πρέπει η ΕΚΤ να κρίνει με βάση τα αποτελέσματα ενός τεστ αντοχής (stress test), ότι κάποια ή κάποιες τράπεζες πρέπει να τεθούν υπό εξυγίανση ή υπό εκκαθάριση. Στην περίπτωση που μία τράπεζα οδηγηθεί σε εξυγίανση, ενεργοποιούνται τα σχέδια εξυγίανσης (living wills). Με βάση τη νέα νομοθεσία, αρχικά, εξετάζεται το αν οι μέτοχοι δύνανται να την ανακεφαλαιοποιήσουν οι ίδιοι. Αν αυτό δεν καταστεί δυνατό, τότε τα υποχρεωτικά του παθητικού της τράπεζας μετατρέπονται σε ίδια κεφάλαια, επιτρέποντας στο ίδρυμα να συνεχίσει τη λειτουργία του ως δρώσα οικονομική μονάδα. Τα ομολογιακά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης tier 1, tier 2 και τα πάσης φύσεως μετατρέψιμα ομόλογα μετατρέπονται υποχρεωτικά σε μετοχές μετά από ένα μεγάλο κούρεμα στην αξία τους. Σε περίπτωση που τα κεφάλαια που θα βρεθούν από τους ομολογιούχους δεν επαρκούν, τότε σειρά έχουν οι καταθέσεις άνω των 100.000 ευρώ. Με βάση τον πανευρωπαϊκό νόμο για τους εγγυήσεις καταθέσεων, οι καταθέσεις κάτω των 100.000 ευρώ προστατεύονται εξ ολοκλήρου ανά πάσα στιγμή. Ωστόσο, ο νομοθέτης δεν είναι διαφωτιστικός στο ποια ακριβώς διαδικασία ακολουθείται αν δεν επαρκούν ούτε οι καταθέσεις άνω των 100.000 ευρώ.

Το προηγούμενο καθεστώς του bail-out προέβλεπε πως η ανακεφαλαιοποίηση μιας τράπεζας θα πραγματοποιούταν μέσω κρατικής στήριξης, δηλαδή η ευθύνη κάλυψης των ζημιών της βάρυνε τους φορολογούμενους. Με τη φόρμουλα τραπεζικής διάσωσης bail-in, την ευθύνη έχουν πλέον οι ιδιώτες επενδυτές της τράπεζας και ο τραπεζικός τομέας ως σύνολο. Τα επαναλαμβανόμενα bail-out των τραπεζών αύξησαν το δημόσιο



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

χρέος των χωρών και επέβαλαν ένα πολύ μεγάλο βάρος στους φορολογούμενους.

Επομένως, μέσω του μηχανισμού του bail-in, η BRRD προβλέπει ότι οι μέτοχοι και οι πιστωτές των τραπεζών θα πληρώσουν το μερίδιό τους στο κόστος. Ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης (SRM) εξασφαλίζει την κεντρική και αποτελεσματική παροχή των εν λόγω κανόνων στη Τραπεζική ένωση. Διασφαλίζει ότι η διαδικασία εξυγίανσης μιας τράπεζας, ιδιαίτερα σε διασυνοριακό επίπεδο, μπορεί να γίνει άμεσα με λήψη αποφάσεων που έχουν δεσμευτική ισχύ για όλα τα κράτη-μέλη στο πλαίσιο της Τραπεζικής ένωσης.

### 4.2.9 Πρόσθετος μηχανισμός προστασίας (fiscal backstop)

Παρά την εκτεταμένη λίστα μέτρων προληπτικής εποπτείας και διαχείρισης κρίσεων, δεν είναι δυνατόν να εξαλειφθεί τελείως ο κίνδυνος να χρειαστεί δημόσια χρηματοδότηση για την ενίσχυση της χρηματοδοτικής ικανότητας των ταμείων εξυγίανσης. Για τον λόγο αυτό, τα κράτη-μέλη συμφώνησαν το Δεκέμβριο του 2015 πως η Τραπεζική ένωση χρειάζεται έναν αποτελεσματικό κοινό δημοσιονομικό μηχανισμό προστασίας (fiscal backstop) εσχάτης λύσης. Ένας τέτοιος τρόπος προστασίας θα συνεπαγόταν έναν προσωρινό επιμερισμό του πιθανού δημοσιονομικού κινδύνου που σχετίζεται με την εξυγίανση των τραπεζών σε όλη την ένωση.

Επομένως, μία Τραπεζική ένωση απαιτεί κάποιο βαθμό δημοσιονομικής ενοποίησης, αν και δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκην ένα ομοσπονδιακό προϋπολογισμό. Ο προϋπολογισμός της ΕΕ θα μπορούσε να διατηρήσει το σημερινό μέγεθός του και δεν θα υπήρχε ανάγκη για αύξηση των φορολογικών εσόδων μέχρις ότου να ξεσπάσει κάποια κρίση. Εξαιτίας του καταμερισμού του κινδύνου, δημιουργείται μία κοινή υποχρέωση και έτσι απαιτείται η πιθανή πρόσβαση σε δημοσιονομικούς πόρους. Φυσικά, για λόγους αξιοπιστίας, πρέπει να εξασφαλίζεται ότι οι πόροι θα αξιοποιούνται αποτελεσματικά. Όπως είχε αναφέρει ο Jean Pisany-Ferry (2012), μία πιθανή λύση θα ήταν ο σχηματισμός μιας ευρωπαϊκής δημοσιονομικής οντότητας με περιορισμένες δυνατότητες φορολόγησης για την εξυγίανση των τραπεζών, η οποία θα αναλαμβάνει δράση μόνο σε περίπτωση εξάντλησης της ευρωπαϊκής ασφάλισης των καταθέσεων.

Έτσι, τα έσοδα αυτά θα αποτελούσαν μία ασπίδα προστασίας. Ωστόσο, η χρήση αυτού του μηχανισμού προστασίας θα είναι δημοσιονομικά ουδέτερη μακροπρόθεσμα, εφόσον τα δημόσια κεφάλαια που θα χρησιμοποιηθούν θα πρέπει να επιστραφούν σε



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

βάθος χρόνου από τις τράπεζες (μέσω των εκ των υστέρων εισφορών από τον τραπεζικό τομέα).

Καθώς αυτή η λειτουργία θα βασιζόταν σε φορολογικούς πόρους, θα ήταν απαραίτητη και η συγκατάθεση των Κοινοβουλίων των συμμετεχόντων κρατών. Η εμπειρία της παροχής βοήθειας σε κράτη που αντιμετώπιζαν σοβαρό πρόβλημα έχει δείξει ότι ανακύπτει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Μια συμφωνία καταμερισμού του ρίσκου δε θα είναι αποτελεσματική, εφόσον ενέχει τον κίνδυνο, τα εν λόγω κράτη να αθετήσουν τις δημοσιονομικές δεσμεύσεις τους.

## *4.3 Η «νέα» αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης*

### 4.3.1 Μεταρρύθμιση των δημοσιονομικών κανόνων

#### 4.3.1.1 Εισαγωγή

Τα 28 κράτη-μέλη της ΕΕ έχουν δεσμευτεί, μέσω των παραγράφων στη Συνθήκη της ΕΕ που αναφέρονται ως το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) να εφαρμόσουν μία δημοσιονομική πολιτική με στόχο η χώρα να παραμείνει εντός των προβλεπόμενων ορίων για το δημόσιο έλλειμμα (3% του ΑΕΠ) και το δημόσιο χρέος (60% του ΑΕΠ). Σε περίπτωση που το επίπεδο του χρέους υπερβαίνει το 60%, θα πρέπει αυτό να εμφανίζει πτωτική τάση. Επιπλέον, κάθε χρόνο, όλα τα μέλη της ΕΕ υποχρεούνται να υποβάλλουν μία έκθεση συμμόρφωσης ΣΣΑ, που θα αξιολογείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Συμβούλιο των Υπουργών, και η οποία θα παρουσιάζει την αναμενόμενη εξέλιξη της δημοσιονομικής κατάστασης της χώρας στο τρέχον έτος και στα επόμενα τρία χρόνια. Οι εκθέσεις αυτές ονομάζονται «προγράμματα σταθερότητας» για τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και «προγράμματα σύγκλισης» για τα εκτός της Ευρωζώνης κράτη και είναι πανομοιότητα ως προς το περιεχόμενό τους.

Μετά τη μεταρρύθμιση του ΣΣΑ το 2005, στα προγράμματα αυτά περιλαμβάνονται και οι «Μεσοπρόθεσμοι Δημοσιονομικοί Στόχοι» (ΜΔΣ) οι οποίοι καθορίζονται ξεχωριστά για κάθε κράτος-μέλος και προσδιορίζουν τα μεσοπρόθεσμα βιώσιμα όρια που δεν



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

πρέπει να υπερβεί το διαρθρωτικό έλλειμμα.

Επίσης, τα κράτη είναι υποχρεωμένα να περιγράφουν τα μέτρα που προτίθενται να πάρουν για την επίτευξη των ΜΔΣ του. Αν ένα κράτος-μέλος της ΕΕ δε συμμορφώνεται τόσο με το όριο του ελλείμματος όσο και με το όριο του χρέους, ξεκινάει η λεγόμενη «Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείματος» (ΔΥΕ) που υποδεικνύει την ορθή πορεία προσαρμογής για την επίτευξη των ΜΔΣ εντός ορισμένων χρονικών περιθωρίων.

Η δεύτερη και πιο πρόσφατη αναθεώρηση του ΣΣΑ έγινε μέσω οκτώ νομοθετικών προτάσεων, εκ των οποίων οι έξι, που αποτέλεσαν το λεγόμενο «εξάπτυχο/six-pack», τέθηκαν σε ισχύ το Δεκέμβριο του 2011 και οι δύο, το λεγόμενο «δίπτυχο/ two-pack», το Μάιο του 2013 αντίστοιχα. Τα δύο αυτά νομοθετικά πακέτα ενισχύθηκαν από τη Συνθήκη για τη Σταθερότητα, το Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση (ΣΣΣΔ) που τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 2013. Στις υποενότητες που ακολουθούν παρουσιάζονται αναλυτικά.

#### 4.3.1.2 Το «Εξάπτυχο» - «Six-pack»

Στις 13 Δεκεμβρίου 2011, εισήχθησαν έξι νομοθετικές προτάσεις «Six-pack» για τη μεταρρύθμιση του ΣΣΑ που ενίσχυσαν τη μακροοικονομική και τη δημοσιονομική εποπτεία εντός της ένωσης και αποσκοπούσαν στην ενίσχυση των διαδικασιών για μείωση των δημόσιων ελλειμμάτων και την αντιμετώπιση των μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Στα πλαίσια της μακροοικονομικής εποπτείας, εισήχθη η Διαδικασία Μακροοικονομικών Ανισορροπιών (Macroeconomic Imbalance Procedure- MIP) το φθινόπωρο του 2011, εν μέσω της οικονομικής και χρηματοοικονομικής κρίσης και τέθηκε σε ισχύ στις 13 Δεκεμβρίου 2011. Σχεδιάστηκε για την πρόληψη και τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών στην ΕΕ, όπως είναι τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, τα μη βιώσιμα εξωτερικά χρέη και οι «φούσκες» στο στεγαστικό τομέα.

Η ΔΜΑ περιέχει μία σειρά από διαδοχικές φάσεις. Όλα τα κράτη-μέλη θα εξακολουθούν να υποβάλλουν εθνικά προγράμματα μεταρρυθμίσεων, τα οποία θα δημοσιεύονται από την Επιτροπή και θα εξετάζονται ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι προγραμματισμένες μεταρρυθμίσεις συμβαδίζουν με τις προτεραιότητες της ΕΕ για την ανάπτυξη και την απασχόληση. Στη συνέχεια, τα κράτη-μέλη αξιολογούνται με βάση έναν πίνακα που περιλαμβάνει 11 οικονομικούς δείκτες ώστε να εκτιμηθούν οι εσωτερικές και



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οι εξωτερικές οικονομικές ανισορροπίες.

Οι πέντε πρώτοι δείκτες αφορούν τις εξωτερικές ανισορροπίες και την ανταγωνιστικότητα:

1. Ο μέσος όρος τριετίας του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ πρέπει να κυμαίνεται ανάμεσα σε -4% και +6%, δηλαδή τα κράτη-μέλη πρέπει να μην έχουν ελλείματα ισοζυγίου μεγαλύτερα από 4% αλλά ούτε πλεονάσματα μεγαλύτερα από 6%.
2. Η καθαρή επενδυτική θέση του κράτους-μέλους ως ποσοστό του ΑΕΠ πρέπει να μην ξεπερνάει το όριο του -35%.
3. Σε επίπεδο τριετίας, η μεταβολή της πραγματικής ισοτιμίας δεν πρέπει να κυμαίνεται πέρα από +/-5% σε σχέση με την Ευρωζώνη και +/-11% σε σχέση με τα κράτη-μέλη εκτός της Ευρωζώνης.
4. Η μέση μεταβολή στο μερίδιο των εξαγωγών της οικονομίας του κράτους-μέλους στις διεθνείς εξαγωγές την τελευταία πενταετία δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερη από -6%.
5. Το ονομαστικό μοναδιαίο κόστος εργασίας κατά μέσο όρο δεν πρέπει να αυξάνεται πάνω από 9% την τελευταία τριετία

Οι υπόλοιποι πέντε δείκτες αφορούν τις εσωτερικές ανισορροπίες της χώρας:

1. Η αύξηση στην πραγματική τιμή ακινήτων τον τελευταίο χρόνο δεν πρέπει να ξεπερνά το 6%.
2. Η πιστωτική ροή (credit flow) του ιδιωτικού τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ δεν πρέπει να αυξάνεται πάνω από 15%.
3. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα δεν πρέπει να υπερβαίνει το 160% του ΑΕΠ.
4. Το δημόσιο χρέος δεν πρέπει να υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ.
5. Το μέσο ποσοστό ανεργίας την τελευταία τριετία δεν πρέπει να ξεπερνάει το 10%.

Όταν ένας σημαντικός αριθμός των παραπάνω ορίων δεν ικανοποιείται, αυτό αποτελεί μία ένδειξη για ύπαρξη «υπερβολικής ανισορροπίας» στο εν λόγω κράτος. Τον Νοέμβριο κάθε έτους, η Επιτροπή δημοσιεύει τα αποτελέσματα αυτά στην έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης και την άνοιξη του ιδίου έτους δημοσιεύεται η εμπεριστατωμένη επισκόπηση επιβεβαιώνοντας ή απορρίπτοντας τα ευρήματα. Αν η ύπαρξη ανισορροπιών επιβεβαιωθεί τότε ενεργοποιείται η Διαδικασία Υπερβολικών Ανισορροπιών (ΔΥΑ) και το κράτος-μέλος πρέπει να καταθέσει ένα σχέδιο διόρθωσης. Το εν λόγω σχέδιο εγκρίνεται από το Συμβούλιο και η Επιτροπή ελέγχει καθ' όλο το έτος την



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

εφαρμογή ή μη των πολιτικών αυτών. Στην περίπτωση που το κράτος-μέλος δεν καταφέρει να διορθώσει τις μακροοικονομικές του ισορροπίες, ξεκινά η εφαρμογή αυστηρών κανόνων υπό τη μορφή μιας νέας Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ), οι οποίοι οδηγούν σε έντοκη κατάθεση και επιβολή προστίμου.

Όσον αφορά τη δημοσιονομική εποπτεία, το six-pack ενδυναμώνει το ΣΣΑ ενισχύοντας τόσο το προληπτικό όσο και το διορθωτικό κομμάτι του Συμφώνου. Τα όρια για το ονομαστικό έλλειμμα που έχουν καθοριστεί στο ΣΣΑ και που κατοχυρώνονται στη Συνθήκη εξακολουθούν τα ισχύουν. Αρχικά, οι νέοι κανόνες ορίζουν ένα νέο σημείο αναφοράς για τις δημόσιες κυκλικά προσαρμοσμένες δαπάνες, οι οποίες αν δεν συνοδεύονται από επαρκή έσοδα, δεν πρέπει να αυξάνονται ταχύτερα από τη μεσοπρόθεσμη αύξηση του δυνητικού ΑΕΠ. Για τα κράτη-μέλη δηλαδή που δεν έχουν επιτύχει ακόμα τους μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς στόχους, ο ρυθμός αύξησης των δαπανών θα πρέπει να είναι κάτω από αυτήν την τιμή αναφοράς, προκειμένου να διασφαλιστεί επαρκής πρόοδος. Οι διατάξεις του προληπτικού σκέλους του Συμφώνου παρέχουν την κύρια καθοδήγηση για το δημοσιονομικό σχεδιασμό και την εκτέλεση του από τα κράτη-μέλη, όταν αυτά δεν υπόκεινται σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος. Στα πλαίσια της αποτελεσματικής εφαρμογής του κανόνα, οι αποκλίσεις από το δημοσιονομικό σχεδιασμό έχουν ποσοτικοποιηθεί και μπορεί να οδηγήσουν σε οικονομικές κυρώσεις (κατά κανόνα μιας τοκοφόρας κατάθεσης ύψους 0,2% του ΑΕΠ) στην περίπτωση συνεχούς μη διόρθωσης.

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο των νέων κανόνων που αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, είναι πως αν τα κράτη-μέλη διατηρούν χρέος άνω του 60% του ΑΕΠ και αυτή η υπέρβαση του χρέους τους δεν παρουσιάζει μία μείωση κατά τουλάχιστον 5% ανά έτος κατά μέσο όρο τριετίας, θα εντάσσονται στη ΔΥΕ. Δεδομένου ότι τα περισσότερα κράτη-μέλη βρίσκονται ήδη σε ΔΥΕ και ως εκ τούτου πρέπει να συμμορφώνονται με τις συμφωνημένες διαδικασίες δημοσιονομικής εξυγίανσης, προβλέπεται μία μεταβατική περίοδος ώστε να διασφαλιστεί ότι δε θα υπάρξει κάποια απότομη αλλαγή σε αυτές τις συμφωνημένες διαδικασίες. Κατά συνέπεια, σε κάθε κράτος-μέλος που βρίσκεται σε ΔΥΕ, θα χορηγείται μία περίοδος τριών μηνών μετά τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος, για την επίτευξη του κανόνα του χρέους. Αυτό, φυσικά, δεν συνεπάγεται πως ο κανόνας του χρέους δε θα ισχύει για την εν λόγω περίοδο, αλλά τα κράτη-μέλη θα πρέπει να σημειώνουν επαρκή πρόοδο προς την κατεύθυνση της συμμόρφωσης κατά τη διάρκεια αυτής της μεταβατικής περιόδου.

Τα κράτη-μέλη ορίζουν τους εθνικούς μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς στόχους, οι οποίοι επικαιροποιούνται τουλάχιστον ανά τριετία με στόχο τη βελτίωση του κυκλικά προσαρμοσμένου δημοσιονομικού ισοζυγίου κατά 0.5% του ΑΕΠ ετησίως. Με αυτόν τον



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τρόπο, δημιουργείται ένα μεγαλύτερο περιθώριο ασφάλειας έναντι της υπέρβασης του ορίου 3% στο ονομαστικό έλλειμμα καθώς τα κράτη-μέλη, ιδίως εκείνα με χρέος πάνω από το όριο του 60% του ΑΕΠ, καλούνται να λάβουν περισσότερα διορθωτικά μέτρα σε περιόδους ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας και αντίστοιχα λιγότερα σε περιόδους ύφεσης.

Από τις 13 Δεκεμβρίου 2011 και μετά, εφαρμόζονται οικονομικές κυρώσεις στα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης που δεν λαμβάνουν επαρκή μέτρα. Τα κράτη-μέλη που βρίσκονται σε ΔΥΕ θα πρέπει να συμμορφώνονται με τις ειδικές συστάσεις του Συμβουλίου ώστε να διορθώσουν το υπερβολικό έλλειμμα τους. Σε περίπτωση που τα κράτη της Ευρωζώνης δεν τηρήσουν τις υποχρεώσεις τους, μπορεί να τους επιβληθεί χρηματική κύρωση από το Συμβούλιο, μετά από σύσταση της Επιτροπής, εκτός εάν η ειδική πλειοψηφία των κρατών-μελών ψηφίσουν εναντίον της. Αυτή η διαδικασία ψηφοφορίας είναι η λεγόμενη «αντίστροφη ειδική πλειοψηφία» (reverse qualified majority voting- RQMV) που καθιστά την επιβολή των κανόνων αυστηρότερη και πιο αυτοματοποιημένη και συνεπώς, πιο αποτρεπτική και αξιόπιστη.

#### 4.3.1.3 Το Δημοσιονομικό Σύμφωνο (Fiscal Compact)

Η Συνθήκη για την Σταθερότητα, τον Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση (ΣΣΣΔ) που τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2013, μετά από υπογραφή της από 25 κράτη-μέλη της Ευρωζώνης. Η ΣΣΣΔ θέτει τα θεμέλια για την ενισχυμένη εποπτεία και τον συντονισμό των οικονομικών πολιτικών, με τον εκ των προτέρων συντονισμό των σχεδίων έκδοσης χρέους μεταξύ των συμβαλλομένων μερών και τα προγράμματα οικονομικής συνεργασίας για τα κράτη-μέλη στην ΔΥΕ. Αυτή η διακυβερνητική συμφωνία αναμένεται να γίνει ευρωπαϊκός νόμος σε πέντε χρόνια από την έναρξή του. Το δημοσιονομικό κομμάτι της ΣΣΣΔ αναφέρεται ως το «Δημοσιονομικό Σύμφωνο» (Fiscal Compact).

Σύμφωνα με αυτό, οι κρατικοί προϋπολογισμοί των κρατών-μελών πρέπει να είναι ισοσκελισμένοι ή πλεονασματικοί. Επιπλέον, το Σύμφωνο ορίζει ότι οι μεσοπρόθεσμοι δημοσιονομικοί στόχοι, όπως ορίζονται στο αναθεωρημένο ΣΣΑ, θα πρέπει να κατοχυρώνονται και στο εθνικό δίκτυο. Συγκεκριμένα, τα δομικά ελλείμματα θα πρέπει να μην ξεπερνούν το 0.5% του ΑΕΠ, ποσοστό που δύναται να αυξηθεί στο 1% σε περίπτωση που ο δείκτης δημοσίου χρέους είναι πολύ κάτω από το 60%. Σε περίπτωση παραβίασης του ορίου για το δομικό έλλειμμα, πλέον θα ενεργοποιούνται οι μηχανισμοί αυτόματης διόρθωσης, γεγονός που υποχρεώνει τα κράτη-μέλη να καθορίζουν στο εθνικό τους δίκαιο τον τρόπο με τον οποίο θα διαχειρίζονται την παραβίαση του ορίου στους επόμενους προϋπολογισμούς τους.

Κατά την ΔΥΕ, οι οικονομικές κυρώσεις επιβάλλονται νωρίτερα στα κράτη-μέλη και



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

προοδευτικά μπορεί να αυξάνονται. Για παράδειγμα, μπορεί να υπάρξει επιβολή χρηματικών προστίμων ύψους 0.2% του ΑΕΠ. Οι κυρώσεις μπορεί να περιλαμβάνουν μέχρι και την αναστολή της περιφερειακής χρηματοδότησης της ΕΕ.

Τέλος, η ΔΥΕ μετατρέπεται σε μια ημιαυτόματη διαδικασία, καθώς απαιτείται πλέον ειδική πλειοψηφία για την απόρριψη της πρότασης της Επιτροπής από τα κράτη-μέλη, αλλιώς ενεργοποιείται άμεσα. Το ίδιο ισχύει και για τις περισσότερες περιπτώσεις επιβολής κυρώσεων. Για παράδειγμα, αν η Επιτροπή δηλώσει ότι ένα κράτος πρέπει να μπει στη ΔΥΕ, τότε πρέπει να υπάρξει ειδική πλειοψηφία για να απορριφθεί η πρόταση, ενώ το 2005 που τέθηκε αυτό το ζήτημα απαιτούνταν πλειοψηφία για να εγκριθεί η πρόταση.

#### 4.3.1.4 Το «Δίπτυχο» (Two-pack)

Τον Φεβρουάριο του 2013 το Συμβούλιο της ΕΕ, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε δύο επιπρόσθετες νομοθετικές προτάσεις (two-pack), που στόχευαν στην περαιτέρω ενίσχυση του ισχύοντος πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης στην Ευρωζώνη, συμπληρώνοντας το six-pack και το Δημοσιονομικό Σύμφωνο. Οι δύο κανονισμοί, που τέθηκαν σε ισχύ το Μάιο του 2013, συνίστανται: (α) στην «παρακολούθηση και την αξιολόγηση των σχεδίων των δημοσιονομικών προγραμμάτων και τη διασφάλιση της διόρθωσης των υπερβολικών ελλειμμάτων των κρατών-μελών στη ζώνη του ευρώ», και (β) στην ενίσχυση της «οικονομικής και δημοσιονομικής εποπτείας των κρατών-μελών τα οποία αντιμετωπίζουν ή απειλούνται με σοβαρές δυσκολίες αναφορικά με τη χρηματοοικονομική τους σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ».

Όπως προβλέπει ο πρώτος κανονισμός, θα υπάρχει ένα κοινό δημοσιονομικό χρονοδιάγραμμα, σύμφωνα με το οποίο τα κράτη-μέλη οφείλουν να υποβάλλουν κάθε Απρίλιο προγράμματα τα οποία περιλαμβάνουν λεπτομερείς δημοσιονομικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θα διορθώνουν τα ελλείμματά τους με ένα βιώσιμο τρόπο. Στη συνέχεια, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα αξιολογεί τα μεσοπρόθεσμα σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων των χωρών, ενώ σε περιπτώσεις μη συμμόρφωσης με τις υποχρεώσεις της δημοσιονομικής πολιτικής θα προτείνει η ίδια κάποια μέτρα προς υιοθέτηση στα κράτη-μέλη.

Επιπλέον, αυτός ο κανονισμός ενισχύει τις απαιτήσεις παρακολούθησης για τις χώρες που υπόκεινται σε ΔΥΕ, υποχρεώνοντάς τες να υποβάλλουν, κάθε Οκτώβριο, έκθεση για την εκτέλεση του προϋπολογισμού τους, τη δημοσιονομική επίπτωση των μέτρω διακριτικής ευχέρειας και για τους στόχους δαπανών και εσόδων της κυβέρνησης, η οποία θα αξιολογείται στη συνέχεια από την Επιτροπή. Αυτός ο νέος κύκλος παρακολούθησης για την Ευρωζώνη θα συμβάλει στην πρόληψη ή/και τη διόρθωση, σε αρχικό στάδιο, οποιασδήποτε μη συμμόρφωσης με την προθεσμία διόρθωσης του υπερβολικού ελλείμματος.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Σύμφωνα με το δεύτερο κανονισμό, τα κράτη-μέλη που αντιμετωπίζουν δημοσιονομικές δυσχέρειες ή εντάσσονται σε προγράμματα προληπτικής βοήθειας από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) ή το ΔΝΤ, υπάγονται σε «ενισχυμένη εποπτεία», η οποία σημαίνει ότι τα εν λόγω κράτη θα δέχονται τακτικές αποστολές επιθεώρησης από την Επιτροπή και οφείλουν να γνωστοποιούν πρόσθετα στοιχεία (π.χ. σχετικά με την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος).

Επιπρόσθετα, τα κράτη-μέλη των οποίων οι δυσκολίες προβλέπεται να έχουν σημαντικές δυσμενείς επιπτώσεις στην Ευρωζώνη, μπορεί να κληθούν να συντάξουν πλήρη Προγράμματα Μακροοικονομικής Προσαρμογής και να ενταχθούν σε Προγράμματα Οικονομικής Βοήθειας. Η απόφαση αυτή θα λαμβάνεται από το Συμβούλιο, το οποίο αποφασίζει με ειδική πλειοψηφία κατόπιν προτάσεως της Επιτροπής. Τα προγράμματα αυτά συνοδεύονται από τριμηνιαίες αποστολές αξιολόγησης και αυστηρούς όρους με αντάλλαγμα την παροχή οικονομικής βοήθειας. Επίσης, τα κράτη-μέλη θα εξακολουθούν να βρίσκονται υπό καθεστώς «ενισχυμένης εποπτείας» και μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος, εφόσον το 75% της οικονομικής βοήθειας που τους δόθηκε παραμένει ανεξόφλητο.

Συμπερασματικά, το «two-pack» αποτελεί μία ευπρόσδεκτη προσθήκη στο ενισχυμένο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ για κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και ένα περαιτέρω βήμα προς μία πραγματική οικονομική ένωση, όπως περιγράφεται στην Έκθεση των 4 Προέδρων για το μέλλον της ΟΝΕ. Αναμένεται να βοηθήσει στην πρόληψη της συσσώρευσης σημαντικών δημοσιονομικών και οικονομικών ανισορροπιών, διασφαλίζοντας την έγκαιρη διόρθωση τους και τη διατήρηση της εμπιστοσύνης των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ωστόσο, η επιτυχία του «two-pack» θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο με τον οποίο θα κάνει χρήση των νέων εξουσιών της η Επιτροπή. Είναι ουσιώδες η Επιτροπή να εκμεταλλευτεί την νέα αρμοδιότητά της να δίνει συστάσεις, διασφαλίζοντας ότι τυχόν διορθώσεις στη ΔΥΕ είναι στο σωστό δρόμο, αλλά και να υπάγει μία χώρα σε ενισχυμένη εποπτεία όταν χρειάζεται.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

## *4.4 Συντονισμός στη διάρκεια του έτους: Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο*

Πριν από την κρίση , ο σχεδιασμός της δημοσιονομικής και οικονομικής πολιτικής στην ΕΕ γινόταν με διάφορες διαδικασίες, όπως η Πολυμερής Εποπτεία και οι Γενικές Κατευθυντήριες Γραμμές Οικονομικής Πολιτικής (ΓΚΓΟΠ), οι οποίες δεν είχαν κάποιο συντονισμό ή συνέπεια μεταξύ τους και επιπλέον, το χρονοδιάγραμμα που όριζαν δεν επέτρεπε τον εναρμονισμό τους με το δημοσιονομικό προϋπολογισμό των κρατών-μελών.

Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο, ο ετήσιος κύκλος συντονισμού των οικονομικών πολιτικών σε επίπεδο ΕΕ, που θεσπίστηκε το 2011, έχει καταστεί σημαντικό μέσο υλοποίησης μεταρρυθμίσεων τόσο σε εθνικό όσο και σε ενωσιακό επίπεδο. Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο καλύπτει τρεις τομείς συντονισμού της οικονομικής πολιτικής:

- **τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις**, οι οποίες εστιάζουν στην προώθηση της ανάπτυξης και της απασχόλησης σύμφωνα με τη στρατηγική «Ευρώπη 2020»
- **τις δημοσιονομικές πολιτικές,** προκειμένου να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών σύμφωνα με το ΣΣΑ
- την πρόληψη υπερβολικών **μακροοικονομικών ανισορροπιών**

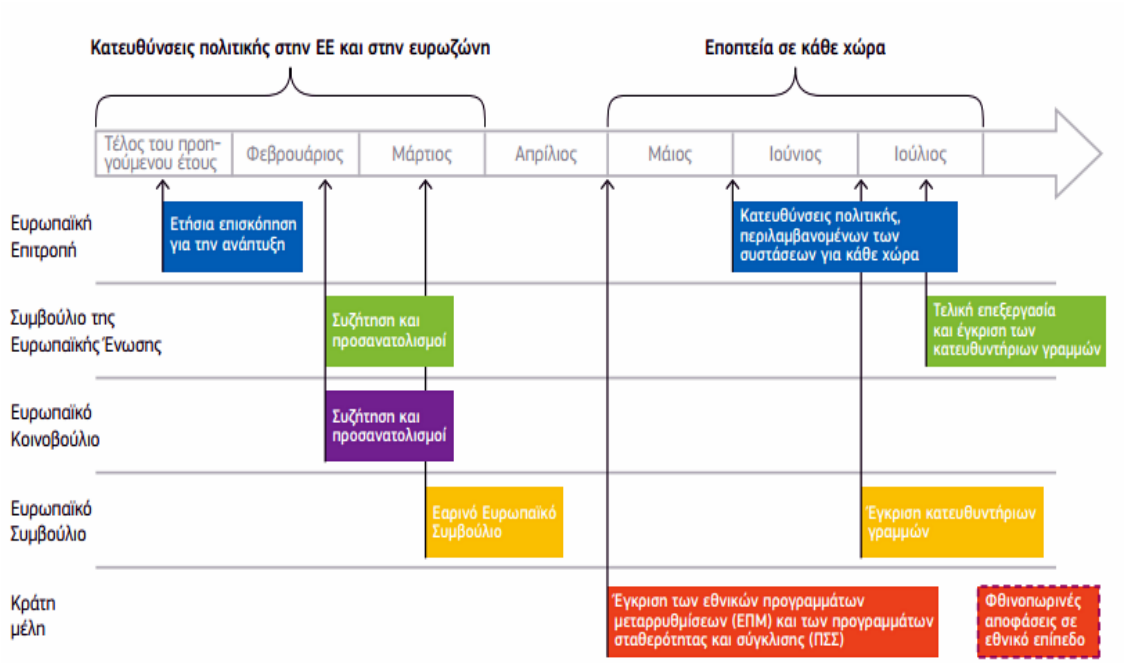
Ο κύκλος ξεκινά τον Νοέμβριο κάθε έτους με την ετήσια επισκόπηση της ανάπτυξης που καταρτίζει η Επιτροπή (γενικές οικονομικές προτεραιότητες της ΕΕ), η οποία στο πλαίσιο των ΓΚΓΟΠ παρέχει στα κράτη-μέλη κατευθυντήριες γραμμές σε θέματα πολιτικής. Την άνοιξη εγκρίνονται τα εθνικά προγράμματα μεταρρυθμίσεων καθώς και τα προγράμματα σταθερότητας των κρατών-μελών. Αυτό σημαίνει ότι τα προγράμματα αυτά πρέπει να είναι συμβατά μεταξύ τους και συνεπή με τους προσανατολισμούς της ΕΕ. Επιπλέον, αν η αξιολόγηση των προγραμμάτων οδηγήσει σε αλλαγή πολιτικών των κρατών-μελών, αυτές οι νέες πολιτικές θα ληφθούν υπόψη στο σχεδιασμό του εθνικού προϋπολογισμού που ακολουθεί. Στην αρχή του καλοκαιριού δημοσιεύονται συστάσεις της Επιτροπής για κάθε κράτος-μέλος ξεχωριστά που αφορούν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που μπορεί να απαιτούν πιο μεσοπρόθεσμες πολιτικές. Στο τέλος του έτους τα κράτη-μέλη υποβάλλουν σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων/ προϋπολογισμών, τα οποία έχουν αξιολογηθεί από την Επιτροπή και συζητηθεί από τους υπουργούς Οικονομικών της Ευρωζώνης και είναι συνεπή με όλες τις διαδικασίες που έχουν προηγηθεί. Η Επιτροπή εξετάζει, επίσης, τη δημοσιονομική θέση της Ευρωζώνης στο σύνολό της καθώς και τις υπάρχουσες μακροοικονομικές ανισορροπίες.

Ωστόσο, τα κράτη-μέλη θα πρέπει να σημειώνουν μεγαλύτερη πρόοδο όσον αφορά την εφαρμογή των ειδικών ανά χώρα συστάσεων, δεδομένου ότι η εφαρμογή υπήρξε μέχρι τώρα άνιση και συχνά περιορισμένη. Με την πάροδο των ετών, η διαδικασία βελτιώνεται συνεχώς, προκειμένου να αξιοποιεί τα ισχυρά της σημεία και να αντιμετωπίζει τις αδυναμίες της.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**Διάγραμμα 4.5.α Χρονοδιάγραμμα Ευρωπαϊκού Εξαμήνου**




Πηγή: «Για να κατανοήσουμε τις πολιτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης- Η οικονομική και νομισματική ένωση και το ευρώ», Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΓΔ Επικοινωνίας, Οκτώβριος 2012

## *4.5 Το Σύμφωνο για το Ευρώ (Euro Plus Pact)*

Το 2011, οι χώρες της Ευρωζώνης, συμφώνησαν επίσης σε μία σειρά μέτρων στο πλαίσιο του Συμφώνου για το Ευρώ, που υπογράφηκε τον Μάρτιο από 23 κράτη-μέλη με στόχο να δοθεί περαιτέρω ώθηση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Το σύμφωνο αυτό αντικατοπτρίζει τη βαθύτερη αλληλεξάρτηση των οικονομιών τους και την πρόθεσή τους να ενισχύσουν το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών τους. Έξι χώρες εκτός της Ευρωζώνης έχουν επίσης προσυπογράψει το Σύμφωνο (Βουλγαρία, Δανία, Λετονία, Λιθουανία, Πολωνία, Ρουμανία).

Κύριος στόχος του Συμφώνου είναι η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και κατ' επέκταση, η προώθηση ενός υψηλότερου βαθμού ανάπτυξης και οικονομικής σύγκλισης μεταξύ των συμμετεχουσών χωρών της ΕΕ. Το Σύμφωνο επικεντρώνεται σε τομείς πολιτικής που εμπίπτουν κυρίως στην αρμοδιότητα των ίδιων των κρατών-μελών, όπως η ανταγωνιστικότητα, η απασχόληση και η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Οι συμμετέχουσες χώρες έχουν δεσμευτεί για μία σειρά συγκεκριμένων δράσεων που θα πρέπει να υλοποιηθούν άμεσα, με βάση τους δείκτες και τις αρχές που περιέχονται στο Σύμφωνο.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

## *4.6 Αποτελεσματική Δημοκρατική Νομιμότητα, Οικειοποίηση και Λογοδοσία*

Η αποτελεσματική δημοκρατική νομιμότητα και λογοδοσία είναι καθοριστικής σημασίας για την ενίσχυση της εμβάθυνσης της ΟΝΕ και είναι απαραίτητες για την περαιτέρω ολοκλήρωση, οπότε οι σχεδιαζόμενες πρωτοβουλίες συνεπάγονται μεγαλύτερη συνένωση κυριαρχίας. Τα τελευταία χρόνια, η Επιτροπή έχει καθιερώσει σταδιακά ένα πιο εμπεριστατωμένο και μόνιμο διάλογο με τα κράτη-μέλη μέσω διμερών συναντήσεων, πιο στοχοθετημένων συζητήσεων στο πλαίσιο του Συμβουλίου και ευρύτερων τεχνικών και πολιτικών αποστολών στις πρωτεύουσες των κρατών-μελών. Η Επιτροπή θα συνεχίσει να εντείνει τους διαλόγους αυτούς, χρησιμοποιώντας, επίσης, το δίκτυο υπαλλήλων που είναι αρμόδιοι σε θέματα Ευρωπαϊκού Εξαμήνου.

Τα πρώτα πρακτικά βήματα δρομολογήθηκαν από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για να ενισχύσουν την κοινοβουλευτική εποπτεία στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου. Μία νέα μορφή διακοινοβουλευτικής συνεργασίας θεσπίστηκε για να φέρει σε επαφή Ευρωπαϊκούς και εθνικούς φορείς. Αυτό συντελείται στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Κοινοβουλευτικής Εβδομάδας που διοργανώνει το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σε συνεργασία με τα εθνικά κοινοβούλια, στο πλαίσιο της οποίας εκπρόσωποι των εθνικών κοινοβουλίων συμμετέχουν σε εμπεριστατωμένες συζητήσεις για τις προτεραιότητες πολιτικής. Το «two-pack» κατοχύρωσε επίσης το δικαίωμα ενός Εθνικού Κοινοβουλίου να συγκαλέσει έναν Επίτροπο για να παρουσιάσει τη γνώμη της Επιτροπής σχετικά με ένα σχέδιο δημοσιονομικού προγράμματος ή τη σύσταση της προς ένα κράτος-μέλος που υπόκειται σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ).

Επίσης, σύμφωνα με το ανανεωμένο Ευρωπαϊκό Εξάμηνο, η Επιτροπή θα συνεργάζεται με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σε μία συζήτηση ολομέλειας πριν από την παρουσίαση της ετήσιας επισκόπησης της ανάπτυξης, και θα συνεχίζει τη συζήτηση και μετά την έγκρισή της. Εξάλλου, θα μπορούσε να διεξαχθεί μία δεύτερη ειδική συζήτηση ολομέλειας, μετά από παρουσίαση από την Επιτροπή, των ειδικών ανά χώρα συστάσεων, σύμφωνα με τις διατάξεις του «six-pack» για τον οικονομικό διάλογο.

Τέλος, η Επιτροπή θα εκπονήσει ένα υπόδειγμα ρυθμίσεων για την αποτελεσματικότερη αλληλεπίδραση με τα εθνικά κοινοβούλια. Η εν λόγω αλληλεπίδραση θα πρέπει να εντάσσεται και στις εθνικές κοινοβουλευτικές συζητήσεις τόσο για τις ανά χώρα συστάσεις, όσο και στο πλαίσιο της εθνικής διαδικασίας του προϋπολογισμού.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# 5. Επίλογος- Συμπεράσματα

Στο θεωρητικό υπόβαθρο της θεωρίας των ΑΝΠ, παρατηρούνται ορισμένες ασάφειες και αντιθέσεις στην ερμηνεία των κριτηρίων, που οδηγούν σε αμφισβητήσεις και διαφωνίες μεταξύ των οικονομολόγων. Επιχειρώντας να εξεταστεί η περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η παρούσα μελέτη, ύστερα από λεπτομερή ανάλυση, απέδειξε ότι η ΕΕ απέχει κατά πολύ από την έννοια της Άριστης Νομισματικής Περιοχής. Εντούτοις, αυτή η διαπίστωση δεν αρκεί ώστε να κριθεί η βιωσιμότητά της. Η αδυναμία της να δώσει λύσεις στο ευρωπαϊκό πρόβλημα όταν ξέσπασε η κρίση, οδήγησε πολλούς στο να αμφισβητήσουν την ικανότητά της ως προς την ερμηνεία των φαινομένων αλλά και την ίδια την εφαρμοστικότητά της. Μάλιστα, μία νέα σχολή σκέψης υποστηρίζει πως δεν αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση η ικανοποίηση των κριτηρίων ώστε η ΟΝΕ να επιτύχει τους στόχους της μελλοντικά και προτείνει καταλληλότερα εναλλακτικά αναλυτικά πλαίσια.

Η Ευρωζώνη (και η Ευρωπαϊκή Ένωση ευρύτερα) προέκυψε από την συνένωση των εθνικών οικονομιών των χωρών της Ευρώπης με σκοπό, αρχικά, την διασφάλιση της ειρήνης και της σταθερότητας δίνοντας λύση στο γερμανικό ζήτημα και τελικώς, την οικονομική και νομισματική ενοποίηση για την αύξηση της οικονομικής ευημερίας των πολιτών και επιχειρήσεων στην ΕΕ, μέσω της προώθησης της ανάπτυξης και της δημιουργίας περισσότερων ευκαιριών απασχόλησης. Όμως, υποτιμήθηκε το γεγονός ότι, στα πλαίσια μίας ενιαίας αγοράς με κοινό νόμισμα και με μερική ολοκλήρωση, οι πιο αποτελεσματικές οικονομίες επικρατούν, καθιστώντας αναπόφευκτη την ηγεμονική επικράτηση της Γερμανίας.

Οι αδυναμίες στην αρχιτεκτονική της Ε.Ε έγιναν ξεκάθαρες με το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης που έπληξε βαθύτατα την Ένωση, και η οποία κατέστησε σαφή την επιτακτική ανάγκη ουσιαστικών αλλαγών στις πρακτικές ευρωπαϊκής πολιτικής. Η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση απέδειξε, ειδικότερα, ότι η βελτίωση της διακυβέρνησης της ζώνης του ευρώ ήταν απολύτως αναγκαία για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του ενιαίου νομίσματος. Περαιτέρω θεσμικά βήματα ακόμα περισσότερο πολιτικού χαρακτήρα αποδεικνύονται εξίσου αναγκαία. Η πρόκληση ήταν και είναι, φυσικά, πώς να γίνουν τα βήματα και ταυτόχρονα να διαφυλαχθεί η ακεραιότητα της εσωτερικής αγοράς και της Ένωσης ως συνόλου.

Οι πρόσφατες εξελίξεις επιβεβαιώνουν πως οι κύριοι στόχοι από τη δημιουργία των Κοινοτήτων - η ειρήνη και η ευημερία - είναι ακόμη και σήμερα καίριας σημασίας. Ειρήνη και σταθερότητα, διότι οι πραγματικές απειλές για τα οικονομικά θεμέλια της Ευρώπης κατέληξαν να υπονομεύουν την αυτοπεποίθησή της και οδήγησαν σε έναν σχεδόν σουρεαλιστικό και αυτοεκπληρούμενο πανικό, θέτοντας σε κίνδυνο τον ίδιο τον ιστό της ευρωπαϊκής ενότητας. Η ενδεχόμενη εγκατάλειψη του ευρώ θεωρήθηκε η αρχή της κατεδάφισης του ευρωπαϊκού οικοδομήματος. Αν είχε γίνει πραγματικότητα, σίγουρα θα δίχαζε την Ευρώπη ακόμα μια φορά και θα δημιουργούσε οικονομίες –άρα και κοινωνίες- πρώτης και δεύτερης κατηγορίας. Και, σίγουρα, θα έβαζε τέρμα στο όραμα μιας ηπείρου όπου θα επικρατούσε η ισοτιμία και η ενότητα και η οποία θα βάδιζε προς μια ακόμα στενότερη ένωση.

Αντιθέτως, η Ένωση βαδίζει τώρα περισσότερο παρά ποτέ στην πρόσφατη ιστορία της, προς την κατεύθυνση της εμβάθυνσης της οικονομικής και νομισματικής ένωσης. Πράγματι, τα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

έως την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, είδαν τις αρμοδιότητές τους και τις εξουσίες τους να ενισχύονται. Πριν από μερικά χρόνια, πριν από την κρίση, δεν θα μπορούσε κανείς να φανταστεί αυτές τις αρμοδιότητες. Το ευρωπαϊκό επίπεδο απέκτησε μεγαλύτερη σημασία. Σε ό,τι αφορά την οικονομική διάσταση, πρόκειται για τον μεγαλύτερο θεσμικό μετασχηματισμό από τη δημιουργία του ευρώ. Πράγματι, η ταχύτητα με την οποία ελήφθησαν οι αποφάσεις και ο χρόνος επώασης της Τραπεζικής ένωσης για την έκδοση νομικών πράξεων ήταν εντυπωσιακά γρήγορη. Η ευημερία, που χάρη σ' αυτήν η Ευρωπαϊκή Ένωση έγινε τόσο ελκυστική μετά την έναρξη της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, δοκιμάστηκε επίσης στη χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση. Μιας κρίσης των μοντέλων μεγέθυνσης, που αποκάλυψε τις απόπειρες για διόγκωση της οικονομικής μεγέθυνσης με χρηματοπιστωτικές αλχημείες και διατήρηση της μεγέθυνσης με δημόσιο ή ιδιωτικό χρέος, όπως έγινε και στην αμερικανική αλλά και στην ευρωπαϊκή οικονομία.

Με το ξέσπασμα της κρίσης το 2008, αποδείχθηκε ότι δεν υπήρχε μία συντονισμένη αντίδραση των κρατών-μελών απέναντι στην κατάρρευση των τραπεζών. Επιπλέον, έγινε φανερή η ισχυρή αλληλεπίδραση που υπάρχει ανάμεσα στο τραπεζικό σύστημα και το δημόσιο χρέος εντός της Ευρωζώνης. Με στόχο, επομένως, έναν ασφαλέστερο και υγιέστερο χρηματοπιστωτικό τομέα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε ένα σύνολο κανόνων για την καλύτερη ρύθμιση, εποπτεία και διακυβέρνηση της Τραπεζικής Ένωσης, ώστε οι μελλοντικοί φορολογούμενοι να μην καλούνται να «καλύψουν» τις απώλειες των τραπεζών. Οι περισσότεροι από αυτούς τους κανόνες πλέον βρίσκονται σε ισχύ ή στο στάδιο της οριστικοποίησης τους.

Όσο η χρηματοπιστωτική κρίση εξελισσόταν και μετατράπηκε σε κρίση χρέους στην Ευρωζώνη το 2010-2011, έγινε ξεκάθαρο ότι για εκείνες τις χώρες που μοιράζονταν ένα κοινό νόμισμα και ήταν πιο αλληλεξαρτώμενες, έπρεπε να ληφθούν μέτρα ώστε να «σπάσει» ο φαύλος κύκλος μετάδοσης της τραπεζικής κρίσης στα εθνικά δημόσια οικονομικά τους. Διάφοροι οικονομολόγοι και δεξαμενές σκέψης προωθούσαν την άποψη ότι η κρίση μπορεί να αντιμετωπιστεί μόνο μέσα από τη συνδυασμένη δράση στο δημοσιονομικό και το τραπεζικό μέτωπο – και ειδικότερα, μέσα από τη συγκέντρωση και ομοσπονδοποίηση της ευθύνης – για την επόπτευση και αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ή τουλάχιστον της Ευρωζώνης. Όμως, δεν έβρισκαν ιδιαίτερη ανταπόκριση σε επίπεδο επίσημης ευρωπαϊκής πολιτικής.

Δυστυχώς, τα μέτρα που πάρθηκαν σε πρώτο στάδιο ήταν προκυκλικά και υφεσιακά ενώ η προσαρμογή των εθνικών κρατών είχε τιμωρητικό χαρακτήρα. Μάλιστα, η αυστηρή λιτότητα στα προγράμματα μεταρρυθμίσεων των ευρωπαϊκών χωρών πυροδότησε ένα κύμα «επανεθνικοποίησης» των πολιτικών. Η άνοδος του εθνικισμού και του εξτρεμισμού ενεργεί ως φρένο στη διαδικασία ενοποίησης.

Αφουγκραζόμενα αυτούς τους κινδύνους , τα θεσμικά όργανα της Ε.Ε πήραν φιλόδοξες πρωτοβουλίες υπό την μορφή μεταρρυθμίσεων, από το 2012 και μετά, που θα συμβάλουν αδιαμφισβήτητα στην τόνωση της ανταγωνιστικότητας και της οικονομικής και κοινωνικής σύγκλισης, με στόχο την περαιτέρω βελτίωση της ΟΝΕ.

Η Δημοσιονομική Ένωση προωθείται μέσω της επίτευξης και διατήρησης υπεύθυνων δημοσιονομικών πολιτικών σε εθνικό επίπεδο και σε επίπεδο ΕΕ. Επίσης, με γνώμονα την αμοιβαιοποίηση του κινδύνου (κυρίως του χρηματοπιστωτικού), αυτά τα γενναία βήματα προς τα εμπρός θα συμβάλουν και στην περαιτέρω αύξηση της αποτελεσματικότητας και της σταθερότητας των χρηματοοικονομικών αγορών και στην ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης. Τέλος, η Πολιτική Ένωση υποστηρίζεται με την ενίσχυση της δημοκρατικής λογοδοσίας, καθώς και της οικειοποίησης σε εθνικό



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επίπεδο.

Όλα αυτά τα στοιχεία είναι σημαντικά αφ' εαυτών, αλλά επίσης υπάρχει αλληλεξάρτηση μεταξύ τους. Μόνο η συνεχής φιλοδοξία και η συντονισμένη δράση μπορούν να διασφαλίσουν ότι η ΟΝΕ θα επιβιώσει και θα ανακτήσει την πορεία της προς την ισχυρή, βιώσιμη και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξη. Οι ευρωπαϊκές χώρες εφαρμόζουν τα διδάγματα από την κρίση σε ό,τι αφορά το χρέος και τις μακροοικονομικές ανισορροπίες. Στις οικονομίες γίνονται μεταρρυθμίσεις, αν και σε ορισμένες από αυτές, μεταξύ των οποίων και μερικές μεγαλύτερες, χρειάζεται να επιταχυνθεί η επίτευξη αποτελεσμάτων. Και οι προσπάθειες αυτές δεν είναι πλέον ατομικές αλλά όλο και πιο συντονισμένες σε πολιτικές και αποτελέσματα πέρα από τα σύνορα. Η Ευρώπη χρειάζεται τη νομιμοποίηση αυτή μέσα από τα αποτελέσματα, κι αυτά μπορούν να έρθουν μόνο αν δοθεί συνεχής έμφαση στην καινοτομία και τη μεταρρύθμιση. Η Ευρώπη ή θα προχωρήσει συνεκτική και με επιθυμία να προβάλλει την ισχύ και την επιρροή της ή θα πέσει σε ανυποληψία.

Η θεσμική ολοκλήρωση των χωρών της Ευρωζώνης είναι μία διαδικασία με δυναμικά χαρακτηριστικά η οποία απαιτεί χρόνο εξαιτίας πιθανών αστοχιών. Η ταχύτερη δυνατή ενοποίηση και κυρίως η πολιτική ενοποίηση είναι αναγκαία. Η ιστορία έχει δείξει ότι οι νομισματικές ενώσεις που δεν συνδυάζονται με παράλληλη πολιτική ενοποίηση, αποτελούν ένα ριψοκίνδυνο εγχείρημα. Είναι λοιπόν προφανές ότι η ύπαρξη και επίλυση τόσο σημαντικών ζητημάτων θα επιδράσει κρίσιμα και κατά τρόπο ιστορικό στην ευρωπαϊκή ενοποίηση. Ο Jean Monnet, ένας εκ των ιδρυτών της ΕΕ, είπε κάποτε: «L'Europe se fera dans les crises» (σε ελεύθερη μετάφραση: η Ευρώπη θα πραγματωθεί μέσα από τη διαχείριση των κρίσεων). Η σημερινή κρίση είναι πιθανότατα η πιο σοβαρή που αντιμετώπισε ποτέ η ΕΕ, ενώ το πώς θα αξιοποιηθεί αυτή η ιστορική ευκαιρία εξαρτάται πλέον από όλους.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# Βιβλιογραφία


Alesina A., R. Barro and S. Tenreyero, 2002, "Optimal currency areas", NBER Working Paper, No. 9072, July.

Barro, R. and D. Gordon , 1983, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", Journal of Monetary Economics, 12, pp. 101-121.

Bayoumi Tanim, Eichengreen Barry, 1992, Shocking Aspects of European Monetary Unification, NBER Working Paper No. 3949, NBER

Bayoumi, T. and B. Eichengreen, 1996, "Operationalising the Theory of Optimum Currency Areas" paper prepared for the CEPR's conference on Regional Integration in La Coruna, Spain.

Bayoumi Tanim, Eichengreen Barry, 1996, Optimum Currency Areas and Exchange Rate Volatility: Theory and evidence compared, Mimeo

Bertola, G. 1989b. Labor turnover costs and average labor demand. Mimeo.

Blanchard, O. and J. Wolfers, 2000, "The role of shocks and institutions in the rise of European unemployment: The aggregate evidence", The Economic Journal, 110, pp. 1-33, March.

Bruegel Policy Contribution, European Central Bank Quantative Easing: The Detailed Manual, March 2015

Bruegel Policy Contribution, What kind of Banking Union?, June 2012

Bruegel Policy brief, Euro area governance: What to reform and how to do it, February 2015

Calmfors, L. and J. Driffil, 1988, "Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance", Economic Policy, 6, pp. 13-61.

Calvo, G. and C. Reinhart, 2002, "Fear of Floating", The Quarterly Journal of Economics, 117 (2), pp. 379-408, May.

Commission of the European Communities, 1990, "One Market, One Money", European Economy, 44.

Corden W. Max, 1972, Monetary Integration, Essays in International Finance, No. 93, Princeton University




ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

De Grauwe Paul, Mongelli Francesco Paolo, 2005, Endogeneities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together?, European Central Bank Working Paper Series No. 468

De Grauwe Paul, Mongelli Francesco Paolo, 2004, Endogeneities of Optimum Currency Areas, in "Monetary Union in Europe: Historical Perspectives and Prospects for the Future"

De Grauwe Paul, 2010, What kind of governance for the Eurozone?

Dellas Harris, Tavlas S. George, 2009, An Optimum-Currency-Area Odyssey, Journal of International Money and Finance 28, 1117-1137

Dorrucci, E., Mongelli, F. et al. (2005): "The path of institutional and financial integration", Journal of Economic Integration, Vol. 20, No. 2 (June).

Eichengreen Barry, 1991, Is Europe an Optimum Currency Area?, NBER Working Paper No. 3579, NBER

Emerson et all,1992, One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union, Oxford University Press, 354

European Commission, Press Releases Database, SPEECH/14/622, Brussels, 25 September 2014

European Commission, 5-Presidents' Report, Economic and Monetary Integration in Europe, 2015

European Central Bank, Monetary and financial developments, Monthly Bulletin June 2010

Frankel, J. 1999, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", NBER Working Paper, No. 7338.

Frankel A. Jeffrey, Rose A. Andrew, 1997, Is EMU more justifiable ex post than ex ante?, European Economic Review 41, 753-760

Frankel A. Jeffrey, Rose K. Andrew, 1998, The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, The Economic Journal 449, 1009-1025

Gandolfo, G., 1992, "Monetary Unions" in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell (eds.), The New Palgrave Dictionary of Money and Finance 2, Macmillan, London, pp. 765-770.

Hay (1999), The Political Economy of New labour: Labouring Under False Pretences? (Manchester University Press: Manchester)



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ingram James C., 1973, The case for European Monetary Integration, Essays in International Finance, No. 98, Princeton University

Ishiyama Yoshihide, 1975, The theory of Optimum Currency Areas: A Survey, IMF Staff Papers No. 22, 344–383

Kenen B Peter, 1969, The theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, In Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press, 41–60.

Krugman R. Paul, Obstfeld Maurice, 2011, International Economics: Theory and Policy, Prentice Hall 9th edition

McKinnon I. Ronald, 1963, Optimum Currency Areas, The American Economic Review 53, 717-725

McKinnon R., 2001, "Optimum Currency Areas Revisited", Stanford University, mimeo.

Meade, J., 1957, "The Balance of Payments Problems of a European Free Trade Area", The Economic Journal, 67, pp. 379-96.
Mélitz, J., 1991, "Brussels on a Single Money", Open Economies Review, 2, pp. 323-336.

Mongelli, F., 2002, "'New' Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us", European Central Bank, Working Paper, No. 138.

Mongelli Francesco Paolo, 2005, What is European Economic and Monetary Union Telling us About the Properties of Optimum Currency Areas?, Journal of Common Market Studies 43

Mongelli Francesco Paolo, 2008, European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory, Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, European Commission

Mundell A. Robert, 1961, Theory of Optimum Currency Areas, American Economic Review 51, 657–665

Mundell R., 1973, "Uncommon Arguments for Common Currencies", in H.G. Johnson and A.K. Swoboda (eds.), The Economics of Common Currencies, George Allen and Unwin Ltd, London, pp. 114-32.

OECD, Statistical Yearbook, 2003

Obstfeld, M. and K. Roggoff, 1996, Foundations of International Macroeconomics, Cambridge: MIT Press.

Obstfeld Maurice, Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis, Economic Papers 493, April 2013



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Sachs, J. and C. Wyplosz, 1986, “The Economic Consequences of President Mitterand”, Economic Policy, 2, pp. 262-322.

Sebnem Kalemli-Ozcan, Elias Papaioannou and José-Luis Peydró, 2010, what lies beneath the euro’s effect on financial integration? Currency Risk, Legal harmonisation or Trade? , Working Paper Series, No. 1216, June

Schelkle, W. (2001), the Optimum Currency Area Approach to European Monetary Integration: Framework of Debate or Dead End? (London South bank University Papers No.2/2001).

Tavlas S. George, 1993, The ‘New’ Theory of Optimum Currency Areas, The World Economy, 663-685

Tower, E. and T. Willett, 1976, “The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility: A More General Framework”, Special Papers in International Economics, 11, Princeton University.

Van Rompuy, 2012, 4-Presidents’ Report 2012

VoxEu.org Book, 2015, The Eurozone crisis, A Consensus View of the causes and a few possible solutions

Γκόρτζος Χρ., 2014, Εισαγωγή στο Δίκαιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, Νομική Βιβλιοθήκη

Κατσίμη Μαργαρίτα, Μακροοικονομικές Πολιτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2016, Εκδόσεις ΟΠΑ



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ