

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΧΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΕΙΑ»

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΑΝΩΤΑΤΗ ΔΙΑΚΛΑΔΙΚΗ ΣΧΟΛΗ ΠΟΛΕΜΟΥ

ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η κρίση χρέους της ευρωζώνης. Αποτέλεσμα της διεθνούς κρίσης των αμερικανικών subprime ή κρίση της αρχιτεκτονικής του ευρώ;



Σύνταξη: Παναγιώτης Χ. Πανσεληνάς

Επιβλέπων Καθηγητής: Δημήτριος Κυρκιλής

ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2017

ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ

«Δηλώνω ότι όλα τα στοιχεία σε αυτήν την εργασία τα απέκτησα, τα επεξεργάστηκα και τα παρουσιάζω σύμφωνα με τους κανόνες και τις αρχές της ακαδημαϊκής δεοντολογίας, καθώς και τους νόμους που διέπουν την έρευνα και την πνευματική ιδιοκτησία. Δηλώνω επίσης υπευθύνως ότι, όπως απαιτείται από αυτούς τους κανόνες, αναφέρομαι και παραπέμπω στις πηγές όλων των στοιχείων που χρησιμοποιώ και τα οποία δεν συνιστούν πρωτότυπη δημιουργία μου».

Παναγιώτης Χ. Πανσεληνάς

ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ

## ΣΥΝΟΨΗ

Στην παρούσα διατριβή καταβάλλεται προσπάθεια να διερευνηθεί η κρίση χρέους στην ευρωζώνη σε ότι αφορά τη γενεσιουργό αιτία της και συγκεκριμένα εάν οφείλεται στην διεθνή κρίση των αμερικανικών subprime ή στη κρίση της αρχιτεκτονικής του Ευρώ. Προκειμένου να καταστεί αυτό δυνατό και να οδηγηθούμε σε ασφαλή συμπεράσματα αναλύεται αρχικά η διεθνής κρίση των αμερικανικών subprime και στη συνέχεια η αρχιτεκτονική του ευρώ προκειμένου να εντοπιστούν οι συνθήκες και τα αίτια που ίσως να οδήγησαν στη κρίση χρέους της ευρωζώνης και να αναγνωριστούν τυχόν αλληλεπιδράσεις τους. Κατόπιν περιγράφεται η κρίση χρέους στην ευρωζώνη από τη στιγμή που αναγνωρίστηκε μέχρι σήμερα και τέλος, αναφέρονται συμπεράσματα και προτάσεις αναφορικά με την διαμορφωθείσα διεθνή οικονομική κατάσταση.

ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΥΝΟΨΗ .....	0
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	1
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΩΝ SUBPRIME .....	4
ΓΕΝΙΚΑ .....	4
ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	4
ΑΙΤΙΕΣ.....	10
ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ.....	17
ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ.....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ.....	22
ΓΕΝΙΚΑ .....	22
ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	22
ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	26
ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΟΝΕ ΤΗΝ ΠΡΩΤΗ ΔΕΚΑΕΤΙΑ .....	30
ΕΙΝΑΙ Η ΕΕ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΟ ΕΓΧΕΙΡΗΜΑ; .....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ .....	40
ΓΕΝΙΚΑ .....	40
ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	40
ΑΙΤΙΑ.....	43
ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ.....	45
«ΕΡΓΑΛΕΙΟΘΗΚΗ» ΕΕ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΚΡΙΣΕΩΝ .....	49
Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης .....	49
Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας .....	50
Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας .....	51
ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ .....	52
ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ.....	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ .....	55
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	55
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ.....	62
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	65
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	68

ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

«Η Ευρώπη, το λίκνο του διαφωτισμού, η κοιτίδα της σύγχρονης επιστήμης, βρίσκεται σε κρίση. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 μετουσιώθηκε χωρίς σχεδόν να το καταλάβει κανείς στη κρίση του ευρώ του 2010. Το συγκεκριμένο τμήμα του κόσμου, που φιλοξένησε τη Βιομηχανική Επανάσταση η οποία εδώ και δύο αιώνες οδήγησε σε πρωτοφανείς μεταβολές του βιοτικού επιπέδου, βρίσκεται αντιμέτωπο με μια παρατεταμένη περίοδο σχεδόν στασιμότητας. Το (αποπληθωρισμένο) κατά κεφαλήν Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ) στην ευρωζώνη – τις χώρες της Ευρώπης που χρησιμοποιούν το ευρώ ως κοινό νόμισμα – εκτιμήθηκε για το 2015 σε επίπεδα χαμηλότερα από εκείνα του 2007. Κάποιες χώρες βρίσκονται σε ύφεση εδώ και χρόνια.» (Stiglitz 2016)

Η παραπάνω εισαγωγική παράγραφος από το σύγγραμμα «Ευρώ. Πως ένα κοινό νόμισμα απειλεί το μέλλον της Ευρώπης» του βραβευμένου με Νόμπελ οικονομίας Joseph E Stiglitz περιγράφει την παρούσα οικονομική κατάσταση στη περιοχή της ζώνης του ευρώ, η οποία μαστίζεται από την ευρέως γνωστή ως κρίση χρέους της ευρωζώνης. Οι τοποθετήσεις των διαφόρων προσωπικοτήτων πάνω σε αυτό το θέμα περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα απόψεων. Κάποιοι αντιμετωπίζουν το θέμα με αισιοδοξία, θεωρώντας ότι θα αναγεννήσει μια «καλύτερη» Ευρώπη, και κάποιοι άλλοι με τις πλέον μελανές προβλέψεις, καθώς ισχυρίζονται ότι μπορεί ακόμη και να την καταστρέψει. Οι αιτίες που διαμόρφωσαν την παρούσα κατάσταση αρκετές και ένα από τα εύλογα ερωτήματα που χρήζουν απάντησης είναι: «Η κρίση χρέους της ευρωζώνης είναι αποτέλεσμα της κρίσης των αμερικανικών subprime ή κρίση της αρχιτεκτονικής του ευρώ;»

Την απάντηση του παραπάνω ερωτήματος πραγματεύεται και η παρούσα εργασία. Προκειμένου η απάντηση αυτή να τύχει μιας όσο το δυνατόν αντικειμενικής εξέτασης και διατύπωσής της, το γενεσιουργό της ερώτημα αναλύεται στα δομικά του στοιχεία.

Αρχικά, διερευνάται η κρίση των αμερικανικών subprime η οποία κορυφώθηκε και έγινε παγκοσμίως αντιληπτή με το σοκ της κατάρρευσης του τραπεζικού κολοσσού Lehman Brothers την 15η Σεπτεμβρίου 2008. Μια κρίση, τέτοιου μεγέθους, που προκάλεσε ύφεση στην παγκόσμια οικονομία και ώθησε πολλούς μελε-

τητές να τη διερευνήσουν και να την συγκρίνουν με την ύφεση του 1929, καθώς εξαπλώθηκε σε κάθε γωνία του πλανήτη. Το μέγεθός της μας επιβάλλει κατά τη μελέτη της να ανατρέξουμε στα οικονομικά εκείνα γεγονότα που συνέβαλαν στην διαμόρφωση της, προκειμένου στην συνέχεια να διατυπώσουμε και να κατανοήσουμε τα αίτια της. Τέλος, η διερεύνησή της θα ολοκληρωθεί με την περιγραφή των αντιδράσεων τόσο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (ΗΠΑ) αλλά και της παγκόσμιας οικονομικής κοινότητας γενικότερα.

Στη συνέχεια, θα παρουσιαστεί η αρχιτεκτονική του ευρώ. Ένα νόμισμα το οποίο προκάλεσε πολλές ελπίδες κατά τη γέννησή του και πολλά μικτά συναισθήματα για αρκετούς ευρωπαίους πολίτες από το 2008 και μετά. Χαρακτηριστικό παράδειγμα, η Ελλάδα, η οποία το 2001 εισέρχεται στην Οικονομική Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) με πολλές ελπίδες για ένα ευοίωνο μέλλον και σήμερα 16 χρόνια μετά βιώνει μια δεινή οικονομική ύφεση, με ένα τεράστιο και κατά πολλούς μη εξυπηρετούμενο δημόσιο χρέος, με αρνητικούς ή μηδενικούς ρυθμούς ανάπτυξης, την ανεργία στο μεγαλύτερο ποσοστό της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την χώρα σε μία κατάσταση οικονομικής επιτήρησης δίχως σαφή εικόνα εξόδου της από αυτήν. Και σε αυτή τη περίπτωση ανατρέχουμε στο παρελθόν προκειμένου να απαριθμήσουμε τις ανάγκες που ώθησαν τα ευρωπαϊκά κράτη να προβούν στη δημιουργία μιας «κοινότητας» και τα σημαντικά σε αυτή τη προσπάθεια γεγονότα τα οποία στη συνέχεια, ώθησαν ορισμένα από αυτά σε μια οικονομική και νομισματική ένωση και τη δημιουργία ενός κοινού νομίσματος. Ακολούθως, καταβάλλεται η προσπάθεια να απαριθμηθούν οι «κατασκευαστικές» και λειτουργικές αδυναμίες της οικονομικής και νομισματικής ένωσης και να δοθεί μια απάντηση στο ερώτημα κατά πόσο επιτυχημένο είναι το εν λόγω εγχείρημα.

Κατόπιν αναλύεται η κρίση χρέους της ευρωζώνης μέσα από την εξέταση των γεγονότων από το 2008 και μετά. Αναφέρονται τα αίτια που οδήγησαν σε αυτή την κρίση και περιγράφονται οι αντιδράσεις και τα μέτρα που έλαβε η Ευρωπαϊκή Ένωση για να αντιμετωπίσει τη δυσχερή και άγνωστη για τα ευρωπαϊκά δεδομένα κατάσταση. Κλείνοντας, επισημαίνονται οι μελλοντικές δράσεις που καλείται να εξετάσει η ευρωζώνη αλλά και η Ευρωπαϊκή Ένωση γενικότερα έτσι ώστε να αναδυθεί ισχυρότερη από την έλευση της κρίσης αυτής.

Τέλος, διατυπώνεται η απάντηση στο τεθέν ερώτημα μέσα από τις διαπιστώσεις και τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τα προηγούμενα κεφάλαια, σύμφωνα με την οποία η κρίση χρέους στην ευρωζώνη είναι αποτέλεσμα της παθολογίας της αρχιτεκτονικής του ευρώ η οποία αναδύθηκε μετά την έλευση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης που προκλήθηκε στις ΗΠΑ και οδήγησε στην ύφεση του 2008, επιβαρύνοντας το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον και δρώντας καταλυτικά στην αποκάλυψη των αδυναμιών του ευρώ. Φυσικά στη παρούσα διατριβή καταβάλλεται προσπάθεια υποβολής προτάσεων για την αποφυγή και αποτελεσματική αντιμετώπιση παρόμοιων καταστάσεων στο μέλλον.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΩΝ SUBPRIME

### ΓΕΝΙΚΑ

Η διεθνής κρίση των αμερικανικών subprime<sup>1</sup> αναφέρεται στην χρονική περίοδο 2007-2009 και στην οικονομική κρίση που ξέσπασε στο χρηματοπιστωτικό τομέα των ΗΠΑ, η οποία εκφράστηκε από την αδυναμία εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages) και στην αλόγιστη χρήση των δομημένων επενδυτικών προϊόντων (Collateralized Debt Obligation – CDO)<sup>2</sup> που δημιουργούνταν από αυτά και επεκτάθηκε και σε άλλους τομείς της οικονομίας. Προηγήθηκε δε αυτής, μια μακροχρόνια φάση πιστωτικής επέκτασης, μόχλευσης και οικονομικής ευφορίας. Καλείται δε διεθνής διότι «άγγιξε τις διεθνείς αγορές» (Μεταξάς 2008) και κορυφώθηκε με την κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού κολοσσού Lehman Brothers (Τ. Κολλιντζας, Μ. Ψαλιδόπουλος 2009).

### ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

«Η κρίση του 2007 ξεκίνησε από το χρηματοπιστωτικό τομέα των ΗΠΑ, μετατράπηκε ταχύτατα σε διεθνή κρίση κεφαλαιαγορών για να καταλήξει σε σημαντική παγκόσμια οικονομική ύφεση» (Καραμούζης 2009). Προκειμένου όμως να αποκρυπτογραφηθεί και να ερμηνευθεί με ακριβή και ασφαλή γεγονότα χρήζει να γίνει αντιληπτό το ιστορικό της υπόβαθρο και η κατανόηση της εξέλιξης των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ. (Dodd 2007)

Πριν το 1938 η αγορά στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ αποτελούνταν κυρίως από καταθετικά ιδρύματα τα οποία χρησιμοποιούσαν τις καταθέσεις των πελατών τους για να εξυπηρετήσουν τα εκάστοτε χορηγούμενα δάνεια. Η πρακτική αυτή έθετε αυτά σε κινδύνους πιστωτικούς, ρευστότητας και αγοράς, αφού χρηματοδο-

<sup>1</sup> Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης αλλά με επιτόκιο μεγαλύτερο αυτού που παρέχεται σε πελάτες υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης και ισχυρών πελατειακών δεσμών. (INE ΟΤΟΕ n.d.)

<sup>2</sup> Ένα Δομημένο Ομόλογο είναι ένα επενδυτικό προϊόν που αποτελείται από δύο στοιχεία: ένα ομόλογο και ένα παράγωγο. Για τα Ομόλογα με Προστασία αρχικού κεφαλαίου, το μεγαλύτερο μέρος της επένδυσης καλύπτεται από το ομόλογο (τυπικά 80%). Το ομόλογο είναι εκείνο που παρέχει την προστασία του αρχικού κεφαλαίου, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι θα επιστραφεί στον επενδυτή η αξία του αρχικού κεφαλαίου στο ακέραιο. Αυτό ισχύει μόνον εάν το Ομόλογο διατηρηθεί έως τη λήξη. Τα υπόλοιπα χρήματά τοποθετούνται σε ένα παράγωγο. Αυτό είναι ένα χρηματοοικονομικό μέσο που συνδέεται με την αξία, είτε ενός χρηματιστηριακού δείκτη, είτε με την τιμή ενός άλλου περιουσιακού στοιχείου, όπως τα εμπορεύματα ή τα νομίσματα. Η δυνατότητα υψηλότερων αποδόσεων επιτυγχάνεται μέσω του παραγώγου. Στην ουσία, το ομόλογο μειώνει τον κίνδυνο που ενέχει το παράγωγο. (Citibank 2009).

τούσαν μακροχρόνια περιουσιακά στοιχεία (δάνεια) με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (καταθέσεις).

Το 1938 η κυβέρνηση των ΗΠΑ ίδρυσε την Federal National Mortgage Association (γνωστή ως Fannie Mae) για να παρέχει ρευστότητα και νέα κεφάλαια στην αγορά των στεγαστικών δανείων. Η Fannie Mae ήταν ένας οργανισμός δημοσίου συμφέροντος με σκοπό να δημιουργήσει μια δευτερογενή αγορά δανείων. Ο κύριος ρόλος της ήταν να αγοράζει τα στεγαστικά δάνεια από τα καταθετικά ιδρύματα προκειμένου να τα προστατέψει από τους κινδύνους που αναφέρθηκαν παραπάνω, αφού διέθετε μεγαλύτερη δανειοληπτική ικανότητα καθώς δραστηριοποιούταν σε όλη την επικράτεια των ΗΠΑ. Η Fannie Mae αγόραζε στεγαστικά δάνεια με συγκεκριμένα κριτήρια ανάλογα των σημερινών εξυπηρετούμενων δανείων.

Το 1968 η χρηματοδοτούμενη από την κυβέρνηση αγορά στεγαστικών δανείων ανασυγκροτήθηκε. Η επιτυχία της Fannie Mae ώθησε την κυβέρνηση των ΗΠΑ να δημιουργήσει την Government National Mortgage Association (γνωστή ως Ginnie Mae), για να χειρίζεται τα δάνεια υπό την εγγύηση της κυβέρνησης των ΗΠΑ και να επεκτείνει τη δραστηριότητα της και σε διάφορα άλλα προγράμματα κατοικιών αλλά και για να μπορέσουν να μεταφερθούν οι δραστηριότητες της Fannie Mae εκτός του κυβερνητικού προϋπολογισμού.

Το 1970 η Ginnie Mae δημιούργησε τα Mortgage-Backed Securities<sup>3</sup> (MBS), ενυπόθηκα ομόλογα δηλαδή τα οποία μετέφεραν τον κίνδυνο της αγοράς των στεγαστικών δανείων από τους δανειστές στους επενδυτές που τα αγόραζαν. Ταυτόχρονα, δημιουργήθηκε η Federal National Mortgage Corporation (γνωστή ως Freddie Mac) με σκοπό να δημιουργήσει ανταγωνισμό στο συγκεκριμένο χώρο καθώς η Fannie Mae είχε πρόσφατα ιδιωτικοποιηθεί. Οι δύο εταιρίες μέσα σε μερικά χρόνια εξελίχθηκαν στις κύριες πηγές χρηματοδότησης των στεγαστικών δα-

---

<sup>3</sup> «Είναι ομόλογα εγγυημένα από μία δεξαμενή περιουσιακών στοιχείων. Πρόκειται για ένα επενδυτικό μέσο που αντιπροσωπεύει την ιδιοκτησία ενός αδιαίρετου συμφέροντος σε μια ομάδα ενυπόθηκων ομολόγων. Η εταιρία που συγκεντρώνει τα ομόλογα εισπράττει μία προμήθεια έναντι του πιστωτικού κινδύνου. Το κεφάλαιο και οι τόκοι από τα επί μέρους ενυπόθηκα ομόλογα χρησιμοποιούνται για την πληρωμή του κεφαλαίου και των τόκων επί του MBS. Όταν επενδύει κανείς σε ένα MBS, δανείζει χρήματα σε ένα αγοραστή κατοικίας ή επαγγελματικής στέγης. Τα MBS είναι ένα μέσο κυρίως για τις μικρότερες περιφερειακές τράπεζες που μπορούν να παρέχουν ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στους πελάτες τους χωρίς να ανησυχούν εάν έχουν τα περιουσιακά στοιχεία για να καλύψουν το δάνειο. Ενεργούν σαν ενδιάμεσοι μεταξύ του αγοραστή της κατοικίας και της αγοράς των επενδυτών». (INE ΟΤΟΕ n.d.)

νείων των ΗΠΑ, καθώς αγόραζαν και κρατούσαν στο χαρτοφυλάκιο τους μεγάλο μέρος του συνόλου των στεγαστικών δανείων και πολλά από αυτά τα τιτλοποιούσαν σε ενυπόθηκα ομόλογα. Μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης ο κίνδυνος της αγοράς διαχέονταν και μεταφέρονταν τόσο από τα λογιστικά βιβλία των εκδοτών των δανείων όσο και από τους ισολογισμούς των Fannie Mae και Freddie Mac. Τα ενυπόθηκα ομόλογα αγοράζονταν από θεσμικούς επενδυτές, εύπορους ιδιώτες και καταθετικά ιδρύματα με αποτέλεσμα να εξασφαλίζεται η μακροχρόνια χρηματοδότηση των χορηγούμενων στεγαστικών δανείων και να περιορίζονται οι κίνδυνοι ρευστότητας. Ήταν πλέον εμφανής η επιρροή αλλά και καθοριστικός ο ρόλος που διαδραμάτιζαν οι δύο αυτές ημικρατικές εταιρείες (Government – Sponsored Enterprises – GSE), σημειώνοντας όλο και μεγαλύτερη επιτυχία στην αγορά.

Το 2003 οι δύο εταιρείες αποτελούν την κύρια πηγή των ενυπόθηκων ομολόγων (MBS) και των εγγυημένων ομολόγων (asset-backed securities – ABS)<sup>4</sup> με το ποσοστό να αγγίζει το 76% του συνόλου της αγοράς. Η διαμορφωθείσα κατάσταση ενεργοποίησε την επιθετική στάση ιδιωτικών οργανισμών που δράπτονται της ευκαιρίας να λάβουν μερίδιο στην εν λόγω αγορά.

Το 2006 η αγορά ακινήτων έχει φτάσει στο σημείο κορύφωσής της και η τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ έχουν σχεδόν διπλασιαστεί σε σχέση με το 1998 δημιουργώντας τη γρηγορότερη άνοδο τιμών ακινήτων στην ιστορία των ΗΠΑ (Weinberg 2013).

Στα μέσα του 2006 το ποσοστό των ημικρατικών εταιριών (GSEs) είχε πέσει στο 57%, ενώ αντίστοιχα το ποσοστό των ιδιωτικών οργανισμών ανέβηκε στο 43%. Η αύξηση του μεριδίου των ιδιωτικών οργανισμών στην αγορά αυτή, προκλήθηκε από τη δημιουργία και τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης τα οποία είχαν μεγαλύτερο βαθμό επικινδυνότητας από τα παραδοσιακά χορηγούμενα μέχρι τότε δάνεια που χορηγούσαν οι ημικρατικές εταιρείες. Η πρα-

---

<sup>4</sup> «Ομόλογα εγγυημένα από δεξαμενή περιουσιακών στοιχείων ενεργητικού όπως πιστώσεις, εκπαιδευτικά, καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια, χρηματοδοτική μίσθωση, πιστωτικές κάρτες, εγγυημένα χρεωστικά ομόλογα, αυτοκίνητα, εξοπλισμός, αποκλεισμένων στην αγορά των ΗΠΑ των ακινήτων τα οποία όμως περιλαμβάνονται στις αγορές των άλλων χωρών. Τη δεξαμενή των ασφαλειών διαχειρίζεται μετά από εξουσιοδότηση ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή μία εταιρία ειδικού σκοπού που καταβάλλει με τη σειρά του ένα μέρος των χρηματορροών της δεξαμενής στους επενδυτές. Δηλαδή, αντί να καταβληθεί στους επενδυτές το ποσό των κουπονιών σταθερού εισοδήματος, πληρώνονται οι χρηματορροές (cash flows) από τη δεξαμενή των ασφαλειών (pool of mortgages)». (INE ΟΤΟΕ n.d.)

κτική αυτή των ιδιωτικών οργανισμών δημιούργησε προβλήματα που μέχρι τότε δεν υπήρχαν καθώς οι ημικρατικές εταιρίες διαχειριζόντουσαν κατά κανόνα εξυπηρετούμενα δάνεια. Η πρακτική αυτή είχε ως αποτέλεσμα λόγω του ότι αριθμός στεγαστικών δανείων δεν θα μπορούσε να εξυπηρετηθεί, να μην επιθυμεί κανείς να τα αγοράσει λόγω της υψηλής επικινδυνότητας που τα χαρακτήριζε. Για την αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων χρησιμοποιήθηκαν τα δομημένα επενδυτικά προϊόντα (Collateralized Debt Obligations - CDOs)<sup>5</sup>. Δηλαδή τα στεγαστικά δάνεια ομαδοποιούνταν σε εγγυημένα χρεωστικά ομόλογα διαφορετικού ρίσκου με συνέπεια να δύνανται να πουληθούν σε επενδυτές και αμοιβαία κεφάλαια υψηλής μόχλευσης (hedge funds)<sup>6</sup>. Το 2005 η εταιρία αξιολόγησης Fitch Ratings προειδοποίησε ότι η εισαγωγή των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλής μόχλευσης στις χρηματοοικονομικές αγορές ως πηγή κεφαλαίου εγκυμονούσε πολλούς κινδύνους. Η προειδοποίηση αυτή στηριζόταν στο ότι κατά κανόνα είναι επενδυτικά κεφάλαια, εγκατεστημένα κυρίως σε υπεράκτιες (offshore)<sup>7</sup> δικαιοδοσίες, τα οποία επενδύουν σε ένα ευρύτατο φάσμα παγίων, χρησιμοποιώντας συχνά μόχλευση (επενδύουν πολλαπλάσια κεφάλαια από αυτά τα οποία διαθέτουν) και στοχεύοντας στην απόλυτη απόδοση. Το ότι είναι εγκατεστημένα σε υπεράκτιες δικαιοδοσίες, τους παρέχει πλήρη ελευθερία επενδυτικών κινήσεων καθώς τυγχάνουν απουσίας εποπτικών μηχανισμών. «Με άλλα λόγια διαθέτουν απόλυτη σχεδόν ελευθερία επενδυτικών κινήσεων, τόσο στην επιλογή της στρατηγικής και των παγίων στα οποία επενδύουν, όσο και στη χρήση μόχλευσης» (Γκικόεζας 2003).

Στις αρχές του 2007 η φημολογία ότι η στεγαστική αγορά των ΗΠΑ παρουσίαζε σημάδια κόπωσης διέθετε αρκετές ενδείξεις και οι αναλυτές εξέφραζαν σε στήλες του οικονομικού τύπου την ανησυχία τους για την επερχόμενη κρίση. Η α-

<sup>5</sup> «Ένα ομόλογο του οποίου η αποπληρωμή είναι εγγυημένη (collateralised) με βάση μια δεξαμενή από περιουσιακά στοιχεία όπως εταιρικά ομόλογα και ιδιαίτερα στεγαστικά ομόλογα ασφαλισμένα με υποθήκη ή στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου (sub-prime mortgage loans), άλλα απλά και μόχλευμένα δάνεια ή άλλα χρεόγραφα. Επόμενα, τα CDOs διακρίνονται σε πολλά τμήματα (tranches) που έχουν διαφορετική πιστοληπτική διαβάθμιση. Ορισμένα από αυτά, όπως τα ασφαλισμένα από στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου ενέχουν μεγάλο κίνδυνο και η μη αποπληρωμή τους μπορεί να οδηγήσει ενίοτε σε μερική αποσταθεροποίηση τις αγορές. Το 2006, στην αγορά των ΗΠΑ εκδόθηκαν CDOs συνολικής αξίας 503 δισεκατομμυρίων δολαρίων.» (INE ΟΤΟΕ n.d.)

<sup>6</sup> «Κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου ή κατά την ελληνική έκδοση της Ετήσιας Έκθεσης της ΕΚΤ για το έτος 2008 «αμοιβαία κεφάλαια υψηλής μόχλευσης». Ο κίνδυνος που καλύπτεται μπορεί να προέρχεται από τη μεταβλητότητα των επιτοκίων, των τιμών συναλλάγματος, των τιμών των μετοχών, των ομολόγων και των εμπορευμάτων. Η κάλυψη πραγματοποιείται συνήθως με τη χρήση προθεσμιακών πράξεων ή χρηματοοικονομικών συμβολαίων futures και options».

<sup>7</sup> «Διεθνής όρος που δεν σημαίνει μόνο εκτός της δικαιοδοσίας του κράτους υποδοχής αλλά και εκτός των φορολογικών ρυθμίσεων που ισχύουν στο κράτος του κατοίκου ή του πολίτη». (INE ΟΤΟΕ n.d.)

γοροπωλησία των δομημένων επενδυτικών προϊόντων (CDOs) δεν μπορούσε πλέον να εποπτευθεί καθώς η δράση των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλής μόχλευσης (hedge funds) είχε μεταφέρει την αγοροπωλησία τους σε εξωχρηματιστηριακές αγορές - συναλλαγές «κάτω από το τραπέζι».

Το καλοκαίρι του 2007 η Bear Stearns<sup>8</sup> πτώχευσε λόγω κατοχής δομημένων επενδυτικών προϊόντων (CDOs) που βασίζονταν σε στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης (subprime). Ταυτόχρονα, οι οίκοι αξιολόγησης (Rating Agencies – CRTs) υποβάθμισαν τα αντίστοιχα CDOs με συνέπεια να πληγεί το αίσθημα ασφάλειας στη στεγαστική πίστη και αναδεικνύοντας την αστοχία των οίκων αξιολόγησης να αξιολογήσουν νεωτερισμούς του χρηματοπιστωτικού συστήματος όπως τα δομημένα επενδυτικά προϊόντα.

Τον Αύγουστο του 2007 οι αγορές των στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και των δομημένων επενδυτικών προϊόντων είχαν έλλειψη ρευστότητας και οι επενδυτές ήταν ήδη αρκετά μοχλευμένοι με συνέπεια οι συναλλαγές να τελματώσουν. Χωρίς συναλλαγές η κατάσταση χειροτέρευε. Μεγάλες ομάδες του πληθυσμού των ΗΠΑ αδυνατούσε να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του για αποπληρωμή των subprime δανείων του. Οι πλειστηριασμοί διαδέχτηκαν ο ένας τον άλλον και οι καταθέτες έσπευσαν στις τράπεζες για να κάνουν ανάληψη των χρημάτων τους. Η πρώτη «φούσκα» είχε σκάσει και αφορούσε την αγορά κατοικιών στις ΗΠΑ. Η πρώτη «φούσκα» από εκείνες που θα ακολουθούσαν στο φαύλο κύκλο που είχε δημιουργηθεί. Οι κατοικίες αυτές είχαν αγοραστεί με ενυπόθηκα δάνεια μεγάλης μόχλευσης και χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης με συνέπεια να επηρεαστούν οι αγορές που διαπραγματεύονταν αυτά τα προϊόντα. Συνέπεια της «φούσκας» στην αγορά των ακινήτων αποτελούσε και η «φούσκα» στην αγορά των δομημένων επενδυτικών προϊόντων (CDOs). Αποτέλεσμα δε της δεύτερης ήταν η εξαγωγή της σε όλο τον κόσμο καθώς στα δομημένα ομόλογα συμμετείχαν κεφάλαια από κάθε γωνιά της γης.

Τέλη 2007, οι ΗΠΑ είναι πλέον σε ύφεση και οι κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο μεσολαβούν συγχρονισμένα για τόνωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς με «ενέσεις» ρευστότητας και σταθεροποιούν τις διακυμάνσεις στα βραχυπρόθεσμα

---

<sup>8</sup> Η Bear Stearns ήταν επενδυτική τράπεζα με έδρα τη Νέα Υόρκη των ΗΠΑ. Ιδρύθηκε το 1923 και επιβίωσε του κραχ του 1929.



επιτόκια. Η εμπιστοσύνη στους οίκους αξιολόγησης έχει πληγεί διότι απέτυχαν να προστατέψουν τους επενδυτές καθώς δεν κατόρθωσαν να αξιολογήσουν αντικειμενικά τους κινδύνους που ελλόχευαν τα καινούργια και καινοτόμα χρηματοοικονομικά εργαλεία. Τα στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ γίνονται δυσπρόσιτα, και οι παρενέργειες εκτός ΗΠΑ αποδεικνύονται όταν το Ηνωμένο Βασίλειο αναγκάζεται να κρατικοποιήσει την τράπεζα Northern Rock.

Στις 15 Σεπτεμβρίου 2008 η ανακοίνωση της πτώχευσης της Lehman Brothers<sup>9</sup> στη Νέα Υόρκη προκάλεσε αναστάτωση στη κυβέρνηση των ΗΠΑ αλλά και στη διεθνή αγορά. Η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ παρέχει έκτακτη οικονομική ενίσχυση ύψους 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων στην ασφαλιστική εταιρεία AIG προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευσή της και τον ίδιο μήνα, η Bank of America εξαγοράζει την Merrill Lynch και κρατικοποιούνται οι Fannie Mae και Freddie Mac. Ο άνευ προηγουμένου κλονισμός του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος οδήγησε σε κρίση εμπιστοσύνης, η οποία στη συνέχεια εκδηλώθηκε ως κρίσης ρευστότητας (Τ. Κολλιντζας, Μ. Ψαλιδόπουλος 2009).

Τον Οκτώβριο του 2008, ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) Jean Claude Trichet δηλώνει πως η οικονομική κρίση των ΗΠΑ θα επιβραδύνει τους ρυθμούς ανάπτυξης της Ευρωζώνης και παράγοντες της αγοράς μιλούν για επερχόμενη ύφεση που εκτιμούν ότι μπορεί να διαρκέσει μέχρι και 5 χρόνια, σε μια προσπάθεια να οριοθετήσουν το μέγεθός της.

Τέλος στις αρχές του 2009 ψηφίζεται σχέδιο στήριξης της Bank of America και λαμβάνονται μέτρα για τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα και του δημόσιου και ιδιωτικού επενδυτικού προγράμματος. Στη σύνοδο κορυφής της Ομάδας των 20 κρατών (G20) ανακοινώνεται η δέσμευση για κοινή προσπάθεια των κυβερνήσεων με σκοπό να επανέλθει η εμπιστοσύνη στις αγορές και να αποκατασταθεί ο χρηματοπιστωτικός τομέας και το χρηματοοικονομικό σύστημα. Η κρίση πλέον είναι πέραν πάσης αμφιβολίας διεθνής και απαιτεί συλλογικές δράσεις.

---

<sup>9</sup> Η Lehman Brothers ήταν η τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα στις ΗΠΑ με έτος ίδρυσης το 1850.

## ΑΙΤΙΕΣ

Παρατηρώντας την εξέλιξη των γεγονότων της διεθνούς κρίσης των αμερικανικών subprime διαπιστώνεται ότι δεν οφείλεται σε μια συγκυρία ή σε μια συγκεκριμένη αιτία. Αποτελεί απόρροια πολλών παραγόντων, που οφείλονται σε λάθη και παραλείψεις που έλαβαν χώρα κατά το παρελθόν. Επιπλέον, αποτελούν αποτέλεσμα πολύχρονων διεργασιών που τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο αναδύθηκαν στην επιφάνεια επειδή δημιουργήθηκαν οι κατάλληλες συνθήκες. Προσπαθώντας να σταχυολογήσουμε τις αιτίες που προκάλεσαν την κρίση αυτή, θα αναφερθούμε στη συνέχεια σε ορισμένες, οι οποίες όπως θα διαπιστώσουμε σε πολλές περιπτώσεις είναι αλληλένδετες και αλληλοεξαρτώμενες.

- « Η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει δημιουργήσει σημαντικές αλληλεξαρτήσεις αγορών, οικονομιών και χωρών σε τέτοιο βαθμό, που τοπικές χρηματοοικονομικές κρίσεις μεταφέρονται με μεγάλη ταχύτητα και ένταση στο υπόλοιπο διεθνές χρηματοπιστωτικό χώρο, ενώ ακόμα εντυπωσιακότερη είναι η ταχύτητα μεταφοράς της χρηματοπιστωτικής κρίσης στη πραγματική οικονομία σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο» (Καραμούζης 2009). Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η πτώχευση της Lehman Brothers. Η ανακοίνωση της πτώχευσης προκάλεσε τέτοιο πανικό, ο οποίος εκφράστηκε με τεράστια έλλειψη ρευστότητας, φυγή καταθέσεων σε ασφαλείς τοποθετήσεις και πάγωμα των διατραπεζικών αγορών και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου σε ένα μεγάλο κομμάτι της υψηλίου. Αυτός είναι και ο λόγος που κάνει τη συγκεκριμένη κρίση «διεθνή». Κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι καταλυτικό ρόλο στην ταχεία διάδοση της κρίσης σε κάθε γωνία της γης διαδραμάτισε και η αστραπιαία διάδοση της «πληροφορίας» μέσα από την ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας και ειδικά του διαδικτύου. Μια δυνατότητα που απουσίαζε από το παρελθόν και επέτρεπε την εξασφάλιση χρόνου για την αντιμετώπιση παρόμοιων καταστάσεων.

- Οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισοροπίες (Τ. Κολλιντζας, Μ. Ψαλιδόπουλος 2009), δηλαδή οι διεθνείς ανισοροπίες μεταξύ των χωρών, όσον αφορά στην εσωτερική τους αποταμίευση και επένδυση (Καραμούζης 2009). Οι ανισοροπίες εκδηλώθηκαν με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών στις ΗΠΑ και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Ασίας. Εν συνεχεία οδήγησαν σε

φθινό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά επιτόκια, που έδωσαν ώθηση σε υπάρχουσες ανισοροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα, όπως η «φούσκα των ακινήτων» και το κυνήγι των υψηλών αποδόσεων με τη χρήση καινοτόμων χρηματοοικονομικών εργαλείων (Γκ. Χαρδούβελης 2009). Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η αντιμετώπιση της κρίσης από την χώρα με την τρίτη μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου μετά τις ΗΠΑ, αν θεωρήσουμε την Ευρωπαϊκή Ένωση ως ενιαία οικονομική οντότητα, και ο μεγαλύτερος εξαγωγέας αγαθών. Η Κίνα τα τελευταία χρόνια έχει πετύχει εξαιρετικούς ρυθμούς ανάπτυξης με αποτέλεσμα να αυξήσει τις εξαγωγές της και να τις διατηρεί σε αυτό το επίπεδο για μεγάλο χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα να αποκτήσει τεράστια πλεονάσματα στο εμπορικό της ισοζύγιο και εξέχουσα θέση στη παγκόσμια οικονομία. Τα πλεονάσματα της τα τοποθέτησε, αρχικά, σε αξιόγραφα με βάση κυρίως το δολάριο, όπως είναι τα ομόλογα των ΗΠΑ, με συνέπεια να διατηρηθεί το δολάριο σε σχετικά υψηλό επίπεδο, το επιτόκιο δανεισμού των ΗΠΑ σε χαμηλό και να διεισδύσει ακόμη περισσότερο στις ΗΠΑ αποδεικνύοντας στην πράξη το «αλληλένδετο» της παγκόσμιας οικονομίας στις μέρες μας. Το γεγονός αυτό ενίσχυσε τη ρευστότητα και τη δυνατότητα δανεισμού των ΗΠΑ και παράλληλα συγκράτησε το πληθωρισμό της σε χαμηλά επίπεδα επιτρέποντας τους οικονομικούς παράγοντες των ΗΠΑ και όχι μόνο, να προβούν σε ενέργειες υψηλού ρίσκου με σκοπό την αύξηση της κερδοφορίας τους.

- Η σταδιακή μετάπτωση των στόχων των τραπεζών από τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων, στην κερδοσκοπία, τα χρηματοοικονομικά στοιχήματα και τη χρηματοπιστωτική καινοτομία χωρίς οικονομική χρησιμότητα, έγιναν σε σημαντικό βαθμό, βασικές δραστηριότητες, ίσως και αυτοσκοπός για ορισμένες μεγάλες διεθνείς τράπεζες. (Καραμούζης 2009) Σε πολλές περιπτώσεις οι διοικήσεις διεθνών τραπεζών έδρασαν κερδοσκοπικά επιδεικνύοντας συμπεριφορές απληστίας και αλαζονείας προκειμένου να διασφαλίσουν βραχυπρόθεσμα συμφέροντα τους. Παράλληλα δεν μπόρεσαν να αντιληφθούν τους κινδύνους που ελλόχευαν από την εκρηκτική ανάπτυξη των τιτλοποιήσεων, των παραγώγων και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Το παραπάνω γεγονός επιτράπηκε να διογκωθεί καθώς δεν υπήρξε η απαραίτητη εποπτεία των διοικήσεων των μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, υπήρχε η διάθεση των απαραίτητων κεφαλαίων λόγω της πλεονάζουσας ρευστό-

τητας και το επέτρεπαν οι εκάστοτε σε ισχύ κανονισμοί του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

- Ρυθμιστικά κενά και ελλιπής εποπτεία. Από το 1999 και μετά, στις ΗΠΑ υπήρξε μια αποστροφή στην εφαρμογή κυρίως από την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve System – γνωστή ως FED) ρυθμιστικών μέτρων αναφορικά με την επικινδυνότητα της ανεξέλεγκτης πιστωτικής επέκτασης και της μόχλευσης. Την ίδια περίοδο, οι χρηματοοικονομικοί νεωτερισμοί δημιούργησαν νέες αγορές, χωρίς όμως να συνοδεύονται από τους κατάλληλους κανόνες λογιστικής απεικόνισης και το αντίστοιχο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο (Τ. Κολλιντζας, Μ. Ψαλιδόπουλος 2009). Στο γεγονός αυτό συνέτεινε και το γεγονός ότι οι οίκοι αξιολόγησης αδυνατούσαν να αξιολογήσουν τους νεωτερισμούς που εισήχθησαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως ήταν τα δομημένα επενδυτικά προϊόντα, με συνέπεια να αναλαμβάνονται ενέργειες υψηλού ρίσκου και επισφαλούς αποτελέσματος καθώς κανείς δεν ήταν σε θέση να κρούσει τον κώδωνα του κινδύνου. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι τα χαμηλά επιτόκια στις ΗΠΑ σε συνδυασμό με τα ελαστικά κριτήρια χρηματοδότησης, ενίσχυσαν την ρευστότητα με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί πρόσφορο έδαφος για τη ραγδαία διάδοση δομημένων επενδυτικών προϊόντων στους ιδιώτες, τις επιχειρήσεις και τα τραπεζικά ιδρύματα. Λόγω της μεγάλης αλληλεξάρτησης των αγορών, γρήγορα αυτά τα προϊόντα προσέκλυσαν και επενδυτές από κάθε γωνιά της γης και ειδικά από την Ευρώπη. Η αύξηση στη ζήτηση οδήγησε στην αύξηση των τιμών για τα προϊόντα αυτά, ενώ παράλληλα έγιναν περισσότερο ελκυστικά αφού τώρα υπόσχονταν εξασφάλιση και σιγουριά. Μπροστά σε αυτή τη φρενίτιδα του κέρδους κανένας εποπτικός μηχανισμός δεν λειτούργησε. Έτσι η ζήτηση νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων αυξανόταν διαρκώς ενώ το χρήμα γινόταν όλο και φθηνότερο για την ικανοποίηση των αναγκών (Καραμούζης 2009)

- Η «φούσκα» των ακινήτων στις ΗΠΑ η οποία από το 2001 αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί, αν και προβλημάτισε πολλούς αναλυτές. (Γκ. Χαρδούβελης 2009). Μια κρίση στο πλαίσιο ενός συγκεκριμένου οικονομικού τομέα έλαβε ανεξέλεγκτες διαστάσεις και έθεσε σε κίνδυνο την παγκόσμια οικονομία. Ουσιαστικά με τη «φούσκα» των ακινήτων έγιναν αντιληπτές οι συνέπειες όλων όσων έχουν προαναφερθεί ως αιτίες της κρίσης του 2007-2009. Στην φρενίτιδα

του κέρδους υπήρξαν επενδυτές που υποστήριξαν, ότι οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν λόγω της καλύτερης ποιότητας κατασκευής τους, χωρίς να μπορούν να αντιληφθούν το παράδοξο της επικείμενης κατάστασης. Η «φούσκα» διερράγη στα μέσα του 2006 καθώς είχε φτάσει το σημείο κορύφωσής της και μέχρι τον Απρίλιο του 2009 η αγορά ακινήτων είχε καθοδική πορεία. Όταν όμως οι τιμές σταθεροποιήθηκαν έγινε αντιληπτό ότι αρκετά δάνεια δεν εξυπηρετούνταν από τους οφειλότες προς τις τράπεζες, καθώς υπό φυσιολογικές συνθήκες δεν έπρεπε να τους είχαν χορηγηθεί. Η αδυναμία εξόφλησης των στεγαστικών δανείων αποκάλυπτε τις παθογένειες του όλου οικοδομήματος, καθώς οδήγησε σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων ενεργοποιώντας ένα φαύλο κύκλο έλλειψης ρευστότητας και κατάρρευσης νοικοκυριών, επιχειρήσεων και οργανισμών.

Κρίσιμο στοιχείο στη «φούσκα» των ακινήτων στις ΗΠΑ ήταν η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης και η τιτλοποίησή τους, η οποία έλαβε ανεξέλεγκτες διαστάσεις καθώς δεν υπήρχε ένας μηχανισμός ο οποίος να λειτουργεί ανασχετικά και κανείς δεν επέδειξε την απαραίτητη ωριμότητα και αυτοσυγκράτηση, ούτε από τη μεριά των δανειοδοτών ούτε από τη μεριά των δανειοληπτών. Κάτι τέτοιο όμως εκείνη τη περίοδο φάνταζε φυσιολογικό. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι εκείνη τη περίοδο εφευρέθηκαν τα «interest rate only loans», δηλαδή δάνεια στα οποία ο οφειλέτης κάθε μήνα αποπλήρωνε μόνο τους τόκους, ενώ το κεφάλαιο θα πληρωνόταν με τη λήξη του δανείου καθώς οι χορηγοί των δανείων επένδυαν στην αξία του ακινήτου. Αυτό στη πράξη σήμαινε ότι υπήρχαν αυξημένες πιθανότητες να αποπληρωθούν μόνον οι τόκοι και όχι το χορηγηθέν κεφάλαιο. Κάτι τέτοιο όμως εκείνη την εποχή ήταν προς το συμφέρον και του λήπτη αλλά και του χορηγού, αφού η αξία του ενέχυρου συνεχώς αυξάνονταν και μια ενδεχόμενη πτώχευση του δανειολήπτη δεν είχε σημαντικές απώλειες για την τράπεζα. Παράλληλα, αποτελούσε ευρείας αποδοχής τακτική η άμεση τιτλοποίηση των δανείων αφού κάτι τέτοιο διέγραφε τη δανειακή σύμβαση από τον ισολογισμό των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και βελτίωνε τη ρευστότητα τους από τα κεφάλαια που συγκεντρώνονταν από αυτή τη πρακτική.

- «Το δόγμα της αποτελεσματικής αγοράς και των ορθολογικών προσδοκιών. Το δόγμα αυτό σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια την εποχή εκείνη οδήγησε σε ακραίες συμπεριφορές. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις χωρίς να τιμολογούν σωστά το κίνδυνο». (Γκ.

Χαρδούβελης 2009). Ενδεικτικό παράδειγμα αποτελεί η χρήση των δομημένων επενδυτικών ομολόγων. Με τη πάροδο των χρόνων αναπτύχθηκε η κερδοσκοπική κουλτούρα της γένεσης προσδοκιών, σύμφωνα με την οποία ένα χρηματοπιστωτικό προϊόν γινόταν ελκυστικό αποκρύπτοντας ή τουλάχιστον αγνοώντας, τους κινδύνους και τις παθογένειες που το περιέλαβαν. Αυτό είχε ως συνέπεια τον κατακερματισμό των παραδοσιακών τιτλοποιήσεων σε πολλούς και διαφορετικούς αποδέκτες, οι οποίοι πολλές φορές ήταν δύσκολο να τακτοποιηθούν λόγω της λειτουργίας τους από υπεράκτιους προορισμούς. Έτσι οι εισροές που προέρχονταν από μια ομάδα στεγαστικών δανείων διαχέονταν σε διαφορετικούς τομείς του χρηματοπιστωτικού οικοδομήματος, με αποτέλεσμα ο κίνδυνος της αδυναμίας πληρωμής των στεγαστικών δανείων να διαχέεται και να δύναται να προκαλέσει κλυδωνισμούς σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Όμως η κερδοσκοπία δεν σταμάτησε εκεί καθώς στο βωμό του κέρδους άρχισαν να δομούνται καινούργια και καινοτόμα προϊόντα, ενώ αποτέλεσε πλέον προϊόν, ακόμα και ο πιστωτικός κίνδυνος αυτών.

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να επαναλάβουμε το ατόπημα των οίκων αξιολόγησης, καθώς με την αποτυχία να αξιολογήσουν σωστά την διαμορφούμενη κατάσταση έδωσαν ώθηση στην κερδοσκοπία. Οι κερδοσκόποι στη βάση της προσδοκίας χρησιμοποιούσαν κατάλληλα τις αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης για να πλουτίσουν. Η όλη κατάσταση άρχισε να περιπλέκεται ακόμη περισσότερο όταν οι οίκοι αξιολόγησης κατηγορήθηκαν για μεροληψία, καθώς πολλές φορές αυτός που επωμιζόταν το κόστος της αξιολόγησης ενός χρηματοπιστωτικού προϊόντος ήταν και ο εκδότης του. Συνέπεια των προαναφερθέντων είναι ότι οι θετικές αξιολογήσεις απέφεραν αυξημένα κέρδη στους επενδυτές που είχαν πρόσβαση στα προϊόντα αυτά. Έτσι υψηλή επικινδυνότητα και μεγάλη απόδοση έγιναν βασικό χαρακτηριστικό των επενδυτικών προϊόντων της εποχής, με τους επενδυτές να εθελουφλούν στο πρώτο και να επιδιώκουν το δεύτερο.

Αυτή την πρακτική φαίνεται να ακολούθησαν και οι εποπτικοί μηχανισμοί στις ΗΠΑ, καταργώντας σταδιακά τις περιοριστικές διατάξεις που ίσχυαν για την προστασία των επενδυτών αλλά και του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις ΗΠΑ (Securities and Exchange Commission), η οποία φαίνεται να ελαστικοποίησε τον περιορισμό δανεισμού των επενδυτικών τραπεζών. Κάτι τέτοιο επέτρεψε τις ριψοκίνδυνες επενδύσεις με δανεικά χρήματα μεταξύ επενδυτικών τραπεζών και ώθησε

τις συζητήσεις για την ανάγκη διαχωρισμού επενδυτικών και εμπορικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

- «Η ενδογενής γένεση ρίσκων. Είναι ο παράγοντας που θα επηρεάσει το μέλλον της εποπτείας του χρηματοοικονομικού χώρου» (Γκ. Χαρδούβελης 2009). Πριν την κρίση κυριαρχούσε η άποψη πως το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι σε γενικές αρχές ασφαλές, αρκεί οι υπάρχοντες εποπτικοί μηχανισμοί να εξασφαλίζουν τον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα, χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή προϊόν. Η κρίση απέδειξε ότι η αντίληψη αυτή είναι λανθασμένη. Τα προβλήματα που μέχρι τότε αντιμετωπίζονταν τοπικά ή ακόμη και κατά περίπτωση είχαν τη δυναμική να δημιουργήσουν γενικότερα και όπως αποδείχτηκε ανυπέρβλητα προβλήματα. Έγινε γενικά αντιληπτό ότι «απαιτείται μια συνολικότερη σκιαγράφηση του κινδύνου όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος». Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι το ακόλουθο. Εάν ένας οίκος αξιολόγησης αξιολογήσει αρνητικά ένα ομόλογο, η ζήτηση του στην αγορά πέφτει, μαζί και η αξία του. Το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που το έχει εκδώσει προβαίνει σε ενέργειες στήριξης του. Δηλαδή αγοράζει ομόλογα για να δημιουργήσει προσδοκία και ζήτηση, με συνέπεια η ρευστότητά του να ελαττώνεται ακόμη περισσότερο αφού είναι ήδη μειωμένη από την περιορισμένη ζήτηση του ομολόγου του. Εάν δεν καταφέρει να αντιστρέψει το επίπεδο ζήτησης του ομολόγου σε επιθυμητά επίπεδα τότε ακολουθεί συνήθως περαιτέρω υποβάθμιση του προϊόντος από τους οίκους αξιολόγησης, οπότε έχουμε έναν φαύλο κύκλο που οδηγεί, αρχικά στην καταστροφή του ομολόγου και στη συνέχεια, ίσως, και του ίδιου του εκδότη του.

- Υπερβολική Πιστωτική Επέκταση (Τ. Κολλιντζας, Μ. Ψαλιδόπουλος 2009) και υψηλή μόχλευση (Γκ. Χαρδούβελης 2009). Στη πράξη αυτό σημαίνει ότι στην αγορά κυκλοφορούσαν λιγιστά ίδια κεφάλαια ενώ παράλληλα υφίστατο υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος. Στο τέλος του 2006 ο λόγος δανειακών προς ίδια κεφάλαια επενδυτικών τραπεζών ήταν πολύ υψηλός, ενώ στην πλειοψηφία των περιπτώσεων ο δανεισμός ήταν βραχυπρόθεσμος. Αυτό σημαίνει ότι η μόχλευση των νοικοκυριών που οδήγησε στην αύξηση των τιμών των ακινήτων είχε συνέπεια στις επενδυτικές τράπεζες οι οποίες εκτέθηκαν σε αντίστοιχη μόχλευση. Όταν από το 2006 οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να πέφτουν και ο αριθμός δανείων να μην εξυπηρετείται, υπήρξε

απώλεια για τις επενδυτικές τράπεζες οι οποίες δεν μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν περαιτέρω άλλα βραχυχρόνια δάνεια. Η μόνη λύση ήταν να ρευστοποιήσουν περιουσιακά τους στοιχεία, το οποίο με τη σειρά του οδηγούσε σε επιπλέον μείωση των τιμών των κατοικιών. Δημιουργήθηκε λοιπόν ένας φαύλος κύκλος, ο οποίος λόγω της μεγάλης διείσδυσης των επενδυτικών τραπεζών και της υψηλής μόχλευσης έφερε πολλαπλασιαστική αρνητική επίδραση στο ενεργητικό διαθέσιμο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Για να αντιμετωπιστεί αυτή η μείωση οι τράπεζες αναζήτησαν τη ρευστότητα μέσω πωλήσεων μετοχών και ομολόγων και περιορισμού του δανεισμού. Κάτι τέτοιο όμως επέτεινε την κρίση ενώ ο περιορισμός του δανεισμού στέρησε τη ρευστότητα στην πραγματική οικονομία.

Σύμφωνα με το Γκ. Χαρδούβελι αυτό ονομάζεται απομόχλευση και ήταν απαραίτητο για να επανέλθει η ισορροπία στον χρηματοοικονομικό τομέα. Όμως οδήγησε τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις σε περιορισμό των δραστηριοτήτων τους, δηλαδή μείωση του προσωπικού, ανεργία, περιορισμό της παραγωγής, περιορισμό της κίνησης κεφαλαίων στην αγορά. Έτσι η προσδοκία στην οποία βασίστηκε όλο αυτό το καιρό το χρηματοπιστωτικό σύστημα για να ανθίσει, χάθηκε και αντικαταστάθηκε με την έλλειψη εμπιστοσύνης και τον περιορισμό του παγκόσμιου εμπορίου.

Συνοψίζοντας όλα τα παραπάνω διαπιστώνεται ότι ο συνδυασμός της φούσκας των ακινήτων, ο φθηνός και μη ορθολογικός δανεισμός, η κερδοσκοπική και ριψοκίνδυνη στάση των επενδυτών, η υψηλή μόχλευση, η έλλειψη της απαραίτητης εποπτείας και οι λανθασμένες αντιλήψεις οικονομικών παραγόντων οδήγησαν στην εκδήλωση της κρίσης. Φυσικά, κάθε ένας παράγοντας από μόνος του αποτελούσε πρόβλημα, αλλά δεν αρκούσε για να κλυδωνίσει την ισχυρότερη οικονομία του κόσμου αυτή των ΗΠΑ αλλά και την παγκόσμια οικονομία γενικότερα. Ο συνδυασμός αυτών δημιούργησε ντόμινο χρεωκοπιών, πτώση στις τιμές των κατοικιών, έλλειψη ρευστότητας και επεκτάθηκε στην Ευρώπη, κυρίως σε τραπεζικούς ομίλους που είχαν εκτεθεί σε τοξικά προϊόντα των Αμερικανικών χρηματαγορών όπως ήταν εκείνοι του Ηνωμένου Βασιλείου, του Βελγίου και της Γερμανίας.

Τελικά λόγω της διεθνοποίησης και της υψηλής αλληλεξάρτησης των οικονομιών η κρίση έγινε αντιληπτή στην Ευρώπη, ιδιαίτερα στο 4ο τρίμηνο του 2008, μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, όπου κατέρρευσε το διεθνές εμπόριο και υπέστη σοβαρό πλήγμα η οικονομία διεθνώς.



## **ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ**

Η κρίση των αμερικανικών subprime αποτέλεσε μεγάλο σοκ για την οικονομία των ΗΠΑ καθώς αποτέλεσε την μεγαλύτερη κρίση που αντιμετώπισε από το 2<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο και μετά (Weinberg 2013). Μέσα σε 18 μήνες μειώθηκε το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) των ΗΠΑ κατά 4,3% και η ανεργία διπλασιάστηκε από το 5% στο 10%. Η κρίση παρόλο που έληξε τον Ιούνιο του 2009 οι πληγές που προκάλεσε άργησαν να επουλωθούν.

Μέσα σε λίγους μόνο μήνες η διεθνής κρίση των αμερικανικών subprime είχε επιφέρει την καταστροφή πάνω από 25 τρισεκατομμύρια δολάρια πλούτου, την κατάρρευση μεγάλων, διεθνών τραπεζών, την εκτιμώμενη – σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ, International Monetary Fund - IMF) – ζημιά ύψους 3-4 τρισεκατομμυρίων δολαρίων στο διεθνή τραπεζικό κλάδο, την πρωτοφανή δυσλειτουργία των διεθνών κεφαλαιαγορών, την παγκόσμια έκρηξη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του χρέους, την πιστωτική ασφυξία, την ύφεση, και την ανεργία. (Καραμούζης 2009)

«Η χρηματοοικονομική κρίση πέρασε στην πραγματική οικονομία με δύο τρόπους: Πρώτον, μέσω της απροθυμίας των πιστωτικών ιδρυμάτων να χορηγήσουν δάνεια και δεύτερον μέσω της καταστροφής του πλούτου και των επιχειρήσεων από το σπάσιμο στις φούσκες. Το εξωτερικό εμπόριο κατέρρευσε και σημαντικότερο, λόγω του σχετικού της μεγέθους, για πρώτη φορά στα τελευταία τριάντα χρόνια, μειώθηκε η κατανάλωση. Συνέπεια τούτων είχαμε την εντυπωσιακή μείωση της απασχόλησης και την αύξηση της ανεργίας» (Τ. Κολλιντζας, Μ. Ψαλιδόπουλος 2009).

## **ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ**

Οι ΗΠΑ αλλά και όλες οι χώρες που επλήγησαν, αντέδρασαν με μείωση των επιτοκίων και με σημαντικές πολιτικές για την ενίσχυση της ρευστότητας, κυρίως μέσω εγγυήσεων που δόθηκαν στις εμπορικές τράπεζες, μέσω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης καθώς και μέσω της απομάκρυνσης των απαξιωμένων στοιχείων του ενεργητικού τους (toxic papers). Από την άλλη πλευρά εφαρμόσαν μέτρα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής με στόχο την ενίσχυση

των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών που πλήττονται από την κρίση. Αυτό που προκαλεί εντύπωση είναι ότι οι πολιτικές αυτές εφαρμόστηκαν τάχιστα και με συντονισμένο τρόπο σε ολόκληρο σχεδόν τον κόσμο (Τ. Κολλιντζας, Μ. Ψαλιδόπουλος 2009).

Η κρίση αν και αιφνιδίασε τους πάντες, ακόμη και την επιστημονική κοινότητα, έτυχε μιας άμεσης και συντονισμένης αντίδρασης καθώς οι εμπλεκόμενες αρχές ιδίως των ΗΠΑ φαίνεται να είχαν πάρει πολύτιμα μαθήματα από την Μεγάλη Ύφεση του 1929. (Γκ. Χαρδούβελης 2009). Σε αντίθεση με την κρίση του 1929-33, όπου οι αρχές στις ΗΠΑ δεν έκαναν σχεδόν τίποτα για να αποτρέψουν την πτώχευση εκατοντάδων τραπεζών, που επιτάχυνε σημαντικά την κρίση και την ύφεση, το 2008, η παρέμβαση των αρχών στον τραπεζικό τομέα παγκοσμίως ήταν μαζική, με κρατικές εγγυήσεις καταθέσεων, κρατικοποιήσεις τραπεζών, συμμετοχή σε αυξήσεις κεφαλαίου και εντυπωσιακή παροχή ρευστότητας από τις νομισματικές αρχές. Μια από τις αιτίες της διαφορετικής προσέγγισης ήταν το γεγονός ότι ο αρχικός πειραματισμός των ΗΠΑ με την πτώχευση της Lehman Brothers, προκάλεσε πρωτοφανή παγκόσμιο πανικό και φόβο στις αγορές καθώς και εκρηκτικές αλυσιδωτές αρνητικές επιπτώσεις, που αφύπνισαν και θορύβησαν τις κυβερνήσεις του κόσμου, κυρίως τις ευρωπαϊκές. (Καραμούζης 2009)

Είναι γεγονός ότι κανείς δεν ανέμενε την επερχόμενη κρίση. Οι απλοί πολίτες αλλά και τα μέλη της επιστημονικής κοινότητας δεν μπόρεσαν να αντιληφθούν έγκαιρα την επικείμενη άφιξη της, ενώ κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οργανισμοί δεν προσδιόρισαν το πιθανό μέγεθος της έτσι ώστε να προβούν στις ανάλογες προληπτικές ενέργειες. Η αντίδραση τους ήταν καθυστερημένη κατά την πρόληψη αλλά παραδόξως τάχιστα κατά τη θεραπεία αν και σκοπό είχε να θεραπεύσει πρώτα τα συμπτώματα και μετά τα αίτια που την προκάλεσαν. Μείζονος σημασίας ήταν ο περιορισμός των επιπτώσεων και η αποφυγή ενός καταστροφικού ντόμινο που απειλούσε την πραγματική οικονομία και το οποίο λόγω του αυξημένου βαθμού αλληλεξάρτησης μπορούσε να λάβει τεράστιες διαστάσεις, όπως ήταν το εφιαλτικό σενάριο της ολοκληρωτικής κατάρρευσης του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι πρωτοβουλίες που αναλήφθηκαν, σύμφωνα με τον Γκ. Χαρδούβελη<sup>10</sup> αφορούσαν κυρίως την πολιτική επιτοκίων, την παροχή ρευστότητας με την υιοθέτηση νέων πολιτικών, την εγγύηση των καταθέσεων και το διεθνή συντονισμό των ενεργειών. Αναλυτικότερα:

- Πολιτική Επιτοκίων. Οι Κεντρικές τράπεζες μείωσαν τα επιτόκια και ενίσχυσαν τη ρευστότητα. Έτσι η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ μείωσε το βασικό επιτόκιο της από 5,25% το Σεπτέμβριο του 2007, στο 0% με 0,25% το Δεκέμβριο του 2008. Αντίστοιχα η ΕΚΤ από το 4,25% του Οκτωβρίου του 2008, έφτασε στο 1% τον Ιούλιο του 2009. Φυσικά δεν πέτυχαν ακαριαία αποτελέσματα αλλά το μέτρο λειτούργησε ανασχετικά σε συνδυασμό με τα υπόλοιπα μέτρα.

- Νέα πολιτική παροχής ρευστότητας. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ προέβη στη λήψη μη συμβατικών μέτρων, τα οποία ονομάστηκαν «Μέτρα Ποσοτικής και Ποιοτικής Χαλάρωσης». Δηλαδή διοχέτευσε ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα με την αγορά κρατικών ομολόγων, ομολόγων ημικρατικών φορέων ή ακόμα και εταιρικών γραμματίων και ξεκίνησε το δανεισμό με ενέχυρο ευρείας κλίμακας και όχι μόνον κρατικών ομολόγων. Αποτέλεσμα της ενέργειας αυτής ήταν ο υπερδιπλασιασμός του ύψους του ενεργητικού της.

- Εγγυήσεις για τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Ένας από τους σημαντικούς τρόπους προστασίας της σταθερότητας ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι η ύπαρξη ενός συστήματος εγγύησης των καταθέσεων. Χωρίς την εγγύηση αυτή διακυβεύεται η φερεγγυότητα ακόμα και των πιο συντηρητικών τραπεζών με υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια, μέσα στον πανικό των επενδυτών και της χαμηλής ρευστότητας. Με την εκδήλωση της κρίσης και ειδικά με την κατάρρευση της Lehman Brothers κύριο μέλημα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ήταν η αύξηση του ελάχιστου ποσού εγγύησης των καταθέσεων, ώστε να αποφευχθεί η εκδήλωση πανικού που θα είχε ως αποτέλεσμα απόσυρση κεφαλαίων και ελάττωση της ρευστότητάς τους. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποιούν τη ρευστότητα που αποκτούν από τις καταθέσεις και τα λοιπά προϊόντα τους, για να δανείζουν τους πελάτες τους για περιόδους μεγαλύτερες από εκείνες που στην πραγματικότητα ο καταθέτης έχει τη δυνατότητα να αποσύρει τις καταθέσεις του. Σε περιόδους κρίσης είναι πολύ εύκολο να αδειάσουν τα αποθεματικά

---

<sup>10</sup> Χαρδούβελης, Γκίκας. «Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας.» Eurobank Research Οικονομία & Αγορές, Δεκέμβριος 2009

των τραπεζών σε πραγματικό χρήμα από μια φήμη. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ και στη συνέχεια και πολλά κράτη – μέλη της ΕΕ να αυξήσουν το ποσό εγγύησης καταθέσεων προκειμένου να διασφαλίσουν τη φερεγγυότητα των χρηματοπιστωτικών τους ιδρυμάτων.

Αρκετές κυβερνήσεις όμως, δεν αρκέστηκαν μόνο σε αυτό το μέτρο, καθώς προχώρησαν στην ενεργοποίηση πακέτων διάσωσης και ενίσχυσης των τραπεζών τους. Μάλιστα σε πολλές χώρες κρατικοποιήθηκαν ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως ήταν η Northern Rock στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στην Ελλάδα το 2009 εγκρίθηκε το Πρόγραμμα Ενίσχυσης της Ρευστότητας ύψους €28 δισεκατομμυρίων, το οποίο ήταν ένας συνδυασμός ομολόγων και εγγυήσεων του κράτους προς τις τράπεζες. Έτσι αρχικά αγοράστηκαν από το Δημόσιο, μέσω ομολόγων, προνομιούχες μετοχές των τραπεζών με σκοπό η ρευστότητα στο ενεργητικό των τραπεζών να διοχετευθεί στην αγορά. Στη συνέχεια οι τράπεζες εξέδωσαν ομόλογα με εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου ώστε να ενισχυθεί περαιτέρω η ρευστότητα. Τέλος, το Δημόσιο αγόρασε ποσοστό του χαρτοφυλακίου των δανείων των τραπεζών με την έκδοση ειδικών ομολόγων. Συγκριτικά αναφέρεται ότι το αντίστοιχο πρόγραμμα ενίσχυσης των τραπεζών στις ΗΠΑ από την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα, με την ονομασία Πρόγραμμα Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (Financial Stability Plan – FSB), ήταν ύψους \$2 τρισεκατομμυρίων.

- Διεθνής συντονισμός για την αντιμετώπιση της κρίσης. Η αποτελεσματική αντιμετώπιση της κρίσης απαιτούσε και το διεθνή συντονισμό των αντιδράσεων κάτι που ανέλαβε να υλοποιήσει η G20, αναλαμβάνοντας τον κυριότερο λόγο διαβούλευσης και συντονισμού σε διεθνές επίπεδο, επισκιάζοντας ακόμα και την G8, την παραδοσιακή ομάδα των οκτώ πιο ανεπτυγμένων οικονομικά χωρών. Τον Απρίλιο του 2009 στο Λονδίνο έγινε η Σύνοδος Κορυφής της G20, η οποία μεταξύ άλλων αποφάσισε την ίδρυση του Συμβουλίου Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (Financial Stability Board - FSB) με αυξημένες αρμοδιότητες και αποστολή τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Στις τρεις συνεδριάσεις που διενήργησε η G20, έλαβαν μια σειρά αποφάσεις που ενίσχυσαν σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών και βοήθησαν στην αντιμετώπιση της κρίσης. Οι αποφάσεις αφορούσαν:

- Το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών για τον περιορισμό της κρίσης.

- Την αναδιάρθρωση των χρηματοοικονομικών αγορών.
- Την ενίσχυση του διεθνούς εμπορίου με αποφυγή μέτρων προστατευτισμού και τη χρηματοδότησή του με 250 δισεκατομμύρια δολάρια.
  - Την ενίσχυση του ΔΝΤ ως κυρίου μέσου χρηματοδότησης των οικονομιών σε κρίση και με χαλάρωση των κριτηρίων χρηματοδότησης.
  - Την παροχή βοήθειας για ανάπτυξη στις φτωχότερες οικονομίες (επιπλέον πόροι 100 δισεκατομμυρίων δολαρίων).
  - Την αναστροφή της τάσης απορρύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που ήταν η βασική αιτία δημιουργίας της κρίσης. Μάλιστα θεσπίστηκαν αυστηρότεροι κανόνες για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλής μόχλευσης (hedge funds) και τους οίκους αξιολόγησης.

Ουσιαστικά η G-20 «έδωσε το έναυσμα για μια μεγάλης εμβέλειας μεταρρύθμιση του εποπτικού πλαισίου, την οποία ανέλαβαν να υλοποιήσουν οι φορείς θέσπισης παγκόσμιων προτύπων και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή» (Τράπεζα της Ελλάδος 2013).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

### ΓΕΝΙΚΑ

Με το τέλος του 2<sup>ου</sup> Παγκοσμίου Πολέμου ακολούθησε μια εποχή ανάπτυξης του ελεύθερου παγκόσμιου εμπορίου ως συνέπεια του μεταπολεμικού πνεύματος που είχε ως απόρροια τη μείωση των εμπορικών ανταγωνισμών. Συνέπεια των ειδικών συνθηκών που είχαν δημιουργηθεί στην Ευρώπη ήταν και η καλλιέργεια της ιδέας για τη δημιουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Μια ιδέα που καλλιέργησε προσδοκίες και φιλοδοξίες στο σύνολο των ευρωπαϊκών χωρών και προξένησε διεργασίες μεταξύ των ευρωπαϊκών κρατών που ξεκίνησαν με το πέρας του 2<sup>ου</sup> Παγκοσμίου Πολέμου και συνεχίζονται ως και σήμερα.

### ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

«Μετά το τέλος του 2<sup>ου</sup> Παγκοσμίου πολέμου, ήταν διάχυτη η πεποίθηση μεταξύ των ηγετών των χωρών της Δυτικής Ευρώπης πως η ευημερία, η σταθερότητα και η ειρήνη στη περιοχή θα μπορούσε να εξασφαλιστεί σε μεγάλο βαθμό μέσω της οικονομικής τους συνεργασίας» (Χατζηδημητρίου 2003). Επιπλέον, «τα μεγάλα ευρωπαϊκά κράτη μετά την καταστροφή του 2<sup>ου</sup> Παγκοσμίου Πολέμου και τη δύση της αποικιοκρατίας, κατάλαβαν ότι ο μόνος τρόπος ενίσχυσης της οικονομικής ανάπτυξης στην Ευρώπη ήταν η μεγένθυση της ευρωπαϊκής αγοράς για τις ευρωπαϊκές εταιρείες, μέσω της ενοποίησης και της διευκόλυνσης διενέργειας των συναλλαγών. Αυτό γινόταν ιδιαίτερα προφανές στη σύγκριση με το μεγάλο κερδίσιμο του πολέμου, τις ΗΠΑ, που ήταν ήδη οργανωμένες ως μια μεγάλη αγορά με εταιρείες κολοσσούς παγκόσμιας εμβέλειας που είχαν καταλάβει το μεγαλύτερο μερίδιο της παγκόσμιας αγοράς» (Κουτσόγιωργας 2012).

Η παραπάνω αντίληψη είχε ως συνέπεια την ανάληψη δράσεων προς αυτή την κατεύθυνση. Το πρώτο βήμα έγινε τον Οκτώβριο του 1947 στη Χάγη με την ίδρυση της BENELUX, μιας τελωνειακής ένωσης μεταξύ των κάτω χωρών, η οποία προέβλεπε την χωρίς δασμούς διακίνηση προϊόντων μεταξύ των χωρών αυτών. Το επόμενο βήμα έλαβε χώρα τον Απρίλιο του 1948 με την ίδρυση του Οργανισμού για την Ευρωπαϊκή Οικονομική Συνεργασία (Organization for European

Economic Co-operation), σκοπός του οποίου ήταν η διαχείριση των κεφαλαίων του Σχεδίου Marshall<sup>11</sup> για την ανοικοδόμηση της Ευρώπης.

Η ουσιαστική δράση προς την κατεύθυνση μιας ένωσης των ευρωπαϊκών χωρών και «κύριος προπάτορας της ΕΕ» (Χατζηδημητρίου 2003) άρχισε να λαμβάνει υπόσταση το 1950 με τις συνομιλίες περί ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας Άνθρακος και Χάλυβος (ΕΚΑΧ, European Coal and Steel Community - ECSC) μεταξύ Γαλλίας και Γερμανίας και να λαμβάνει σάρκα και οστά στις 18 Απρ 1951 με την υπογραφή στο Παρίσι της συνθήκης περί ιδρύσεως της ΕΚΑΧ. Σημείο ιδιαίτερου ενδιαφέροντος αποτελεί η εισαγωγή της έννοιας της «κοινότητας» (community), η οποία αναφέρεται «στη τοποθέτηση τομέων της οικονομίας υπό τον έλεγχο μιας υπερεθνικής αρχής που επέτρεπε απλά, όχι την αλληλοπροσέγγιση, αλλά την βαθμιαία ενοποίηση των τομέων αυτών»<sup>12</sup>.

Στη συνέχεια, το 1955 στη διάσκεψη της Μεσίνα αποφασίστηκε η συγκρότηση επιτροπής εμπειρογνομόνων η οποία είχε ως αποτέλεσμα την υπογραφή των συνθηκών της Ρώμης, όπου υπογράφηκαν οι συνθήκες ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ) και της Ευρωπαϊκής Κοινότητας Ατομικής Ενέργειας (ΕΚΑΕ).

Η συνθήκη της Ρώμης αποτελεί το «θεμέλιο λίθο» (Χατζηδημητρίου 2003) της ΕΕ και τα κύρια σημεία της προβλέπουν:

- Σχηματισμό Ζώνης Ελεύθερου Εμπορίου, δηλαδή σταδιακή εξάλειψη δασμών και άλλων εμπορικών φραγμών μεταξύ των χωρών – μελών.
- Σχηματισμό Τελωνειακής Ένωσης, δηλαδή καθορισμό κοινού δασμολογίου που θα ισχύει για τις εισαγωγές από τον υπόλοιπο κόσμο.
- Σχηματισμό Κοινής Αγοράς, δηλαδή την κατάργηση των εμποδίων στη διακίνηση της εργασίας, των κεφαλαίων και των επιχειρήσεων,
- Υιοθέτηση Κοινών Αγροτικών Πολιτικών
- Δημιουργία ενός επενδυτικού ταμείου για τη διοχέτευση κεφαλαίων από τις πλέον αναπτυσσόμενες προς τις λιγότερο αναπτυσσόμενες περιοχές της κοινότητας.

<sup>11</sup> Πρόκειται για μεγάλη κλίμακας πρόγραμμα οικονομικής βοήθειας των ΗΠΑ προς ευρωπαϊκές χώρες με σκοπό την ανοικοδόμηση και την ανάπτυξη τους μετά το 2<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο. Διήρκεσε από το 1948 μέχρι το 1952.

<sup>12</sup> Εισαγωγικές Σημειώσεις Έδρας Ασφάλειας και Στρατηγικής, Ανώτατης Διακλαδικής Σχολής Πολέμου, Θεσσαλονίκη, Νοέμβριος 2014

Το 1965 στις Βρυξέλες αποφασίστηκε η συγχώνευση των ΕΚΑΧ, ΕΟΚ και ΕΚΑΕ σε ένα νέο οργανισμό εκείνο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, ο οποίος τέθηκε σε ισχύ το 1967.

Το 1986 υπογράφεται η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη. Πρόκειται για μια Συνθήκη που παρέχει τη βάση για ένα τεράστιο εξαετές πρόγραμμα με στόχο την επίλυση των προβλημάτων που είχαν σχέση με την ελεύθερη ροή του εμπορίου διαμέσου των συνόρων της ΕΕ και δημιουργεί την «ενιαία αγορά»<sup>13</sup>, μία διαδικασία η οποία θα έπρεπε να έχει ολοκληρωθεί μέχρι τα τέλη του 1992. Το 1993 η ενιαία αγορά ολοκληρώνεται σε αρκετά σημαντικό βαθμό, με τις «τέσσερις ελευθερίες», οι οποίες αναφέρονται στην ελεύθερη κυκλοφορία εμπορευμάτων, υπηρεσιών, προσώπων και κεφαλαίων.

Τον 1988 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επιβεβαίωσε τον στόχο της σταδιακής υλοποίησης της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) των κρατών μελών της ΕΕ και ανέθεσε σε μια επιτροπή, να μελετήσει και να προτείνει συγκεκριμένα στάδια που θα οδηγούσαν στην εν λόγω ένωση. «Ως ΟΝΕ νοείται η διαδικασία που αποβλέπει στην εναρμόνιση των οικονομικών και νομισματικών πολιτικών των κρατών μελών της Ένωσης, με στόχο την εφαρμογή ενιαίου νομίσματος, του ευρώ» (eur-lex.europa.eu n.d.). Αποτέλεσμα των εργασιών αυτής της επιτροπής ήταν η Έκθεση Ντελόρ (Delors), σύμφωνα με την οποία η οικονομική και νομισματική ένωση θα έπρεπε να επιτευχθεί σε τρία ξεχωριστά, αλλά εξελικτικά στάδια.

Το 1992 θα υπογραφεί η συνθήκη του Μάαστριχτ. Η επίσημη ονομασία της ήταν Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση και έδωσε νέα πνοή στο εγχείρημα της ευρωπαϊκής ενοποίησης. «Αποτέλεσε ουσιαστικά συνθήκη – τομή για την Ευρωπαϊκή Ένωση, μιας και για πρώτη φορά αναφέρθηκε σε συγκεκριμένα μέτρα, όπως αυτό της δημιουργίας κοινού νομίσματος, σε μια μελλοντική πορεία ουσιαστικής οικονομικής και πολιτικής ενοποίησης της ΕΕ» (Κουτσόγιωργας 2012)

<sup>13</sup> «Στην ενιαία αγορά της ΕΕ (γνωστή και ως εσωτερική αγορά) τα πρόσωπα, τα αγαθά, οι υπηρεσίες, και τα κεφάλαια μπορούν να κυκλοφορούν σε όλη την ΕΕ εξίσου ελεύθερα όπως και στο εσωτερικό μιας χώρας. Η αμοιβαία αναγνώριση συμβάλλει ουσιαστικά στην εξάλειψη των εμποδίων στο εμπόριο. Οι πολίτες της ΕΕ μπορούν να σπουδάζουν, να ζουν, να κάνουν αγορές, να εργάζονται και να συνταξιοδοτούνται σε οποιαδήποτε χώρα της ΕΕ, καθώς επίσης να απολαμβάνουν προϊόντα απ' όλη την Ευρώπη. ... Για να δημιουργηθεί αυτή η ενιαία αγορά, καταργήθηκαν εκατοντάδες τεχνικά, νομικά και γραφειοκρατικά εμπόδια στο ελεύθερο εμπόριο και την ελεύθερη κυκλοφορία ανάμεσα στις χώρες της ΕΕ, με αποτέλεσμα να μπορούν οι επιχειρήσεις να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους. Χάρη στον ανταγωνισμό μειώθηκαν οι τιμές και αυξήθηκαν οι επιλογές των καταναλωτών». (europa.eu n.d.)



«Στο Μάαστριχ, θέσαμε το θεμέλιο λίθο για την ολοκλήρωση της ευρωπαϊκής ενοποίησης. Η συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης εισαγάγει ένα νέο και αποφασιστικό βήμα στη διαδικασία της ευρωπαϊκής ενοποίησης που μέσα σε λίγα χρόνια θα οδηγήσει στη δημιουργία αυτού που οραματίστηκαν οι ιδρυτικές μορφές της μετά τον τελευταίο πόλεμο: Τις Ενωμένες Πολιτείες της Ευρώπης.»

Χέλμουτ Κολ, Απρίλιος 1992

Η Συνθήκη του Μάαστριχ αποτελεί ουσιαστικά την ιδρυτική συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης η οποία είναι μια ιδιότυπη υπερεθνική και διακυβερνητική ένωση κρατών και αποτελεί το *de facto* διάδοχο των ευρωπαϊκών κοινοτήτων. Η συνθήκη εκτός των θεσμών και μεταβολών που επέφερε στην λειτουργία της ΕΕ, καθόριζε ένα συγκριμένο χρονοδιάγραμμα για την επίτευξη της ΟΝΕ των χωρών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και καθόριζε το χρονοδιάγραμμα για την εισαγωγή του ευρώ<sup>14</sup> στις χώρες που θα συμμετείχαν στην ΟΝΕ.

Το 1997 έλαβε χώρα αναθεώρηση των συνθηκών της Ευρωπαϊκής Ένωσης με τη Συνθήκη του Άμστερνταμ, η οποία τέθηκε σε ισχύ την 1<sup>η</sup> Μαΐου 1999 τα σημαντικότερα στοιχεία της οποίας είναι:

- Η λήψη δραστικών μέτρων για την καταπολέμηση της ανεργίας, ιδιαίτερα των νέων.
- Η ενδυνάμωση του ρόλου του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.
- Η καθιέρωση ενός συστήματος «δύο ταχυτήτων» σύμφωνα με το οποίο ομάδες κρατών – μελών επιτρέπεται να προωθούν τη διαδικασία της οικονομικής και πολιτικής ενοποίησής τους ταχύτερα από το σύνολο των κρατών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το 1999 η ΟΝΕ έγινε πραγματικότητα με την συμμετοχή 11 από τα 15 τότε κράτη μέλη. Τα 11 αυτά κράτη μέλη πληρούσαν τα κριτήρια σύγκλισης<sup>15</sup> που είχαν καθοριστεί με την Συνθήκη του Μάαστριχ και είχαν το δικαίωμα συμμετοχής στην ένωση αυτή.

<sup>14</sup> Το θέμα της νομισματικής ενοποίησης προσεγγίστηκε στο τέλος της δεκαετίας του '70 προκειμένου να περιοριστεί ο συναλλαγματικός κίνδυνος εντός της κοινής αγοράς που είχε διαμορφωθεί στην Ευρώπη και να διευκολυνθούν οι συναλλαγές. (Κουτσόγιωργας 2012)

<sup>15</sup> «Τα τέσσερα κριτήρια σύγκλισης περιγράφονται στο άρθρο 121, παράγραφος 1 της συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Κοινότητα (ΣΕΚ). Πρόκειται για τέσσερα κριτήρια (σταθερότητα των τιμών, δημοσιονομική κατάσταση, συναλλαγματική ισοτιμία, μακροπρόθεσμα επιτόκια)». (eur-lex.europa.eu n.d.)

Το 2001 υπογράφεται η Συνθήκη της Νίκαιας η οποία τίθεται σε ισχύ το 2003. Η Συνθήκη της Νίκαιας περιλαμβάνει μεταρρυθμίσεις της θεσμικής δομής της Ευρωπαϊκής Ένωσης προκειμένου να προσαρμοσθεί στην περαιτέρω διεύρυνσή της.

Το 2002 κυκλοφορεί το ευρώ και λαμβάνει υλική υπόσταση καθώς υιοθετείται ως νόμισμα από τα ευρωπαϊκά κράτη που συμμετέχουν στην ΟΝΕ.

Το 2007 υπογράφεται η Συνθήκη της Λισαβόνας η οποία τίθεται σε ισχύ το 2009 και είναι γνωστή και ως Μεταρρυθμιστική Συνθήκη καθώς τροποποιεί τις ιδρυτικές συνθήκες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η Συνθήκη ουσιαστικά υποκαθιστά το «ευρωσύνταγμα»<sup>16</sup> μια προσπάθεια για την υλοποίηση ενός κοινού για τα κράτη μέλη ευρωπαϊκού συντάγματος που εγκαινιάστηκε το 2002 αλλά δεν τελεσφόρησε και οφείλει την γένεση της στην ανάγκη απλοποίησης και εκσυγχρονισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία ήταν «επιτακτική». (Κανελλόπουλος 2008)

## **ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

Από την ιστορική αναδρομή της εξέλιξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης παρατηρούμε ότι στους αρχικούς στόχους της δημιουργίας κάποιας μορφής ένωσης στην Ευρώπη δεν ήταν εκείνη της δημιουργίας μιας ΟΝΕ, όπως αποδεικνύει η στοχοθεσία της Συνθήκης της Ρώμης. «Ωστόσο, στη δεκαετία του 1960, και καθώς ο όγκος του εμπορίου μεταξύ των χωρών – μελών είχε φτάσει σε υψηλά επίπεδα, κατέστη σαφές στις κυβερνήσεις τους πως ήταν απόλυτα αναγκαίο να διασφαλίσουν όσο το δυνατόν περισσότερο την σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών ανάμεσα στα νομίσματα τους» (Χατζηδημητρίου 2003). Η ΟΝΕ άρχισε να συζητείται από το τέλος της δεκαετίας του 60 και μετά, καθώς εξέφραζε την επιθυμία της δημιουργίας ενός σταθερού περιβάλλοντος που θα ευνοούσε την περαιτέρω ανάπτυξη και την απασχόληση στην Ευρώπη. Πολιτικά και οικονομικά εμπόδια δυσκόλευαν τόσο την δημιουργία της όσο και την εξέλιξή της. Αδύναμες πολιτικές

---

<sup>16</sup> «Τον Φεβρουάριο του 2002, εγκαινιάστηκε στην Ε.Ε. η Συνταγματική Συνέλευση η οποία ανέλαβε να επεξεργαστεί την μελλοντική Ευρωπαϊκή Συνταγματική Συνθήκη, επί το συνηθέστερων, Ευρωσύνταγμα ... με σκοπό να προικιστεί η Ευρώπη με ένα σύνταγμα το οποίο ίσως κάποτε οδηγήσει στην επίτευξη του μεγάλου στοιχήματος, της πολιτικής ένωσης της Ε.Ε.». (Παπαθανασίου 2005) Η επικύρωσή του από το σύνολο των κρατών μελών δεν τελεσφόρησε κυρίως υπό το κίνδυνο δημιουργίας ενός κράτους ομόσπονδης δομής.

ηγεσίες, διαφορετικές οικονομικές προτεραιότητες μεταξύ των κρατών-μελών της και κρίσεις στις διεθνείς αγορές έπαιξαν τον ρόλο τους στην εξέλιξή της.

Η εξέλιξη της ONE μπορεί να χωριστεί σε τέσσερις φάσεις (ec.europa.eu n.d.):

Από την Συνθήκη της Ρώμης μέχρι την Έκθεση Werner (1957 – 1970). Η αναταράξεις στη διεθνή νομισματική αγορά μεταξύ του 1968 – 1969 απειλούσαν την αγροτική πολιτική της ΕΟΚ με συνέπεια να αναγκάσει τους ηγέτες των κρατών – μελών της κοινότητας να αναθέσουν στον Πρωθυπουργό του Λουξεμβούργου Pierre Werner να συντάξει μια έκθεση για το πώς μπορεί να επιτευχθεί η ONE μέχρι το 1980.

Από την Έκθεση Werner μέχρι το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ, European Monetary System - EMS) (1970 – 1979). Η έκθεση Werner πρότεινε μια διαδικασία τριών σταδίων προκειμένου να ολοκληρωθεί η ONE εντός χρονικής διάρκειας 10 ετών και περιελάμβανε και την πιθανότητα υιοθέτησης ενός κοινού νομίσματος. Τα κράτη – μέλη της κοινότητας συμφώνησαν, επί της αρχής, και το 1971 άρχισαν με το 1<sup>ο</sup> Στάδιο που περιελάμβανε την υποχρέωση να διατηρούν τις ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων εντός ενός καθορισμένου διαστήματος διακύμανσης (+/-2,25%), ενώ ταυτόχρονα έπρεπε να διατηρούν την ισοτιμία του νομίσματός τους έναντι του δολαρίου στο ίδιο διάστημα διακύμανσης. Η διεθνής πετρελαϊκή κρίση και λοιπές άλλες διαταραχές στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον δεν επέτρεψαν να ολοκληρωθεί αυτή η διαδικασία μέχρι το 1979 και την ίδρυση του ΕΝΣ.

Από το ΕΝΣ στη Συνθήκη του Μάαστριχτ (1979 – 1991). Το Μάρτιο του 1979 τέθηκε σε ισχύ το ΕΝΣ τα σπουδαιότερα στοιχεία του οποίου περιελάμβαναν (Χατζηδημητρίου 2003):

- Τη δημιουργία του Μηχανισμού συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ, Exchange Rate Mechanism – ERM). Η συμμετοχή στο ΜΣΙ δεν ήταν υποχρεωτική για τα κράτη – μέλη, εκείνα όμως που συμμετείχαν, ήταν υποχρεωμένα να παρεμβαίνουν στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος και να διατηρούν την ισοτιμία του νομίσματός τους με τα υπόλοιπα νομίσματα εντός ενός διαστήματος διακύμανσης όχι μεγαλύτερου του +/- 2,5% από μια καθορισμένη ισοτιμία, την κεντρική ισοτιμία.

- Τη δημιουργία της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Μονάδας (ENM, European Currency Unit – ECU). Η ENM δεν είχε υλική υπόσταση, ήταν μια χρηματική μονάδα που χρησιμοποιούνταν λογιστικά και η αξία του καθοριζόταν ως ένας σταθμισμένος μέσος όρος των νομισμάτων όλων των κρατών – μελών. «Ο συντελεστής στάθμισης ήταν συνάρτηση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος και του όγκου του διεθνούς εμπορίου που διεξήγαγε η κάθε χώρα.» Η ENM δικαίως θεωρείται ο «πρόδρομος» του ευρώ και έπαψε να υφίσταται με την εισαγωγή του.

Η ΕΝΣ κατάφερε να λειτουργήσει επιτυχώς για μια σχεδόν δεκαετία και να συντονίσει τις νομισματικές πολιτικές των κρατών – μελών. Η επιτυχία αυτή δημιούργησε τις συνθήκες για περαιτέρω συζητήσεις μεταξύ των κρατών – μελών για την δημιουργία της ΟΝΕ, με συνέπεια να ανατεθεί στον πρόεδρο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Jacques Delors και τους διευθυντές των κεντρικών τραπεζών των κρατών – μελών, να συντάξουν μια έκθεση για το πώς θα μπορούσε να επιτευχθεί η ΟΝΕ.

Από τη συνθήκη του Μάαστριχτ στην εποχή του ευρώ (1991 – 2002). Η έκθεση Delors πρότεινε μια διαδικασία τριών σταδίων προκειμένου να επιτευχθεί η ΟΝΕ για το χρονικό διάστημα από το 1990 έως το 1999. Η διαδικασία περιελάμβανε (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα n.d.):

Το 1ο Στάδιο, από την 1η Ιουλίου 1990, το οποίο προέβλεπε:

- Πλήρης απελευθέρωση των συναλλαγών κεφαλαίου
- Αυξημένη συνεργασία μεταξύ των κεντρικών τραπεζών
- Ελεύθερη χρήση του ECU (Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα, πρόδρομος του ευρώ)
- Βελτίωση της οικονομικής σύγκλισης

Το 2ο Στάδιο, από την 1η Ιανουαρίου 1994, το οποίο προέβλεπε:

- Ίδρυση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος (ΕΝΙ)
- Απαγόρευση της χορήγησης δανείων από τις κεντρικές τράπεζες στον δημόσιο τομέα
- Αυξημένος συντονισμός των νομισματικών πολιτικών
- Ενίσχυση της οικονομικής σύγκλισης

- Ολοκλήρωση της διαδικασίας με σκοπό την ανεξαρτησία των εθνικών κεντρικών τραπεζών το αργότερο μέχρι την ημερομηνία ίδρυσης του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών

- Προπαρασκευαστικές εργασίες για το Τρίτο Στάδιο.

Το 3ο Στάδιο, από την 1η Ιανουαρίου 1999, το οποίο προέβλεπε:

- Αμετάκλητος καθορισμός των συντελεστών μετατροπής
- Εισαγωγή του ευρώ
- Άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)<sup>17</sup>

- Έναρξη ισχύος του ενδοκοινοτικού μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΜΣΙ ΙΙ)

- Έναρξη ισχύος του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ)<sup>18</sup>

Οι Ευρωπαίοι ηγέτες δέχτηκαν τις προτάσεις της έκθεσης Delors και η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση η οποία υπογράφηκε στο Μάαστριχτ το 1992 εξασφάλισε τη δημιουργία της ΟΝΕ.

Στη Συνθήκη του Μάαστριχτ συμφωνήθηκαν και «τα κριτήρια σύγκλισης», δηλαδή τα κριτήρια που κάθε κράτος μέλος οφείλει να έχει επιτύχει προκειμένου να εισέλθει στην ΟΝΕ και τα οποία αναφέρονται παρακάτω:

- Ο πληθωρισμός δεν μπορεί να υπερβαίνει περισσότερο από 1,5% το μέσο όρο του πληθωρισμού των τριών κρατών – μελών με το χαμηλότερο πληθωρισμό.

- Τα μακροχρόνια επιτόκια της χώρας δεν μπορούν να υπερβαίνουν περισσότερο από 1,5% το μέσο όρο των επιτοκίων των τριών κρατών – μελών με τα χαμηλότερα μακροχρόνια επιτόκια.

- Το έλλειμμα του προϋπολογισμού δεν μπορεί να υπερβαίνει το 3% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος.

<sup>17</sup> Το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών μελών της ΕΕ είτε αυτά έχουν υιοθετήσει το ευρώ είτε όχι. ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) n.d.)

<sup>18</sup> Το ΣΣΑ σχεδιάστηκε για να διασφαλίσει ότι η προσπάθεια για υγιή δημοσιονομικά των χωρών της ΕΕ θα συνεχιστεί και μετά την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος ([eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu) n.d.)

- Το δημόσιο χρέος δεν πρέπει να υπερβαίνει το 60% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος ή τουλάχιστον να τείνει προς αυτό.

Μετά από σχεδόν μια δεκαετία προετοιμασίας το ευρώ εισήχθη στην ΟΝΕ την 1η Ιανουαρίου 1999, αρχικά ως λογιστικό νόμισμα και τρία χρόνια αργότερα ως απτό χειροπιαστό αποτέλεσμα μια πολυετούς προσπάθειας προκαλώντας την μεγαλύτερη ανταλλαγή νομισμάτων στην ιστορία της ανθρωπότητας αφού 12 ευρωπαϊκές χώρες κατήγησαν τα νομίσματά τους και τα αντικατέστησαν με το ευρώ. Παράλληλα, την ίδια χρονική περίοδο η ΟΝΕ έλαβε σάρκα και οστά και η νομισματική πολιτική της ανατέθηκε στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ, European Central Bank - ECB)<sup>19</sup>.

### **ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΟΝΕ ΤΗΝ ΠΡΩΤΗ ΔΕΚΑΕΤΙΑ**

Η ΟΝΕ είναι αποτέλεσμα μιας βαθμιαίας διαδικασίας ολοκλήρωσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έλαβε υπόσταση το 1999 και αποτελεί επέκταση της ενιαίας αγοράς, με κοινές ρυθμίσεις για τα προϊόντα και με ελεύθερη κυκλοφορία προϊόντων, κεφαλαίου, εργατικού δυναμικού και υπηρεσιών και φυσικά με τη χρήση ενός κοινού νομίσματος του ευρώ. Σκοπός της ΟΝΕ είναι η στήριξη βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης και ένα υψηλό επίπεδο απασχόλησης, με κατάλληλη χάραξη οικονομικής και νομισματικής πολιτικής. Αυτό συνεπάγεται τρεις βασικές οικονομικές δραστηριότητες (europa1.europa.eu n.d.):

- Εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής με στόχο τη σταθερότητα των τιμών
- Συντονισμός των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών
- Διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της ενιαίας αγοράς.

«Η ευρωζώνη ήταν ελαττωματική εκ γενετής» (Stiglitz 2016) καθώς από την αρχή εμφάνιζε κενά και αδυναμίες, τα οποία δικαιολογούνται σε μια διαδικασία που είναι σε εξέλιξη και ακόμη δεν έχει ολοκληρωθεί. Δεν πρέπει να λησμονείται ότι η γενικότερη πρόοδος στους κόλπους της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι «αποτε-

<sup>19</sup> Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είναι η κεντρική τράπεζα των 19 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Βασικό καθήκον της είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ και, ως εκ τούτου, η διαφύλαξη της αγοραστικής δύναμης του ενιαίου νομίσματος. Είναι ένα από τα επίσημα θεσμικά όργανα της ΕΕ και αποτελεί τον πυρήνα του Ευρωσυστήματος, καθώς και του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού. (www.ecb.europa.eu n.d.)

λεσμα πολυετών διαπραγματεύσεων, που χαρακτηρίζονται από βαθιές διαφωνίες για την έκταση και τη μορφή της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης» (Stiglitz 2016)

Ενσκήπτοντας στην αρχιτεκτονική του ευρώ διαπιστώνεται ότι εμφάνιζε πολλαπλές παθογένειες οι οποίες χωρίζονται από το Γ. Κοτιό και Α. Παπαστάμκο σε εκείνες που οφείλονται την «κατασκευή» της και σε εκείνες που οφείλονται στη λειτουργία της. Με την έκθεσή τους παρακάτω διαπιστώνεται ότι σε πολλές περιπτώσεις είναι αλληλένδετες και εμπεριέχουν πολλές αλληλεξαρτήσεις.

#### Κατασκευαστικές Παθογένειες

- Ανομοιογένεια οικονομικής και νομισματικής ολοκλήρωσης. Παρατηρώντας τις τρεις βασικές οικονομικές δραστηριότητες της ΟΝΕ διαπιστώνεται ότι η νομισματική ολοκλήρωση επιτυγχάνεται σε πολύ μεγάλο βαθμό μέσω της υιοθέτησης ενός κοινού νομίσματος, του ευρώ, και της λειτουργίας της ΕΚΤ. Αντίθετα σε ότι αφορά την οικονομική ολοκλήρωση αυτή βρίσκεται σε σαφώς μικρότερη βαθμίδα ολοκλήρωσης καθώς η ΟΝΕ έχει συντονιστικό ρόλο των εθνικών οικονομιών στην προσπάθεια να διασφαλίσει την εύρυθμη λειτουργία της ενιαίας αγοράς. Συνέπεια των παραπάνω είναι τα κράτη μέλη να μην διαθέτουν τη δυνατότητα άσκησης της νομισματικής τους πολιτικής και τα πλεονεκτήματα που αυτή τους παρέχει στην διαχείριση της εθνικής τους οικονομικής πολιτικής ενώ παράλληλα η ΟΝΕ να μην διαθέτει μηχανισμούς επιβολής οικονομικών πολιτικών στα κράτη μέλη της έτσι ώστε να επιτύχει τον βέλτιστο συντονισμό των οικονομικών τους πολιτικών. Ένα συντονισμό τον οποίο πρέπει να πετύχει σε σαφώς οριζόμενα χρονικά περιθώρια λόγω της ταχείας πολλές φορές εξέλιξης των οικονομικών και όχι μόνο γεγονότων.

- Μεγάλη ανομοιογένεια των οικονομικών δυνατοτήτων των κρατών μελών της ευρωζώνης. Η ΕΕ με την θέσπιση των κριτηρίων σύγκλισης προσπάθησε να εξασφαλίσει ορισμένες βασικές προϋποθέσεις για την συμμετοχή των κρατών μελών της στην ευρωζώνη, χωρίς όμως να λάβει υπόψη τη δυναμική της κάθε οικονομίας και τα ποιοτικά εκείνα στοιχεία της που θα ήταν ικανά να εξασφαλίσουν την ανάπτυξή της με συνέπεια οι διαφορές μεταξύ των κρατών μελών να είναι πολύ μεγάλες. Είχε καλλιεργηθεί η ελπίδα ότι με την πάροδο του χρόνου αυτές θα είχαν την δυνατότητα να συγκλίνουν εκμεταλλευόμενες τα πλεονεκτήματα του ε-

νιαίου νομίσματος και όπου χρειαζόταν η ευρωζώνη θα θέσπιζε τους αναγκαίους θεσμούς προκειμένου να διευθετήσει την κατάσταση. Όμως, «για να λειτουργήσει σωστά μια ζώνη ενιαίου νομίσματος πρέπει να αντιμετωπιστούν δύο προκλήσεις: να διασφαλιστεί ότι όλες οι χώρες μπορούν να διατηρήσουν πλήρη απασχόληση και ότι καμία χώρα δεν παρουσιάζει μόνιμα εμπορικά ελλείμματα, με τις εισαγωγές να υπερβαίνουν επί σειρά ετών της εξαγωγές» (Stiglitz 2016). Κάτι τέτοιο δεν ίσχυε στα κράτη – μέλη της ΟΝΕ.

- Έλλειψη θεσμών πρόληψης και διαχείρισης κρίσεων. Στους κόλπους της ΟΝΕ αλλά και της Ευρωπαϊκής Ένωσης γενικότερα, δεν είχαν θεσπιστεί θεσμοί για την πρόληψη ή τη διαχείριση κρίσεων. Ειδικότερα η έλλειψη θεσμών πρόληψης και διαχείρισης κρίσεων είχε ενσωματωθεί στην «αρχή της επικουρικότητας, η οποία συνεπάγεται μεταβίβαση της αρμοδιότητας για τη δημόσια πολιτική στο εθνικό, αντί για το ευρωπαϊκό επίπεδο, για όσο το δυνατόν ευρύτερο φάσμα αποφάσεων» (Stiglitz 2016) θεωρώντας ότι τα κράτη μέλη θα ήταν σε θέση να καλύψουν το εν λόγω θεσμικό κενό. Η απουσία αυτή μπορεί να αποδοθεί στην αφελή προσδοκία των τότε ηγετών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ότι η νομισματική σταθερότητα και η δημοσιονομική πειθαρχία, σε συνδυασμό με το χαλαρό συντονισμό της οικονομικής πολιτικής, θα απέτρεπαν την εμφάνιση διαταραχών ή κρίσεων στο εσωτερικό της ευρωζώνης ή θα τις περιόριζαν στην επικράτεια μεμονωμένων κρατών, χωρίς κινδύνους μετάδοσης στα άλλα μέλη της ΟΝΕ. Αυτές οι αντιλήψεις είχαν, ταυτόχρονα, ως αποτέλεσμα η ΟΝΕ να μην έχει αναπτύξει κανένα σύστημα για την ανακατανομή των πόρων στο εσωτερικό της προκειμένου να αμβλυνθούν οι αναπτυξιακές ανισορροπίες, όπως έχουν αναπτύξει στο σύνολο τους τα ομοσπονδιακά κράτη, και δεν προέβλεψε κανένα θεσμό αρωγής για καταστάσεις κρίσεων, όπως είχε κάνει κατά το παρελθόν με το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα. Εκτιμάται ότι ήταν συνέπεια της αντίληψης που είχαν οι ηγέτες της την εποχή εκείνη όπου ο πολιτικός ενθουσιασμός υπερκάλυπτε την οικονομική ορθολογική και το πολιτικό κόστος του κάθε ηγέτη ξεχωριστά επέβαλλε την υιοθέτηση αντιλήψεων ότι τα λάθη έχουν αποκλειστικά εθνική χρέωση.

- Ασυμμετρία μεταξύ της οικονομικής και πολιτικής ενοποίησης. Η οικονομική ενοποίηση χρησιμοποιήθηκε από τους ηγέτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως όχημα για την μετέπειτα πολιτική ενοποίηση. Επί του προκειμένου «φημολογεί-



ται ότι ο Γερμανός Καγκελάριος Χέλμουτ Κολ συμφώνησε στη δημιουργία του (ευρώ) με αντάλλαγμα την αποδοχή της επανένωσης της Γερμανίας από το Γάλλο πρόεδρο Φρανσουά Μιτεράν» (Stiglitz 2016). Παρατηρείται λοιπόν η χρήση της ONE ως μέσου προκειμένου να εξυπηρετηθούν πολιτικές πεποιθήσεις που αποσκοπούσαν πρωτίστως στην επιτάχυνση της πολιτικής ενοποίησης και δευτερευόντως της οικονομικής. Συνέπεια της διαμορφωθείσας κατάστασης ήταν να μην εισακουστεί ο οικονομικός ρεαλισμός που «συνηγορούσε υπέρ της χρονικής μετάθεσης της ένταξης στην ONE χωρών με αδύνατες οικονομικές διαρθρώσεις, αρτηριοσκληρωτικά οικονομικά και κοινωνικά συστήματα, συστήματα διακυβέρνησης υποχωρητικά έναντι των αιτημάτων των οργανωμένων ομάδων συμφερόντων και με χαμηλή ανταγωνιστικότητα». (Γ. Κότιος και Α. Παπαστάμκος 2011)

- Αποκλίνουσα κουλτούρα οικονομικής και νομισματικής πολιτικής των κρατών μελών της ευρωζώνης. Η ONE δημιούργησε ένα σύνολο κρατών τα οποία είχαν διαμορφώσει μια ποικίλη συμπεριφορά σε ότι αφορά την άσκηση της οικονομικής και της νομισματικής τους πολιτικής. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί αυτό των βορείων και των νοτίων ευρωπαϊκών χωρών. Όπως αναφέρουν οι Γ, Κότιος, και Α. Παπαστάμκος, η Γερμανία και άλλες χώρες της κεντρικής και βόρειας Ευρώπης, λόγω των αρνητικών βιωμάτων με διαδοχικούς υπερπληθωρισμούς έχει διαμορφώσει κουλτούρα νομισματικής σταθερότητας, δηλαδή απαιτούν από την πολιτική να διασφαλίζει τη σταθερότητα του χρήματος. Αντίθετα οι χώρες του ευρωπαϊκού νότου δίδουν μεγαλύτερη έμφαση στην οικονομική μεγέθυνση και θεωρούν ότι η νομισματική πολιτική οφείλει να εξυπηρετεί τον εν λόγω στόχο. Οι διαφορές αυτές δημιούργησαν ιδιαίτερα προβλήματα επικοινωνίας τόσο των πολιτικών όσο και των οικονομικών οργάνων των κρατών μελών, καθώς έννοιες και όροι λαμβάνουν διαφορετικό νόημα και δυσχεραίνεται η διαδικασία λήψης αποφάσεων καθώς πρέπει να κατανοηθούν και να συγκεραστούν διαφορετικές αντιλήψεις και πολιτικές.

- Περιορισμό της παρεμβατικής ικανότητας της κοινής νομισματικής πολιτικής. «Η συγκεκριμένη στόχευση της νομισματικής πολιτικής ήταν αποτέλεσμα της γερμανικής επιμονής προκειμένου να συμμετάσχει στην ONE. Στην ουσία, πρόκειται για μεταφορά του μονεταριστικού μοντέλου της Bundesbank από το γερμανικό εθνικό επίπεδο στο υπερεθνικό» (Κότιος, Γαλανός και Ρουκανάς 2012)

Είναι γεγονός ότι η Bundesbank είναι προσηλωμένη στη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών ανεξάρτητη από πολιτικές παρεμβάσεις. Η υιοθέτηση αυτής της αντίληψης στο εσωτερικό της ευρωζώνης για την άσκηση της νομισματικής της πολιτικής είχε ως συνέπεια την εξουδετέρωση των δυνατοτήτων των κρατών να ασκήσουν ανακυκλικές μακροοικονομικές πολιτικές. Συνεπώς εάν ένα κράτος μέλος έχει αυξημένα εξωτερικά ελλείμματα ή αντιμετωπίζει μια κρίση δεν διαθέτει το «οπλοστάσιο» της νομισματικής πολιτικής αλλά θα αναγκαστεί να εφαρμόσει μέτρα εισοδηματικής ή διαρθρωτικής πολιτικής με τις όποιες κοινωνικές αντιδράσεις αυτά συνεπάγονται. Στην προκειμένη περίπτωση τα γεγονότα θα αποδείξουν ορθή τη στάση του Ηνωμένου Βασιλείου που υποστήριξε ότι «η νομισματική πολιτική είναι πολύ σημαντική υπόθεση για να αφεθεί σε ανεξάρτητους τεχνοκράτες και για να περιορισθεί στην επιδίωξη ενός και μόνου μακροοικονομικού στόχου». (Γ. Κότιος και Α. Παπαστάμκος 2011)

- Την εξάρτηση των κρατών μελών από τις χρηματοπιστωτικές αγορές και την απουσία «έσχατου καταφύγιου» σε περιόδους κρίσεων ρευστότητας ή φερεγγυότητας. Στην ONE υφίσταται η απαγόρευση χρηματοδότησης από το ΕΣΚΤ, άμεσα ή έμμεσα, του δημόσιου τομέα των κρατών μελών ή των θεσμών της. Επιπλέον έχει θεσμοθετηθεί η αρχή της μη διάσωσης από άλλα κράτη μέλη σε περίπτωση υπερβολικών χρεών. Τα δύο αυτά μέτρα αποσκοπούν στην δημοσιονομική πειθαρχία των κρατών μελών της ευρωζώνης αλλά προκαλούν επιπλέον δυσχέρειες. Με το υπάρχον πλαίσιο τα κράτη μέλη, σε αντίθεση με όλα σχεδόν τα άλλα κράτη του κόσμου, δεν έχουν καμία δυνατότητα προσφυγής στις κεντρικές τους τράπεζες σε περιόδους κρίσεων, με συνέπεια να εξαρτώνται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές για να ικανοποιήσουν τις δανειακές τους ανάγκες, δηλαδή δεν διαθέτουν ένα «καταφύγιο ανάγκης». Επιπλέον δημιουργείται μια σχέση εξάρτησης των κρατών μελών από τους οίκους αξιολόγησης καθώς η πιστοληπτική τους αξιολόγηση έχει άμεση συνάφεια με την χρηματοδότησή τους από τις χρηματοοικονομικές αγορές. Σε αυτό το σημείο διαπιστώνεται για ακόμη μια φορά η ανάγκη εποπτείας των οίκων αξιολόγησης καθώς ως διεθνοποιημένοι οργανισμοί δρουν ανεξέλεγκτα επιδρώντας καταλυτικά στην παγκόσμια χρηματαγορά. Δεν είναι τυχαίο ότι «ενδεχόμενη επιθετική πολιτική αξιολόγησης των εν λόγω οίκων θα ηδύνατο να δημιουργήσει ασύμμετρες συνθήκες δανεισμού μεταξύ των χωρών μελών της ONE, καθώς και όξυνση των κρίσεων χρέους». (Γ. Κότιος και Α. Παπαστάμκος

2011) Λογικό συμπέρασμα είναι ότι μια τέτοιου τύπου εξάρτηση εκθέτει τα κράτη μέλη στη παγκόσμια χρηματαγορά ως πιθανή «λεία» κερδοσκόπων.

#### Λειτουργικές Παθογένειες

- Η αναποτελεσματική εφαρμογή της δημοσιονομικής πειθαρχίας και του ΣΣΑ. Αναμοχλεύοντας το παρελθόν και την εφαρμογή της δημοσιονομικής πειθαρχίας αλλά και του ΣΣΑ από την ημέρα υιοθέτησής τους έως το 2008 παρατηρείται ότι ουδέποτε εφαρμόστηκαν όπως είχαν αρχικά σχεδιαστεί. Η ΕΚΤ προσδιορίζει την έντονη αμφισβήτησή τους με την έναρξη της τρίτης φάσης της ΟΝΕ και η εξέλιξή της περιλαμβάνει αρχικά την ύφεση του 2000 – 2001 όπου αρκετά κράτη μέλη απαίτησαν την δυνατότητα ενεργητικής παρέμβασης της δημοσιονομική τους πολιτικής και στη συνέχεια το 2003 όπου η Γαλλία και η Γερμανία αντιτέθηκαν στην πρόταση της Επιτροπής για επιβολή κυρώσεων εναντίον τους λόγω υπερβολικών ελλειμμάτων. Τα παραπάνω είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία κακού προηγούμενου σε ότι αφορά την εφαρμογή της δημοσιονομικής πειθαρχίας που είχε ως αποτέλεσμα από τη μια την αλλαγή στη ΣΣΑ το 2005 με την υιοθέτηση ηπιότερων ορίων και αφετέρου την ελαστικότητα της εφαρμογής της. Στην όλη διαμορφωθείσα κατάσταση διαδραμάτισαν ρόλο και οι μέθοδοι υπολογισμού των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του χρέους ορισμένων κρατών μελών καθώς η Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat) δεν επέδειξε την απαραίτητη εποπτεία και οι εποπτευόμενοι την ανάλογη σύνεση και πειθαρχία.

- Οι διαφορετικές προσαρμογές των κρατών μελών στους όρους της ΟΝΕ. Η ΟΝΕ δημιούργησε ένα πρωτόγνωρο περιβάλλον για τα κράτη μέλη που συμμετείχαν σε αυτή, συνέπεια του οποίου ήταν να δημιουργηθούν συνθήκες προαγωγής της ανάπτυξης των οικονομιών τους αλλά και ιδιαίτερων συνθηκών ανταγωνισμού. Πρωτεργάτες ήταν οι επιχειρηματίες του κάθε κράτους μέλους αλλά και τα ίδια τα κράτη διαδραμάτιζαν καθοριστικό ρόλο με την άσκηση της οικονομικής πολιτικής τους. Στη προκειμένη περίπτωση παρατηρήθηκε ότι τα κράτη μέλη της κεντρικής και βόρειας Ευρώπης επέδειξαν ιδιαίτερη πειθαρχία σε ότι αφορά την ενάσκηση των πολιτικών τους εντός των όρων που έθετε η ΟΝΕ με συνέπεια να αυξήσουν τις εξαγωγές τους και τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών εκμεταλλευόμενα τα πλεονεκτήματα ανταγωνιστικότητας που διέθεταν. Αντίθετα

στον ευρωπαϊκό νότο κάτι τέτοιο δεν κατέσπει δυνατό επιτείνοντας το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας μεταξύ βορά και νότου και την τρωτότητά τους σε επικείμενες δυσχερείς οικονομικές καταστάσεις.

- Η αντιπαραγωγική χρήση του φτηνού δανεισμού από ορισμένα κράτη μέλη. Η δημιουργία της ευρωζώνης δεν αποτέλεσε ένα γεγονός ενθουσιώδους υποδοχής μόνο για τα κράτη μέλη. Θετικά την υποδέχτηκαν και οι οίκοι αξιολόγησης οι οποίοι αναβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα των κρατών μελών. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη δυνατότητα φτηνού δανεισμού από τα κράτη μέλη τα οποία όπως και στη προηγούμενη περίπτωση δεν επέδειξαν παρόμοια συμπεριφορά. Παρόλο που η συμπεριφορά τους επηρεάστηκε σημαντικά από την αδυναμία των οίκων αξιολόγησης να αναγνωρίσουν τις κατασκευαστικές παθογένειες της ευρωζώνης η αδυναμία διαχείρισης των εισροών λόγω του φτηνού δανεισμού ήταν αφελείς, με συνέπεια κράτη μέλη με «αδύνατες» οικονομίες να μην αδράξουν την ευκαιρία προκειμένου να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα των οικονομιών τους.

- Η διαφορετική εξέλιξη του πληθωρισμού και των πραγματικών ισοτιμιών του ευρώ. Άμεση συνέπεια της αύξησης της ανταγωνιστικότητας στο εσωτερικό της ΟΝΕ είχε ως συνέπεια την εμφάνιση διαφορετικής εξέλιξης του πληθωρισμού σε κάθε κράτος μέλος. Αυτή η διαφοροποίηση μεταφράστηκε στη πράξη με αύξηση των ελλειμμάτων στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών για τις χώρες του ευρωπαϊκού νότου, ενώ αντίθετα δημιούργησε πλεονάσματα στον ευρωπαϊκό βορρά. Ταυτόχρονα όμως, τα ασθενέστερα ανταγωνιστικά κράτη μέλη αντιμετώπιζαν αρνητικές επιδράσεις και στις εξαγωγές τους προς χώρες εκτός ΟΝΕ, καθώς κάθε φορά που ανατιμούσαν το ευρώ, για τις χώρες της περιφέρειας σήμαινε επιβάρυνση των εξαγωγών τους, αφού η πραγματική ανατίμηση ήταν υψηλότερη από την ονομαστική ακριβώς λόγω των συγκριτικά υψηλών πληθωρισμών.

- Έλλειψη οχύρωσης σε ασύμμετρες οικονομικές διαταραχές. Η κρίση των αμερικανικών subprime απέδειξε για ακόμη μια φορά ότι μια διαταραχή σε μια αγορά μπορεί να προκαλέσει πολλαπλές δυσχέρειες σε κάποιες άλλες ανάλογα με το βαθμό αλληλεξάρτησής τους. Λαμβάνοντας αυτό υπόψη διαπιστώνεται ότι η ευρωζώνη και το κάθε κράτος μέλος αυτής είναι πολύ πιθανό να βρεθεί αντιμετώπιτο με μια διαταραχή που μπορεί να προκαλέσει ασύμμετρα οικονομικά και όχι μό-

νο αποτελέσματα. Η ΟΝΕ όπως έχει ήδη επισημανθεί είναι τρωτή σε τέτοιες καταστάσεις καθώς δεν διαθέτει κάποιο μηχανισμό για την πρόληψη και διαχείρισή τους. Η ΟΝΕ την πρώτη δεκαετία της δημιουργίας της αντιμετώπισε τέτοιες καταστάσεις. Υπενθυμίζεται ότι χρειάστηκε να αφομοιώσει νέα κράτη μέλη καθώς η Ευρωπαϊκή Ένωση από τα 15 κράτη μέλη επεκτάθηκε στα 27. Ακόμα κλήθηκε να διαχειριστεί την εξαγωγική πολιτική της Κίνας και τη διακύμανση των τιμών του πετρελαίου, χωρίς να είναι αποκλειστικά μόνο αυτά που καλούνταν να αντιμετωπίσει. Όλες αυτές οι δυσχέρειες είχαν διαφορετική επίδραση στο κάθε κράτος μέλος ξεχωριστά. Κάποια αντιμετώπισαν δυσχέρειες από την επέκταση της ΕΕ καθώς χρηματοδοτήσεις που προορίζονταν για την δική τους οικονομία μετακλήθηκαν στα νεοεισερχόμενα κράτη μέλη. Κάποια αντιμετώπισαν σε μεγαλύτερο βαθμό την επιθετική εξαγωγική πολιτική της Κίνας από κάποια άλλα. Κάποια άλλα είχαν την οικονομία τους αγκιστρωμένη σε πολύ μεγάλο βαθμό στο πετρέλαιο και η διακύμανση των τιμών του ήταν άκρως επώδυνη για αυτά. Τέλος κάποια άλλα βίωσαν τεράστιες φυσικές και τεχνολογικές καταστροφές οι συνέπειες των οποίων είχαν μεγάλη επίδραση στην ευρωστία της οικονομίας τους.

- Η ανελαστική νομισματική πολιτική πάρα την ύπαρξη ανόμοιων οικονομικών καταστάσεων. «Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ προσανατολίζεται στη σταθερότητα των τιμών (ετήσιος πληθωρισμός κατώτερος, αλλά πλησίον του 2%) του μέσου όρου της ευρωζώνης. Όπως, όμως, αναφέρθηκε ανωτέρω, οι πληθωριστικές εξελίξεις στις χώρες της ευρωζώνης υπήρξαν αποκλίνουσες. Έτσι, οι χώρες με πληθωρισμό (και ταχύτερη οικονομική μεγέθυνση) αρκετά άνω του 2% χρειάζονταν μία πιο σφιχτή νομισματική πολιτική, ενώ χώρες με πολύ χαμηλότερα ποσοστά πληθωρισμού (και χαμηλότερα ποσοστά οικονομικής μεγέθυνσης) θα ήθελαν μία πιο επεκτατική νομισματική πολιτική. Η χωρική διαφοροποίηση της νομισματικής πολιτικής είναι όμως ανέφικτη. Συνεπώς, εκ των πραγμάτων η κοινή νομισματική πολιτική ήταν κατά την πρώτη δεκαετία της ΟΝΕ συχνά προκυκλική, δηλαδή ενίσχυε τον πληθωρισμό και τα δημοσιονομικά ελλείμματα στις ταχύτερα μεγεθυνόμενες οικονομίες, κυρίως, της περιφέρειας, αλλά και την ύφεση σε ορισμένες χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά» (Γ. Κότιος και Α. Παπαστάμκος 2011)

Σήμερα η ΟΝΕ έχει εξελιχθεί και έχει λάβει μέτρα για κάποιες από τις παθολογίες που προαναφέρθηκαν αλλά όπως διαπιστώνει και η ίδια υπάρχουν τομείς

που πρέπει να ληφθούν περαιτέρω δράσεις. Επισημαίνοντας ότι η αρχιτεκτονική της ΟΝΕ βασίζεται σε κοινές νομικές αρχές και σχεδιάστηκε και εξελίχθηκε σταδιακά, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επισημαίνει το 2017 ότι πρέπει να εργαστεί περαιτέρω καθώς:

- Η διακυβέρνηση της ΟΝΕ εξακολουθεί να είναι μη ισορροπημένη από πολλές απόψεις.
- Η θεσμική αρχιτεκτονική της ΟΝΕ είναι ένα μικτό σύστημα το οποίο είναι περίπλοκο και απαιτεί μεγαλύτερη διαφάνεια και λογοδοσία.
- Το κοινό συμφέρον της ζώνης του ευρώ δεν εκπροσωπείται ακόμη επαρκώς στο δημόσιο διάλογο και στη λήψη αποφάσεων.

### **ΕΙΝΑΙ Η ΕΕ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΟ ΕΓΧΕΙΡΗΜΑ;**

«Την πρώτη δεκαετία από την εισαγωγή του, την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999, το ευρώ θεωρείτο ότι σημείωσε μεγάλη επιτυχία. Η ζώνη του ευρώ γνώρισε μια περίοδο σταθερότητας των τιμών. Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου και των άλλων βασικών νομισμάτων, παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερή και ισχυρή και η ζώνη του ευρώ ως σύνολο κατέγραψε πιο ικανοποιητικές επιδόσεις από άλλες μεγάλες οικονομίες όσον αφορά την οικονομική ανάπτυξη και την απασχόληση. Επίσης, την πρώτη δεκαετία του ευρώ λειτούργησε ως σημαντικός καταλύτης για την επιτυχή ενοποίηση των αγορών στη ζώνη του ευρώ». (Γρκαργκάνας 2013)

Η εισαγωγή του ευρώ στην ΟΝΕ απέμπλεξε τα ενυπόθηκα δάνεια και το βιοτικό επίπεδο των ευρωπαϊών πολιτών από τον υψηλό πληθωρισμό και τις ασταθείς συναλλαγματικές ισοτιμίες των δεκαετιών του 1970 και του 1980 και για αυτό η αρχική εντύπωση ήταν θετική. Παράλληλα, η ΟΝΕ διευκόλυνε την μετακίνηση των ευρωπαϊών πολιτών εντός αυτής και προήγαγε την επιχειρηματική τους δραστηριότητα εξασφαλίζοντάς τους ευκολίες όπως ήταν για παράδειγμα η κατάργηση, ουσιαστικά, των προμηθειών μετατροπής συναλλάγματος ή μεταβίβασης – ανάληψης μετρητών.

Η εισαγωγή του ευρώ στην ΟΝΕ βελτίωσε το εύρος δράσης των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, διευκόλυνε την χρηματοδότησή τους και επέτρεψε την συνεργασία τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της επιτυχίας είναι η ευρωπαϊκή

αεροδιαστημική βιομηχανία που δημιούργησε τα αεροπλάνα Airbus. Η ΕΕ δημιούργησε κατάλληλες προϋποθέσεις για όλες τις μεγάλες βιομηχανικές ευρωπαϊκές εταιρείες που χρειάζονταν ζωτικό χώρο για να αναπτυχθούν. Η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήταν «ένα πολύ πετυχημένο πείραμα» (Κουτσόγιωργας 2012) και είναι αυτή που μας έδωσε υπερεθνικές ευρωπαϊκές εταιρείες και προϊόντα υψηλής τεχνολογίας που κατέλαβαν μεγάλο μερίδιο της παγκόσμιας αγοράς από το μηδέν.

Φυσικά το εγχείρημα της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι μια συνεχής προσπάθεια προς την ολοκλήρωση, μια ολοκλήρωση που δεν έχει λάβει την τελική της μορφή και για αυτό το λόγο η αρχιτεκτονική της παρουσιάζει κενά και παθογένειες. Συνέπεια των παραπάνω είναι το σύστημα διακυβέρνησης της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ειδικά της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης να τεθεί σε σκληρή δοκιμασία με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση του 2008.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

### ΓΕΝΙΚΑ

«Η χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ την περίοδο 2007-2008 οδήγησε στη χειρότερη ύφεση στην εξηκονταετή ιστορία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ταυτόχρονα, έφερε στο φως τις αδυναμίες του αρχικού σχεδιασμού της ΟΝΕ. Σε αντίξοες συνθήκες, τα κράτη μέλη και τα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης έλαβαν ισχυρές πολιτικές αποφάσεις προκειμένου να διαφυλαχτεί η ακεραιότητα του ευρώ και να αποφευχθούν τα χειρότερα» (Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2017). Σήμερα η κατάσταση έχει βελτιωθεί καθώς η Ευρωπαϊκή Ένωση ανακάμπτει πιο δυνατή και με ένα νέο «οπλοστάσιο» που θα της επιτρέψει να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά παρόμοιες καταστάσεις στο μέλλον. Κάποιοι όμως όπως οι πολίτες της νότιας Ευρώπης συνεχίζουν να διαβιούν τις συνέπειες της ευρέως γνωστής ως κρίσης χρέους της ευρωζώνης.

### ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Τον Σεπτέμβριο του 2008 η παγκόσμια οικονομία πλήττεται από τη χρηματοπιστωτική και την οικονομική κρίση συνέπεια της κρίσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ η οποία εκδηλώνεται με την «φούσκα των ακινήτων» και γίνεται παγκοσμίως αντιληπτή με την πτώχευση του χρηματοπιστωτικού κολοσσού της Lehman Brothers στις 15 του ίδιου μήνα.

Αμέσως διέρχεται και στην απέναντι πλευρά του ατλαντικού και προσβάλλει τα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. «Οι πρώτες ευρωπαϊκές χώρες που επλήγησαν από την παγκόσμια κρίση δεν άνηκαν στη ζώνη του ευρώ, ενώ το ευρώ φάνηκε να λειτουργεί ως ασπίδα» (Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2017) Αυτό οφειλόταν στο βαθμό έκθεσής τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ. Χαρακτηριστικό παράδειγμα το Ηνωμένο Βασίλειο το οποίο, όπως έχει προαναφερθεί, αναγκάστηκε να εθνικοποιήσει την τράπεζα Northern Rock στις 22 Φεβρουαρίου 2008.

Σύντομα όμως έγινε αντιληπτό ότι και άλλα κράτη μέλη της ΕΕ ήταν ευπαθή στην επικείμενη κρίση. Αρχικά εκφράστηκε με τη μορφή χρηματοπιστωτικής κρί-



σης και στη συνέχεια ως κρίση χρέους καθώς κράτη μέλη αναγκάστηκαν να στηρίξουν οικονομικά τα τραπεζικά τους συστήματα προκειμένου να αποφύγουν τον κίνδυνο κατάρρευσής τους. Συνέπεια της ενέργειας αυτής ήταν η αύξηση του δημόσιου χρέους από ποσοστό χαμηλότερο του 70% του ΑΕΠ, πριν την κρίση, σε 92% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο το 2014 και από κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην αρχή να μετατραπεί σε κρίση χρέους της ευρωζώνης καθώς κάποια κράτη μέλη αυτής δεν είχαν τη δυνατότητα να το διαχειριστούν λόγω αδυναμιών των οικονομιών τους και αδυναμίας άσκησης νομισματικής πολιτικής, αφού αυτή πλέον διεξάγεται από την ΕΚΤ λόγω του κοινού νομίσματος του ευρώ.

Συνοπτικά τα κύρια γεγονότα που έλαβαν χώρα από το 2008 αναφέρονται παρακάτω έτσι όπως αντληθήκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος<sup>20</sup>:

Τον Οκτώβριο του 2008 οι χώρες της ευρωζώνης συμφώνησαν με τη Διακήρυξη των Παρισίων να αναλάβουν συντονισμένη δράση για τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος. Η Διακήρυξη προέβλεπε την η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και μέτρα για την παροχή κρατικών εγγυήσεων για την έκδοση τραπεζικών χρεογράφων.

Το Δεκέμβριο του 2008 το Ευρωπαϊκό συμβούλιο ενέκρινε το Ευρωπαϊκό Σχέδιο Οικονομικής Ανάκαμψης, σκοπός του οποίου ήταν η στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας και η εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Το 2009 η παγκόσμια οικονομία κατέγραψε αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης για πρώτη φορά στη μεταπολεμική περίοδο, καθώς οι περισσότερες προηγμένες οικονομίες εισήλθαν σε βαθιά ύφεση και ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στις αναδυόμενες οικονομίες σημείωσε σημαντική επιβράδυνση. Όλες οι χώρες της ζώνης του ευρώ κατέγραψαν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ. Στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης καταβλήθηκε προσπάθεια για την ενίσχυση του πλαισίου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και ενός νέου θεσμικού πλαισίου εποπτείας, ως συνέπεια της Συνόδου Κορυφής της G20, η οποία αποτέλεσε το έναυσμα για μια μεγάλης εμβέλειας μεταρρύθμιση του εποπτικού πλαισίου της χρηματοπιστωτικής αγοράς.

---

<sup>20</sup> Τράπεζα της Ελλάδος. *Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος, 2013.

Το 2010 ξεκίνησε η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου και στην Ευρωπαϊκή Ένωση η χρηματοπιστωτική κρίση μετεξελίχθηκε σε κρίση δημοσίου χρέους ορισμένων χωρών της ευρωζώνης απειλώντας τη σταθερότητα και τη συνοχή της ΟΝΕ. Εκείνη τη χρονιά γίνεται πλέον σαφώς αντιληπτό ότι το πρόβλημα μιας χώρας έχει μετατραπεί σε πρόβλημα για το σύνολο της ζώνης του ευρώ με την Ελλάδα να βρίσκεται στο επίκεντρο των συζητήσεων, τίθεται για πρώτη φορά το θέμα μιας «ευρωπαϊκής οικονομικής διακυβέρνησης των 27» και παρέχονται δάνεια σε κράτη μέλη που έχουν πρόβλημα με τη σύναψη διμερών συμφωνιών μεταξύ των κρατών μελών με τη συνδρομή του ΔΝΤ. Ταυτόχρονα, ξεκίνησε να συζητείται η δημιουργία ενός μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, ενώ απορρίπτονται οι προτάσεις για την έκδοση ευρωομολόγων με την αιτιολογία ότι η «αμοιβαιοποίηση» του χρέους θα αποδυνάμωνε τη δημοσιονομική και μεταρρυθμιστική προσπάθεια των χωρών με ελλείμματα, ενώ ταυτόχρονα θα δημιουργούσε προβλήματα ηθικού κινδύνου για τις υπόλοιπες.

Το 2011 οξύνθηκε η κρίση δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ. Ο φόβος αρνητικών εξελίξεων στην ευρωζώνη, πύκνωσαν τις πιέσεις στους ηγέτες της ΟΝΕ για λήψη αποφασιστικών και συντονισμένων δράσεων αντιμετώπισης της κρίσης χρέους, υπό το φόβο αρνητικού επηρεασμού της παγκόσμιας οικονομίας. Οι εν λόγω πιέσεις στόχευαν πρώτον στην προστασία της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας της ευρωζώνης και την αποφυγή τυχόν χρεωκοπιών κρατών – μελών (Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία είχαν ήδη υποβάλει αιτήματα βοήθειας) και δεύτερον για την αποκατάσταση της αξιοπιστίας του ευρώ.

Το 2012 ο φόβος διάλυσης της ζώνης του ευρώ κορυφώνεται το πρώτο εξάμηνο και άρχισε να υποχωρεί σταδιακά στο δεύτερο με την εντατικοποίηση των προσπαθειών για την ουσιαστική ολοκλήρωση της ΟΝΕ. Επίσης, τίθεται σε ισχύ η συνθήκη για την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας.

Το 2013 είναι έτος – ορόσημο για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους της ευρωζώνης, καθώς σηματοδοτεί την ολοκλήρωση σημαντικών αλλαγών για την ανακοπή της ύφεσης.

## ΑΙΤΙΑ

Η κρίση που εκδηλώθηκε αρχικά στις ΗΠΑ και στη συνέχεια μεταπήδησε στην αντίπερα όχθη του Ατλαντικού και σε όλο τον κόσμο δεν αποτελεί τη γενεσιουργό αιτία της κρίσης χρέους της ζώνης του ευρώ. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 έδρασε σαν καταλύτης που αποκάλυψε τις αδυναμίες της αρχιτεκτονικής του ευρώ. Αδυναμίες που είχαν αποκρυφτεί για τουλάχιστον μια δεκαετία καθώς τα κράτη – μέλη της ΟΝΕ απολάμβαναν τα οφέλη ενός κοινού νομίσματος εντός μιας ενιαίας αγοράς.

Ο αρχικός σχεδιασμός της ΟΝΕ ήταν «μινιμαλιστικός» (Γρκαργκάνας 2013) Προέβλεπε μόνο την ενιαία νομισματική πολιτική και τους δημοσιονομικούς κανόνες που περιλαμβάνονται στη Συνθήκη του Μάαστριχτ και το ΣΣΑ ως μέσο αποτροπής των υπερβολικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων στα κράτη – μέλη. Η δημοσιονομική, η οικονομική και η χρηματοπιστωτική πολιτική εξακολουθούσαν να υπάγονται στην αρμοδιότητα των εθνικών κυβερνήσεων και των επιμέρους αρχών εποπτείας των τραπεζών. Δεν είχε προβλεφθεί καμία πρόνοια για την αντιμετώπιση μιας απρόβλεπτης οικονομικής κρίσης. Κρίση η οποία αποκάλυψε την ανομοιομορφία των οικονομιών των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ.

Η αρχιτεκτονική της ΟΝΕ ουσιαστικά στηρίχθηκε στην προσδοκία ότι (Γρκαργκάνας 2013):

- Το ευρώ θα προωθούσε την οικονομική ολοκλήρωση που θα είχε ως συνέπεια τη σύγκλιση των οικονομιών των κρατών μελών της ευρωζώνης. Κυριάρχησε η πεποίθηση ότι η βαθύτερη ολοκλήρωση θα οχύρωνε την ευρωζώνη από διαταραχές που θα έπλητταν συγκεκριμένα κράτη μέλη.
- Τα κράτη μέλη της ευρωζώνης θα ήταν σε θέση να αντιμετωπίσουν μια οικονομική ύφεση σε περίπτωση ασύμμετρων διαταραχών, χρησιμοποιώντας την εθνική δημοσιονομική πολιτική τους.
- Η ύπαρξη του ευρώ θα ενίσχυε την ενιαία αγορά και θα δημιουργούσε μεγαλύτερη ευελιξία κόστους και τιμών, η οποία με τη σειρά της θα μείωνε το βάρος της προσαρμογής σε περίπτωση οικονομικών διαταραχών που θα έπλητταν επιμέρους χώρες.

Η παραπάνω τοποθέτηση εξέφραζε κυρίως πολιτικές αντιλήψεις που είχαν να κάνουν με την επιθυμία ορισμένων κρατών μελών να αποφύγουν τη δημιουργία ενός ενιαίου δημοσιονομικού πλαισίου προκειμένου να μη δημιουργηθεί ένας μηχανισμός μεταβίβασης πόρων από το ένα κράτος στο άλλο. Μια αντίληψη που υποστηρίζεται και από την απέχθεια αρκετών κρατών μελών στην έννοια της ομοσπονδοποίησης κάτι που αποδείχτηκε και με την αποτυχία επικύρωσης του «ευρωσυντάγματος». Οι εν λόγω αντιλήψεις αποδείχτηκαν λανθασμένες καθώς δεν επέτρεψαν την έγκαιρη ανάπτυξη μηχανισμών για την αντιμετώπιση απρόβλεπτων οικονομικών διαταραχών.

«Η παρατεταμένη αυτή οικονομική ύφεση και οι αποκλίσεις μεταξύ των κρατών μελών είναι το αποτέλεσμα ανισορροπιών που προϋπήρχαν της κρίσης καθώς και αδυναμιών στο τρόπο αντίδρασης της ΟΝΕ σε μείζονες κρίσεις. Η αιφνίδια διακοπή των ροών κεφαλαίων έφερε στο φως το μη βιώσιμο χρέος, καθώς και τα ελλείμματα ανταγωνιστικότητας που είχαν συσσωρευτεί με την πάροδο του χρόνου» (Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2017). Η διαδικασία λήψης απόφασης επέτεινε την κατάσταση καθώς διακρίνεται για την αργή ολοκλήρωση των διαδικασιών και την πολυφωνία έως την ολοκλήρωσή της.

Τα μέχρι πρότινος πλεονεκτήματα της ευρωζώνης άρχισαν να επιφέρουν τα αντίθετα από τα επιθυμητά αποτελέσματα. «Η διαδικασία σύγκλισης η οποία ενθάρρυνε τον δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα να αυξήσουν υπερβολικά το δανεισμό τους κατά την πρώτη δεκαετία της νομισματικής ένωσης. Τα χωρίς προηγούμενο χαμηλά πραγματικά επιτόκια και η άφθονη προσφορά πιστώσεων τροφοδότησαν έντονη πιστωτική επέκταση, έδωσαν υπερβολική ώθηση στην οικονομία και απέκρυσαν τη διάβρωση της ανταγωνιστικότητας, επιτρέποντας στις κυβερνήσεις, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να δανείζονται και να δαπανούν ελεύθερα – μέχρις ότου ο άνεμος γύρισε» (Γρκαργκάνας 2013)

Τέλος οι διαφορετικές πολιτικές πρωτίστως και οικονομικές δευτερευόντως προτεραιότητες του κάθε κράτους μέλους ξεχωριστά, καταστούσαν την όλη διαχείριση της κατάστασης δυσχερή. Μέτρα τα οποία θα επιτάχυναν την αντιμετώπιση της κρίσης καθυστερούσαν προκειμένου να ληφθούν πολιτικές αποφάσεις και να μετριάσουν το πολιτικό κόστος του κάθε ευρωπαϊού ηγέτη ξεχωριστά. Μαζί με την

κρίση χρέους του ευρώ δοκιμάστηκε και η συνοχή και η αλληλεγγύη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

## **ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ**

«Η Συνθήκη του Μάαστριχτ δεν προέβλεπε κανενός είδους μηχανισμό διαχείρισης κρίσεων σε ευρωπαϊκό επίπεδο που θα επέτρεπε στην Ευρώπη να μπορεί να λαμβάνει άμεσα αποφάσεις – στο επίπεδο της εκτελεστικής εξουσίας – για την παροχή οικονομικής στήριξης προς χώρες της ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες και δυσκολίες χρηματοδότησης» (Γρκαργκάνας 2013). Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η αντίδραση της ΕΕ στην κρίση που διαμορφώθηκε να χαρακτηρίζεται ως αποσπασματική με χαρακτηριστική έλλειψη αποτελεσματικών «όπλων – εργαλείων». Αρχικά είχε ως σκοπό να θεραπευτούν τα συμπτώματα και όχι η αιτία. Παρόλο που μια αποφασιστική αντίδραση ήταν αναγκαία κανείς δε γνώρισε πώς να το πράξει, λαμβάνοντας υπόψη και τις συνθήκες πίεσης που προκαλούσαν οι σχετικές εξελίξεις.

Υπό αυτές τις συνθήκες η κρίση χρέους της ζώνης του ευρώ αντιμετωπίστηκε με αυτοσχεδιασμούς και μέτρα αμφίβολης αποτελεσματικότητας. Προκειμένου λοιπόν να ενισχύσουν το οπλοστάσιο της ευρωζώνης το Μάιο του 2010 ιδρύθηκαν δύο προσωρινοί μηχανισμοί. Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ, European Financial Stability Facility – EFSF) και ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (ΕΜΧΣ, European Financial Stabilization Mechanism – EFSM).

Αργότερα, το 2012 ιδρύθηκε ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ΕΜΣ, European Stability Mechanism – ESM) ως μέσω μόνιμου χαρακτήρα για την διαχείριση κρίσεων. Ωστόσο η ύπαρξη του ΕΜΣ από μόνη της δεν αρκεί για την υπέρβαση μιας κρίσης και την στήριξη της ανάπτυξης. «Στην ΟΝΕ δεν υπάρχει κεντρική δημοσιονομική αρχή που να διευκολύνει την προσαρμογή σε περίπτωση σοβαρών οικονομικών κλονισμών που πλήττουν συγκεκριμένες χώρες» (Γρκαργκάνας 2013)

Η έκτακτη στήριξη ρευστότητας των τραπεζών την οποία αποφάσισε η ΕΚΤ στις αρχές του 2012 και η ανακοίνωση το Σεπτέμβριο του 2012 ότι εξετάζει το ενδεχόμενο διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (ΟΜΣ, Outright Mon-

etary Transactions - ΟΚΤ) για τις χώρες που εφαρμόζουν προγράμματα μακροοικονομικής προσαρμογής<sup>21</sup> συνέβαλλαν αποφασιστικά στην άμβλυση των πιέσεων της αγοράς και των εντάσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ζώνης του ευρώ. Ουσιαστικά, η ΕΚΤ κατάφερε και «καθησύχασε τις αγορές με την απειλή του προγράμματος ΟΜΣ». (Βαρουφάκης, Galbraith και Holland 2014)

Τον Ιούνιο του 2012 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αναγνωρίζοντας την ανάγκη λήψης περαιτέρω μέτρων για τη διασφάλιση και την ακεραιότητα της ΟΝΕ από απρόβλεπτες καταστάσεις ζήτησε από τους προέδρους του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Eurogroup και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας την ανάπτυξη ενός «οδικού χάρτη» για την πλήρη υλοποίηση της ΟΝΕ. Η έκθεσή τους εισηγείται ένα ενοποιημένο χρηματοπιστωτικό πλαίσιο (τραπεζική ένωση και ένωση κεφαλαιαγορών), ένα ενοποιημένο δημοσιονομικό πλαίσιο, ένα ενοποιημένο πλαίσιο οικονομικής πολιτικής και ένα πλαίσιο για βελτιωμένη δημοκρατική νομιμοποίηση και λογοδοσία.

Το ευρώ χρειάζεται μια τραπεζική ένωση. Μια πλήρης τραπεζική ένωση θα πρέπει, σύμφωνα με το Ν. Γκραγκάνα, να περιλαμβάνει:

- Ένα ενιαίο σύνολο κανόνων, με το οποίο θα θεσπίζονται ομοιόμορφοι για όλες τις χώρες του ευρώ, κανόνες εποπτείας των τραπεζών
  - Μια ενιαία αρχή εποπτείας τραπεζών
  - Μια ενιαία αρχή αρμόδια για την εξυγίανση προβληματικών τραπεζών, καθώς και ένα πανευρωπαϊκό ταμείο εξυγίανσης των τραπεζών
  - Ένα κοινό ταμείο εγγύησης καταθέσεων

Οι υπάρχουσες πρόνοιες για τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να βασίζονται στην αρμοδιότητα των επιμέρους χωρών. Με τη δημιουργία τραπεζικής ένωσης επιδιώκεται να αποδυναμωθεί η αλληλεξάρτηση μεταξύ του Δημοσίου και του τραπεζικού συστήματος μιας χώρας προστατεύοντάς τα ταυτόχρονα από τις μεταξύ τους διαταραχές.

Το ευρώ χρειάζεται ένα ενοποιημένο δημοσιονομικό πλαίσιο, δηλαδή ένα κοινό προϋπολογισμό για την ζώνη του ευρώ, διαφορετικού από τον προϋπολογι-

---

<sup>21</sup> Στο ευρώ κοινό είναι γνωστά με τον όρο «μνημόνιο»

σμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η προαναφερθείσα απαίτηση στηρίζεται στο γεγονός ότι ένας κοινός προϋπολογισμός θα συμβάλλει στην άμβλυνση των επιπτώσεων των οικονομικών διαταραχών που πλήττουν συγκεκριμένες χώρες και θα παράσχει κίνητρα στα κράτη – μέλη ώστε να εφαρμόσουν υγιείς οικονομικές πολιτικές και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θα ενισχύσουν την προσαρμοστικότητα των εθνικών τους οικονομιών. Φυσικά σε αυτή τη περίπτωση ορισμένα κράτη – μέλη τάσσονται κατά μιας στενότερης δημοσιονομικής ένωσης καθώς διακατέχονται από το φόβο η ένωση αυτή να μεταλλαχτεί σε ένα μηχανισμό μεταφοράς πόρων από τις χώρες του βορρά προς τις χώρες του νότου, γεγονός που αναδεικνύει και την σπουδαιότητα της πολιτικής βούλησης των κρατών μελών στην ανάληψη οποιασδήποτε δράσης.

Το ευρώ χρειάζεται ένα ενοποιημένο πλαίσιο οικονομικής πολιτικής. Λαμβάνοντας υπόψη ότι δεν υπάρχει δυνατότητα προσαρμογής της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η εύρυθμη λειτουργία της ΟΝΕ προϋποθέτει αποτελεσματικές αγορές εργασίας και προϊόντων, προκειμένου ο ανταγωνισμός να δράσει ως καταλύτης στην προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, όπου και όποτε απαιτούνται.

Τέλος το ευρώ χρειάζεται ένα πλαίσιο για βελτιωμένη δημοκρατική νομιμοποίηση και λογοδοσία, καθώς για να λειτουργήσουν όλα τα υπόλοιπα στοιχεία του «οδικού χάρτη» απαιτείται κάποιας μορφής πολιτικής ένωσης σαφώς καλύτερης από την ήδη υπάρχουσα.

Οι συνέπειες της ύφεσης στους κόλπους της ΕΕ είχαν ως αποτέλεσμα την ανάληψη επιπλέον πρωτοβουλιών. Οι κανόνες για τη μακροοικονομική και δημοσιονομική εποπτεία της ζώνης του ευρώ ενισχύθηκαν με την έγκριση επιπλέον νομοθετικών ρυθμίσεων. Συνέπεια των παραπάνω είναι η οικονομική διακυβέρνηση της ΕΕ να πλαισιωθεί με τα παρακάτω:

- Με τον εξορθολογισμό του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου καθώς είναι ο κύριος μηχανισμός μέσω του οποίου τα κράτη μέλη συζητούν την οικονομική και φορολογική τους πολιτική και με το οποίο καθιερώνεται ένας ετήσιος κύκλος λήψης αποφάσεων. Στόχος του είναι η ευθυγράμμιση των ενωσιακών και των εθνικών προτεραιοτήτων με τη στενότερη παρακολούθηση και την παροχή πολιτικών κατευθύνσεων.

- Οι δημοσιονομικοί κανόνες της ΕΕ, οι οποίοι κατοχυρώνονται στο καλούμενο ΣΣΑ, συμπληρώθηκαν με δύο δεσμίδες νομοθετικών μέτρων. Το μεν πρώτο είναι το εξάπτυχο που θεσπίστηκε ως σύστημα παρακολούθησης των ευρύτερων οικονομικών πολιτικών, ούτως ώστε να εντοπίζονται έγκαιρα προβλήματα όπως οι «φούσκες» της αγοράς ακινήτων ή η μείωση της ανταγωνιστικότητας. Το δε δεύτερο είναι το δίπτυχο που αποτελεί ένα νέο κύκλο παρακολούθησης της ζώνης του ευρώ με τα κράτη μέλη να υποβάλλουν σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων τους στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή κάθε φθινόπωρο. Φυσικά τα κράτη μέλη που έχουν σε εφαρμογή προγράμματα μακροοικονομικής προσαρμογής εξαιρούνται της υποχρέωσης.

- Τη Συνθήκη για τη σταθερότητα, το συντονισμό και τη διακυβέρνηση (ΣΣΣΔ) του 2012, αποκαλούμενη και «Δημοσιονομικό Σύμφωνο» (Fiscal Compact), η οποία θεσπίζει αυστηρότερες δημοσιονομικές διατάξεις από το ΣΣΑ. «Τα συμβαλλόμενα μέρη υποχρεούνται να εισαγάγουν στο εθνικό τους δίκαιο δημοσιονομικό κανόνα για ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό προϋπολογισμό, καθώς και ένα διορθωτικό μηχανισμό, ο οποίος θα ετίθετο αυτομάτως σε λειτουργία σε περίπτωση που παρατηρούνταν σημαντικές αποκλίσεις από το μεσοπρόθεσμο στόχο ή την πορεία προσαρμογής σε αυτόν». (Τράπεζα της Ελλάδος 2013)

Οι ενέργειες για την δημιουργία ασφαλέστερου χρηματοπιστωτικού τομέα για την ενιαία αγορά συνεχίστηκαν με το καλούμενο «ενιαίο εγχειρίδιο κανόνων» που αφορά όλους τους χρηματοπιστωτικούς παράγοντες στα κράτη μέλη της ΕΕ. Σκοπός του εγχειριδίου είναι η παροχή ενιαίας δέσμης εναρμονισμένων κανόνων προληπτικής εποπτείας τους οποίους οφείλουν να τηρούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε ολόκληρη την ΕΕ. «Το ενιαίο εγχειρίδιο κανόνων αποτελεί τα θεμέλια της καλούμενης τραπεζικής ένωσης». (Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2017)

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή οι εν λόγω κανόνες συνέβαλαν στη στενότερη εποπτεία των εθνικών προϋπολογισμών, τη θέσπιση αυστηρότερων δημοσιονομικών πλαισίων και στην προσεκτικότερη παρακολούθηση των επιπέδων χρέους. Επίσης, με τους κανόνες αυτούς θεσπίστηκε μια νέα διαδικασία, η διαδικασία μακροοικονομικών ανισορροπιών, η οποία συμβάλλει στον εντοπισμό και τη διόρθωση των δυσμενών οικονομικών εξελίξεων.



## «ΕΡΓΑΛΕΙΟΘΗΚΗ» ΕΕ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΚΡΙΣΕΩΝ

Η ΕΕ για την αντιμετώπιση της κρίσης έλαβε διάφορα μέτρα όπως έχει ήδη αναφερθεί. Ιδιαίτερου ενδιαφέροντος αποτελούν οι τρεις μηχανισμοί που αναπτύχθηκαν για την προστασία και σταθεροποίηση των κρατών μελών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος και περιγράφονται παρακάτω.

### Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοοικονομικής<sup>22</sup> Σταθεροποίησης δημιουργήθηκε το Μάιο του 2010 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για να αντιμετωπίσει την εν εξελίξει κρίση εκείνη τη περίοδο. Ήταν ο πρώτος μηχανισμός που αναπτύχθηκε και είχε προσωρινή υπόσταση, ενώ προικοδοτήθηκε με εγγυήσεις ύψους 440 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Ο ΕΜΧΣ λειτούργησε μέχρι τον Ιούνιο του 2013 οπότε και αντικαταστάθηκε από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης, υπό την εποπτεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με σκοπό τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παρείχε οικονομική βοήθεια προς τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και όχι μόνο της ευρωζώνης που αντιμετώπιζαν οικονομικές δυσκολίες. Ουσιαστικά, ο ΕΜΧΣ αποτέλεσε ένα πρόγραμμα χρηματοδότησης έκτακτης ανάγκης καθώς η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν διέθετε κάποιο αυτοματοποιημένο προς τούτο μηχανισμό. Τα απαραίτητα προς τούτο κεφάλαια αντλήθηκαν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές και κατοχυρώθηκαν από την Κομισιόν, η οποία χρησιμοποίησε τον προϋπολογισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως εγγύηση.

«Η απόφαση για τη χρήση του ΕΜΧΣ απαιτεί ενισχυμένη πλειοψηφία και όχι ομοφωνία των χωρών της ΕΕ -συμφωνία από 15 χώρες που αντιπροσωπεύουν το 65% του πληθυσμού της – και επομένως θα μπορούσε να παρακαμφθεί η αντίρρηση μιας ή και περισσότερων χωρών.» (Παπαδόπουλος 2015)

<sup>22</sup> Στη βιβλιογραφία απαντάται και ως Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης στην παρούσα εργασία χρησιμοποιείται ο όρος που χρησιμοποιεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

## Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας

Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοοικονομικής<sup>23</sup> Σταθερότητας ήταν το δεύτερο στη σειρά «εργαλείο που αναπτύχθηκε και είχε και εκείνο προσωρινό χαρακτήρα». Το ΕΤΧΣ «υπήρξε ένα όργανο ειδικού σκοπού (special purpose vehicle) που συμφωνήθηκε από τα 27 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις 9 Μαΐου του 2010, με στόχο τη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας στην Ευρώπη με την παροχή οικονομικής βοήθειας προς τα κράτη της ευρωζώνης σε οικονομική δυσκολία. Η επίσημη ημερομηνία ίδρυσής του ήταν η 7η Ιουνίου 2010, ενώ σε πλήρη δράση ξεκίνησε από τις 4 Αυγούστου 2010. Το ταμείο είχε την έδρα του στην πόλη του Λουξεμβούργου.» (Παπαδόπουλος 2015) Επιπλέον, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων παρείχε σε αυτό υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων και διοικητική υποστήριξη μέσω συμβάσεων σε επίπεδο υπηρεσιών.

Σε αντίθεση με το ΕΜΧΣ ο οποίος αντλούσε τα κεφάλαιά του από την χρηματοπιστωτική αγορά, το ΕΤΧΣ είχε τη δυνατότητα έκδοσης ομολόγων ή και άλλων χρεογράφων για να αυξήσει τα κεφάλαια που απαιτούνταν για την παροχή δανείων προς χώρες της ευρωζώνης που αντιμετώπιζαν οικονομικές δυσχέρειες, καθώς και να προχωρήσει σε αναδιάρθρωση των κεφαλαίων των τραπεζών ή να αγοράσει κρατικά ομόλογα. Οι απαραίτητες εγγυήσεις που έπρεπε να συνοδεύουν την έκδοση των ομολόγων παρέχονταν από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης ανάλογα με το μερίδιό τους στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Ήταν ένας μηχανισμός καθαρά για την υποστήριξη των κρατών μελών της ευρωζώνης. Στην όλη αυτή τη διαδικασία το ΕΤΧΣ υποστηριζόταν από το Γερμανικό Γραφείο Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους.

«Μετά την συνέχιση της οικονομικής κρίσης στις χώρες της Νότιας Ευρώπης και την Ιρλανδία και κυρίως την ανάγκη αντιμετώπισης του προβλήματος χρέους της Ελλάδας, τα κράτη μέλη αποφάσισαν να προχωρήσουν σε αναβάθμιση του ρόλου του ταμείου. Έτσι, το αρχικό πλάνο προέβλεπε πως η διευκόλυνση μπορεί να συνδυαστεί με δάνεια μέχρι και € 60 δισ. από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (EFSM) και έως € 250 δισ. από το ΔΝΤ για την δημιουργία ενός οικονομικού πλαισίου ασφαλείας μέχρι και 750.000.000.000 ευρώ.» (Παπαδόπουλος 2015)

---

<sup>23</sup> Ως υποσημείωση 22

Ο ΕΤΧΣ αφορούσε τα κράτη μέλη της ευρωζώνης και όχι το σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης που αφορούσε ο ΕΜΧΣ και προκειμένου ένα κράτος μέλος να λάβει βοήθεια από αυτό όφειλε:

- Να καταθέσει τη σχετική αίτηση υποστήριξης καθώς δεν θα ήταν πλέον σε θέση να δανειστεί από τις αγορές σε αποδεκτές τιμές
- Να είχε τεθεί σε εφαρμογή ένα πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής το οποίο όπως δείχνει η πρόσφατη ιστορία ήταν αποτέλεσμα των διαπραγματεύσεων του κράτους μέλους, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και οι οποίες οδηγούσαν σε ένα «μνημόνιο κατανόησης» το οποίο απαιτούσε την ομόφωνη αποδοχή του από το Eurogroup.

Η λειτουργία του ΕΤΧΣ σταμάτησε τον Ιούνιο του 2013 καθώς αντικαταστάθηκε από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

### **Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας**

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας είναι το «εργαλείο» μόνιμου χαρακτήρα της ΕΕ καθώς αποτελεί ένα μόνιμο πρόγραμμα χρηματοδότησης της ευρωζώνης, το οποίο αντικατέστησε τα δύο προηγούμενα προσωρινής διάρκειας «εργαλεία», τον ΕΜΧΣ και τον ΕΤΧΣ. Στη σύνοδο των Αρχηγών Κρατών της Ευρωζώνης, που πραγματοποιήθηκε το Δεκέμβριο του 2010, άρχισαν οι συζητήσεις προκειμένου να δημιουργηθεί ένας μόνιμος Ευρωπαϊκός μηχανισμός με απώτερο στόχο τη διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας στην Ευρώπη. Ο ΕΜΣ τέθηκε σε εφαρμογή τον Ιανουάριο του 2013, όταν επικυρώθηκε από τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης. «Συνολικά το ταμείο του μηχανισμού προικοδοτήθηκε με 500 δις ευρώ, τα οποία έχει σχεδιαστεί να ανέλθουν στα 704 δις. ευρώ. Διευθύνων Σύμβουλος του ΕSM έχει οριστεί από την αρχή ο μέχρι τότε Διευθύνων Σύμβουλος και του ΕΤΧΣ και πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου ο εκάστοτε πρόεδρος του Eurogroup». (Παπαδόπουλος 2015) «Ο ΕΜΣ αποτελεί το πιο κεφαλαιοποιημένο διεθνές χρηματοοικονομικό ίδρυμα και το μεγαλύτερο περιφερειακό μηχανισμό αντιμετώπισης κρίσεων παγκοσμίως». (Τράπεζα της Ελλάδος 2013)

Στον ΕΜΣ παρέχονται οι παρακάτω δυνατότητες:

- Να δανείσει απευθείας τα κράτη μέλη

- Να αγοράσει κρατικά ομόλογα των κρατών μελών (δηλαδή χρέη τους) είτε άμεσα όταν εκδίδονται, είτε στη δευτερογενή αγορά.
- Να υποστηρίξει άμεσα τις τράπεζες των κρατών μελών. Δηλαδή να τις «ανακεφαλαιοποιήσει», παρέχοντας κεφάλαια σε αντάλλαγμα τη συμμετοχή τους στην μετοχική σύνθεσή της.

«Το πρώτο πρόγραμμα που εκτελέστηκε από τον ΕΣΜ ήταν ένα δάνειο προς την Ισπανία για να βοηθήσει την ενδυνάμωση των τραπεζών της χώρας. Για το σκοπό αυτό ο ΕΣΜ πλήρωσε ένα σύνολο 41,3 δις ευρώ το Δεκέμβριο του 2012 και το Φεβρουάριο του 2013. Το μόνο άλλο πρόγραμμα του ΕΣΜ ήταν μέχρι στιγμής αυτό για την Κύπρο, με πρόβλεψη να διατεθούν έως 9 δις ευρώ, για τις χρηματοοικονομικές ανάγκες της κυπριακής κυβέρνησης και την ανακεφαλαιοποίηση του χρηματοοικονομικού τομέα του νησιού.» (Παπαδόπουλος 2015)

Και στη περίπτωση του ΕΜΣ, η αίτηση βοήθειας προκαλεί υποχρεώσεις που το αιτών κράτος μέλος καλείται να αναλάβει κατόπιν διαπραγματεύσεων. Η λήψη αποφάσεων στον ΕΣΜ γίνεται ομόφωνα από τα κράτη μέλη που συμμετέχουν σε αυτόν, εκτός των περιπτώσεων έκτακτης ανάγκης, που απαιτείται η πλειοψηφία του 85% των μεριδιούχων.

## **ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ**

«Η παρατεταμένη διάρκεια της κρίσης έχει εκθρέψει πολλές καταστροφικές δυνάμεις, όπως ο κατακερματισμός των χρηματοπιστωτικών αγορών και η συρρίκνωση την χρηματοδοτικών πόρων που αντιμετωπίζουν οι εγχώριες τράπεζες που επιτείνουν τις οικονομικές δυσχέρειες των χωρών της περιφέρειας και αυξάνουν τις πιθανότητες μετάδοσής τους στις χώρες του πυρήνα.» (Γρκαργκάνας 2013)

Παράλληλα η ανεργία διατηρείται σε ιδιαίτερα υψηλά ποσοστά ιδίως σε ότι αφορά τους νέους. Οι χώρες της περιφέρειας χάνουν τους νέους πολίτες τους με ιδιαίτερες γνώσεις και επιδόσεις καθώς αναζητούν εργασία σε χώρες με καλύτερες απολαβές διογκώνοντας το χάσμα μεταξύ του ευρωπαϊκού βορρά και του ευρωπαϊκού νότου, αυξάνοντας ακόμη περισσότερο το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας των τελευταίων.

Η κρίση χρέους της ευρωζώνης έθιξε και τη συνοχή του ευρωπαϊκού οικοδομήματος. Ώθησε τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις στα άκρα και κλόνισε τη συνοχή της καθώς όλοι έπρεπε να διαχειριστούν στο εσωτερικό τους πεδίο επώδυνες πολλές φορές καταστάσεις για τους πολίτες τους. Ταυτόχρονα οδήγησε μέρος της ευρωπαϊκής κοινής γνώμης σε ακραίες εθνικιστικές αντιλήψεις αναζωπυρώνοντας πάθη του παρελθόντος. Παράλληλα ώθησε την ηγεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τους ηγέτες του κάθε κράτους μέλους ξεχωριστά να αναλάβουν τις ευθύνες τους σε ότι αφορά την πολιτική ολοκλήρωσή της και την μορφή που θα λάβει αυτή στο μέλλον.

## **ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ**

Η ONE σαφώς και δεν έχει ολοκληρωθεί στη παρούσα περίοδο και η εξέλιξη της διασφαλίζεται από το γεγονός ότι οι ευρωπαίοι ηγέτες με την Δήλωση της Ρώμης της 25<sup>η</sup> Μαρτίου 2017 επιβεβαίωσαν την δέσμευσή τους για την ολοκλήρωσή της. Μία δέσμευση που οφείλει να περιλαμβάνει τα διδάγματα που αποκομίστηκαν από την κρίση χρέους της ευρωζώνης προκειμένου να επιδειχθεί η ανάλογη «ωριμότητα» για την αντιμετώπιση της επόμενης κρίσης που θα ακολουθήσει. «Οι διεργασίες για τις αλλαγές στην Ευρωζώνη έχουν αρχίσει εδώ και πολύ καιρό» (Αγγέλης 2017) και στη σύνοδο κορυφής του Δεκεμβρίου 2017 αναμένονται να αρχίσουν να λαμβάνουν σάρκα και οστά.

Εκτιμάται ότι αυτές θα ακολουθήσουν τρεις κατευθύνσεις (Αγγέλης 2017) όπως παρακάτω:

- Στην απλοποίηση των κανόνων εποπτείας των προϋπολογισμών, με σκοπό την επίτευξη της απαραίτητης κεντρικής παρακολούθησης για την πρόληψη ενδεχόμενων κρίσεων.
- Στην αυστηρότερη εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και εφαρμογή των συστάσεων της Κομισιόν σε όλες τις χώρες και όχι μόνο αυτές που είναι σε εποπτεία.
- Στην μη μεταφορά πρόσθετων πόρων για περαιτέρω ολοκλήρωση και δημοσιονομική ενοποίηση

Άλλες πηγές (Τσώλης 2017) αναφέρουν ότι το σχέδιο για τη νέα ONE περιλαμβάνει τρεις πυλώνες, όπως παρακάτω:

- Τη μετεξέλιξη του ΕΜΣ σε Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο, προκειμένου να απεμπλακεί η ΕΕ από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο καθώς θεωρείται ότι έχει «ωριμάσει» στους κόλπους της ΕΕ η αντίληψη ότι πρέπει να ισχυροποιηθεί η αυτονομία της έναντι των λοιπών διεθνών οργανισμών. Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο θα δανείζει τα μέλη του που βρίσκονται σε ανάγκη ρευστότητας και θα αποτελεί το μηχανισμό στήριξης έσχατης ανάγκης για την ΕΕ.

- Τη δημιουργία του θεσμού του «υπουργού οικονομικών» της ευρωζώνης, ο οποίος θα είναι ταυτόχρονα πρόεδρος του Eurogroup και αντιπρόεδρος της Κομισιόν. Δηλαδή ουσιαστικά συζητείται η θεσμοθέτηση ενός εκπροσώπου της ευρωζώνης στο τομέα της οικονομικής πολιτικής, ο οποίος θα διαθέτει την απαραίτητη υψηλή θέση και θα πλαισιώνεται με τις ανάλογες αρμοδιότητες για την ταχύτερη και αποτελεσματικότερη εκτέλεση της οικονομικής πολιτικής της ευρωζώνης.

- Την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης. Στοιχείο ιδιαίτερου ενδιαφέροντος σε αυτό το τομέα αποτελεί η πρόθεση της εγγύησης των καταθέσεων ανεξαρτήτως ύψους. Η ενέργεια αυτή θα έχει ως αποτέλεσμα την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στο ευρώ και θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των αγορών αλλά και των πολιτών απέναντι στο ευρωπαϊκό τραπεζικό οικοδόμημα.

Από όλα τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι στους κόλπους της ΕΕ έχει καλλιεργηθεί η αντίληψη για περαιτέρω βήματα προς μια βαθύτερη οικονομική και νομισματική ολοκλήρωση. Άλλωστε ένα από τα κύρια διδάγματα της κρίσης που βιώνει η ευρωζώνη είναι ότι: «αποκάλυψε με επώδυνο τρόπο ότι πολλές φορές οι αγορές δεν κατορθώνουν να επανέλθουν από μόνες τους σε ισορροπία, οπότε χρειάζονται παρεμβάσεις από μια κεντρική αρχή» (Γρκαργκάνας 2013)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ολοκληρώνοντας την εξέταση της διεθνούς κρίσης των αμερικανικών subprime, την αρχιτεκτονική του ευρώ και την κρίση χρέους της ευρωζώνης εξάγονται τα παρακάτω συμπεράσματα:

Η κρίση των αμερικανικών subprime δημιούργησε ένα «φαύλο κύκλο» και αποτέλεσε μια από τις μεγαλύτερες κρίσεις που αντιμετώπισαν οι ΗΠΑ και ο κόσμος γενικότερα μετά το κραχ του 1929. Η «φούσκα» των ακινήτων είχε ως συνέπεια και να πλήξει τον κατασκευαστικό τομέα και να μειώσει τον πλούτο και την κατανάλωση των νοικοκυριών. Αποτέλεσμα της προαναφερθείσας καταστροφής ήταν τα κεφάλαια των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να εξανεμιστούν. Παράλληλα εκμηδένισε την ρευστότητά τους καθώς δεν μπορούσαν να αντλήσουν νέα λόγω της κατάρρευσης της αγοράς των subprime και έκθεσής τους σε «τοξικά» δομικά προϊόντα που είχαν κατακλίσει την αγορά λόγω της δυνατότητας παροχής υψηλών αποδόσεων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την ανάδειξη μιας πληθώρας παθογενειών όχι μόνο του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ, αλλά και της ευρωζώνης και της παγκόσμιας οικονομίας στο σύνολό της. Συγκεκριμένα η έλλειψη ρευστότητας που δημιουργήθηκε στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που τα χρηματοπιστωτικά τους συστήματα ήταν εκτεθειμένα σε μεγάλο βαθμό στην χρηματαγορά των ΗΠΑ, δημιούργησε κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το οποίο στη πορεία μετεξελίχθηκε σε κρίση χρέους μέρους των κρατών μελών της ευρωζώνης, η οποία δεν μπόρεσε να προληφθεί ή να αντιμετωπιστεί άμεσα λόγω έλλειψης των ανάλογων μηχανισμών και ταχύτητας στη λήψη αποφάσεων.

Παράλληλα, η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009 στις ΗΠΑ ανέδειξε με τον πλέον οδυνηρό τρόπο τον μεγάλο βαθμό αλληλεξάρτησης των οικονομιών των κρατών ανά την υφήλιο, που έχει ως αποτέλεσμα δράσεις σε ένα σημείο του πλανήτη να δημιουργούν ταυτόχρονα αντιδράσεις σε κάποιο άλλο. Το γεγονός αυτό επιβαρύνθηκε και από την ραγδαία άνοδο της τεχνολογίας, η οποία ναι μεν παρέχει πληθώρα πλεονεκτημάτων αλλά επιταχύνει τόσο πολύ την ταχύτητα διάδοσης της πληροφορίας με συνέπεια οι χρόνοι αντίδρασης σε ένα έκτακτο γεγονός

να είναι πολύ περιορισμένοι. Αυτό απαιτεί από το σύνολο των παραγόντων που εμπλέκονται στη διαδικασία λήψης απόφασης την θέσπιση και εφαρμογή διαδικασιών ταχείας λήψης αποφάσεων και μεθόδων γνώσης των εξελίξεων έγκαιρα και έγκυρα. Αν σε όλη αυτή την κατάσταση προστεθούν και οι ψυχολογικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις ηγεσίες ισχυρών οικονομικά κρατών, τις διοικήσεις μεγάλων οργανισμών και τους επενδυτές γίνεται κατανοητό ότι η διαχωριστική γραμμή μιας περιορισμένης γεωγραφικά κρίσης σε σχέση με μια παγκόσμια κρίση είναι δύσκολα διακριτή.

Το μέγεθος της κρίσης του 2007-2009 δεν είχε εκτιμηθεί στο πραγματικό του εύρος με συνέπεια να αιφνιδιάσει τόσο τις ΗΠΑ όσο και τον υπόλοιπο κόσμο. Οι οίκοι αξιολόγησης δεν κατόρθωσαν να παρέχουν ακριβή στοιχεία για τα προϊόντα που χρησιμοποιήθηκαν για την αύξηση του κέρδους των επενδυτών και οι μηχανισμοί εποπτείας των χρηματοπιστωτικών συστημάτων αποδείχτηκαν ανεπαρκείς. Παράλληλα απέδειξαν ότι «νεοκλασικές» αντιλήψεις για τη λειτουργία της οικονομίας και της αγοράς δεν αντικατόπτριζαν την πραγματικότητα. Αντιλήψεις όπως, οι αγορές έχουν την ικανότητα να αυτορυθμίζονται και να αυτοεποπτεύονται με την εφαρμογή της αρχής της ελάχιστης εποπτείας ή της πεποίθησης ότι η κερδοσκοπία αποτελεί πάντα σταθεροποιητικό παράγοντα στις αγορές και στοιχείο πειθαρχίας, αποδείχτηκαν αναποτελεσματικές. Όλα αυτά έχουν ως αποτέλεσμα την ανάδειξη της ανάγκης μιας κάποιας μορφής εποπτείας του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος προκειμένου να είναι δυνατή μια όσο το δυνατό αποτελεσματική αξιολόγηση των καινούργιων και πολλές φορές καινοτόμων προϊόντων του χρηματοπιστωτικού τομέα. Ταυτόχρονα, αναδεικνύεται η ανάγκη καθορισμού κανονισμών και ρυθμίσεων σε ότι αφορά τις υπεράκτιες δικαιοδοσίες (off-shore) και τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλής μόχλευσης (hedge funds) προκειμένου να περιοριστούν να φαινόμενα συμφωνιών «κάτω από το τραπέζι» με ό,τι αυτά συνεπάγονται. Οι ενέργειες που ακολούθησαν δικαιολογούν απόλυτα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω καθώς η εξέταση των αιτιών της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 και το σοκ των συνεπειών της στην παγκόσμια οικονομική ζωή δημιούργησε τις συνθήκες ανάληψης δράσεων έτσι ώστε να έχουν αρχίσει να πραγματοποιούνται μεταρρυθμίσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Ως συνέπεια ήταν να ακολουθήσουν τα συχνά stress test των τραπεζών, η προσπάθεια εποπτείας των υπεράκτιων δικαιοδοσιών και του ελέγχου της αξιοπιστίας των αμοιβαίων κεφαλαίων



υψηλής μόχλευσης καθώς και η θέσπιση αυστηρότερων κανονισμών στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Η παρατήρηση των χρόνων πριν την διάρρηξη της «φούσκας» των ακινήτων στις ΗΠΑ φανερώνει ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανέπτυξαν ιδιαίτερη εφευρετικότητα στη δημιουργία καινοτόμων προϊόντων προκειμένου να αποκομίσουν κέρδη «αμελώντας» να εκτιμήσουν σε βάθος τους πιθανούς κινδύνους. Επιπλέον, επέδειξαν ιδιαίτερη ικανότητα να ξεγελάσουν, να παρακάμψουν, ακόμη και να εκμεταλλευτούν προς όφελός τους τις διάφορες εποπτικές – ρυθμιστικές αρχές. Το παραπάνω γεγονός επισημαίνει με τον πλέον χαρακτηριστικό τρόπο ότι οι ταχύτητες των εξελίξεων στην αρένα της παγκόσμιας οικονομίας και η ταχύτητα διεθνοποίησής τους είναι μεγαλύτερες από τις ταχύτητες των υφισταμένων θεσμών διαχείρισής τους. Συνεπώς δικαιολογείται απόλυτα η θέση του Ν. Καραμούζη ότι:

- Οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν και διεθνοποιούνταν ταχύτερα από τις εποπτικές – ρυθμιστικές αρχές.
- Οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν ταχύτερα από την κατανόηση των κινδύνων από τις διοικήσεις των τραπεζών.
- Οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν ταχύτερα της αναβάθμισης των εσωτερικών τραπεζικών συστημάτων εποπτείας, ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων.
- Οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν ταχύτερα από το βαθμό κατανόησης των συστημικών κινδύνων από τους ασκούντες μακροοικονομική πολιτική.

Η κρίση του 2007 – 2008 έχει παρέλθει στις ΗΠΑ και εκείνες έχουν αναρρώσει κυρίως λόγω της άμεσης και επιτυχούς παρέμβασης της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ πείθοντας τη διεθνή κοινή γνώμη ότι διδάχθηκε από το παρελθόν και συγκεκριμένα από το κραχ του 1929. Βέβαια στην περίπτωση των ΗΠΑ είχαν οικοδομηθεί και τα απαραίτητα εργαλεία καθώς υπήρχε ελευθερία άσκησης νομισματικής πολιτικής και αλληλοκατανομής πόρων εντός της ομοσπονδίας. Αντίθετα, η «άπειρη» σε τέτοιες καταστάσεις ευρωζώνη βιώνει ακόμη και σήμερα τις συνέπειες της κρίσης που ξεκίνησε ως κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και εξελίχθηκε σε κρίση χρέους και έχει αφήσει ανεξίτηλα τα σημάδια της σε αυτή. Μπορεί να ελήφθησαν μέτρα για την αντιμετώπισή της αλλά η

θεραπεία της είχε αργούς ρυθμούς σε σύγκριση με εκείνη που έλαβε χώρα στην άλλη μεριά του Ατλαντικού. Ουσιαστικό ρόλο διαδραμάτισε και το γεγονός ότι παρά τις πολιτικά ηχηρές αποφάσεις της ΕΕ στο πλαίσιο του σχεδίου για την ανάκαμψη της ευρωπαϊκής οικονομίας του 2008, οι παρεμβάσεις στην οικονομία της ευρωζώνης μέσω του προϋπολογισμού ή της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων ήταν ελάχιστες. Αυτό που παρατηρήθηκε ήταν το βάρος της προσαρμογής να ανατεθεί σε κάθε κράτος μέλος ξεχωριστά. Συνέπεια των παραπάνω είναι το ΑΕΠ της ευρωζώνης να παραμένει στάσιμο εδώ και σχεδόν μία δεκαετία έχοντας μια αύξηση της τάξης του 0,6% το 2015 σε σύγκριση με το 2007. Ακόμη πιο ανησυχητικά είναι τα στοιχεία που αφορούν την ανεργία ειδικά σε ότι αφορά τους νέους. Ακόμη και η Γερμανία που παρουσιάζεται ως επιτυχημένη για τον J. F. Stiglitz έχει αποτύχει, καθώς «η οικονομία της έχει μεγενθυνθεί κατά 6,8% από το 2007, όμως ο μέσος ρυθμός οικονομικής μεγένθυσης δεν ξεπερνά το 0,8% ετησίως, ποσοστό που υπό κανονικές συνθήκες θα θεωρούνταν σχεδόν αποτυχία». Το γεγονός αυτό ενισχύει τη θέση ότι μένουν ακόμη πολλά να γίνουν προς την κατεύθυνση της οικοδόμησης της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με το τι μορφή επιθυμεί να έχει με την ολοκλήρωσή της. Στην παρούσα περίοδο φαίνεται ότι η διαδικασία ολοκλήρωσής της θα χρειαστεί γενναίες πολιτικές αποφάσεις και σε δεύτερο χρόνο οικονομικές τομές.

Ο βασικός υπαίτιος της κρίσης χρέους της ευρωζώνης είναι η ίδια η ευρωζώνη. Οι αδυναμίες τόσο σε ότι αφορά τη δομή της όσο και τη λειτουργία της είχαν ως συνέπεια την αδυναμία διαχείρισης των δυσχερειών που αντιμετώπισε και δυστυχώς αντιμετωπίζει ακόμη μέχρι σήμερα. Η κρίση των αμερικανικών subprime λειτούργησε καταλυτικά στην ανάδειξη αυτών των αδυναμιών καθώς επιτάχυνε με την ανάδειξή τους και γι' αυτό θεωρείται ασφαλές το συμπέρασμα ότι ακόμη και αν δεν είχε ξεσπάσει η παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση του 2007-2008 η ευρωζώνη θα βίωνε κάποια μορφής κρίση λόγω των αδυναμιών της που καθυστερούν την «ενηλικίωσή» της σε σχέση με την εξέλιξη των γεγονότων στην διεθνή σκακιέρα.

Κατά τη διάρκεια της εξέλιξης της κρίσης που έπληξε την Ευρωπαϊκή Ένωση και την ευρωζώνη συγκεκριμένα τα μέτρα που ελήφθησαν ήταν αποτέλεσμα συσκέψεων και διαπραγματεύσεων μεταξύ των κρατών μελών αρχικά της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αργότερα της ζώνης του ευρώ. Ορισμένα ομολογουμένως λει-

τούργησαν αποτελεσματικά όπως: «Το πρόγραμμα της ΕΚΤ για τις λεγόμενες Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές (ΟΜΤ) - για αγορά κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά - (σ.σ. το οποίο) πρόσφερε μια ανάσα και ένα αποτελεσματικό παράθυρο ευκαιρίας στις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις ώστε να αντιμετωπίσουν την κρίση». (Γρκαργκάνας 2013) Αυτό όμως που «στοίχησε» ποικιλοτρόπως στην Ευρωπαϊκή Ένωση ήταν η απουσία θεσμοθετημένων μηχανισμών πρόληψης και αντιμετώπισης κρίσεων. Η κρίση χρέους της ευρωζώνης αρχικά αντιμετωπίστηκε με θεραπείες που είχαν ως σκοπό να θεραπεύσουν τα συμπτώματα και όχι να δώσουν μια ολοκληρωμένη και αποδοτική λύση. Στη συνέχεια μετεξελίχθηκε σε μια πιο ολοκληρωμένη στρατηγική για την αντιμετώπιση των αιτιών της κρίσης. Η στρατηγική αυτή σκοπεύει στην ενίσχυση των μηχανισμών αντιμετώπισης κρίσεων που δημιουργήθηκαν και στη βελτίωση της οικονομικής διακυβέρνησης, τόσο σε επίπεδο ζώνης του ευρώ όσο και σε εθνικό επίπεδο. Η «αχίλλειος πτέρνα» της Ευρωπαϊκής Ένωσης παραμένει. Όλα απαιτούν διαπραγματεύσεις και χρονοβόρες διαδικασίες λήψης αποφάσεων που δεν ανταποκρίνονται στην ταχύτητα των εξελίξεων. Οι ενέργειες για την βελτίωση της οικονομικής διακυβέρνησης απαιτεί έντονες προσπάθειες για την εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών, την αποκατάσταση της ομαλής ροής πιστώσεων προς την οικονομία και τη βελτίωση των προοπτικών ανάπτυξης. Κυρίως όμως απαιτεί συντονισμό και βούληση εκτέλεσης των απαραίτητων προς τούτο αλλαγών.

Η κρίση χρέους της ευρωζώνης έχει δημιουργήσει σοβαρές ανισότητες μεταξύ των χωρών του πυρήνα και αυτών της περιφέρειας. Η διόρθωση των εθνικών ανισορροπιών παραμένει το μεγάλο ζητούμενο. Ενώ οι οικονομίες της περιφέρειας προχώρησαν με αρκετά ταχύ βηματισμό σε μία διαδικασία εξισορρόπησης και προσαρμογής, οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία είναι πολύ εκτεταμένες και εξαιρετικά επώδυνες. Το απαράδεκτα υψηλό ποσοστό ανεργίας, η αύξηση της φτώχειας και το ογκούμενο αίσθημα κοινωνικής αδικίας υπονομεύουν τη στήριξη προς τα προγράμματα προσαρμογής και δημιουργούν κοινωνικές εντάσεις σε σημαντικά στρώματα του πληθυσμού. (Γρκαργκάνας 2013) Συνέπεια των παραπάνω είναι η ανάδειξη στο πολιτικό βίο της Ευρώπης ακραίων ιδεολογημάτων που προκαλούν ανησυχία αλλά και φόβο στην πορεία της πολιτικής ολοκλήρωσης της Ευρώπης.

Οι τάσεις σύγκλισης που παρατηρήθηκαν κατά τα πρώτα έτη του ενιαίου νομίσματος αποδείχθηκαν εν μέρει ανεδαφικές. Πριν την κρίση, η ζώνη του ευρώ ήταν το σύμβολο της συνεχώς αυξανόμενης ευημερίας. Το πραγματικό κατά κεφαλήν εισόδημα στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε σταθερά μεταξύ του 1999 και του 2007. Η αύξηση αυτή οφειλόταν εν μέρει και στις μεγάλες ροές κεφαλαίων προς τα κράτη μέλη με αύξηση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Ωστόσο, οι ροές αυτές δεν συνοδεούνταν πάντοτε από βιώσιμες επενδύσεις. Σε ορισμένες περιπτώσεις μάλιστα, πυροδότησαν τη δημιουργία «φουσκών». Όπως στους τομείς των ακινήτων και των κατασκευών, καθώς και αύξηση των κρατικών δαπανών. Οι θετικές εξελίξεις στις αρχές της δεκαετίας του 2000 απέκρυσαν επίσης εν μέρει υποκειμενικές αδυναμίες στις εν λόγω χώρες, οι οποίες συνδέονταν, κυρίως, με τον χρηματοπιστωτικό τομέα και την απώλεια της ανταγωνιστικότητας. Αυτό συνδυάστηκε σε αρκετές περιπτώσεις με ανεπάρκειες στις αγορές προϊόντων και εργασίας. Οι εν λόγω αδυναμίες δεν ήταν πλήρως ορατές την εποχή εκείνη, ούτε από τις χρηματοπιστωτικές αγορές ούτε από τις δημόσιες αρχές. «Η ΟΝΕ στερούταν ενός ανεπτυγμένου πλαισίου εποπτείας για τον εντοπισμό ή τη διόρθωση αυτών των ανισορροπιών» με συνέπεια η κρίση του 2007-2008 να σηματοδοτήσει «το τέλος της τάσης σύγκλισης και την έναρξη της τάσης απόκλισης» (Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2017) των κρατών μελών της ΟΝΕ. Η διαφορά ανταγωνιστικότητας έγινε εξόφθαλμα ορατή με επώδυνες συνέπειες στην πραγματική οικονομία.

«Το δυνατό σημείο της Ευρώπης ήταν η ανομοιογένειά της. Δεν είναι, όμως, εύκολο να λειτουργήσει ένα ενιαίο νόμισμα σε μια περιοχή με τεράστια οικονομική και πολιτική ανομοιογένεια. Το ενιαίο νόμισμα συνεπάγεται σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ των χωρών και ενιαίο επιτόκιο.» (Stiglitz 2016) Δηλαδή το ισχυρό πολιτικό πλεονέκτημα της Ευρωπαϊκής Ένωσης της δημιουργίας μιας κοινότητας κρατών με πλούσιο πολιτικό και ιστορικό παρελθόν πλαισιώθηκε με μια οικονομική πολιτική που από την πρώτη μέρα της υιοθέτησης του ευρώ ήταν εξαιρετικά δύσκολο να λειτουργήσει υπό συνθήκες οικονομικών δυσχερειών ή κρίσεως. Η ΟΝΕ όφειλε να είχε μεταθέσει την ένταξη ορισμένων χωρών στους κόλπους της καθώς όπως αποδείχτηκε δεν διέθεταν τον απαραίτητο βαθμό οικονομικής ευρωστίας για να εισέλθουν σε αυτή. Όχι διότι δεν πληρούσαν τα κριτήρια σύγκλισης αλλά γιατί τους αφαιρούταν το «οπλοστάσιο» της δυνατότητας άσκησης

νομισματικής πολιτικής χωρίς να τους δίδεται κάτι άλλο σε αντικατάσταση αυτού. Η ΟΝΕ έτσι όπως είχε δομηθεί δεν είχε λάβει υπόψη της ότι η λειτουργία της απαιτούσε οικονομίες σχετικά ισορροπημένες και με παρόμοια δυναμική.

Η κρίση χρέους της ευρωζώνης ανέδειξε τη διαφορετική αντίληψη των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε ότι αφορά την οικονομική αλλά και την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. Με δεδομένο ότι το μέλλον της Ευρωπαϊκής Ένωσης απαιτεί την περαιτέρω ολοκλήρωσή της ή τη διάλυσή της, είναι αναγκαία η δημιουργία ενός κοινού διαύλου επικοινωνίας τόσο της ηγεσίας της όσο και των πολιτών της. Οι χρονοβόρες διαπραγματεύσεις στην προσπάθεια λήψης μέτρων για την αντιμετώπιση των επικείμενων κρίσεων το απέδειξε με τον πιο περίτρανο τρόπο. Υπό αυτές τις συνθήκες η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν δύναται να ανταπεξέλθει στις εξελίξεις της εποχής έχοντας και όχι με πρωταγωνιστικό ρόλο.

Η κρίση χρέους της ευρωζώνης αποκάλυψε και το γεγονός ότι υπήρξαν κράτη μέλη της ευρωζώνης που εντάχθηκαν στο δυναμικό της απροετοίμαστα σε ότι αφορά το τι θα συναντούσαν στο μέλλον. Δεν είχαν προβεί σε όλες εκείνες τις αναγκαίες θεσμικές και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις έτσι ώστε να διασφαλιστεί η ανταγωνιστικότητά τους. Αυτό απέδειξε ότι τα κριτήρια σύγκλισης δεν αποτέλεσαν ιδανική προϋπόθεση για την είσοδο ενός κράτους στην ΟΝΕ. Φυσικά, εξετάζοντας το γεγονός σε βάθος διαπιστώνεται ότι υπήρξαν κράτη τα οποία ποτέ δεν κατάφεραν να εφαρμόσουν στην πράξη τα κριτήρια σύγκλισης. Ταυτόχρονα, γίνεται αντιληπτό ότι υπήρχε μια διαφορετική ερμηνεία των εθνικών στατιστικών σε σχέση με τα ευρωπαϊκά. Από όλα αυτά εξάγεται το συμπέρασμα ότι η επιθυμία των ηγετών της ευρωζώνης αναφορικά με τη δημιουργία της ΟΝΕ υπερίσχυσε της ορθολογικής οικονομικής πολιτικής και σαφώς το σύστημα διακυβέρνησης της ΟΝΕ συνέβαλε στο ξέσπασμα της κρίσης χρέους της ευρωζώνης.

Η κρίση χρέους της ευρωζώνης απέδειξε ότι η προσδοκία ότι μια οικονομική δυσχέρεια μπορεί να διαχειριστεί σε εθνικό επίπεδο εντός της ΟΝΕ ήταν εσφαλμένη. Αντίθετα, απέδειξε ότι το υφιστάμενο καθεστώς δομής και λειτουργίας της ΟΝΕ αδυνατεί να διασφαλίσει κάτι τέτοιο και ότι οι οικονομικές δυσχέρειες που αντιμετωπίζει ένα κράτος μέλος της ευρωζώνης μπορεί να επηρεάσουν και άλλα μέλη της και να μετεξελιχθεί σε κρίση αυτής. Τρανταχτό παράδειγμα η κρίση χρέους της Ελλάδας και ο αριθμός ομολόγων αυτής που κατείχαν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

λοιπών κρατών μελών το 2010. Μια πιθανή χρεοκοπία της Ελλάδας εκείνη τη περίοδο θα είχε ανυπολόγιστες συνέπειες και στα λοιπά κράτη μέλη ανάλογα με την έκθεσή τους στα ελληνικά ομόλογα.

Θετικό αποτέλεσμα της αντιμετώπισης των κρίσεων από τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελεί το γεγονός ότι σχεδόν πάντα υπό πίεση και πολλές φορές την τελευταία στιγμή αναγκάστηκαν να λάβουν αυτές τις αποφάσεις για τη λήψη μέτρων και την ανάπτυξη εργαλείων για την αντιμετώπιση των κρίσεων. Αυτό ανάγκασε τα κράτη μέλη να καθίσουν στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων, να αναπτύξουν τη συλλογικότητά τους και να αντιληφθούν τις αδυναμίες που έπρεπε να καταπολεμηθούν αλλά και τις ενέργειες και δράσεις που έπρεπε να ληφθούν. Δυστυχώς σε αρκετές περιπτώσεις αποκαλύπτεται ότι η ολοκλήρωση της Ευρώπης εξελίσσεται με αργούς ρυθμούς. Η χρήση αφηρημένων εννοιών όπως η έννοια της επικουρικότητας, αποδείχτηκε ότι δεν βοηθά ειδικά όταν καλλιεργείται η προσδοκία ότι μπορούν να καλύψουν την απουσία θεσμών.

Καταβάλλοντας μια προσπάθεια συγχώνευσης των όσων διαπιστώθηκαν καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η κρίση των αμερικανικών subprime ξεκίνησε ως μια κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ και λόγω της αλληλεξάρτησης των αγορών μετεξελίχθηκε σε μια παγκόσμια οικονομική κρίση. Συνέπεια της κρίσης των αμερικανικών subprime ήταν και η εκδήλωση της κρίσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς κάποια κράτη μέλη είχαν εκτεθεί υπερβολικά στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ και στα προϊόντα αυτών. Η κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης μετεξελίχθηκε σε κρίση χρέους της ευρωζώνης καθώς αποκαλύφθηκαν όλες οι κατασκευαστικές και λειτουργικές αδυναμίες της ευρωζώνης που είχαν ως συνέπεια την αδυναμία διαχείρισης ασύμμετρων οικονομικών καταστάσεων, όπως ήταν οι δύο ευρωπαϊκές κρίσεις.

## **ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ**

Λαμβάνοντας υπόψη όλα όσα έχουν διατυπωθεί σε αυτό το πόνημα, δύναται να διατυπωθούν προτάσεις τόσο γενικού όσο και ειδικού περιεχομένου, οι οποίες παρατίθενται παρακάτω ιεραρχημένες κατά προτεραιότητα.

Η κρίση χρέους της ευρωζώνης επιτάσσει την λήψη πολιτικών αποφάσεων από τους ηγέτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Μέχρι τώρα η ΟΝΕ χρησιμοποιήθηκε ως όχημα επίτευξης της πολιτικής ένωσης και η Ευρωπαϊκή Ένωση «μάθαινε με το πάθημα». Το τελευταίο αποδεικνύεται και από την ιδιωτική συνομιλία μεταξύ των Delors – Holland<sup>24</sup> και Mitterrand στην οποία ο τελευταίος απάντησε σε σχετική πρόταση των δύο πρώτων: «Αυτό που μου προτείνετε είναι σωστό. Ο Helmut (σ.σ. Kohl) κι εγώ όμως δεν έχουμε τη δυνατότητα να το περάσουμε τώρα. Όταν όμως, μετά από δέκα ή δεκαπέντε χρόνια, θα έρθει μια μεγάλη κρίση, οι διάδοχοί μας είτε θα πρέπει να δημιουργήσουν τέτοιους μηχανισμούς είτε η νομισματική ένωση θα καταρρεύσει». (Βαρουφάκης, Galbraith και Holland 2014) Σε αυτό το σημείο απαιτείται η μεταστροφή της όλης προσπάθειας πρώτα στο πολιτικό στίβο και κατόπιν στον οικονομικό. Σε ένα ταχέως εξελισσόμενο περιβάλλον που η αλληλεξάρτηση των οικονομιών και η επίδραση της τεχνολογίας μεταβάλλουν τα παγκόσμια οικονομικά δεδομένα η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει ανάγκη επιτάχυνσης των πολιτικών της διεργασιών. Οφείλει να λάβει αποφάσεις για το πώς θέλει να είναι η Ευρώπη στο μέλλον και με βάση αυτές τις αποφάσεις να κατευθύνει την οικονομική της πολιτική. Ταυτόχρονα η ικανότητα κατεύθυνσης οποιασδήποτε πολιτικής απαιτεί μια διαδικασία ταχείας λήψης αποφάσεων, αλληλεγγύης και αλληλοβοήθειας αλλά και κυρώσεων προκειμένου να επιτευχθεί το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα. Οι εν λόγω ενέργειες μπορούν να εφοδιάσουν την Ευρωπαϊκή Ένωση με τη δυνατότητα ανάληψης της πρωτοβουλίας των κινήσεων στον παγκόσμιο πολιτικό και οικονομικό γίγνεσθαι προκειμένου να προλαμβάνει και να καθοδηγεί τα γεγονότα και όχι να άγεται από αυτά.

Σε πολλά σημεία του παρόντος συγγράμματος αναφέρθηκε η ανάγκη εποπτείας των αγορών. Σχεδόν σε όλο το εύρος της βιβλιογραφίας που εξετάστηκε εκφράστηκε η ανάγκη σχεδίασης και εφαρμογής εποπτείας τόσο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όσο και της διαδρομής του χρήματος. Η αλήθεια είναι ότι οι κρίσεις που έλαβαν χώρα κατά το πρόσφατο παρελθόν ήταν δύσκολο να ανιχνευτούν αλλά και να αντιμετωπιστούν λόγω των συγκεκριμένων αδυναμιών εποπτείας. Θεωρητικά κάτι τέτοιο μπορεί να επιτευχθεί με την ανάθεση μιας μελέτης σε μια επιτροπή «σοφών» και την υιοθέτηση των προτάσεών τους. Στη πράξη κάτι

<sup>24</sup> Αφορά το Stuart Holland σύμβουλο του Jacques Delors εκείνη τη περίοδο σχετικά με τη πρόταση δημιουργίας επενδυτικών ομολόγων από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.

τέτοιο όμως είναι δύσκολο να εφαρμοστεί. Πρώτον, γιατί είναι δύσκολο να προσδιοριστεί η χρυσή τομή, το όριο της ιδανικής παρεμβατικότητας για τον έλεγχο των εν λόγω τομέων, δεύτερον γιατί διακυβεύονται πολλά ιδιοτελή συμφέροντα που θα προσπαθήσουν να κατευθύνουν τις εξελίξεις και τρίτον διότι η ανάπτυξη της τεχνολογίας παρέχει σε όλους την δυνατότητα της χρήσης της. Βέβαια από τη μη ύπαρξη καμία μορφής εποπτείας «καθίσταται πλέον σαφές ότι ακόμη και ατελείς οι ρυθμίσεις, είναι προτιμότερες από το ρυθμιστικό κενό». (Γ. Κότιος και Α. Παπαστάμκος 2011)

Η Ευρωπαϊκή Ένωση οφείλει να προχωρήσει γρήγορα σε μια αναπτυξιακή τροχιά προκειμένου να εξασφαλίσει επενδύσεις για την επούλωση των πληγών που έχει αφήσει η κρίση χρέους της ευρωζώνης και για την παραπέρα εξέλιξή της και διατήρησής της σε πρωταγωνιστικό ρόλο στην διεθνή οικονομική σκακιέρα. Αυτό μπορεί να το πετύχει με την αποκατάσταση της αξιοπιστίας του ευρώ στους επενδυτές και την εξασφάλιση περιβάλλοντος ασφαλείας για τους επενδυτές. Αυτό δύναται να επιτευχθεί με την υιοθέτηση ενός προτύπου αποτελεσματικής ευρωπαϊκής οικονομικής διακυβέρνησης. Για να είναι αποτελεσματική χρειάζεται:

Την θεσμοθέτηση «υπουργού» οικονομικών της ευρωζώνης, ο οποίος χρήζει να πλαισιωθεί από τις ανάλογες αρμοδιότητες έτσι ώστε να έχει εκπροσώπηση τόσο στο Eurogroup όσο και στη Κομισιόν, προκειμένου να δύναται να επηρεάζει και να επιταχύνει τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων στο εσωτερικό της ΟΝΕ και ταυτόχρονα, να είναι σε θέση να κατευθύνει και να συντονίζει την οικονομική πολιτική της ευρωζώνης.

Την ουσιαστική τραπεζική ένωση και την ενοποίηση των κεφαλαιαγορών προκειμένου να διασφαλιστεί η προστασία του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος από τις μέχρι τώρα υφιστάμενες παθογένειες και να προσελκύσει την εισροή κεφαλαίων με την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου έτσι ώστε να εφοδιάσει τα κράτη μέλη της με ένα «καταφύγιο ανάγκης» για την αντιμετώπιση ασύμμετρων οικονομικών γεγονότων. Με αυτό τον τρόπο απαλλάσσεται από τις μέχρι τώρα χρονοβόρες και ατέρμονες διαπραγματεύσεις, παρέχει επιλογές εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τα κράτη μέλη που αντιμετωπίζουν δυσχέρειες και ανε-



ξαρτητοποιείται από τους αντίστοιχους διεθνείς οργανισμούς όπως είναι το ΔΝΤ, προάγοντας το κύρος της. Ταυτόχρονα, αδρανοποιεί τις συζητήσεις περί μεταφοράς πόρων μεταξύ των κρατών μελών, που εμπεριέχουν υψηλό πολιτικό κόστος.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Αναμφισβήτητα η κρίση των αμερικανικών subprime κλυδώνισε το οικοδόμημα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και δει την ΟΝΕ. Η κρίση του 2008 αποκάλυψε όλες τις παθογένειες της αρχιτεκτονικής του ευρώ που δεν είχαν ολοκληρωθεί είτε λόγω έλλειψης πολιτικής βούλησης, είτε λόγω εσφαλμένων αντιλήψεων, είτε γιατί δεν είχε επέλθει το πλήρωμα του χρόνου. Η έλευση της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης του 2008 με την είσοδό της στη Ευρώπη μόλυνε αρχικά το χρηματοπιστωτικό της σύστημα και περιόρισε τη ρευστότητα με συνέπεια να μεταξελιχτεί σε κρίση χρέους που έπληξε σφοδρά κράτη μέλη της ΟΝΕ ιδιαίτερα στον ευρωπαϊκό νότο.

Οι παρενέργειες που προκλήθηκαν πολλές και τα διδάγματα που εξήχθησαν ακόμη περισσότερα. Ένα μπορεί να ειπωθεί με βεβαιότητα. Η υφιστάμενη δομή της οικονομικής και νομισματικής ένωσης διαθέτει άπλετο χρόνο για βελτιώσεις. Βελτιώσεις που θα οδηγήσουν σε «περισσότερη» Ευρώπη καθώς υπό την παρούσα δομή υπάρχει ανισορροπία μεταξύ της πολιτικής και οικονομικής ένωσης, ενώ οι φωνές των αντιευρωπαϊστών έρχονται σε αντίθεση με τις ιδέες εκείνων που εργάστηκαν για να δημιουργηθεί και να εξελιχθεί η ΕΕ, όπως η παρακάτω:

«Χάρη στο ευρώ, στις τσέπες μας θα βρίσκεται σύντομα η απτή απόδειξη της ευρωπαϊκής μας ταυτότητας. Χρειάζεται να κτίσουμε πάνω σε αυτό και να κάνουμε το ευρώ κάτι παραπάνω από ένα νόμισμα και την Ευρώπη κάτι από παραπάνω από μια γεωγραφική περιοχή... Η πολιτική ένωση είναι αδιαχώριστη από την οικονομική ένωση. Ισχυρότερη ανάπτυξη και ευρωπαϊκή ολοκλήρωση είναι απολύτως σχετιζόμενα θέματα. Και στις δύο αυτές περιοχές θα κάνουμε βήματα μπροστά».

Laurent Fabius, The financial times, 24 Ιουλ 2000

Επιπλέον η δεκαετία 2007 – 2017 διδάσκει ότι χρήζει διαμόρφωσης ενός συστήματος εποπτείας του χρηματοπιστωτικού χώρου προκειμένου να μην επαναληφθεί μια παρόμοια κατάσταση που μόλυνε τον παγκόσμιο οικονομικό χώρο. Επιτακτικής σημασίας για την εγκαθίδρυση ενός αποδοτικού συστήματος εποπτείας είναι ο προσδιορισμός του ορίου παρέμβασης, δηλαδή ο καθορισμός της χρυσής τομής που εξασφαλίζει την αποφυγή δημιουργίας παρόμοιων κρίσεων αλλά συνάμα δεν εμποδίζει την ανάπτυξη του παγκόσμιου οικονομικού περιβάλλοντος.

Εν κατακλείδι, η διεθνής κρίση των αμερικανικών subprime επηρέασε το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα καθώς χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ήταν εκτεθειμένα σε «τοξικά» δομημένα προϊόντα επηρεάστηκαν άμεσα σε κάθε γωνιά του πλανήτη λόγω της αλληλεξάρτησης των αγορών και των τεχνολογικών δυνατοτήτων της εποχής. Επιπλέον ανέδειξε τα αδύνατα σημεία της ευρωζώνης με συνέπεια να βιώσει την χειρότερη οικονομική κρίση στην ιστορία της η οποία ξεκίνησε από κρίση του χρηματοπιστωτικού της συστήματος και μετεξελίχθηκε σε κρίση χρέους. Οι συνέπειες, αρκετές και επώδυνες για μεγάλο αριθμό ευρωπαίων πολιτών, επέβαλαν όμως την ανάγκη λήψης αποφάσεων για την αντιμετώπισή της και την ανάπτυξη των απαραίτητων προς τούτο ενεργειών. Αντιμετωπίζοντας τα προβλήματα ως προκλήσεις θεωρείται ότι πλέον υπάρχουν βάσιμες ενδείξεις ότι η ευρωζώνη θα είναι καλύτερα προετοιμασμένη στην αντιμετώπιση της επόμενης κρίσης, καθώς αναπτύσσει κατάλληλους προς τούτο μηχανισμούς, ενισχύει τους θεσμούς της και αντιμετωπίζει το μέλλον με την ανάληψη διαρθρωτικών αλλαγών.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Citibank. *Citi International Personal Bank*. 2009.  
[http://www.citibank.com/ipb/europe/wealth\\_matters/greek/structured\\_notes.htm](http://www.citibank.com/ipb/europe/wealth_matters/greek/structured_notes.htm) (πρόσβαση Δεκεμβρίου 2, 2017).
- Dodd, Randall. «www.imf.org.» Δεκέμβριος 2007.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/12/dodd.htm> (πρόσβαση Δεκέμβριος 1, 2017).
- ec.europa.eu. n.d. [https://ec.europa.eu/info/about-european-commission/euro/history-euro/history-euro\\_en](https://ec.europa.eu/info/about-european-commission/euro/history-euro/history-euro_en) (πρόσβαση Νοεμβριος 17, 2017).
- «eur-lex.europa.eu.» n.d. [http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/economic\\_monetary\\_union.html](http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/economic_monetary_union.html) (πρόσβαση Δεκέμβριος 4, 2017).
- europa.eu. n.d. [https://europa.eu/european-union/topics/single-market\\_el](https://europa.eu/european-union/topics/single-market_el) (πρόσβαση Νοέμβριος 10, 2017).
- europarl.europa.eu. n.d.  
[http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuid=FTU\\_4.1.1.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuid=FTU_4.1.1.html) (πρόσβαση Δεκέμβριος 1, 2017).
- Stiglitz, Joseph E. *ΕΥΡΩ: Πως ένα κοινό νόμισμα απειλεί το μέλλον της Ευρώπης*. Μετάφραση: Νίκος Ρούσσοσ. Αθήνα: Εκδόσεις Κυριάκος Παπαδόπουλος Α.Ε., για την ελληνική γλώσσα, 2016.
- Weinberg, Johh. «federalreservehistory.org.» 22 Νοεμβρίου 2013.  
[https://www.federalreservehistory.org/essays/great\\_recession\\_and\\_its\\_aftermath](https://www.federalreservehistory.org/essays/great_recession_and_its_aftermath) (πρόσβαση Σεπτέμβριος 12, 2017).
- www.ecb.europa.eu. n.d.  
<http://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.el.html> (πρόσβαση Νοέμβριος 10, 2017).
- Αγγέλης, Γ. *www.capital.gr*. 17 Σεπτέμβριος 2017.  
<http://www.capital.gr/oikonomia/3240410/oi-7-megales-allages-stin-architektoniki-tis-eurozonis> (πρόσβαση Νοεμβριος 17, 2017).
- Βαρουφάκης, Galbraith, και Holland. *Μια μετριοπαθής πρόταση για την επίλυση της κρίσης του ευρώ*. Αθήνα: Εκδόσεις Ποταμός, 2014.
- Βούλγαρης, Θύμιος. *Το Βήμα*. 12 Μάιος 2002.  
<http://www.tovima.gr/relatedarticles/article/?aid=142593> (πρόσβαση Δεκέμβριος 01, 2017).
- Γ. Κότιος και Α. Παπαστάμκος. «naftemporiki.» 11 Ιούλιος 2011.  
<http://www.naftemporiki.gr/story/329780/i-krisi-tis-eurozonis> (πρόσβαση Νοέμβριος 21, 2017).
- Γκιόκεζας, Δημήτριος. *kathimerini.gr*. 21 Σεπτέμβριος 2003.  
<http://www.kathimerini.gr/162667/article/oikonomia/epixeirhseis/alh8eies-kai-my8oi-gia-ta-mysthriwdh-hedge-funds> (πρόσβαση Νοέμβριος 10, 2017).
- Γρκαργκάνας, Νικόλαος. «Η αντιμετώπιση της κρίσης της ζώνης του ευρώ και η μετάβαση προς μια πιο ολοκληρωμένη Οικονομική και Νομισματική Ένωση.» Μαΐος 2013. [http://crisisobs.gr/wp-content/uploads/2013/05/POLICY-PAPER-No10.2013\\_Νικόλαος-Γκαργκάνας.pdf](http://crisisobs.gr/wp-content/uploads/2013/05/POLICY-PAPER-No10.2013_Νικόλαος-Γκαργκάνας.pdf) (πρόσβαση Νοέμβριος 21, 2017).
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή. *Εγγραφο Προβληματισμού Σχετικά με την Εμβάθυνση της ΟΝΕ*. Βρυξέλες: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2017.

- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. *ecb.europa.eu*. n.d.  
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.el.html> (πρόσβαση Νοεμβρίου 17, 2017).
- INE ΟΤΟΕ. «*ecourse.uoi.gr*.» n.d.  
[http://ecourse.uoi.gr/pluginfile.php/88918/mod\\_resource/content/1/Lexiko-En-Gr-ecomomy-24grammata.com\\_.pdf](http://ecourse.uoi.gr/pluginfile.php/88918/mod_resource/content/1/Lexiko-En-Gr-ecomomy-24grammata.com_.pdf) (πρόσβαση Δεκεμβρίου 4, 2017).
- Κανελλόπουλος, Παναγιώτης. «*tonima.gr*.» 10 Ιουνίου 2008.  
<http://www.tonima.gr/opinions/article/?aid=239296> (πρόσβαση Δεκέμβριος 10, 2017).
- Καραμούζης, Νικόλαος. «Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος.» *Eurobank Research Οικονομία & Αγορές*, Δεκέμβριος 2009.
- Κότιος, Άγγελος, Γεώργιος Γαλανός, και Σπυρίδων Ρουκανάς. «Η Ελληνική Κρίση και η Κρίση του Συστήματος Διακυβέρνησης της Ευρωζώνης.» *Η Ελληνική Κρίση και η Κρίση του Συστήματος Διακυβέρνησης της Ευρωζώνης*. Αθήνα: Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας, 2012. 26.
- Κουτσόγιωργας, Δημήτρης. *Η Κρίση Χρέους. Πως έγινε η Ελλάδα η σπίθα που προκάλεσε φωτιά στο ευρώ και στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα*. Αθήνα: Κερπίνη, 2012.
- Μεταξάς, Γιώργος. «Η κρίση των subprimes.» *Θέσεις*, Ιούλιος - Σεπτέμβριος 2008.
- Παπαδόπουλος, Πολυδεύκης. *EPT*. 16 Ιούλιος 2015. <http://www.ert.gr/efsm-efsf-esm-pii-ine-ti-kanoun-i-enropaiki-michanismi-diasosis/> (πρόσβαση Νοέμβριος 21, 2017).
- Παπαθανασίου, Μαριλία. «*kathimerini.gr*.» 24 Δεκεμβρίου 2005.  
<http://www.kathimerini.gr/237669/article/epikairothta/kosmos/to-eyrwsyntagma-paramenei-zwntano-para-to-diplo-nayagio> (πρόσβαση Δεκεμβρίου 10, 2017).
- Τ. Κολλιντζας, Μ. Ψαλιδόπουλος. «Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι Πολιτικές Αντιμετώπισης τους.» *Eurobank Research Οικονομία & Αγορές*, Δεκέμβριος 2009.
- Τράπεζα της Ελλάδος. *Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος, 2013.
- Τσώλης, Ζώης. «Το σχέδιο για τη νέα Ευρώπη και το ευρώ.» *Το Βήμα*, 2017.
- Χαρδούβελης, Γκίκας. «Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας.» *Eurobank Research Οικονομία & Αγορές*, Δεκέμβριος 2009.
- Χατζηδημητρίου, Ιωάννης. *Διεθνείς Επιχειρηματικές Δραστηριότητες*. Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις ΑΝΙΚΟΥΛΑ, 2003.