



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 702

Οι ανισοροπίες του ευρώ και η χρηματοπιστωτική απορρύθμιση:
Μια μετακεϋνσιανή ανάλυση της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους

Των

Esteban Pérez-Caldentey

Οικονομική Επιτροπή του ΟΗΕ για τη Λατινική Αμερική και την Καραϊβική

και

Matías Vernengo*

Πανεπιστήμιο της Γιούτα

Ιανουάριος 2012

* Οι απόψεις που εκφράζονται εδώ είναι των συγγραφέων και μπορεί να μην συμπίπτουν με αυτές των θεσμικών οργανισμών με τους οποίους συνεργάζονται. Μια προκαταρκτική έκδοση της παρούσας εργασίας παρουσιάστηκε στο Universidad Autónoma de Μεξικό (UNAM) στις 9 Σεπτεμβρίου 2011 και στο Πανεπιστήμιο του Τέξας στο Όστιν στις 4 Νοεμβρίου 2011. Δίχως να τους εμπλέκουμε με οποιονδήποτε τρόπο, ευχαριστούμε τους Jörg Bibow, Heiner Flassbeck, James K. Galbraith, Tom Palley, Carlo Panico, Ignacio Perrotini, και άλλους συμμετέχοντες στο συνέδριο, για τις παρατηρήσεις τους σε ένα προκαταρκτικό κείμενο.

The Levy Economics Institute Working Paper Collection presents research in progress by Levy Institute scholars and conference participants. The purpose of the series is to disseminate ideas to and elicit comments from academics and professionals.

Levy Economics Institute of Bard College, founded in 1986, is a nonprofit, nonpartisan, independently funded research organization devoted to public service. Through scholarship and economic research it generates viable, effective public policy responses to important economic problems that profoundly affect the quality of life in the United States and abroad.

Levy Economics Institute
P.O. Box 5000
Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000
<http://www.levyinstitute.org>

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η συμβατική σοφία υπαγορεύει ότι η ευρωπαϊκή κρίση χρέους, η οποία έχει μέχρι στιγμής οδηγήσει σε σκληρά προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής διαμορφωμένα από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ιρλανδία, προκλήθηκε από μια δημοσιονομική ασωτία από την πλευρά των περιφερειακών χωρών, σε συνδυασμό με το μοντέλο κράτους πρόνοιας, και ότι ο ρόλος του κοινού νομίσματος (δηλαδή του ευρώ) ήταν, στην καλύτερη των περιπτώσεων, μηδαμινός. Η εργασία αυτή έχει ως στόχο να δείξει ότι, σε αντίθεση με τη συμβατική σοφία, η κρίση στην Ευρώπη είναι το αποτέλεσμα μιας ανισορροπίας μεταξύ χωρών κέντρου και περιφέρειας, η οποία είναι σύμφυτη με το οικονομικό μοντέλο του ευρώ. Με τη βοήθεια που παρείχαν οι διαδικασίες της νομισματικής ενοποίησης και της χρηματοπιστωτικής απορρύθμισης, οι χώρες του κέντρου της ευρωζώνης επιδίωξαν πολιτικές που βασίζονται στις εξαγωγές—ή, πιο συγκεκριμένα, πολιτικές προάσπισης των ιδίων συμφερόντων επί ζημιά των ανταγωνιστών—εις βάρος αυξανόμενων ανισορροπιών και συσσώρευσης χρέους στην περιφέρεια. Αυτή η ανισορροπία έγινε μη βιώσιμη, και αυτή η μη βιωσιμότητα ήταν ένας αιτιώδης παράγοντας για την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007–08. Το κείμενο υποστηρίζει επίσης ότι η ευρωζώνη θα μπορούσε να αποφύγει τη σύσφιξη ανισορροπιών με την υιοθέτηση της ιδέας της γενικευμένης τραπεζικής (μια θεμελιώδη αρχή της πρότασης του Τζον Μείνερντ Κέινς για μια Ένωση Εκκαθάρισης) ως κεντρικό στοιχείο του σχεδίου της για νομισματική ολοκλήρωση.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η συμβατική σοφία υπαγορεύει ότι η Ευρωπαϊκή κρίση χρέους—που οδήγησε σε σκληρά προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής διαμορφωμένα από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) για την Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία—προκλήθηκε από μια δημοσιονομική ασωτία από την πλευρά των περιφερειακών χωρών, σε συνδυασμό με το μοντέλο κράτους πρόνοιας, και ότι ο ρόλος του κοινού νομίσματος, μαζί με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ (1992) ήταν, στην καλύτερη περίπτωση, μηδαμινός.[1] Η γερμανική άποψη, ειδικότερα, όπως εύστοχα την ονόμασε ο Charles Wyplosz (2010), είναι ότι η λύση για την κρίση περιλαμβάνει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ). Η εναλλακτική άποψη, πάντα σύμφωνα με τον Wyplosz, είναι ότι η μεταρρύθμιση των θεσμικών οργάνων της ΕΕ, με σκοπό την επιβολή δημοσιονομικής πειθαρχίας στα εθνικά θεσμικά όργανα, είναι απαραίτητη, δομένου ότι ένα αναθεωρημένο ΣΣΑ θα ήταν καταδικασμένο να αποτύχει.

Και οι δύο απόψεις, οι οποίες κυριαρχούν στις συζητήσεις εντός της ΕΕ, θεωρούν ότι το πρόβλημα είναι δημοσιονομικής φύσεως. Και στις δύο περιπτώσεις, η κρίση αντιμετωπίζεται όπως στα παραδοσιακά, νεοκλασικά μοντέλα—δηλαδή ως ζήτημα υπερβολικών δημοσιονομικών δαπανών όπου, σε κάποιο σημείο, οι οικονομικοί φορείς χάνουν την εμπιστοσύνη τους στην ικανότητα του κράτους να πληρώσει και να εξυπηρετήσει τα χρέη του και επιβάλλουν δημοσιονομική προσαρμογή. Οι υπερβολικές δαπάνες οδηγούν επίσης σε πληθωριστικές πιέσεις, οι οποίες, με βάση αυτή την ερμηνεία, είναι και η αιτία για την απώλεια της εξωτερικής ανταγωνιστικότητας και όχι η εγκατάλειψη της πολιτικής των συναλλαγματικών ισοτιμιών που υπαγορεύει η λειτουργία ενός κοινού νομίσματος. Με άλλα λόγια, η συμβατική άποψη υπονοεί ότι η κατάσταση στα ισοζύγια πληρωμών είναι το αποτέλεσμα μιας δημοσιονομικής κρίσης.

Τέλος, στην θεωρητική ερμηνεία των οικονομικών κρίσεων, η συμβατική εξιστόριση υποβιβάζει επίσης σε δευτερεύουσα θέση το ρόλο της χρηματοπιστωτικής απορρύθμισης.[2] Η ιδέα είναι ότι εάν οι χώρες είχαν ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς, και είχαν αποφύγει τον πειρασμό να δημιουργήσουν ένα κράτος πρόνοιας, τότε η υπερβολική ιδιωτική δαπάνη δεν θα είχε προκληθεί από στρεβλά κίνητρα δημόσιας πολιτικής και οι επενδυτές και οι τράπεζες θα είχαν μεγαλύτερη επίγνωση των σχετικών κινδύνων. Έτσι, αυτό που απαιτείται στην Ευρώπη είναι μια καλή δόση σκληρής αγάπης. Οι περιφερειακές χώρες θα πρέπει να υιοθετήσουν μια ρεαλιστική θέση όσον αφορά τη δημοσιονομική κατάσταση και να διασφαλίσουν την τήρηση των ορίων-δέσμευσεων των εθνικών προϋπολογισμών που συμφωνήθηκαν στη Συνθήκη του Μάαστριχτ, καθώς και να αποκηρύξουν τους στόχους του κράτους πρόνοιας. Μια γενικευμένη δέσμευση στη δημοσιονομική πειθαρχία θα επιτρέψει στην Ευρωπαϊκή οικονομία να ανακάμψει από μόνη της χωρίς την ανάγκη δημοσιονομικής επέκτασης.

Η παλιά άποψη του Υπουργείου Οικονομικών, την οποία ο Κέινς και οι ακόλουθοί του αγωνίστηκαν για να επαναφέρουν στο προσκήνιο τη δεκαετία του 1930, είναι ζωντανή και χαίρει άκρα υγείας όχι μόνο στον ακαδημαϊκό χώρο, αλλά και στους διαδρόμους της εξουσίας, των Υπουργείων Οικονομικών, των Κεντρικών Τραπεζών, και των διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών οι οποίοι έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στην απάντηση προς την κρίση.[3]

Η παρούσα εργασία παρουσιάζει μια εναλλακτική άποψη της ευρωπαϊκής κρίσης. Υποστηρίζει, σε αντίθεση με τη συμβατική σοφία, ότι το ευρώ, και οι επιπτώσεις του στην εξωτερική ανταγωνιστικότητα—και ιδιαίτερα σχετικά με τη διαχείριση της μακροοικονομικής πολιτικής

(τόσο της δημοσιονομικής όσο και της νομισματικής) και στην χρηματοπιστωτική απορρύθμιση έχουν κεντρικό ρόλο στην εξήγηση της κρίσης.

Πιο συγκεκριμένα, και στο πλαίσιο ενός επιχειρήματος από την άποψη της συνολικής ζήτησης, η εργασία δείχνει ότι η κρίση στην Ευρώπη είναι το αποτέλεσμα μιας ανισορροπίας μεταξύ χωρών κέντρου και περιφέρειας της ευρωζώνης η οποία είναι εγγενής στο σύστημα του ευρώ ως οικονομικό μοντέλο.[4] Υποβοηθούμενες από τη διαδικασία στήριξης που παρέχει η νομισματική ενοποίηση και η χρηματοπιστωτική απορρύθμιση, οι χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης επιδίωξαν πολιτικές εξαγωγικής ανάπτυξης, ή, πιο συγκεκριμένα, πολιτικές προάσπισης των ιδίων συμφερόντων επί ζημιά των ανταγωνιστών εις βάρος των αυξανόμενων ανισορροπιών και της συσσώρευσης του χρέους στις χώρες της περιφέρειας της ευρωζώνης. Αυτή η ανισορροπία έγινε μη βιώσιμη και ήρθε στην επιφάνεια κατά τη διάρκεια της Παγκόσμιας Κρίσης (2007–08). Δυστυχώς, λόγω του γεγονότος ότι κατά τη διάρκεια μιας κρίσης οι κυβερνήσεις πρέπει να αυξήσουν τις δαπάνες (έστω και μέσω των αυτόματων σταθεροποιητών) προκειμένου να μετριαστούν οι επιπτώσεις της, ενώ την ίδια στιγμή τα έσοδα τείνουν να μειώνονται (λόγω της συστολής των οικονομικών δραστηριοτήτων ή της διαμόρφωσης μιας ολοκληρωτικής ύφεσης), τα δημοσιονομικά ελλείμματα είναι αναπόφευκτα και αναδεικνύονται ως ένα από τα αγαπημένα αίτια για την ίδια την κρίση.

Το υπόλοιπο της εργασίας είναι χωρισμένο σε πέντε ενότητες. Η ενότητα που ακολουθεί παρέχει ένα απλό μετα-κεϋνσιανικό ευρετικό μοντέλο, προωθώντας μια ολοκληρωμένη ερμηνεία για την κρίση και υποστηρίζοντας ότι η δημοσιονομική κρίση—η οποία απαιτεί επαναδιαπραγμάτευση των σημερινών επιπέδων χρέους—δεν είναι το κύριο αίτιο της κρίσης. Στην πραγματικότητα, ήταν το αποτέλεσμα της γενικότερης κρίσης. Η επόμενη ενότητα περιγράφει τις διαδικασίες της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών, της απορρύθμισης και της οικονομικής ολοκλήρωσης στην Ευρώπη και τις επιπτώσεις τους στις χρηματοοικονομικές ροές και στο τραπεζικό σύστημα των χωρών του πυρήνα και της περιφέρειας της ευρωζώνης. Η τρίτη ενότητα εξηγεί, χρησιμοποιώντας ορισμένα βασικά μακροοικονομικά χαρακτηριστικά, τις αντιφάσεις που ενυπάρχουν στο σύστημα του ευρώ ως οικονομικό μοντέλο. Το τελευταίο τμήμα παρέχει ορισμένα συμπεράσματα και ταξινομεί τα πραγματικά περιστατικά και τους μύθους για την Ευρωπαϊκή κρίση. Ένα κεντρικό συμπέρασμα είναι ότι η λύση στην ευρωπαϊκή κρίση απαιτεί μια βαθιά θεσμική μεταρρύθμιση του ευρώ και των βασικών αρχών του, και όχι μια δημοσιονομική ή χρηματοοικονομική μεταρρύθμιση. Μια νομισματική ρύθμιση όπως αυτή του ευρώ θα πρέπει να περιλαμβάνει την αρχή της γενικευμένης τραπεζικής του Κέινς, η οποία εξασφαλίζει την ανακύκλωση των πλεονασμάτων και ότι το βάρος της προσαρμογής θα το μοιράζονται δίκαια οι οικονομίες οφειλέτη και οι οικονομίες πιστωτή.

ΜΟΝΤΕΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΕΙΔΟΥΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Πρώτα απ' όλα, είναι απαραίτητο να διευκρινιστεί η διαφορά ανάμεσα σε μια εξωτερική και μια εσωτερική κρίση χρέους. Επιπλέον, είναι επίσης σημαντικό να σημειωθεί ότι μια εξωτερική κρίση θα μπορούσε να είναι το ισοζύγιο πληρωμών ή μια νομισματική κρίση στην οποία η αναδιάρθρωση του χρέους είναι περιττή, ή μια κρίση χρέους στην οποία η χρεοκοπία είναι αναπόφευκτη. Ωστόσο, πρέπει να υπογραμμιστεί ότι, στη συμβατική βιβλιογραφία της οικονομικής επιστήμης, και τα δύο είδη των κρίσεων είναι άρρηκτα συνυφασμένα μεταξύ τους.[5]

Στην πραγματικότητα, στα παραδοσιακά μοντέλα νομισματικών κρίσεων (π.χ. Krugman 1979), η αρχική πηγή της εξωτερικής κρίσης είναι μια εγχώρια κρίση χρέους. Ακόμη και τα πιο πρόσφατα μοντέλα, τα οποία περιλαμβάνουν το ρόλο των αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών και το ρόλο των ανισοροπιών του χρηματοοικονομικού τομέα (π.χ. Krugman 1999)—παραμένουν προσηλωμένα στην παραδοχή ότι ο τομέας των δημόσιων οικονομικών κατέχει κεντρική θέση στις νομισματικές κρίσεις.[6]

Όπως και στην περίπτωση της ΕΕ μετά την υιοθέτηση του ευρώ το 1999, ένα σημαντικό χαρακτηριστικό του δημοσίου χρέους είναι ότι το χρέος είναι εκφρασμένο σε νόμισμα που οι κυρίαρχες εθνικές μονάδες δεν ελέγχουν άμεσα και είναι παρόμοιο με το χρέος που είναι εκφρασμένο σε ξένα νομίσματα. Περαιτέρω, δεδομένου ότι τα μέλη του ευρώ δεν μπορούν να υποτιμήσουν το νόμισμά τους σε σχέση το ένα με το άλλο, το κλασικό αποτέλεσμα των μοντέλων νομισματικών κρίσεων (δηλαδή, μια σοβαρή υποτίμηση του εθνικού νομίσματος) δεν μπορεί να συμβεί—τουλάχιστον όχι για τις εθνικές μονάδες.

Σε μια τέτοια περίπτωση, ο μηχανισμός προσαρμογής πρέπει να είναι στο επίπεδο της δημοσιονομικής δραστηριότητας.[7] Έτσι, το μοντέλο που αναπτύσσουμε προϋποθέτει μια σταθερή ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία, καθώς και ότι οι αλλαγές στο επίπεδο παραγωγής είναι κεντρικής σημασίας για την προσαρμογή στο ισοζύγιο πληρωμών.

Ο ρυθμός μεταβολής της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας συμπεριφέρεται σύμφωνα με τον ακόλουθο κανόνα:

$$(1) \frac{\dot{\varepsilon}}{\varepsilon} = (\alpha - 1) \frac{\dot{p}}{p} + \phi \frac{\dot{ff}}{ff}; 0 < \alpha < 1, \phi > 0$$

όπου το ε αντιπροσωπεύει την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, το p το εγχώριο επίπεδο τιμών, και τα ff τις χρηματοοικονομικές ροές.[8] Γι' αυτή και τις υπόλοιπες εξισώσεις του μοντέλου, οι τελείες αναφέρονται σε αλλαγές στα επίπεδα των μεταβλητών και οι αστερίσκοι για τους ξένους μεταβλητές.

Έτσι, η εξίσωση (1) δηλώνει ότι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία είναι μια αντίστροφη συνάρτηση του ποσοστού του πληθωρισμού και συνδέεται θετικά με τις χρηματοοικονομικές ροές.

Με τη σειρά τους, οι χρηματοοικονομικές ροές (ff) θεωρούνται ότι εξαρτώνται από το βαθμό της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης των αγορών (FL) και το ποσοστό χρησιμοποίησης της παραγωγικής ικανότητας, στο οποίο ανταποκρίνονται θετικά. Με άλλα λόγια, οι πραγματικές μεταβλητές, και όχι μόνο οι χρηματοοικονομικές, δύνανται επίσης να επηρεάσουν τις ροές μακριά από τα κεφάλαια. Δηλαδή,

$$(2) \frac{\dot{ff}}{ff} = \gamma(i - i^*) + \beta(\kappa - y) + \psi FL; \gamma < 0, \beta > 0, 0 < \psi < 1$$

όπου το κ είναι το απόθεμα κεφαλαίου, y το επίπεδο παραγωγής.

Το επόμενο βήμα είναι η περιγραφή της δυναμικής του εγχώριου επιπέδου τιμών. Οι τιμές καθορίζονται ως σήμανση πάνω από το κόστος, το οποίο παριστάνεται ως:[9]

$$(3) \quad p = \frac{wb + p^*m}{(1-\pi)}$$

όπου w είναι ο ονομαστικός μισθός, b είναι το αντίστροφο της παραγωγικότητας της εργασίας, p^* είναι η τιμή των εισαγόμενων αγαθών, m είναι ο συντελεστής των εισαγωγών, και π είναι το μερίδιο των κερδών στο συνολικό εισόδημα. Η σύγκρουση πάνω από την κατανομή του εισοδήματος αντιπροσωπεύεται από τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων, οι οποίες αυξάνουν τις τιμές κάθε φορά που το μερίδιο των κερδών πέφτει κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο. Αυτό το εκπροσωπεί η ακόλουθη εξίσωση:

$$(4) \quad \frac{\dot{p}}{p} = \bar{\pi} - \pi$$

όπου το p -μπάρα είναι το μερίδιο των κερδών που επιθυμούν οι καπιταλιστές. Από (2), (3), και (4), μπορούμε να ξαναγράψουμε την εξίσωση (1) ως εξής:

$$(5) \quad \frac{\dot{\epsilon}}{\epsilon} = (\alpha - 1)(\bar{\pi} - 1 + wb + \epsilon m) + \gamma(i - i^*) + \beta(\kappa - y) + \phi\psi FL$$

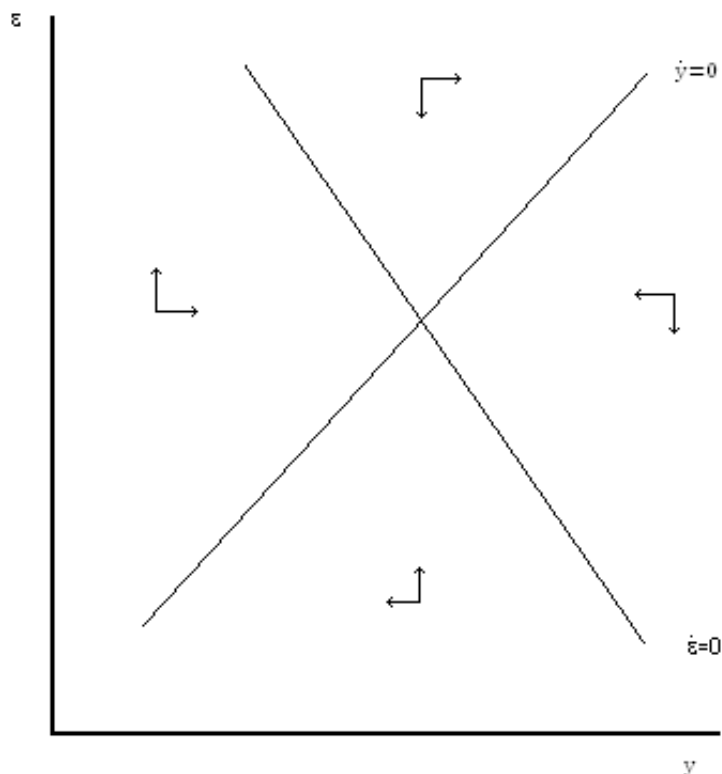
Ο καθορισμός του εισοδήματος ακολουθεί την παραδοσιακή κεννσιανή γραμμή και μπορεί να γραφτεί ως:

$$(6) \quad \frac{\dot{y}}{y} = \delta(\kappa - y) + \eta\epsilon x + \lambda i + \mu G + \xi d; \delta > 0, m > 0, x > 0, \lambda < 0$$

όπου x αντιστοιχεί στις εξαγωγές, i στο επιτόκιο, G στις κρατικές δαπάνες, και d στο ιδιωτικό χρέος.[10] Οι κρατικές δαπάνες εξαρτώνται από την ικανότητα φορολόγησης (τy) και του κόστους για την εύρεση κεφαλαίων, το οποίο εκφράζεται κυρίως από τη διαφορά των επιτοκίων που καταβάλλονται για το ομόλογο μιας δεδομένης χώρας της ευρωζώνης (r_{gb}) και αυτών για τα γερμανικά ομόλογα (r_{ggb}).

$$(7) \quad G = \tau y + \varphi(r_{gb} - r_{ggb}); 0 < \tau < 1 \text{ and } \varphi < 0.$$

Σχημα 1 Παραγωγή και δυναμική των συναλλαγματικών ισοτιμιών



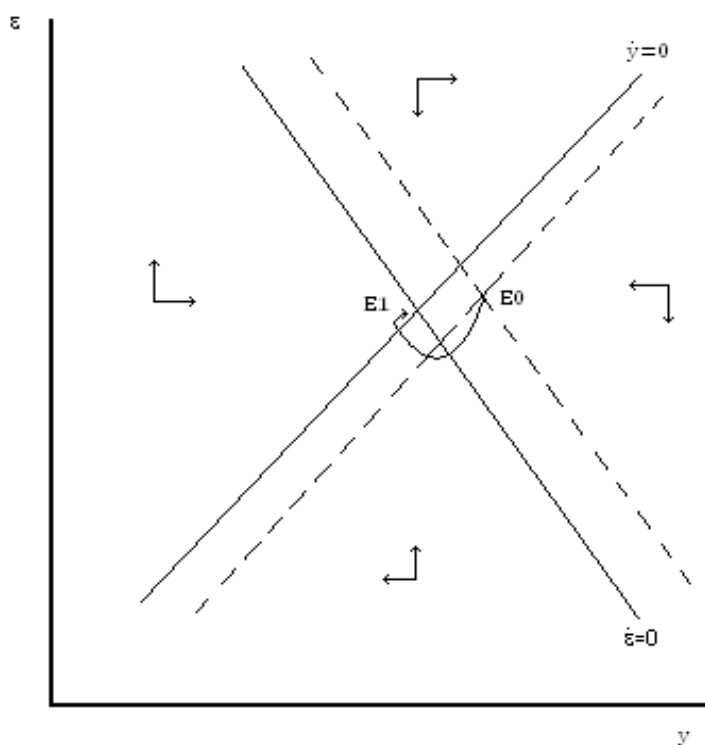
Οι εξισώσεις (5) και (6) αποτελούν ένα δυναμικό σύστημα το οποίο καθορίζει την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και το επίπεδο εισοδήματος της οικονομίας, τα οποία παρουσιάζονται στο Σχήμα 1.

Η εξίσωση (2) δείχνει ότι μια αύξηση της χρησιμοποίησης της παραγωγικής ικανότητας τείνει να προσελκύει κεφαλαιακές ροές και οδηγεί σε μια πραγματική ανατίμηση, η οποία αντιπροσωπεύεται από την αρνητική κλίση της καμπύλης $\dot{\epsilon}$. Η εξίσωση (6) δείχνει απλά ότι οι εξαγωγές ανταποκρίνονται θετικά στην πραγματική υποτίμηση συναλλαγματικών ισοτιμιών και οδηγούν σε αύξηση της παραγωγής, που εμφανίζεται στη θετική κλίση της καμπύλης \dot{y} . Η λύση του δυναμικού συστήματος παρέχει ένα σταθερό κόμβο και επιτρέπει την απλή συγκριτική στατική ανάλυση.[11]

Ας υποθέσουμε ότι οι μισθοί επεκτείνονται. Αυτό θα οδηγήσει σε υψηλότερες εγχώριες τιμές και σε μια μεγαλύτερη ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αυτή η εξέλιξη θα πρέπει να εκπροσωπείται από μια εσωτερική μετατόπιση της καμπύλης $\dot{\epsilon}$ και θα μειώσει το επίπεδο παραγωγής (δεδομένου ότι θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στην εξαγωγές) και, μέσω του υπερπολλαπλασιαστή, θα οδηγήσει σε μείωση του εισοδήματος. Μια χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να αντιπροσωπεύεται από μια κατάρρευση των δαπανών (δηλαδή, ως αποτέλεσμα της μείωσης στο d , στο ιδιωτικό χρέος ή στο G), η οποία θα οδηγήσει σε μια ανοδική μετατόπιση της καμπύλης \dot{y} .

Η μείωση του ποσοστού χρησιμοποίησης της παραγωγικής ικανότητας θα οδηγήσει σε εκροή κεφαλαίων και υποτίμηση του νομίσματος—τυπική εξέλιξη μιας νομισματικής κρίσης. Η τελική επίπτωση του συνδυασμού υψηλότερων μισθών και μιας χρηματοοικονομικής κρίσης στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία θα εξαρτηθεί από τη σχετική ισχύ των δύο δυνάμεων, αλλά θα ήταν σαφώς συστατική. Το σχήμα 8 παρουσιάζει μια κατάσταση στην οποία επικρατεί ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, μετακινούμενη από το E_0 στο E_1 . Αυτό αντιπροσωπεύει τις επιπτώσεις της κρίσης στις ελλειμματικές χώρες όπου, ελλείψει της ονομαστικής υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η προσαρμογή του ισοζυγίου πληρωμών θα πρέπει να δρομολογηθεί από διακυμάνσεις στο επίπεδο της δημοσιονομικής δραστηριότητας.

Σχήμα 2 Συστολή και ανατίμηση



Αν και δεν είναι ρητά μοντελοποιημένη, τεκμαίρεται ότι η συστολή έχει αρνητικό αντίκτυπο στα φορολογικά έσοδα και απαιτεί την αύξηση των δαπανών που συνδέονται με το κοινωνικό δίκτυο ασφαλείας για την προστασία των ανέργων. Ως αποτέλεσμα, η δημοσιονομική κρίση (δηλαδή η αύξηση των ελλειμμάτων και του εσωτερικού χρέους) είναι, από τη σκοπιά της μετα-κεϋνσιανής προσέγγισης, το αποτέλεσμα—και όχι η αιτία—της εξωτερικής κρίσης.

Η τυποποιημένη κρίση που εμφανίζεται στο Σχήμα 2 απεικονίζει την Ευρωπαϊκή κρίση σε ένα μετα-κεϋνσιανό πλαίσιο. Το υψηλότερο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στις περιφερειακές χώρες της Ευρώπης (σε σχέση με τις χώρες του πυρήνα), οδήγησαν σε απώλεια της ανταγωνιστικότητας και σε αύξηση των εξωτερικών προβλημάτων, τα οποία, σε συνδυασμό

με τη χρηματοπιστωτική κρίση, επέφεραν την κατάρρευση της παραγωγής και προκάλεσαν μια δημοσιονομική κρίση. Η αδυναμία υποτίμησης της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, και η απουσία μιας υπερεθνικής δημοσιονομικής αρχής που θα μπορούσε να μεταβιβάσει πόρους, υπονοούν ότι η συστολή είναι η λύση για τα εξωτερικά ελλείμματα.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ/ΑΠΟΡΡΥΘΜΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΣΤΟ ΕΥΡΩ

Ο δρόμος προς την οικονομική ολοκλήρωση της Ευρώπης ξεκίνησε στις αρχές του 1957 με την υπογραφή της Συνθήκης της Ρώμης, η οποία καθορίζει τις βασικές αρχές για τη δημιουργία μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Ωστόσο, παρά τις διάφορες πρωτοβουλίες προς την κατεύθυνση αυτή, η πρόοδος ήταν αργή. Οι περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες διαμορφώνουν μια οικονομική στρατηγική με σκοπό την χρηματοοικονομική απελευθέρωση μόνο προς τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και αρχές της δεκαετίας του 1990, και αυτό εξαιτίας της εφαρμογής της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης (1987).

Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι περισσότερες χώρες ήταν τους ελέγχους κεφαλαίου, απορρύθμισαν τα επιτόκια και υιοθέτησαν τις Ευρωπαϊκές Οδηγίες, οι οποίες θεωρούνται ότι αποτελούν ένα κρίσιμο βήμα προς την θεμελίωση του προγράμματος της ενιαίας αγοράς στις τραπεζικές και χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.[12] Αυτές οι οδηγίες είχαν ως στόχο τον εναρμονισμό των κανόνων, την εποπτεία και τη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και την καθιέρωση της αρχής του ελέγχου της χώρας καταγωγής και το λεγόμενο Ευρωπαϊκό Διαβατήριο (παραρτήματα και παροχή υπηρεσιών πέραν των συνόρων σε όλη την ΕΚ). Βλ. Πίνακα 1 παρακάτω.[13]

Η ώθηση για την χρηματοοικονομική απορρύθμιση προήλθε στη συνέχεια με την υιοθέτηση ενός πενταετούς προγράμματος χρηματοοικονομικής εναρμόνισης, το Πρόγραμμα Δράσης Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών (1999).

Πίνακας 1 Χρηματοοικονομική απελευθέρωση και ολοκλήρωση στην Ευρώπη πριν από την υιοθέτηση του ευρώ

	Άρση των ελέγχων κεφαλαίου	Απορρύθμιση επιτοκίων	Πρώτη τραπεζική οδηγία	Δεύτερη τραπεζική οδηγία
Βέλγιο	1991	1990	1993	1994
Δανία	1982	1988	1980	1991
Γαλλία	1990	1990	1980	1992
Γερμανία	1967	1981	1978	1992
Ελλάδα	1994	1993	1981	1992
Ιρλανδία	1985	1993	1989	1992
Ιταλία	1983	1990	1985	1992
Λουξεμβούργο	1990	1990	1981	1993
Κάτω Χώρες	1980	1981	1978	1992
Πορτογαλία	1992	1992	1992	1992
Ισπανία	1992	1992	1987	1994
Ηνωμένο Βασίλειο	1979	1979	1979	1993

Kingdom				
---------	--	--	--	--

Πηγή: Buch and Heinrich 2002

Το Πρόγραμμα Δράσης Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών είχε ως στόχο να εναρμονίσει τους κανόνες των κρατών μελών της ΕΕ γύρω από ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένων των τιτλοποιήσεων, των τραπεζικών και των ασφαλιστικών χρηματοοικονομικών συναλλαγών, αλλά και για τις υποθήκες κατοικιών και εμπορικών ακινήτων καθώς και για τα συνταξιοδοτικά ταμεία, μέσω της εφαρμογής 42 μέτρων στους διάφορους αυτούς τομείς. Πιο συγκεκριμένα, οι στόχοι περιλάμβαναν: 1) την ανάπτυξη μιας ενιαίας αγοράς για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, 2) τη δημιουργία ανοικτών και ασφαλών αγορών λιανικής πώλησης, 3) την καθιέρωση σαφών και αποδοτικών κανόνων και διαδικασιών εποπτείας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και 4) τη δημιουργία των προϋποθέσεων για μια βέλτιστη ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά.

Η δέσμευση των χωρών μελών στο Πρόγραμμα Δράσης Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών ενισχύθηκε από μια σειρά πρωτοβουλιών, που συμπεριλάμβαναν τη Ατζέντα της Λισσαβόνας (2000), την εκ νέου δρομολόγηση της στρατηγικής της Λισσαβόνας (2005), και τη Λευκή Βίβλο (2005). Όπως αναφέρεται στη Λευκή Βίβλο:

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν ζωτική σημασία για τη λειτουργία των σύγχρονων οικονομιών. Όσο περισσότερο είναι ολοκληρωμένες, τόσο πιο αποτελεσματική είναι η διάθεση των οικονομικών πόρων και τόσο πιο αποτελεσματικές θα είναι οι μακροπρόθεσμες οικονομικές επιδόσεις. Η ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών αποτελεί συνεπώς ένα βασικό στοιχείο της διαδικασίας της Λισσαβόνας για οικονομική μεταρρύθμιση και απαραίτητο για την παγκόσμια ανταγωνιστικότητα της ΕΕ (Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2005, σ. 5).

Τα περισσότερα από τα μέτρα στο Πρόγραμμα Δράσης Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών πέρασαν τα εμπόδια της νομοθετικής διαδικασίας της ΕΕ προς το τέλος του 2003. Βλ. Kalemi-Ozcan et al. (2010). Οι τελευταίες διαθέσιμες εκθέσεις δείχνουν ότι 25 από τις 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης είχαν παράσχει πληροφορίες σχετικά με την έναρξη ισχύος των οδηγιών του Προγράμματος Δράσης Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών.[14]

Η πρόοδος της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών αντανακλάται στον δείκτη Chinn-Ito (2011), ο οποίος μετρά τη διαφάνεια στις συναλλαγές της κίνησης κεφαλαίων. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός ανοίγματος της οικονομίας στις διασυνοριακές συναλλαγές κεφαλαίων. Όπως δείχνει ο Πίνακας 2, το επίπεδο της χρηματοοικονομικής διαφάνειας αυξήθηκε συστηματικά καθ' όλη τη δεκαετία του 1990, αντανακλώντας το γεγονός ότι οι ευρωπαϊκές χώρες—κυρίως οι χώρες του πυρήνα και της περιφέρειας της ευρωζώνης (δηλαδή οι χώρες που υιοθέτησαν το ευρώ ως κοινό νόμισμα)—έγιναν, κατά μέσο όρο, πιο «ανοιχτές» οικονομίες. Και οι δύο ομάδες χωρών έφθασαν στο καθεστώς της πλήρους απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μετά την υιοθέτηση του ευρώ.

Πίνακας 2 ΕΕ: Δείκτης Chinn-Ito για την απελευθέρωση κεφαλαιακών πιστώσεων σε ομαδοποιημένες χώρες, 1990–2009

	1990–94	1995–99	2000–04	2005–09
Χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης	83.2	96.1	97.4	100.0
Περιφερειακές χώρες	19.5	80.5	96.6	100.0
Άλλες ευρώ χώρες	-37.9	-9.5	24.7	81.3
Χώρες εκτός ευρώ	8.8	39.0	66.9	87.9

Σημείωση: Ο δείκτης Chinn-Ito εκφράζεται σε όρους σχετικά με την ανώτατη αξία του για όλες τις χώρες που συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα τους. Έτσι, ο βαθμός 100 σημαίνει ολοκληρωμένη απελευθέρωση.

Οι χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης είναι: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία και Κάτω Χώρες. Οι περιφερειακές χώρες είναι: Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Πορτογαλία και Ισπανία. Άλλες ευρώ χώρες είναι: Εσθονία, Μάλτα, Σλοβακία και Σλοβενία. Χώρες εκτός ευρώ είναι: Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο.

Πηγή: Βασισμένο στους Chin και Ito 2008

Η διαδικασία της εναρμόνισης και της ενδο-ευρωπαϊκής απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ροών ξεκίνησε παράλληλα με τη διαδικασία της θέσπισης και της εισαγωγής του ευρώ, η οποία τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2002. Η δημιουργία ενός ενιαίου νομίσματος και μιας νομισματικής ένωσης βασίστηκε σε μια εκ των προτέρων συμμόρφωση με συγκεκριμένα κριτήρια σύγκλισης μεταξύ των οποίων ήταν ο πληθωρισμός, οι δημοσιονομικές ισορροπίες, η συναλλαγματική ισοτιμία, και η σύγκλιση των επιτοκίων, όπως διαμορφώθηκαν στη Συνθήκη του Μάαστριχτ.[15]

Η σύγκλιση συναλλαγματικής ισοτιμίας είχε ως στόχο να αποφευχθεί η χειραγώγηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας πριν από τη δημιουργία μιας νομισματικής ένωσης, ώστε να επιτευχθεί μια καλύτερη ανταγωνιστική θέση κατά τη στιγμή της εισόδου. Η αιτιολόγηση της σύγκλισης του πληθωρισμού και του προϋπολογισμού ήταν η αποφυγή μιας πληθωριστικής μεροληψίας στη νομισματική ένωση.

Στην πράξη, η δημοσιονομική σύγκλιση σήμαινε ότι οι κυβερνήσεις θα έπρεπε να πετύχουν μια αναλογία του προβλεπόμενου ή υφιστάμενου δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ΑΕΠ που θα ήταν ίση ή μικρότερη από το 3% της τιμής της αγοράς ανά πάσα στιγμή. Το κριτήριο βιωσιμότητας του προϋπολογισμού, όπου το δημοσιονομικό έλλειμμα δεν πρέπει να υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ, το οποίο ήταν ανεξάρτητο του οικονομικού κύκλου, συνδεδεμένο με προγενέστερη νομοθεσία που συμπεριλαμβανόταν στο Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας (1997), απαιτούσε από τις ευρωπαϊκές χώρες εξισορρόπηση του προϋπολογισμού τους ή να βρίσκονται σε πλεονασματική θέση στο μεσοπρόθεσμο διάστημα—δηλαδή, οι χώρες θα έπρεπε να διατηρούν πλεονάσματα σε περιόδους ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας ώστε να αντισταθμίζουν τα ελλείμματα σε κακές εποχές.

Η σύγκλιση των επιτοκίων ερμηνεύεται ως μέτρο για να περιοριστούν οι ευκαιρίες arbitrage, περιορίζοντας ως εκ τούτου τα κεφαλαιουχικά κέρδη και τις ζημίες πριν από την έναρξη ισχύος της νομισματικής ένωσης. Ωστόσο, το κριτήριο αυτό θεωρείται περιττό (Kenen 1995, De Grauwe 2003). Στην πραγματικότητα, η χρηματοοικονομική απορρύθμιση, η κινητικότητα των

κεφαλαίων και η σύγκλιση συναλλαγματικών ισοτιμιών (και τελικά η υιοθέτηση ενός μοναδικού νομίσματος) οδηγούν σε ονομαστική σύγκλιση των επιτοκίων. Με αυτή την έννοια, όπως το έθεσε ο De Grauwe: «Από τη στιγμή που οι χώρες αναμενόταν να ενταχθούν στην Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), τα μακροπρόθεσμα επιτόκια συνέκλιναν αυτόματα» (ibid., σελ. 136). Επιπλέον, σύμφωνα με το θεώρημα ισοτιμίας των επιτοκίων, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία και η σύγκλιση των επιπέδων πληθωρισμού ισοδυναμούσαν με πραγματικές συνθήκες ακάλυπτης ισοτιμίας επιτοκίων.

Η διαδικασία της εναρμόνισης της κοινοτικής νομοθεσίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και της ρύθμισης και της υιοθέτησης ενός ενιαίου νομίσματος οδήγησε σε αύξηση των διασυνωριακών χρηματοοικονομικών ροών και, όπως αναμενόταν, σε μια διαδικασία σύγκλισης των επιτοκίων. Η αύξηση των χρηματοδοτικών ροών μπορεί επίσης να διαπιστωθεί από την επέκταση του ισολογισμού των ευρωπαϊκών χωρών. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 3, η εξωτερική θέση των τραπεζών στις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (χώρες του πυρήνα, της περιφέρειας και χώρες εκτός ευρώ), έναντι όλων των τομέων χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και παθητικού ως ποσοστά του ΑΕΠ, μεγεθύνθηκε ραγδαία καθ' όλη την περίοδο της χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης και της υιοθέτησης του ευρώ.

Ένα παρόμοιο φαινόμενο έλαβε μέρος με την εξέλιξη του μεγέθους των κεφαλαιαγορών (βλέπε πίνακα 4). Το μέγεθος των κεφαλαίων που μετριέται σε όρους ΑΕΠ αυξήθηκε περισσότερο από το ένα τρίτο στις χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης, και υπερδιπλασιάστηκε στις περιφερειακές χώρες, κατά την περίοδο της εδραίωσης της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και ρύθμισης και μετά την υιοθέτηση του ευρώ.[16]

Πίνακας 3 Αύξηση ισοζυγίου συναλλαγών στην ΕΕ με βάση την εξωτερική θέση των τραπεζών (στοιχεία ενεργητικού και παθητικού έναντι όλων των τομέων της οικονομίας ως ποσοστά του ΑΕΠ, 1990–2011 (μέσο όρος)

Στοιχεία ενεργητικού			
Περίοδος	Χώρες του πυρήνα	Περιφερειακές χώρες	Εκτός ευρώ
1990–95	47.40	22.52	58.97
1996–2001	61.96	55.74	76.40
2002–10	118.31	96.15	131.37
Στοιχεία παθητικού			
Περίοδος	Χώρες του πυρήνα	Περιφερειακές χώρες	Εκτός ευρώ
1990–95	41.79	19.89	63.26
1996–2001	63.40	60.31	84.35
2002–10	102.44	107.22	148.44

Σημείωση: Οι χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης είναι: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία και Κάτω Χώρες. Οι περιφερειακές χώρες είναι: Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Πορτογαλία και Ισπανία. Χώρες εκτός ευρώ είναι: Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο.

Πηγή: BIS 2011; Πίνακας 2Α

Πίνακας 4 Μέγεθος Κεφαλαιαγορών 1990–2009 ως ποσοστό του ΑΕΠ στις χώρες του πυρήνα, στις περιφερειακές χώρες και στην ευρωζώνη, 1990–2009 (μέσος όρος)

	Χώρες του πυρήνα	Περιφερειακές χώρες	Ευρωζώνη
1990–94	1.61	0.79	n/a
1995–99	2.04	1.14	1.76
2000–04	2.51	1.96	2.27
2005–09	2.82	3.22	2.63

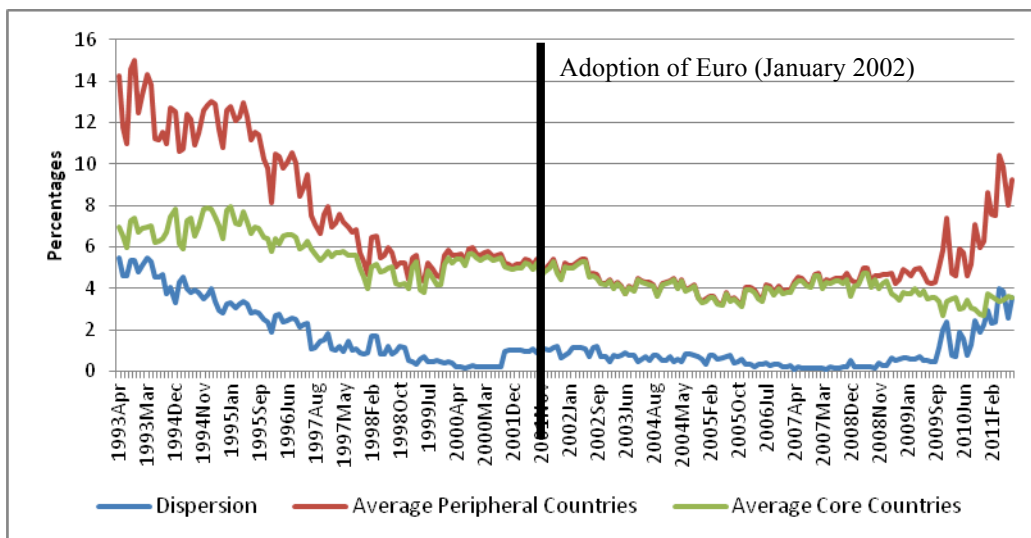
Σημείωση: Οι χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης είναι: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία και Κάτω Χώρες. Οι περιφερειακές χώρες είναι: Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Πορτογαλία και Ισπανία.

Πηγή: ECB 2011

Τα εμπειρικά στοιχεία που έχουν προσπαθήσει να απομονώσουν τόσο τις συνέπειες της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και απορρύθμισης και εκείνων του ευρώ στην αύξηση των διασυνωριακών ροών υπογραμμίζουν τη σημασία και των δύο πολιτικών μέτρων, αλλά αποδίδουν μεγαλύτερη βαρύτητα στην υιοθέτηση του ευρώ. Αυτό εξηγείται κυρίως από την εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου λόγω της υιοθέτησης του ενιαίου νομίσματος. Τα πρόσφατα στοιχεία που παρουσίασαν οι Kalemli-Ozcan et al., (2010) δείχνουν ότι οι διμερείς συμμετοχές των τραπεζών και των συναλλαγών στις οικονομίες της ευρωζώνης αυξήθηκαν κατά περίπου 40% μετά την υιοθέτηση του ευρώ.[17]

Την ίδια στιγμή, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση και η διαδικασία υιοθέτησης του ευρώ οδήγησαν σε μια σαφή και σημαντική σύγκλιση τόσο στα βραχυπρόθεσμα όσο και στα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Το σχήμα 3 που ακολουθεί δείχνει ότι οι αποδόσεις στην δευτερογενή αγορά για 10ετή κρατικά ομόλογα των χωρών του πυρήνα της ευρωζώνης και των περιφερειακών χωρών βρισκότουσαν στο 6% και στο 10%, αντίστοιχα, και έφθασαν στο 5% και για τις δύο ομάδες χωρών τον Ιανουάριο του 2002 (το μήνα και το έτος που τέθηκε σε εφαρμογή το ευρώ). Επίσης, η διασπορά επιτοκίων για όλα τα κράτη μέλη της ευρωζώνης υποχώρησε την ίδια περίοδο από το 5% στο 1%, και κατέγραψε περαιτέρω μείωση στη συνέχεια, έως και την Παγκόσμια Κρίση του 2008–09.

Σχημα 3 ΕΕ: Ποσοστά μέσου όρου απόδοσης στην δευτερογενή αγορά για 10ετή κρατικά ομόλογα χωρών του πυρήνα και της περιφέρειας της ευρωζώνης και διασπορά επιτοκίων. Απρίλιος 1993 – Απρίλιος 2011 (Μηνιαία Στοιχεία)



Πηγή: Από τους ίδιους τους συγγραφείς, με στοιχεία από το ECB 2011

Η σύγκλιση των επιτοκίων οδήγησε σε μείωση των επιτοκίων, ιδίως στις περιφερειακές χώρες. Μεταξύ 1990–95 και 1996–2001, τα επιτόκια—ως το ποσοστό του συνόλου των έντοκων στοιχείων ενεργητικού—υποχώρησαν από το 3,9% στο 2,8%, ενώ τα στοιχεία αυτά παρέμειναν περίπου σταθερά στις χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης. Αυτό μεταφράζεται σε μείωση του συντελεστή απόδοσης επί του ενεργητικού στις περιφερειακές χώρες από το 0.8% στο 0.5% μεταξύ 1990-1995 και 1996-2001. Βλ. Πίνακα 5 παρακάτω.

Ενόψει της μείωσης του ποσοστού απόδοσης επί του συνολικού κεφαλαίου (όπως στην περίπτωση των περιφερειακών χωρών μεταξύ 1990–95 και 1996–2007), ή ενός σχεδόν συνεχής σταθερού ποσοστού απόδοσης (όπως στην περίπτωση των χωρών του πυρήνα και των περιφερειακών χωρών μεταξύ 1996–2001 και 2002–07), τα επίπεδα της κερδοφορίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορούν να διατηρηθούν ή να αυξηθούν με υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης (ή χρέους).[18]

Τα επίπεδα μόχλευσης ήταν ιδιαίτερα υψηλά σε ορισμένες από τις χώρες του πυρήνα. Τα διαθέσιμα στοιχεία για τη Γερμανία, που παρέχει το Bloomberg, δείχνουν ότι η μόχλευση για τις μεγάλες τράπεζες αυξήθηκε κατά μέσο όρο από 27 σε 45 μεταξύ 1996 και 2007. Επίσης, τα στοιχεία για το 2007 για τα 14 από τα σημαντικότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ευρώπης (που βρίσκονται σε χώρες του πυρήνα) δείχνουν ότι ο μέσος δείκτης μόχλευσης ήταν 34 (με μέγιστο αριθμό το 50).[19]

Πίνακας 5 Επιλεγμένοι δείκτες της αποδοτικότητας του τραπεζικού συστήματος στην ΕΕ (1990–2007)

Χώρες του πυρήνα						
Περίοδος	Χρηματοπιστωτική εμβάθυνση	Κόστος/έσοδα	Περιθώρια επιτοκίου	Απόδοση στοιχείων ενεργητικού (ROA)	Δείκτης συγκέντρωσης	Z-Score
1990–95	92.5	72.8	2.3	0.3	67.2	15.4
1996–2001	103.5	67.8	2.5	0.9	67.2	9.4
2002–07	108.2	70.2	2.1	1.0	68.2	7.3
Περιφερειακές χώρες						
Περίοδος	Χρηματοπιστωτική εμβάθυνση	Κόστος/έσοδα	Περιθώρια επιτοκίου	Απόδοση στοιχείων ενεργητικού (ROA)	Δείκτης συγκέντρωσης	Z-Score
1990–95	56.8	67.6	3.9	0.8	72.1	23.9
1996–2001	73.3	70.8	2.8	0.5	66.7	25.6
2002–07	112.8	66.5	2.2	0.4	68.9	15.8
Χώρες ευρωζώνης						
Περίοδος	Χρηματοπιστωτική εμβάθυνση	Κόστος/έσοδα	Περιθώρια επιτοκίου	Απόδοση στοιχείων ενεργητικού (ROA)	Δείκτης συγκέντρωσης	Z-Score
1990–95	77.0	65.8	3.1	0.6	73.7	18.1
1996–2001	77.3	69.9	2.7	0.7	68.8	12.7
2002–07	101.3	67.6	2.4	0.8	70.8	10.4

Σημείωση: Οι χώρες του πυρήνα περιλαμβάνουν την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία και τις Κάτω Χώρες. Οι περιφερειακές χώρες περιλαμβάνουν την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ιταλία, την Πορτογαλία και την Ισπανία. Η «χρηματοπιστωτική εμβάθυνση» υπολογίζεται από την ιδιωτική πίστωση, τις τραπεζικές καταθέσεις, και άλλους χρηματοοικονομικούς θεσμούς. Το «κόστος/έσοδα» υπολογίζεται ως συνολικό κόστος, ως ποσοστό του συνολικού εισοδήματος του συνόλου των εμπορικών τραπεζών. Τα «περιθώρια επιτοκίου» ισούνται με τη λογιστική αξία των καθαρών εσόδων από τόκους μιας τράπεζας ως ποσοστό των τοκοφόρων της περιουσιακών στοιχείων. Το ROA ισούται με το «ποσοστό απόδοσης επί των περιουσιακών στοιχείων». Η «συγκέντρωση» αναφέρεται στα στοιχεία του ενεργητικού των τριών μεγαλύτερων τραπεζών ως ποσοστό του ενεργητικού όλων των εμπορικών τραπεζών. Το «Z-Score» εκτιμάται ως $ROA + \text{ιδίων κεφαλαίων} / \text{ενεργητικού} / \text{sd}(ROA)$. Η τυπική απόκλιση της ROA, $\text{sd}(ROA)$ εκτιμάται ως ένας 5ετής κινούμενος μέσος όρος.

Πηγή: Τα στοιχεία βασίζονται στους Beck και Demirgüç-Kunt 2009

Η ελεύθερη κινητικότητα των χρηματικών ροών που μετακινούνται σε όλη την Ευρώπη και στο εξωτερικό, το χαμηλό κόστος δανεισμού, η εύκολη πρόσβαση σε ρευστότητα μέσω μόχλευσης, και η έλλειψη αστάθειας στη συναλλαγματική ισοτιμία παρείχαν μια ψευδή αίσθηση ευημερίας σε ένα περιβάλλον χαμηλού κινδύνου.

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΣΤΙΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Οι περιορισμοί που επιβλήθηκαν στις κρατικές δραστηριότητες από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ (από κοινού με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης) στο όνομα της «δημοσιονομικής βιωσιμότητας» τοποθέτησαν τις ιδιωτικές δαπάνες και τις εξαγωγές στο κέντρο της συνολικής ζήτησης και τις μετέτρεψαν σε κεντρικούς άξονες της ανάπτυξης.

Οι χώρες του πυρήνα ήταν σε θέση να επιδιώξουν μετριασθή μισθολογική πολιτική για τη συγκράτηση του κόστους εργασίας χαμηλότερο από εκείνο στις μη περιφερειακές χώρες—όπως στην περίπτωση της Γερμανίας και της Αυστρίας, και στην περίπτωση των άλλων χωρών του πυρήνα γενικότερα (Βέλγιο, Γαλλία και Κάτω Χώρες). Όπως δείχνει ο Πίνακας 6 που ακολουθεί, μεταξύ 2000 και 2007 το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παρέμεινε ουσιαστικά σταθερό, αυξάνοντας μόνο κατά 7% κατά μέσο όρο για τις χώρες του πυρήνα. Αντιθέτως, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στις περιφερειακές χώρες εμφάνισε σαφή ανοδική τάση, αυξάνοντας κατά 24% για την ίδια περίοδο. Κάτω από ένα σταθερό καθεστώς, και μέσα σε ένα πλαίσιο όπου το μεγαλύτερο μέρος του εμπορίου είναι ενδοπεριφερειακό (χονδρικά περίπου στο 70% με βάση το μερίδιο αγοράς των εξαγωγών), αυτό συνιστά μια πραγματική υποτίμηση και τη βάση για την επιδίωξη εξαγωγικών αναπτυξιακών πολιτικών—και για την ακρίβεια, μάλιστα, πολιτικές προάσπισης των ιδίων συμφερόντων επί ζημία των ανταγωνιστών.[20]

Οι χώρες που δεν αποτελούν τον πυρήνα της ευρωζώνης δεν είχαν τα μέσα για την αντιμετώπιση και την αντιστάθμιση των πολιτικών προάσπισης των ιδίων συμφερόντων επί ζημία των ανταγωνιστών. Η ρύθμιση του ευρώ ως κοινό νόμισμα αποκλείει ονομαστικές αποσβέσεις για να αντισταθμιστεί η αύξηση των μισθών στην περιφέρεια σε σχέση με εκείνους στις χώρες του πυρήνα. Επιπλέον, υπάρχουν λίγοι μηχανισμοί για μεγάλες δημοσιονομικές μεταβιβάσεις οι οποίες θα αντισταθμίσουν την απώλεια της παραγωγής που οφείλεται στη μείωση της ανταγωνιστικότητας στις χώρες με υψηλότερο κόστος.

Πίνακας 6 Δείκτες μέσου κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για περιφερειακές χώρες και για χώρες του πυρήνα (2000=100)

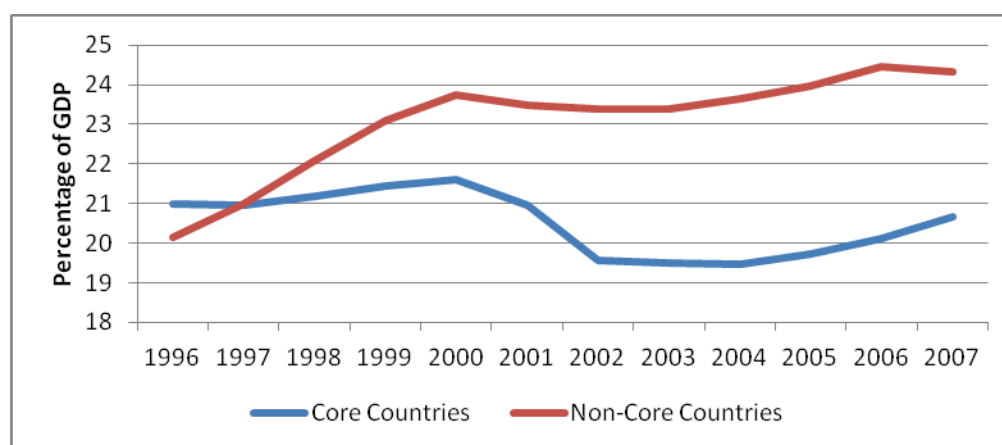
	Μέσος όρος για περιφερειακές χώρες	Μέσος όρος για χώρες του πυρήνα	Αναλογία κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για περιφερειακές χώρες και για χώρες του πυρήνα
2000	100	100	1.00
2001	102.5	102.4	1.00
2002	106.5	104.6	1.02
2003	110.1	106.0	1.04

2004	112.4	106.0	1.06
2005	116.9	106.7	1.10
2006	120.4	107.4	1.12
2007	124.3	108.5	1.15
2008	130.1	111.5	1.17
2009	132.0	116.7	1.13
2010	129.5	116.2	1.11

Πηγή: Με βάση στοιχεία από το Eurostat (2011)

Αντιμέτωπες με υψηλότερο σχετικό κόστος εργασίας και πραγματικές ανατιμήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας, που υποδαύλισαν την εξωτερική ανταγωνιστικότητά τους, οι περιφερειακές χώρες δεν είχαν άλλη επιλογή από την ανάπτυξη μέσω της αύξησης της συνολικής εγχώριας ζήτησης. Αυτό το χαρακτηριστικό απεικονίζεται στο Σχήμα 4, το οποίο εμφανίζει τον ακαθάριστο σχηματισμό παγίου κεφαλαίου (δηλαδή την επενδυτική ζήτηση) ως ποσοστό του ΑΕΠ μεταξύ 1996 και 2007, τη χρονιά πριν από το ξέσπασμα της Παγκόσμιας Κρίσης. Το 1996, οι χώρες του πυρήνα και της περιφέρειας είχαν παρόμοιο ακαθάριστο σχηματισμό παγίου κεφαλαίου σε σχέση με το ΑΕΠ (20% και 21%, αντίστοιχα). Στη συνέχεια, ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου «εκτινάχθηκε» στις περιφερειακές χώρες, ενώ στις χώρες του πυρήνα έμεινε στάσιμος ή μειώθηκε. Από το πρώτο έτος εφαρμογής του ευρώ (2002) έως το 2007, ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου στις περιφερειακές χώρες ήταν περίπου 4 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ υψηλότερος εκείνου των χωρών του πυρήνα.[21]

Σχήμα 4 Ευρωζώνη: Ακαθάριστος Σχηματισμός Παγίου Κεφαλαίου ως ποσοστό του ΑΕΠ για χώρες του πυρήνα και της περιφέρειας (1996–2007)



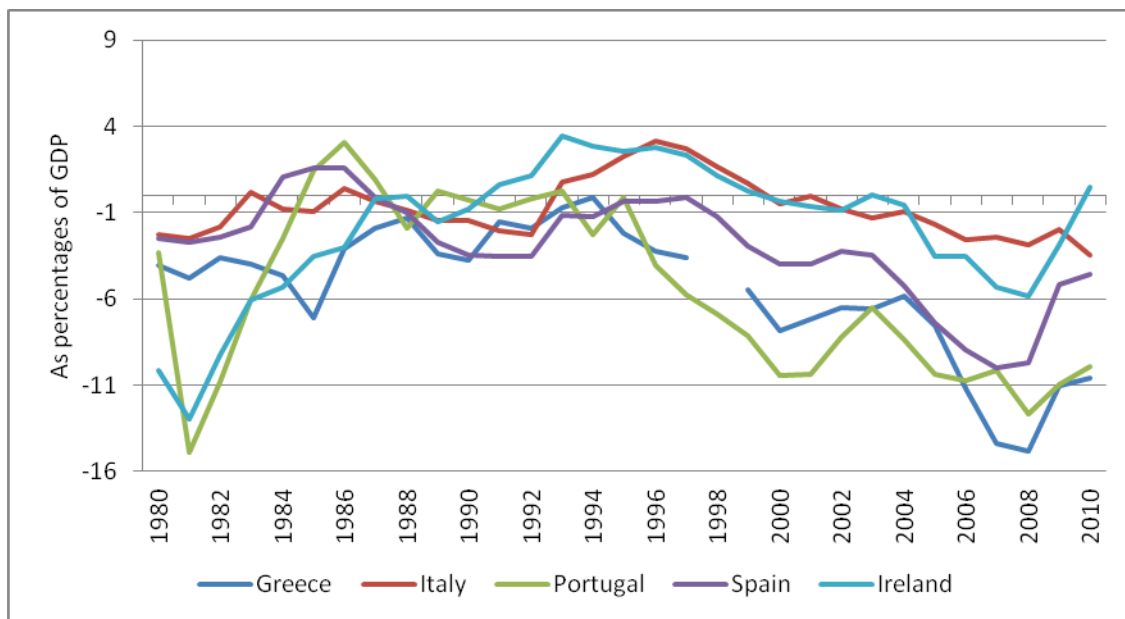
Πηγή: Με βάση στοιχεία από World Bank 2011

Η μεγαλύτερη εγχώρια ζήτηση και το υψηλότερο κόστος εργασίας (πραγματική ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας) στην περιφέρεια είχαν αρνητικό αντίκτυπο στις εξωτερικές θέσεις των χωρών που την αποτελούν. Όπως φαίνεται στο Σχήμα 5 και στον Πίνακα 7 παρακάτω, το

ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για τις περιφερειακές χώρες επιδεινώθηκε κατά τη διάρκεια του τελικού σταδίου της διαδικασίας της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, και η κατάσταση χειροτέρευε ακόμη περισσότερο μετά την εισαγωγή του ευρώ. Με άλλα λόγια, φαίνεται αρκετά λογικό να πιστέψουμε ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επηρέασε τις επιδόσεις των ευρωπαϊκών οικονομιών και ότι το κοινό νόμισμα ήταν κεντρικής σημασίας για την έκβαση αυτής της κατάστασης.

Από την άλλη μεριά, οι εξωτερικές θέσεις των χωρών του πυρήνα παρέμειναν πλεονασματικές και βελτιώθηκαν μετά την εισαγωγή του ευρώ. Το 2001, οι χώρες του πυρήνα κατέγραψαν πλεόνασμα στο ισοζύγιο των τρεχουσών συναλλαγών τους που, κατά μέσο όρο, ισοδυναμούσε με το 0,9% του ΑΕΠ. Το 2007, το πλεόνασμα αυξήθηκε, κατά μέσο όρο, στο 3,6% του ΑΕΠ (βλ. Προσάρτημα για στοιχεία σε επίπεδο χωρών).[22]

Σχήμα 5 Ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών για περιφερειακές χώρες 1980–2010, ως ποσοστά του ΑΕΠ



Πηγή: World Bank 2011

Πίνακας 7 Χρηματοοικονομικοί ισολογισμοί χωρών του πυρήνα και της περιφέρειας ως ποσοστά του ΑΕΠ, 2001–10 (μέσος όρος)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών										
Μέσος όρος χώρες του πυρήνα	0.9	2.6	2.7	3.6	3.2	3.9	3.6	2.5	2.5	3.0
Μέσος όρος περιφερειακές χώρες	-4.4	-3.9	-3.6	-4.2	-6.1	-7.4	-8.5	-9.2	-6.4	-5.6
Δημοσιονομική ισορροπία										
Μέσος όρος χώρες του πυρήνα	-1.0	-2.3	-2.8	-2.4	-2.3	-0.8	-0.6	-1.0	-5.5	-5.0
Μέσος όρος περιφερειακές χώρες	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-2.6	-1.7	-1.8	-5.5	-11.3	-13.2
Ισορροπία ιδιωτικού τομέα										
Μέσος όρος χώρες του πυρήνα	1.5	4.4	4.9	5.5	5.0	4.5	4.1	3.2	6.8	6.9
Μέσος όρος Average περιφερειακές χώρες	-2.1	-1.6	-1.2	-1.5	-3.5	-5.7	-6.7	-3.7	4.9	7.5

Πηγές: Με βάση στοιχεία από World Bank 2011 και Eurostat 2011

Ωστόσο, ενώ ο εξωτερικός τομέας επιδεινώθηκε, και σε αντίθεση με τη συμβατική σοφία, οι περιφερειακές χώρες κατάφεραν να διατηρήσουν δημοσιονομικές θέσεις στο πλαίσιο των κατευθύνσεων που καθορίζονται από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Μετά την υιοθέτηση του ευρώ, και μέχρι την έναρξη της κρίσης, τα δημοσιονομικά ελλείμματα όλων των περιφερειακών χωρών, κατά μέσο όρο, ήταν κάτω από το 3% του ΑΕΠ και, με εξαίρεση το 2006 και το 2007, κάτω, ή στο ίδιο επίπεδο, του μέσου όρου των δημοσιονομικών ελλειμμάτων στις χώρες του πυρήνα.

Επιπλέον, μια πιο λεπτομερής ανάλυση σε επίπεδο χωρών δείχνει, επίσης, ότι τα δημοσιονομικά ελλείμματα δεν ήταν ενδημικά στις περιφερειακές χώρες. Η Ιρλανδία και η Ισπανία, δύο περιφερειακές χώρες της ευρωζώνης, κατάφεραν να έχουν δημοσιονομικά πλεονάσματα. Η δημοσιονομική κατάσταση της Ιρλανδίας ήταν συνεχώς πλεονασματική από το 2001 έως το 2007. Η Ισπανία ήταν σε θέση να καταγράψει πρωτογενή πλεονάσματα μεταξύ 2005 και 2007. Βλ. Προσάρτημα.

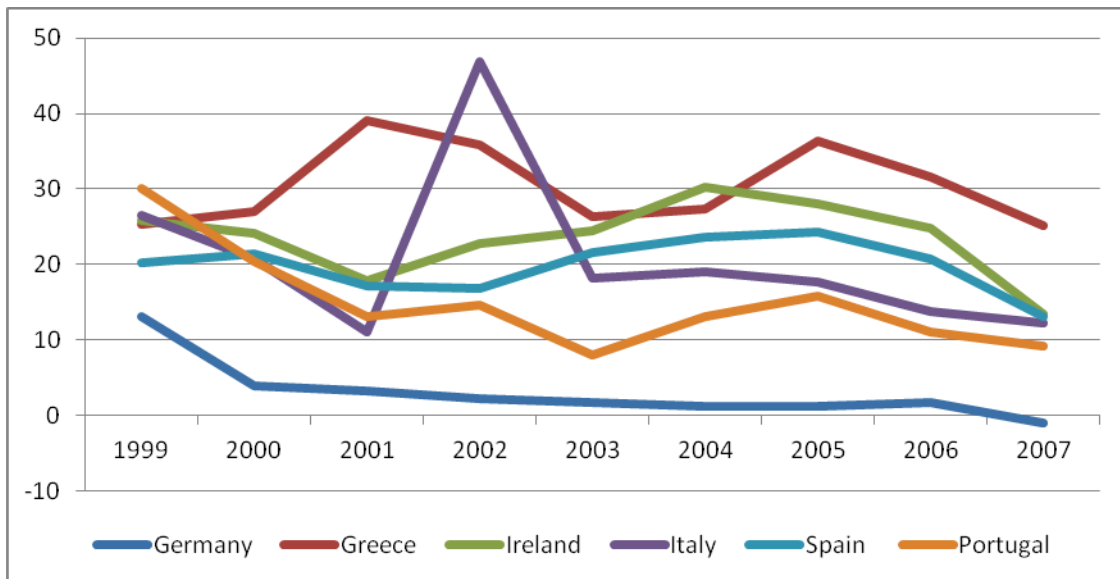
Η επέκταση της εγχώριας ζήτησης διατηρήθηκε από τη μείωση των επιτοκίων (δηλαδή σύγκλιση των επιτοκίων) στις περιφερειακές χώρες και, κυρίως, από τη διαδικασία της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης και απορρύθμισης. Ο τελευταίος παράγοντας επέτρεψε στις χρηματοοικονομικές ροές να κινηθούν από τον πυρήνα προς τις περιφερειακές χώρες όπου τα

ποσοστά απόδοσης ήταν υψηλότερα. Εύκολη πρόσβαση στο κεφάλαιο επέτρεψε τη χρηματοδότηση στα αυξανόμενα ελλείμματα των τρεχουσών συναλλαγών, καθώς επίσης και στη συσσώρευση του ιδιωτικού χρέους.

Όπως φαίνεται παραπάνω στον Πίνακα 7, το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα δείχνει ότι αυξάνεται ο μέσος όρος του ελλείμματος για τις περιφερειακές χώρες από το 2000 και μετά (δηλαδή μετά την εισαγωγή του ευρώ). Το 2002, το έλλειμμα του ιδιωτικού τομέα στις περιφερειακές χώρες ήταν κατά μέσο όρο στο 1,6% του ΑΕΠ και αυξήθηκε για να φθάσει στο 6,7% του ΑΕΠ το 2007.

Τα ελλείματα στον ιδιωτικό τομέα είναι, σε μεγάλο βαθμό, αποτέλεσμα της υπερχρέωσης των νοικοκυριών—ιδιαίτερα σημαντικά σε ορισμένες από τις περιφερειακές χώρες της Ευρώπης όπως η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Ισπανία, και σε μικρότερο βαθμό στην Ελλάδα και την Ιταλία. Όπως σημείωσε ο Zarco (2009), το σύνολο των υποχρεώσεων των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν νοικοκυριά ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματός τους αυξήθηκε στις περισσότερες χώρες μεταξύ 2000 και 2007. Ήταν πάνω από το 100% το 2007 για τη Γερμανία, την Ισπανία και την Πορτογαλία, και πάνω από το 200% για τη Δανία, την ίδια χρονιά (Zarco 2009, σ. 4).

Σχήμα 6 Ρυθμοί ανάπτυξης για στεγαστικά δάνεια υποθηκών για επιλεγμένες Ευρωπαϊκές χώρες (1999–2007)



Πηγή: ECB 2009

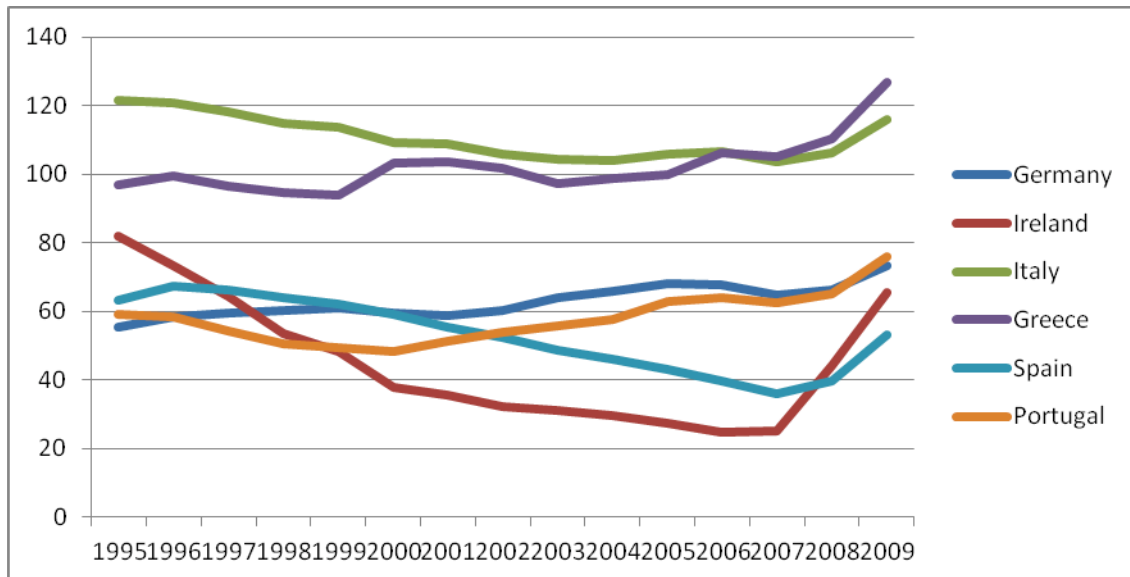
Περαιτέρω, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2009), καταγράφηκε μεγάλη αύξηση των στεγαστικών δανείων στις περιφερειακές χώρες (βλ. Σχήμα 6 παραπάνω). Αναμφισβήτητα, σε ορισμένες χώρες της περιφέρειας, η διαδικασία της χρηματοπιστωτικής απορρύθμισης είχε οδηγήσει σε μια στεγαστική φούσκα που ήταν παρόμοια με εκείνη στις ΗΠΑ. Με τη σειρά της, η συσσώρευση του ιδιωτικού χρέους (υποστηριζόμενη από την χρηματοοικονομική απελευθέρωση που επέτρεπε τη ροή κεφαλαίων από τον πυρήνα σε

περιφερειακές χώρες) συνέβαλε στην στήριξη της εγχώριας συνολικής ζήτησης και στην επέκταση των εισαγωγών. Έτσι, η έκρηξη δανεισμού στην περιφέρεια επέτρεψε στις χώρες του πυρήνα να ακολουθήσουν μια στρατηγική που βασιζόταν στην εξαγωγική ανάπτυξη.

Οι ανισορροπίες μεταξύ μια σειράς χωρών του πυρήνα που αναπτυσσότουσαν στο πλευρό αυξανόμενων ανισορροπιών και συσσώρευσης χρέους στις χώρες της περιφέρειας τις κατέστησαν ευάλωτες στις μεταβαλλόμενες εξωτερικές συνθήκες, όπως φάνηκε με το ξέσπασμα και από την ισχύ πρόσκρουσης της Παγκόσμιας Κρίσης (2007–08).[23]

Δυστυχώς, λόγω του γεγονότος ότι σε μια περίοδο οικονομικής κρίσης οι κυβερνήσεις πρέπει να αυξήσουν τις δαπάνες (έστω και μέσω των αυτόματων σταθεροποιητών) προκειμένου να μετριασθούν οι επιπτώσεις της κρίσης, ενώ την ίδια στιγμή τα έσοδα τείνουν να μειώνονται (λόγω της συρρίκνωσης της παραγωγής ή εξαιτίας μιας ολοκληρωτικής ύφεσης), τα πρωτογενή ελλείμματα είναι αναπόφευκτα και εμφανίζονται από πολλούς αναλυτές ή ακόμα και οικονομολόγους ως ένα από τα αγαπημένα αίτια της ίδιας της κρίσης. Όπως φαίνεται πιο κάτω στο Σχήμα 7, το δημόσιο χρέος ήταν σχετικά σταθερό ή μειωνόταν, και δίχως εξαίρεση, μέχρι και την έναρξη της κρίσης του 2007-2008, τόσο στις χώρες του πυρήνα όσο και στις περιφέρειες. Τα επίπεδα του δημοσίου χρέους αυξάνονται με σημαντικό ρυθμό μόνο μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Ανάλογο συμπέρασμα προκύπτει από τα στοιχεία που παρουσιάζονται στα δημοσιονομικά ελλείμματα που απεικονίζει πιο πάνω ο Πίνακας 7.

Σχήμα 7 Δημόσιο χρέος (ποσοστό του ΑΕΠ)



Πηγή: Eurostat 2011

ΟΙ ΜΥΘΟΙ ΚΑΙ ΤΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Αυτά τα τυποποιημένα μακροοικονομικά στοιχεία για τις ανισορροπίες της ευρωζώνης υπογραμμίζουν ότι στην καρδιά των διαφορετικών απόψεων που εκφράζουν οι νεοκλασικοί οικονομολόγοι και αυτοί του μετα-κεϋνσιανού υποδείγματος (σχετικά με την ευρωπαϊκή κρίση) βρίσκεται το ζήτημα της αιτιότητας όσον αφορά τη δημοσιονομική και την εξωτερική κρίση. Από τη δική μας μετα-κεϋνσιανή άποψη, τα αποδεικτικά στοιχεία ενάντια στην ερμηνεία μιας δημοσιονομικής κρίσης είναι τόσο ξεκάθαρα που είναι κάπως παράξενο ότι η ακαδημαϊκή και η πολιτική συζήτηση για την κρίση στην ευρωζώνη έχει να κάνει με το αν το Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας θα πρέπει να ενισχυθεί ή να εφαρμοστεί μια νέα ρύθμιση για την προώθηση της δημοσιονομικής πολιτικής σε υπερεθνικό επίπεδο. Σημειώστε ότι η προσπάθεια για δημοσιονομική συγκέντρωση θεωρείται ως ένα αναγκαίο βήμα για αυστηρότερη δημοσιονομική προσαρμογή, και όχι ως ένα βήμα προς τη μείωση των προβλημάτων που σχετίζονται με το κοινό νόμισμα, δηλαδή την προώθηση δημοσιονομικών μεταβιβάσεων σε αναξιοπαθούντες οικονομίες.

Στην πραγματικότητα, το ΔΝΤ στήριξε προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής για τρεις περιφερειακές χώρες. Η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία αποδέχονται ξεκάθαρα την άποψη ότι η δημοσιονομική εξυγίανση και η προσαρμογή είναι απαραίτητες διαδικασίες—ακόμη και ενόψει μιας ύφεσης. Η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία είχαν δεσμευτεί πως θα μειώσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματά τους από τα εκτιμώμενα 8%, 32% και 9% για το 2010, αντίστοιχα, σε επίπεδα κάτω από αυτά του 3% έως το 2014. Δύο άλλες περιφερειακές χώρες, η Ιταλία και η Ισπανία, επίσης σκοπεύουν να μειώσουν σημαντικά τα δημοσιονομικά τους ελλείμματα, από 4,5% σε 2,4%, και από 9,2% σε 5,2% του ΑΕΠ μεταξύ 2010 και 2012, αντίστοιχα. Βλ. Πίνακα 8 παρακάτω.[24]

Στη συγκεκριμένη περίπτωση της Ελλάδας, το δημόσιο έλλειμμα αποδείχθηκε ότι ήταν υψηλότερο από το αναμενόμενο 8% για το 2010 (το πραγματικό έλλειμμα κατέληξε να είναι 10,5% του ΑΕΠ). Επιπλέον, η κυβέρνηση δήλωσε ότι δεν θα είναι σε θέση να επιτύχει το στόχο της για τη μείωση του ελλείματος για 2011 (8,5% του ΑΕΠ). Αυτό έχει οδηγήσει σε βάσιμους φόβους για αθέτηση του χρέους και χρηματοπιστωτική μετάδοση σε όλη την Ευρώπη και σε άλλα μέρη του κόσμου. Πιο πρόσφατα, έχουν επίσης διαμορφωθεί αμφιβολίες γύρω από τις ικανότητες άλλων περιφερειακών χωρών να συμμορφωθούν με τους δημοσιονομικούς στόχους τους.

Πίνακας 8 Προγράμματα προσαρμογής στηριζόμενα από το ΔΝΤ για ευρώ χώρες (2011)

Χώρα	Είδος προγράμματος και ημερομηνία	Μέγεθος προγράμματος	Κύρια δημοσιονομικά μέτρα
Ελλάδα	Δρομολογημένη Συμφωνία (Μάιος 2010)	30 δις δολάρια, ή 11% του ΑΕΠ	Επανάκτηση δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Μείωση του συνολικού ελλείματος από 8.1% το 2010 σε κάτω από το 3% του ΑΕΠ έως το 2014 (με πρωτογενή

			δημοσιονομικό πλεόνασμα). Δημοσιονομική προσπάθεια κυρίως μέσω μειώσεων των μισθών στον δημόσιο τομέα για ανάκτηση πρόσβασης στις ιδιωτικές κεφαλαιακές αγορές. Ένταξη της αναλογίας χρέους προς ΑΕΠ σε πτωτική τάση. Τα μέτρα σταθεροποίησης εκτιμούνται ότι θα ισοδυναμούν με το 8% του ΑΕΠ.
Ιρλανδία	Διευρυμένη χρηματοδοτική διευκόλυνση (Δεκέμβριος 2010)	30.1 δις δολάρια	Σημαντική δημοσιονομική προσαρμογή για να πέσει το συνολικό έλλειμμα από 32% του ΑΕΠ κάτω από το 3% του ΑΕΠ έως το 2015. Η δημοσιονομική προσαρμογή εστιάζεται σε σημαντικές μειώσεις στις δημόσιες δαπάνες (μισθοί και απασχόληση) με μερικές περικοπές στις κεφαλαιακές δαπάνες. Τα μέτρα σταθεροποίησης εκτιμούνται ότι θα ισοδυναμούν με το 9% του ΑΕΠ.
Πορτογαλία	Διευρυμένη χρηματοδοτική διευκόλυνση (Μάιος 2011)	37.8 δις δολάρια	Να μειωθεί το έλλειμμα στο 3% του ΑΕΠ έως το 2013, με σταθερές αναλογίες χρέους προς ΑΕΠ. Το 2010 το έλλειμμα υπολογιζόταν να είναι στο 9.1% του ΑΕΠ. Ο κύριος όγκος της προσαρμογής βρίσκεται στις τρέχουσες δημόσιες και κεφαλαιακές δαπάνες. Η συνολική απαιτούμενη προσαρμογή εκτιμάται ότι θα είναι στο 10% του ΑΕΠ.

Σημείωση: Τη χρονιά που εγκρίθηκαν τα προγράμματα του ΔΝΤ, οι συνολικές δημοσιονομικές ισορροπίες για την Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία ήταν 10.4%, 32% και 9.1% αντίστοιχα.

Πηγές: IMF 2010a–d; IMF 2011b–c

Η συστατική δημοσιονομική πολιτική και η κάμψη της ιδιωτικής ζήτησης σημαίνει ότι η ανάκαμψη αναμένεται να προέλθει από τον εξωτερικό τομέα. Όπως φαίνεται πιο πάνω, στον Πίνακα 7, οι ισορροπίες του ιδιωτικού τομέα των χωρών του πυρήνα καθώς και της περιφέρειας άρχισαν να εμφανίζουν πλεόνασμα μετά από την παγκόσμια κρίση. Ωστόσο, σε ένα πλαίσιο όπως αυτό της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπου ο κύριος όγκος των συναλλαγών είναι

ενδοπεριφερειακός, και σε μια κατάσταση στάσιμης εγχώριας ζήτησης—κυρίως για τις περιφερειακές χώρες—η ανάκαμψη υπό την αιγίδα του εξωτερικού τομέα στηρίζεται μόνο και μόνο στην προσδοκία ότι οι χαμηλοί μισθοί και ο αποπληθωρισμός θα οδηγήσουν σε αύξηση της εξωτερικής ανταγωνιστικότητας. Από τη δική μας σκοπιά, αυτή είναι μια αυτοκαταστροφική στρατηγική, που συνεπάγεται υψηλό κόστος όσον αφορά την ανεργία και θα συμβάλλει ακόμη περισσότερο στην συρρίκνωση της συνολικής ζήτησης.

Το ετήσιο ποσοστό ανεργίας στην ευρωζώνη βρισκόταν κατά μέσο όρο πάνω από το 8% για την περίοδο 2001–07, και αυξήθηκε στο 10% μετά από την Παγκόσμια Κρίση. Στις περιφερειακές χώρες, η ανεργία στον απόηχο της κρίσης ήταν σχεδόν διπλάσια από τα επίπεδα στα οποία βρισκόταν πριν από την κρίση (7,8% και 14% αντίστοιχα, Βλ. Πίνακα 9 παρακάτω).

Πίνακας 9 Ευρωζώνη: Ποσοστά ετήσιας ανεργίας, 2001–12

	2001	2002–07	2008–09	2010	2011	2012
Ευρωχώρα	8.1	8.6	8.6	10.1	10.0	9.9
Βέλγιο	6.6	8.1	7.5	8.3	7.4	7.2
Γερμανία	7.6	9.6	7.7	7.1	6.1	5.9
Γαλλία	8.3	9.0	8.7	9.8	9.6	9.3
Κάτω Χώρες	2.5	4.3	3.4	4.5	4.4	4.8
Αυστρία	3.6	4.6	4.3	4.4	4.2	4.3
Ιρλανδία	3.9	4.5	9.1	13.7	14.5	14.3
Ελλάδα	10.7	9.6	8.6	12.6	15.7	15.9
Ισπανία	10.3	9.8	14.7	20.1	21.0	21.1
Πορτογαλία	4.6	7.7	9.6	12.0	12.7	13.5
Ιταλία	9.1	7.6	7.3	8.4	8.1	8.2
Χώρες του πυρήνα	5.7	7.1	6.3	6.8	6.3	6.3
Περιφερειακές χώρες	7.7	7.9	9.8	13.4	14.4	14.6
Διαφοροποίηση ποσοστών ανεργίας	2.0	0.7	3.5	6.5	8.1	8.3

Πηγές: Eurostat 2011; Ernst and Young 2011

Οι εξελίξεις αυτές δεν είναι καλοί οιωνοί για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανάκαμψης, για το ευρώ, και κατά συνέπεια για την παγκόσμια οικονομία—που θα επηρεαστεί αρνητικά από τη βραδύτητα της ανάκαμψης στην Ευρώπη. Σύμφωνα με τις δικές μας εκτιμήσεις, οι οποίες βασίζονται σε μια αισιόδοξη προοπτική, ο ρυθμός μεγέθυνσης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ στις χώρες του πυρήνα θα είναι κοντά στο 1% το 2012, ενώ για τις περιφερειακές χώρες θα συρρικνωθεί κατά μέσο όρο κάτω από το 1,5%.

Όπως σημειώθηκε στη συζήτησή μας, φαίνεται ότι τα στοιχεία δεν υποστηρίζουν τη συμβατική οικονομική άποψη, σύμφωνα με την οποία η Ευρωπαϊκή κρίση έχει αίτια δημοσιονομικής φύσεως. Ακόμη και στην περίπτωση της Ελλάδας, η οποία αντιμετώπισε περισσότερα δημοσιονομικά προβλήματα στα χρόνια πριν από την κρίση, υπήρχε σύγκλιση των επιτοκίων και οι δημοσιονομικές ανισορροπίες αυξήθηκαν μόνο μετά το 2007. Από τη δική μας άποψη, η

κρίση οφείλεται ξεκάθαρα στις εσωτερικές ανισορροπίες μεταξύ του πυρήνα και της περιφέρειας της ευρωζώνης που προέκυψαν κάτω από την χρηματοοικονομική απορρύθμιση, η οποία δεν αποδειχθεί βιώσιμη σε βάθος χρόνου.

Οι ανισορροπίες σε μια Νομισματική Ένωση προκύπτουν αναπόφευκτα όταν τα κράτη μέλη έχουν διαφορετικές οικονομίες. Η αναγνώριση αυτού του γεγονότος απαιτεί ότι η ίδρυση της Ένωσης πρέπει να δημιουργήσει, ως μέρος των συστατικών της, μηχανισμούς για την επίλυση και την εκκαθάριση των ανισορροπιών—αντί να τους συσσωρεύει με την πάροδο του χρόνου, όπως στην περίπτωση της ευρωζώνης. Πάνω από μισό αιώνα πριν, ο Τζον Μέιναρντ Κέινς (1980 [1941]) επινόησε μια σημαντική αρχή στο σχεδιασμό της πρότασής του για μια Ένωση Εκκαθάρισης (Clearing Union), η οποία σχετίζεται άμεσα με την Ευρωπαϊκή περίπτωση. Αυτή η αρχή είναι η «γενίκευση της θεμελιώδους αρχής της τραπεζικής»—δηλαδή, η «ισότητα των πιστώσεων και χρεώσεων, των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού» (Keynes 1980 [1941], σ. 44). Στην πράξη, αυτό σημαίνει την ανακύκλωση των ισολογισμών από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές χώρες για τη διατήρηση της δυναμικής της συνολικής ζήτησης. Αυτό σημαίνει ότι η χώρα πιστωτής θα πρέπει να διαδραματίσει ενεργό ρόλο ως μέρος ενός μηχανισμού εξισορρόπησης και ότι το κύριο βάρος της προσαρμογής δεν πρέπει να βαρύνει τη χώρα οφειλέτη, η οποία τυγχάνει να είναι η πιο αδύναμη και η λιγότερο ανεπτυγμένη χώρα.

Θέτοντας την αρχή της εξισορρόπησης στο κέντρο της νομισματικής ενοποίησης θα βοηθούσε να επιτευχθούν εξισορροπημένα ισοζύγια εξωτερικών συναλλαγών, να μεγεθυνθεί το πεδίο της πολιτικής για δημοσιονομική επέκταση, και να προωθηθεί η οικονομική ανάπτυξη και να δρομολογηθούν πολιτικές πλήρους απασχόλησης. Εξίσου σημαντικό για την τρέχουσα συγκυρία, μια τέτοια κίνηση θα εξουδετέρωνε σε μεγάλο βαθμό την ανάγκη να σχεδιαστούν και να εφαρμοστούν πακέτα διάσωσης, όπως το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, ή την παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για τη διάσωση οικονομιών μέσω της εξαγοράς κρατικών ομολόγων.[25] Με παρόμοιο τρόπο, η επιβίωση της ευρωζώνης δεν θα εξαρτιόταν, όπως συμβαίνει σήμερα, στην εμπορική ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών ή την εθνικοποίηση.[26]

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

[1] Το ευρώ υιοθετήθηκε την 1^η Ιανουαρίου 1999 αρχικά ως λογιστική νομισματική μονάδα, αντικαθιστώντας την προηγούμενη Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (ECU) με ισοτιμία ένα προς ένα. Το ευρώ τέθηκε σε κυκλοφορία την 1η Ιανουαρίου 2002. Δεκαεπτά από τα 27 κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης χρησιμοποιούν το ευρώ ως κοινό νόμισμα. Αυτά είναι: το Βέλγιο, η Ιρλανδία, η Γαλλία, το Λουξεμβούργο, η Αυστρία, η Σλοβακία, η Γερμανία, η Ελλάδα, η Ιταλία, η Μάλτα, η Πορτογαλία, η Φινλανδία, η Εσθονία, η Ισπανία, η Κύπρος, η Ολλανδία, και η Σλοβενία. Μεταξύ αυτών, η Αυστρία, το Βέλγιο, η Γαλλία, η Γερμανία και οι Κάτω Χώρες αναφέρονται ως οι χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης. Η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Ιταλία, η Πορτογαλία και η Ισπανία αναφέρονται ως περιφερειακές χώρες. Οι χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ είναι η Βουλγαρία, η Τσεχική Δημοκρατία, η Δανία, η Λετονία, η Λιθουανία, η Ουγγαρία, η Πολωνία, η Ρουμανία, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

[2] Για μια διαφορετική άποψη, δείτε Σόρος 2010. Ο Σόρος αντιλαμβάνεται την Ευρωπαϊκή κρίση ως τραπεζική παρά ως δημοσιονομική κρίση. Πιο πρόσφατα, ο Σόρος (2011) υποστήριξε ότι η ευρωπαϊκή κρίση είναι ένα υποπροϊόν της κατάρρευσης του 2008, η οποία ανάγκασε το χρηματοπιστωτικό σύστημα να «αντικαταστήσει την κυρίαρχη πίστωση των κρατών για την εμπορική πίστωση που είχε καταρρεύσει» (Soros 2011). Από αυτό προκύπτει ότι η κρίση κλόνισε τους ευρωπαϊκούς τραπεζικούς οργανισμούς οι οποίοι έπεσαν θύμα της κατάστασης των δημόσιων οικονομικών της Ευρώπης. Σημειώστε επίσης ότι, παρά τις ευθύνες που αποδίδονται στα χαλαρά δημόσια οικονομικά, υπάρχει ευρεία αναγνώριση ότι οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις έχουν προωθήσει σημαντικά πακέτα διάσωσης για τον χρηματοπιστωτικό τομέα, και ότι αυτό ήταν απαραίτητο. Από το Σεπτέμβριο του 2011, τα διαθέσιμα στοιχεία για την Ιρλανδία, την Ελλάδα και την Ισπανία δείχνουν ότι η στήριξη των συγκεκριμένων κυβερνήσεων προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα ανήλθε στο 38%, στο 5,4% και στο 2,1% του αντίστοιχου ΑΕΠ της οικονομίας τους. Δείτε ΔΝΤ 2011a.

[3] Για μια επισκόπηση των αντιδράσεων της δημοσιονομικής πολιτικής στην κρίση, δείτε Pérez-Caldentey and Vernengo 2010.

[4] Αυτό είναι ουσιαστικά το ίδιο σημείο που υπογράμμισαν οι Παπαδημητρίου και Wray (2011); εν ολίγοις, το πρόβλημα δεν οφείλεται στην άσπλη σπατάλη ορισμένων χωρών αλλά, αντιθέτως, στην αρχιτεκτονική της ίδιας της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης. Επίσης, θα πρέπει να αναφερθεί ότι αρκετοί μετα-κείνσιανιστές, π.χ., ο Φίλιππος Αρέστης, η Victoria Chick and ο Wynne Godley, για να αναφέρουμε μερικούς, είχαν ασκήσει εδώ και πολλά χρόνια κριτική στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση.

[5] Ειδικά για τις στάσεις πληρωμών στο δημόσιο χρέος, η βιβλιογραφία είναι σχετικά ασαφής όσον αφορά τους λόγους για τους οποίους θα προβούν οι κυβερνήσεις σε μείωση της αξίας του χρέους μέσω της χρηματοκοποίησης του χρέους—μια διαδικασία η οποία, σύμφωνα με τη μονεταριστική προσέγγιση, τεκμαίρεται ότι προκαλεί πληθωρισμό όπως και να έχει το πράγμα—ή οριστική αθέτηση των υποχρεώσεων τους. Για παράδειγμα, βλέπε Calvo 1988. Στην πραγματικότητα, το δημόσιο χρέος που είναι εκφρασμένο στο εγχώριο νόμισμα μπορεί πάντα να αποτιμηθεί σε χρήμα, οπότε δεν υπάρχει λόγος για στάση πληρωμών—και σε πολλές

περιπτώσεις, ιδίως όταν η οικονομία δεν βρίσκεται κοντά στην πλήρη απασχόληση, μια τέτοια κίνηση μπορεί να μην συνοδεύεται από πληθωριστικές συνέπειες.

[6] Για μια συζήτηση για τα μοντέλα νομισματικών κρίσεων, βλ. Burnside et al. 2007.

[7] Η μελέτη του Ford (1962) είναι ο κλασικός τόπος για τον εντοπισμό της έννοιας ότι οι χώρες στην περιφέρεια προσαρμόσαν τις ανισορροπίες στα ισοζύγια πληρωμών τους μέσω διακυμάνσεων του επιπέδου του εισοδήματος. Το ενδιαφέρον εδώ είναι ότι αυτό υποδηλώνει το γεγονός ότι οι χώρες που συνδέονται με ένα κοινό νόμισμα είναι, από ορισμένες απόψεις, παρόμοιες με τις περιφερειακές χώρες.

[8] Δεδομένου ότι η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία είναι η αναλογία μεταξύ ξένων και εγχώριων τιμών.

[9] Αυτό βρίσκεται σε συμφωνία με την παράδοση της πλήρους τιμολόγησης του κόστους, αλλά για λόγους απλότητας υποθέτουμε ότι υπάρχει μόνο κόστος εργασίας και κόστος εισαγόμενων προϊόντων.

[10] Η εξίσωση (5) είναι ουσιαστικά ένας πολλαπλασιαστής ο οποίος περιλαμβάνει τον όρο επιταχυντή, που σε αυτό το μοντέλο υποδηλώνει ότι η συσσώρευση θα συνδέεται με μια συγκεκριμένη αναλογία κεφαλαίου-παραγωγής. Ο πολλαπλασιαστής με επιταχυντή χαρακτηρίστηκε ως υπερπολλαπλασιαστής από τον John Hicks και είναι χαρακτηριστικό των μοντέλων ανάπτυξης που ακολούθησαν το πρότυπο ανάλυσης του Κάλντορ. Για συζητήσεις γύρω από τα μοντέλα Κάλντορ, δείτε McCombie και Thirlwall 1994 και Bortis 1997.

[11] Η μήτρα Jacobian που καθορίζει τις τοπικές ιδιότητες της σταθερότητας του συστήματος είναι:

$$\begin{bmatrix} (\alpha - 1)m & -\beta \\ \eta x & -\delta \end{bmatrix}$$

και αν ο καθοριστικός παραγοντας της μήτρας είναι θετικός και το ίχνος της αρνητικό, το σύστημα είναι σταθερό, όπως παρουσιάζεται στο Σχήμα 1.

[12] «Οδηγίες» είναι νομοθετικές πράξεις που απαιτούν από τα κράτη μέλη την επίτευξη συγκεκριμένων αποτελεσμάτων χωρίς να υπαγορεύονται τα μέσα επίτευξης.

[13] Η πρώτη τραπεζική οδηγία εισήγαγε την ενιαία τραπεζική άδεια το 1989, ένα σημαντικό βήμα προς την ενοποίηση της τραπεζικής νομοθεσίας και των κανονισμών.

[14] Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2011. Οι χώρες που δεν έχουν παράσχει πληροφορίες είναι η Βουλγαρία και η Ρουμανία. Στις οδηγίες για τις οποίες δεν υπάρχουν πληροφορίες σχετικά με την ημερομηνία έναρξης ισχύος συγκαταλέγονται οι οδηγίες για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς μετοχών (2004/25), την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων (2006/48), την κεφαλαιακή επάρκεια (2006/49), τη διαφάνεια (2004/109), τις αγορές και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (2004/39) και το ξέπλυμα χρήματος (2005/60). Μερικά από αυτά τα ζητήματα αποτελούν μέρος της διαδικασίας των πρωτοβουλιών Lamfalussy (οδηγίες

109 και 39). Το ξέπλυμα χρημάτων είναι συμπλήρωμα του Προγράμματος Δράσης Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών. Η ΕΕ υιοθέτησε όλες τις οδηγίες μετά την έναρξη της Παγκόσμιας Κρίσης (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2011).

[15] Τα τέσσερα κριτήρια σύγκλισης ορίζονται στο άρθρο 109j της Συνθήκης του Μάαστριχτ (στο κεφάλαιο IV υπό τον τίτλο Μεταβατικές Διατάξεις) και εξηγούνται σε ένα από τα πρωτόκολλα. Το κριτήριο σύγκλισης για τα επιτόκια ορίζεται ως «η διάρκεια σύγκλισης που έχει επιτευχθεί από το κράτος μέλος και της συμμετοχής του στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, αντανακλώμενη στα επίπεδα των μακροπρόθεσμων επιτοκίων». (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 1992a, σ. 24). Αυτό εξηγείται στα πρωτόκολλα ως εξής: «το κριτήριο σύγκλισης των επιτοκίων ... της παρούσας Συνθήκης, σημαίνει ότι, τηρούμενο για περίοδο ενός έτους πριν από την εξέταση, ένα κράτος μέλος έχει μέσο ονομαστικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο το οποίο δεν υπερβαίνει περισσότερο από 2 εκατοστιαίες μονάδες εκείνο των τριών, το πολύ, χωρών μελών με τις καλύτερες επιδόσεις, από την άποψη της σταθερότητας των τιμών. Τα επιτόκια υπολογίζονται βάσει των μακροπρόθεσμων ομολόγων του Δημοσίου ή συγκρίσιμων χρεογράφων, λαμβάνοντας υπόψη διαφορές σε εθνικούς ορισμούς» (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 1992b, σ. 30).

[16] Τα διαθέσιμα στοιχεία, σύμφωνα με τους Allen et al., 2011, υποδεικνύουν ότι η πλειονότητα των περιουσιακών στοιχείων είναι εθνικής ιδιοκτησίας, και ανέρχεται στο 75%.

[17] Άλλες εκτιμήσεις εμφανίζουν πολύ υψηλότερο ποσοστό.

[18] Η απλή αναγνώριση του τραπεζικού κέρδους, επίσης γνωστή ως η Du Pont de Nemours and Company μέθοδο διάσπασης του ποσοστού απόδοσης επί της καθαρής θέσης κοινών μετοχών, δηλώνει ότι η αναλογία των κερδών στα ίδια κεφάλαια (ratio of earnings to equity) ισούται με το γινόμενο της αναλογίας των εσόδων από τα περιουσιακά στοιχεία και στοιχεία ιδίων κεφαλαίων. Δηλαδή,

$$\frac{Earnings}{Equity} = \left(\frac{Earnings}{Assets}\right) * \left(\frac{Assets}{Equity}\right)$$

where $\frac{Assets}{Equity} = Leverage$ and thus,

$$\frac{Earnings}{Equity} = \frac{Earnings}{Assets} * Leverage$$

Ως αποτέλεσμα, για ένα δεδομένο ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια, όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση τόσο μεγαλύτερες είναι οι ευκαιρίες κέρδους που συλλαμβάνονται από το ποσοστό των κερδών στα ίδια κεφάλαια.

[19] Για να βάλουμε τα πράγματα στη σωστή τους προοπτική: Αν ο δείκτης μόχλευσης είναι ίσος με το 10, τότε το χρέος και η χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύουν το 90% και 10% της απόκτησης των περιουσιακών στοιχείων του ενδιαμέσου χρηματοπιστωτικού οργανισμού, αντίστοιχα. Με ένα ποσοστό μόχλευσης του 34, τα αντίστοιχα ποσοστά χρέους και ιδίων κεφαλαίων είναι 97% και 3%, αντίστοιχα.

[20] Οι υπολογισμοί για τις 27 χώρες μέλη της Ε.Ε. για το 2006 έγιναν με βάση τη WITS (2011), χρησιμοποιώντας την SITC αναθ. 3.

[21] Μια παρόμοια διαδικασία, με την χρησιμοποίηση της συνολικής εγχώριας κατανάλωσης προς το ΑΕΠ, αντί των επενδύσεων, παράγει παρόμοια αποτελέσματα. Για την περίοδο 2002–07, η συνολική κατανάλωση των περιφερειακών χωρών ήταν κατά μέσο όρο 78% και 75% του ΑΕΠ για τις χώρες του πυρήνα.

[22] Κατά την περίοδο 2001–07, σε επίπεδο χωρών, μόνο η Γαλλία το 2005, το 2006 και το 2007, και η Αυστρία το 2001 κατέγραψαν ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχόντων λογαριασμών. Με εξαίρεση τη Γαλλία το 2007, τα ελλείμματα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ήταν χαμηλότερα από το 1% του ΑΕΠ. Βλέπε Προσάρτημα.

[23] Οι Cesaratto και Stirati (2011) προτείνουν ότι ο γερμανικός μερκαντιλισμός—δηλαδή η στασιμότητα των μισθών και η στρατηγική της εξαγωγικής ανάπτυξης στη Γερμανία—βρίσκεται στο επίκεντρο της κρίσης. Η δική μας ανάλυση δείχνει ότι η στρατηγική των εξαγωγών ήταν χαρακτηριστικό του συνόλου των χωρών του πυρήνα της ευρωζώνης.

[24] Δείτε IMF 2011a.

[25] Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) δημιουργήθηκε τον Μάιο του 2010. Παρέχει (σε συνδυασμό με το ΔΝΤ) χρηματοοικονομική βοήθεια προς τα κράτη μέλη του ευρώ, με εγγυήσεις μέχρι 440 δις ευρώ—που πρόσφατα έχουν διευρυνθεί σε 780 δις ευρώ. Το EFSF είναι ένας μηχανισμός χρηματοδότησης μέσω ομολογιακών δανείων με τη στήριξη των πιο ανεπτυγμένων ευρωπαϊκών οικονομιών. Η αρχή για τη δαπάνη των χρημάτων παραμένει στα χέρια των κυβερνήσεων των κρατών μελών (δείτε Soros 2011). Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) θα αντικατασταθεί το 2013 από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας. Από τον Μάιο του 2010, η αγορά ομολόγων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ανέρχεται σε 156.500 εκατομμύρια ευρώ.

[26] Το τρέχον επίπεδο κεφαλαιοποίησης είναι 5%. Μια πρόταση έχει κατατεθεί για να αυξηθεί σε 9%. Η πρόσφατη υποβάθμιση της πιστωτικής αξιοπιστίας των περιφερειακών χωρών έχει αυξήσει την πίεση για ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών (και προφανώς την ώθηση για δημοσιονομική εξυγίανση).

ΠΗΓΕΣ

- Allen, F., et al. 2011. "Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies." London: Centre for Economic Policy Research.
- Beck, T., and A. Demirgüç-Kunt. 2009. "Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: Data and Analysis." World Bank Policy Research Working Paper No. 4943. May.
- Bank for International Settlements (BIS). 2005. "Financial Deregulation in the EU—Chances and Challenges for Financial Stability." Speech by Dr. Klaus Liebscher, Governor of the Austrian National Bank to the 5th Annual CSI Conference, "New Agenda of the WTO: Challenge and Contribution of the European Union." Innsbruck, Austria. November 18.
- . 2011. Table 2A: External Positions of Banks in All Currencies vis-à-vis All Sectors. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1112_anx2a.pdf (accessed on December 19, 2011).
- Bortis, H. 1997. *Institutions, Behaviour and Economic Theory*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Buch, C., and Heinrich, R. P. 2002. "Financial Integration in Europe and Banking Sector Performance." Kiel Institute of World Economics. Paper written for the project "The Benefits of a Working EU Market in Financial Services." Kiel, Germany. January.
- Burnside, C., M. Eichenbaum, and S. Rebelo. 2007. "Currency Crisis Models." In S. Durlauf and L. Blume, eds. *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, 2nd Edition. New York: Palgrave Macmillan.
- Chinn, M. D., and H. Ito. 2008. "A New Measure of Financial Openness." *Journal of Comparative Policy Analysis* 10(3):309–22
- Calvo, G. 1988. "Servicing the Public Debt: The Role of Expectations." *American Economic Review* 78(4):647–61.
- Cesaratto, S., and Stirati, A. 2011. "Germany and the European and Global Crises." *International Journal of Political Economy* 39(4):56–87.
- De Grauwe, P. 2003. *Economics of Monetary Union*. New York: Oxford University Press.
- Ernst & Young. 2011. *Eurozone Forecast: Autumn Edition*. September.
- European Central Bank (ECB). 2011. "Statistics." <http://www.ecb.int/stats/html/index.en.html> (accessed on December 19, 2011).
- European Commission. 2005. *Financial Services Policy White Paper, 2005–2010*. Brussels, January 12.

- . 2011. “Transportation of Financial Services Action Plan (FSAP) Directives and Post-FSAP Directives.”
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#transposition
 (accessed December 19, 2011).
- . 2011b. Employment and Unemployment (LFS): Database.
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/employment_unemployment_lfs/data/database
 (accessed December 19, 2011).
- European Council. 1992a. *The Maastricht Treaty—Provisions Amending the Treaty Establishing the European Economic Community with a View to Establishing the European Community*. Maastricht, Netherlands. <http://www.Eurotreaties.com/maastrichtec.pdf>
 (accessed on December 19, 2011).
- . 1992b. *The Maastricht Treaty—Treaty on European Union and the Treaties Establishing the European Communities: Protocols*. Maastricht, Netherlands.
<http://www.Eurotreaties.com/maastrichtprotocols.pdf> (accessed on December 19, 2011).
- Eurostat. 2011. “Statistics by Theme.”
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes> (accessed on December 19, 2011).
- Ford, A. G. (1962), *The Gold Standard, 1880–1914: Britain and Argentina*, New York: Oxford University Press.
- International Monetary Fund (IMF). 2010a. Press Release No. 10/187. Washington, D.C.: IMF. May 9. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10187.htm> (accessed December 19, 2011).
- . 2010b. Press Release No. 10/496. Washington, D.C.: IMF. December 16.
<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10496.htm> (accessed December 19, 2011).
- . 2010c. “Greece: Letter of Intent.” Washington, D.C.: IMF. August 6.
<http://www.imf.org/external/np/loi/2010/grc/080610.pdf> (accessed on December 20, 2011).
- . 2010d. “Ireland: Letter of Intent.” Washington, D.C.: IMF. December 3.
<http://www.imf.org/external/np/loi/2010/irl/120310.pdf> (accessed on December 20, 2011).
- . 2011a. *Fiscal Monitor: Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks*. Washington, D.C.: IMF. September.
- . 2011b. *Regional Economic Outlook: Europe. Navigating Stormy Waters*. Washington, D.C.: IMF. October.
- . 2011c. *Country Report No. 11/127: Portugal*. Washington, D.C.: IMF. June.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11127.pdf> (accessed December 19, 2011).

- Kalemli-Ozcan, S., E. Papaioannou, and J.-L. Peydró. 2010. "What Lies Beneath the Euro's Effect on Financial Integration: Currency Risk, Legal Harmonization, or Trade?" Working Paper Series No. 1216. Frankfurt: European Central Bank. June.
- Kenen, P. B. 1995. *Economic and Monetary Union in Europe*. New York: Cambridge University Press.
- Keynes, J. M. 1980. *Collected Writings, Vol. XXV, Activities 1940–1944, Shaping the Post-War World: The Clearing Union*. Donald Moggridge, ed. London: Macmillan, Cambridge University Press.
- Krugman, P. 1979. "A Model of Balance of Payments Crises." *Journal of Money, Credit, and Banking* 11:311–25.
- . 1999. "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises." *International Tax and Public Finance* 6:459–72.
- McCombie, J., and A. P. Thirlwall. 1994. *Economic Growth and the Balance of Payments Constraint*. London: Macmillan.
- Papadimitriou D., and L. R. Wray. 2011. "Euroland in Crisis as the Global Meltdown Picks Up Speed." Working Paper No. 693. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.
- Pérez-Caldentey, E., and M. Vernengo. 2010. "How Stimulative Has Fiscal Policy Been Around the World?" *Challenge* (<http://ideas.repec.org/s/mes/challe.html>). M. E. Sharpe, Inc. 53(3):6–31, May. <http://ideas.repec.org/a/mes/challe/v53y2010i3p6-31.html> (accessed on December 20, 2011).
- Soros, G. 2010. "The Crisis and the Euro." *The New York Review of Books*, July 12. http://www.georgesoros.com/articles-essays/entry/the_crisis_and_the_Euro/ (accessed on December 19, 2011).
- . 2011. "Does the Euro Have a Future?" *The New York Review of Books*, October 13, 2011. http://www.georgesoros.com/articles-essays/entry/does_the_euro_have_a_future/ (accessed on December 19, 2011).
- Wyplosz, C. 2010. "Eurozone Reform: Not Yet Fiscal Discipline, But a Good Start," *Vox.eu*. October 10. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5610> (accessed on December 20, 2011).
- World Bank. 2011. *Global Development Indicators and Global Finance*. Washington, D.C.: World Bank Group.
- WITS (2011) World Integrated Trade Solution. World Bank. <http://wits.worldbank.org/wits/> (accessed on December 19, 2011).

Zarco, I. A. 2009. "Financial Assets and Liabilities of Households in the European Union." Economy and Finance, Eurostat: Statistics in Focus. 32/2009.
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-SF-09-032/EN/KS-SF-09-032-EN.PDF (accessed on December 20, 2011).

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 10 Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για χώρες του πυρήνα και της περιφέρειας, 2000–10 (2000=100)

	Αυστρία	Βέλγιο	Γαλλία	Γερμανία	Κάτω Χώρες	Ελλάδα	Ιρλανδία	Ιταλία	Ισπανία	Μέσος όρος περιφερειακές χώρες	Μέσος όρος χωρών του πυρήνα	Αναλογία περιφερειακών χωρών με χώρες του πυρήνα
2000	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	1.00
2001	101.0	103.7	102.3	100.4	104.7	100.0	103.8	103.3	103.1	102.5	102.4	1.00
2002	101.3	106.3	105.2	100.8	109.3	109.1	103.9	106.8	106.2	106.5	104.6	1.02
2003	102.4	107.1	107.2	101.5	111.8	110.4	108.8	111.5	109.6	110.1	106.0	1.04
2004	101.8	107.1	108.2	100.6	112.2	111.8	112.4	113.2	112.3	112.4	106.0	1.06
2005	103.0	108.7	110.2	99.7	111.8	115.8	119.1	116.6	116.1	116.9	106.7	1.10
2006	103.5	110.8	112.4	97.8	112.6	119.2	124.0	118.7	119.8	120.4	107.4	1.12
2007	104.0	113.2	113.8	97.2	114.5	123.7	128.0	121.3	124.3	124.3	108.5	1.15
2008	106.1	117.8	116.6	99.5	117.3	130.4	133.6	126.2	130.1	130.1	111.5	1.17
2009	111.6	123.0	119.8	105.8	123.5	136.6	128.8	131.5	131.1	132.0	116.7	1.13
2010	111.8	122.6	120.7	104.0	121.9	135.8	121.8	131.2	129.3	129.5	116.2	1.11

Πηγή: Eurostat 2011

Πίνακας 11 Χρηματοοικονομικοί ισολογισμοί για χώρες του πυρήνα και της περιφέρειας ως ποσοστό του ΑΕΠ, 2001–10

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών										
Γαλλία	1.8	1.2	0.7	0.5	-0.5	-0.6	-1.0	-1.8	-1.5	-1.7
Γερμανία	0.0	2.0	1.9	4.7	5.0	6.3	7.5	6.3	5.7	5.7
Βέλγιο		4.6	3.5	3.2	2.0	1.9	1.5	-1.6	0.4	1.0
Αυστρία	-0.8	2.7	1.7	2.1	2.1	2.4	3.5	4.9	2.9	2.8
Κάτω Χώρες	2.4	2.5	5.5	7.6	7.3	9.3	6.7	4.5	4.9	7.2
Ελλάδα	-7.2	-6.5	-6.6	-5.9	-7.5	-11.2	-14.3	-14.8	-11.0	-10.6
Ιταλία	-0.1	-0.8	-1.3	-1.0	-1.7	-2.6	-2.4	-2.9	-1.9	-3.5
Πορτογαλία	-10.3	-8.2	-6.5	-8.4	-10.4	-10.7	-10.1	-12.6	-10.9	-9.9
Ισπανία	-4.0	-3.2	-3.5	-5.3	-7.4	-9.0	-10.0	-9.7	-5.1	-4.6
Ιρλανδία	-0.7	-0.9	0.1	-0.6	-3.5	-3.5	-5.3	-5.8	-2.8	0.5
Μέσος όρος Χώρες του πυρήνα	0.9	2.6	2.7	3.6	3.2	3.9	3.6	2.5	2.5	3.0
Average Noncore Χώρες της περιφέρειας	-4.4	-3.9	-3.6	-4.2	-6.1	-7.4	-8.5	-9.2	-6.4	-5.6
Δημοσιονομική ισορροπία										
Γαλλία	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.0
Γερμανία	-2.8	-3.7	-4.0	-3.8	-3.3	-1.6	0.3	0.1	-3.0	-3.3
Βέλγιο	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-2.7	0.1	-0.3	-1.3	-5.9	-4.1
Αυστρία										
Κάτω Χώρες	-0.2	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.2	0.6	-5.5	-5.4
Ελλάδα	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.4	-9.8	-15.4	-10.5
Ιταλία	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.3	-3.4	-1.5	-2.7	-5.4	-4.6
Πορτογαλία	-4.3	-2.9	-3.0	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.5	-10.1	-9.1
Ισπανία	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	1.0	2.0	1.9	-4.2	-11.1	-9.2
Ιρλανδία	0.9	-0.4	0.4	1.4	1.6	2.9	0.1	-7.3	-14.3	-32.4

Μέσος όρος Χώρες του πυρήνα	-1.0	-2.3	-2.8	-2.4	-2.3	-0.8	-0.6	-1.0	-5.5	-5.0
Μέσος όρος Περιφερειακές χώρες	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-2.6	-1.7	-1.8	-5.5	-11.3	-13.2
Ισορροπία ιδιωτικού τομέα										
Γαλλία	3.3	4.3	4.8	4.1	2.4	1.7	1.7	1.5	6.0	5.3
Γερμανία	2.8	5.7	5.9	8.5	8.3	7.9	7.2	6.2	8.7	9.0
Βέλγιο	-0.4	4.7	3.6	3.5	4.7	1.8	1.8	-0.3	6.3	5.1
Αυστρία	-0.8	2.7	1.7	2.1	2.1	2.4	3.5	4.9	2.9	2.8
Κάτω Χώρες	2.6	4.6	8.6	9.3	7.6	8.8	6.5	3.9	10.4	12.6
Ελλάδα	-2.7	-1.7	-1.0	1.6	-2.3	-5.5	-7.9	-5.0	4.4	-0.1
Ιταλία	3.0	2.1	2.2	2.5	2.6	0.8	-0.9	-0.2	3.5	1.1
Πορτογαλία	-6.0	-5.3	-3.5	-5.0	-4.5	-6.6	-7.0	-9.1	-0.8	-0.8
Ισπανία	-3.4	-2.7	-3.3	-5.0	-8.4	-11.0	-11.9	-5.5	6.0	4.6
Ιρλανδία	-1.6	-0.5	-0.3	-2.0	-5.1	-6.4	-5.4	1.5	11.5	32.9
Μέσος όρος Χώρες του πυρήνα	1.5	4.4	4.9	5.5	5.0	4.5	4.1	3.2	6.8	6.9
Μέσος όρος Περιφερειακές χώρες	-2.1	-1.6	-1.2	-1.5	-3.5	-5.7	-6.7	-3.7	4.9	7.5

Πηγές: Eurostat 2011; World Bank 2011