

ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
PANTEION UNIVERSITY OF SOCIAL AND POLITICAL SCIENCES



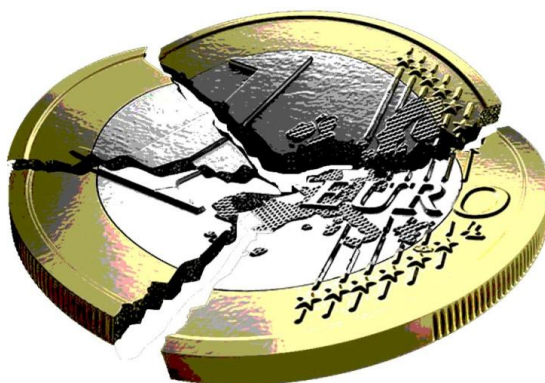
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ»
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

***Οικονομική Κρίση στην Ελλάδα και Μηχανισμοί στήριξης της
Ευρωπαϊκής Ένωσης***

της

Γεωργίας Τσιτσίρη



Αθήνα

Απρίλιος, 2020

Τριμελής Επιτροπή

Λώλος Σαράντης, Ομότιμος καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου (Επιβλέπων)

Σιουρούνης Γρηγόρης, Επίκουρος καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Κεραμίδου Ιωάννα, Επίκουρη καθηγήτρια Παντείου Πανεπιστημίου



Copyright © Γεωργία Τσιτσίκη, 2019

All rights reserved. Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας διπλωματικής εργασίας εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της διπλωματικής εργασίας για κερδοσκοπικό σκοπό πρέπει να απευθύνονται προς τον συγγραφέα.

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Πάντειον Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών δεν δηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Περίληψη.....	6
Abstract	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση	10
Σύντομη αναδρομή.....	10
Η Ευρωπαϊκή οικονομική κρίση	10
Εκδήλωση και αίτια της ελληνικής οικονομικής κρίσης.....	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ	13
Οι Μηχανισμοί Παρέμβασης των Κεντρικών Τραπεζών.....	13
Ιστορική Αναδρομή των Παρεμβάσεων των Κεντρικών Τραπεζών	13
Η Παρέμβαση των Κεντρικών Τραπεζών	13
Συμβατικά και μη Συμβατικά μέτρα Νομισματικής Πολιτικής	15
Συμβατικά Μέτρα Νομισματικής Πολιτικής.....	15
❖ Πράξεις Ανοιχτής αγοράς.....	15
❖ Επιτόκια - Πάγιες Διευκολύνσεις.....	16
❖ Υποχρεωτικά Ελάχιστα Αποθεματικά - Reserve Requirements	16
Τα εργαλεία της Ε.Κ.Τ. για την διαχείριση της κρίσης (Μη συμβατικά Μέτρα)	18
❖ Πρόγραμμα Αγορών Κινητών Αξιών (SMP)	18
❖ Πρόγραμμα Επαναγοράς Ομολόγων (OMT)	20
❖ Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP)	20
❖ Πρόγραμμα Αγορών Δημοσίου Τομέα (PSPP)	21
❖ Πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης (QE)	22
Η Αποτελεσματικότητα των εργαλείων της ΕΚΤ	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ.....	26
Οι Μηχανισμοί Στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης.....	26
1. Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSM).....	26
i. Ορισμός και Λειτουργία	26
ii. Χώρες Μέλη και ο ρόλος της Γερμανίας	26
2. Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF).....	26
• Χορήγηση ενίσχυσης από το ΕΤΧΣ στην Ιρλανδία.....	27
• Χορήγηση ενίσχυσης από το ΕΤΧΣ στην Πορτογαλία.....	27
• Ελληνική διάσωση.....	28
• Η Αλλαγή Λειτουργίας του Ταμείου	28

3. Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM).....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ	30
Η Σύμβαση Δανειακής Διευκόλυνσης προς την Ελλάδα	30
I. Πρώτο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής.....	30
II. Δεύτερο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής	32
III. Τρίτο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής.....	33
Καταβολή της χρηματοδοτικής συνδρομής κατά το 3 ^ο πρόγραμμα.....	35
Ο Μηχανισμός Παροχής Έκτακτης Ρευστότητας (Emergency Liquidity Assistance - ELA)	39
Ο ρόλος της Γερμανίας.....	40
Η Συμβολή της Τράπεζας της Ελλάδος.....	41
Αξιολόγηση της Ελληνικής Κρίσης Χρέους	42
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	48
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ	50

ΠΙΝΑΚΕΣ - ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ

<i>Πίνακας 1. Αγορές χρηματοοικονομικών στοιχείων ανά Κεντρική Τράπεζα.....</i>	<i>14</i>
<i>Πίνακας 2. Πράξεις νομισματικής Πολιτικής του Ευρωσυστήματος</i>	<i>17</i>
<i>Πίνακας 3. Η κατανομή των αγορών του Ευρωσυστήματος μέσω του SMP</i>	<i>19</i>
<i>Πίνακας 4. Εξέλιξη καταβολών δόσεων χρηματοοικονομικής στήριξης της Ελλάδας.....</i>	<i>37</i>
<i>Πίνακας 5. Παροχή χρηματοοικονομικής βοήθειας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή προς την Ελλάδα, 2010-2018.....</i>	<i>38</i>
<i>Γράφημα 1. Εξέλιξη του πρωτογενούς ισοζυγίου</i>	<i>45</i>
<i>Γράφημα 2. Εξέλιξη του δείκτη αυξημένης υλικής αποστέρησης.....</i>	<i>45</i>
<i>Γράφημα 3. Το επιχειρηματικό περιβάλλον.....</i>	<i>46</i>

Συντομογραφίες

N.	Νόμος
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΤτΕ	Τράπεζα της Ελλάδος
Ν.Δ	Νομοθετικό Διάταγμα
μ. δ	Μη διαθέσιμα στοιχεία
PSI	Συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα
ΔΝΤ	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕΛΣΤΑΤ	Ελληνική Στατιστική Αρχή
ΟΝΕ	Οικονομική και Νομισματική Ένωση
ΝΠΙΔ	Νομικά Πρόσωπα Ιδιωτικού Δικαίου
ΔΥΕ	Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος
ΔΕΚΟ	Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί
ΕΣΚΤ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΜΠΔΣ	Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής
ΝΧΙ	Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα
ΤΧΣ	Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
ΕCOFIN	Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών
ΕFSF	Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
ΕFSM	Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
ΕSM	Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας
FED	Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ

Περίληψη

Η τελευταία δεκαετία έχει αποτελέσει σημείο καμπής για την ελληνική οικονομία, καθώς οι μεταρρυθμίσεις των τελευταίων ετών ήταν καθοριστικές για την μελλοντική προοπτική της. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η συνοπτική παρουσίαση εν συντομία της ιστορικής διαδρομής της Οικονομικής Κρίσης του 2008, που αρχικά εκδηλώθηκε στις ΗΠΑ και μεταδόθηκε, μέσω της Ευρώπης, στην Ελλάδα. Αναδεικνύονται τα βασικά αίτια και χαρακτηριστικά της ελληνικής κρίσης που ενίσχυσαν την αναμετάδοση της παγκόσμιας ύφεσης. Επιπλέον, αναλύεται πώς παρενέβη η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) για την αντιμετώπιση της κρίσης και ποιος ο ρόλος των μηχανισμών στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ειδικότερα, παρουσιάζεται το μη συμβατικό πρόγραμμα της νομισματικής παρέμβασης, γνωστό ως ποσοτική χαλάρωση, το οποίο, κατά κοινή ομολογία, δεν αποδείχθηκε αποτελεσματικό παρά τις προσπάθειες που έκανε η ΕΚΤ για την ενίσχυση και προστασία των οικονομιών των χωρών μελών της Ευρώπης. Ακόμη και μετά την εφαρμογή της αντισυμβατικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, ο πληθωρισμός παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα και η ανάπτυξη δεν σταθεροποιήθηκε επαρκώς.

Στόχος της παρούσης εργασίας είναι να παρουσιαστούν τα γεγονότα που οδήγησαν στην διαμόρφωση των μηχανισμών στήριξης της ελληνικής οικονομίας, όπως αυτά συνέβησαν, με όσον το δυνατόν μεγαλύτερη σαφήνεια και ακρίβεια, καθώς επίσης και η αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των μέτρων νομισματικής παρέμβασης της ΕΚΤ, στην ελληνική οικονομία. Είναι άλλωστε ευρέως αποδεκτό ότι, οι μηχανισμοί ανταπόκρισης της κεντρικής τράπεζας, ως προς την αντιμετώπιση της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης, αποτελεί ένα ζήτημα που έχει απασχολήσει και συνεχίζει να απασχολεί διάφορες έρευνες, μελέτες και επιστήμονες και μη σε παγκόσμιο επίπεδο.

***Λέξεις-Κλειδιά:** Χρηματοοικονομική Κρίση, Ευρωπαϊκοί Θεσμοί, Ελληνική οικονομική κρίση.*

Abstract

The last decade has been a critical benchmark for the Greek economy, due to the significance of the recent years' reforms, for its prospects. The objective of this assignment is to, shortly, present the evolution of the recent financial crisis of 2008, which initially started from the USA, and was transmitted to Greece, through the European area. Consequently, through this assignment, the main causes and characteristics of the Greek crisis are developed, as well as the European Central Bank's (ECB) intervention measures of anti-crisis mechanisms.

Specifically, the ECB unconventional monetary policy program of "qualitative easing" is going to be further developed, as it hasn't been effective enough, despite the efforts of the Central Bank to enhance the protection of the European countries' economies. Consequently, even after the implementation of the ECB unconventional monetary policy, inflation remained relatively low and sustainable growth was not adequately achieved.

The aim of this assignment is to present the facts that took place, with accuracy, as well as the literature review of the ECB non-conventional measures' effectiveness to the Greek economy. It is rather beyond doubt that, the anti-crisis response measures of ECB, are still a fruitful area for future research and empirical assessment, in a global level.

Keywords: Financial Crisis, European Institutions, Greek economic crisis.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μετά την πάροδο μιας δεκαετίας από την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008/2009, η διεθνής ακαδημαϊκή κοινότητα καταγράφει, ακόμη, και αποτιμά τα πραγματικά αίτια που οδήγησαν στο νέο παγκόσμιο οικονομικό γίγνεσθαι. (Roy and Kemme 2019, Asimakopoulos et. al, 2018, Kordonassis, 2012) Σύμφωνα άλλωστε με την σχετική βιβλιογραφία, το Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, το οποίο είναι άμεσα συνδεδεμένο με την χρηματοοικονομική κρίση, είχε ήδη καταγράψει κέρδη τα οποία δεν οφείλονταν τόσο στην χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, εφεξής ΧΙ, όπως είναι άλλωστε ο παραδοσιακός ρόλος αυτών, αλλά στην επέκταση των στοιχείων των ισολογισμών των και στην αυξανόμενη ασυμμετρία στη λιτότητα απαιτήσεων και υποχρεώσεων (duration). Κατά συνέπεια, ορισμένες παθογένειες ως προς την λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος είχαν ήδη αρχίσει να διαφαίνονται (Dungey and Gajurel, 2015) .

Επιπλέον, η ανάπτυξη μη παραδοσιακών τραπεζικών εργασιών, όπως οι τιτλοποιήσεις απαιτήσεων (securitization) εκ μέρους των ΧΙ, οι οποίες εξ ορισμού δεν απεικονίζονται στους δημοσιευμένους ισολογισμούς τους και ως εκ τούτου δεν παρακολουθούνται και δεν εποπτεύονται από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές, καθώς και ο κίνδυνος ρευστότητας, που είχε ήδη αρχίσει να γίνεται αντιληπτός πριν από την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής και χρηματοοικονομικής κρίσης, αποτελούσαν τους ικανούς και αναγκαίους οιωνούς για την αναπόφευκτη χρεωκοπία ορισμένων συστημικά σημαντικών ΧΙ με σημαντικές προεκτάσεις στην χρηματοοικονομική σταθερότητα (Gordon and Winton, 2003).

Κατά συνέπεια, η χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage) των ΧΙ αυξανόταν σημαντικά και δυσανάλογα με την εξέλιξη του εισοδήματος τους από τις παραδοσιακές τοκοφόρες εργασίες. Επιπλέον, οι αδυναμίες του τότε υφιστάμενου εποπτικού πλαισίου των ΧΙ που βασιζόταν στην συμφωνία της Βασιλείας I καθώς και της Βασιλείας II, οι οποίες εστιάζονταν κυρίως στη μείωση του απαιτούμενου επιπέδου των αποθεματικών των ΧΙ, θεωρείται ότι συνέβαλε σημαντικά και θετικά στην περαιτέρω ενίσχυση των υφιστάμενων ασυμμετριών στην λειτουργία των ΧΙ καθώς και της ανησυχίας του κινδύνου αναμετάδοσης στην χρηματοοικονομική σταθερότητα (Cabral, 2013).

Έτσι, κατά την διάρκεια της πρόσφατης χρηματοοικονομικής ύφεσης, ο τραπεζικός δανεισμός στην Ευρώπη αποδυναμώθηκε, καθώς η προσφορά πίστωσης (δανεισμού) εκ μέρους των ΧΙ, επηρεάστηκε αρνητικά. Η μη νομισματική παρέμβαση της ΕΚΤ προς την κατεύθυνση της παροχής έκτακτης ρευστότητας προς τα ΧΙ, μέσω της ποσοτικής χαλάρωσης (qualitative easing, “QE”) δεν απέδωσε τα αναμενόμενα οφέλη, ως προς την ενίσχυση της παροχής πιστώσεων από τα ΧΙ προς την πραγματική οικονομία. Επιπλέον, εκτιμάται ότι δεν επηρέασε αποφασιστικά την κερδοφορία τους, κυρίως λόγω των διαφορετικών κριτηρίων που επηρέαζαν την

πιστωτική πολιτική τους, ήδη πριν από την εκδήλωση της κρίσης (Kenourgios και Ntaïkou, 2019).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση

Σύντομη αναδρομή

Η χρηματοοικονομική κρίση που εκδηλώθηκε το 2008/09, η οποία σήμερα είναι ακόμη σε εξέλιξη για ορισμένες οικονομίες, εκδηλώθηκε αρχικά στην Αμερική με την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Η κατάρρευση της εν λόγω τράπεζας, θεωρείτο ότι ήταν περισσότερο το αποτέλεσμα παρά η αιτία της χρηματοοικονομικής κρίσης, καθώς ανέδειξε διαρθρωτικά και σημαντικά ελλείμματα στην ασφάλεια, σταθερότητα και την αξιοπιστία του τραπεζικού συστήματος, τα οποία συντηρούνταν αρκετά χρόνια. Ειδικότερα, η πολυετής χαλαρή πιστωτική πολιτική τους που οδήγησε στην χορήγηση επισφαλών χρηματοδοτήσεων, χωρίς λήψη εμπράγματων ή/και ενοχικών εξασφαλίσεων και τεκμηριωμένη ικανότητα αποπληρωμής, οι τιτλοποιήσεις στοιχείων ενεργητικού, οι οποίες δεν εποπτεύονταν από τις αρμόδιες τραπεζικές αρχές - καθώς πρόκειται για στοιχεία εκτός ισολογισμού (off balance sheet assets)- και η έλλειψη κεφαλαιακής επάρκειας αρκετών ΧΙ, ήταν ορισμένα μόνο από αυτά (Kenourgios and Ntaikou 2019).

Αν και από την εκδήλωση της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης έχει παρέλθει σημαντικό χρονικό διάστημα, μεγαλύτερο της δεκαετίας, πρόκειται για την μεγαλύτερη σε έκταση και διάρκεια χρηματοοικονομική κρίση από το 1930, καθώς κατεγράφη αρνητική μεταβολή στο ρυθμό ανάπτυξης των οικονομιών, σε παγκόσμιο επίπεδο. Η ύφεση επηρέασε τόσο τις προηγμένες οικονομίες, μέσω της επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης τους, που οφειλόταν στην κάθετη πτώση του παγκοσμίου εμπορίου όσο και τις λιγότερο ισχυρές. Ωστόσο, η ανάκαμψη για τις περισσότερες από αυτές τις οικονομίες εμφανίστηκε εκ νέου το 2010 (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014).

Η Ευρωπαϊκή οικονομική κρίση

Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση μεταδόθηκε στην Ευρώπη και ειδικότερα στην Ευρωζώνη, όπως άλλωστε ήταν αναμενόμενο (Egea and Hierro, 2019).

Ειδικότερα, ορισμένες από τις περιφερειακές οικονομίες της ευρωζώνης, όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιταλία, οι οποίες διακρίνονται για τις χρόνιες ενδογενείς μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες, κλυδωνίστηκαν, όπως άλλωστε αναμενόταν, περαιτέρω, από την παγκόσμια κρίση και ως εκ τούτου δεν επωφελήθηκαν από την παγκόσμια ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου που επήλθε μετά το 2009. Κατά συνέπεια, ενώ η πλειονότητα των οικονομιών της ευρωζώνης επανήλθε σε θετικό ρυθμό ανάπτυξης μετά την χρηματοοικονομική ύφεση, οι λοιπές παθογενείς οικονομίες, αντιθέτως, ήρθαν αντιμέτωπες με επιδείνωση της ανεργίας και κατά συνέπεια των άλλων

μακροοικονομικών μεγεθών τους και ως εκ τούτου χρειάστηκαν εξωτερική οικονομική βοήθεια (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014)

Εκδήλωση και αίτια της ελληνικής οικονομικής κρίσης

Η χρηματοοικονομική κρίση, όπως αυτή εκδηλώθηκε αρχικά το 2008 επηρέασε σημαντικά τον καθαρό χρηματοοικονομικό πλούτο των ελληνικών νοικοκυριών, καθώς υποχώρησε σημαντικά την περίοδο 2008-2016 κατά 37,5%, σύμφωνα με το οικονομικό δελτίο της Τράπεζας της Ελλάδας (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014, Halikias 2013)

Ειδικότερα, ο δείκτης χρέους της ελληνικής οικονομίας προς το ΑΕΠ το 1974 ήταν στο 18% ενώ το 1986 ήταν ήδη στο 58%. Το 1996 είχε ήδη εκτοξευτεί στο επίπεδο του 113% κυρίως λόγω της δυσανάλογης αύξησης μισθών, πλήθους πρόωρων συνταξιοδοτήσεων από το ελληνικό δημόσιο, σημαντικών ελλειμμάτων των δημοσίων οργανισμών καθώς και των πολλαπλών και πολυετών κοινωνικών παροχών. Σημειώνεται ότι δε, οι εν λόγω οικονομικές πολιτικές απαιτούσαν σημαντικά κεφάλαια τα οποία πρόεκυπταν από το συνεχόμενο δανεισμό (Halikias, 2011). Οι πολιτικές αυτές εντάθηκαν, ειδικότερα μετά την ένταξη της Ελλάδας στην ευρωζώνη, καθώς η ελληνική οικονομία είχε τη δυνατότητα πλέον να δανείζεται σε χαμηλό επιτόκιο, διαιωνίζοντας με αυτό τον τρόπο το δημόσιο χρέος και το δημόσιο έλλειμμα (Jovanović, 2012).

Ειδικότερα, ενώ προ της κρίσης παρατηρείται συνεχής και ταχεία αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών, κυρίως για να πραγματοποιηθούν επενδύσεις σε κατοικίες, τα νοικοκυριά προχωρούν σε απομείωση των υποχρεώσεων τους για πρώτη φορά στο τέλος του 2010. Ωστόσο, οι δανειακές υποχρεώσεις συνολικά, παραμένουν υψηλές, όπως άλλωστε αποτυπώνεται στους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης.

Η αποταμίευση των νοικοκυριών μέχρι το τέλος του 2008 παρέμενε υψηλή, υποστηριζόμενη από τις υψηλές επενδύσεις των νοικοκυριών τόσο σε ακίνητα και άλλα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία όσο και σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, οι οποίες αθροιστικά υπερέβαιναν την δημιουργία νέου χρέους. Ως εκ τούτου, η αποταμίευση ακολούθησε πτωτική πορεία και παραμένει σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδο, εξαιτίας της συρρίκνωσης των επενδύσεων σε κατοικίες και εξοπλισμό και της μεγάλης αποεπένδυσης σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, παρά την καθαρή αποπληρωμή χρέους κατά την πρόσφατη περίοδο.

Επιπλέον, μετά το 2010, μεγάλη συρρίκνωση υπέστη και η συνολική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών. Ειδικότερα, περιορίζονται οι δαπάνες που αφορούν διαρκή καταναλωτικά αγαθά, ενώ παρατηρείται αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των δαπανών που διατίθενται για την κάλυψη βασικών αναγκών. Επιπλέον, παρατηρείται αποστροφή προς τον κίνδυνο και αναδιάταξη του

χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών, με προτίμηση για πιο άμεσα ρευστοποιήσιμες μορφές χρηματοοικονομικού πλούτου, όπως οι καταθέσεις, ενώ η συνεισφορά των μετοχών, χρεογράφων και αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκε σημαντικά.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, αξίζει να σημειωθεί ότι η διεθνής συγκυρία συνέβαλε καθοριστικά στην ανάδειξη των χρόνιων προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας. Επισημαίνεται ωστόσο, ότι η κρίση στην Ελλάδα συνδέεται άρρηκτα με μακροχρόνιες μακροοικονομικές ανισορροπίες, οι οποίες εντάθηκαν και κατέστησαν την ανάκαμψη και την έξοδο από την κρίση αδύνατη. Στις ανισορροπίες αυτές, μεταξύ άλλων, διαφαίνονται οι εξής (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014):

- i. Η ανεπάρκεια της εγχώριας προσφοράς έναντι της εγχώριας ζήτησης, όπως αυτή επιβεβαιώνεται από την διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών καθώς και τη συσσώρευση υψηλού εξωτερικού χρέους. Η διατήρηση των παθογενειών αυτών είχε δυσμενή επίδραση τόσο στο βιοτικό επίπεδο των Ελλήνων όσο και την προοπτική ανάπτυξης.
- ii. Τα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα, ως απόρροια της ταχείας ανόδου των πρωτογενών δαπανών και της αδυναμίας καταπολέμησης της φοροδιαφυγής.
- iii. Η απώλεια της ανταγωνιστικότητας, η οποία υπερέβη το 25% κατά την περίοδο 2000-2008 και τροφοδοτούσε περαιτέρω το έλλειμμα του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών.
- iv. Το ιδιαίτερα υψηλό δημόσιο χρέος, το οποίο αυξανόταν σημαντικά, ενώ ο δείκτης του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ παρέμενε αμετάβλητος.

Κατά συνέπεια, λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω μακροχρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, αξίζει να σημειωθεί ότι τα αίτια επιδείνωσης της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης στην ελληνική οικονομία, αποδίδονται στην οικονομική πολιτική που εφαρμοζόταν για δεκαετίες στην Ελλάδα. Επιπλέον, εντάθηκαν οι ανησυχίες για τον κίνδυνο αναμετάδοσης της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης και στις υπόλοιπες οικονομίες της Ευρωζώνης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

Οι Μηχανισμοί Παρέμβασης των Κεντρικών Τραπεζών

Ιστορική Αναδρομή των Παρεμβάσεων των Κεντρικών Τραπεζών

Τον Μάιο του 2010, η ΕΚΤ ανταποκρινόμενη στις πιέσεις για εξομάλυνση των αρνητικών επιδράσεων της χρηματοοικονομικής κρίσης, μέσω της τόνωσης της ρευστότητας στις αγορές, προχώρησε σε άμεσες αγορές των κρατικών ομολόγων από την δευτερογενή αγορά, μέσω του Προγράμματος Αγοράς Κινητών Αξιών (Securities Markets Program, SMP). Τον Ιούνιο του 2014, στο πλαίσιο εφαρμογής ενός συνόλου μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης, το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε την έναρξη Στοχευμένων Πράξεων Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης (Targeted Long Term Operations, TLTROs). Ο στόχος ήταν να ενδυναμωθεί η προσφορά μεσοπρόθεσμης πίστωσης, με σταθερό επιτόκιο, για τις τράπεζες που σχεδίαζαν να επεκτείνουν τον ρυθμό της πιστωτικής τους επέκτασης προς την πραγματική οικονομία.

Επιπλέον, τον Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο του 2014, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ξεκίνησε ένα πρόγραμμα που περιλάμβανε οριστικές αγορές των περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα, γνωστό ως Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bonds Purchase Programme, CBPP) και των τίτλων που προέρχονται από τιτλοποίηση. Αργότερα, τον Ιανουάριο του 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο επέκτεινε το πρόγραμμα, συμπεριλαμβάνοντας τα περιουσιακά στοιχεία του δημοσίου τομέα, γνωστό ως Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών Δημοσίου Τομέα (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Η δέσμευση ήταν να πραγματοποιούνται αγορές ύψους € 60 δισ. κάθε μήνα από τον Μάρτιο του 2015 έως και τον Σεπτέμβριο του 2016.

Η Παρέμβαση των Κεντρικών Τραπεζών

Από την έναρξη της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης που εκδηλώθηκε το 2007/08, οι κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο είχαν εφαρμόσει τόσο συμβατικά όσο και μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, σε μια προσπάθεια να λάβουν υπόψη την οικονομική αστάθεια καθώς και να αποφευχθεί η οικονομική συρρίκνωση.

Στον Πίνακα 1 που ακολουθεί, παρατίθενται οι αγορές χρηματοοικονομικών στοιχείων στις οποίες προέβησαν οι Κεντρικές Τράπεζες της Ευρώπης, της Αμερικής και της Ιαπωνίας, σε σημαντικές ημερομηνίες, καθώς και η συνεισφορά της επίδρασης αυτών στο ενεργητικό τους, την νομισματική βάση καθώς και στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ).

Πίνακας 1. Αγορές χρηματοοικονομικών στοιχείων ανά Κεντρική Τράπεζας

	Σημαντικές Ημερομηνίες	Σύνολο Ενεργητικού (% ΑΕΠ)	Νομισματική Βάση (% ΑΕΠ)	Αγορές (% ΑΕΠ)	Αγορές (% Ενεργητικού)
E.K.T.	Ιούλιος 2015	20,7	15,2	5,2	25,4
	Μέγιστη τιμή (Ιούλιος 2012)	26,2	18		
	2007	9,9	8,8		
F.E.D.	Ιούλιος 2015	24,5	22,7	24,3	99,1
	2007	5,8	5,7		
Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας	Ιούλιος 2015	70,1	66	63,5	90,6
	2007	16,3	17,1		
Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας	Ιούλιος 2015	23,4	21,7	20,9	89,5
	2007	5,4	4,4		

Πηγές: EKT, FED, Κεντρική Τράπεζα Ιαπωνίας, Κεντρική Τράπεζα Αγγλίας.

Μέσω της καθοδήγησης του επιπέδου των βασικών επιτοκίων, η ΕΚΤ επιδιώκει να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τις συνθήκες ρευστότητας στις αγορές χρήματος και επιδιώκει την διατήρηση του επιπέδου των τιμών, μεσοπρόθεσμα (Gorton and Winton, 2003). Ωστόσο, ο αποδεδειγμένα αυτός τρόπος ώθησης της οικονομίας δεν είναι πάντα αποτελεσματικός, ειδικότερα σε περιόδους έντονης οικονομικής ύφεσης, καθώς τα έντονα οικονομικά σοκ δύναται να μειώσουν το ονομαστικό επιτόκιο στο μηδέν. Κατά συνέπεια, τα συμβατικά εργαλεία νομισματικής πολιτικής καθίστανται ανεπαρκή, τουλάχιστον ως προς αυτή την κατεύθυνση.

Συμβατικά και μη Συμβατικά μέτρα Νομισματικής Πολιτικής

Συμβατικά Μέτρα Νομισματικής Πολιτικής

Οι βασικοί άξονες μέσω των οποίων η νομισματική πολιτική λειτουργεί αφορούν στον καθορισμό ενός στόχου, για το επιτόκιο μιας ημέρας, στην διαπραγματική αγορά χρήματος, καθώς επίσης και μέσω της προσαρμογής της προσφοράς χρήματος της Κεντρικής Τράπεζας, μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς. Επιπλέον, σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, η ΕΚΤ προβαίνει σε πράξεις παροχής ρευστότητας μέσω αντιστρεπτών συναλλαγών, έναντι λήψης αποδεκτών ενέχυρων, προκειμένου να αντισταθμίσει τον δυνητικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται ο ισολογισμός της.

❖ Πράξεις Ανοικτής αγοράς

Οι *πράξεις ανοικτής αγοράς* ή αλλιώς *open market operations* είναι συναλλαγές που ασκούνται αποκλειστικά από την Κεντρική Τράπεζα στο χρηματιστήριο ή την κεφαλαιαγορά προκειμένου να επηρεάσουν τα επιτόκια και την προσφορά χρήματος. Η διαδικασία που ακολουθείται είναι η εξής. Η Κεντρική Τράπεζα αγοράζει και πουλάει κρατικούς τίτλους. Με την αγορά τους προσφέρει χρήματα στην αγορά ενώ με την πώλησή τους δανείζεται από τις εμπορικές τράπεζες με αποτέλεσμα τη μείωση της ποσότητας χρήματος που κυκλοφορεί. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς διακρίνονται στις εξείς κατηγορίες¹:

1. *Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης*, που είναι και οι σημαντικότερες. Εκτελούνται από τις ΕΚΤ σε εβδομαδιαία βάση προσφέροντας χρήματα στις εμπορικές τράπεζες.
2. *Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης*. Εκτελούνται σε συχνή βάση και προσφέρουν χρήματα τριμηνιαίας διάρκειας. Το ευρωσύστημα δέχεται προσφορές τιμών ή επιτοκίων, χωρίς να έχει στόχο όμως να επηρεάσει τα επιτόκια στην αγορά.
3. *Πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας*. Διαχειρίζονται τα χρήματα της αγοράς, εκτελούνται εκτάκτως, συνήθως από τις ΕΚΤ με έκτακτες δημοπρασίες, σαν συναλλαγές αλλά και σαν διαδικασία αγοράς και πώλησης.
4. *Διαρθρωτικές πράξεις*. Εκτελούνται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες με συχνές δημοπρασίες.

¹ Τράπεζα της Ελλάδος, “Μέσα άσκησης Νομισματικής Πολιτικής” Αριθ. 96/22.4.2015
<https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/nomismatikh-politikh/mesa-askisis-nomismatikis-politikis>

❖ Επιτόκια - Πάγιες Διευκολύνσεις

Η Νομισματική Πολιτική σχετίζεται με τις αποφάσεις που παίρνει η Κεντρική Τράπεζα με στόχο να επηρεάσει το κόστος και τα χρήματα μιας οικονομίας. Η σημαντικότερη απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αφορά στα *βασικά επιτόκια*, τα οποία επηρεάζουν και τα επιτόκια που χρησιμοποιούν οι τράπεζες για να δανείσουν χρήματα στους πελάτες τους. Τα *επιτόκια* ή αλλιώς οι *πάγιες διευκολύνσεις*, καθορίζονται κάθε έξι εβδομάδες από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με σκοπό να διατηρούνται σταθερές οι τιμές στη ζώνη του ευρώ και διακρίνονται στις εξής κατηγορίες²:

1. *Επιτόκιο - Πάγια Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης*, είναι το επιτόκιο που καταβάλλεται από τις τράπεζες και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την λήψη χρημάτων από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, σε προκαθορισμένο επιτόκιο, με σκοπό την κάλυψη προσωρινών αναγκών ρευστότητας. «Υπό κανονικές συνθήκες, το επιτόκιο αυτής της διευκόλυνσης προσδιορίζει το ανώτατο όριο για το επιτόκιο αγοράς διάρκειας μίας ημέρας.» (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014-2015) Ως εγγύηση για τα χρήματα αυτά οι τράπεζες πρέπει να παρέχουν κάποιες εγγυήσεις.
2. *Επιτόκιο – Πάγια Διευκόλυνση Κύριας Αναχρηματοδότησης*, είναι το επιτόκιο που καταβάλλεται από τις τράπεζες και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για λήψη χρημάτων διάρκειας μίας εβδομάδας. Και σε αυτήν την περίπτωση οι τράπεζες οφείλουν να παρέχουν εγγυήσεις για την επιστροφή των κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν.
3. *Επιτόκιο - Πάγια Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων*, είναι το επιτόκιο που καθορίζει τους τόκους οι οποίοι χρησιμοποιούνται για καταθέσεις μίας ημέρας στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες σε προκαθορισμένο επιτόκιο. «Υπό κανονικές συνθήκες, το επιτόκιο αυτής της διευκόλυνσης προσδιορίζει το κατώτατο όριο, στο επιτόκιο αγοράς διάρκειας μίας ημέρας. Δεν δίνεται ενέχυρο στον αντισυμβαλλόμενο για την κατάθεση.» (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014-2015). Το επιτόκιο αυτό έγινε αρνητικό τον Ιούνιο του 2014.

❖ Υποχρεωτικά Ελάχιστα Αποθεματικά - Reserve Requirements

Τα Υποχρεωτικά Ελάχιστα Αποθεματικά είναι κεφάλαια που οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν σε ένα σταθερό ύψος ως αποθεματικό. Αφορούν τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ και και στόχος τους είναι να διατηρούν τα επιτόκια της αγοράς χρήματος σταθερά. Τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά των ιδρυμάτων καθορίζονται από κάποια στοιχεία του ισολογισμού τους και πρέπει να διατηρούνται σε μέσα επίπεδα για έξι εβδομάδες, κάτι το οποίο ονομάζεται τήρηση. Προκειμένου να τηρείται αυτή η “τήρηση” δίνεται η δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα να μην

² Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Νομισματική Πολιτική (2018)

https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/marginal_lending_facility_rate.el.html

διατηρούν καθημερινά όλο το ποσό στους λογαριασμούς τους, αλλά με τα μέσα ημερήσια υπόλοιπα. Αυτό βοηθάει στην σταθερότητα των επιτοκίων.

Οι τράπεζες έπρεπε να τηρούν το 2% κάποιων υποχρεώσεών τους, στην ΕΚΤ έως τον Ιανουάριο του 2012. Από τότε και μετά το ποσοστό αυτό έπεσε στο 1%. Στο πέρας της περιόδου τήρησης η Κεντρική Τράπεζα καταβάλλει στις τράπεζες τόκο επί των υποχρεωτικών ελαχίστων αποθεματικών τους. Αυτός είναι αντίστοιχος του επιτοκίου πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης.

Τα υποχρεωτικά αποθεματικά αποτελούν ένα συμβατικό εργαλείο νομισματικής πολιτικής πολλών ιδρυμάτων.

Πίνακας 2. Πράξεις νομισματικής Πολιτικής του Ευρωσυστήματος

Κατηγορίες πράξεων νομισματικής πολιτικής		Είδος μέσου		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία
		Παροχή ρευστότητας	Απορρόφηση ρευστότητας			
Πράξεις ανοικτής αγοράς	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-	Μία εβδομάδα	Εβδομαδιαία	Τακτική δημοπρασία
	Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-	Τρεις μήνες*	Μηνιαία*	Τακτική δημοπρασία
	Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	Αντιστρεπτές συναλλαγές Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Αντιστρεπτές συναλλαγές Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων Αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας	Μη προκαθορισμένη	Μη προκαθορισμένη	Δημοπρασία Διμερείς διαδικασίες
	Διαρθρωτικές πράξεις	Αντιστρεπτές συναλλαγές	Αντιστρεπτές συναλλαγές	Μη προκαθορισμένη	Μη προκαθορισμένη	Τακτική δημοπρασία
		-	Έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ	Μικρότερη των δώδεκα μηνών	Μη προκαθορισμένη	
		Οριστικές αγορές	Οριστικές πωλήσεις	-	Μη προκαθορισμένη	Δημοπρασία Διμερείς διαδικασίες
Πάγμιες διευκολύνσεις	Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-	Διάρκειας μίας ημέρας	Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	
	Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	-	Καταθέσεις	Μίας ημέρας	Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2015)

Τα εργαλεία της Ε.Κ.Τ. για την διαχείριση της κρίσης (Μη συμβατικά Μέτρα)

Όταν η τράπεζα εξαντλεί τα συμβατικά της εργαλεία με την καθοδήγηση του επιτοκίου δανεισμού, τότε αναγκάζεται να προβεί σε περαιτέρω ενέργειες και να ακολουθήσει μια σειρά πολιτικών που συνοψίζονται στον όρο «μη συμβατική νομισματική πολιτική». Χαρακτηριστικό εργαλείο μη συμβατικής πολιτικής, όπως θα δούμε και στη συνέχεια, είναι η εφαρμογή των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης, γνωστό ως “quantitative easing”, μέσω των οποίων η εκάστοτε Κεντρική Τράπεζα, επεκτείνει τα στοιχεία του ισολογισμού της, αγοράζοντας ενυπόθηκους τίτλους. Οι αγορές αυτές συμβάλουν αποφασιστικά στην αύξηση της ρευστότητας της αγοράς, βοηθούν στην μείωση των επιτοκίων καθώς και στην παροχή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία.

Από τον Αύγουστο του 2007, τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής στην ζώνη του ευρώ περιλάμβαναν διαδικασίες υποβολής προσφορών για την κατανομή ολόκληρου του ποσού με σταθερό επιτόκιο, τον διαγωνισμό που παρέχει κεντρική τραπεζική χρηματοδότηση προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα σε ποσοστό χαμηλό και προβλέψιμο, επεκτάσεις στο σύνολο των επιλέξιμων εξασφαλίσεων, γραμμές ανταλλαγής νομισμάτων, πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με διάρκεια έως τρία χρόνια και αγορές καλυμμένων ομολόγων και κρατικών ομολόγων στο πλαίσιο προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών στοιχείων. Από τα εργαλεία μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής που εφαρμόστηκαν, η παρούσα μελέτη αναλύει τα πέντε κύρια εργαλεία που ανακοίνωσε και εφάρμοσε η Ε.Κ.Τ, ως κάτωθι:

❖ Πρόγραμμα Αγορών Κινητών Αξιών (SMP)

Το Πρόγραμμα Αγορών Κινητών Αξιών (Securities Markets Programme, SMP) ανακοινώθηκε στις 10 Μαΐου 2010, στοχεύοντας στην παροχή βοήθειας για την αποκατάσταση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, εν μέρει, λόγω της μη αναμενόμενης λειτουργίας ορισμένων αγορών κρατικών ομολόγων. Κατά συνέπεια, περιλάμβανε άμεσες αγορές από την δευτερογενή αγορά των κρατικών ομολόγων των χωρών που αντιμετωπίζουν οικονομική δυσχέρεια. Ο αρχικός στόχος του προγράμματος αφορούσε στην διακράτηση ομολογιών, μέχρι την λήξη τους, καθώς και ο περιορισμός των συναλλαγών στις χώρες που επηρεάστηκαν περισσότερο από την κρίση, όπως είναι οι περιφερειακές οικονομίες (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ιρλανδία).

Στην συνέχεια, το πρόγραμμα SMP επεκτάθηκε σε κρατικά ομόλογα της Ισπανίας και της Ιταλίας, σε έναν δεύτερο γύρο συναλλαγών, που ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2011. Μέχρι τον Φεβρουάριο του 2012 είχαν αγοραστεί € 220 δις. σε κρατικά ομόλογα. Επιπλέον, οι αγορές γίνονταν σε καθημερινή βάση, χωρίς να υφίσταται προκαθορισμός του επιπέδου τιμών και των ποσοτήτων.

Βάσει των προαναφερθέντων, το εν λόγω πρόγραμμα παρουσίασε πολλές διαφορές με τα αντίστοιχα προγράμματα, αγοράς περιουσιακών στοιχείων, της

κεντρικής τράπεζας. Αρχικά, απευθυνόταν στις αγορές των κρατικών ομολόγων που χαρακτηρίζονταν πλέον από σημαντική έλλειψη ρευστότητας. Κατά συνέπεια, επικρατούσε έντονη αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών καθώς και τον κίνδυνο αθέτησης (default risk). Επιπλέον, οι στοχευμένοι αυτοί τίτλοι συνάντησαν μικρή ζήτηση στον ιδιωτικό τομέα, εν αντιθέσει με τα αντίστοιχα προγράμματα που εφάρμοσε η FED και η Κεντρική Τράπεζα της Ισπανίας

(D'Amico και King, 2013) καθώς οι αγορές αυτές είχαν υψηλότερη, συγκριτικά, ρευστότητα και κατά συνέπεια ο κίνδυνος αθέτησης είναι χαμηλότερος.

Επιπλέον, το SMP προσομοίαζε με πρόγραμμα παρέμβασης στην αγορά συναλλάγματος, καθώς τα βασικά χαρακτηριστικά που αφορούσαν στην διάρκεια, τα συνολικά ποσά, καθώς επίσης, οι στοχευμένοι τίτλοι δεν ήταν γνωστοποιημένοι κατά την διάρκεια ενεργοποίησης του προγράμματος. Ως εκ τούτου, το πρόγραμμα διεκόπη το 2012 καθώς άρχισαν να εφαρμόζονται οι οριστικές νομισματικές συναλλαγές (Outright Monetary Transactions, OMT). Σημειώνεται ωστόσο ότι, αν και το πρόγραμμα τερματίστηκε, οι υπάρχοντες τίτλοι διακρατούνταν μέχρι τη λήξη τους ενώ η συνεισφορά του στον ισολογισμό της ΕΚΤ ανήλθε σε € 208.3 εκ.

Στον Πίνακα 3 που ακολουθεί, απεικονίζεται η κατανομή των εκμεταλλεύσεων του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του SMP, στις 31/12/2012, ανά χώρα εκδότη, υποδεικνύοντας την ονομαστική αξία, την λογιστική αξία και την μέση υπολειπόμενη λήξη.

Πίνακας 3. Η κατανομή των αγορών του Ευρωσυστήματος μέσω του SMP

Εκδότης Χώρα	Ποσό σε Ονομαστική Αξία (€ δισ.)	Ποσό σε Λογιστική Αξία (€ δισ.)	Μέση Αναμενόμενη Ληκτότητα (σε χρόνια)
Ιρλανδία	14,2	13,6	4,6
Ελλάδα	33,9	30,8	3,6
Ισπανία	44,3	43,7	4,1
Ιταλία	102,8	99	4,5
Πορτογαλία	22,8	21,6	3,9
Σύνολο	218,0	208,7	4,3

Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Σημειώνεται δε ότι, οι εκμεταλλεύσεις του SMP ταξινομούνται ως διακρατούμενες μέχρι τη λήξη τους και αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος.

❖ Πρόγραμμα Επαναγοράς Ομολόγων (OMT)

Τον Ιούλιο του 2012, ο πρόεδρος της ΕΚΤ σε σχετική ομιλία του στο Παγκόσμιο Συνέδριο Επενδύσεων στο Λονδίνο, εξέφρασε την πρόθεση της ΕΚΤ να υλοποιήσει κάθε δυνατή ενέργεια, προκειμένου να προστατεύσει το ευρώ. Ανάμεσα σε αυτές συγκαταλέγονταν ορισμένες νομισματικές συναλλαγές, όπως το πρόγραμμα επαναγοράς ομολόγων (Outright Monetary Transactions, OMT) του Ευρωσυστήματος, σε δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων, προκειμένου να αποφευχθούν ενδεχόμενες αποκλίσεις στις αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων ομολόγων, ως απόρροια της ομοιογενούς επίδρασης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, στις οικονομίες όλων των χωρών μελών της Ευρωζώνης.

Το εν λόγω πρόγραμμα, έδινε την δυνατότητα για απεριόριστες αγορές κυβερνητικών ομολόγων με διάρκεια 1-3 έτη, με αντιστάθμισμα από τις εκδότριες χώρες-μέλη να συμφωνήσουν στην εφαρμογή ορισμένων εγγώριων οικονομικών μέτρων. Κατά συνέπεια, ο βασικός στόχος του προγράμματος ήταν η μείωση του κόστους δανεισμού, μέσω της μείωσης των αποδόσεων των ομολόγων. Επιπλέον, βασική προϋπόθεση για να συμμετέχει μία χώρα σε αυτό το πρόγραμμα, ήταν να είναι υπό την εφαρμογή ενός προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής του Μηχανισμού Ευρωπαϊκής Σταθερότητας (ESM).

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι οριστικές νομισματικές συναλλαγές δεν είχαν ακριβώς τις ίδιες λειτουργίες με τις αντίστοιχες της ποσοτικής χαλάρωσης (QE) καθώς στην δεύτερη περίπτωση, οι κεντρικές τράπεζες αγοράζουν ομόλογα και με αυτόν τον τρόπο παρέχουν ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα, στοχεύοντας στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας μέσω της αύξησης του παρεχόμενου δανεισμού προς την πραγματική οικονομία. Σημειώνεται ωστόσο ότι, η ΕΚΤ είχε καταστήσει σαφές ότι οι τράπεζες θα επαναπορροφούσαν πλήρως τα χρήματα, που θα διοχετεύονταν στο τραπεζικό σύστημα, βάσει της «αρχής της πλήρους αποστείρωσης».

Επισημαίνεται ωστόσο, ότι, αν και το πρόγραμμα OMT³ δεν εφαρμόστηκε ποτέ, η επίδραση που άσκησε στις αγορές ήταν θετική, καθώς εθεωρείτο ότι είχε σημαντικό αντίκτυπο στην επίλυση του προβλήματος του αποδιοργανωμένου μηχανισμού νομισματικής παρέμβασης. Κατά συνέπεια, οι τιμές των επιτοκίων των χωρών μελών που συμμετείχαν στα προγράμματα οικονομικής στήριξης από τον EFSF/ESM προσέγγισαν ένα λογικό επίπεδο.

❖ Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP)

Τον Σεπτέμβριο του 2014, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας έθεσε σε εφαρμογή το τρίτο κατά σειρά Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (Covered Bond Purchased Program), εφεξής CBPP3.

³ Στο πλαίσιο άντλησης περισσότερων πληροφοριών σχετικά με την μη εφαρμογή του εν λόγω προγράμματος, (Secondat, 2014).

Στόχος του προγράμματος ήταν η περαιτέρω ενδυνάμωση της αναμετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, η διευκόλυνση παροχής πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία και η διασφάλιση της επαναφοράς και της σταθεροποίησης του πληθωρισμού στο επίπεδο του 2%.

Τον Οκτώβριο του ίδιου έτους, το Ευρωσύστημα ξεκίνησε να αγοράζει καλυμμένες ομολογίες βάσει του CBPP3. Σύμφωνα με το πλαίσιο λειτουργίας του προγράμματος, οι κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος μπορούσαν να αγοράζουν καλυμμένες ομολογίες από επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους, στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά, σύμφωνα με τα κριτήρια επιλεξιμότητας των αντισυμβαλλομένων.

Κατά συνέπεια, για να είναι επιλέξιμες οι ομολογίες έπρεπε να πληρούν τα κάτωθι κριτήρια:

- i. να είναι κατάλληλες για πράξεις νομοθετικής πολιτικής, όπως ορίζεται στην κατευθυντήρια γραμμή της ΕΚΤ αλλά και να πληρούν τις προϋποθέσεις για την αποδοχή τους ως ιδιοχρησιμοποιούμενες (own used) εξασφαλίσεις
- ii. να εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης
- iii. να εκφράζονται σε ευρώ, να διακρατούνται και να διακανονίζονται στη ζώνη του ευρώ
- iv. να διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία τα οποία περιλαμβάνουν έκθεση σε ιδιωτικούς ή/και δημόσιους φορείς
- v. σε επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας, θα πρέπει να ανήκουν τουλάχιστον στην τρίτη βαθμίδα πιστωτικής ποιότητας (CQS3) η οποία ισοδυναμούσε με βαθμολογία της τάξης του BBB- ή κάτι ισοδύναμο.

Επιπλέον, τα καλυμμένα ομόλογα (covered bonds) τα οποία εκδόθηκαν από οντότητες που είχαν ανασταλεί από τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος, αποκλείονταν για όλη τη διάρκεια της αναστολής.

Το ΔΣ κατέστησε το CBPP3 διαθέσιμο για δανεισμό, ο οποίος θα ήταν εκούσιος και θα διεξαγόταν μέσω τίτλων, οι οποίοι προσφέρονταν από τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων ή μέσω συμφωνιών επαναγοράς με το ίδιο σύνολο επιλέξιμων αντισυμβαλλομένων.

❖ Πρόγραμμα Αγορών Δημοσίου Τομέα (PSPP)

Στο πλαίσιο του εκτεταμένου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων του Ευρωσυστήματος, ανακοινώθηκε στις 22 Ιανουαρίου του 2015 από την ΕΚΤ, ένα ακόμη πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, το «Πρόγραμμα Αγορών Δημοσίου Τομέα» (Public Sector Purchase Program), εφεξής PSPP. Πρόκειται για ένα

επιπρόσθετο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, το οποίο αποτελείτο από συνδυασμό μηνιαίων αγορών της τάξης των € 50 δισ. σε τίτλους του δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα καθώς και εμπορεύσιμων χρεογράφων που εκδίδονταν από κεντρικές κυβερνήσεις, αναγνωρισμένους οίκους και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης, που βρίσκονταν στη ζώνη του ευρώ. Επισημαίνεται, ότι το Ευρωσύστημα τοποθετούσε περίπου το 88% των συνολικών συναλλαγών σε κυβερνητικά ομόλογα και αναγνωρισμένους οίκους και το υπολειπόμενο 12% για τίτλους που εκδίδονται από διεθνείς οργανισμούς και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης.

Συγκεκριμένα, τον Μάρτιο του 2015, το Ευρωσύστημα, ξεκίνησε να αγοράζει τίτλους του δημοσίου τομέα μέσω του προγράμματος PSPP. Στο σύνολο των € 50 δισ. που διατίθενται για αγορές στο πλαίσιο του PSPP, τα € 6 δισ. προορίζονταν για την αγορά χρέους των υπερεθνικών θεσμών, που βρίσκονταν στη ζώνη του ευρώ. Το υπολειπόμενο ποσό των € 44 δισ. χρησιμοποιήθηκε για την αγορά κυβερνητικών ομολόγων, εκ των οποίων € 4 δισ. θα διακρατούνταν από την ΕΚΤ ενώ τα υπόλοιπα από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Αναφορικά στις προδιαγραφές του συγκεκριμένου προγράμματος, κάθε εθνική κεντρική τράπεζα δύναται να αγοράζει τίτλους μόνο από την δική της κυβέρνηση ενώ τα κέρδη θα συνεισφέρουν στην ενίσχυση της δικής τους οικονομίας.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, ο βασικός στόχος της ΕΚΤ, μέσω της εφαρμογής του προγράμματος αυτού, ήταν η πραγματοποίηση σταδιακών συναλλαγών από το Ευρωσύστημα, ώστε να επιτευχθεί η αντιστάθμιση της αβεβαιότητας και η ουδετερότητα στην αγορά. Μέσω του μηχανισμού αυτού, η επιδίωξη ήταν να αποφευχθεί η παρέμβαση στον μηχανισμό διαμόρφωσης των τιμών της αγοράς. Επιπλέον, συναλλαγές ονομαστικών εμπορεύσιμων χρεογράφων με αρνητική απόδοση στη λήξη, επιτρέπονταν για όσο καιρό η απόδοση ήταν πάνω από το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, ήτοι 10%. Κατά συνέπεια, αποκλείονταν τα γερμανικά κυβερνητικά ομόλογα με απόδοση μικρότερη του -0,2%.

❖ Πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης (QE)

Η ποσοτική Χαλάρωση είναι μία μη συμβατική νομισματική πολιτική που σκοπός της να τονώσει και να αυξήσει την προσφορά χρήματος, με την αγορά ή την πώληση κρατικών ομολόγων και άλλων τίτλων. Για την καταπολέμηση της ύφεσης, η Κεντρική Τράπεζα μιας χώρας αγοράζει άμεσα περιουσιακά στοιχεία από επενδυτές οι οποίοι δεν έχουν σκοπό να τα κρατήσουν. Αυτό βέβαια έχει μία αμφίδρομη επίδραση: αρχικά τα επιτόκια των περιουσιακών στοιχείων, ειδικά τα ομόλογα, μειώνονται λόγω της υψηλότερης ρευστότητας στις αγορές τους και έτσι η αξία τους αυξάνεται. Οι επενδυτές επίσης επωφελούνται επειδή διαθέτουν πλέον «καινούρια» κεφάλαια που θα διατεθούν για την αγορά νέων περιουσιακών στοιχείων από άλλες αγορές. Αυτό έχει ένα δεύτερο αποτέλεσμα, την αύξηση των τιμών άλλων περιουσιακών στοιχείων. Μέρος αυτών των περιουσιακών στοιχείων θα αυξήσει επιπλέον την κατανάλωση και μέρος των χρημάτων που δεν χρησιμοποιούνται θα

μένουν σαν καταθέσεις στις τράπεζες, επιτρέποντάς τους να επεκτείνουν τους ισολογισμούς τους στο μεσοπρόθεσμο.

Η Ποσοτική Χαλάρωση είναι μία πολιτική που έχει εφαρμοστεί σε πολλές χώρες όπως για παράδειγμα στις ΗΠΑ, στην Ιαπωνία, το Ηνωμένο Βασίλειο. Επιπροσθέτως, εφαρμόστηκε στην Ευρωζώνη κατά τη διάρκεια της Ευρωπαϊκής Κρίσης. Είναι αρκετά σημαντικό οι χώρες να αντιμετωπίζουν και να ξεπερνούν τις κρίσεις σε μια εποχή που η Κεντρική Τράπεζα δεν μπορεί να μειώσει τα επιτόκια σε πιο χαμηλά επίπεδα και το μηδενικό κατώτατο όριο.

Βάση των πλεονεκτημάτων που περιγράφονται παραπάνω γίνεται κατανοητό ότι μπορεί να είναι αρκετά ελπιδοφόρα. Μπορεί να αυξήσει την κατανάλωση, τις τιμές των αποθεματικών και των κινητών αξιών και είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για τη στήριξη της Εθνικής δημοσιονομικής πολιτικής. Ενδέχεται όμως να ενέχει κάποιους κινδύνους, καθώς η ταχεία αύξηση της προσφοράς χρήματος μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του πληθωρισμού και συνεπώς να ακυρώσει τα οφέλη αυτής της πολιτικής. Μία Κεντρική Τράπεζα είναι ένα ίδρυμα ανεξάρτητο από τις Κυβερνήσεις και δεν μπορεί να αποφύγει το γεγονός ότι τα κεφάλαια μένουν στις τράπεζες αφού οι καταθέσεις δε θα οδηγήσουν σε υπερεκτίμηση του τραπεζικού τομέα μέσω ανάληψης κινδύνων και επέκτασης του ισολογισμού. Τέλος, επίσης σημαντικό είναι ότι το τοπικό νόμισμα αναμένεται να μειωθεί, γεγονός που αποτελεί ευκαιρία για τις χώρες που εστιάζουν στις εξαγωγές και απειλή για τις χώρες που εστιάζουν στις εισαγωγές αγαθών.

Στις αρχές του 2016, ο νέος κυβερνήτης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ-ECB), Μάριο Ντράγκι, είχε ήδη εφαρμόσει τα περισσότερα δυνατά εργαλεία για να αναγκάσει την Ευρωζώνη να ανακάμψει από την οικονομική κρίση. Τα προγράμματα αγορών Κινητών Αξιών (SMP) και Επαναγοράς Ομολόγων (OMT) είχαν ήδη ξεκινήσει, αλλά ο φόβος να ξεσπάσει μια νέα κρίση παρέμενε. Επομένως, όπως θα διαβάσουμε παρακάτω, τα υπάρχοντα συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής δεν έχουν αποδειχθεί αρκετά για να σταματήσουν την Οικονομική Κρίση. Στα τέλη του 2014, στην Ευρωζώνη, τα ποσοστά πληθωρισμού είχαν ήδη αρχίσει να μειώνονται και να βρίσκονται κάτω από τον στόχο του 2%, όντας 1,6%.

Στη συνάντηση του Jackson Hole του 2014 ο Μάριο Ντράγκι σηματοδότησε μια αλλαγή πολιτικής για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και πέντε μήνες αργότερα, στις 22 Ιανουαρίου του 2015, ανακοίνωσε την έναρξη του Προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης της ΕΚΤ. Με βάση αυτό 60 δισεκατομμύρια ευρώ ομολόγων θα αγοράζονταν από τις κεντρικές κυβερνητικές υπηρεσίες και τα ευρωπαϊκά όργανα. Τον Μάρτιο του 2016, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ανακοίνωσε την αύξηση των μηνιαίων αγορών από 60δισ ευρώ σε 80δισ. Έτσι, ενώ η αρχική ιδέα ήταν να

διαρκέσει το πρόγραμμα μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2016, παρατάθηκε έως τον Δεκέμβριο του 2018.⁴

Η Αποτελεσματικότητα των εργαλείων της ΕΚΤ

Λαμβάνοντας υπόψη τη δομή των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης, οι πιθανότητες να επιτύχουν τον στόχο τους μέσω της παροχής ρευστότητας στις οικονομίες των χωρών-μελών και της εξάλειψης των έντονων πληθωριστικών πιέσεων, ήταν σημαντικά υψηλές. Σύμφωνα άλλωστε και με την διεθνή βιβλιογραφία, η επίδραση των δημοσιονομικών μέτρων αντισυμβατικής πολιτικής (Unconventional Monetary Policy, UMP) έχει διττό και αντικρουόμενο χαρακτήρα ως εξής: α) μέσω του μηχανισμού μετάδοσης μηνυμάτων (signaling) καθώς οι αγορές αντιλαμβάνονται θετικά τα «αντανακλαστικά» της εκάστοτε Κεντρικής Τράπεζας, λόγω της άμεσης δημιουργίας και εφαρμογής αντισυμβατικών μηχανισμών παρέμβασης εν μέσω χρηματοοικονομικής κρίσης, ή/και β) οι αγορές εισπράττουν αβεβαιότητα και μελλοντικό κίνδυνο που δικαιολογεί την μη συμβατική «συμπεριφορά» της Κεντρικής Τράπεζας.

Ωστόσο, σε παθογενείς οικονομίες, των οποίων οι ελλειπείς υποδομές και η πορεία κλυδωνίζονται περαιτέρω από την οικονομική ύφεση, τα αντισυμβατικά μέτρα παρέμβασης ενδέχεται να μην έχουν αποτελεσματικότητα ή ακόμη και να αποτελέσουν τροχοπέδη στην επιτυχία της εφαρμογής τους. Σύμφωνα με τον Kozicki (2011) ο οποίος δημοσίευσε μία μελέτη σχετικά με την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής, η παράλληλη ανακοίνωση και ταυτόχρονη εφαρμογή των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης αποπροσανατολίζει τις αγορές και καθιστά δύσκολη την αποτίμηση της επίδρασης και της αποτελεσματικότητας του κάθε προγράμματος ξεχωριστά.

Επιπλέον, τυχόν παράλληλες ρυθμιστικές αλλαγές στο ισχύον εποπτικό πλαίσιο των τραπεζών, δύνανται να επηρεάζουν αρνητικά την επιθυμητή αποτελεσματικότητα των μέτρων ή να αποθαρρύνουν τις τράπεζες από την χορήγηση νέων πιστώσεων στην πραγματική οικονομία. Κατά συνέπεια, αποδυναμώνεται σημαντικά ο μηχανισμός αναμετάδοσης της αντισυμβατικής νομισματικής πολιτικής μέσω του «καναλιού» των τραπεζών και της χορήγησης δανείων (bank lending supply).

Επιπλέον, ενδέχεται η αντίδραση των χρηματοπιστωτικών αγορών να μεταβάλλεται στις πολιτικές πρωτοβουλίες παρέμβασης, σύμφωνα με τους Ehlers και Sushko (2012). Πχ ενώ τα φορολογικά κίνητρα αρχικά θεωρήθηκαν ως σταθεροποιητικά μέτρα που στοχεύουν στην διασφάλιση της σταθερότητας της οικονομικής πορείας, περαιτέρω ανησυχίες για την επέκταση/αναμετάδοση της

⁴ European Central Bank, “Role and effects of the ECB non-standard policy measures”, 2017, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170912.en.html>

κρίσης ενδέχεται να αποδυναμώσουν την ισχύ αυτού του μηνύματος. Κατά συνέπεια, η τελική επίδραση αυτών κατεγράφη ως αρνητική, στην ψυχολογία και τις προσδοκίες των επενδυτών. Επιπροσθέτως, η παρατεταμένη διάρκεια της οικονομικής κρίσης ενδέχεται να αντισταθμίσει τα αναμενόμενα οφέλη τα οποία αφορούν στην διαχείριση μίας συγκεκριμένης περιόδου χρηματοοικονομικής κρίσης, λόγω του μηχανισμού αναμετάδοσης της κρίσης και των παθογενειών από μία οικονομία σε μία άλλη (transmission mechanism).

Ωστόσο, αναφορικά στην συνολική αποτίμηση της επίδρασης των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης, η διεθνής βιβλιογραφία αναδεικνύει την περιορισμένη επίδραση των αντισυμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, λόγω (και) της έλλειψης δημοσιοποίησης των βασικών χαρακτηριστικών τους, όπως ύψους διάρκειας, ποσών κλπ (Eser και Schwaab, 2016).

Διερευνώντας περαιτέρω τη σχετική βιβλιογραφία, παρατηρείται ότι, η επίδραση της αντισυμβατικής νομισματικής πολιτικής διαφοροποιείτο ανάλογα με τις προσδοκίες της αγοράς καθώς στις περιπτώσεις όπου οι ανακοινώσεις της Ε.Κ.Τ για τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης είχαν θετική επίδραση, το επίπεδο των ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων υποχώρησε, ενώ στην περίπτωση που δεν ικανοποιήθηκαν οι προσδοκίες το αποτέλεσμα ήταν το αντίθετο (Ambler και Rumbler, 2019).

Επιπλέον, οι βασικές ιδιαιτερότητες που αφορούν στην λειτουργία και καταγράφονται στο καταστατικό της Ε.Κ.Τ, δικαιολογούν εν μέρει την αδυναμία της να αντιδράσει εγκαίρως και αποτελεσματικά, στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση, ενώ η μεγαλύτερη πρόκληση έγκειται στην καθυστέρηση της δημιουργίας μίας Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Ένωσης (European Banking Union) που θα επέτρεπε την ομοιόμορφη και αποτελεσματική αναμετάδοση των αντισυμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής (Chardouvelis, 2014).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

Οι Μηχανισμοί Στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης

1. Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSM)

i. Ορισμός και Λειτουργία

Στο πλαίσιο της παρεμβατικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους των χωρών μελών, καθώς επίσης και για την διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τον Μάιο του 2010, δημιούργησε τον «Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας» (European Financial Stabilization Mechanism), εφεξής EMXΣ προκειμένου να παρέχεται εκ μέρους της Ευρωπαϊκής Ένωσης⁵ χρηματοοικονομική βοήθεια στις χώρες- μέλη που αντιμετώπιζαν δυσκολία στην έκδοση ομολόγων και κατά συνέπεια έλλειψη ρευστότητας. Πρόκειται για έναν προσωρινό μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης που αντλεί κεφάλαια από τις αγορές και με την εγγύηση της ΕΕ δύναται να χρηματοδοτήσει έως 60 δισ. Η προβλεπόμενη διάρκεια είναι από 3 έως 30 έτη με δυνατότητα επιμήκυνσης, υπό παραδοχές.

ii. Χώρες Μέλη και ο ρόλος της Γερμανίας

Οι χώρες μέλη που εντάχθηκαν αρχικά στον EMXΣ ήταν η Ιρλανδία και η Πορτογαλία⁶ κατά τη διάρκεια των ετών 2011-2014 καθώς επίσης, λίγο αργότερα, εντάχθηκε και η Ελλάδα⁷. Το πακέτο διάσωσης για την ελληνική οικονομία ανήλθε σε € 130,9 δισ. και αποπληρώθηκε τον Αύγουστο. Επιπλέον, ο EMXΣ απολαμβάνει αξιολόγηση AAA από τους τρεις διεθνείς οίκους αξιολόγησης (Fitch, Moody's, Standard & Poor's).

2. Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF)

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility ~ EFSF) είναι ένα μέσο ειδικού σκοπού, που χρηματοδοτείται από μέλη της ευρωζώνης, για την αντιμετώπιση της ευρωπαϊκής κρίσης κρατικού χρέους. Συστάθηκε από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τον Μάιο του 2010, με στόχο τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην Ευρώπη, μέσω της παροχής οικονομικής βοήθειας στα κράτη μέλη της ευρωζώνης, που αντιμετωπίζουν έλλειψη ρευστότητας και οικονομικές δυσκολίες.

⁵ Article 323, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:12016E323&from=EN>)

⁶ Συγκεκριμένα, μέσω του EMXΣ έχουν εκταμειωθεί κεφάλαια ύψους € 46,8 δισ. στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία.

⁷ <https://www.reuters.com/article/2015/07/15/eurozone-greece-loans-dombrovskis-idUSB5N0ZA00X20150715>.

Ο EFSF εξουσιοδοτείτο, εξ ορισμού να δανειστεί μέχρι € 440 δισ., εκ των οποίων 250 δισ. € παρέμειναν διαθέσιμα μετά τη διάσωση (bailout) της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας. Μια ακόμη ξεχωριστή οντότητα συστάθηκε, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (EFSM), ως ένα πρόγραμμα που εξαρτάται από κεφάλαια που συγκεντρώνονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές και διασφαλίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, χρησιμοποιώντας ως εγγύηση τον προϋπολογισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επιπλέον, έχει την δικαιοδοσία να συγκεντρώνει έως 60 δισ. €.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η εντολή του EFSF ήταν να "διασφαλίσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην Ευρώπη παρέχοντας οικονομική βοήθεια" στα κράτη της ευρωζώνης. Το EFSF μπορούσε να εκδώσει ομολογίες ή άλλα χρεόγραφα στην αγορά, με την υποστήριξη του γερμανικού χρηματοπιστωτικού οργανισμού, για να αυξήσει τα κεφάλαια που απαιτούνταν για την παροχή δανείων σε χώρες της ευρωζώνης που αντιμετώπιζαν οικονομική στενότητα είτε για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών ή για την αγορά κρατικών χρεών. Οι εκπομπές ομολόγων θα υποστηρίζονταν από εγγυήσεις που παρέχονταν, από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης, ανάλογα με το μερίδιό τους στο καταβεβλημένο κεφάλαιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

- *Χορήγηση ενίσχυσης από το EΤΧΣ στην Ιρλανδία*

Η ομάδα του ευρώ και το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών και Οικονομικών της ΕΕ αποφάσισαν, στις 28 Νοεμβρίου 2010, να χορηγήσουν χρηματοδοτική συνδρομή, ανταποκρινόμενη στο αίτημα των ιρλανδικών αρχών. Το χρηματοδοτικό πακέτο σχεδιάστηκε για να καλύψει ανάγκες χρηματοδότησης έως 85 δισ. € και θα είχε ως αποτέλεσμα η Ε.Ε να παρέχει μέχρι και 23 δισ. € μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης και του EFSF έως 18 δισ. € για τα έτη 2011 και 2012. Το ενδιαφέρον των επενδυτών ήταν εξαιρετικά ισχυρό, με ένα βιβλίο παραγγελιών ρεκόρ ύψους € 44,5 δισ., δηλαδή περίπου εννέα φορές την αξία της προσφοράς.

- *Χορήγηση ενίσχυσης από το EΤΧΣ στην Πορτογαλία*

Η δεύτερη χώρα της Ευρωζώνης που ζήτησε και έλαβε χρηματοοικονομική ενίσχυση από το EFSF ήταν η Πορτογαλία. Μετά την επίσημη αίτηση παροχής οικονομικής βοήθειας από τις πορτογαλικές αρχές, στις 7 Απριλίου 2011, οι όροι και οι προϋποθέσεις της δέσμης οικονομικής βοήθειας συμφωνήθηκαν από την Ευρωομάδα και το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών της ΕΕ, στις 17 Μαΐου 2011. Το χρηματοδοτικό πακέτο, με στόχο την κάλυψη των δημοσιονομικών αναγκών της Πορτογαλίας, ήταν ύψους έως 78 δισ. €, με την Ευρωπαϊκή Ένωση - μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης - και το EFSF, το καθένα από τα οποία παρείχε μέχρι και 26 δισ. € για εκταμίευση σε διάστημα 3 ετών. Περαιτέρω στήριξη διατέθηκε μέσω του ΔΝΤ για μέχρι 26 δισ. €.

- *Ελληνική διάσωση*

Στο πλαίσιο της δεύτερης διάσωσης για την Ελλάδα, με αναδρομική ρήτρα συλλογικής δράσης, το 100% των ελληνικών ομολόγων μεταφέρθηκε στο EFSF και ανήλθε σε € 164 δισ. (€ 130 δισ. από νέα πακέτα και € 34,4 δισ. ως υπόλοιπα από τη δανειακή διευκόλυνση).

- *Η Αλλαγή Λειτουργίας του Ταμείου*

Τον Ιούλιο του 2011, οι ηγέτες της ευρωζώνης συμφώνησαν να τροποποιήσουν το EFSF για να διευρύνουν την κεφαλαιακή εγγύηση από € 440 δισ. σε € 780 δισ. Η αύξηση επέκτεινε την αποτελεσματική δανειοδοτική ικανότητα του EFSF σε € 440 δισ.. Αυτό απαιτούσε επικύρωση από όλα τα κοινοβούλια της ευρωζώνης, τα οποία ολοκληρώθηκαν στις 13 Οκτωβρίου 2011.

Η συμφωνία διεύρυνσης του ETXΣ τροποποίησε επίσης τη διάρθρωση του EFSF, αφαιρώντας το ταμειακό ταμείο που κατέχει το EFSF για τυχόν νέες εκδόσεις και αντικαθιστώντας το με εγγύηση + 65% από τις εγγυοδοτικές χώρες. Η εν λόγω αύξηση, κατά 165%, στην εγγύηση κεφαλαίου, αντιστοιχούσε στην ανάγκη να διατεθούν εγγυημένες χώρες με βαθμολογία AAA ύψους € 440 δισ. πίσω από το μέγιστο κεφάλαιο εκδοθέν από το EFSF.

Τον Οκτώβριο του 2011, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι τα κράτη μέλη συμφώνησαν να αυξήσουν περαιτέρω την πραγματική ικανότητα του EFSF σε 1 τρις. € προσφέροντας ασφάλεια στους αγοραστές χρέους των μελών της ευρωζώνης. Οι ευρωπαίοι ηγέτες συμφώνησαν επίσης να δημιουργήσουν ένα ή περισσότερα ταμεία, ενδεχομένως, υπό την εποπτεία του ΔΝΤ. Τα κεφάλαια θα διοχετεύονταν με χρήματα από το ETXΣ και εισφορές από εξωτερικούς επενδυτές.

3. Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM)

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (European Stability Mechanism ~ ESM) είναι ένας διακυβερνητικός οργανισμός που εδρεύει στην πόλη του Λουξεμβούργου και λειτουργεί βάσει του δημοσίου διεθνούς δικαίου, για όλα τα κράτη μέλη της ευρωζώνης που έχουν κυρώσει ειδική διακυβερνητική συνθήκη του ΕΜΣ. Ιδρύθηκε στις 27 Σεπτεμβρίου 2012 ως μόνιμο τείχος προστασίας για την ευρωζώνη, για να διασφαλίσει και να παράσχει άμεση πρόσβαση σε προγράμματα οικονομικής βοήθειας για τα κράτη μέλη της ευρωζώνης, που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες, με μέγιστη δανειοδοτική ικανότητα € 700 δισ.

Ο ESM ουσιαστικά αντικαθιστούσε δύο προηγούμενα προσωρινά χρηματοδοτικά προγράμματα της Ε.Ε, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (EFSM). Όλα τα νέα προγράμματα διάσωσης για οποιοδήποτε

κράτος-μέλος της ευρωζώνης θα καλύπτονταν από το ESM, ενώ το EFSF και το EFSM θα συνέχιζαν να διαχειρίζονται τις μεταφορές χρημάτων και την παρακολούθηση των προγραμμάτων, για τα εγκεκριμένα από το παρελθόν δάνεια διάσωσης στην Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα.

Η Συνθήκη για την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας όριζε ότι, η οργάνωση θα δημιουργηθεί εάν τα κράτη μέλη που αντιπροσωπεύουν το 90% των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων επικυρώνουν την ιδρυτική συνθήκη. Το όριο αυτό ξεπεράστηκε με την ολοκλήρωση της διαδικασίας επικύρωσης από τη Γερμανία στις 27 Σεπτεμβρίου 2012, η οποία έθεσε τη συνθήκη σε ισχύ, την ίδια ημερομηνία, για τα δεκαέξι από τα δεκαεπτά μέλη της ευρωζώνης. Το υπόλοιπο κράτος, η Εσθονία, το οποίο είχε δεσμεύσει μόνο το 0,19% του κεφαλαίου, ολοκλήρωσε την επικύρωσή του στις 4 Οκτωβρίου 2012. Επρόκειτο για μια ξεχωριστή συνθήκη, η οποία τροποποιούσε το άρθρο 136 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ) με στόχο να εγκρίνει την καθιέρωση του ΕΜΣ, βάσει της νομοθεσίας της ΕΕ, η οποία είχε προγραμματιστεί να τεθεί σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2013.

Ωστόσο, τα 27 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ολοκλήρωσαν την κύρωση της τροπολογίας αυτής στις 23 Απριλίου 2013, αναβάλλοντας την έναρξη ισχύος της για την 1η Μαΐου 2013.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

Η Σύμβαση Δανειακής Διευκόλυνσης προς την Ελλάδα

Ι. Πρώτο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής

Στον απόηχο των αρνητικών δημοσιονομικών εξελίξεων του 2009 και ως αποτέλεσμα του κλονισμού της εμπιστοσύνης των αγορών προς την πορεία της Ελληνικής οικονομίας, η διαφορά της απόδοσης του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου με την αντίστοιχη απόδοση του γερμανικού ισούτο με 369 μονάδες βάσης. Αν και τον Ιανουάριο του 2010 καταρτίστηκαν πρόσθετα, εμπροσθοβαρή δημοσιονομικά μέτρα, στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΕΠΣΑ) οι αγορές δεν είχαν την αναμενόμενη θετική απόκριση. Κατά συνέπεια, το κόστος δανεισμού εκτινάχθηκε, καθώς η διαφορά στην απόδοση ομολόγων διαμορφώθηκε πλέον στις 430 μονάδες βάσης.

Ως απόρροια των παραπάνω γεγονότων, κατέστη απαγορευτική η νέα έκδοση ομολόγων, γεγονός που με τη σειρά του οδήγησε στην υποβάθμιση της Ελληνικής οικονομίας τον Απρίλιο του 2010, από τρεις διεθνείς οίκους αξιολόγησης (Fitch, Standard & Poor's, Moody's).

Στο πλαίσιο αποκατάστασης της εμπιστοσύνης και του περιορισμού των αρνητικών επιπτώσεων στην πορεία της Ελληνικής οικονομίας, η Ελληνική κυβέρνηση στις 8 Μαΐου του 2010 προχώρησε στη σύναψη της Σύμβασης Δανειακής Διευκόλυνσης ("Loans Facility Agreement") ή Μνημόνιο (IMF, 2012) που υπεγράφη μεταξύ του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας και της Ελληνικής Δημοκρατίας ως δικαιούχου κράτους μέλους και της Τράπεζας της Ελλάδος ως Κεντρικής Τράπεζας και του Ελληνικού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητάς, ως ταμείου ανακεφαλαιοποίησης (βάσει του Ν. 4336/2015⁸). προκειμένου να χορηγηθεί οικονομική βοήθεια προς την Ελλάδα με μορφή δανείου, συνολικού ύψους 110 δις. ευρώ υπό την καθοδήγηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ). Η εν λόγω συμφωνία λοιπόν, αφορούσε σε δανειακή σύμβαση βάσει της οποίας, στην Ελλάδα χορηγήθηκε οικονομική βοήθεια με μορφή δανείου ύψους € 80 δις από τους εταίρους. Επιπλέον, η Ελλάδα αιτήθηκε χορήγησης οικονομικής βοήθειας ύψους € 30 δις από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) μέσω του Διακανονισμού Χρηματοδότησης Αμέσου Ρευστότητας ("Stand-by Agreement").

⁸<https://www.minfin.gr/documents/20182/455201/FekA94.pdf/de2d334d-5bd8-47e3-b201-032481c5096b>

Μέσω της σύναψης του Μνημονίου, η Ελλάδα εγγυόταν στους δανειστές της (15 χώρες-μέλη και ΔΝΤ) την διαφύλαξη της κάλυψης των χρηματοδοτικών αναγκών της Ελληνικής οικονομίας καθώς και την στήριξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Επιπροσθέτως, οι τρεις επιμέρους πυλώνες της νέας οικονομικής πολιτικής συνοψίζονται ως κάτωθι:

- i. δημοσιονομική προσαρμογή με εμπροσθοβαρή μέτρα, μέσω της μείωσης του ελλείμματος κάτω του 3% και μηδενισμός του πρωτογενούς αποτελέσματος εντός δυο ετών. Επιπλέον, εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την αποτελεσματική λειτουργία του κράτους, με μακροπρόθεσμο στόχο την δημιουργία υψηλών πρωτογενών αποτελεσμάτων
- ii. διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (structural reforms) με στόχο την βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, μέσω της μεταρρυθμίσεων στην αγοράς εργασίας και το ασφαλιστικό σύστημα, απελευθέρωσης των κλειστών επαγγελμάτων, αποκρατικοποιήσεων, απελευθέρωσης των αγορών προϊόντων κ.ά.
- iii. διαφύλαξη της σταθερότητας του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, μέσω της ίδρυσης του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και την ενίσχυση του με € 10 δισ. (από τα € 110 δισ. του Μνημονίου) για την στήριξη των τραπεζών που αντιμετωπίζουν προβλήματα κεφαλαιακής επάρκειας.

Αν και ο σχεδιασμός και η αρχική υλοποίηση της νέας οικονομικής πολιτικής αποτέλεσε θετικό σημάδι για τον μετασχηματισμό της Ελληνικής οικονομίας, οι χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες δεν αντιμετωπίστηκαν επαρκώς και αποτελεσματικά μέσω της μείωσης των δημοσίων δαπανών αλλά κυρίως μέσω της αύξησης των φορολογικών εσόδων. Ως εκ τούτου, επακολούθησε η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων και κατ' επέκταση η ενδυνάμωση της ύφεσης και των αρνητικών επιπτώσεων στην πραγματική οικονομία.

Το ευμετάβλητο οικονομικό κλίμα οδηγεί στην ανάγκη για ψήφιση νέων δημοσιονομικών μέτρων, το 2011, μέσω του νέου Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) χωρίς, ωστόσο, να επιτυγχάνεται το επιθυμητό αποτέλεσμα της ανατροπής του αρνητικών προσδοκιών. Κατά συνέπεια, οι διαφορές των αποδόσεων, ανάμεσα σε Ελληνικά και γερμανικά ομόλογα ακολουθούσαν νέο ράλι, η Ελληνική οικονομία υποβαθμίστηκε εκ νέου, αυτή τη φορά όμως σχεδόν στο επίπεδο της ελεγχόμενης χρεωκοπίας.

Οι απανωτές αρνητικές εξελίξεις στην Ελληνική Οικονομία, δημιουργούσαν περαιτέρω προβληματισμούς για τον κίνδυνο της ενεργοποίησης μηχανισμού αναμετάδοσης στις υπόλοιπες χώρες-μέλη καθώς και για την γενικότερη πορεία του κοινού νομίσματος. Η νέα λύση, όπως αυτή ψηφίστηκε σε ευρωπαϊκό επίπεδο, περιλάμβανε την δημιουργία νέων μέτρων στήριξης για την ελληνική οικονομία, ύψους € 130 δισ. καθώς και την ανταλλαγή τίτλων ομολόγων του ιδιωτικού τομέα, προκειμένου να μειωθεί το δημόσιο χρέος.

II. Δεύτερο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής

Εν συνεχεία του πρώτου προγράμματος δημοσιονομική προσαρμογής, τον Μάρτιο του 2012, συγκεκριμένα στις 14 Μαρτίου, υπογράφηκε το δεύτερο Μνημόνιο, το οποίο όπως συμφωνήθηκε από τις χώρες της Ευρωζώνης χρηματοδοτήθηκε από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ETXS-EFSF). Το ποσό της χρηματοδότησης προβλεπόταν μέχρι το τέλος του 2014 και το ύψος του ποσού ανερχόταν σε 164,5 δισεκατομμύρια ευρώ. Συμφωνήθηκε επίσης η ενεργή συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα ως προς τη βελτίωση της βιωσιμότητας του χρέους της Ελλάδας.

Οι εκλογές του 2012 στην Ελλάδα ήταν καθοριστικές για την εφαρμογή του δεύτερου αυτού προγράμματος. Η εκλεχθείσα κυβέρνηση έλαβε τα απαραίτητα μέτρα για την εφαρμογή του, όμως “ η δυσκολία εκπλήρωσης των προϋποθέσεων αμέσως μετά τις εκλογές καθυστέρησε σημαντικά την αποδέσμευση των επόμενων δόσεων των δανείων από διεθνείς δανειστές, οι οποίοι επηρέασαν σημαντικά την οικονομία.”⁹ Με βάση αυτά τα δεδομένα η δημοσιονομική προσαρμογή επεκτάθηκε για άλλα δύο χρόνια, με στόχο τη μείωση του πρωτογενούς πλεονάσματος από 4,5% σε 1,5% του ΑΕΠ για το 2014 και την προσαρμογή του 1,5% μέχρι να επιτευχθεί το 4,5% του ΑΕΠ το 2016. Οι Υπουργοί Οικονομικών και το ΔΝΤ συμφώνησαν επιπλέον σε ένα πακέτο μέτρων που θα μείωναν το ποσοστό χρέους της Ελλάδας στο 124% του ΑΕΠ μέχρι το 2020.

Στις 12 Δεκεμβρίου του 2012 το Eurogroup ενέκρινε τη δεύτερη δόση, ύψους 49,1 δις στα πλαίσια του δεύτερου μνημονίου. Τα χρήματα αποδεσμεύτηκαν σε διαφορετικά στάδια. Τον Δεκέμβριο του 2012 δόθηκαν 34,4 δις ευρώ, ενώ το υπόλοιπο ποσό στο πρώτο τρίμηνο του 2013. Πρώτα, 7,2 δις ευρώ διατέθηκαν για την ανακεφαλαιοποίηση και εξυγίανση των τραπεζών. Στη συνέχεια, οι επόμενες δόσεις των 2,0 δισεκατομμυρίων ευρώ, 2,8 δισεκατομμυρίων ευρώ και 2,8 δισεκατομμυρίων ευρώ καταβλήθηκαν στις 31 Ιανουαρίου, 28 Φεβρουαρίου και 3 Μαΐου 2013 αντίστοιχα.

Στις 15 Απριλίου 2013, πραγματοποιήθηκε η ολοκλήρωση της δεύτερης αναθεώρησης του δεύτερου μνημονίου, στις 8 Ιουλίου του 2013 η ολοκλήρωση της τρίτης αναθεώρησης και στις 19 Μαρτίου του 2014, της τέταρτης. Στις 18 Φεβρουαρίου, η κυβέρνηση, ύστερα από έντονες διαπραγματεύσεις με την Ευρωπαϊκή επιτροπή, την ΕΚΤ και το ΔΝΤ ζήτησε παράταση της διευκόλυνσης χρηματοδοτικής βοήθειας, αίτημα που έγινε δεκτό.

Τον Φεβρουάριο του 2015, το ελληνικό ταμείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας επέστρεψε 10,9 δις. Συνοψίζοντας, μετά από αυτήν την αποπληρωμή η

⁹ Second programme for Greece, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-greece_en#secondeconomicadjustmentprogrammeforgreece

πέμπτη αναθεώρηση δεν κατέστη δυνατή και έτσι το δεύτερο μνημόνιο έληξε στις 30 Ιουνίου του 2015.

Σημειώνεται, άλλωστε ότι, με βάσει και το δεύτερο Μνημόνιο, και, παρά τις αμυδρές βελτιώσεις στην επισκόπηση της ελληνικής οικονομίας το 2010, οι τρεις βασικές προκλήσεις συνοψίζονταν στις κάτωθι:

- i. την αποκατάσταση της ανάπτυξης, δεδομένης της 6^{ης} συνεχόμενης χρονιάς σε ύφεση
- ii. την αύξηση της ανεργίας -ειδικότερα μεταξύ των νέων- και ιδιαίτερα την χαμηλή πρόοδο σε μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας
- iii. την διασφάλιση της δημοσιονομικής σταθερότητας καθώς, παρόλες τις αναπροσαρμογές, περαιτέρω προσπάθειες έπρεπε να καταβληθούν
- iv. τη διασφάλιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς η βαθιά και παρατεταμένη ύφεση σε συνδυασμό με την αναπροσαρμογή του δημοσίου χρέους είχε αρνητική επίδραση στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Ως εκ τούτου, η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών ΧΙ κρινόταν αναγκαία προκειμένου να ενδυναμωθεί η αυτοπεποίθηση των καταθετών και να επανεκκινηθεί ο τραπεζικός δανεισμός, προς την πραγματική οικονομία.

Βάσει των προαναφερθέντων, γίνεται αντιληπτό ότι οι καθυστερήσεις και οι αστοχίες στην αποτελεσματική εφαρμογή των προγραμμάτων εξυγίανσης και αναδιάρθρωσης του δημοσίου τομέα, είχαν αρνητική επίδραση στο μακροοικονομικό περιβάλλον της Ελλάδας. Η ανεργία εκτοξεύτηκε δραματικά καθώς επίσης και η αθέτηση πληρωμών, εκ μέρους των ιδιωτών προς τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI).

Ωστόσο, από το 2013 άρχισε δειλά να γίνεται αισθητή η βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών της Ελληνικής Οικονομίας. Παράλληλα, η ανακεφαλαιοποίηση των Ελληνικών τραπεζών που πραγματοποιήθηκε το 2013 και η μείωση τους σε λιγότερες αλλά περισσότερο ισχυρές, περαιτέρω ενδυνάμωσε το θετικό κλίμα που είχε ήδη αρχίσει να διαφαίνεται.

III. Τρίτο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής

Η ισχύς του τρίτου προγράμματος χρηματοδοτικής συνδρομής για την Ελλάδα άρχισε στις 19 Αυγούστου 2015 και προβλεπόταν να εφαρμοστεί μέχρι τις 20 Αυγούστου 2018. Η χρηματοδοτική στήριξη ύψους έως € 86 δισ. που προβλεπόταν μέσω αυτού, παρήχθη από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (εφεξής «ΕΜΣ»). Στο πλαίσιο της διασφάλισης της παροχής της εν λόγω χρηματοδοτικής στήριξης, περιλαμβάνονταν μέτρα και μεταρρυθμίσεις, που η τότε ελληνική

κυβέρνηση δεσμευόταν να εφαρμόσει αποτελεσματικά, προκειμένου να επιτευχθεί δημοσιονομική εξυγίανση και σταθερότητα και να περιέλθει η ελληνική οικονομία στην βιωσιμότητα και τελικά την ανάπτυξη.

Ως εκ τούτου, η Ελλάδα υπέβαλε επίσημο αίτημα για χορήγηση χρηματοοικονομικής στήριξης, υπό μορφή κρατικού δανείου, από τον ΕΜΣ, στις 8 Ιουλίου 2015. Σκοπός του αιτήματος ήταν να καλυφθούν οι υποχρεώσεις του δημοσίου χρέους και να εξασφαλιστεί η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, ο ΕΜΣ ανέθεσε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να αξιολογήσει την πιθανότητα αναμετάδοσης των κινδύνων στη δημοσιονομική σταθερότητα της ζώνης των χωρών μελών του ευρώ, τη βιωσιμότητα του χρέους της Ελλάδας και τις δυνητικές χρηματοδοτικές ανάγκες της. Η αξιολόγηση αυτή ήταν προαπαιτούμενη να πραγματοποιηθεί, προτού αρχίσουν οι διαπραγματεύσεις για το πρόγραμμα.

Κατόπιν ολοκλήρωσης της αξιολόγησης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, τα στελέχη του ΕΜΣ ενέκριναν, τελικά, την έναρξη των διαπραγματεύσεων για το νέο πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης της Ελλάδας. Βάσει της αναλύσεως της βιωσιμότητας του χρέους της Ελλάδας, την οποία διεξήγαγε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με την ΕΚΤ, προέκυψε ότι η βιωσιμότητα του ελληνικού δημοσίου χρέους, μπορούσε να επιτευχθεί μέσω ενός φιλόδοξου και αξιόπιστου προγράμματος μεταρρυθμίσεων και πρόσθετων μέτρων για το χρέος, χωρίς, ωστόσο, απομειώσεις της ονομαστικής του αξίας.

Επιπλέον, τα απαραίτητα επιπρόσθετα μέτρα περιελάμβαναν την επιμήκυνση των περιόδων χάριτος και αποπληρωμής ενώ, ήταν ευθέως και στενά συνδεδεμένα με την πλήρη εφαρμογή των μέτρων που είχαν ήδη προσυμφωνηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος. Τα μέτρα διακρίνονταν σε βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Ορισμένα εξ αυτών έπρεπε να εφαρμοστούν πριν από την ολοκλήρωση ενώ, ορισμένα μετά την επιτυχή έκβαση του προγράμματος. Η εμβέλεια των μέτρων αυτών αναμένετο να καθοριστεί βάσει νεότερης ανάλυσης της βιωσιμότητας του χρέους, καθώς, θα είχαν σημαντική θετική επίδραση στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους της Ελλάδας. Μεταξύ άλλων, περιελάμβαναν:

- την εξομάλυνση του χρονοδιαγράμματος αποπληρωμής της Ελλάδας, εντός του πλαισίου της ισχύουσας σταθμισμένης μέσης ληκτότητας των δανείων έως και 32,5 έτη
- τη μείωση του κινδύνου που αφορούσε στα επιτόκια, με χρήση της στρατηγικής χρηματοδότησης του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (ETXS) και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ), χωρίς πρόσθετες επιβαρύνσεις για τις χώρες του προηγούμενου προγράμματος

- την παραίτηση από την προσαύξηση επιτοκίου (step-up interest rate margin) για το 2017, όσον αφορά τη δόση για την επαναγορά χρέους του 2ου ελληνικού προγράμματος.

Κατόπιν αξιολογήσεως του κινδύνου, των χρηματοδοτικών αναγκών και της βιωσιμότητας του χρέους, στις 13 Ιουλίου 2015, οι αρχηγοί των χωρών της ζώνης του ευρώ συμφώνησαν με την Ελλάδα τα προαπαιτούμενα που θα έπρεπε να υλοποιηθούν, προκειμένου να αρχίσουν οι διαπραγματεύσεις για τους όρους του μνημονίου. Τα εν λόγω συμφωνηθέντα προαπαιτούμενα περιελάμβαναν:

- i. μεταρρυθμιστικά μέτρα για το φόρο προστιθέμενης αξίας (ΦΠΑ) και το συνταξιοδοτικό σύστημα
- ii. τη μεταφορά της οδηγίας για την ανάκαμψη και την εξυγίανση των τραπεζών, σε εναρμόνιση με τους κανόνες της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Ένωσης
- iii. τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (ΕΛΣΤΑΤ)
- iv. τη θέσπιση κώδικα πολιτικής δικονομίας.

Στις 14 Αυγούστου 2015, η Ελλάδα είχε πλέον εκπληρώσει τα ανωτέρω συμφωνηθέντα προαπαιτούμενα. Ως εκ τούτου, το δε Συμβούλιο Διοικητών του ΕΜΣ αποφάσισε, κατ' αρχήν, την παροχή στήριξης σταθερότητας στην Ελλάδα με προσανατολισμό στους παρακάτω άξονες:

- την αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας
- την διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας
- την εφαρμογή μεταρρυθμίσεων για την ανάπτυξη και την απασχόληση και
- τον εκσυγχρονισμό του δημόσιου τομέα.

Καταβολή της χρηματοδοτικής συνδρομής κατά το 3^ο πρόγραμμα

Ο σχεδιασμός καταβολής της χρηματοδοτικής συνεισφοράς προς την Ελλάδα περιλαμβάνει την καταβολή σε δόσεις, οι οποίες υποδιαιρούνται περαιτέρω σε επί μέρους δόσεις και τμηματικές καταβολές. Προκειμένου να διασφαλιστεί η επιτευξιμότητα του στόχου της ριζικής αναδιάρθρωσης. Η έγκριση κάθε τμηματικής καταβολής εξαρτάται από την εκπλήρωση των συμφωνηθέντων όρων.

Η πρώτη δόση δυνάμει του προγράμματος του ΕΜΣ ανήλθε σε € 26 δισ. και αποδεσμεύθηκε κατόπιν της λήψης έγκρισης από το Συμβούλιο Διοικητών του

ΕΜΣ, στις 19 Αυγούστου 2015, και καταβλήθηκε στην Ελλάδα συνολικό ποσό ύψους 24,1 δισ. €.

Στις 24 Μαΐου 2016, η Ευρωομάδα ενέκρινε τη συμφωνία, υπηρεσιακού επιπέδου, για την πρώτη αξιολόγηση του προγράμματος, η οποία άνοιξε το δρόμο για την αποδέσμευση από τον ΕΜΣ της δεύτερης δόσης (€ 10,3 δισ.) χρηματοδοτικής συνδρομής, τμηματικά, σύμφωνα με τις σχετικές διαδικασίες έγκρισης από τον ΕΜΣ και τα κράτη μέλη της ευρωζώνης.

Στις 9 Ιουνίου 2016, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε έκθεση σχετικά με τη συμμόρφωση, προς το μνημόνιο συνεννόησης, στο πλαίσιο της πρώτης αξιολόγησης καθώς και ενημερωμένη ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους. Σε γενικά πλαίσια, αξιολογήθηκε θετικά η εφαρμογή του προγράμματος και εκφράστηκε η άποψη ότι θα ήταν δυνατή η επόμενη αποδέσμευση της χρηματοδοτικής συνδρομής, προκειμένου να καλυφθούν οι ανάγκες εξυπηρέτησης του χρέους και να εκκαθαριστούν οι ληξιπρόθεσμες οφειλές.

Στις 15 Ιουνίου 2017, η Ευρωομάδα και τα θεσμικά όργανα ολοκλήρωσαν τη συζήτηση σχετικά με τη δεύτερη αξιολόγηση του προγράμματος, που ουσιαστικά άνοιξε το δρόμο για την αποδέσμευση της τρίτης δόσης της στήριξης ύψους € 8,5 δισ.

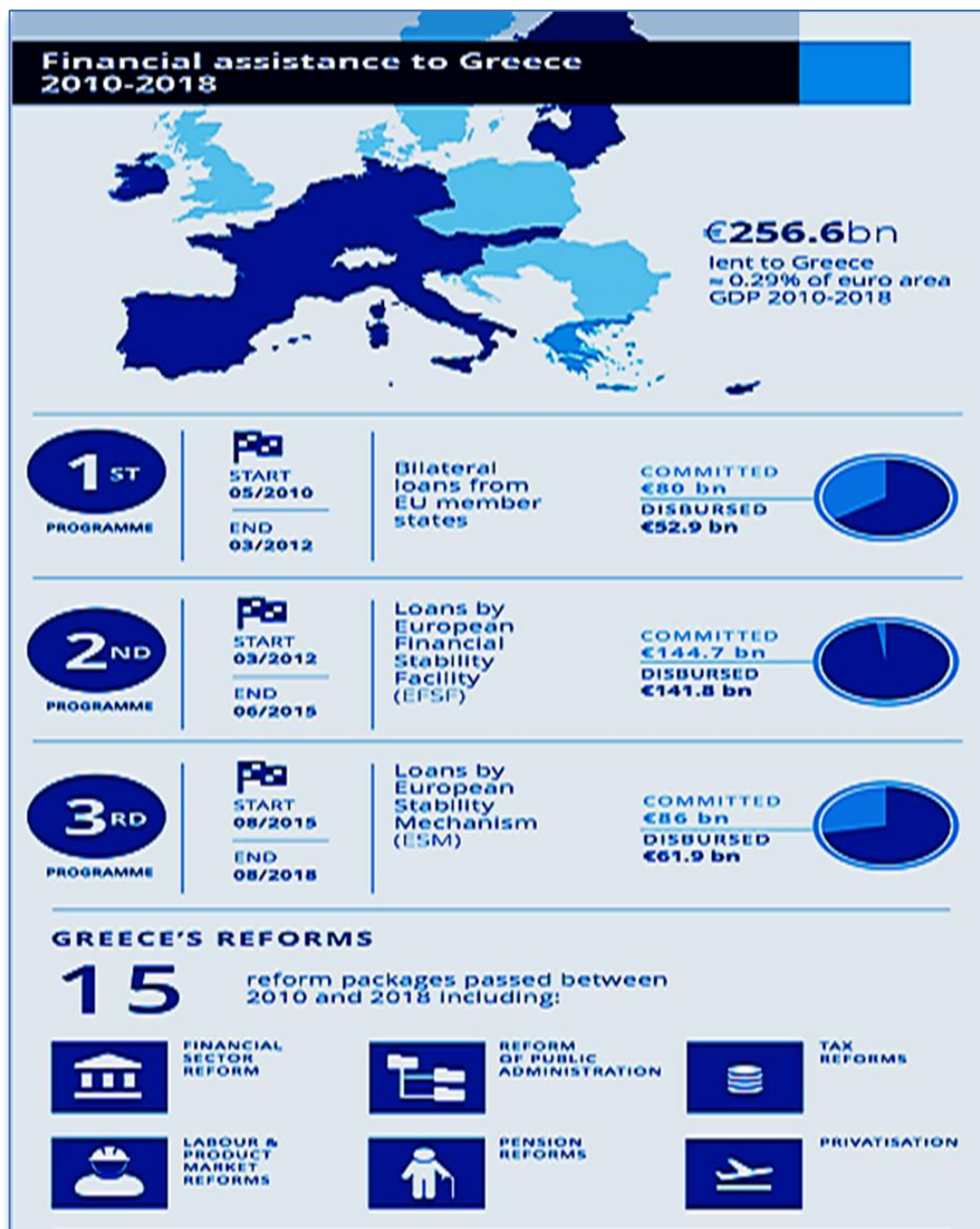
Στον παρακάτω Πίνακα 4 απεικονίζεται η εξέλιξη της καταβολής των επιμέρους δόσεων, των προγραμμάτων παροχής χρηματοοικονομικής βοήθειας προς την Ελλάδα.

Πίνακας 4. Εξέλιξη καταβολών δόσεων χρηματοοικονομικής στήριξης της Ελλάδας

Δόση	Ποσό σε δις. €	Διαθεσιμότητα
1η δόση	26	Αποδεσμεύθηκε κατόπιν έγκρισης της χρηματοδοτικής στήριξης από το Συμβούλιο Διοικητών του ΕΜΣ στις 19 Αυγούστου 2015.
1η επιμέρους δόση	10	Διατέθηκε ειδικά για την ανακεφαλαιοποίηση και εξυγίανση των τραπεζών. Ήταν διαθέσιμη από τις 23 Νοεμβρίου 2015. Το Δεκέμβριο του 2015, αποδεσμεύθηκαν κεφάλαια ύψους 5,4 δις. € από το διαχωρισμένο λογαριασμό του ΕΜΣ προς το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, μετά τις σχετικές αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις κρατικές ενισχύσεις. Το υπόλοιπο ποσό δεν χρησιμοποιήθηκε.
2η επιμέρους δόση	16	Εκταμιεύθηκε τμηματικά.
2η επιμέρους δόση, 1η τμηματική καταβολή	13	Αποδεσμεύθηκε στις 20 Αυγούστου 2015.
2η επιμέρους δόση, 2η τμηματική καταβολή	2	Αποδεσμεύθηκε στις 24 Νοεμβρίου 2015, μετά την επιτυχή υλοποίηση της πρώτης δέσμης οροσήμων.
2η επιμέρους δόση, 3η τμηματική καταβολή	1	Αποδεσμεύθηκε στις 23 Δεκεμβρίου 2015 κατά την επιτυχή υλοποίηση της δεύτερης δέσμης οροσήμων.
2η δόση	10,3	Η δεύτερη δόση εγκρίθηκε από το Συμβούλιο Διευθυντών του ΕΜΣ στις 17 Ιουνίου 2016.
2η δόση, 1η επιμέρους δόση	7,5	Η εκταμίευση εγκρίθηκε από το Συμβούλιο Διευθυντών του ΕΜΣ στις 17 Ιουνίου 2016.
2η δόση, 2η επιμέρους δόση	1,1	Η πολιτική έγκριση της Ευρωομάδας δόθηκε στις 10 Οκτωβρίου 2016. Το Συμβούλιο Διοικητών του ΕΜΣ ενέκρινε την εκταμίευση στις 25 Οκτωβρίου. Το ποσό αυτό θα χρησιμοποιηθεί για την εξυπηρέτηση του χρέους.
2η δόση, 3η επιμέρους δόση	1,7	Το Συμβούλιο Διευθυντών του ΕΜΣ ενέκρινε την εκταμίευση στις 25 Οκτωβρίου, αφού του έλαβε θετική αξιολόγηση της εκκαθάρισης των καθαρών ληξιπρόθεσμων οφειλών από την Ελλάδα. Το ποσό αυτό θα εκταμιευθεί σε ειδικό λογαριασμό για την εκκαθάριση ληξιπρόθεσμων οφειλών.
3η δόση	8,5	Η Ευρωομάδα ενέκρινε από πολιτική άποψη την καταβολή της τρίτης δόσης στις 15 Ιουνίου 2017.
3η δόση, 1η επιμέρους δόση	7,7	Η 1η επιμέρους δόση εκταμιεύθηκε από τον ΕΜΣ στις 10 Ιουλίου 2017. Από το ποσό αυτό, 6,9 δις. € θα χρησιμοποιηθούν για ανάγκες εξυπηρέτησης του χρέους και 0,8 δις. € για εκκαθάριση ληξιπρόθεσμων οφειλών. Η απόφαση για εκταμίευση της 1ης επιμέρους δόσης ελήφθη από το Συμβούλιο Διευθυντών του ΕΜΣ αφότου ενέκρινε την τρίτη δόση ύψους 8,5 δις. € στις 7 Ιουλίου 2017.

Στον παρακάτω Πίνακα 5, παρατίθεται συνολικά η χρηματοοικονομική βοήθεια από την Κομισιόν προς την Ελλάδα, ανά μνημόνιο, καθώς και οι σχετικές μεταρρυθμίσεις, για την χρονική περίοδο 2010-2018.

Πίνακας 5. Παροχή χρηματοοικονομικής βοήθειας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή προς την Ελλάδα, 2010-2018.¹⁰



Πηγή: Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης

¹⁰ <https://www.consilium.europa.eu/el/infographics/financial-assistance-to-greece-2010-2018/>

Ο Μηχανισμός Παροχής Έκτακτης Ρευστότητας (Emergency Liquidity Assistance - ELA)

Ο Μηχανισμός Παροχής Έκτακτης Ρευστότητας (Emergency Liquidity Assistance, ELA) θεσμοθετήθηκε το 1999, αποτελεί μηχανισμό βραχυχρόνιας ρευστότητας με μέγιστη διάρκεια 6 μηνών και η λειτουργία του ρυθμίζεται από το άρθρο 14 παρ. 4 του καταστατικού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.¹¹ Προϋποθέτει την κατάθεση επαρκών εγγυήσεων στην ΤτΕ (για την Ελλάδα) που να αποδεικνύουν τη φερεγγυότητα της.

Συγκεκριμένα, όταν οι τράπεζες μίας χώρας της Ευρωζώνης αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας, με αυξημένη εκροή καταθέσεων, σαν πρώτη επιλογή εξετάζουν και αναζητούν το δανεισμό από κάποια άλλη τράπεζα στη διατραπεζική αγορά. Ωστόσο, ο δανεισμός από κάποια άλλη τράπεζα δεν είναι δυνατός κυρίως επειδή οι τράπεζες δανειστές φοβούνται για τη φερεγγυότητα της τράπεζας που αντιμετωπίζει το πρόβλημα ρευστότητας. Σε αυτές τις περιπτώσεις η τράπεζα με το πρόβλημα ρευστότητας ουσιαστικά αποκλείεται από τη διατραπεζική αγορά και σαν επόμενη επιλογή καταφεύγει στην ΕΚΤ, προκειμένου να εξασφαλίσει την απαιτούμενη ρευστότητα. Η ΕΚΤ απαιτεί αυξημένες εγγυήσεις υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, προκειμένου να εγκρίνει την παροχή έκτακτης ρευστότητας, όπως είναι τα ομόλογα Δημοσίου ή ομόλογα εκδόσεως της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε).

Η αρμόδια αρχή για την Ελλάδα, εν προκειμένω η ΤτΕ, έχει διάστημα 2 εργάσιμων ημερών προκειμένου να ενημερώσει την ΕΚΤ για το ύψος του δανείου, το συμφωνηθέν επιτόκιο και τη φερεγγυότητα του δανειολήπτη. Σε περίπτωση που η σχεδιαζόμενη παροχή ρευστότητας υπερβαίνει τα 2 δις ευρώ, τότε απαιτείται έγκριση από τα 2/3 του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ.

Αξίζει, ωστόσο, να επισημανθεί ότι, ανά πάσα στιγμή το Διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί να διακόψει τη σχετική χρηματοδότηση και να την καταστήσει απαιτητή, σε περίπτωση που κρίνει ότι απειλείται η σταθερότητα του Ευρωσυστήματος ή/και δεν υπάρχουν οι απαραίτητες εγγυήσεις για την συνέχιση της παροχής.

¹¹

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Agreement_on_emergency_liquidity_assistance_20170517.en.pdf

Δεδομένης της κρισιμότητας της συγκυρίας που διένυσε η ελληνική οικονομία κατά την εξεταζόμενη περίοδο, οι Ελληνικές τράπεζες έκαναν σημαντική χρήση του εν λόγω μηχανισμού, το 2012, όπου ο ELA ξεπέρασε τα 100 δις ευρώ (για λόγους σύγκρισης, επισημαίνεται ότι οι Κυπριακές τράπεζες έκαναν χρήση του ELA κατά 10 δις¹²).

Συμπερασματικά, αν και ο μηχανισμός παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) υπήρξε κομβικής χρησιμότητας για τις ελληνικές τράπεζες την περίοδο 2011-2019, η χρήση του κόστισε στις τράπεζες 4,5 δις. Το συνολικό κόστος για την περίοδο 2011-2019 άγγιξε τα 4,5 δις. ευρώ, εκ των οποίων περί τα 2 δις. ευρώ αφορούσαν στην πρώτη φάση 2010-2014 και 2,5 δις. ευρώ αφορούσαν στη δεύτερη φάση 2015-2019. Το κόστος αυτό εν μέρει μπορεί να οδήγησε τις τράπεζες σε υψηλότερα επιτόκια χορηγήσεων, προκειμένου να καλυφθεί μερικώς, αλλά επίδρασε αρνητικά και στην κερδοφορία των τραπεζών, η οποία με τη σειρά της μείωσε τους βαθμούς ελευθερίας εφαρμογής δραστικότερων πολιτικών μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Κατά το IOBE¹³, ως αποτέλεσμα της βραδύτερης απομόχλευσης των τραπεζών από τα «κόκκινα» δάνεια, μειώθηκαν οι βαθμοί ελευθερίας τους για νέες χορηγήσεις. Αυτή η εκτίμηση ερμηνεύεται ως ένδειξη ότι όσο μεγαλύτερη ήταν η εξάρτηση από τον ELA, τόσο μεγαλύτερο πρόσκομμα αποτελούσε για την πιστωτική επέκταση από τις τράπεζες.

Ο ρόλος της Γερμανίας

Αξίζει να σημειωθεί, ότι κατά την διάρκεια των διαπραγματεύσεων της Ελληνικής κυβέρνησης με τους ευρωπαϊκούς θεσμούς, ως προς τους όρους των προγραμμάτων διάσωσης, η γερμανική κυβέρνηση και το γερμανικό υπουργείο εξωτερικών, είχαν αναλάβει πρωταγωνιστικό ρόλο. Ουσιαστικά, η γερμανική κυβέρνηση είχε αναλάβει το ρόλο της διασφάλισης της αυστηρής δημοσιονομικής πειθαρχίας της Ελλάδας και είχε καταστήσει σαφές ότι οι δόσεις των προγραμμάτων δεν θα καταβάλλονταν εάν δεν υπήρχε σταδιακή και σημαντική πρόοδος στις απαιτούμενες μεταρρυθμίσεις. Η

¹² Ιστορικά να αναφερθεί ότι στη περίπτωση της Κύπρου, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ενώ αρχικά είχε εγκρίνει τη παροχή ρευστότητας μέσω του μηχανισμού ELA στη συνέχεια τη διέκοψε με αποτέλεσμα να οδηγηθούμε στο λεγόμενο bail-in, το κούρεμα δηλαδή των καταθέσεων στις Κυπριακές τράπεζες (κατά 47,5% για την Τράπεζα Κύπρου στο ποσό άνω των 100.000 ευρώ και κατά περίπου 80% για την Λαϊκή Τράπεζα στο ποσό άνω των 100.000 ευρώ) και τη χρεοκοπία της Λαϊκής Τράπεζας (πρώην Marfin).

¹³ Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών (2019), “Εκθεση για την ελληνική οικονομία”, Ιούλιος 2019, http://iobe.gr/docs/economy/ECO_Q2_2019_PRE_GR.pdf

βασική αρχή άλλωστε, ήταν η παροχή αλληλεγγύης προς τις ασθενέστερες οικονομίες από τις πιο ισχυρές, έναντι λιτότητας.

Ωστόσο, η μακροχρόνια και επιθετική λιτότητα που χαρακτήρισε τα μέτρα της νέας δημοσιονομικής πολιτικής της ελληνικής οικονομίας, υπό τα προγράμματα των Μνημονίων, προκάλεσε έντονη πολιτική αβεβαιότητα στην Ελλάδα, κυρίως λόγω των κοινωνικών αντιδράσεων. Κατά συνέπεια, ενώ η γερμανική κυβέρνηση, αρχικά, δεν ήταν φιλικά προσκείμενη προς την συμμετοχή του ΔΝΤ στο σχήμα διάσωσης της ελληνικής οικονομίας, αφετέρου δε συμφώνησε ως προς την κρισιμότητα της συμμετοχής του ταμείου, δεδομένης της ανάγκης για την αυστηρή εφαρμογή των δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων, με το λιγότερο δυνατό πολιτικό κόστος.

Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι καθ' όλη τη διάρκεια της κρίσης του ευρώ, η αύξηση του κόστους των παρεχόμενων δανείων, προς τις χρεωμένες χώρες της ευρωζώνης (ήτοι η Ελλάδα, η Ισπανία, η Πορτογαλία και η Ιταλία) συνοδεύτηκε από την ταυτόχρονη μείωση του κόστους χρηματοδότησης των γερμανικών ομολόγων. Κατά συνέπεια, ο ηγετικός/ηγεμονικός διαπραγματευτικός ρόλος της Γερμανίας, εκτιμάται ότι είχε σημαντικό αντίκτυπο στην γερμανική οικονομία.

Η εξέλιξη της εφαρμογής του προγράμματος παρακολουθείτο από τα θεσμικά όργανα (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, σε συνεργασία με την ΕΚΤ, τον ΕΜΣ και το ΔΝΤ). Οι αποστολές αξιολόγησης στην Αθήνα διεξάγονταν σε τακτά διαστήματα (τυπικά ανά τρίμηνο), ενώ πραγματοποιούνταν συμπληρωματικά και ενδιάμεσες αποστολές. Με την αξιολόγηση, ανάλογα με την πρόοδο που σημείωνε η ελληνική κυβέρνηση ως προς την εκπλήρωση των όρων του προγράμματος, δινόταν η ευκαιρία για επικαιροποίηση των μακροοικονομικών παραδοχών και όρων του προγράμματος.

Η Συμβολή της Τράπεζας της Ελλάδος

Υπό τις προαναφερθείσες συνθήκες αβεβαιότητας και αρνητικών προσδοκιών, ως προς την επιτυχή έκβαση των προγραμμάτων μεταρρύθμισης της ελληνικής οικονομίας, ο θεσμικός χαρακτήρας της ΤτΕ, αρχικά συνοψίστηκε στην προστασία των καταθέσεων, προκειμένου να αποτραπεί μία ενδεχόμενη μαζική απόσυρση καταθετικών κεφαλαίων (*bank run*). Ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα είχε εκθετικά αρνητική επίδραση στην πορεία της ελληνικής οικονομίας. Είναι άλλωστε ευρέως αποδεκτό ότι, η αποδυνάμωση της καταθετικής βάσης ενός ΧΙ, αποδυναμώνει σημαντικά και μη αντιστρέψιμα την κεφαλαιακή του επάρκεια, βιωσιμότητα και κερδοφορία. Καταλυτικής φύσεως, επίσης, είναι και επίδραση ενός τέτοιου φαινομένου στην αξιοπιστία και την εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα και στον μηχανισμό αναμετάδοσης στην πορεία της οικονομίας.

Επιπλέον, στο πλαίσιο της εξυγίανσης του τραπεζικού συστήματος, δώδεκα ελληνικά ΧΙ εκκαθαρίστηκαν, πραγματοποιήθηκε ανακεφαλαιοποίηση στο τραπεζικό σύστημα ενώ απετράπη κάθε είδους αρνητική επίδραση στις καταθέσεις των ιδιωτών. Με τον τρόπο αυτό απετράπη, επίσης, η αναμετάδοση της κυπριακής κρίσης.

Αξιολόγηση της Ελληνικής Κρίσης Χρέους

Αναφορικά στη διεθνή βιβλιογραφία, η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση ανέδειξε σημαντικές αδυναμίες και ελλείψεις της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην ευρωζώνη (Baltas, 2013). Συγκεκριμένα, από την περίοδο που υιοθετήθηκε το κοινό νόμισμα, δεν υπήρχαν η πρόβλεψη και οι προδιαγραφές για την διατήρηση του δημοσίου χρέους σε χαμηλό επίπεδο καθώς επίσης για την μακροπροληπτικό σχεδιασμό των εθνικών προϋπολογισμών. Ειδικότερα, στην περίπτωση της Ελλάδος, είναι ευρέως αποδεκτό ότι μία ενδεχόμενη έξοδος της χώρας από το ευρώ (Grexit) λόγω χρεοκοπίας, θα μετέδιδε ισχυρή αναστάτωση στις οικονομίες τόσο στην Ευρωζώνη όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο (Grubel, 2012).

Κατά συνέπεια, το τριετές πρόγραμμα διάσωσης της ελληνικής οικονομίας μέσω του ΕΜΣ, που ολοκληρώθηκε στις 18 Αυγούστου του 2018, συντέλεσε αποφασιστικά στην θωράκιση της ελληνικής οικονομίας. Κατά την περίοδο αυτή, εκταμιεύτηκε το συνολικό ποσό των € 61,9 δισ. στο πλαίσιο της ριζικής μακροδημοσιονομικής αναπροσαρμογής και της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών ΧΙ. Σημειώνεται ότι το υπολειπόμενο ποσό των € 24,1 δισ. δεν εκταμιεύτηκε. Επιπλέον, η Ελλάδα, στο μεσοδιάστημα 2012-2015 είχε ήδη λάβει το ποσό των € 141,8 δισ. από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η εκτεταμένη λιτότητα λόγω της κάθετης περικοπής των δημοσίων δαπανών, δεν έτυχε θετικής κριτικής καθώς, σύμφωνα ακόμη και με το ΔΝΤ (IMF, 2019), η απότομη συρρίκνωση των δημοσίων δαπανών είχε ανασταλτική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη. Επιπλέον, η χρηματοοικονομική βοήθεια που δέχτηκε η Ελλάδα από την ΕΕ-ΕΚΤ-ΔΝΤ, συνολικού ύψους € 110 δισ. (€ 70 δισ. από την ΕΕ και € 40 δισ. από το ΔΝΤ, στόχευε στην επιτυχή και έγκαιρη πραγματοποίηση ουσιαστικών μεταρρυθμίσεων στους τομείς της μείωσης των μισθών, περιορισμού των δημοσίων υπαλλήλων, ιδιωτικοποιήσεων καθώς και την αποδυνάμωσής των εργατικών σωματείων, της απελευθέρωσης των κλειστών επαγγελματιών και της απορρύθμισης της αγοράς εργασίας.

Κατά συνέπεια, αν και μέσω της εφαρμογής μνημονίων, ο στόχος ήταν η μείωση των δημοσίων δαπανών και η αύξηση των φορολογικών εσόδων, το αποτέλεσμα ήταν μάλλον προς την αντίθετη κατεύθυνση. Τα αίτια για την έκβαση

αυτή ήταν τόσο της αποτυχίας των κάθετων πολιτικών φορολόγησης όσο και του μη αποτελεσματικού φοροεισπρακτικού συστήματος. Επιπλέον, η εσωτερική υποτίμηση (internal devaluation) που επετεύχθη, λόγω της μείωσης των μισθών στον ιδιωτικό και τον δημόσιο τομέα, δεν κατέστησαν χρήσιμες στην αντιμετώπιση του δημοσιονομικού ελλείμματος και την επανεκκίνηση της οικονομίας (Kollintzas et.al., 2012).

Σύμφωνα άλλωστε με την διεθνή βιβλιογραφία, η Ελλάδα αντιπροσωπεύει την χειρότερη εφαρμογή των προγραμμάτων διάσωσης, αναφορικά στην ΕΕ και το ΔΝΤ, αφού οι βασικές συνιστώσες της οικονομίας, έλλειμμα, ΑΕΠ και ανεργία επιδεινώθηκαν (The Economist, May 5, 2012). Επιπλέον, οι διαρθρωτικές αλλαγές που προέβλεπαν τα Μνημόνια αναφορικά στην εξυγίανση των δημοσιονομικών της ελληνικής οικονομίας, χρήζουν αναθεώρησης (Baltas, 2013).

Πάραυτα, αξίζει να σημειωθεί ότι υποστήριξη λαμβάνει και η σχολή των οικονομολόγων που εκτιμά ότι, η μείωση των δημοσίων δαπανών συμβάλει θετικά στην ανάπτυξη, λόγω της εμπιστοσύνης που εμπνέει ο εξορθολογισμός των δημοσιονομικού κόστους (Kondonassis, 2012).

Βασιζόμενα στις προαναφερθείσες προτεραιότητες, όλα τα προγράμματα διάσωσης της ελληνικής οικονομίας, προέβλεπαν την αυστηρή δημοσιονομική προσαρμογή μέσω της κάθετης μείωσης των δημοσίων δαπανών και της αύξησης της φορολογίας. Κατά συνέπεια, η περίπτωση της επιθετικής δημοσιονομικής αναπροσαρμογής της ελληνικής οικονομίας ανέδειξε ότι:

- η προσαρμογή της απασχόλησης πρέπει να βασίζεται στην ανταγωνιστικότητα και τις ανάγκες
- η αναπροσαρμογή των μισθών θα πρέπει να είναι προοδευτική
- οι μεταρρυθμίσεις θα πρέπει να πραγματοποιούνται κατόπιν πραγματοποίησης κοινωνικού διαλόγου και να απολαμβάνουν της κοινωνικής αποδοχής
- οι κοινωνικές υπηρεσίες και τα μέτρα μείωσης της φτώχειας θα πρέπει να διατηρούνται σταθερά
- η δημοσιονομική αναπροσαρμογή οφείλει να μην αναιρεί την πραγματοποίηση παραγωγικών επενδύσεων του δημοσίου τομέα.

Σύμφωνα επίσης με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ, 2018) η ελληνική οικονομία διαβαίνει επιτέλους μία νέα ευοίωνη περίοδο, καθώς η Ελλάδα βρίσκεται πλέον σε τροχιά οικονομικής ανάπτυξης, μετά από μια βαθιά ύφεση πολύχρονης και επιθετικής δημοσιονομικής αναπροσαρμογής. Οι απαιτούμενες μεταρρυθμίσεις έχουν σημαντικά επιταχυνθεί, δίνοντας έτσι χώρο στην ουσιαστική δημοσιονομική εξυγίανση.

Ως εκ τούτου, το κλίμα της πολιτικής και οικονομικής αβεβαιότητας έχει αντιστραφεί και έχει ενισχύσει τη διεθνή αξιοπιστία. Κάτωθι, αναλύονται οι βασικοί πυλώνες της ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας και του μετασχηματισμού του μοντέλου της ελληνικής οικονομίας:

- i. οι εξαγωγές, πρωτοστατούν πλέον στην ενίσχυση και την ενδυνάμωση της εξωστρέφειας της οικονομίας.,
- ii. οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας έχουν βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας. Η απασχόληση αυξάνεται σταθερά, ενώ αντιμετωπίζονται οι εξωτερικές και οι δημοσιονομικές ανισορροπίες. Ωστόσο, σημειώνεται ότι, αν και οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας έχουν ενισχύσει την απασχόληση, οι μισθοί και η παραγωγικότητα εξακολουθούν να είναι συμπίεσμένοι. Δεδομένου ότι, οι δεξιότητες των εργαζομένων συχνά δεν αντιστοιχούν στις ανάγκες των θέσεων εργασίας, εγκλωβίζονται σε θέσεις χαμηλών δεξιοτήτων και χαμηλών αμοιβών. Κατά συνέπεια, το φαινόμενο των εργαζόμενων με πολύ χαμηλές αμοιβές κινείται σε υψηλά επίπεδα. Προκύπτει λοιπόν ότι, η μακροχρόνια κρίση σε συνδυασμό με ένα αναποτελεσματικό σύστημα κοινωνικής προστασίας προκάλεσαν αύξηση της φτώχειας.
- iii. οι φορολογικές δαπάνες έχουν μειωθεί και κατά συνέπεια η εκτεταμένη δημοσιονομική εξυγίανση οδήγησε στην επίτευξη ισχυρών πρωτογενών πλεονασμάτων.

Ωστόσο, η φοροεισπρακτική ικανότητα του φορολογικού συστήματος εξακολουθεί να βασίζεται σε υψηλούς συντελεστές και περιορισμένη φορολογική βάση. Δεδομένης της αδυναμίας των φοροεισπρακτικών σχεδιασμών και μηχανισμών να περιορίσουν την φοροδιαφυγή, επιβραδύνεται σημαντικά ο ρυθμός ανάπτυξης και οι κοινωνικές ανισότητες.

Κατά συνέπεια, αν και το πρωτογενές ισοζύγιο είναι πλεονασματικό, το δημόσιο χρέος παραμένει υψηλό. Η μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ θα επέλθει, ως προϊόν ουσιαστικών και ριζικών μεταρρυθμίσεων, που θα τονώσουν τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη, μέσω της καθιέρωσης συνετής δημοσιονομικής πολιτικής και από επιπλέον αναδιάρθρωση του χρέους, στο επίπεδο που απαιτείται. Στο Γράφημα 1 που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία του πρωτογενούς ισοζυγίου, το οποίο είναι πλέον πλεονασματικό.

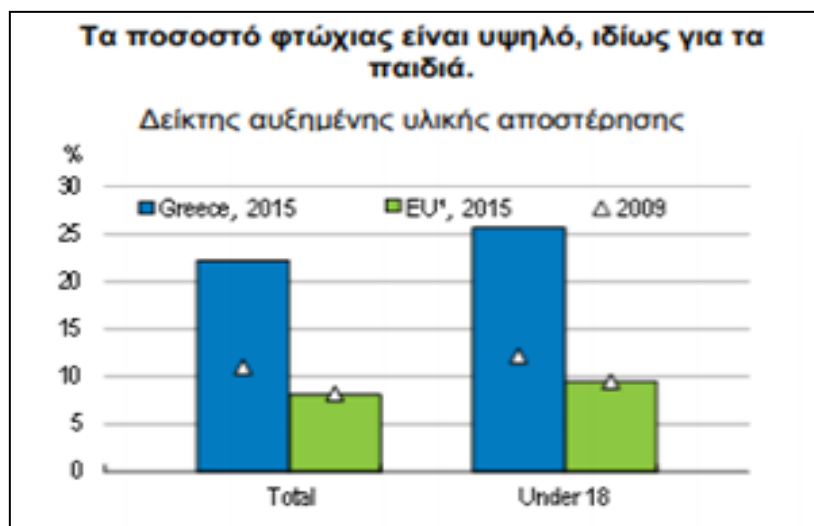
Γράφημα 1. Εξέλιξη του πρωτογενούς ισοζυγίου



Πηγή: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ).

Ωστόσο, η βελτίωση των οικονομικών δεικτών δεν έχει επιφέρει την ανάλογη βελτίωση της υλικής αποστέρησης, ειδικότερα στο ηλικιακό τμήμα του πληθυσμού κάτω των 18, όπως προκύπτει από το Γράφημα 2 που ακολουθεί:

Γράφημα 2. Εξέλιξη του δείκτη αυξημένης υλικής αποστέρησης

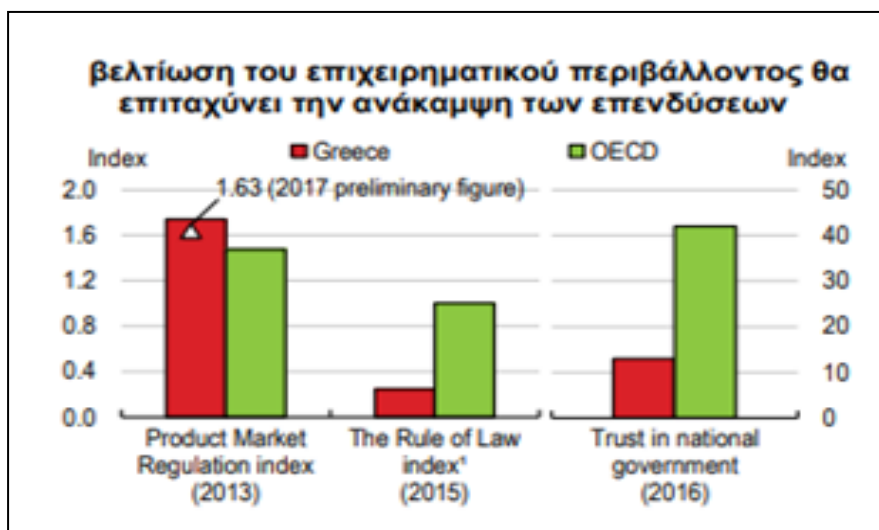


Πηγή: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΑΣΑ).

Επιπλέον, οι πραγματικές επενδύσεις μειώθηκαν κατά 60% από την ανώτατη τιμή τους πριν την κρίση και παραμένουν περιορισμένες λόγω αυστηρών χρηματοδοτικών

όρων και διαρθρωτικών εμποδίων. Η κυβέρνηση έχει βελτιώσει σημαντικές πτυχές του επενδυτικού κλίματος (βλ. Γράφημα 3 για την απεικόνιση της βελτίωσης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και την ανάκαμψη των επενδύσεων), όπως οι αγορές προϊόντων και το άνοιγμα επαγγελμάτων, αλλά χρειάζονται περισσότερες ενέργειες προκειμένου να αναθερμανθούν οι επενδύσεις.

Γράφημα 3. Το επιχειρηματικό περιβάλλον



Πηγή: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ).

Κατά συνέπεια, ο νέος Αναπτυξιακός νόμος για την προσέλκυση Επενδύσεων και ο εν εξελίξει σχεδιασμός μιας Εθνικής Στρατηγικής για την Ανάπτυξη, αποτελούν τα σωστά και στοχευμένα βήματα προς αυτή την κατεύθυνση. Η περαιτέρω απλοποίηση του ρυθμιστικού πλαισίου στις αγορές προϊόντων, η βελτίωση της ποιότητας του κανονιστικού πλαισίου και της διαφάνειας, η ήδη συνεχιζόμενη πάταξη της διαφθοράς και της άτυπης οικονομίας, θα βελτιώσουν σημαντικά το επιχειρηματικό περιβάλλον, θα ενισχύσουν το κράτος δικαίου και θα αυξήσουν την εμπιστοσύνη στην διοίκηση.

Επιπροσθέτως, η σταδιακή αλλά σταθερή μείωση των μη-εξυπηρετούμενων δανείων και η σταδιακή άρση των ελέγχων κεφαλαίου, διατηρώντας παράλληλα την χρηματοπιστωτική ανάκαμψη και σταθερότητα καθώς θα βελτιώσουν περαιτέρω τις χρηματοδοτικές συνθήκες και την εμπιστοσύνη στην ελληνική οικονομία.

Σύμφωνα επίσης με την πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ (IMF, Country Report No, 19/73) εκτιμάται ότι, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2020 θα ανέλθει σε 2,4% κυρίως λόγω της συνεισφοράς των εξαγωγών, της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων. Επιπλέον, αν και ο τραπεζικός δανεισμός

παραμένει υποτονικός, η σταδιακή ανάκτηση των καταθετικών κεφαλαίων των τραπεζών οδηγεί στην χαλάρωση των ελέγχων κεφαλαίων (capital controls).

Επιπροσθέτως, αν και η ικανότητα της αποπληρωμής χρέους της ελληνικής οικονομίας θεωρείται επαρκής, υπόκειται σε σημαντικούς κινδύνους. Ειδικότερα, αν και η τιμή του δείκτη χρέους προς ΑΕΠ αναμένεται μεσοπρόθεσμα να βαίνει πτωτική, λόγω των συνεχόμενων υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων, της ονομαστικής αύξησης του ΑΕΠ και της άφεσης χρέους, οι κίνδυνοι είναι τόσο ενδογενείς, όσο και εξωγενείς. Αφενός μεν, οι κίνδυνοι εντοπίζονται τόσο στα κληροδοτήματα της πρόσφατης κρίσης, στο υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος, αφετέρου δε στην ασθενή φορολογική συνείδηση και κουλτούρα στην ομαλή αποπληρωμή του χρέους.

Κατά συνέπεια, η ελληνική οικονομία οφείλει άμεσα να υιοθετήσει και να μεριμνήσει για την αποτελεσματική εφαρμογή των κάτωθι πολιτικών:

- i. ενίσχυση της ευελιξίας της αγοράς εργασίας με στόχο την ενδυνάμωση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας
- ii. διαμόρφωση μίας δημοσιονομικής πολιτικής, ελκυστικής στις επενδύσεις, βασιζόμενη στην μείωση της άμεσης φορολόγησης, υψηλότερων δημοσίων επενδύσεων και στοχευμένων κοινωνικών δαπανών. Επιπλέον, στην νέα δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να υπάρχει προληπτικός σχεδιασμός για απροσδόκητα δημοσιονομικά σοκ και
- iii. εξ ορθολογισμό των ισολογισμών των τραπεζών, μέσω της άμεσης και δραστηκής αντιμετώπισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, καθώς αναχαιτίζεται κάθε προσπάθεια επανεκκίνησης της ελληνικής οικονομίας μέσω της παροχής πιστώσεων.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Είναι πλέον, ευρέως αποδεκτό, ότι κατά την διάρκεια της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης, που μεταδόθηκε στην ευρωζώνη, αναδείχθηκαν σημαντικές και μακροχρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Η διεθνής κρίση συνέβαλε σημαντικά στην επισημάνση της αναγκαιότητας εφαρμογής νέας και μακρόχρονης δημοσιονομικής πολιτικής και ριζικών μεταρρυθμίσεων στη λειτουργία του δημοσίου τομέα, προκειμένου η ελληνική οικονομία να διαφύγει τον κίνδυνο της επίσημης χρεωκοπίας και τελικά, να αποτραπεί η έξοδος της χώρας από τη ζώνη του ευρώ.

Στο πλαίσιο αυτό, η Ευρωπαϊκή Ένωση, ανταποκρίθηκε αποφασιστικά στην δημιουργία και την εφαρμογή μηχανισμών αντιμετώπισης της κρίσης, όπως αυτοί περιγράφηκαν παραπάνω. Ωστόσο, οι ενδογενείς παθογένειες της ελληνικής οικονομίας, ανέδειξαν ότι το οικοδόμημα της ΕΕ δεν ήταν επαρκώς προετοιμασμένο για την έγκαιρη αντιμετώπιση και αναχαίτιση της κρίσης, κυρίως στις περιφερειακές οικονομίες των χωρών μελών, όπως είναι η Ελλάδα. Επιπλέον, η ευάλωτη ισορροπία ανάμεσα σε αντικρουόμενα οφέλη των ισχυρών και των ασθενέστερων οικονομιών χωρών μελών του ευρώ, επιδείνωσε την προσπάθεια της αποτελεσματικής παρέμβασης των θεσμών και τον περιορισμό των κινδύνων. Κατά συνέπεια, τα ερωτήματα που εγείρονται αφορούν τόσο στις πραγματικές αδυναμίες του οικοδομήματος της ΕΕ αλλά και στα αντικρουόμενα συμφέροντα των ανομοιομόρφων οικονομιών που την απαρτίζουν.

Οι ευρωπαίοι ηγέτες βρίσκονται τώρα σε ένα σημαντικό δίλημμα. Θα αγνοήσουν τη σημασία των μεταρρυθμίσεων, επιστρέφοντας στην προ κρίση, λόγω του ότι η κρίση πλησιάζει στο τέλος της ή θα προχωρήσουν μπροστά, θα αξιολογήσουν τις απειλές και τις μελλοντικές ευκαιρίες και θα αποδειχθούν αρκετά αποφασιστικοί για να εφαρμόσουν καινούριες μεταρρυθμίσεις και να εισάγουν νέα εργαλεία εναντίον της κρίσης για να προλάβουν μια νέα μελλοντική πιθανή κρίσης; Ο πρώτος τρόπος θα ήταν πολύ ευκολότερος χωρίς πολιτικούς κινδύνους. Ο δεύτερος τρόπος θα ήταν πιο δύσκολος, θα χρειαζόταν θάρρος και θα προκαλούσε πολιτική αστάθεια στις εθνικές κυβερνήσεις. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα, με την ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης, την εισαγωγή νέων εργαλείων νομισματικής πολιτικής, τη δημιουργία νέων οργανισμών και θεσμών που θα οδηγούσαν σε περαιτέρω ευρωπαϊκή ολοκλήρωση, θα μπορούσε να είναι πολύ χρήσιμος και αποτελεσματικός μακροπρόθεσμα και να προστατεύσει το κοινό νόμισμα από μια μελλοντική κρίση.

Έχοντας ωστόσο, διανύσει σημαντικό χρονικό διάστημα από την εκδήλωση της κρίσης και πραγματοποιώντας ριζικές αναδιαρθρώσεις, η ελληνική οικονομία χρήζει αλλαγής κουλτούρας και σταθεροποίησης στα διεθνή και εξωστρεφή πρότυπα λειτουργίας των υπολοίπων χωρών μελών της ευρωζώνης. Η μεταρρύθμιση είναι καθήκον όλων των χωρών. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζεται ότι θα ελαχιστοποιηθεί

η πιθανότητα επανάληψης αντίστοιχων γεγονότων και των καταστροφικών συνεπειών τους.

Σε συνεργασία με τα κράτη μέλη, η Ευρωζώνη μπορεί να δημιουργήσει ένα μέλλον ευημερίας στον παγκοσμιοποιημένο σύγχρονο κόσμο. Είναι πλέον αναγκαίο να εξασφαλιστεί ένα βιώσιμο μέλλον για τους πολίτες, στο οποίο θα νιώθουν τη σταθερότητα, σιγουριά και ασφάλεια.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Ambler, S., Rumbler, F. (2019). *The effectiveness of unconventional monetary policy announcements in the euro area: An event and econometric study*. Journal of International Money and Finance 94, 48-61.
- Asimakopoulou, G., Chortareas, G., Xanthopoulos, M. (2018). *The eurozone financial crisis and bank efficiency asymmetries: Peripheral versus core economies*. The Journal of Economic Asymmetries, Vol. 18, Article e00099
- Baltas, N.C. (2013). *The Greek financial crisis and the outlook of the Greek economy*. The Journal of Economic Asymmetries 10, 32-37.
- Cabral, R. (2013). *A perspective on the symptoms and causes of the financial crisis*. Journal of Banking & Finance 37, 103-117.
- Chardouvelis, G. (2014). *Comment on “Lessons for Monetary Policy from the Euro-Area Crisis”*. Journal of Macroeconomics. 39, 383-386.
- D’Amico, S., King, B.T. (2013). *Flow and Stock effects of large-scale treasury purchases. Evidence on the importance of local supply*. Journal of Financial Economics, p. 425-448.
- Dungey, M., Gajurel, D. (2015). *Contagion and banking crisis – International evidence for 2007–2009*. Journal of Banking & Finance, Volume 60, pages 271-283.
- Egea, F.B., Hierro, L.A. (2019). *Transmission of monetary policy in the US and EU in times of expansion and crisis*. Journal of Policy Modeling Volume 41, pages 763-783.
- Ehlers, T., Sushko, V. (2012). *Unconventional Policies: market impact and countervailing factors*. Bank for International Settlements Quarterly Review, p.7.
- Eser, F., Schwaab, B. (2016). *Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB’s Securities Markets Programme*. Journal of Financial Economics, p 147-167.
- Gorton, G., Winton, A., (2003). Financial intermediation. In: Constantinides, G., Stulz, R., Harris, M. (Eds.) Handbook of the Economics of Finance: Financial Markets and Asset Pricing, vol. 1A. Elsevier North Holland, Amsterdam.
- Greece-Memorandum of Economic and Financial Policies, International Monetary Fund(2012).
- Grubel, H. (2012). *Will Greece go bankrupt and kill the euro? The benefits and the cost of helping Greece*. In 75th anniversary conference of the Hong Kong Polytechnic University. Hong Kong, November 14.
- Halikias, J. (2011). *The 30-year road leading to the Greek financial crisis and the IMF-EU-ECB bail out*. In International Conference on applied business and economics. University of Piraeus, Greece, 29 September – 1 October 2011.

IMF Country Report 19/73 March 2019.

Jovanovic, M.N. (2012). *Towards the 20th anniversary party of the Eurozone: will it be sumptuous or meagre?* In Prausselo F. (Ed.) *The Eurozone experience: monetary integration in the absence of a European government*. Milano: Franco Angelini (pp. 36-67).

Kenourgios, D., Ntaikou, D. (2019). *ECB's unconventional monetary policy and bank lending supply and performance in the euro area*. *Journal of Economics and Finance*.

Kollintzas, T., Papageorgiou, D., Vasillatos, V. (2012). *An explanation of the Greek crisis: the insiders-outsiders society*. Mimeo, Department of Economics, Athens University of Economics and Business, Athens, May 14.

Kordonassis, A. J. (2012). *Recessions, budget deficits, and austerity: on the USA and European economies*. In International conference on applied business and economics. University of Piraeus and University of Cyprus, Nicosia, Cyprus, 11-13 October 2012.

Kozicki, S., Santor, E., Suchanek, L. (2011). *Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases*. ideas.repec.org.

OECD Economic Survey of Greece. 2018.

Roy, S., Kemme, M.D. (2019). *The run-up to the global financial crisis: A longer historical view of financial liberalization, capital inflows, and asset bubbles*. *International Review of Financial Analysis*, Article 101377.

Secondat, C., Goosens, P.J., Roterod, D. (2014). *The German Constitutional Court's decision about the European Central Bank's OMT [Outright Monetary Transactions] mechanism: A masterpiece of judicial arrogance*. *European Policy Briefs* No. 30, p.11

The Economist (2012). May 5, London.

Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής (2015), *Μέσα και διαδικασίες εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος – Αντικατάσταση της Πράξης Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής υπ' αριθμ. 54/27.2.2004*, Τράπεζα της Ελλάδος

Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE, 2019). Έκθεση για την Ελληνική Οικονομία.

Τράπεζα της Ελλάδος. (2014). *Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης, 2008-2013*.

Philippine Cour-Thmann and Bernhard Winkler, (2013), *The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure*. European Central Bank

European Commission (2010), *The Economic Adjustment Programme for Greece*, Directorate-General For Economic and Financial Affairs, Occasional Papers 61, 26 May 2010

European Commission (2018). *Financial assistance to Greece- Information on the enhanced surveillance framework for Greece. Overview of the ESM stability support programme and previous programmes*, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-greece_el#secondeconomicadjustmentprogrammeforgreece

European Central Bank (2014-2019), *Νομισματική Πολιτική*
<https://www.ecb.europa.eu/explainers/topic/monetary-policy/html/index.el.html>

European Central Bank (2017) *Role and effects of the ECB non-standard policy measures*,
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170912.en.html>

European Commission (2017), *10 years since the start of the crisis: back to recovery thanks to decisive EU action*,
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_17_2401

Poul Thomsen, (2019) *The IMF and the Greek Crisis: Myths and Realities*, International Monetary Fund
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/10/01/sp093019-The-IMF-and-the-Greek-Crisis-Myths-and-Realities>

IMF News (2017), *Greece: Priorities for a Return to Sustainable Growth*, February 7,
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/02/07/NA020717Greece-Priorities-For-A-Return-To-Sustainable-Growth>

Τράπεζα της Ελλάδος, *Μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής του ευρωσυστήματος*,
<https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/nomismatikh-politikh/mi-symvatika-metra>