

# ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

## 2007-08

---

Ευρωπαϊκή Οικονομία  
Δημήτρης Κάστανος  
Ιανουάριος 2021

## ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ

- Εκδήλωση κρίσης: Επίκεντρο ο τομέας *ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων* [ΗΠΑ, Η.Β., Ιρλανδία, Ισπανία]
- Πώς δημιουργείται μία φούσκα; πχ στεγαστική φούσκα

Ανοδική φάση: Οι κερδοσκόποι αγοράζουν κατοικίες και προσδοκούν ότι η αξία τους θα αυξηθεί

**“Αυτοεκπληρούμενη προφητεία”**: όσο αγοράζουν, οι τιμές των κατοικιών αυξάνονται, αφού η ζήτηση αυξάνεται ταχύτερα από την προσφορά

Καθοδική φάση: Η αντιστροφή των προσδοκιών ή η αδυναμία αποπληρωμής δανείων θα οδηγήσει σε κατάρρευση της φούσκας

Οι κάτοχοι των περιουσιακών στοιχείων θα πωλούν μαζικά και ως αποτέλεσμα οι τιμές θα πέσουν, αφού η προσφορά θα ξεπερνά τη ζήτηση

# ΑΙΤΙΕΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΤΗΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗΣ ΦΟΥΣΚΑΣ

(Eichengreen 2008, Blanchard 2009, Keeley & Love 2010)

- Υπερβολική επέκταση της πίστωσης: Ποιοι παράγοντες το επέτρεψαν;

## ΑΠΟΡΡΥΘΜΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

- 1980: Thatcher & Reagan
  - Παροχή στεγαστικών δανείων όχι μόνο από κτηματικές εταιρίες (real estate), αλλά και από εμπορικές τράπεζες
  - Δυνατότητα καθορισμού κυμαινόμενου επιτοκίου
  - Κατάργηση Νόμου **Glass-Steagall** (1933-1999):

Έως τότε: Πλήρης διαχωρισμός εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών

Περιορισμός κερδοσκοπικής δραστηριότητας εμπορικών τραπεζών (πχ μόνο 5% των ακαθάριστων εσόδων σε συναλλαγές χρηματοοικονομικών προϊόντων)

Επενδυτικές τράπεζες: Δε μπορούν να λαμβάνουν καταθέσεις

## Επιδίωξη απορρύθμισης από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

- Καινοτομία: νέα χρημ/κά προϊόντα, παράκαμψη ρυθμιστικού πλαισίου, διάχυση του ρίσκου

Επέκταση του δανεισμού σε δρώντες με χαμηλό εισόδημα & υψηλό πιστωτικό ρίσκο

- Χαλάρωση κριτηρίων (πχ ροές εισοδήματος, credit score) για χορήγηση δανείου
- Υψηλό ρίσκο αθέτησης (default) → υψηλό επιτόκιο (κέρδος για την τράπεζα)
- Προβλέψεις για κυμαινόμενο επιτόκιο: Καθορισμός χαμηλού επιτοκίου το οποίο στη συνέχεια θα αυξηθεί

Περίοδος (υπέρμετρης) αισιοδοξίας & σχετικής σταθερότητας

[Από 1980 ξεκινά η περίοδος της "Μεγάλης Εξομάλυνσης": μείωση διαταραχών στη μεγέθυνση/χαμηλός πληθωρισμός]

Δανειολήπτες & πιστωτικά ιδρύματα θεωρούν ότι η ανοδική πορεία των κατοικιών θα συνεχιστεί και ο πλούτος των νοικοκυριών θα αυξηθεί

→ Τα νοικοκυριά θα μπορούν να δανειστούν εκ νέου

→ Πουλώντας θα μπορούν να αποπληρώσουν το δάνειο, ακόμη και αν το επιτόκιο αυξηθεί

## Το κυνήγι της βραχυπρόθεσμης κερδοφορίας & η διάχυση του ρίσκου

- Καινοτομία: Νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα & διάχυση του ρίσκου

### **ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ**

- Διαφορά επιτοκίων: Δανεισμού (asset για τις τράπεζες) & καταθέσεων (liability για τις τράπεζες). Επομένως:

Επέκταση σε επισφαλή δάνεια

Νέα δάνεια: βλ. καταναλωτικά (πχ για αγορά αυτοκινήτου), φοιτητικά δάνεια

- Ταχύτερο κέρδος: Οι αμοιβές (bonuses) των στελεχών είναι συνάρτηση των βραχυπρόθεσμων αποδόσεων που επιτυγχάνουν

Συστηματική εμπλοκή των τραπεζών σε αγοραπωλησίες χρηματοοικονομικών προϊόντων για την αποκόμιση βραχυπρόθεσμου κέρδους (*trading income*)

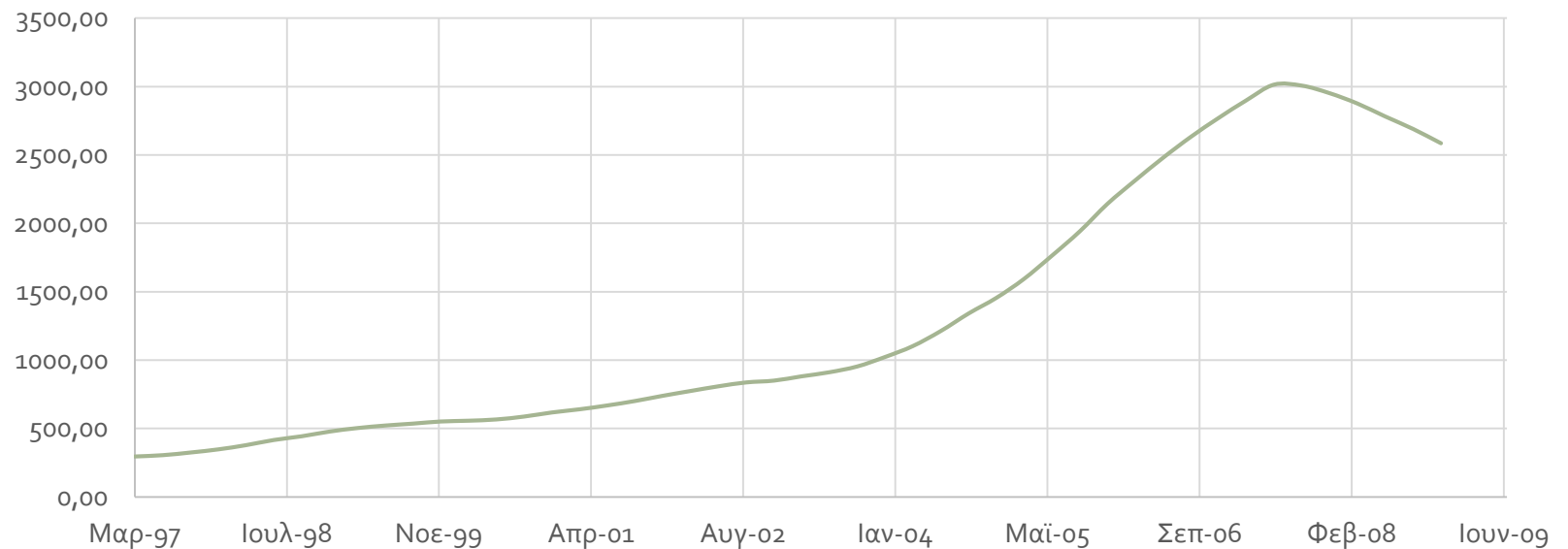
## Ανάπτυξη & διάδοση τιτλοποιήσεων (securitization)

- **Τιτλοποίηση:**

-Έκδοση εμπορεύσιμων τίτλων οι οποίοι υποστηρίζονται από ομαδοποιημένα στοιχεία ενεργητικού (*asset-backed securities*), όπως στεγαστικά δάνεια (*mortgage-backed securities*)

-Πρόκειται για συμβόλαιο όπου ο αγοραστής (συνήθως θεσμικοί επενδυτές, όπως επενδυτικές τράπεζες, συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια) έχει το δικαίωμα να λαμβάνει τις σταθερές ροές εισοδήματος που προκύπτουν από τα στοιχεία του ενεργητικού

Mortgage-backed Securities in US (Billion \$)



Πηγή: Keeley & Love 2010

## Ο ρόλος των τιτλοποιήσεων

### 1) Επίτευξη βραχυπρόθεσμων κερδών

### 2) Υπέρβαση ρυθμιστικών κανόνων

Πχ Ελάχιστες Κεφαλαιακές Απαιτήσεις (*Minimum Capital Requirements*)

Καθορίζει απαιτούμενα κεφάλαια ως ποσοστό επί των χορηγούμενων δανείων (οι απαιτήσεις είναι μεγαλύτερες στα επισφαλή δάνεια), ώστε να μην καταστούν αφερέγγυες (*insolvent*)

Η πώληση τιτλοποιημένων δανείων τα απομακρύνει από τους ισολογισμούς των τραπεζών. Μπορούν να προχωρήσουν στη σύναψη νέων δανείων χωρίς να αυξήσουν την κεφαλαιακή τους βάση

### 3) Διάχυση του ρίσκου

Μεταφορά σε άλλους επενδυτές

Δημιουργία Οχήματος Ειδικού Σκοπού (*Special Purpose Vehicle*): ανεξάρτητη νομική οντότητα → *off-balance sheet*

Credit Default Swaps (*CDS*): Αγορά ασφάλειας έναντι του κινδύνου αδυναμίας εξυπηρέτησης μέρους των τιτλοποιημένων δανείων. Η ασφαλιστική εταιρία θα πρέπει να καλύψει την πιθανή ζημιά

## Η συμβολή της νομισματικής πολιτικής

- Αρχές 2000: Η κατάρρευση της φούσκας *dotcom* (με επίκεντρο την αγορά μετοχών επιχειρήσεων του τομέα πληροφορικής) οδηγεί σε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας
- Οι Κεντρικές Τράπεζες προβαίνουν σε νομισματική επέκταση:

Η **Fed** μειώνει το επιτόκιο από 6% στα τέλη του 2000 σε 0.75% έως τα τέλη του 2003

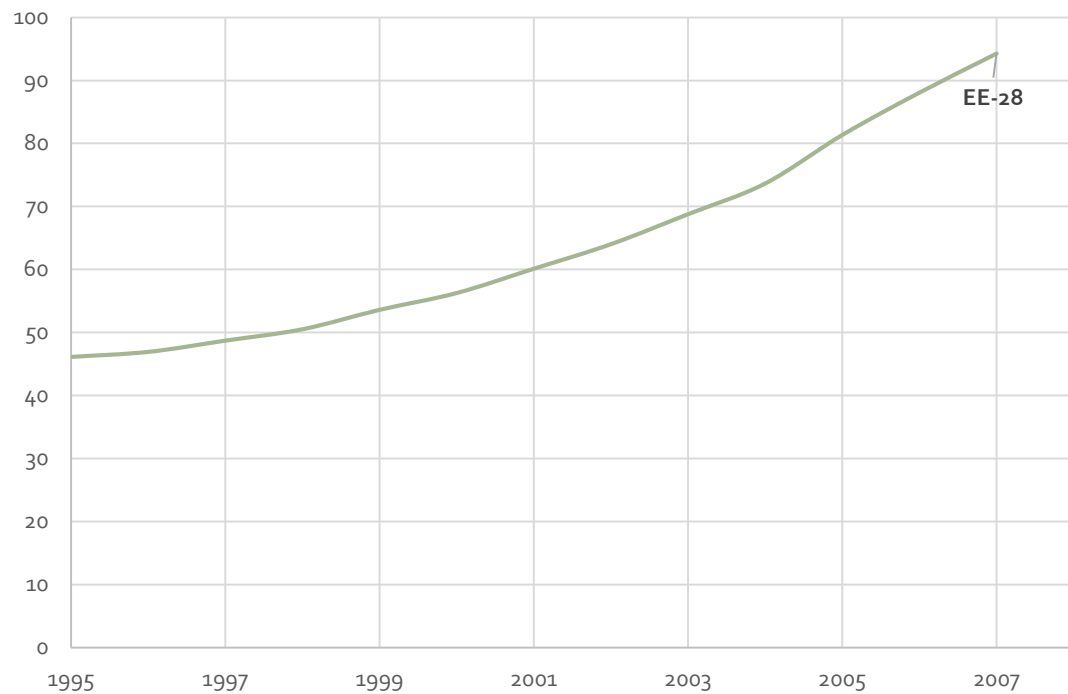
Η **ECB** μειώνει το επιτόκιο από 4.75% σε 2% κατά την ίδια περίοδο

Συμβάλλουν στη διαμόρφωση ενός περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων

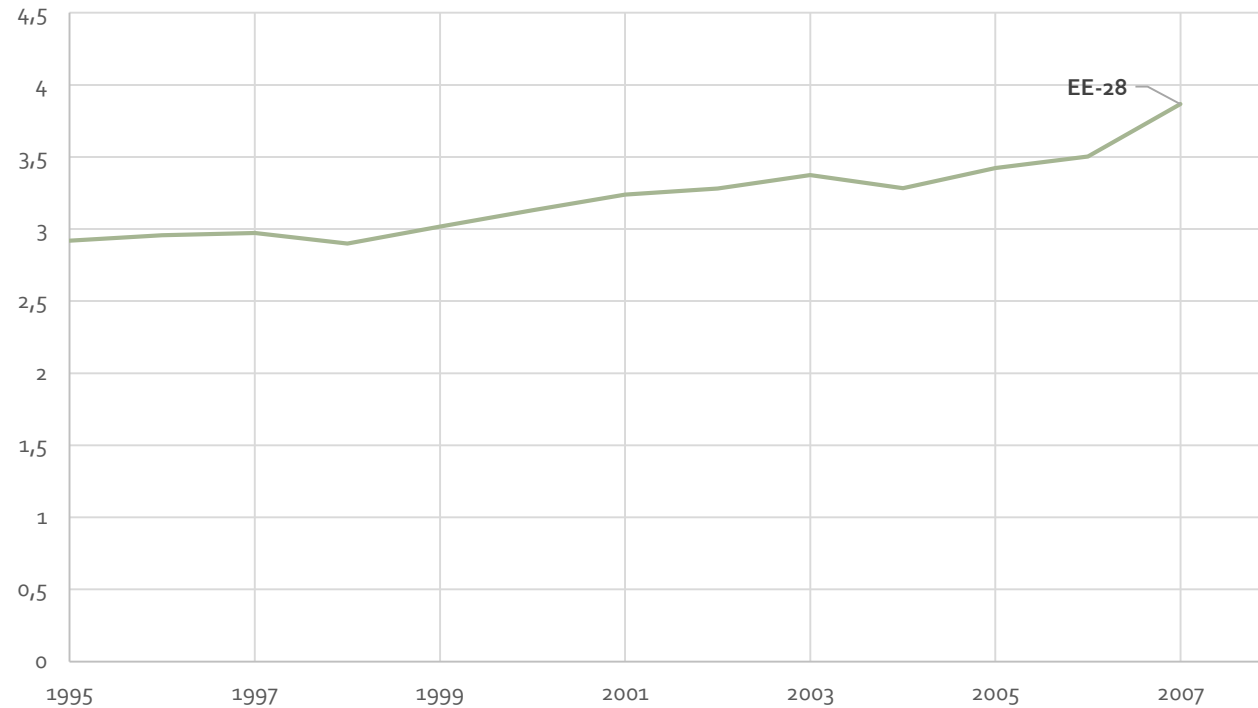


## Εξέλιξη του χρέους του ιδιωτικού τομέα πριν την κρίση

Χρέος νοικοκυριών  
(% διαθέσιμου εισοδήματος),



Χρέος επιχειρήσεων  
(προς ακαθ. λειτουργικό πλεόνασμα: ratio)



Πηγή: OECD Stats

## Συστηματική υποτίμηση του ρίσκου:

*"Financiers claimed they found a way to banish risk when in fact they had simply lost track of it"*  
(The Economist 2013)

- Οίκοι αξιολόγησης: Υπερβολικά γενναιόδωροι

- Πρακτικές διάχυσης κινδύνου: Προβληματικές, αφού ο κίνδυνος δεν εξαφανίζεται

Νέα προϊόντα είναι τόσο σύνθετα και η εκτίμηση του πραγματικού ρίσκου είναι πρακτικά αδύνατη

Γοργή επέκταση των συναλλαγών: Δημιουργία ενός αλληλεξαρτώμενου δικτύου

• Κατάρρευση φούσκας στο στεγαστικό τομέα: Αποκαλύπτει τις παραπάνω αδυναμίες

Από το 2006: Εμφάνιση πρώτου κύματος μη εξυπηρετούμενων δανείων

Οι αδυναμίες αποπληρωμής αυξάνονται και εξαιτίας της αύξησης των επιτοκίων της Fed υπό τον φόβο του πληθωρισμού

Οι κερδοσκόποι πωλούν μαζικά και η **αξία των κατοικιών καταρρέει**

Ο πλούτος των νοικοκυριών μειώνεται, οι αδυναμίες αποπληρωμής αυξάνονται περαιτέρω

- Οι κάτοχοι των τιτλοποιημένων δανείων χάνουν τις ροές εισοδήματος εξαιτίας της αδυναμίας των νοικοκυριών να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους
- Οι ασφαλιστικές εταιρίες οφείλουν να αποζημιώσουν τους κατόχους των CDS: Πιθανή χρεοκοπία
- Οι τράπεζες αντιμετωπίζουν σημαντικές απώλειες στους ισολογισμούς τους: Προχωρούν σε κατασχέσεις, ωστόσο η αξία των περιουσιακών στοιχείων είναι μειωμένη και αντιμετωπίζουν ζημιές

- 
- [Επίσημη] Αφετηρία της κρίσης: Κατάρρευση της επενδυτικής Lehman Brothers το 2008. Άρνηση αρχών να τη διασώσουν επικαλούμενες ζήτημα "**moral hazard**"

Έχουν προηγηθεί και άλλες πτωχεύσεις. Ενδεικτικά:

Το 2007 η Northern Rock αντιμετωπίζει μαζική φυγή καταθέσεων (bank-run) και εθνικοποιείται από τη βρετανική Κυβέρνηση

Κρατική υποστήριξη σε γερμανικές τράπεζες εκτεθειμένες στα "τοξικά" προϊόντα

# ΜΕΤΑΔΟΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

(Lane 2012, Pistaferri 2016)

## "CREDIT CRUNCH"

Από την πλευρά της προσφοράς (supply side):

Κρίση στο τραπεζικό σύστημα

### A) ΚΡΙΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Περιορισμός διατραπεζικού δανεισμού: Αβεβαιότητα
- Δυσκολία δανεισμού από Κεντρική Τράπεζα: Πρέπει να δώσουν ως εγγύηση στοιχεία του ενεργητικού τους, τα οποία είναι πιθανό να έχουν χάσει την αξία τους

### B) ΚΡΙΣΗ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ [ **Αξία assets < αξία liabilities** ]

Πιθανά το A να οδηγήσει στο B αν: Οι τράπεζες πωλούν περιουσιακά στοιχεία για να αντλήσουν ρευστότητα (και άρα ρίχνουν την τιμή τους) ή/και στην περίπτωση που δανείζονται με πολύ υψηλά επιτόκια

## Από την πλευρά της ζήτησης (demand side)

- Γενικευμένη αβεβαιότητα & απουσία προσδοκιών ανάκαμψης: **Η ζήτηση** για δάνεια από τον ιδιωτικό τομέα (και όχι απλώς η προσφορά τους) είναι μειωμένη
- Μείωση κατανάλωσης:
  - Αύξηση προληπτικής αποταμίευσης (precautionary saving)
  - Απομόχλευση (deleveraging): Προσπάθεια μείωσης του χρέους τους
- Επιχειρήσεις:

Προσδοκίες για χαμηλή κερδοφορία

Προσπάθειες απομόχλευσης

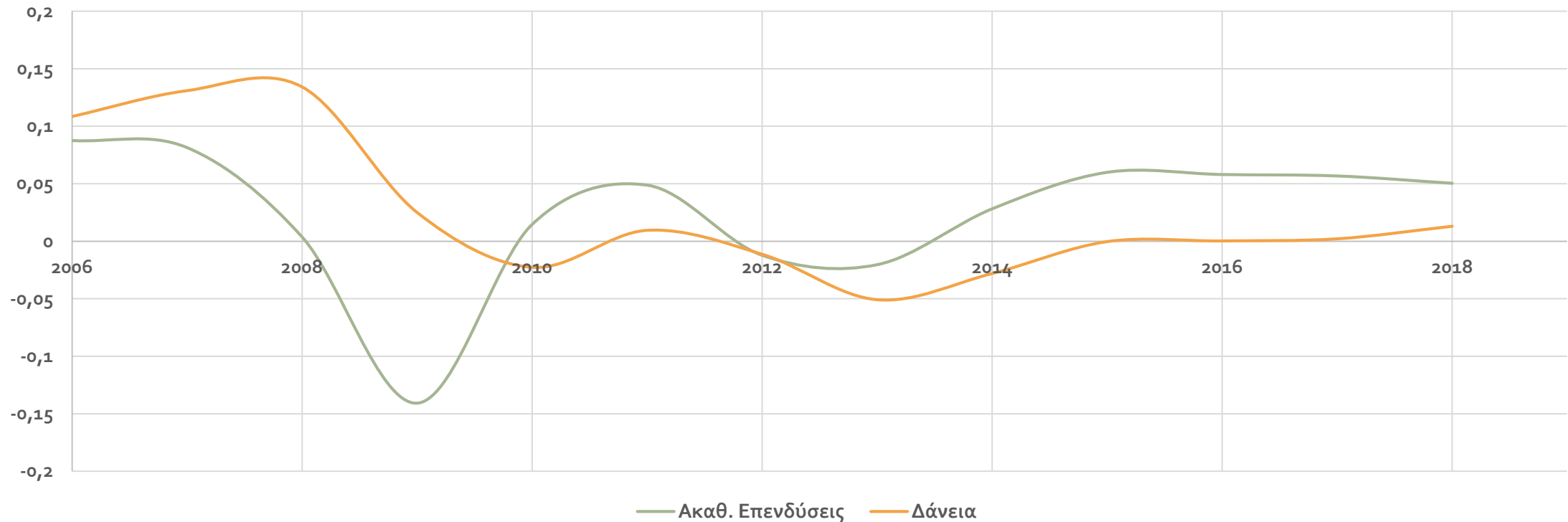
Διακοπή νέων επενδύσεων & περικοπές τρεχουσών δαπανών (απολύσεις, περικοπές μισθών)

Ανεργία & μειώσεις μισθών: Επίδραση στην διαθέσιμο εισόδημα των εργαζομένων: η κατανάλωση μειώνεται περαιτέρω

$$Y = C + I + G + NX$$

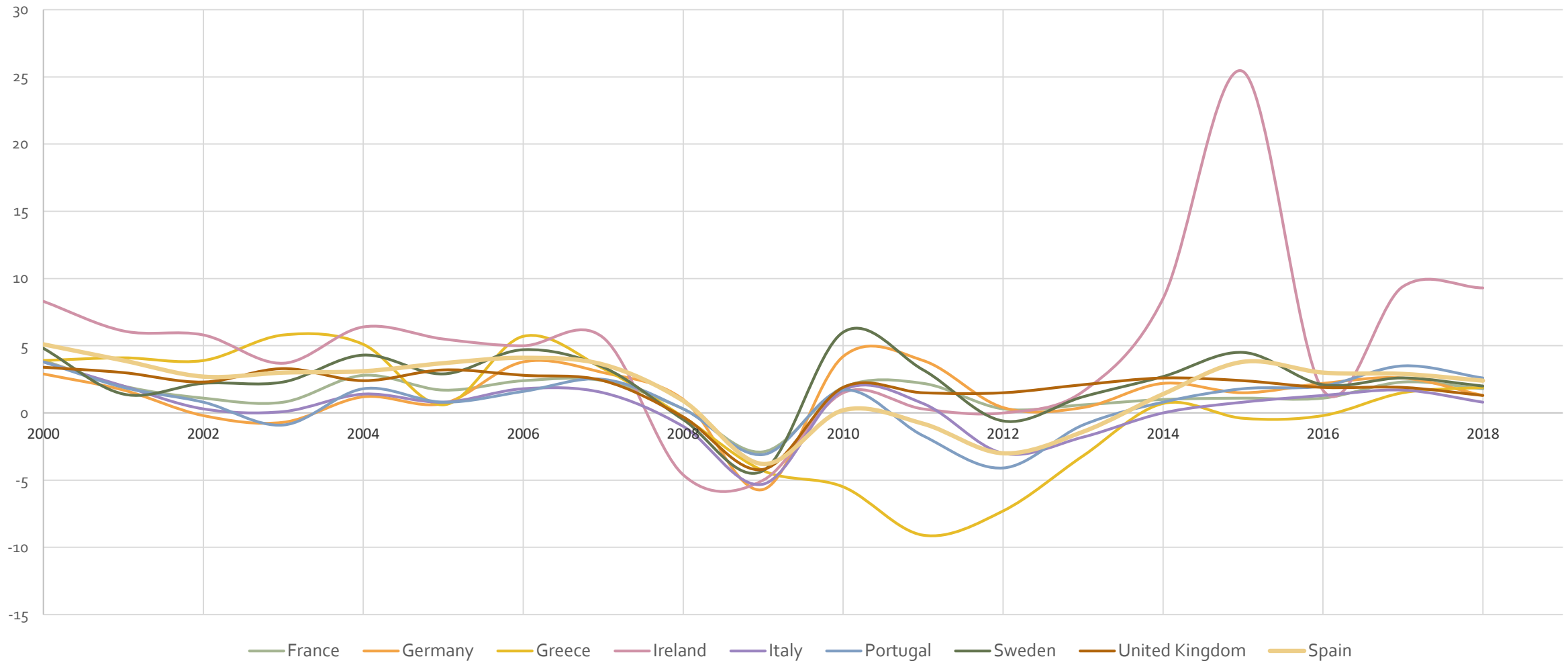
*Balance sheet Recession:* Η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα στο σύνολό του (νοικοκυριά, επιχειρήσεις, τραπεζικό σύστημα) μειώνει τη δαπάνη και μεγεθύνει το υφιστάμενο πρόβλημα

### Ποσοστιαίες μεταβολές ανά έτος στις ακαθάριστες επενδύσεις, Μ.Ο. χωρών ευρωζώνης



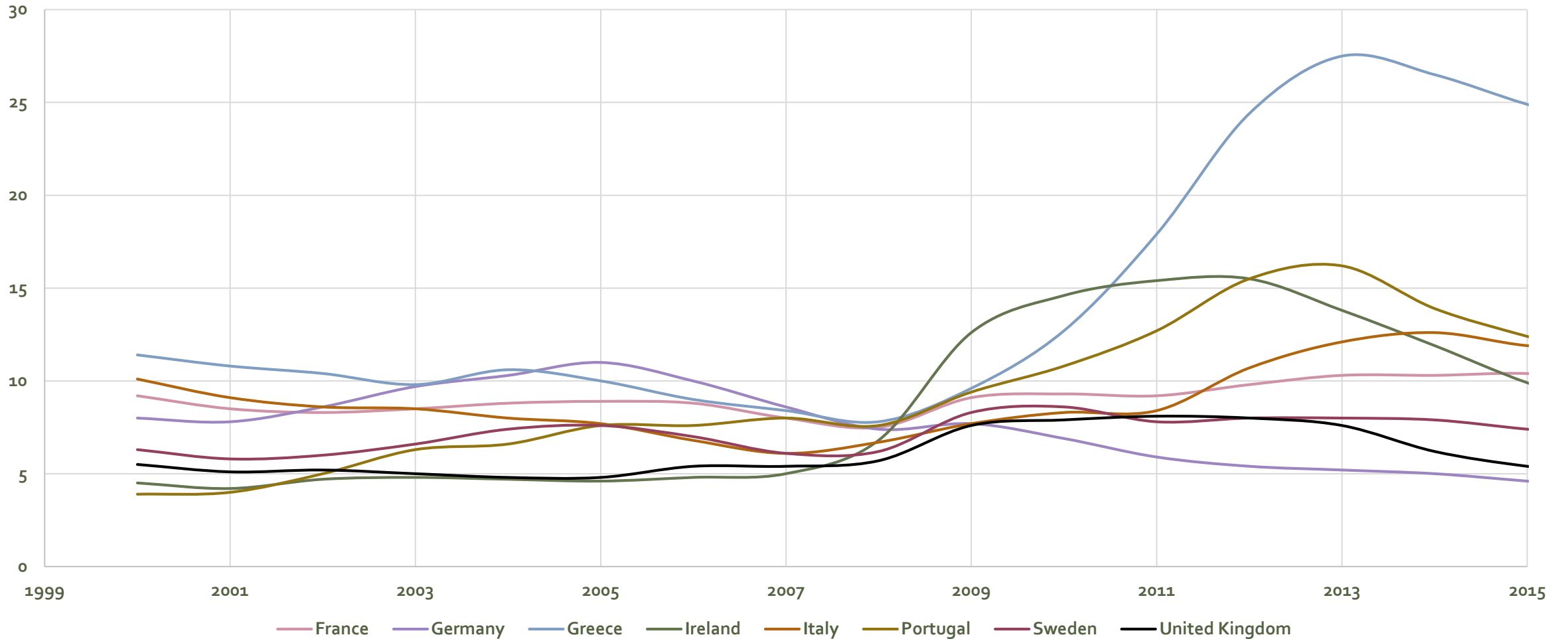
Πηγή: Ακαθάριστες επενδύσεις επιχειρήσεων από AMECO Result  
Δάνεια των επιχειρήσεων (outstanding loans at the end of the period) από ECB

## Ρυθμός μεγέθυνσης ΑΕΠ (% ανά έτος)



Πηγή: IMF Data Mapper

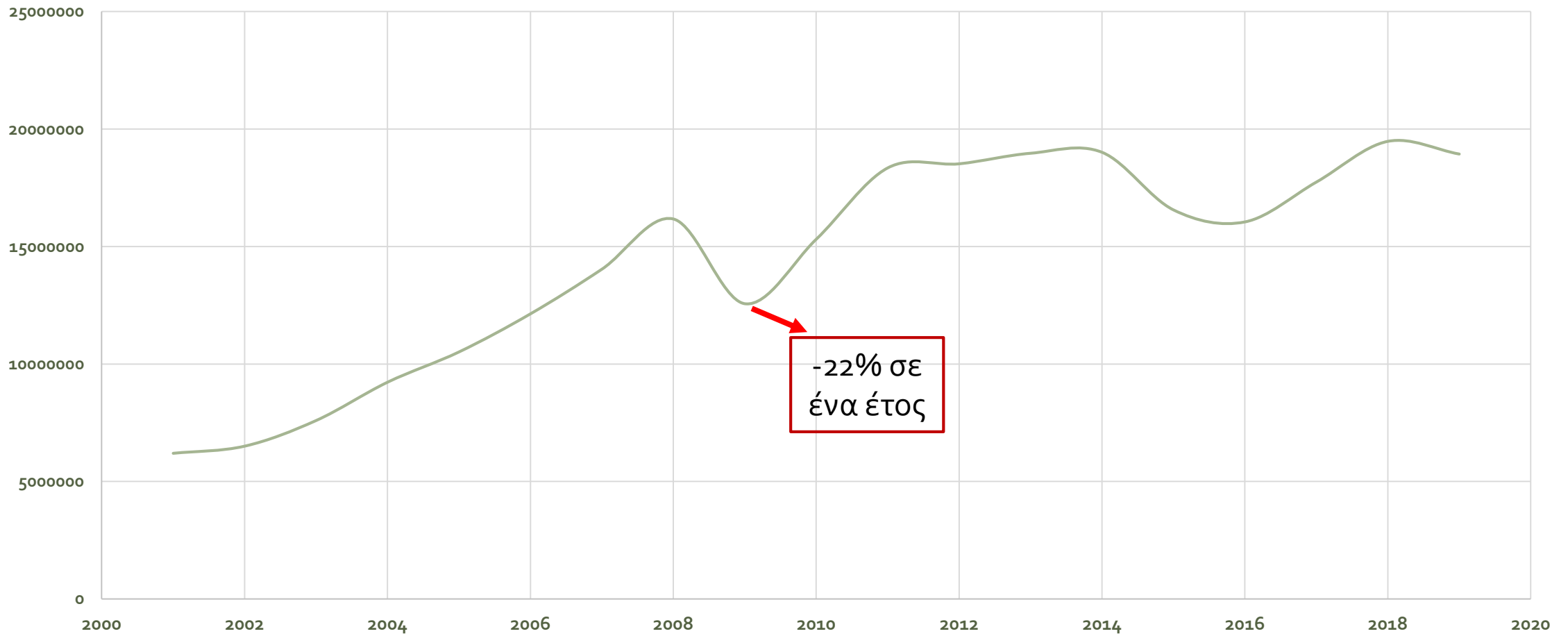
## Ανεργία (% εργ. δυναμικού)



Πηγή: IMF Data Mapper



## Παγκόσμιες εξαγωγές (million \$)



Πηγή: World Trade Organization

# Μακροοικονομικές πολιτικές αντιμετώπισης της ύφεσης

## Η περίπτωση της νομισματικής πολιτικής

(Dell' Ariccia et al. 2018, Koutsiaras 2020)

- Νομισματική πολιτική: Γίνεται επεκτατική, με σκοπό να διευκολύνει την άντληση ρευστότητας από τις τράπεζες & να διατηρήσει τον πληθωρισμό κοντά στο στόχο της [πλησίον αλλά κάτω του 2%]
- Διαφορετικές αντιδράσεις των Κεντρικών Τραπεζών ως προς: τη χρήση εργαλείων & το χρόνο αντίδρασης
- Πχ Τράπεζα της Αγγλίας:

Από αρχές 2008 μειώνει το επιτόκιο από 5.5% σε 0.5% έως το 2009 → Προσεγγίζει το Μηδενικό Κατώτατο Όριο (Zero Lower Bound)

Υιοθέτηση μη συμβατικών (unconventional) μέτρων: Διαδοχικά προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης (Quantitative Easing-QE) από το 2009

**QE:** Μαζική αγορά ομολόγων (κυρίως κρατικών) από τις τράπεζες, με αντάλλαγμα παροχή ρευστότητας. Το πρόγραμμα συνίσταται στην ανακοίνωση από την ΚΤ ενός χρονοδιαγράμματος και του συνολικού ύψους των ομολόγων που σκοπεύει να αγοράσει

Τριπλή στόχευση:

Αύξηση ρευστότητας τραπεζών

Η αγορά ομολόγων αυξάνει την τιμή τους, και το επιτόκιο μειώνεται [αντίστροφη σχέση τιμής/επιτοκίου]

Επίδραση στο χαρτοφυλάκιο του ιδιωτικού τομέα (*portfolio rebalancing*): Θα στραφούν σε άλλα προϊόντα, όπως σε μετοχές επιχειρήσεων, θα ανεβάσουν την τιμή τους και θα υποστηριχθεί η οικονομική δραστηριότητα

## Η αντίδραση της ECB

Αυξάνει επιτόκιο στις αρχές του 2008 Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης (Main Refinancing Operations) (από 4% σε 4.25%), ωστόσο έκτοτε το μειώνει και φτάνει στο 1% στα τέλη του 2009 από τα τέλη του 2008 από σε 1% έως το 2009

Δυνατότητα για δανεισμό με μακροπρόθεσμο ορίζοντα (Longer-term Refinancing Operations)

Χαλάρωση προϋποθέσεων για τις εγγυήσεις που χρησιμοποιούν οι τράπεζες για να δανειστούν από αυτή

- Το 2011 η ECB ανεβάζει τα επιτόκια (!) εν μέσω ύφεσης της ευρωζώνης
- Το 2012 ο Mario Draghi διαδέχεται τον Jean-Claude Trichet: Η νομισματική πολιτική γίνεται εκ νέου επεκτατική

→ Ο Draghi δηλώνει:

*"within our mandate, the ECB is ready to do **whatever it takes** to preserve the euro. And believe me, it will be enough"*

→ Εκτεταμένο πρόγραμμα αγοράς ομολόγων για τις Κυβερνήσεις που αντιμετωπίζουν πρόβλημα χρηματοδότησης (*Outright Monetary Transactions*).

**Όμως** Προβλέπεται *αποστείρωση (sterilization)*: Η ρευστότητα θα μείνει αμετάβλητη. Η ECB θα αγοράζει ομόλογα και θα πουλάει στοιχεία του ενεργητικού της κατ' αναλογία

Αυστηρές προϋποθέσεις για την ένταξη στο πρόγραμμα: Για παράδειγμα, η Κυβέρνηση θα πρέπει να έχει συμφωνήσει στην εφαρμογή προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής και να έχει επανακτήσει την πρόσβαση στις αγορές για δανεισμό

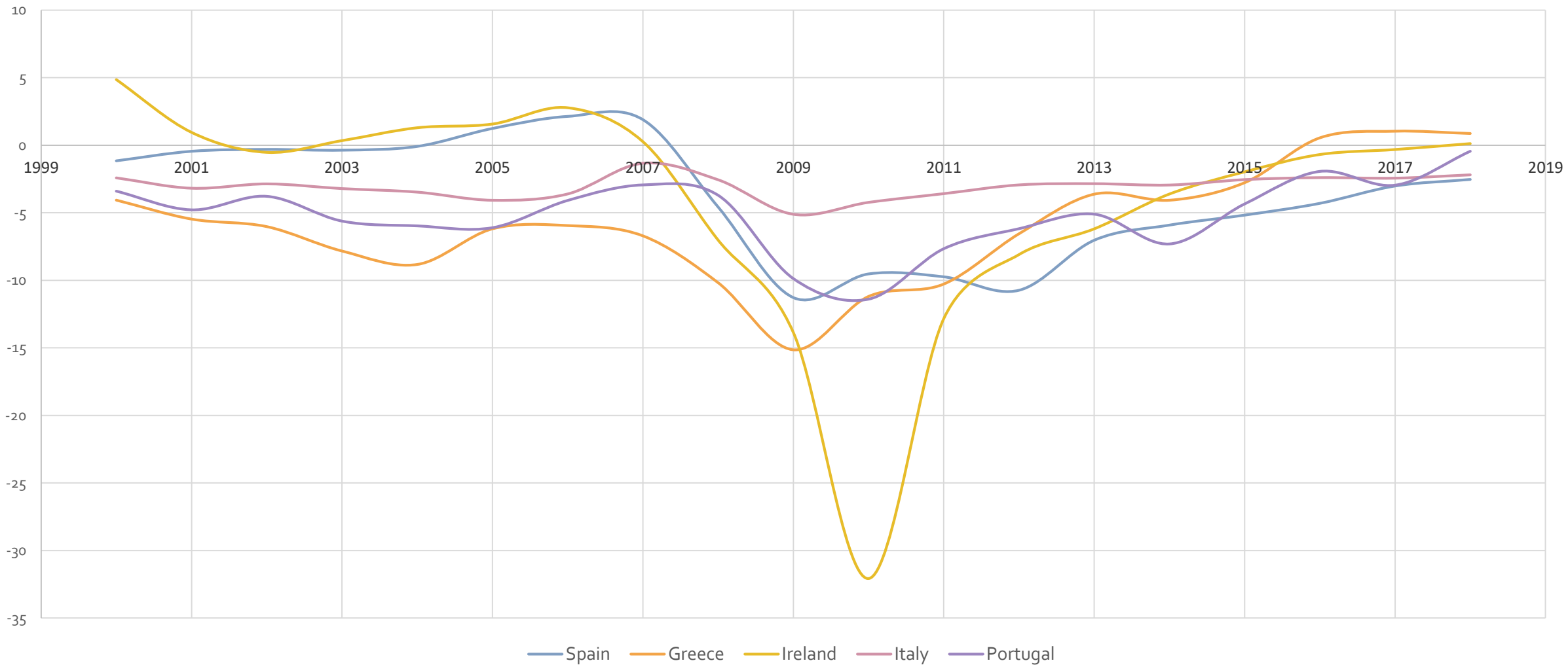
- Το 2014 το επιτόκιο που παρέχει η ECB στις καταθέσεις των τραπεζών σε αυτή (*deposit facility*) γίνεται **αρνητικό**: Στόχος, η αποθάρρυνση των τραπεζών να διακρατούν διαθέσιμα στους καταθετικούς της λογαριασμούς και να τα διοχετεύσουν στον ιδιωτικό τομέα
- Το 2015 συστηματοποιούνται και αρχίζουν να εφαρμόζονται τα προγράμματα **ποσοτικής χαλάρωσης (QE)**

# Η δημοσιονομική πολιτική & η κρίση χρέους

(Lane 2012, Schambaugh 2012, Baldwin et al. 2015, Frieden & Walter 2017)

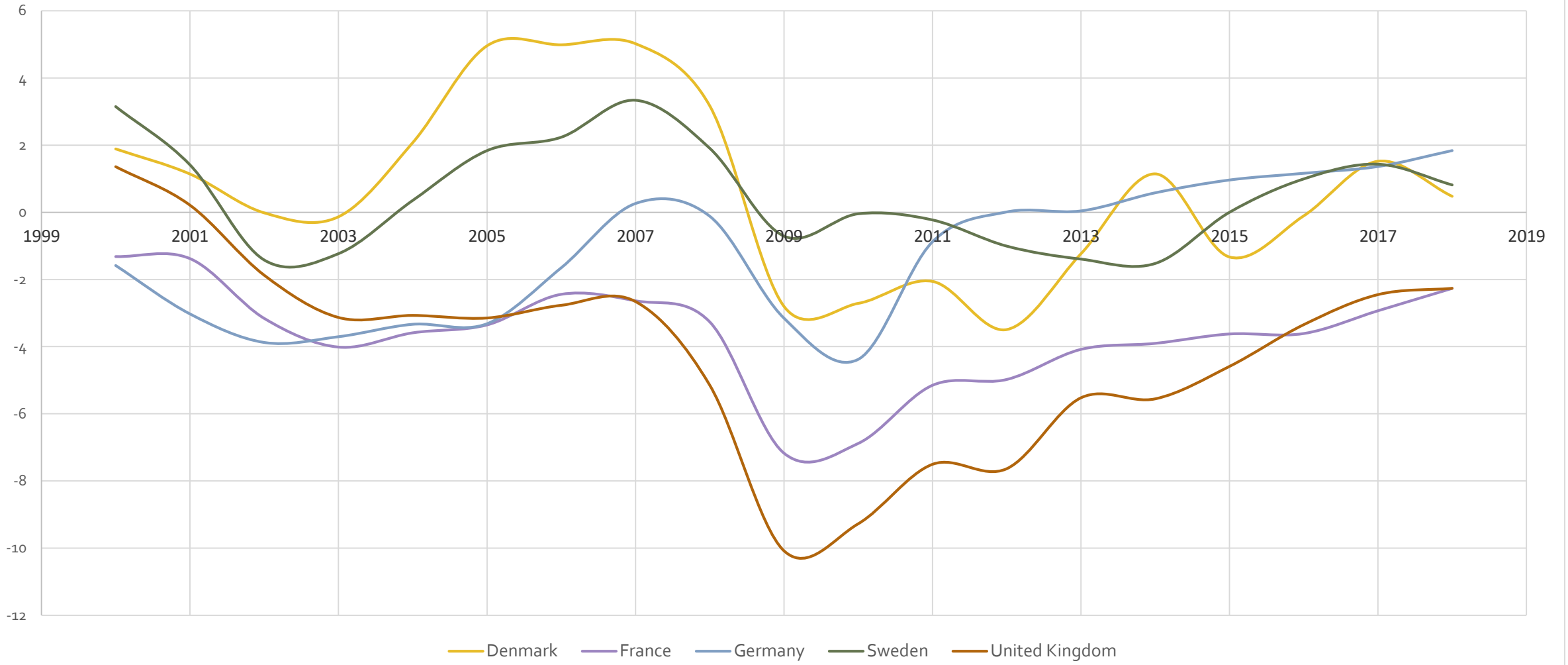
- Τα δημοσιονομικά ισοζύγια όλων των χωρών επιδεινώνονται:
  - Δράση αυτόματων σταθεροποιητών: Τα φορολογικά έσοδα μειώνονται, οι δαπάνες (πχ για μεταβιβαστικές πληρωμές όπως επιδόματα ανεργίας) αυξάνονται
  - Επεκτατικά μέτρα στη βάση της διακριτικής ευχέρειας (discretionary): χρήση της δημοσιονομικής πολιτικής ως εργαλείο σταθεροποίησης και τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας
- Αύξηση δημόσιου χρέους
  - Αυξημένα δημοσιονομικά ελλείμματα
  - Μείωση ρυθμών μεγέθυνσης/οικονομική συστολή: Ο λόγος **δημόσιο χρέος/ΑΕΠ** αυξάνεται

## Συνολικό δημοσιονομικό ισοζύγιο (% ΑΕΠ)



Πηγή: IMF Data Mapper

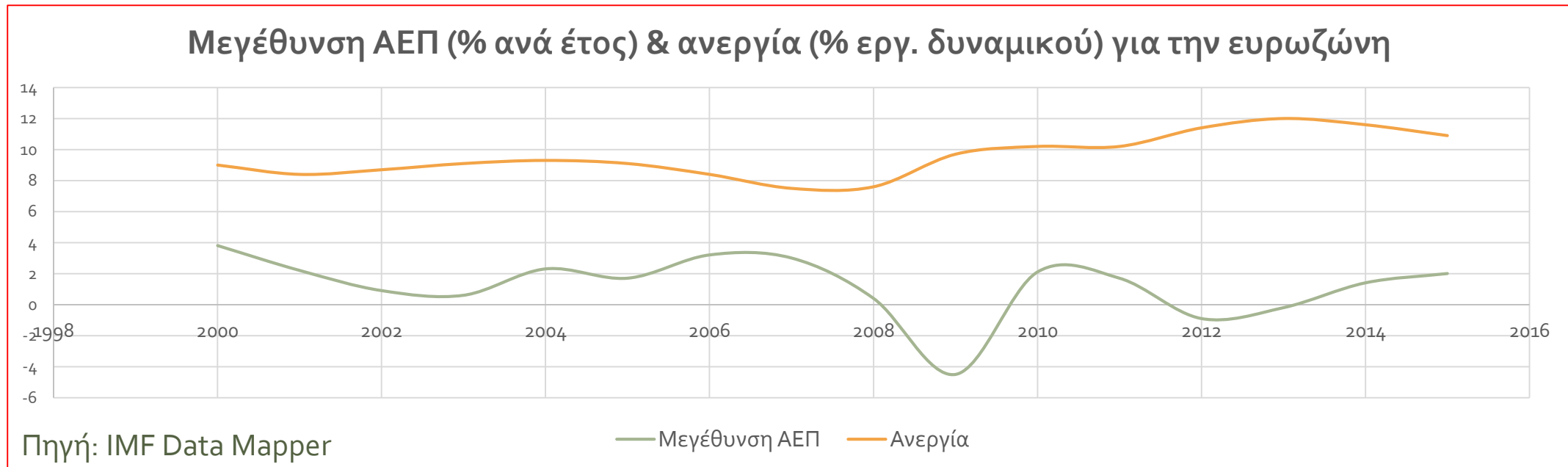
## Συνολικό δημοσιονομικό ισοζύγιο (% ΑΕΠ)



## Αιτίες εκδήλωσης της κρίσης χρέους

- Ξεκινά το 2010 εξαιτίας των ανησυχιών για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους των χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας (*sovereign debt crisis*)
- Κυρίαρχη εκδοχή της περιόδου: Αιτία της κρίσης χρέους αποτέλεσαν οι ανεύθυνες δημοσιονομικές πολιτικές των Κυβερνήσεων

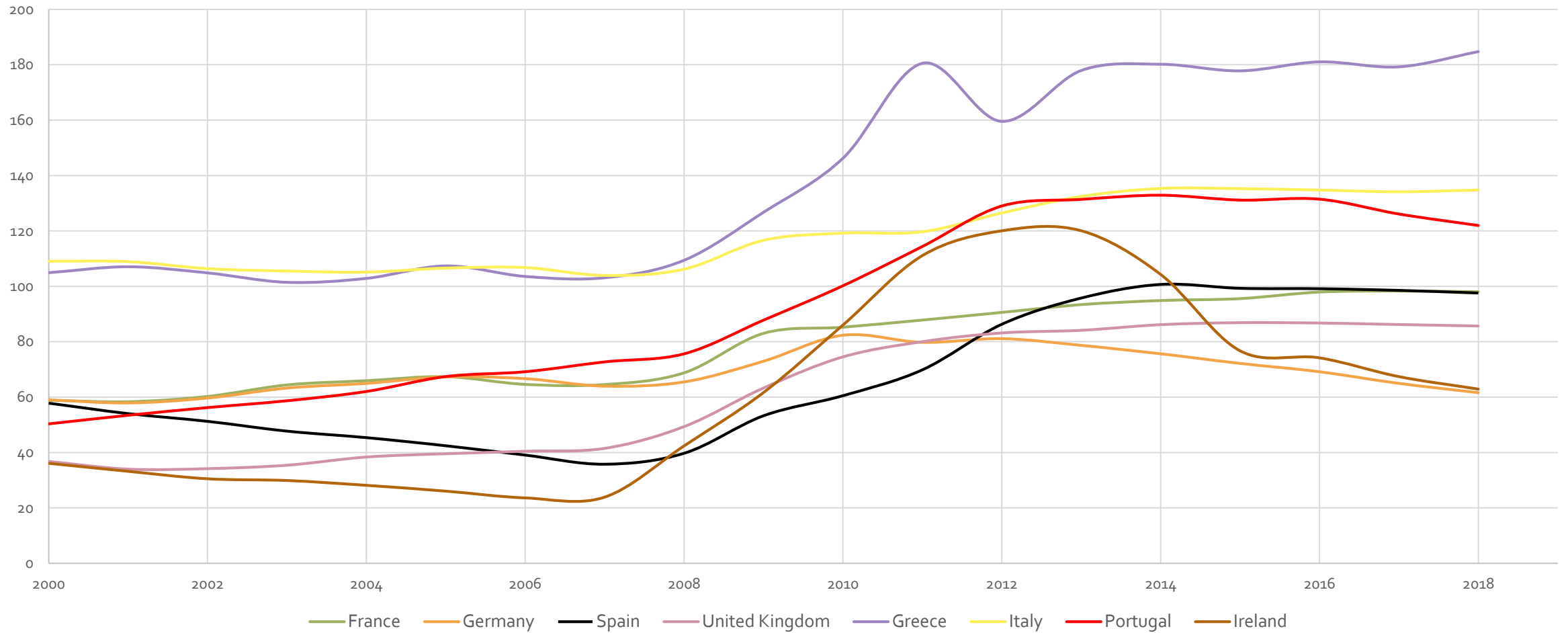
Δεύτερη φάση ύφεσης της ευρωζώνης:





# Δημόσιο χρέος για επιλεγμένες χώρες

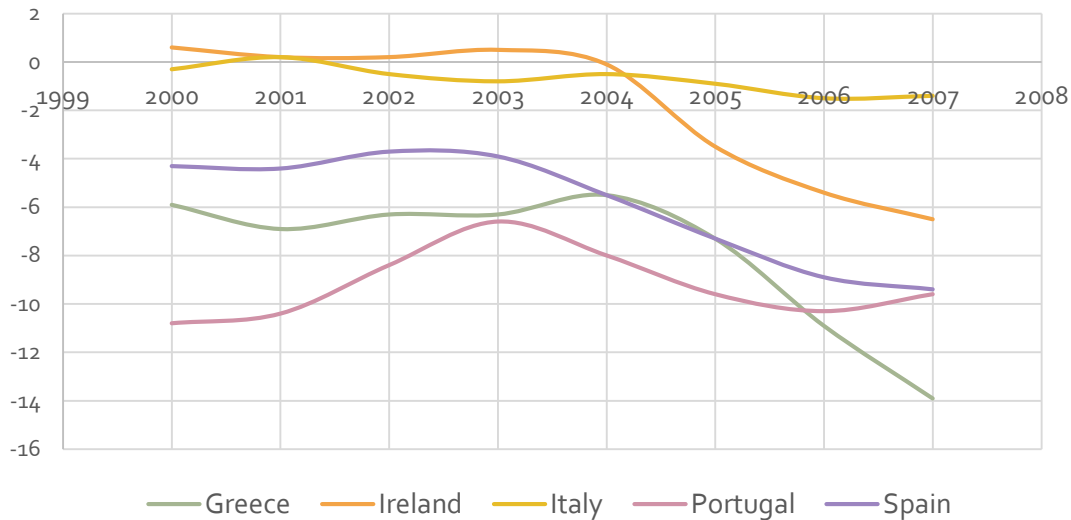
Δημόσιο χρέος (% ΑΕΠ)



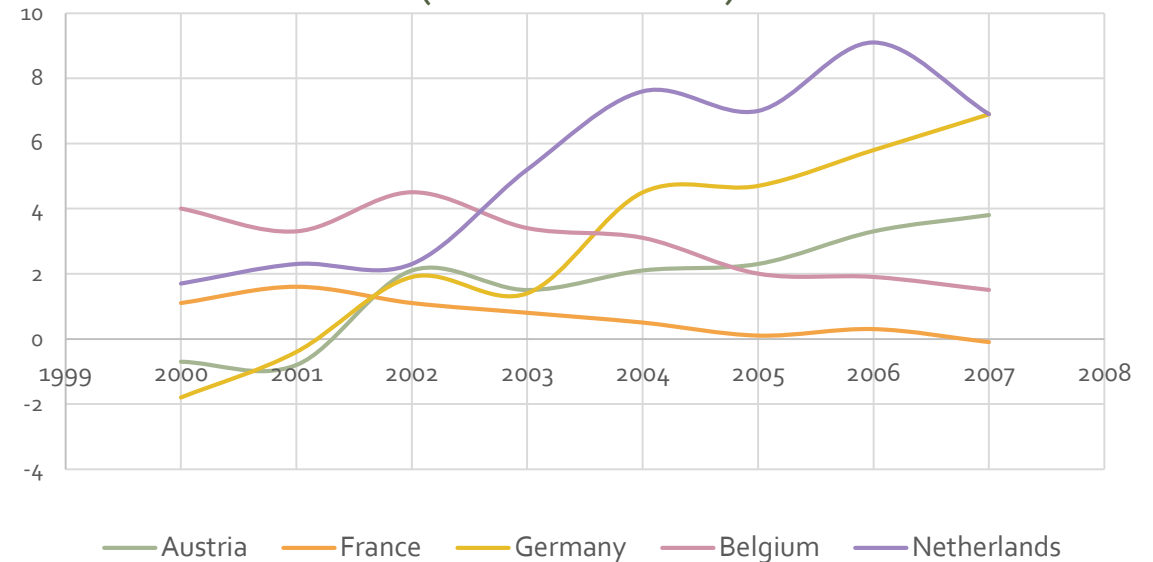
Πηγή: IMF Data Mapper

# A) ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΑ ΣΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (Current Account Balance)

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, % ΑΕΠ  
(Periphery)



Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, % ΑΕΠ  
(Core Countries)



Πηγή: IMF

-Αρνητικό ισοζύγιο: Η χώρα είναι δανειζόμενη (*net borrower*)

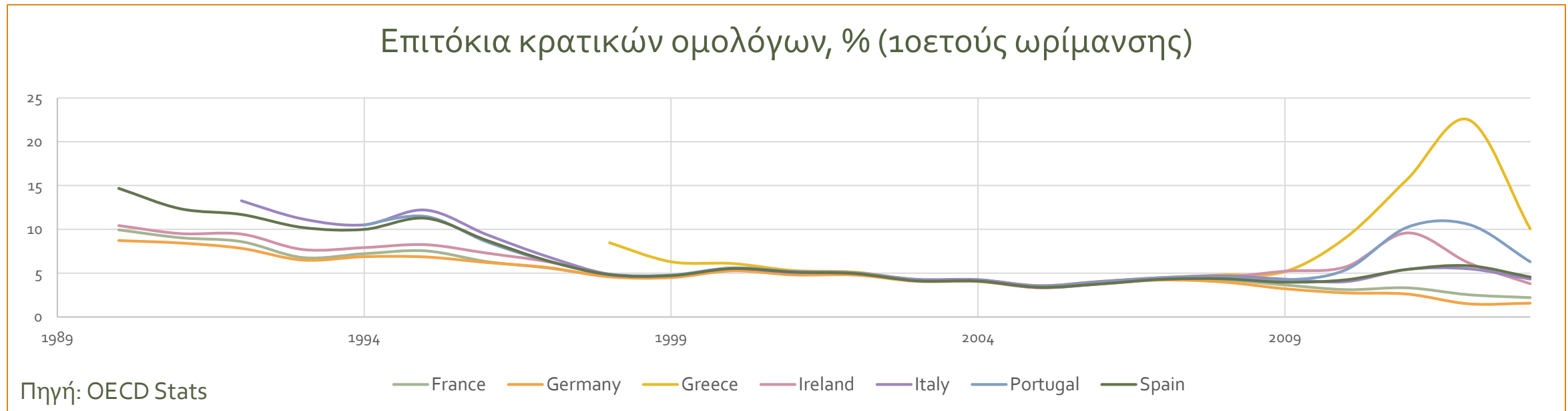
-Ροή κεφαλαίων: Από το Κέντρο προς την Περιφέρεια, αναζητώντας τις υψηλότερες αποδόσεις.

Σημαντικό: Τα κεφάλαια αυτά κατευθύνθηκαν στο στεγαστικό τομέα & την κατανάλωση και όχι τόσο σε παραγωγικές επενδύσεις

-Το πρόβλημα του **ιδιωτικού χρέους** γίνεται πρόβλημα **δημόσιου χρέους** (αύξηση ελλειμμάτων, διάσωση τραπεζών)

## B) Απουσία δανειστή έσχατης προσφυγής (Lender of Last Resort)

- Το καταστατικό της ECB της απαγορεύει να αγοράζει απευθείας ομόλογα των Κυβερνήσεων (*no bail-out clause*)
- Η χρηματοδότηση των Κυβερνήσεων βασίζεται στις αγορές και εξαρτάται από τις προσδοκίες τους
- Με το φόβο της χρεοκοπίας, τα επιτόκια δανεισμού των χωρών της Περιφέρειας αυξήθηκαν σημαντικά



- Φαύλος κύκλος χρέους:

Προσδοκίες χρεοκοπίας → αύξηση επιτοκίων → αύξηση δανειακών αναγκών & του χρέους → επιδείνωση προσδοκιών βιωσιμότητας του χρέους και περαιτέρω αύξηση επιτοκίων/αποκλεισμός από τις αγορές

## Γ) Περιορισμοί στη δημοσιονομική πολιτική

- Μεγάλη έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζών σε ομόλογα των χωρών της Περιφέρειας και αυξανόμενος βαθμός αλληλεξάρτησης των χωρών της ευρωζώνης

ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΤΗΣ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΤΟΥ ΚΕΝΤΡΟΥ (billion euros)			
	1999	2009	% μεταβολή
Πορτογαλία	26	110	320
Ιρλανδία	60	348	481
Ιταλία	259	822	217
Ελλάδα	24	141	491
Ισπανία	94	613	554

Τράπεζες πυρήνα (ευρωζώνη): Γερμανία, Γαλλία, Αυστρία, Βέλγιο, Ολλανδία

Πηγή: Baldwin et al. 2015

- European Commission, ECB & IMF [Troika]
  - Συμφωνία για διάσωση των οικονομιών. Παροχή δανείων, υπό αυστηρές προϋποθέσεις
  - Λειτουργία Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (European Stability Mechanism)

- **Δέσμευση σε δημοσιονομική πειθαρχία:** Επίτευξη ισοσκελισμένων ή και πλεονασματικών προϋπολογισμών για τη μείωση του δημόσιου χρέους

Αλλαγές σε ευρωπαϊκό επίπεδο:

Ενίσχυση του **Stability & Growth Pact** (σε αυτό περιλαμβάνονται οι προβλέψεις για το όριο του 3% στο συνολικό έλλειμμα και το 60% για το δημόσιο χρέος)

2013: Εφαρμογή *Fiscal Compact* → καλεί στην υιοθέτηση μέσω εθνικής νομοθεσίας ενός κανόνα για τη μείωση του δομικού ισοζυγίου (cyclically-adjusted balance)

- **Εφαρμογή εκτεταμένων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων:** Έμφαση στην απορρύθμιση της αγοράς εργασίας. Απομάκρυνση των αγκυλώσεων ώστε να επιτρέπεται η καθοδική κίνηση των μισθών

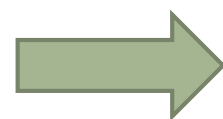
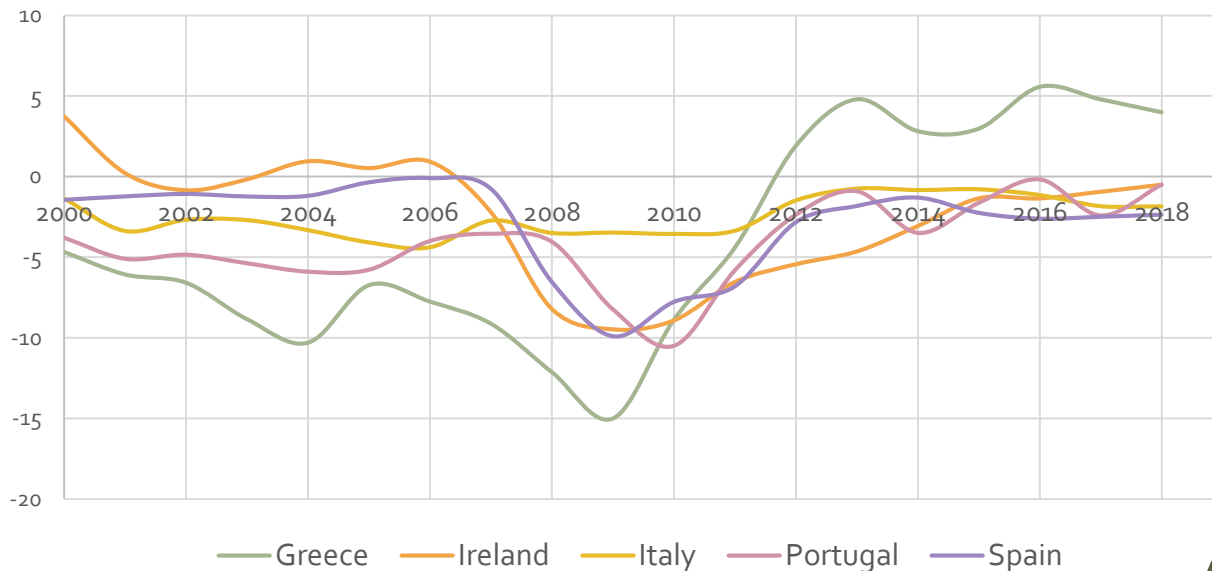
Κοινή στόχευση των δεσμεύσεων:

Λιτότητα: Μειώνει την εγχώρια ζήτηση, άρα και τις τιμές

Μειώσεις μισθών: Μείωση μοναδιαίου κόστους παραγωγής (unit labor cost)

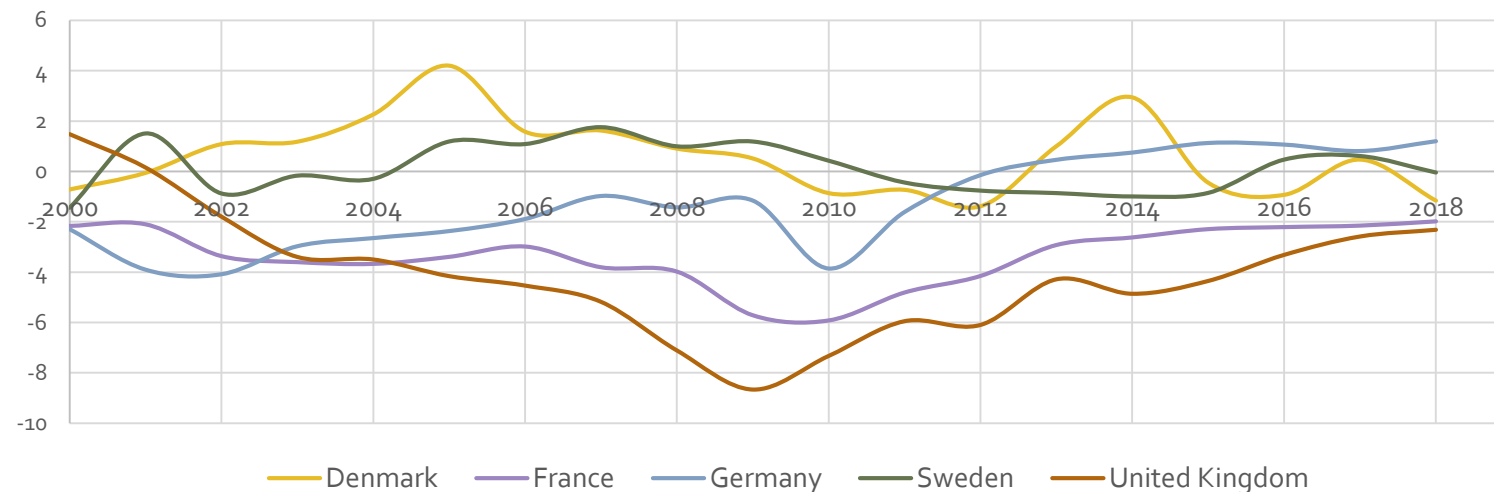
Ως αποτέλεσμα οι ανταγωνιστικότητα θα αυξηθεί. Η οικονομική δραστηριότητα θα τονωθεί μέσω της αύξησης των εξαγωγών. [**Εσωτερική υποτίμηση:** με δεδομένη την απώλεια του εργαλείου της υποτίμησης του νομίσματος]

## Δομικό ισοζύγιο (% δυνητικού ΑΕΠ)



Οι χώρες τις Περιφέρειας εφαρμόζουν άμεσα μέτρα δημοσιονομικής συστολής

## Δομικό ισοζύγιο (% δυνητικού ΑΕΠ)



- Δημιουργείται ένα σημαντικό ζήτημα:

Παγίδα ρευστότητας (liquidity trap): Περιβάλλον αβεβαιότητας και χαμηλών επιτοκίων.  
Τα επιτόκια βρίσκονται στο Μηδενικό Κατώτατο Όριο

Η νομισματική πολιτική είναι **αναποτελεσματική**

Οι οικονομικοί δρώντες επιλέγουν να διακρατούν ρευστό και όχι τοκοφόρα στοιχεία (όπως ομόλογα) γνωρίζοντας ότι στο μέλλον τα επιτόκια θα αυξηθούν

Η δημοσιονομική πολιτική αποκτά κρίσιμο ρόλο σε ένα τέτοιο περιβάλλον για τη σταθεροποίηση της οικονομίας

Εφαρμογή λιτότητας: Δημοσιονομική συστολή εν μέσω ύφεσης.

Η δημοσιονομική πολιτική χρησιμοποιείται **(προ)κυκλικά** (pro-cyclical) & όχι αντικυκλικά (counter-cyclical) για την τόνωση της μεγέθυνσης

Η περιστολή της εγχώριας ζήτησης βαθαίνει την ύφεση → περαιτέρω πιέσεις στους προϋπολογισμούς και εμφάνιση της κρίσης χρέους

# ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

- **Χρηματοπιστωτική κρίση 2007-08:**

Ταχεία επέκταση φθηνού δανεισμού, χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, υποτίμηση ρίσκου & αυξανόμενη έκταση αλληλεξάρτησης

- **Μετάδοση στην πραγματική οικονομία:**

Credit crunch, συστολή παραγόμενου προϊόντος, αύξηση της ανεργίας & κατάρρευση εμπορίου

- **Μακροοικονομικές πολιτικές:**

- Νομισματική πολιτική: Επεκτατική μετά την ύφεση

Προσέγγιση *Μηδενικού Κατώτατου Ορίου* & υιοθέτηση *μη συμβατικών μέτρων*, όπως η ποσοτική χαλάρωση

- Δημοσιονομική πολιτική: Άμεση επιδείνωση δημόσιων οικονομικών μέσω των αυτόματων σταθεροποιητών & μέτρων στη βάση της διακριτικής ευχέρειας

- Κρίση χρέους στην ευρωπαϊκή Περιφέρεια: Εφαρμογή εκτεταμένης λιτότητας & διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ώστε να λάβουν χρηματοδότηση

- Ωστόσο: Σε *παγίδα ρευστότητας* η δημοσιονομική επέκταση είναι απαραίτητη. Η λιτότητα μπορεί να έχει τα αντίθετα από τα επιθυμητά αποτελέσματα



# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Baldwin, R. et al., 2015, *Rebooting the Eurozone: Step I-agreeing a crisis narrative*, CEPR Policy Insight no. 85
- Blanchard, O., 2009, *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies*, IMF Working Paper no. 09/80
- Dell' Ariccia, G, Rabanal, P. & Sandri, D., 2018, *Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan and United Kingdom*, Journal of Economic Perspectives, vol. 32, no.4: 147-172
- Eichengreen, B., 2008, *Origins and Responses to the Crisis* , unpublished manuscript, University of California
- Frieden, J. & Walter, S., 2017, *Understanding the Political Economy of the Eurozone Crisis*, Annual Review of Political Science, vol. 20, no. 1: 371-390
- Keeley, B. & Love, P., 2010, *OECD Insights: From Crisis to Recovery. The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD Publications
- Koutsiaras, N., 2020, *Making a virtue out of necessity? The Economics and Politics of the ECB's Monetary Policy, 1999-2019*, Region and Periphery Issue 2020 (9): 37-82
- Lane, P. R., 2012, *The European Sovereign Debt Crisis*, Journal of Economic Perspectives, vol. 26, no. 3: 49-68
- Pistaferri, L., 2016, *Why Has Consumption Remained Moderate after the Great Recession?*, paper prepared for the conference "The Elusive "Great" Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics", Federal Reserve Bank of Boston
- Schambaugh, J. C., 2012, *The Euro's Three Crises*, Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012: 157-211
- The Economist 2013, *The Origins of the financial crisis*  
<https://www.economist.com/schools-brief/2013/09/07/crash-course>

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βάσεις δεδομένων:

- OECD Stats <https://stats.oecd.org/>
- IMF DataMapper <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/BOP>
- Ameco Result [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm](https://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm)
- ECB Statistical Data Warehouse <https://sdw.ecb.europa.eu/>
- World Trade Organization Data [https://www.wto.org/english/res\\_e/statis\\_e/statis\\_e.htm](https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/statis_e.htm)