

№ 16 • ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2015



ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Μηνιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

www.kepe.gr

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Μηνιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

Εκδότης:

**ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ**

Συντακτική ομάδα:

Αικατερίνη Τσούμα (Υπεύθυνη έκδοσης)
Πρόδρομος Βλάμης
Σωτήρης Παπαϊωάννου
Γεωργία Σκίντζη
Αθανάσιος Χύμης

Διοικητική υποστήριξη -

Πληροφορίες:

Χρήστος Ελευθεριάδης
Τηλ. 210 3676359
Email: greekconomy@kepe.gr

Γλωσσική επιμέλεια-Διορθώσεις:

Ελένη Σουλτανάκη

Παραγωγή ηλεκτρονικής έκδοσης:

Ι. ΓΑΪΤΑΝΗΣ-Κ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ Ο.Ε.

Copyright 2015

ΚΕΝΤΡΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

Αμερικής 11, Αθήνα, 106 72,
Τηλ.: +30-210-3676.300, 210-3676.359
Fax: +30-210-3630.122, 210-3611.136

Το περιοδικό **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ** αναρτάται στον δικτυακό τόπο <http://www.kepe.gr/greekconomy.htm>

Οι γνώμες και κρίσεις που διατυπώνονται στα άρθρα είναι των συγγραφέων και δεν αντιπροσωπεύουν αναγκαία γνώμες ή κρίσεις του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών.



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Μηνιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

№ 16 • ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2015

EDITORIAL 4

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΥΓΚΥΡΙΑΣ 5

Χρήστος Τριαντόπουλος

Η ΚΛΑΔΙΚΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ
ΤΟΥ ΑΝΤΙΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 16

Γιάννης Παναγόπουλος

ΤΟ ΔΙΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΠΛΗΡΩΜΩΝ
(TARGET2) ΚΑΙ ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ
ΣΤΙΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ
ΤΩΝ ΕΘΝΙΚΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ
ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΕΝΑΝΤΙ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ
ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ 24

Αριστοτέλης Κουτρούλης

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΕΝΟΣ ΣΟΚ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ
ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΗΠΑ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΤΗ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΕΠΟΧΗ 31

Αναστάσιος Ευγενίδης

Κώστας Συριόπουλος

Η παρούσα φάση την οποία διανύει η ελληνική οικονομία τον Απρίλιο του 2015, και εν μέσω των συνεχιζόμενων διαπραγματεύσεων και διαβουλεύσεων με τους οικονομικούς εταίρους της χώρας, καθιστά για ακόμα μια φορά σαφείς τις δυσχέρειες που συνοδεύουν την επίτευξη της οριστικής εξόδου της ελληνικής οικονομίας από την κρίση. Ιδιαίτερα, λαμβάνοντας υπόψη το βάθος και τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης που έχει υποστεί η χώρα, γίνεται κατανοητό ότι οι ποικίλες επιδράσεις της συνδέονται με την εμφάνιση ειδικών και μεμονωμένων οικονομικών φαινομένων ή και με τη δομική μεταβολή των συνθηκών αναφορικά με τη λειτουργία διαφόρων μηχανισμών στην οικονομία. Οι περίοδοι κρίσεων αποτελούν άλλωστε, ως ενδιάμεσες φάσεις διαφοροποίησης των εξελίξεων, ειδικό αντικείμενο διερεύνησης και σε διεθνές επίπεδο.

Στο πλαίσιο αυτό, ενδιαφέρον αποκτά η εξέταση φαινομένων όπως αυτό της παρατεταμένης και κατά περίπτωση σημαντικής και συνεχιζόμενης πτώσης των τιμών των αγαθών και υπηρεσιών στην Ελλάδα. Παράλληλα, σημαντικό είναι να διερευνώνται οι τυχόν μεταβολές των επιδράσεων της άσκησης νομισματικής πολιτικής σε επίπεδο ομάδων χωρών, αλλά και διεθνώς, μεταξύ περιόδων που διαφοροποιούνται ως προς την οικονομική επίδοση. Στην περίπτωση της Ευρωζώνης, ειδικότερα, παρόμοιοι συλλογισμοί αφορούν πιθανές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας του διευρωπαϊκού συστήματος πληρωμών και τις συνδεόμενες με αυτές επιπτώσεις, σε εξάρτηση από τη χρονική περίοδο αναφοράς. Διεθνώς, κρίσιμο αντικείμενο έρευνας αποτελεί η αναζήτηση ενδείξεων αναφορικά με τις μεταβολές των μεγεθών των διαταραχών και των επιδράσεών τους ως αποτέλεσμα της πιο πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Στη βάση των ως άνω συσχετισμών, το παρόν τεύχος της *Ελληνικής Οικονομίας* παρουσιάζει αρχικά, ως είθισται, τις πλέον πρόσφατες εξελίξεις στο διεθνές και εγχώριο περιβάλλον, καλύπτοντας ένα ιδιαίτερα ευρύ φάσμα οικονομικών παραμέτρων. Στη συνέχεια φιλοξενούνται τρία άρθρα. Το πρώτο άρθρο παρουσιάζει την κλαδική διάσταση του αντιπληθωρισμού στην Ελλάδα. Με στόχο την ανάδειξη των βασικών κλάδων που συνδέονται με το φαινόμενο του αντιπληθωρισμού στην Ελλάδα, εξειδικεύεται η βαρύτητά τους στη βάση των συντελεστών στάθμισης και της εξέλιξης αυτών και αναλύεται η διαχρονική αντιπληθωριστική τους πορεία. Το δεύτερο άρθρο αναφέρεται στο Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο (TARGET2). Εστιάζει στη διαχρονική πορεία των απαιτήσεων/υποχρεώσεων των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών της Ευρωζώνης έναντι της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, με έμφαση στο πρόβλημα της (υπερ)συσσώρευσης και των ανησυχιών που εγείρει. Το τρίτο άρθρο αναλύει τις επιδράσεις ενός σοκ νομισματικής πολιτικής από τις ΗΠΑ στην παγκόσμια οικονομία. Διερευνά τόσο τα κανάλια μέσω των οποίων ένα σοκ νομισματικής φύσεως μεταδίδεται στο εσωτερικό των ΗΠΑ αλλά και στις ξένες οικονομίες, όσο και τις τυχόν αλλαγές στο μέγεθος της μετάδοσης του σοκ στο πέρασ του χρόνου και μεταξύ των διαφορετικών οικονομιών.

Αικατερίνη Τσούμα
Ερευνήτρια ΚΕΠΕ

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΥΓΚΥΡΙΑΣ

Χρήστος Τριαντόπουλος, Ερευνητής ΚΕΠΕ

Η παρούσα συνοπτική ανάλυση αποτελεί, επί της ουσίας, μία επισκόπηση των εξελίξεων και μεταβολών σε βασικά οικονομικά μεγέθη και δείκτες, όπως αυτές παρατίθενται και δημοσιοποιούνται από διεθνείς οικονομικούς οργανισμούς, ενώ, στο πλαίσιο της ανάλυσης, παρουσιάζονται και συγκεκριμένες μελέτες από υψηλού επιπέδου ερευνητικούς οργανισμούς, συνεισφέροντας στην ευρύτερη συζήτηση για τις διεθνείς και εγχώριες οικονομικές εξελίξεις. Στα σημεία όπου παρατίθενται οι εκτιμήσεις του ΚΕΠΕ υπάρχει ρητή αναφορά, καθώς είναι σημαντικό στην παρούσα επισκόπηση να καθίστανται διακριτές οι εκτιμήσεις κάθε ερευνητικού φορέα.

ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι προοπτικές για την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας το 2015, που αναμένεται σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) να φτάσει το 3,5%, εδράζονται, κυρίως, στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, αν και οι επιμέρους εκτιμήσεις είναι λιγότερο αισιόδοξες σε σχέση με τις προηγούμενες. Σύμφωνα με το πλέον πρόσφατο World Economic Outlook του ΔΝΤ, ο ρυθμός ανάπτυξης των αναδυόμενων αγορών και των αναπτυσσόμενων οικονομιών εκτιμάται να διαμορφωθεί το 2015 στο 4,3%. Η εκτίμηση αυτή βασίζεται, κυρίως, στις οικονομίες της Ασίας, καθώς αναμένεται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της Κίνας θα διαμορφωθεί στο 6,8%, της Ινδίας στο 7,5% και των πέντε οικονομιών της Ένωσης Χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας (Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Ταϊλάνδη και Βιετνάμ) στο 5,2%, ενώ η οικονομία της Ρωσίας εκτιμάται ότι θα εισέλθει σε σημαντική ύφεση που θα φτάσει το 2015 στο 3,8%, σημειώνοντας ότι το ΔΝΤ αναθεώρησε επί τα χείρω την εκτίμησή του για τη Ρωσία σε σχέση με τον περασμένο Ιανουάριο (-3,0%). Οι προσδοκίες για την αναπτυξιακή πορεία των ανεπτυγμένων οικονομιών διαμορφώνονται σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα, αφού, σύμφωνα πάντα με το ΔΝΤ, ο ρυθμός ανάπτυξης τόσο για το 2015, όσο και για το 2016, εκτιμάται να διαμορφωθεί στο 2,4%, που οφείλεται, κυρίως, στη σταθερή πορεία μεγέθυνσης της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (ΗΠΑ), αν και οι τελευταίες εκτιμήσεις για ανάπτυξη 3,1%, τόσο το 2015 όσο και το 2016, είναι χαμηλότερες από τις αντίστοιχες του περασμένου Ιανουαρίου (3,6% για το 2015 και 3,3% για το 2016).

Η σχετική αδυναμία των ανεπτυγμένων οικονομιών, και ειδικότερα των ευρωπαϊκών οικονομιών, να εισέλθουν σε τροχιά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, αποτυπώνεται στην ανεργία, η οποία συνεχίζει να ταλανίζει πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες. Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία του Οργανισμού για την Οικονομική Συνεργασία και Ανάπτυξη (ΟΟΣΑ), το ποσοστό ανεργίας για το σύνολο των οικονομιών του ΟΟΣΑ διαμορφώθηκε τον Ιανουάριο του 2015 στο 7,0%, παραμένοντας στα ίδια επίπεδα με το Δεκέμβριο του προηγούμενου έτους, αλλά και διατηρώντας την τάση αποκλιμάκωσης της τελευταίας περιόδου. Έτσι, σε απόλυτους όρους, οι άνεργοι στο σύνολο των οικονομιών του ΟΟΣΑ ανέρχονται στα 43,1 εκατ. πολίτες, που είναι κατά 6,5 εκατ. πολίτες λιγότεροι σε σχέση με τον υψηλότερο αριθμό του Απριλίου του 2010, αλλά είναι ακόμα κατά 8,7 εκατ. πολίτες περισσότεροι από τον Ιούλιο του 2008. Τα υψηλότερα ποσοστά ανεργίας, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ, σημειώνονται στην Ευρωζώνη, όπου το ποσοστό ανεργίας τον Ιανουάριο του 2015 μειώθηκε οριακά στο 11,2% (από 11,3% το Δεκέμβριο του 2014), ενώ στις ΗΠΑ διαμορφώθηκε στο 5,7%, στη Γερμανία στο 4,7%, στην Ιαπωνία στο 3,6% και στη Ν. Κορέα στο 3,4%. Η πτωτική πορεία συνεχίστηκε στις ΗΠΑ και το Φεβρουάριο του 2015, όπου το ποσοστό ανεργίας,

σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, έπεσε στο 5,5%, ενώ, αντιθέτως, στην Ευρωζώνη το Φεβρουάριο του 2015, σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, αυξήθηκε οριακά στο 11,3%.

Το στοίχημα, συνεπώς, για την Ευρωζώνη είναι να καταφέρει να εισέλθει το συντομότερο δυνατόν σε μία τροχιά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Η ανάλυση του ΟΟΣΑ αναφορικά με τους σύνθετους πρόδρομους δείκτες έρχεται να προστεθεί στην επίδοση για το ρυθμό ανάπτυξης της Ευρωζώνης, ο οποίος, σύμφωνα τόσο με την Eurostat όσο και με το ΔΝΤ, διαμορφώθηκε το 2014 στο 0,9%, οριακά υψηλότερα από την τελευταία εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Ειδικότερα, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ (Μάρτιος 2015)¹, οι σύνθετοι πρόδρομοι δείκτες καταδεικνύουν μία θετική στροφή όσον αφορά την αναπτυξιακή δυναμική, τη στιγμή, βέβαια, που οικονομίες όπως των ΗΠΑ, του Καναδά, της Κίνας, της Ιαπωνίας και της Βραζιλίας παραμένουν σε σταθερή αναπτυξιακή δυναμική, ενώ εξαίρεση αποτελεί η Ρωσία που εμφανίζει απώλειες.

Πίνακας 1				
Παγκόσμιο παραγόμενο προϊόν και εμπόριο				
Παραγόμενο προϊόν (% Μεταβολή ΑΕΠ)	2013	2014	2015	2016
Ανεπτυγμένες οικονομίες	1,4	1,8	2,4	2,4
ΗΠΑ	2,2	2,4	3,1	3,1
Ευρωζώνη	-0,5	0,9	1,5	1,6
Αναδυόμενες αγορές και αναπτυσσόμενες οικονομίες	5,0	4,6	4,3	4,7
Ρωσία	1,3	0,6	-3,8	-1,1
Αναδυόμενη και αναπτυσσόμενη Ασία	7,0	6,8	6,6	6,4
Κίνα	7,8	7,4	6,8	6,3
Ινδία	6,9	7,2	7,5	7,5
Ένωση Χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας (5) ¹	5,2	4,6	5,2	5,3
Βραζιλία	2,7	0,1	-1,0	1,0
Εμπόριο (% Μεταβολή)	2013	2014	2015	2016
Όγκος παγκόσμιου εμπορίου	3,5	3,4	3,7	4,7
Εισαγωγές ανεπτυγμένων οικονομιών	2,1	3,3	3,3	4,3
Εισαγωγές αναδυόμενων αγορών και αναπτυσσόμενων οικονομιών	5,5	3,7	3,5	5,7

Πηγή: ΔΝΤ (Απρίλιος 2015).
Σημείωση: 1. Περιλαμβάνονται οι οικονομίες της Ινδονησίας, της Μαλαισίας, των Φιλιππινών, της Ταϊλάνδης και του Βιετνάμ.

Η επιστροφή της οικονομίας της ΕΕ, αλλά και της Ευρωζώνης, σε τροχιά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης δύναται να επιτευχθεί μέσα από την επάνοδό τους στο διεθνές εμπορικό στερέωμα, καθώς ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αναμένεται, σύμφωνα με το ΔΝΤ, να φτάσει σε ρυθμούς ανάπτυξης που θα φτάσουν το 4,7% το 2016. Παράλληλα, σύμφωνα με κείμενο εργασίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μάρτιος 2015)², το σχετικό μερίδιο της ΕΕ στην παγκόσμια αγορά εμπορίου (αγαθών και υπηρεσιών) από κοντά στο 20% για την περίοδο 2000-2007 έπεσε σε επί-

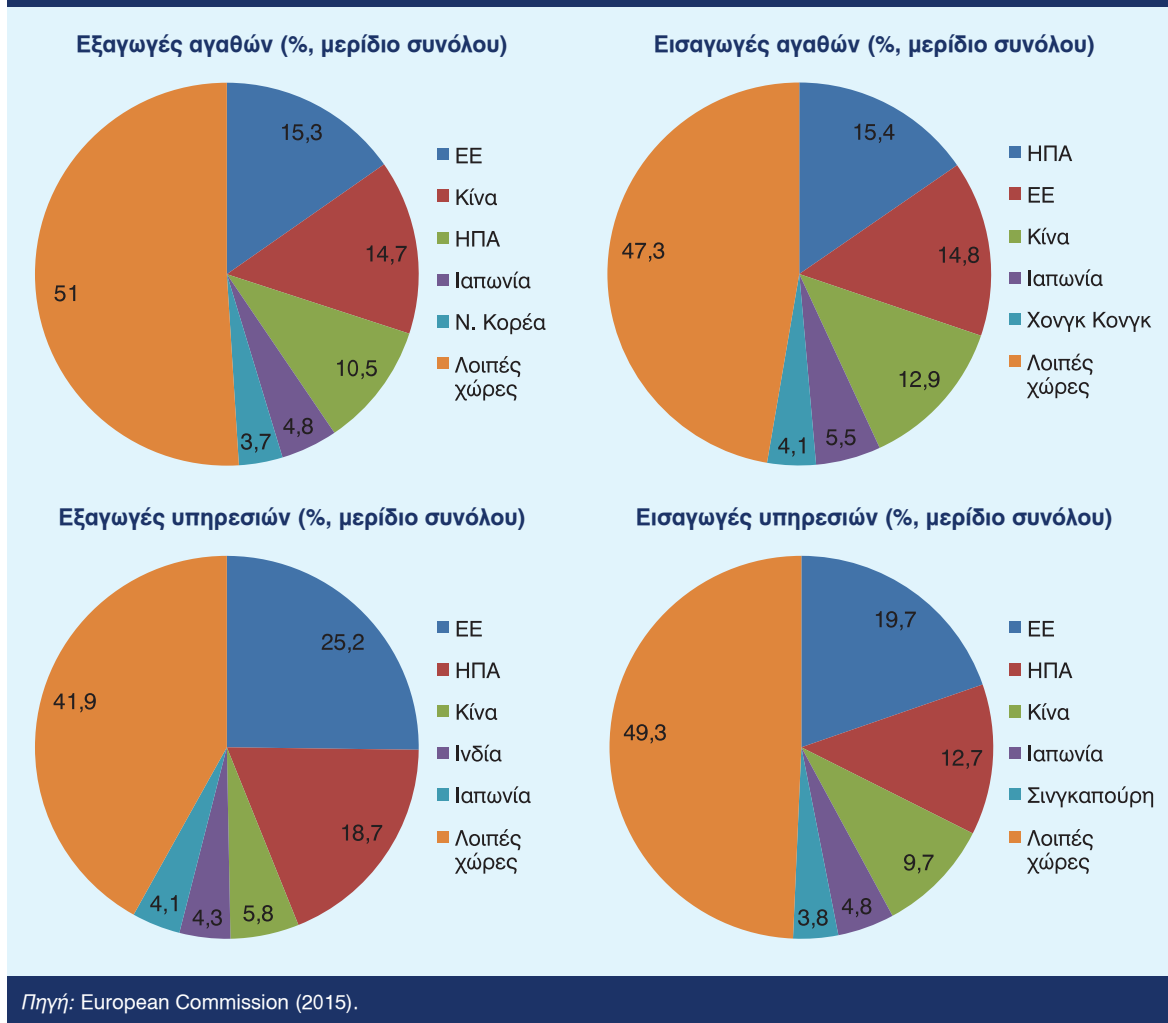
1. Διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο του ΟΟΣΑ:

<http://oecd.org/newsroom/composite-leading-indicators-cli-oecd-march-2015.htm>.

2. Galar, M. (2015), "Has the EU's Leading Position in Global Trade Changed Since the Crisis?", ECFIN Economic Brief, Issue 39, March 2015, European Commission (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_briefs/2015/pdf/eb39_en.pdf).

πεδα κοντά στο 15% τα τελευταία χρόνια, την ώρα που η αντίστοιχη επίδοση της Κίνας πλησίαζε τα επίπεδα του 15% το 2013 από αρκετά χαμηλότερα του 5% το 2000. Έτσι, σύμφωνα με την ανάλυση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το 2013, αν και έχει συρρικνωθεί σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια, η ΕΕ είχε το μεγαλύτερο μερίδιο στο παγκόσμιο εμπόριο τόσο στις εξαγωγές υπηρεσιών (25,2% του συνόλου) όσο και στις εξαγωγές αγαθών (15,3% του συνόλου), χωρίς, όμως, αυτό να αποτελεί παράγοντα εφησυχασμού. Αντιθέτως, εάν συνυπολογιστεί το γεγονός ότι αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπως η Κίνα, αφενός αναπτύσσουν συγκριτικά πλεονεκτήματα σε αγαθά έντασης γνώσης και προωθούν την έρευνα και τεχνολογία και αφετέρου διαμορφώνουν μία μεγάλη και απαιτητική εσωτερική αγορά, καθίσταται επιτακτική η προσήλωση της ευρωπαϊκής οικονομίας στην ανάκαμψη και διεύρυνση του ρόλου της στο παγκόσμιο εμπόριο.

Διάγραμμα 1
Κατανομή παγκόσμιου εμπορίου, 2013



Οι συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί κατά την τρέχουσα περίοδο επιτρέπουν τη συγκρατημένη αισιοδοξία ότι η ευρωπαϊκή οικονομία μπορεί σταδιακά να επανακτήσει τον κυρίαρχο ρόλο της στο παγκόσμιο εμπόριο και να επιτύχει υψηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης. Συγκεκριμένα, η μείωση των τιμών του πετρελαίου και η αποτύπωση της στο εισόδημα των νοικοκυριών και στην κατανάλωση, αλλά και η ποσοτική χαλάρωση από την πλευρά της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), εκτιμάται ότι θα συνεισφέρουν θετικά στην εσωτερική οικονομική δραστηριότητα. Παράλ-

ληλα, η πτώση του ευρώ έναντι του δολαρίου και άλλων νομισμάτων θα συμβάλει στην αύξηση των εξαγωγών της ευρωπαϊκής οικονομίας, με αποτέλεσμα να διαμορφώνονται θετικές επιπτώσεις και από την εξωτερική δραστηριότητα. Και, όπως τονίζεται στην πλέον πρόσφατη ανάλυση του ΟΟΣΑ (Μάρτιος 2015), η πτώση του ευρωπαϊκού νομίσματος έναντι του δολαρίου και άλλων νομισμάτων δύναται –λόγω των υψηλότερων τιμών των εισαγωγών– να συμβάλει θετικά στο επίπεδο του πληθωρισμού, το οποίο διαφαίνεται ότι σταδιακά απομακρύνεται από τη σφαίρα του αρνητικού πρόσημου. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την Eurostat, ο πληθωρισμός το Μάρτιο του 2015 εκτιμάται στο -0,1% από -0,3% το Φεβρουάριο και -0,6% τον Ιανουάριο του ίδιου έτους.

Υπό αυτό το πρίσμα, ο ΟΟΣΑ αναθεώρησε επί τα βελτίω το Μάρτιο τις εκτιμήσεις του για το ρυθμό ανάπτυξης της Ευρωζώνης σε σχέση με τις προβλέψεις του περασμένου Νοεμβρίου, εκτιμώντας ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 1,4% το 2015 (από 1,1%) και στο 2,0% το 2016 (από 1,7%)³. Προς αυτή την κατεύθυνση φαίνεται να κινείται και το ΔΝΤ, το οποίο, επίσης, αναθεώρησε προς το καλύτερο τις εκτιμήσεις του για το ρυθμό ανάπτυξης της Ευρωζώνης σε σχέση με τον περασμένο Ιανουάριο, προβλέποντας ότι θα διαμορφωθεί στο 1,5% το 2015 (από 1,2%) και στο 1,6% το 2016 (από 1,4%).

Φυσικά, ο κρισιμότερος παράγοντας για την αξιοποίηση των προαναφερθεισών συνθηκών είναι η επανάκαμψη του επενδυτικού ενδιαφέροντος στην οικονομία της ΕΕ και, ειδικότερα, της Ευρωζώνης. Προς αυτή την κατεύθυνση είναι ζωτικής σημασίας η άμεση υλοποίηση του πολυσυζητημένου επενδυτικού σχεδίου της ΕΕ συνολικού ύψους 315 δισ. ευρώ, η ολοκλήρωση της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης της ευρωπαϊκής οικονομίας, η προώθηση κανονιστικών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε αγορές προϊόντων και υπηρεσιών που θα συμβάλουν στην αποτελεσματικότητα των σχεδιασμένων αλλά και στην προσέλκυση νέων επενδύσεων, και η επίτευξη σε ευρωπαϊκό επίπεδο μίας αναπτυξιακής ισορροπίας μεταξύ δημοσιονομικής ευρωστίας και εσωτερικής ζήτησης.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η ελληνική οικονομία, την τελευταία περίοδο, έχει επηρεαστεί, και συνεχίζει να επηρεάζεται, αφενός από την αδυναμία ολοκλήρωσης του προγράμματος οικονομικής πολιτικής στα τέλη του 2014 και αφετέρου από την παρατεταμένη διαδικασία διαπραγμάτευσης της χώρας με τους εταίρους της στο πλαίσιο του Μηχανισμού Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ. Οι αρνητικές επιπτώσεις από τις εξελίξεις αυτές εντοπίζονται, αρχικά, στη ρευστότητα τόσο του Δημοσίου όσο και της τραπεζικής αγοράς και, κατ' επέκταση, στην οικονομική και παραγωγική δραστηριότητα, καθιστώντας σημαντική την ευρύτερη ομαλοποίηση της κατάστασης, ώστε να συνεχιστούν οι θετικές επιδόσεις στην οικονομία και να αξιοποιηθούν οι ευνοϊκές συνθήκες που διαμορφώνονται σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Σύμφωνα με τα προσωρινά εποχικά διορθωμένα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για τους τριμηνιαίους Εθνικούς Λογαριασμούς, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2014 διαμορφώθηκε κοντά στο 0,8%, ξεπερνώντας οριακά τις αρχικές προβλέψεις (+0,6%), αλλά και απέχοντας από τις πρόσφατες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (+1%). Οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΔΝΤ για το 2015 θέλουν το ρυθμό ανάπτυξης να διαμορφώνεται στο 2,5%, αν και πρόσφατες εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομικών εκτιμούν χαμηλότερη επίδοση για φέτος.

Ο δείκτης οικονομικού κλίματος το Μάρτιο, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, επιδεινώθηκε, σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα, σε αντίθεση με την ανοδική τάση που κατα-

3. Διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο του ΟΟΣΑ:

<http://oecd.org/eco/outlook/Interim-Assessment-Handout-Mar-2015.pdf>.

γράφεται σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Συγκεκριμένα, ο εν λόγω δείκτης το Μάρτιο διαμορφώθηκε στις 96,8 μονάδες από 98,2 το Φεβρουάριο. Η εξέλιξη αυτή, σύμφωνα και με το Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE), αποδίδεται, κυρίως, στην επιδείνωση των επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές, στο λιανικό εμπόριο και τις υπηρεσίες, καθώς και στην οριακή υποχώρηση του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών, ενώ βελτίωση παρουσίασαν οι επιχειρηματικές προσδοκίες στη βιομηχανία, αν και κυμαίνονται σε επίπεδα χαμηλότερα του 2014.

Η παραγωγή στο βιομηχανικό κλάδο εναρμονίζεται με τις προσδοκίες της περιόδου, καθώς, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, το Φεβρουάριο του 2015 ο γενικός δείκτης βιομηχανικής παραγωγής παρουσίασε αύξηση σε σχέση με τον ίδιο μήνα του 2014 κατά 1,9%, αλλά και σημαντική αύξηση κατά 9,9% σε σύγκριση με τον Ιανουάριο του 2015. Λιγότερο αισιόδοξη είναι η εικόνα που παρατηρείται στον κύκλο εργασιών στο βιομηχανικό κλάδο, καθώς, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, ο γενικός δείκτης κύκλου εργασιών στη βιομηχανία τον Ιανουάριο του 2015, σε σύγκριση με τον ίδιο μήνα του 2014, παρουσίασε μείωση κατά 16%, έναντι μείωσης 5,2% που σημειώθηκε κατά την αντίστοιχη σύγκριση του έτους 2014 προς το 2013. Ειδικότερα, για τον Ιανουάριο ο δείκτης κύκλου εργασιών εγχώριας αγοράς μειώθηκε κατά 12,7% και ο αντίστοιχος εξωτερικής αγοράς μειώθηκε κατά 20,2%, όπου η μείωση αυτή οφείλεται, κυρίως, στην εξωτερική αγορά εκτός Ευρωζώνης, όπως και τον προηγούμενο μήνα.

Όσον αφορά τον κλάδο της μεταποίησης, ο εποχικά προσαρμοσμένος δείκτης υπευθύνων προμηθειών (Purchasing Managers' Index - PMI), σύμφωνα με τα στοιχεία της Markit, διαμορφώθηκε το Μάρτιο στο 48,9, αποτυπώνοντας μία εικόνα συρρίκνωσης της παραγωγής του μεταποιητικού τομέα. Και αυτό διότι καταγράφεται τιμή κάτω από το σημείο μηδενικής μεταβολής των 50,0 μονάδων για έβδομο συνεχή μήνα, αν και υπήρξε ελαφρά εξασθένηση του ρυθμού συρρίκνωσης. Σύμφωνα με την εν λόγω ανάλυση, η μέση τιμή του κύριου δείκτη για το σύνολο του πρώτου τριμήνου του 2015 διαμορφώθηκε στις 48,5 μονάδες, η οποία ήταν η χαμηλότερη που έχει καταγραφεί από το τρίτο τρίμηνο του 2013. Ειδικότερα, όπως σημειώνεται από την Markit, η υποχώρηση των παραγγελιών οδήγησε τους κατασκευαστές στη μείωση των επιπέδων παραγωγής, μολοντί οριακά και με ασθενέστερο ρυθμό το Μάρτιο. Από τους τρεις ευρύτερους κλάδους της βιομηχανίας, μόνο οι κατασκευαστές του κλάδου καταναλωτικών αγαθών κατέγραψαν αύξηση της παραγωγής, αύξηση η οποία αντισταθμίστηκε από τη συρρίκνωση στους τομείς των ενδιάμεσων και των επενδυτικών αγαθών.

Αντίστοιχη είναι και η εικόνα στο λιανικό εμπόριο, καθώς οι επιδόσεις του Ιανουαρίου του 2015 ήταν χαμηλότερες τόσο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα όσο και σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, ο δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο τον Ιανουάριο του 2015 παρουσίασε μείωση 18,7% σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2014 και μείωση κατά 2,6% σε σχέση με τον Ιανουάριο του 2014. Σε όρους όγκου λιανικού εμπορίου, τον Ιανουάριο του 2015 σημειώθηκε μείωση κατά 16,9% σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2014, αλλά και οριακή μείωση 0,1% σε σύγκριση με τον Ιανουάριο του 2014.

Παράλληλα, οι αρνητικές πληθωριστικές πιέσεις διατηρούνται ισχυρές, αν και χαμηλότερες σε σχέση με τους πρώτους δύο μήνες του 2015, καθώς το Μάρτιο ο γενικός δείκτης τιμών καταναλωτή παρουσίασε μείωση 2,1% σε σχέση με τον ίδιο μήνα του 2014, ενώ σε μηνιαία βάση και σε σχέση με το Φεβρουάριο του 2015 παρουσιάστηκε αύξηση –μετά από πέντε μήνες αρνητικού πρόσημου– που ανέρχεται στο 2,4%. Η μέση ετήσια μεταβολή του γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή αυξήθηκε και διαμορφώθηκε σε -1,6%.

Τον Ιανουάριο του 2014, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού της ΕΛΣΤΑΤ, το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε στο 25,7% έναντι 27,2% τον Ιανουάριο του 2014. Ειδικότερα, σε σύγκριση με τον Ιανουάριο του 2014, οι απασχολούμενοι αυξήθηκαν κατά 36.781 άτομα (+1,1%) και οι άνεργοι μειώθηκαν κατά 87.228 άτομα (-6,7%). Αξίζει, ωστόσο,

να σημειωθεί ότι το ποσοστό ανεργίας του Ιανουαρίου του 2015, σε συνδυασμό με τη διόρθωση επί του ποσοστού του περασμένου Δεκεμβρίου, ακολουθεί την πτωτική πορεία του ποσοστού ανεργίας από το Σεπτέμβριο του 2013, οπότε και είχε φτάσει στο 27,9%.

Αναφορικά με το διεθνές εμπόριο, σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, τον Ιανουάριο του 2015 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ήταν αρνητικό και το έλλειμμα διαμορφώθηκε στα 847 εκατ. ευρώ, το οποίο και είναι 1,5 φορά υψηλότερο από το έλλειμμα του Ιανουαρίου του 2014. Το εμπορικό ισοζύγιο κατά τον ίδιο μήνα ήταν ελλειμματικό και, μάλιστα, υψηλότερο από το αντίστοιχο του 2014, καθώς διαμορφώθηκε περίπου στα 2 δισ. ευρώ. Η συγκριτική αυτή εξέλιξη, κατά το μήνα Ιανουάριο, οφείλεται στη μείωση των εξαγωγών κατά 323 εκατ. ευρώ σε σχέση με το 2014, καθώς οι εισαγωγές παρέμειναν σχεδόν στα ίδια επίπεδα. Η συνεισφορά των υπηρεσιών ήταν θετική, καθώς τον Ιανουάριο του 2015 το πλεόνασμα διαμορφώθηκε στα 513 εκατ. ευρώ, παραμένοντας στα ίδια επίπεδα με τον Ιανουάριο του 2014. Επιπρόσθετα, σύμφωνα πάλι με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, τον Ιανουάριο του 2015, παρουσίασε έλλειμμα κατά 796 εκατ. ευρώ, υπερδιπλάσιο του αντίστοιχου μήνα του 2014. Οι άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα από μη κατοίκους αυξήθηκαν τον Ιανουάριο 2015 κατά περίπου 40 εκατ. ευρώ, ενώ τον Ιανουάριο του 2014 είχαν αυξηθεί κατά 123 εκατ. ευρώ.

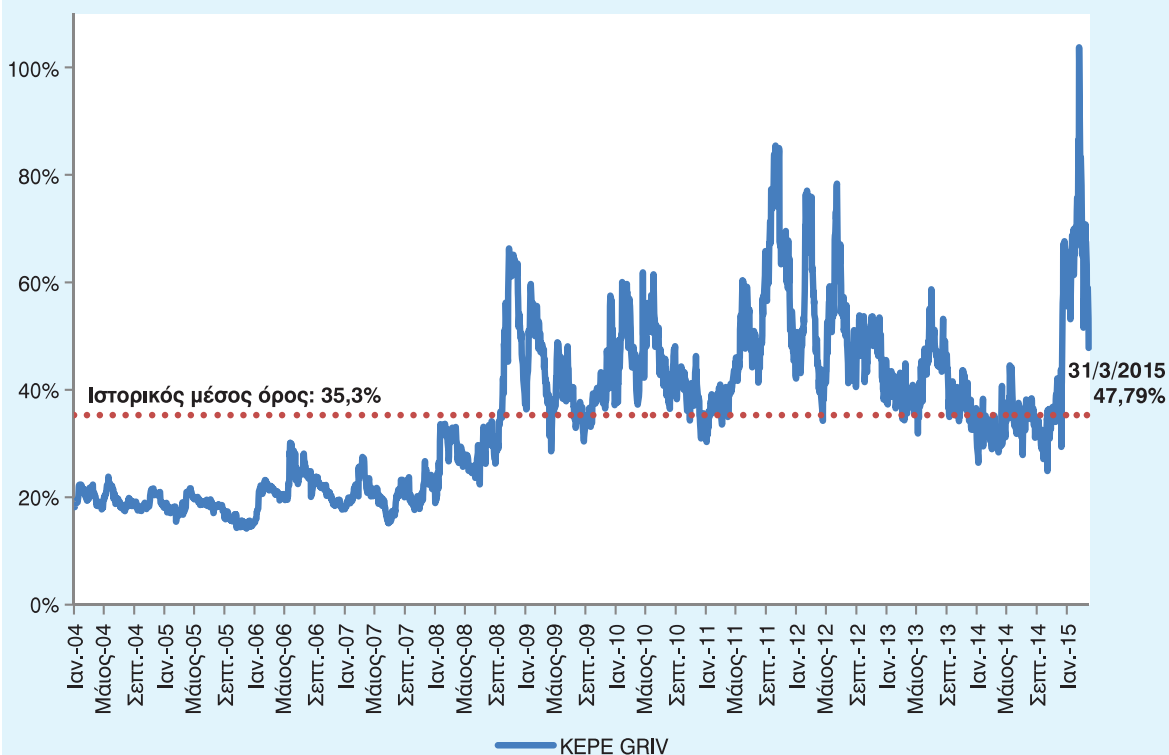
Το επενδυτικό περιβάλλον το Μάρτιο χαρακτηρίστηκε από μία πτωτική τάση, όπως αποτυπώθηκε στο γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Συγκεκριμένα, στις 2/4/2015 ο γενικός δείκτης έκλεισε στις 771 μονάδες, ενώ ένα μήνα πριν ήταν στις 849 μονάδες. Πρόκειται για μία εξέλιξη, σε συνέχεια των διακυμάνσεων του Φεβρουαρίου, που οφείλεται αφενός στη διαδικασία διαπραγμάτευσης της χώρας με τους εταίρους –σε συνέχεια της αδυναμίας ολοκλήρωσης του προγράμματος οικονομικής πολιτικής το 2014– και αφετέρου στην ανησυχία λόγω του ζητήματος ρευστότητας τόσο στο Δημόσιο, όσο και στο τραπεζικό σύστημα, επηρεάζοντας κατ' επέκταση και την πραγματική οικονομία. Σε αυτό το κλίμα και εστιάζοντας στο ευρύτερο πρόβλημα ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας, το Μάρτιο ο οίκος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας Fitch υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της εγχώριας οικονομίας από B σε CCC, υπογραμμίζοντας τις ανησυχίες του για την αδυναμία εξόδου στις αγορές, αλλά και για τις προοπτικές της χώρας. Προς την ίδια κατεύθυνση, η Standard and Poor's υποβάθμισε τον Απρίλιο την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας από B- σε CCC+.

Αναφορικά, ειδικότερα, με το τραπεζικό σύστημα, η συρρίκνωση της ρευστότητας συνεχίζεται λόγω της σημαντικής μείωσης των καταθέσεων. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, στο τέλος Φεβρουαρίου του 2015 το σύνολο των καταθέσεων και repos στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα διαμορφώθηκε στα 185,2 δισ. ευρώ από 194,5 δισ. ευρώ τον Ιανουάριο του 2015, αλλά και 213,3 δισ. ευρώ που ήταν στο τέλος Νοεμβρίου του 2014. Αυτή η μείωση κατά 28,1 δισ. ευρώ, κατά την περίοδο Νοεμβρίου 2014-Φεβρουαρίου 2015 οφείλεται, κυρίως, στη μείωση των καταθέσεων επιχειρήσεων και νοικοκυριών, κατά το συγκεκριμένο δίμηνο, οι οποίες και περιορίστηκαν κατά 23,8 δισ. ευρώ, φτάνοντας στο τέλος του Φεβρουαρίου του 2015 τα 140 δισ. ευρώ. Η κατάσταση αυτή ώθησε, για ακόμα μία φορά μετά το 2012, στην ευρεία και συνεχώς αυξανόμενη αξιοποίηση της αρωγής του Ευρωσυστήματος και, ειδικότερα, του έκτακτου Μηχανισμού Παροχής Ρευστότητας (ELA).

Παράλληλα, ο δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας ΚΕΠΕ GRIV⁴ αποκλιμακώθηκε σταδιακά το Μάρτιο φτάνοντας στο επίπεδο του 47,79% από 83,21% στις 27/2/2015. Μείωση σημείωσε και η μέση μηνιαία τιμή του δείκτη στο 62,53% από 76,96% τον Φεβρουάριο (βλ. Διάγραμμα 2). Η αυ-

4. Ο δείκτης κατασκευάστηκε από το ΚΕΠΕ σε συνεργασία με το Πανεπιστήμιο Πατρών και τον Καθηγητή κ. Κ. Συριόπουλο.

Διάγραμμα 2
Πορεία του Δείκτη ΚΕΡΕ GRIV (2/1/2004-31/3/2015)



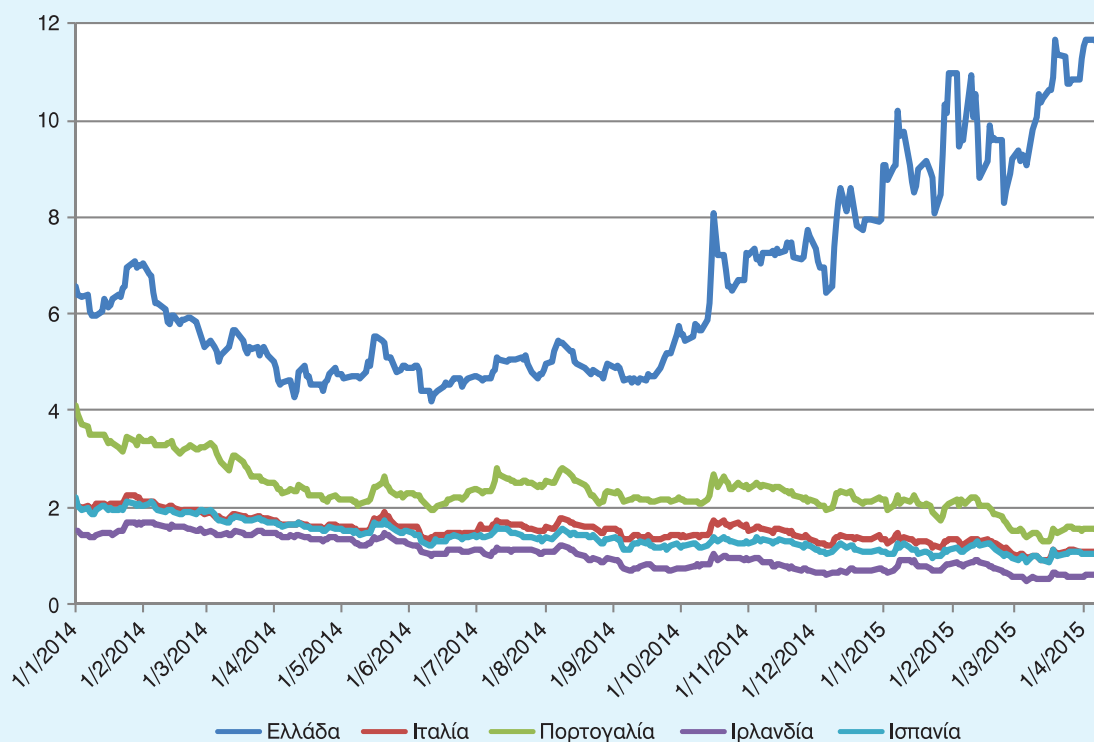
Πηγή: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, Απρίλιος 2015.

Ξημένη μεταβλητότητα των τιμών του δείκτη την πρόσφατη περίοδο απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή στην ερμηνεία των τιμών του. Η πορεία του αντανακλά τον ευμετάβλητο χαρακτήρα του επενδυτικού συναισθήματος αναφορικά με την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, λαμβάνοντας πάντα υπ' όψιν τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στη χώρα.

Προς την ίδια κατεύθυνση, αποτυπώνοντας την ανησυχία των διεθνών επενδυτών, κινείται και το spread των 10ετών ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου (σε σχέση με το γερμανικό), συνεχίζοντας την ανοδική πορεία που ξεκίνησε μετά το Σεπτέμβριο του 2014. Ειδικότερα, στις 7/4/2015 ανήλθε στις 1.150 μονάδες, ακολουθώντας μία πορεία έντονης διακύμανσης σε υψηλότερα επίπεδα τιμών. Πρόκειται για μία αποκλίνουσα τάση από τις αντίστοιχες άλλων ευρωπαϊκών οικονομιών, η οποία και διευρύνεται, μια και στις άλλες οικονομίες καταγράφεται μία πτωτική πορεία των spreads. Συγκεκριμένα, το αντίστοιχο spread στις 7/4/2015 ήταν για την Ιταλία στις 101 μονάδες, για την Πορτογαλία στις 144 μονάδες, για την Ιρλανδία στις 56 μονάδες και για την Ισπανία στις 99 μονάδες (Διάγραμμα 3).

Η σημαντική άνοδος του κόστους δανεισμού του ελληνικού Δημοσίου αποτυπώνεται στα επιτόκια των εκδόσεων των εντόκων γραμματίων του, τα οποία διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με τους προηγούμενους μήνες. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών, το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου των 13 εβδομάδων, κατά την έκδοση της 15ης Απριλίου 2015, διατηρήθηκε στα 2,70%, ενώ και κατά την έκδοση της 8ης Απριλίου 2015, το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου των 26 εβδομάδων διατηρήθηκε στο 2,97%.

Διάγραμμα 3
Spread 10ετών ομολόγων του Δημοσίου κρατών-μελών της Ευρωζώνης σε σχέση με το αντίστοιχο ομόλογο της Γερμανίας



Πηγή: Thomson Reuters Datastream, Μάρτιος 2015.

Όπως και τον προηγούμενο μήνα, έτσι και το Μάρτιο, τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, μετά και το «πάγωμα» των δόσεων του Μηχανισμού Στήριξης από το δεύτερο μισό του 2014, και η αξιοποίηση του καθεστώτος πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς (repos) σε φορείς της Γενικής Κυβέρνησης αποτελούν τις βασικές πηγές κάλυψης των χρηματοδοτικών αναγκών και των αναγκών ρευστότητας του κράτους. Σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία εκτέλεσης του Κρατικού Προϋπολογισμού, από το σχετικό Δελτίο του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, σε τροποποιημένη ταμειακή βάση, κατά το τρίμηνο Ιανουαρίου-Φεβρουαρίου-Μαρτίου του 2015 παρουσιάστηκε έλλειμμα στο ισοζύγιο του Κρατικού Προϋπολογισμού ύψους 500 εκατ. ευρώ, έναντι ελλείμματος 448 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2014 και του στόχου για έλλειμμα 2.111 εκατ. ευρώ. Παράλληλα, το πρωτογενές αποτέλεσμα ήταν πλεονασματικό και έφτασε στα 1.735 εκατ. ευρώ, έναντι πρωτογενούς πλεονάσματος 1.541 εκατ. ευρώ για την ίδια περίοδο το 2014 και στόχου για πρωτογενές πλεόνασμα 119 εκατ. ευρώ. Τα καθαρά έσοδα του Τακτικού Προϋπολογισμού ανήλθαν σε 10.574 εκατ. ευρώ, μειωμένα κατά 584 εκατ. ευρώ ή 5,2% έναντι του στόχου, ενώ οι δαπάνες του Τακτικού Προϋπολογισμού ανήλθαν σε 11.980 εκατ. ευρώ και είναι μειωμένες κατά 1.338 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου, κυρίως λόγω της μείωσης των πρωτογενών δαπανών κατά 1.181 εκατ. ευρώ και των ταμειακών δαπανών για εξοπλιστικά προγράμματα κατά 130 εκατ. ευρώ.

Σε επίπεδο Γενικής Κυβέρνησης, σύμφωνα με το σχετικό Δελτίο του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, το Φεβρουάριο του 2015 το πρωτογενές πλεόνασμα, σε ενοποιημένη βάση, διαμορφώθηκε στα 1.017 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας μείωση κατά 67,9% σε σχέση με το αντίστοιχο αποτέλεσμα του Φεβρουαρίου του 2014, οπότε και το πρωτογενές πλεόνασμα είχε διαμορφωθεί στα 3.170 εκατ. ευρώ. Το μεγαλύτερο μέρος της εν λόγω απόκλισης αποτυπώνεται στον υποτο-

μέα των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης, όπου η απόκλιση σε σχέση με την επίδοση του Φεβρουαρίου του 2014 διαμορφώνεται σε 888 εκατ. ευρώ, ως αποτέλεσμα, κυρίως, της μείωσης των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές κατά 574 εκατ. ευρώ (ή 17,7%), ενώ στην Κεντρική Διοίκηση η απόκλιση καταγράφηκε στα 818 εκατ. ευρώ. Επιπρόσθετα, αξίζει να σημειωθεί ότι οι ληξιπρόθεσμες οφειλές της Γενικής Κυβέρνησης προς ιδιώτες αυξήθηκαν το Φεβρουάριο του 2015 κατά 146 εκατ. ευρώ σε σύγκριση με τον Ιανουάριο, φτάνοντας τα 3,2 δισ. ευρώ.

Η απόκλιση, ωστόσο, των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων έναντι του σχετικού σχεδιασμού επεκτείνεται και στο 2014, καθώς οι εξελίξεις τόσο των τελευταίων μηνών του έτους όσο και των πρώτων μηνών του 2015, αφού σε ορισμένες περιπτώσεις επιδρούν στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα της προηγούμενης χρονιάς, διαφαίνεται ότι επηρέασαν σημαντικά, σε συνδυασμό και με λοιπές αποκλίσεις από το δημοσιονομικό σχεδιασμό, τη δημοσιονομική επίδοση του 2014. Ειδικότερα, σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης, σύμφωνα με τη μεθοδολογία του ESA 2010⁵, διαμορφώνεται στα 6.356 εκατ. ευρώ ή 3,5% του ΑΕΠ, ενώ ο στόχος, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2015, ήταν για 2.268 εκατ. ευρώ ή 1,3% του ΑΕΠ. Αντίστοιχα, το πρωτογενές πλεόνασμα διαμορφώνεται στα 630 εκατ. ευρώ ή 0,4% του ΑΕΠ έναντι στόχου, σύμφωνα πάλι με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2015, 5.250 εκατ. ευρώ ή 2,9% του ΑΕΠ. Αξίζει, φυσικά, να σημειωθεί ότι τα παραπάνω στοιχεία αφορούν τη δημοσιονομική επίδοση σύμφωνα με τη μεθοδολογία του ESA 2010 και όχι σύμφωνα με αυτή του προγράμματος οικονομικής πολιτικής, στο πλαίσιο του Μηχανισμού Στήριξης, όπου ο στόχος για το πρωτογενές πλεόνασμα ήταν για 2.684 εκατ. ευρώ ή 1,5% του ΑΕΠ. Παρά, ωστόσο, την απόκλιση έναντι των στόχων, η σύγκριση της δημοσιονομικής επίδοσης του 2014 με την αντίστοιχη του 2011 αποτυπώνει το σημαντικό εύρος της δημοσιονομικής προσαρμογής την τελευταία τριετία, η οποία και έφτασε, σε όρους ισοζυγίου Γενικής Κυβέρνησης, τα 14.865 εκατ. ευρώ ή τις 6,7 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ (Πίνακας 2).

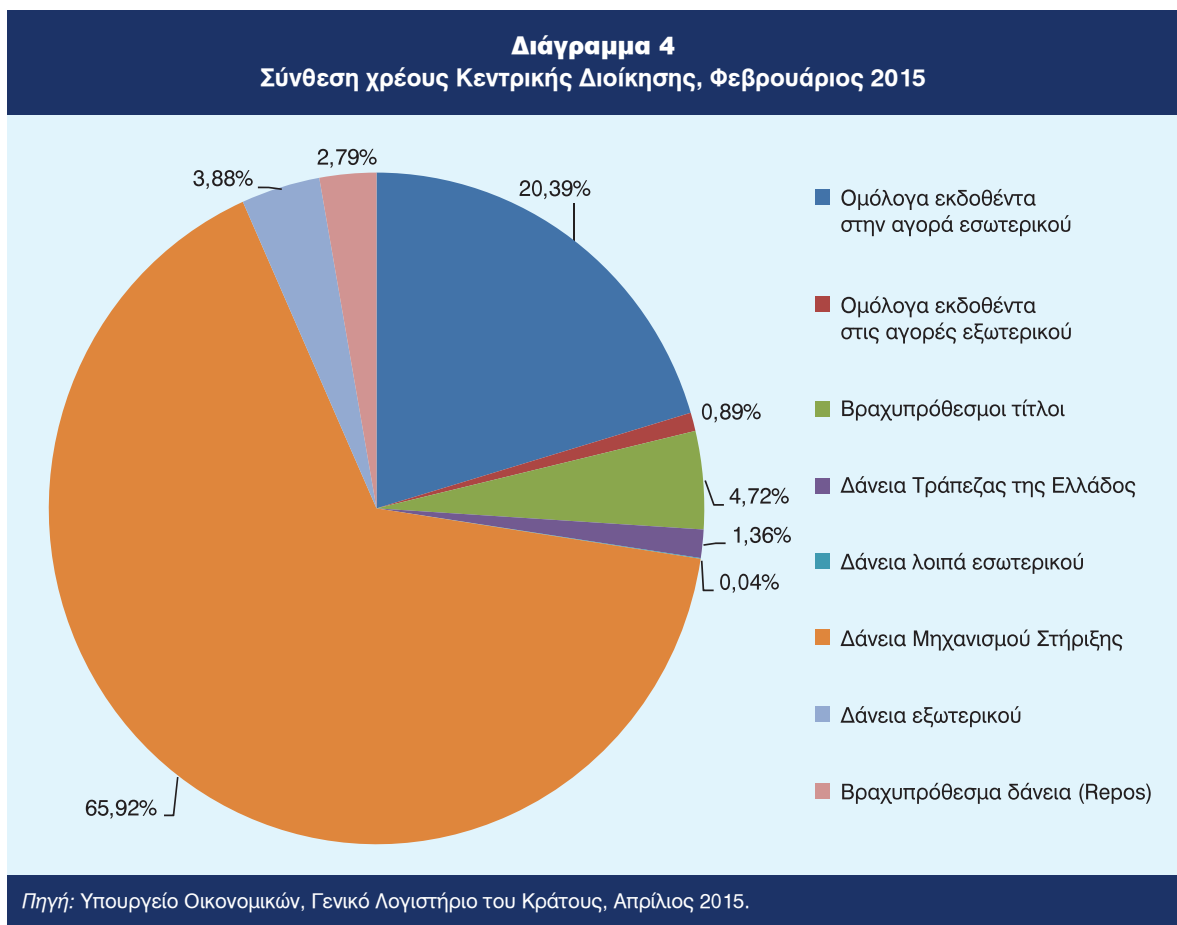
Πίνακας 2
Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης

	2011	2012	2013	2014
Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης [(-) έλλειμμα / (+) πλεόνασμα] (εκατ. ευρώ) (% του ΑΕΠ)	-21.221 -10,2	-16.871 -8,7	-22.498 -12,3	-6.356 -3,5
Πρωτογενές Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης [(-) έλλειμμα / (+) πλεόνασμα] (εκατ. ευρώ) (% του ΑΕΠ)	-6.154 -3,0	-7.128 -3,7	-15.222 -8,3	630 0,4
Δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης (εκατ. ευρώ) (% του ΑΕΠ)	112.212 54,0	105.594 54,4	109.618 60,1	88.371 49,3
Έσοδα Γενικής Κυβέρνησης (εκατ. ευρώ) (% του ΑΕΠ)	90.991 43,8	88.723 45,7	87.120 47,8	82.015 45,8
Δημοσιονομική επίπτωση υποστήριξης τραπεζών στο Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης [(-) αρνητική / (+) θετική] (εκατ. ευρώ) (% του ΑΕΠ)	633 0,3	-5.267 -2,7	-19.171 -10,5	132 0,1

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ (Απρίλιος 2015).

5. Διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0701/PressReleases/A0701_SEL03_DT_AN_00_2015_01_P_GR.pdf.

Το δημόσιο χρέος της Κεντρικής Διοίκησης, σύμφωνα με το Δελτίο του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους για τη Γενική Κυβέρνηση, διαμορφώθηκε στο τέλος του Φεβρουαρίου του 2015 στα 312,8 δισ. ευρώ, παρουσιάζοντας σημαντική μείωση κατά 11,3 δισ. ευρώ σε σχέση με την εικόνα του δημοσίου χρέους στα τέλη του 2014. Πρόκειται για μία μείωση που οφείλεται στην επιστροφή ποσού 10,9 δισ. ευρώ από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) προς το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ), σε συνέχεια της συμφωνίας του Eurogroup της 20^{ης} Φεβρουαρίου 2015, αλλά και την αποπληρωμή μέρους των χρεολυσίων χωρίς νέα χρηματοδότηση λόγω του «παγώματος» των χρηματοδοτικών ροών από το Μηχανισμό Στήριξης. Έτσι, σε ένα περιβάλλον όπου οι χρηματοδοτικές ροές από το Μηχανισμό Στήριξης είχαν «παγώσει» και η αύξηση του κόστους δανεισμού καθιστούσε απαγορευτικό ένα νέο βήμα επιστροφής για δανεισμό από τις διεθνείς αγορές, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση αποτέλεσε και το Φεβρουάριο του 2015 τη μόνη χρηματοδοτική επιλογή για να καλυφθούν οι χρηματοδοτικές ανάγκες. Η ανάγκη αποπληρωμής των δανείων του Μηχανισμού Στήριξης αντιμετωπίστηκε με την περαιτέρω έκθεση σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου και την περαιτέρω αξιοποίηση του καθεστώτος πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς (repos) σε φορείς της Γενικής Κυβέρνησης. Συγκεκριμένα, σε σχέση με το τέλος του 2014, το πρώτο δίμηνο του 2015 οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι –δηλαδή τα έντοκα γραμμάτια– αυξήθηκαν κατά 243 εκατ. ευρώ και έφτασαν στα 14,8 δισ. ευρώ και η αξιοποίηση των repos αυξήθηκε κατά 133 εκατ. ευρώ, φτάνοντας τα 8,7 δισ. ευρώ (Διάγραμμα 4).



Συνοψίζοντας, η παρατεταμένη περίοδος διαπραγματεύσεων της χώρας με τους εταίρους, σε συνέχεια της αδυναμίας ολοκλήρωσης του προγράμματος οικονομικής πολιτικής στο τέλος του 2014, διαφαίνεται να επιδρά δυσμενώς στην πραγματική οικονομία, όπως αποτυπώνεται σε μία

σειρά από σχετικούς δείκτες, ως αποτέλεσμα, κυρίως, του ευρύτερου ζητήματος ρευστότητας τόσο στα δημόσια οικονομικά, όσο και στην τραπεζική αγορά. Εξακολουθεί, συνεπώς, να κρίνεται απαραίτητη η ομαλοποίηση της κατάστασης στην οικονομία, σε ένα πλαίσιο στενής συνεργασίας και δημιουργικής αλληλεγγύης με τους εταίρους, ώστε, μέσα από τη διαμόρφωση και υλοποίηση ενός αναπτυξιακού σχεδίου, η ελληνική οικονομία να εισέλθει σε συνθήκες ευημερίας για όλη την κοινωνία. Η πρόσφατη συμφωνία της χώρας με τον ΟΟΣΑ αποτελεί μία σημαντική πρωτοβουλία προς αυτή την κατεύθυνση, καθώς προβλέπει την προώθηση μεταρρυθμίσεων με έμφαση στη δημιουργία θέσεων εργασίας, τη μείωση του διοικητικού βάρους και της γραφειοκρατίας για τις επιχειρήσεις, τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του πλαισίου δημοσιονομικής διαχείρισης, την εδραίωση μίας φιλοσοφίας διαφάνειας και καταπολέμησης της διαφθοράς και την ενδυνάμωση του φορολογικού συστήματος⁶. Πρόκειται για μεταρρυθμιστικές κατευθύνσεις, οι οποίες, σε συνδυασμό με μία σειρά αναπτυξιακές πρωτοβουλίες που εμπεριέχονται στη μελέτη του ΚΕΠΕ για την αναδιάρθρωση του αναπτυξιακού και παραγωγικού υποδείγματος της χώρας, θα συμβάλλουν ώστε η οικονομία και η κοινωνία να ξεφύγουν από τη δύσκολη κατάσταση.

6. Διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο του ΟΟΣΑ:

<http://oecd.org/newsroom/oecd-and-greece-to-cooperate-on-reforms-needed-to-ensure-inclusive-growth.htm>.

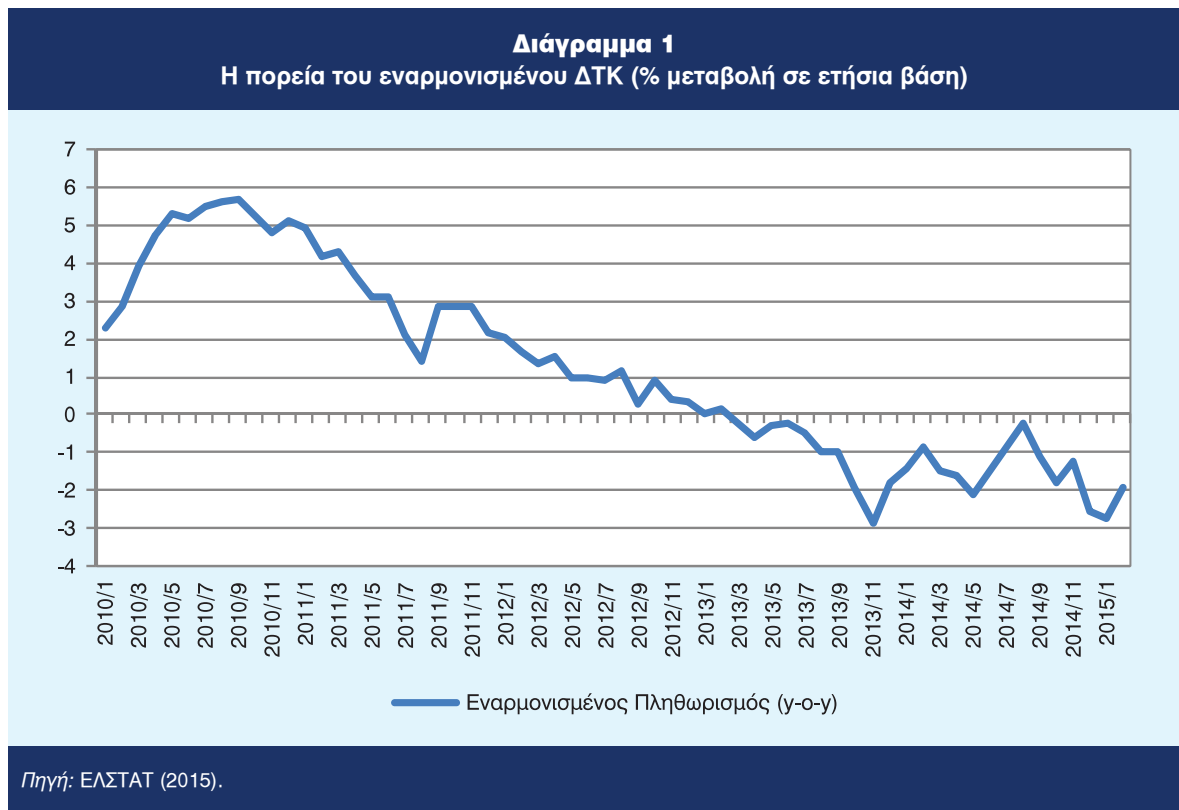
Η ΚΛΑΔΙΚΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ ΤΟΥ ΑΝΤΙΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Γιάννης Παναγόπουλος, Ερευνητής ΚΕΠΕ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός του συγκεκριμένου άρθρου είναι να αναδείξουμε αναλυτικά τους κλάδους που έπαιξαν και παίζουν σημαντικό ρόλο στη γένεση και την πορεία του φαινομένου του αντιπληθωρισμού στη χώρα μας, ειδικά μετά τους πρώτους μήνες του 2013. Με τον όρο αντιπληθωρισμό (deflation) εννοούμε τον αρνητικό πληθωρισμό όπου, αντί για τη συνεχή άνοδο των τιμών που αποτελούν τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), παρατηρούμε τη συνεχή πτώση αυτών¹. Αρχικά, στο Διάγραμμα 1, παρουσιάζεται διεξοδικά η πορεία του γενικού Εναρμονισμένου ΔΤΚ (Εν.ΔΤΚ) την κυριότερη περίοδο της κρίσης και πιο συγκεκριμένα από τον Ιανουάριο του 2010 έως τον Φεβρουάριο του 2015.

Σε ό,τι αφορά τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, να επισημάνουμε εδώ ότι αυτός καταρτίζεται «από τα Κράτη-Μέλη της Ε.Ε., σύμφωνα με Κοινοτικούς Κανονισμούς, με σκοπό να πα-



1. Από την άλλη πλευρά, με τον όρο αποπληθωρισμό (disinflation) εννοούμε τη σταδιακή αποκλιμάκωση του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ). Σε αυτή την περίπτωση, ο ΔΤΚ συνεχίζει να αυξάνει αλλά με μικρότερο ρυθμό από ό,τι τις προηγούμενες χρονικές περιόδους.

ρέχουν συγκρίσιμα στοιχεία για τις διεθνείς συγκρίσεις του πληθωρισμού και, ειδικότερα, για την εκτίμηση του κριτηρίου σύγκλισης, της σταθερότητας των τιμών, στο πλαίσιο των υποχρεώσεων των Χωρών, όσον αφορά την είσοδό τους στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ)» (βλέπε ΕΛΣΤΑΤ, 2015). Πολιτική βεβαίως της Ευρωζώνης είναι η διατήρηση του χαμηλού πληθωρισμού σε όλα τα κράτη-μέλη σε επίπεδα χαμηλότερα του 2% (σε ετήσια βάση, $y-o-y$) (βλέπε ECB, 2011). Δεδομένης όμως της εφαρμογής της πολιτικής λιτότητας στη χώρα μας (στα πλαίσια της Δημοσιονομικής Προσαρμογής), έχουμε σοβαρά αντιπληθωριστικά φαινόμενα, γεγονός που ήταν, λίγο έως πολύ, αναμενόμενο. Βλέποντας μάλιστα προσεκτικά το Διάγραμμα 1, παρατηρούμε ότι η ελληνική οικονομία εισήλθε σε φάση αντιπληθωρισμού από τον Μάρτιο του 2013 και ύστερα. Αυτό που δεν γνωρίζουμε ξεκάθαρα, σε μακροοικονομικό επίπεδο, είναι εάν ο αντιπληθωρισμός στην Ελλάδα έχει θετικές και αρνητικές επιδράσεις στην οικονομία ή μόνο αρνητικές.

Επί του συγκεκριμένου ερωτήματος να επισημάνουμε εδώ ότι υπάρχει μια αντιφατική προσέγγιση στο όλο θέμα. Πιο αναλυτικά, όπως αναφέρει και ο Κουτρούλης (2014), η επικράτηση των όποιων θετικών επιδράσεων (μέσα στις οποίες είναι και η μη περαιτέρω μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος) του αντιπληθωρισμού εξαρτάται, σε μεγάλο βαθμό, από το κατά πόσο οι ελληνικές επιχειρήσεις θα κερδίσουν το στοίχημα της εξωστρέφειας. Κατά πόσο δηλαδή θα καταφέρουν να εκμεταλλευτούν τη μείωση του κόστους παραγωγής, που έχει προέλθει κυρίως από τον υπάρχοντα αντιπληθωρισμό, προκειμένου να αυξήσουν τα μερίδιά τους στις αγορές του εξωτερικού². Εάν κάτι τέτοιο επιτευχθεί αποτελεσματικά, τότε υπάρχουν βάσιμες ελπίδες ο αντιπληθωρισμός αυτός να έχει θετικές επιδράσεις κυρίως στην πλευρά της προσφοράς (δηλαδή των εξαγωγών των επιχειρήσεων) με ετεροχρονισμένες θετικές επιπτώσεις στην απασχόληση.

Από την άλλη πλευρά, να αναφέρουμε ότι η διατήρηση του εγχώριου αντιπληθωρισμού έχει και κάποιες αρνητικές συνέπειες για την ελληνική οικονομία. Η σημαντικότερη εξ αυτών –όπως αναφέρει και ο Κουτρούλης (2014)– είναι η αύξηση του λόγου του δημόσιου χρέους. Πιο συγκεκριμένα, σε θεωρητικό επίπεδο, όσο υπάρχει αντιπληθωρισμός τόσο το ονομαστικό (σε τρέχουσες τιμές) ΑΕΠ αναμένεται να μειώνεται³ και κατά συνέπεια ο κρίσιμος λόγος “Δημόσιο Χρέος προς ονομαστικό ΑΕΠ” θα χειροτερεύει. Μειώνεται δηλαδή ο παρονομαστής του κλάσματος χωρίς να επηρεάζεται ουσιαστικά ο αριθμητής. Αυτό σηματοδοτεί ότι, ακόμα και αν το απόλυτο (ονομαστικό) μέγεθος του δημόσιου χρέους παραμένει σταθερό, ο λόγος χρέους-ΑΕΠ, δηλαδή το δημόσιο χρέος ως προς το ονομαστικό μέγεθος της οικονομίας, θα αυξάνει. Μια επίσης αρνητική συνέπεια του αντιπληθωρισμού είναι και η αναβολή μελλοντικών καταναλωτικών και επενδυτικών αποφάσεων, καθώς ο ιδιωτικός τομέας της οικονομίας προσδοκά περαιτέρω μείωση των τιμών.

Μακροχρόνια, πάντως, θα ήταν επιθυμητό, με βάση την ύπαρξη θετικών και αρνητικών επιπτώσεων του αντιπληθωρισμού, να έχουμε μεταβολές των τιμών όσο το δυνατόν πιο κοντά στο μέσο επίπεδο της Ευρωζώνης⁴.

2. Θα πρέπει εδώ βέβαια να επισημάνουμε ότι, αν και τα τελευταία χρόνια υπήρξε μείωση του κόστους παραγωγής, λόγω και του αντιπληθωρισμού, οι θετικές επιπτώσεις στις εξαγωγές αγαθών δεν έγιναν ακόμα εμφανείς.

3. Υπάρχει βέβαια και η μάλλον σπάνια περίπτωση που η ύπαρξη του αντιπληθωρισμού δεν συνοδεύεται –για λόγους που δεν χρειάζεται να αναλύσουμε εδώ– από μείωση του ονομαστικού (σε τρέχουσες τιμές) ΑΕΠ. Αυτό συμβαίνει όταν η ονομαστική ανάπτυξη κινείται με μεγαλύτερο ποσοστό από τον αντιπληθωρισμό. Σε μια τέτοια περίπτωση η όποια δυσμενής συνεισφορά του αντιπληθωρισμού στον λόγο “Δημόσιο Χρέος προς ονομαστικό ΑΕΠ” κατ’ ουσία εξουδετερώνεται.

4. Εάν είναι δυνατόν οι μεταβολές αυτές των τιμών να είναι μικρότερες των υπολοίπων χωρών και φυσικά μικρότερες του 2%, όπως επιτάσσει η ΕΚΤ.

Εκείνο που είναι επίσης ενδιαφέρον να εξετάσουμε αναλυτικά παρακάτω είναι σε ποιους τομείς ή κλάδους της ελληνικής οικονομίας εμφανίζεται περισσότερο ή λιγότερο το φαινόμενο του αντιπληθωρισμού που προαναφέραμε.

Η ΒΑΡΥΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΚΛΑΔΩΝ ΣΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ

Πριν προχωρήσουμε στις επιμέρους παρουσιάσεις της πορείας του Εν.ΔΤΚ κατά κλάδους θα πρέπει να αναφέρουμε ότι, όπως επισημαίνει η ΕΛΣΤΑΤ (2014), στο Ευρωπαϊκό Στατιστικό Σύστημα (ΕΣΣ) πρέπει να υπάρχει μια ενιαία εναρμονισμένη ταξινόμηση, σε πενταψήφιο επίπεδο, η οποία από τον Ιανουάριο του 2016 να έχει εφαρμοστεί σε όλους τους στατιστικούς τομείς.

Να επισημάνουμε επίσης ότι η δομή της ταξινόμησης, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, σε μεγάλο βαθμό έχει προχωρήσει αρκετά. Η ταξινόμηση αυτή έχει συνολικά 5 επίπεδα. Συγκεκριμένα:

- Επίπεδο 1: Γενικός Δείκτης
- Επίπεδο 2: 12 Τμήματα - διψήφιοι κωδικοί
- Επίπεδο 3: 47 Ομάδες - τριψήφιοι κωδικοί
- Επίπεδο 4: 117 Τάξεις - τετραψήφιοι κωδικοί
- Επίπεδο 5: 303 Υποκατηγορίες - πενταψήφιοι κωδικοί.

Στον Πίνακα 1 που ακολουθεί παρουσιάζεται, με βάση το Επίπεδο 2 της ταξινόμησης που προαναφέραμε, η πορεία του συντελεστή στάθμισης (*w*) που αντιστοιχεί στους διψήφιους κωδικούς των 12 κλάδων (τμημάτων) της οικονομίας. Σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ η βαρύτητα του συγκεκριμένου συντελεστή εξαρτάται από την κατανομή των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών στα παρεχόμενα αγαθά και υπηρεσίες. Επιπροσθέτως, στον Πίνακα 1, παρουσιάζονται συγκριτικά

Πίνακας 1
Επιμέρους Δείκτες του Εναρμονισμένου ΔΤΚ

Επιμέρους κλαδικό Δείκτης	Συντελεστής στάθμισης 2015 (<i>w</i> ‰)	Συντελεστής στάθμισης 2014 (<i>w</i> ‰)	Συντελεστής στάθμισης 2007 (<i>w</i> ‰)
Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά	211,88	202,98	171,88
Αλκοολούχα ποτά και καπνός	53,69	46,12	45,21
Ένδυση και υπόδηση	43,07	44,05	94,76
Στέγαση	111,33	159,00	88,65
Διαρκή αγαθά-Είδη νοικοκυριού και υπηρεσίες	43,44	43,28	70,47
Υγεία	53,73	77,09	57,06
Μεταφορές	134,99	135,75	130,91
Επικοινωνίες	44,67	37,33	38,15
Αναψυχή-Πολιτιστικές δραστηριότητες	46,02	49,64	52,89
Εκπαίδευση	26,25	28,81	22,69
Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια	156,06	122,46	163,62
Άλλα αγαθά και υπηρεσίες	74,87	53,49	63,72
Σύνολο	1000	1000	1000

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ (2008, 2015).

και οι διαχρονικές μεταβολές στους συντελεστές στάθμισης (w) των επιμέρους κλαδικών δεικτών πριν, αλλά ειδικά μετά την έναρξη της κρίσης. Πιο συγκεκριμένα, βλέπουμε την αλλαγή που παρατηρείται μεταξύ της περιόδου πριν (2007) και μετά (2014 & 2015) την έναρξη της κρίσης στους συντελεστές αυτούς ως ένδειξη των μεταβολών του ειδικού βάρους τους στις δαπάνες των νοικοκυριών και κατ' επέκταση στην κατάρτιση του συνολικού Εν.ΔΤΚ.

Με βάση τα στοιχεία του Πίνακα 1, διαπιστώνουμε ότι η διαχρονικά κυρίαρχη σημασία του κλάδου *Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά* παραμένει αναλλοίωτη (πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης) για τους πολίτες/καταναλωτές (νοικοκυριά). Μάλιστα θα μπορούσε κάποιος να διαπιστώσει ότι το ειδικό βάρος του κλάδου στον συνολικό Εν.ΔΤΚ αυξήθηκε αρκετά το 2015 ξεπερνώντας το 20% από 17,1% που ήταν σε σχέση με την προ της κρίσης περίοδο (2007). Συνήθως ένα τέτοιο γεγονός, σχετικά με το ειδικό βάρος του κλάδου, συνδέεται με την περιστολή των άλλων δαπανών υπέρ των ειδών διατροφής κυρίως.

Σημαντικός, στη διάρθρωση του Εν.ΔΤΚ, είναι επίσης και ο ρόλος του κλάδου *Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια* ο οποίος συμμετέχει με ένα ποσοστό της τάξης του 15,6% περίπου (2015). Το ποσοστό αυτό είναι σαφώς υψηλότερο από το περσινό (12,2% το 2014) αλλά λίγο χαμηλότερο από το ποσοστό πριν την κρίση (16,3% το 2007). Στην τρίτη θέση και με διαχρονικά σταθερό ποσοστό βρίσκεται ο κλάδος *Μεταφορές* με ποσοστό της τάξης του 13,5% περίπου το 2015 στη διάρθρωση του Εν.ΔΤΚ. Τέλος, σημαντική είναι και η συμμετοχή του κλάδου *Στέγαση* με έντονα όμως μεταβλητό ποσοστό. Συγκεκριμένα, η ποσοστιαία συμμετοχή της *Στέγασης* στον Εν.ΔΤΚ από το 8,8% περίπου πριν την κρίση (2007) ανεβαίνει σημαντικά στο 15,9% περίπου μετά την κρίση (2014), για να υποχωρήσει πάλι στο 11,1% περίπου το 2015. Οι υπόλοιποι κλάδοι ακολουθούν με σαφώς μικρότερα μονοψήφια ποσοστά.

Η ΑΝΤΙΠΛΗΘΩΡΙΣΤΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΚΛΑΔΩΝ

Με βάση τα Διαγράμματα 2.1 έως 2.12 διαπιστώνουμε τα ακόλουθα –ξεκινώντας από τους σημαντικότερους ως ποσοστό βαρύτητας κλάδους– σε ό,τι αφορά τη διαμόρφωση του παρατηρούμενου αντιπληθωρισμού:

Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά: Όπως διαπιστώνεται και από Διάγραμμα 2.1, ο αντιπληθωρισμός στον συγκεκριμένο κλάδο ξεκινά κατ' ουσία τον Αύγουστο του 2013, για να φθάσει στη μεγαλύτερη του τιμή (-3,1% περίπου) τον Μάιο του 2014. Από το σημείο αυτό μέχρι και τον Ιανουάριο του 2015 υπάρχει μια σταδιακή μείωση του επιπέδου αντιπληθωρισμού στον κλάδο, για να φτάσουμε τον Φεβρουάριο του 2015 σε πληθωρισμό της τάξης του 0,85%.

Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια: Με βάση το Διάγραμμα 2.11 διαπιστώνεται ότι στον συγκεκριμένο κλάδο ο αντιπληθωρισμός ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 2012 και έφθασε στη μεγαλύτερη τιμή του τον Ιανουάριο του 2014 (-3,1% περίπου). Από το σημείο αυτό μέχρι και τον Οκτώβριο του 2014 υπάρχει μια σταδιακή μείωση του επιπέδου του αντιπληθωρισμού που όμως δεν μηδενίζεται, αφού ο κλάδος επιστρέφει σε αρνητικές τιμές που δεν είναι όμως τόσο υψηλές (-0,35%, τον Φεβρουάριο του 2015).

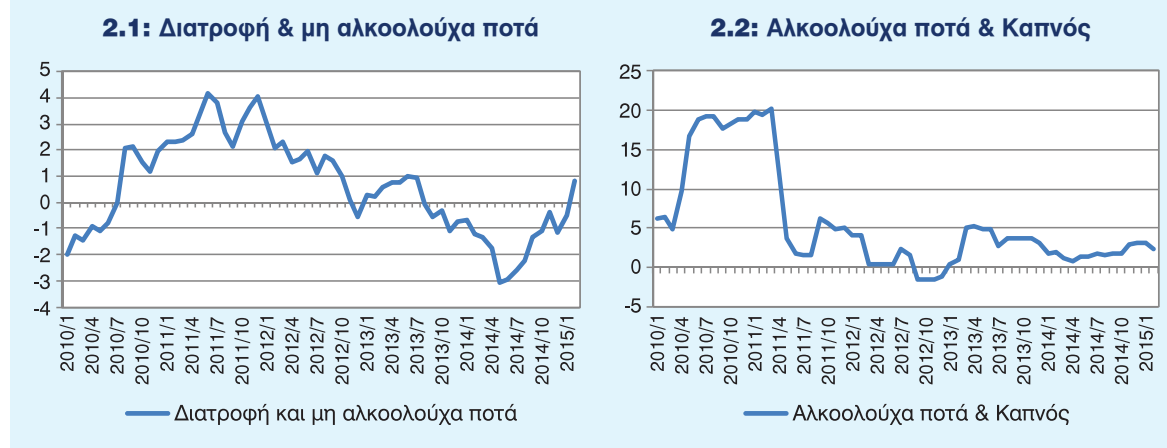
Μεταφορές: Η πορεία του Εν.ΔΤΚ στον συγκεκριμένο κλάδο είναι τελείως διαφορετική από τους δύο προαναφερθέντες κλάδους. Συγκεκριμένα, με βάση το Διάγραμμα 2.7, διαπιστώνεται κατ' αρχήν η ύπαρξη υψηλού επιπέδου πληθωρισμού στον κλάδο ο οποίος, τον Ιούλιο του 2010, έφθασε σε ποσοστό της τάξης του 17,6%, για να υποχωρήσει σταδιακά αλλά δραστικά (0,16%,

τον Φεβρουάριο του 2013). Από το χρονικό αυτό σημείο έως τον Απρίλιο του 2014 ο συγκεκριμένος κλάδος περνά σε αντιπληθωριστικό επίπεδο. Εν συνεχεία, το χρονικό διάστημα Μαΐου-Ιουλίου του 2014, διαπιστώνεται μια ελαφρά πληθωριστική πορεία (μεταξύ 0,09% & 0,65%), για να περάσει πάλι ο κλάδος σε αντιπληθωριστικά επίπεδα μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2015 (-3,7%).

Στέγαση: Και σε αυτή την περίπτωση –με βάση το Διάγραμμα 2.4– διαπιστώνεται ότι υπάρχει αντιπληθωρισμός μετά από μια περίοδο υψηλού πληθωρισμού. Έτσι, τον Οκτώβριο του 2013, ο κλάδος περνά σε απότομο αντιπληθωρισμό της τάξης του -1,26%, όταν τον ακριβώς προηγούμενο μήνα ο πληθωρισμός άγγιζε το 6% περίπου⁵. Από το χρονικό αυτό σημείο και ύστερα ο Εν.ΔΤΚ του κλάδου συνεχίζει μια αντιπληθωριστική πορεία η οποία παίρνει μια έντονη μορφή μετά τον Σεπτέμβριο του 2014, για να φθάσει την υψηλότερη τιμή του τον Ιανουάριο του 2015 (-8,5% περίπου)⁶.

Αξιοσημείωτη είναι τέλος η πορεία τριών επιπλέον κλάδων της οικονομίας: των *Επικοινωνιών*, της *Εκπαίδευσης* αλλά και της *Ένδυσης & Υπόδησης*. Αν και οι τρεις κλάδοι δεν έχουν σημαντικό ποσοστό συμμετοχής στον καθορισμό του Εν.ΔΤΚ της χώρας, παρουσιάζουν ωστόσο ιδιόμορφα διαγραμματικά χαρακτηριστικά. Συγκεκριμένα, στον κλάδο των *Επικοινωνιών* (Διάγραμμα 2.8) μετά τον Ιανουάριο του 2014 και έως τον Φεβρουάριο του 2015 ο καταγεγραμμένος πληθωρισμός είναι σχεδόν μηδενικός (γεγονός που σχετίζεται με τα ατελή στοιχεία που δημοσιοποιούν οι εταιρείες του κλάδου για λόγους μεγάλου ανταγωνισμού). Από την άλλη πλευρά, η έλλειψη οποιασδήποτε διακύμανσης του Εν.ΔΤΚ της *Εκπαίδευσης* (Διάγραμμα 2.10) έχει σχέση με την άπαξ, σε ετήσια βάση, δειγματοληψία στις τιμές του κλάδου. Τέλος σε ό,τι αφορά τον κλάδο της *Ένδυσης & Υπόδησης* είναι εμφανής η εποχική μορφή της οποίας καταγεγραμμένης διακύμανσης του συγκεκριμένου Εν.ΔΤΚ, η οποία σχετίζεται με τις εκπτώσεις του χώρου (βλέπε Διάγραμμα 2.3).

Διάγραμμα 2

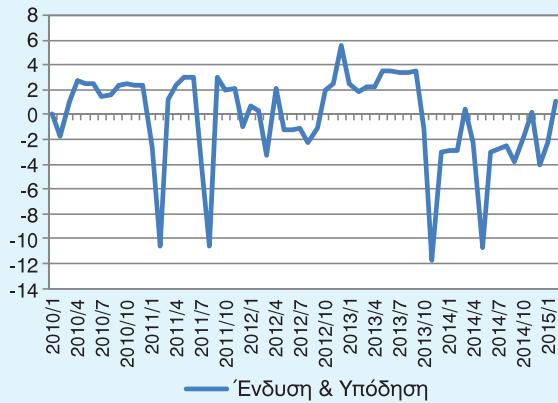


5. Ο λόγος αυτής της απότομης πτώσης πρέπει να αναζητηθεί κυρίως στη σημαντική αύξηση των τιμών του πετρελαίου –τον Οκτώβριο του 2012– που επηρέασε, ως ποσοστιαία ετήσια μεταβολή, το παραγόμενο ποσοστιαίο αποτέλεσμα που καταγράφεται τον Οκτώβριο του 2013.

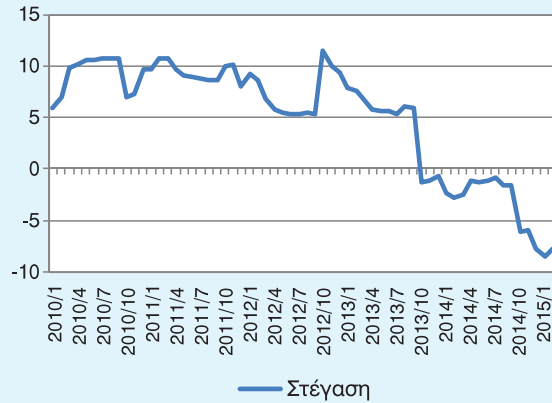
6. Να επισημάνουμε επίσης εδώ ότι η πρόσφατη σημαντική πτώση των τιμών του πετρελαίου επηρεάζει τις αντιπληθωριστικές τάσεις των τελευταίων μηνών του γενικού Εν.ΔΤΚ αφού το πετρέλαιο έχει ειδικό βάρος στους δύο από τους σημαντικότερους κλάδους της οικονομίας μας, δηλαδή τη *Στέγαση* και τις *Μεταφορές*.

Διάγραμμα 2 (συνέχεια)

2.3: Ένδυση & Υπόδηση



2.4: Στέγαση



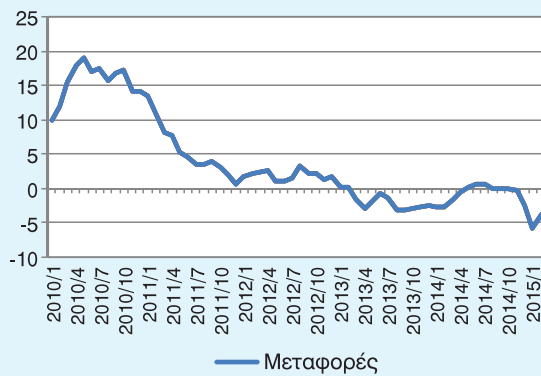
2.5: Διαρκή αγαθά



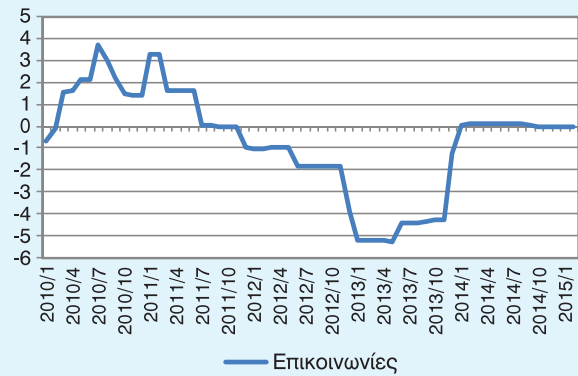
2.6: Υγεία



2.7: Μεταφορές



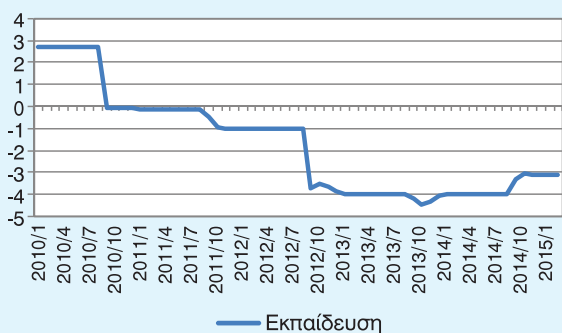
2.8: Επικοινωνίες



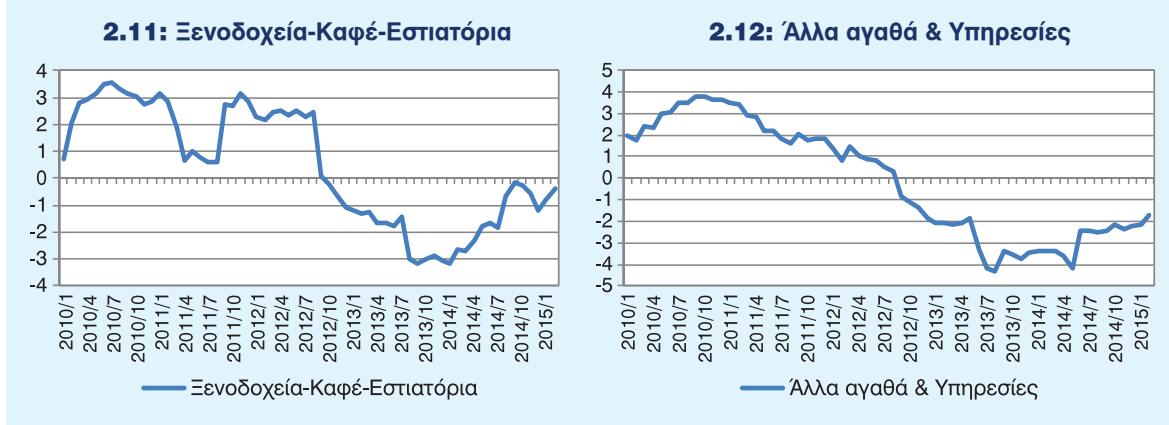
2.9: Αναψυχή & Πολιτισμός



2.10: Εκπαίδευση



Διάγραμμα 2 (συνέχεια)



ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με βάση τα καταγεγραμμένα αποτελέσματα, σχετικά με την κλαδική διάσταση του Εν.ΔΤΚ, θα μπορούσαμε να επισημάνουμε εδώ τα κάτωθι: Η πορεία των τιμών τεσσάρων και μόνο κλάδων της οικονομίας (*Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά, Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια, Μεταφορές, Στέγαση*) καθορίζει σε ποσοστό υψηλότερο του 61% τη συνολική πορεία του γενικού Εν.ΔΤΚ. Σε ό,τι αφορά την επιμέρους πορεία στους Εν.ΔΤΚ των τεσσάρων αυτών κλάδων μπορούμε να επισημάνουμε ότι ο Εν.ΔΤΚ του κλάδου με τον υψηλότερο συντελεστή συμμετοχής στον γενικό (*Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά*) πέρασε, μετά τον Ιανουάριο του 2015, σε πληθωριστικό επίπεδο. Από την άλλη πλευρά, δεν μπορούμε να υποστηρίξουμε το ίδιο και για τους άλλους τρεις σημαντικούς κλάδους που προαναφέραμε. Για παράδειγμα ο Εν.ΔΤΚ στον κλάδο *Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια*, ο οποίος συνδέεται στενά και με την πορεία του τουρισμού της χώρας μας, συνεχίζει να κινείται σε αντιπληθωριστικό έδαφος, αν και φαίνεται να είναι πλέον κοντά στον μηδενισμό του (-0,35%). Βέβαια η συνέχιση του αντιπληθωρισμού στον κλάδο θα ενίσχυε την ανταγωνιστικότητα του ειδικά σε σχέση με τους Μεσογειακούς ανταγωνιστές μας (π.χ. Ισπανία, Ιταλία, Τουρκία, κλπ.). Σε ό,τι αφορά στις *Μεταφορές*, μετά από μια μικρή χρονικά περίοδο χαμηλού επιπέδου πληθωρισμού το διάστημα Μαΐου-Ιουλίου του 2014, ο Εν.ΔΤΚ του κλάδου δείχνει να ξαναπερνά σε αντιπληθωριστικό έδαφος μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2015 (-3,7%). Τέλος, σε ό,τι αφορά τη *Στέγαση* – η οποία έχει ένα σημαντικό ειδικό βάρος για τα ελληνικά νοικοκυριά – τα στοιχεία δείχνουν να κινείται στα υψηλότερα επίπεδα αντιπληθωρισμού και από τους δώδεκα κλάδους. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει ότι ο κλάδος αυτός απέχει σημαντικά από το να επιστρέψει σε πληθωριστική πορεία.

Σε ό,τι αφορά τώρα τους υπόλοιπους, μικρότερης βαρύτητας για τον γενικό Εν.ΔΤΚ κλάδους της οικονομίας, τα πράγματα δεν είναι ιδιαίτερα διαφορετικά. Μάλιστα, με εξαίρεση τον κλάδο *Αλκοολούχα ποτά και καπνός*, όπου έχουμε ένα συγκρατημένο επίπεδο πληθωρισμού (2%-3% περίπου) και τον κλάδο των *Επικοινωνιών*, ο οποίος κινείται με μηδενικό πληθωρισμό, οι υπόλοιποι κλάδοι είτε παρουσιάζουν υψηλή μεταβλητότητα λόγω εποχικών ιδιαιτεροτήτων (*Ένδυση και υπόδηση*) είτε συνεχίζουν να κινούνται κυρίως σε αντιπληθωριστικούς ρυθμούς. Εν κατακλείδι, η υπόθεση του αντιπληθωρισμού παραμένει ανοικτή και μερικώς αντιφατική. Βέβαια όσο η ελληνική οικονομία θα περνά σταδιακά σε ανάκαμψη, τα φαινόμενα του αντιπληθωρισμού αναγκαστικά θα

εξαλείφονται. Σε κάποιους όμως νευραλγικούς τομείς –ειδικά σε ό,τι συνδέεται εμμέσως ή αμέσως με τον Τουρισμό– θα ωφελούσε σε κάποιο βαθμό και για λόγους διεθνούς ανταγωνισμού, να μην εξαλειφθεί πλήρως.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Κουτρούλης, Α. (2014), «Αντιπληθωρισμός: ένα νέο πρόβλημα για την Ευρώπη;» *Ελληνική Οικονομία*, Τεύχος Νο. 5, ΚΕΠΕ.

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2008), *Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή*, Πειραιάς.

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2015), *Ενημερωτικό Σημείωμα για την επικαιροποίηση των Δεικτών Τιμών Καταναλωτή, Εθνικός & Εναρμονισμένος Δείκτης*, Πειραιάς.

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

European Central Bank (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, Eurosystem.

ΤΟ ΔΙΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΠΛΗΡΩΜΩΝ (TARGET2) ΚΑΙ ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΘΝΙΚΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΕΝΑΝΤΙ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Αριστοτέλης Κουτρούλης, *Ερευνητής ΚΕΠΕ*

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια οι καταγραφόμενες εξελίξεις στις απαιτήσεις/υποχρεώσεις των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών (ΕθνΚΤ) της Ευρωζώνης έναντι της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), στα πλαίσια του διευρωπαϊκού συστήματος πληρωμών, έχουν αποτελέσει αντικείμενο έντονου διαλόγου τόσο σε ακαδημαϊκούς όσο και σε πολιτικούς κύκλους. Βασική αφορμή αυτού του διαλόγου στάθηκε η μεγάλη συσσώρευση απαιτήσεων έναντι της ΕΚΤ από την πλευρά των ΕθνΚΤ των πλεονασματικών χωρών της Ευρωζώνης και η αντίστοιχη αύξηση των υποχρεώσεων των ΕθνΚΤ των χωρών που απαρτίζουν τον Ευρωπαϊκό Νότο, συμπεριλαμβανομένης και της Ιρλανδίας. Την ενεργότερη συμμετοχή στο διάλογο αυτό έχουν οι Γερμανοί οικονομολόγοι, αρκετοί εκ των οποίων βλέπουν την υπέρμετρη συσσώρευση απαιτήσεων/υποχρεώσεων των ΕθνΚΤ έναντι της ΕΚΤ ως απειλή για την εύρυθμη λειτουργία της Ευρωζώνης. Όμως, τι ακριβώς είναι αυτές οι απαιτήσεις/υποχρεώσεις των ΕθνΚΤ των χωρών της Ευρωζώνης έναντι της ΕΚΤ; Πού οφείλονται οι καταγραφόμενες μεταβολές στους ισολογισμούς των ΕθνΚΤ τα τελευταία χρόνια; Πόσο δικαιολογημένες είναι οι ανησυχίες που έχουν εκφραστεί από την πλευρά των Γερμανών οικονομολόγων;

Το παρόν άρθρο στοχεύει στην ανάδειξη των βασικών σημείων του διαλόγου γύρω από τα προαναφερθέντα θέματα. Προκειμένου να διευκολυνθεί ο μη εξειδικευμένος αναγνώστης, η ανάλυση ξεκινά με την απλούστερη δυνατή περιγραφή του διευρωπαϊκού συστήματος πληρωμών μέσω παραδειγμάτων. Στη συνέχεια καταγράφονται και ερμηνεύονται οι εξελίξεις στα βασικά σχετικά μεγέθη. Ακολουθεί η παράθεση των βασικών θέσεων/αντιθέσεων που έχουν διατυπωθεί γύρω από τον τρόπο λειτουργίας του διευρωπαϊκού συστήματος πληρωμών. Το άρθρο ολοκληρώνεται με τη σύνοψη των βασικών συμπερασμάτων.

2. ΤΟ ΔΙΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΑΥΤΟΜΑΤΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΑΧΕΙΑΣ ΜΕΤΑΦΟΡΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΣΥΝΕΧΗ ΧΡΟΝΟ

Για τη διευκόλυνση και την εξασφάλιση της ομαλής διεκπεραίωσης των διασυνορικών πληρωμών εντός της Ευρωζώνης το Ευρωσύστημα έχει δημιουργήσει το Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο, γνωστό ως TARGET¹. Το σύστημα αυτό τέθηκε σε ισχύ στις 4 Ιανουαρίου του 1999 και λειτούργησε μέχρι τα μέσα του 2008, όταν

1. Ο όρος TARGET προέρχεται από τα αρχικά των λέξεων που εκφράζουν την πλήρη ονομασία του συστήματος στην αγγλική γλώσσα: Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system.

αντικαταστάθηκε από το TARGET2². Το TARGET2 είναι διαθέσιμο για το σύνολο των διασυνοριακών πληρωμών και μεταβιβάσεων κεφαλαίων που πραγματοποιούνται εντός της Ευρωζώνης με την παρεμβολή των εμπορικών τραπεζών και των ΕθνΚΤ. Ο σημαντικός ρόλος του TARGET2 έγκειται στο γεγονός ότι επιτρέπει τη διεκπεραίωση ενός μεγάλου όγκου διασυνοριακών οικονομικών συναλλαγών, χωρίς να χρειάζεται η φυσική μεταφορά των αντίστοιχων χρηματικών ποσών³. Με άλλα λόγια, η φυσική ροή των χρηματικών αξιών των συναλλαγών έχει αντικατασταθεί από άυλες ηλεκτρονικές εγγραφές στους ισολογισμούς των ΕθνΚΤ και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που μεσολαβούν στις συναλλαγές.

Προς διευκόλυνση της κατανόησης των μηχανισμών και της λογικής που διέπει το TARGET2 είναι χρήσιμο να δούμε δύο αναλυτικά παραδείγματα.

Παράδειγμα 1: Έστω ότι ένας μόνιμος κάτοικος της Ελλάδας, ο κύριος Κ, δίνει εντολή στην ελληνική εμπορική τράπεζα στην οποία διατηρεί καταθέσεις, την Τράπεζα Ω, να μεταβιβάσει σε μια γερμανική βιομηχανία αυτοκινήτων, την Εταιρεία W, το ποσό των 10.000 ευρώ προκειμένου να εισαγάγει ένα αυτοκίνητο ισόποσης αξίας. Στα πλαίσια του TARGET2, η πληρωμή του κύριου Κ προς την Εταιρεία W διέρχεται από το εξής κανάλι: Η εντολή πληρωμής μεταβιβάζεται αρχικά από την Τράπεζα Ω στην ΕθνΚΤ της Ελλάδας και από εκεί στην ΕθνΚΤ της Γερμανίας. Η τελευταία μεταβιβάζει την εντολή πληρωμής στη γερμανική εμπορική τράπεζα με την οποία συνεργάζεται η Εταιρεία W, την Τράπεζα D. Η όλη διαδικασία συνοδεύεται και από τις αντίστοιχες λογιστικές εγγραφές στους ισολογισμούς όλων των εμπλεκόμενων μερών. Ο κύριος Κ βλέπει τις καταθέσεις του να μειώνονται κατά 10.000 ευρώ. Η Τράπεζα Ω καταγράφει μείωση των υποχρεώσεων της έναντι του κυρίου Κ κατά 10.000 ευρώ και μια ισόποση μείωση του ενεργητικού της λόγω της μείωσης των καταθέσεων που διατηρεί στην ΕθνΚΤ της Ελλάδας. Η ΕθνΚΤ της Ελλάδας με τη σειρά της καταγράφει μείωση των υποχρεώσεων της έναντι της Τράπεζας Ω κατά 10.000 ευρώ και μια ισόποση αύξηση των υποχρεώσεων της έναντι της γερμανικής ΕθνΚΤ. Κατά αντίστοιχο τρόπο, η γερμανική ΕθνΚΤ βλέπει τις απαιτήσεις της έναντι της ελληνικής ΕθνΚΤ να αυξάνονται κατά 10.000 ευρώ, ενώ ταυτόχρονα αυξάνονται κατά το ίδιο ποσό οι υποχρεώσεις έναντι της Τράπεζας D. Στο τέλος της ημέρας, η υποχρέωση των 10.000 ευρώ της ελληνικής ΕθνΚΤ έναντι της γερμανικής ΕθνΚΤ μετατρέπεται σε ισόποση υποχρέωση έναντι της ΕΚΤ. Αντίστοιχα, η απαίτηση της γερμανικής ΕθνΚΤ έναντι της ελληνικής ΕθνΚΤ μετατρέπεται σε απαίτηση έναντι της ΕΚΤ.

Από το Παράδειγμα 1 γίνεται σαφές το εξής: κάτι που ξεκίνησε ως μια απλή διασυνοριακή οικονομική συναλλαγή της τάξεως των 10.000 ευρώ μεταξύ ενός μόνιμου κατοίκου της Ελλάδας και μια εταιρείας εγκατεστημένης στη Γερμανία κατέληξε να καταγράφεται ως μια ίσης αξίας αύξηση των υποχρεώσεων (απαιτήσεων) της ελληνικής (γερμανικής) ΕθνΚΤ έναντι της ΕΚΤ. Όπως εύκολα μπορεί να αντιληφθεί κανείς, οι μεταβολές στους ισολογισμούς των ΕθνΚΤ της Ελλάδας και της Γερμανίας θα ήταν ακριβώς οι ίδιες με αυτές του παραδείγματός μας εάν στη θέση της παρα-

2. Οι διαφορές μεταξύ TARGET και TARGET2 αφορούν κυρίως τεχνικές λεπτομέρειες άνευ σημασίας σε σχέση με τα θέματα που αναλύει το άρθρο. Επομένως, θα ακολουθήσουμε την πάγια τακτική της σχετικής βιβλιογραφίας, η οποία χρησιμοποιεί τον όρο TARGET2 για να περιγράψει το ισχύον διευρωπαϊκό σύστημα πληρωμών τόσο πριν όσο και μετά το 2008.

3. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΚΤ, κατά τη διάρκεια του 2013 το 91% της συνολικής αξίας των πληρωμών σε ευρώ των συστημάτων μεγάλης αξίας διεκπεραιώθηκε μέσω του TARGET2. Αυτό σημαίνει ότι το σύστημα TARGET2 επεξεργάστηκε 92,6 εκατ. συναλλαγές συνολικής αξίας 493 τρισεκ. ευρώ (ECB, 2014).

πάνω συναλλαγής υποθέταμε τη μεταφορά χρημάτων από τον καταθετικό λογαριασμό που διατηρεί ο κύριος Κ στην Ελλάδα σε καταθετικό λογαριασμό που διατηρεί ο ίδιος στη Γερμανία, εάν δηλαδή είχαμε διαφυγή κεφαλαίων από την Ελλάδα στη Γερμανία.

Πρέπει εδώ να αποσαφηνιστεί ότι οι απαιτήσεις/υποχρεώσεις που απορρέουν από τη λειτουργία του TARGET2 δεν υπόκεινται σε οριστική εκκαθάριση. Κάθε ΕθνΚΤ, η οποία είναι και παραμένει μέλος του Ευρωσυστήματος, μπορεί να διατηρεί στο παθητικό της υποχρεώσεις στα πλαίσια του TARGET2 εσαεί. Οι υποχρεώσεις αυτές, ωστόσο, τηρούνται εντόκως, με επιτόκιο ίσο προς αυτό που επιβάλλεται επί των εμπορικών τραπεζών της Ευρωζώνης στα πλαίσια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

Παράδειγμα 2: Έστω τώρα ότι διατηρούμε τα δεδομένα του πρώτου παραδείγματος με τη διαφορά ότι ο κύριος Κ συνάπτει δάνειο αξίας 10.000 ευρώ, προκειμένου να χρηματοδοτήσει την αγορά του αυτοκινήτου. Επιπρόσθετα, θα υποθέσουμε ότι η Τράπεζα Ω παρέχει το δάνειο στον κύριο Κ, εξασφαλίζοντας ταυτόχρονα η ίδια δάνειο ίσης αξίας από την ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά. Για να κάνουμε το παράδειγμα πιο δραματικό και ταυτόχρονα να το φέρουμε πιο κοντά στην ελληνική πραγματικότητα της περιόδου 2000-2008, θα υποθέσουμε επιπλέον ότι η δανειοδότηση της Τράπεζας Ω γίνεται από την Τράπεζα D, δηλαδή τη γερμανική τράπεζα με την οποία συνεργάζεται η Εταιρεία W. Ας δούμε τώρα λοιπόν πώς τα νέα δεδομένα θα επηρεάσουν το σχηματισμό υποχρεώσεων και απαιτήσεων των ΕθνΚΤ της Ελλάδας και της Γερμανίας έναντι της ΕΚΤ.

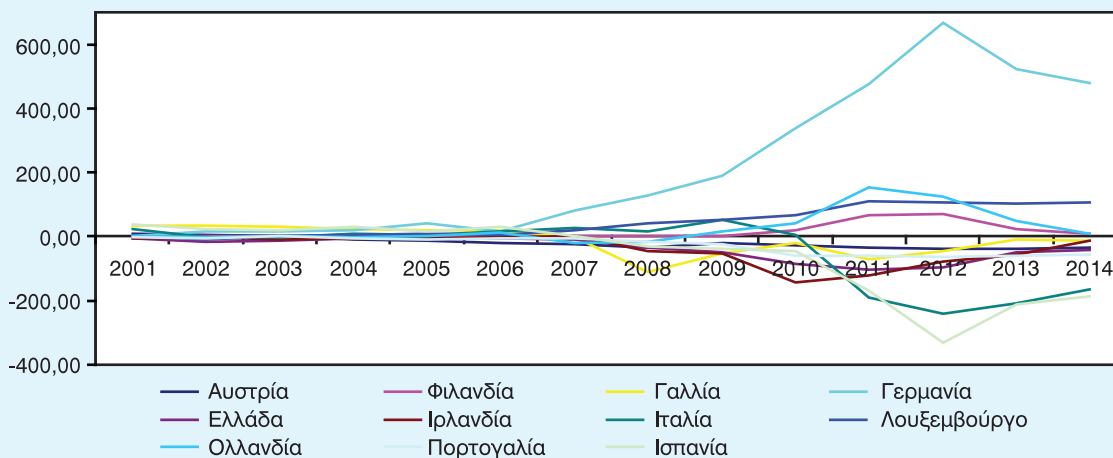
Σε ό,τι αφορά την πληρωμή του κύριου Κ προς την Εταιρεία W, αυτή θα διέλθει από το ίδιο κανάλι όπως και στο Παράδειγμα 1, προκαλώντας την αύξηση των υποχρεώσεων (απαιτήσεων) της ελληνικής (γερμανικής) ΕθνΚΤ έναντι της ΕΚΤ κατά 10.000 ευρώ. Η χρηματοδότηση του δανείου θα διέλθει και αυτή από το ίδιο κανάλι, με αντίθετη όμως φορά. Η εντολή μεταφοράς του ποσού των 10.000 ευρώ θα ξεκινά από τη Γερμανία και θα καταλήγει στην Ελλάδα. Αντίθετες, επομένως, θα είναι και οι λογιστικές εγγραφές στους ισολογισμούς των δύο ΕθνΚΤ: η ελληνική ΕθνΚΤ θα καταγράψει αύξηση των απαιτήσεων της έναντι της ΕΚΤ κατά 10.000 ευρώ και η γερμανική ΕθνΚΤ θα δει τις υποχρεώσεις έναντι της ΕΚΤ να αυξάνουν κατά το ίδιο ποσό. Εν κατακλείδι, ο συμψηφισμός ισόποσων μεταβολών στις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις έναντι της ΕΚΤ σε κάθε μία από τις δύο ΕθνΚΤ θα αφήσει τους αντίστοιχους λογιστικούς λογαριασμούς αμετάβλητους.

Το συμπέρασμα που προκύπτει από το Παράδειγμα 2 είναι απλό: Όταν η εκροή κεφαλαίου από μια χώρα της Ευρωζώνης χρηματοδοτείται από ισόποση εισροή κεφαλαίου, οι καθαρές απαιτήσεις/υποχρεώσεις της ΕθνΚΤ στα πλαίσια του TARGET2 (TARGET2 claims/liabilities) παραμένουν αμετάβλητες.

3. Η ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ/ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΘΝΚΤ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΠΟΥ ΑΠΟΡΡΕΟΥΝ ΑΠΟ ΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ TARGET2

Για ένα σχετικά παρατεταμένο χρονικό διάστημα (περίοδος 2000-2007) η πορεία των συσσωρευμένων απαιτήσεων/υποχρεώσεων των ΕθνΚΤ στα πλαίσια του TARGET2 υπήρξε ομαλή, χωρίς υπερβολές και χωρίς αξιοσημείωτες μεταβολές ή σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των χωρών (βλ. Διάγραμμα 1). Η “ομαλότητα” της περιόδου 2000-2007 οφείλεται στη μεγάλη πιστωτική επέκταση

Διάγραμμα 1
TARGET2 - απαιτήσεις/υποχρεώσεις (δισεκ. ευρώ)



Σημείωση: Θετικές (αρνητικές) τιμές αντικατοπτρίζουν απαιτήσεις (υποχρεώσεις) των ΕθνΚΤ στα πλαίσια του TARGET2.
Πηγή: International Financial Statistics του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και υπολογισμοί του συγγραφέα⁴.

του Ευρωπαϊκού Βορρά προς την περιφέρεια της Ευρωζώνης κατά το ίδιο χρονικό διάστημα. Ο κύριος Κ των παραδειγμάτων μας ελάμβανε ένα δάνειο γερμανικής προέλευσης για να αγοράσει ένα αυτοκίνητο επίσης γερμανικής προέλευσης. Η εισροή (εκροή) κεφαλαίου στην Ελλάδα (από τη Γερμανία) λόγω του δανείου αντισταθμιζόταν από την εκροή (εισροή) κεφαλαίου από την Ελλάδα (στη Γερμανία) που συνεπαγόταν η αγορά του αυτοκινήτου.

Η κατάσταση άλλαξε άρδην με το ξέσπασμα της διεθνούς οικονομικής κρίσης το 2008. Όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 1, οι TARGET2-υποχρεώσεις των ΕθνΚΤ των χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου (Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία) και της Ιρλανδίας άρχισαν να διογκώνονται σημαντικά. Εκ διαμέτρου αντίθετες ήταν οι αλλαγές που επήλθαν στους ισολογισμούς των ΕθνΚΤ του πυρήνα της Ευρωζώνης και ιδιαίτερα της Γερμανίας, με τις TARGET2-απαιτήσεις να αυξάνονται αλματωδώς. Η διόγκωση των απαιτήσεων/υποχρεώσεων στα πλαίσια του TARGET2 μετά το 2008 είναι άμεσα συνδεδεμένη με την κρίση εμπιστοσύνης που επικράτησε στις διεθνείς χρηματαγορές και στη διατραπεζική αγορά της Ευρωζώνης. Η επακόλουθη συστολή της πιστοδότησης της περιφέρειας της Ευρωζώνης από τον Ευρωπαϊκό Βορρά δεν επέτρεπε πλέον τη χρηματοδότηση των εισαγωγών της πρώτης από το δεύτερο. Η αμφίδρομη μεταφορά κεφαλαίων της περιόδου 2000-2007 έγινε μονόδρομη (βλ. Παράδειγμα 1). Σε αυτό συνέτειναν και δύο άλλοι

4. Λόγω της έλλειψης ενιαίων χρονολογικών σειρών, οι TARGET2-απαιτήσεις/υποχρεώσεις έχουν υπολογιστεί έμμεσα, σύμφωνα με τον τρόπο που προτείνεται από τη σχετική βιβλιογραφία (ECB, 2011, και Sinn and Wollmershaeuer, 2012). Ειδικότερα, οι TARGET2-απαιτήσεις/υποχρεώσεις έχουν εκτιμηθεί ως η διαφορά των “καθαρών απαιτήσεων έναντι του Ευρωσυστήματος” με τις “καθαρές απαιτήσεις που απορρέουν από την κατανομή εντός του Ευρωσυστήματος των κυκλοφορούντων γραμματίων ευρώ”. Το τελευταίο μέγεθος προέκυψε ως η διαφορά της “αξίας τραπεζογραμματίων ευρώ σε κυκλοφορία από την εκάστοτε ΕθνΚΤ με βάση την κλείδα κατανομής τραπεζογραμματίων” με την “αξία τραπεζογραμματίων ευρώ που πράγματι έχουν τεθεί σε κυκλοφορία από την εκάστοτε ΕθνΚΤ”. Τα στοιχεία για τα επιμέρους οικονομικά μεγέθη προέρχονται από τη βάση δεδομένων “International Financial Statistics” του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

μηχανισμοί: Ο πρώτος έχει να κάνει με τη γενικότερη προσπάθεια απομόχλευσης μέσω της αποπληρωμής δανείων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα των χωρών της περιφέρειας προς τις χώρες που ανήκουν στον πυρήνα της Ευρωζώνης. Ο δεύτερος μηχανισμός σχετίζεται με τις μαζικές αποσύρσεις καταθέσεων λιανικής από τις τράπεζες του Ευρωπαϊκού Νότου και τη διαφυγή των αντίστοιχων κεφαλαίων στο εξωτερικό.

4. ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ (ΥΠΕΡ)ΣΥΣΣΩΡΕΥΣΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ/ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΟΥ TARGET2 ΚΑΙ ΟΙ ΑΝΗΣΥΧΙΕΣ ΠΟΥ ΕΓΕΙΡΕΙ

Εν όψει των ανισοροπιών που έχουν προκύψει από την υπέρμετρη συσσώρευση απαιτήσεων/ υποχρεώσεων στα πλαίσια του συστήματος TARGET2, ορισμένοι οικονομολόγοι έχουν αναπτύξει μια ιδιαίτερα κριτική στάση έναντι του τρόπου λειτουργίας του διευρωπαϊκού συστήματος πληρωμών και γενικότερα έναντι του τρόπου άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής εκ μέρους της ΕΚΤ. Ανάμεσα στις διάφορες απόψεις με κριτική διάθεση που έχουν διατυπωθεί στη διεθνή βιβλιογραφία ξεχωρίζει η σχετικά ακραία θέση των Tornell and Westermann (2012), Sinn and Wollmershauser (2012) και Sinn (2014). Πιο συγκεκριμένα, οι εν λόγω συγγραφείς βλέπουν την ανισοκατανομή των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων μεταξύ των ΕθνΚΤ ως ένα “πακέτο διάσωσης” το οποίο παρέχεται (χωρίς τη συγκατάβαση των αντίστοιχων εθνικών κοινοβουλίων) από τις χώρες του πυρήνα της Ευρωζώνης στην ευρωπαϊκή περιφέρεια. Στα πλαίσια της ίδιας λογικής, η συσσώρευση TARGET2-απαιτήσεων της ΕθνΚΤ της Γερμανίας ταυτίζεται με ένα υπέρογκο δάνειο προς τον Ευρωπαϊκό Νότο. Ένα δάνειο το οποίο, παρά το μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο που συνεπάγεται, αμείβεται με ένα πολύ χαμηλό επιτόκιο. Πώς όμως οδηγήθηκε μια αρκετά μεγάλη μερίδα επιφανών Γερμανών οικονομολόγων σε αυτή την ακραία θέση; Αξίζει να δούμε τα βασικά στοιχεία της συλλογιστικής τους.

Σύμφωνα με τους Tornell and Westermann (2012), Sinn and Wollmershauser (2012) και Sinn (2014) το πρόβλημα ξεκίνησε με την υιοθέτηση μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης. Η σημαντική μείωση των βασικών επιτοκίων αναχρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος, η αύξηση του χρονικού ορίζοντα αναχρηματοδότησης και η χαλάρωση των κριτηρίων σχετικά με τους τίτλους που μπορούν να δοθούν ως ενέχυρα για τη δανειοδότηση των εμπορικών τραπεζών από τις ΕθνΚΤ επέφεραν δύο σημαντικά αποτελέσματα: Πρώτον, δόθηκε η ευκαιρία στο τραπεζικό σύστημα της περιφέρειας να χρησιμοποιήσει τα χαμηλότοκα δάνεια από τις ΕθνΚΤ προκειμένου να αποπληρώσει μέρος των (ακριβότερων) δανείων που είχαν συναφθεί με το τραπεζικό σύστημα του Ευρωπαϊκού Βορρά. Δεύτερον, το “ακριβό χρήμα” της ευρωπαϊκής διατραπεζικής αγοράς υποκαταστάθηκε με το “φθηνό χρήμα” των ΕθνΚΤ. Η υποκατάσταση αυτή σηματοδότησε και την αλλαγή στον τρόπο χρηματοδότησης του ελλειμμάτων του ισοζυγίου πληρωμών των χωρών της περιφέρειας: Η “εξωτερική” και ακριβή χρηματοδότηση από το τραπεζικό σύστημα του Ευρωπαϊκού Βορρά έδωσε τη θέση της στην “εσωτερική” και φθηνή χρηματοδότηση των ΕθνΚΤ. Με αυτό τον τρόπο καταργήθηκε ο εξισοροπητικός ρόλος που έχει το επιτόκιο όταν αυτό διαμορφώνεται από τις δυνάμεις της αγοράς και επιτράπηκε στις χώρες της περιφέρειας να χαλαρώσουν τις προσπάθειες οικονομικής προσαρμογής.

Αναφορικά με τις πιέσεις που δημιουργήθηκαν από την παροχή ρευστότητας εκ μέρους των ΕθνΚΤ, αυτές “εκτονώνονται” στους ισολογισμούς των ΕθνΚΤ μέσω της αύξησης των TARGET2-υποχρεώσεων των ΕθνΚΤ της περιφέρειας και της αντίστοιχης αύξησης των TARGET2-απαιτή-

σεων των ΕθνΚΤ του πυρήνα της Ευρωζώνης. Για ορισμένους οικονομολόγους, η εκτόνωση αυτή είναι ανώδυνη για τις ΕθνΚΤ της περιφέρειας, καθώς δεν υπάρχει όριο για το ύψος των TARGET2-υποχρεώσεων που μπορεί να διατηρεί μια ΕθνΚΤ στον ισολογισμό της και δεδομένου ότι αυτές οι υποχρεώσεις έχουν πολύ χαμηλό επιτόκιο και δεν υπόκεινται σε οριστική εκκαθάριση. Αντίθετα, για τις ΕθνΚΤ του πυρήνα της Ευρωζώνης, η συσσώρευση TARGET2-απαιτήσεων μπορεί να αποβεί αρκετά επώδυνη ειδικά στην περίπτωση που υπάρξει μη συντονισμένη διάλυση της Ευρωζώνης.

Στον αντίποδα της παραπάνω συλλογιστικής υπάρχει μια σειρά δημοσιευμένων εργασιών (Buitet et al., 2011· Cour-Thimann, 2013· ECB, 2011 και 2012) όπου αναδεικνύεται μια διαφορετική άποψη. Συγκεκριμένα υποστηρίζεται ότι οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις που απορρέουν από το σύστημα TARGET2 δεν είναι τίποτα άλλο πέρα από λογιστικές εγγραφές των διασυνοριακών μεταβιβάσεων κεφαλαίων στα πλαίσια μιας νομισματικής ένωσης όπως είναι η Ευρωζώνη. Για παράδειγμα, ο Whelan (2012) αναφέρει πως η σημαντική αύξηση μιας κατηγορίας δανείων από ένα πιστωτικό ίδρυμα αναγκαστικά μειώνει κάποια άλλα στοιχεία του ενεργητικού του. Κάτι τέτοιο όμως δεν ισχύει στην περίπτωση της γερμανικής ΕθνΚΤ, η οποία, παρότι διατηρεί τη μερίδα του λέοντος σε TARGET2-απαιτήσεις, τα υπόλοιπα στοιχεία του ενεργητικού της δεν έχουν επηρεαστεί. Οι Bindseil and König (2011 και 2012) δείχνουν ότι η σύνδεση TARGET2-υποχρεώσεων και ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι καθαρά μηχανική, χωρίς να υπάρχει σχέση αιτιότητας. Ενώ ο Jobst (2011) τονίζει πως ένας θεσμικός περιορισμός στις TARGET2-απαιτήσεις/υποχρεώσεις θα έβλαπτε πρωτίστως τα γερμανικά πιστωτικά ιδρύματα καθώς θα εμποδιζόταν ο επαναπατρισμός των γερμανικών κεφαλαίων. Τέλος, ο Whelan (2012) αναφέρει ότι, ακόμη και στην περίπτωση εξόδου μιας χώρας από την Ευρωζώνη, η επακόλουθη αδυναμία οριστικής διευθέτησης των TARGET2-υποχρεώσεων της θα επιβαρύνει την κάθε μία από τις υπόλοιπες ΕθνΚΤ κατά ένα μικρό ποσοστό, ανάλογο με την κλειδα κατανομής της συμμετοχής της εκάστοτε ΕθνΚΤ στο καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ. Επομένως, καταλήγει ο ίδιος συγγραφέας, ακόμη και αν δεχθούμε την ύπαρξη πιστωτικού κινδύνου, αυτός δεν αφορά το σύνολο των TARGET2-απαιτήσεων που διατηρεί μια ΕθνΚΤ στο ενεργητικό της.

5. ΣΥΝΟΨΗ

Στον παρόν άρθρο έγινε μια απλή περιγραφή του διευρωπαϊκού συστήματος πληρωμών γνωστού και ως TARGET2. Επίσης καταγράφηκαν και ερμηνεύτηκαν οι εξελίξεις στις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις των ΕθνΚΤ που απορρέουν από τις συναλλαγές μέσω του συστήματος TARGET2. Ο απώτερος στόχος ήταν να αναδειχθούν τα βασικότερα σημεία μιας έντονης συζήτησης που έχει αναπτυχθεί τελευταία γύρω από την υπέρμετρη συσσώρευση απαιτήσεων και υποχρεώσεων στα πλαίσια του TARGET2. Εξελήχθη τελικά το σύστημα TARGET2 σε μια έμμεση και “ασυνείδητη” μορφή διάσωσης από τον πυρήνα προς την περιφέρεια της Ευρωζώνης, όπως υποστηρίζεται από μια μερίδα επιφανών Γερμανών οικονομολόγων; Όχι, απαντά μια άλλη ομάδα οικονομολόγων που συμπεριλαμβάνει και εμπειρογνώμονες από την ΕΚΤ και την ΕθνΚΤ της Γερμανίας. Άσχετα με ποια από τις δύο απόψεις τάσσεται κανείς, είναι αλήθεια ότι οι εξελίξεις στα “λογιστικά” μεγέθη του TARGET2 αντικατοπτρίζουν τις μεγάλες διαφορές που χαρακτηρίζουν το εσωτερικό της Ευρωζώνης σε ό,τι αφορά το πραγματικό κομμάτι της οικονομίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Bindseil, U. and P.J. König (2011), “The Economics of Target Balances”, *SFB 649 Discussion Papers* 2011-35, Humboldt University, Berlin.
- Bindseil, U. and P.J. König (2012), “Target and the European Sovereign Debt Crisis”, *Kredit und Kapital* 02/2012.
- Buiter, W.H., E. Rahbari, and J. Michels (2011), “Targeting the Wrong Villain: Target and Intra-Eurosystem Imbalances in Credit Flows”, *Citibank Global Economics View*, 9 June 2011.
- Cour-Thimann, P. (2013), “Target Balances and the Crisis in the Euro Area”, *CESifo Forum*, April 2013.
- European Central Bank (2011), “Target Balances of National Central Banks in the Euro Area”, *Monthly Bulletin*, October, 35-40.
- European Central Bank (2012), “Target Balances in the Eurosystem in a Context of Impaired Money Markets”, *Annual Report* 2011.
- European Central Bank (2014), Target Annual Report 2013, May.
- Jobst, C. (2011) “A Balance Sheet View on Target – And Why Restrictions on Target Would Have Hit Germany First”, *Vox EU*, 19 July.
- Sinn, H.-W. and T. Wollmershauser (2012), “Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB’s Rescue Facility”, *International Tax and Public Finance* 19, 468-508.
- Sinn, H-W (2014), *The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford, UK.
- Tornell, A. and F. Westermann (2012), “The tragedy of the commons at the European Central Bank and the next rescue”, *Vox EU*, 22 June.
- Whelan, K. (2012), “TARGET2 and Central Bank Balance Sheets”, December, mimeo.

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΕΝΟΣ ΣΟΚ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΗΠΑ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΤΗ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΕΠΟΧΗ

*Αναστάσιος Ευγενίδης, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πατρών
Κώστας Συριόπουλος, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πατρών
και Zayed University, UAE*

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΟΥ ΑΡΘΡΟΥ

Για πρώτη φορά μετά το ξέσπασμα της κρίσης του 2007, τον Δεκέμβριο του 2013 η FED άρχισε σταδιακά να μειώνει τις αγορές περιουσιακών στοιχείων. Ο μικρότερος ρυθμός αγοράς των περιουσιακών στοιχείων, παρόλο που μπορεί να θεωρηθεί σαν μία επεκτατική νομισματική πολιτική, εντούτοις προκαλεί μικρότερη αναταραχή στην οικονομία από ό,τι τα προηγούμενα έτη. Επιπλέον, σε ένα πρόσφατο δημοσίευμα, η Janet Yellen δεν απέκλεισε μία αύξηση του FFR (Federal Fund Rate, Ομοσπονδιακό επιτόκιο) κάποιους μήνες μετά το τέλος του τρίτου γύρου της ποσοτικής χαλάρωσης. Κρίνοντας από αυτόν τον ισχυρισμό, είναι πολύ πιθανό ότι, κάποια στιγμή στο άμεσο μέλλον, το βασικό επιτόκιο θα αυξηθεί, επιστρέφοντας σε πιο φυσιολογικά επίπεδα, δηλαδή πιο πάνω από τα μηδενικά επίπεδα που βρίσκεται τώρα. Αυτή θα είναι και η πρώτη αύξηση επιτοκίων από το 2006, όταν ο Bernanke αύξησε τα επιτόκια τέσσερις φορές για να μετριάσει την άνοδο στις τιμές των ακινήτων.

Δεδομένης της επικείμενης αύξησης των επιτοκίων κάποια στιγμή στο κοντινό μέλλον, το βασικό ερώτημα που προκύπτει είναι: Ποια θα είναι η επίδραση της ανόδου των βασικών επιτοκίων (contractionary monetary policy shock) στις βασικότερες μακροοικονομικές (π.χ. ΑΕΠ, Πληθωρισμός, Ανεργία κ.ά.) και χρηματοοικονομικές (Χρηματιστηριακοί δείκτες, Επιτόκια κ.ά.) μεταβλητές των ΗΠΑ –για πρώτη φορά– μετά το ξέσπασμα της κρίσης του 2007; Το σημαντικό αυτό ερώτημα εξετάζεται στο παρόν άρθρο. Επιπλέον, σε μία έντονα παγκοσμιοποιημένη οικονομία σε όρους τόσο εμπορίου όσο και χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων, ένα τέτοιο σοκ προερχόμενο από τις ΗΠΑ δεν θα επηρεάσει μόνο την οικονομία αυτή καθαυτή στο εσωτερικό της αλλά θα διαχυθεί και σε πολλές οικονομίες παγκοσμίως με διαφορετικό τρόπο και σε διαφορετικό χρόνο και βαθμό. Επομένως, κάποια θεμελιώδη ερωτήματα που προκύπτουν είναι τα εξής:

- (i) Μέσω ποιων καναλιών (ή διαύλων επικοινωνίας), ένα σοκ νομισματικής φύσεως μεταδίδεται τόσο στο εσωτερικό των ΗΠΑ όσο και στις ξένες οικονομίες; και
- (ii) Μπορούμε να διαπιστώσουμε αλλαγές στο μέγεθος της μετάδοσης του σοκ στο πέρασ του χρόνου και μεταξύ των διαφορετικών οικονομιών ανά την υφήλιο; Με άλλα λόγια, πόσο μεγάλη και ομοιογενής (ή ανομοιογενής) είναι η επίδραση του σοκ επιτοκίου σε μεγάλα γεωγραφικά διαμερίσματα ανά τον κόσμο, όπως η Ευρωζώνη και η Ανατολική Ασία; Ακόμα, στο ίδιο πλαίσιο, υπάρχουν ενδείξεις για τη μεταβολή στο μέγεθος του σοκ ως αποτέλεσμα της σύγχρονης χρηματοπιστωτικής κρίσης;

Η διάρθρωση του άρθρου είναι η παρακάτω. Στην επόμενη ενότητα παρουσιάζεται το σκεπτικό της μελέτης μας και η διεθνής αντίστοιχη βιβλιογραφία. Επίσης, συζητάμε τις διαφοροποιήσεις

της μελέτης μας από τις προηγούμενες τόσο σε θεωρητικό επίπεδο όσο και στα υποδείγματα που χρησιμοποιούμε. Ακόμα, παρουσιάζουμε συνοπτικά τη μεθοδολογική προσέγγιση που ακολουθούμε. Στην ενότητα 3 παρουσιάζουμε τα εμπειρικά ευρήματα και σχολιάζουμε τα αποτελέσματά μας.

2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗ ΕΡΕΥΝΑ– ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ

Η μελέτη των ερωτημάτων που τέθηκαν στην αρχή του άρθρου συνεισφέρει στη βιβλιογραφία τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο. Στο παρόν άρθρο παρουσιάζεται το σκεπτικό και τα εμπειρικά ευρήματα της μελέτης μας προκειμένου να απαντηθούν τα παραπάνω ερωτήματα. Πρώτον, εξετάσαμε με τη χρήση προηγμένων οικονομετρικών και στατιστικών μεθόδων, πώς ακριβώς ένα σοκ νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ μεταδίδεται τόσο σε ανεπτυγμένες όσο και σε αναπτυσσόμενες οικονομίες. Για τον λόγο αυτό, διερευνήσαμε δύο διαφορετικές παγκόσμιες γεωγραφικές περιοχές. Επιλέξαμε τις μεγαλύτερες οικονομίες της Ευρωζώνης για να εξετάσουμε την επίδραση του σοκ στις ανεπτυγμένες οικονομίες, και τις χώρες της Ανατολικής Ασίας για να εξετάσουμε την επίδρασή του στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Χρησιμοποιήσαμε ένα χρονικά μεταβαλλόμενο VAR μοντέλο (Vector Autoregressive, Αυτοπαλίνδρομο Υπόδειγμα) επαυξημένο με κρυμμένους (latent) παράγοντες, γνωστό στη βιβλιογραφία και ως FAVAR υπόδειγμα (Factor Augmented VAR, Αυτοπαλίνδρομο Υπόδειγμα επαυξημένο με παράγοντες). Το μοντέλο αυτό (σε αντίθεση με τα μικρής κλίμακας VAR μοντέλα) μας επιτρέπει να συμπεριλάβουμε στη μελέτη μας μεγάλο πλήθος μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών μεταβλητών που αναπαριστούν διαφορετικούς κλάδους της οικονομίας.

Σε δύο σχετικές μελέτες, ο Kim (2001) και οι Neri and Nobili (2010) εξέτασαν τη διάδοση ενός νομισματικού σοκ στην Ευρωζώνη αλλά με μία πολύ ουσιώδη διαφορά. Χρησιμοποίησαν στην ανάλυσή τους μόνο VAR μοντέλα που σπάνια επιτρέπουν την ενσωμάτωση περισσότερων από έξι με επτά μεταβλητών, δίνοντας μία σαφώς περιορισμένη εικόνα του συνόλου της οικονομίας. Η προσέγγισή μας είναι σε κάθε περίπτωση πολύ πιο ρεαλιστική, καθώς οι παγκόσμιες κεντρικές τράπεζες παρακολουθούν και ανταποκρίνονται σε πολύ μεγαλύτερη ποσότητα πληροφορίας από αυτή που συμπεριλαμβάνεται στα VAR μοντέλα. Όσον αφορά την περίπτωση της Ανατολικής Ασίας, οι μόνες σχετικές μελέτες είναι αυτές των Miniane and Rogers (2007) και Kim and Yang (2012). Και πάλι, και οι δύο αυτές μελέτες χρησιμοποιούν μικρής κλίμακας VAR μοντέλα και εστιάζουν την επίδραση του σοκ επιτοκίου μόνο σε περιορισμένες μεταβλητές, δηλαδή στην καμπύλη αποδόσεων και στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Μια άλλη διαφορά της μελέτης μας έγκειται στο γεγονός ότι το FAVAR μοντέλο μάς επιτρέπει την εκτίμηση χρονικά μεταβαλλόμενων αιφνίδιων διαταραχών (impulse responses) για όλες τις μακροοικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές τόσο στις ευρωπαϊκές όσο και στις χώρες της Ανατολικής Ασίας. Όλες οι προηγούμενες μελέτες σε διεθνές επίπεδο υποθέτουν ότι οι παράμετροι παραμένουν σταθερές κατά τη διάρκεια του χρόνου. Αυτό μας οδηγεί σε μια τρίτη συνεισφορά της παρούσας έρευνας: Προκειμένου να κατανοήσουμε το θέμα της διάδοσης του σοκ σε παγκόσμια κλίμακα, εξετάζουμε την επίδρασή του σε ένα μεγάλο αριθμό μεταβλητών εκτός από τα επιτόκια και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Χρησιμοποιούμε, λοιπόν, διαφορετικούς δείκτες οικονομικής δραστηριότητας (π.χ. ΑΕΠ, Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, κατανάλωση, επένδυση κτλ.), δείκτες επιπέδου των τιμών (ΔΔΤ, ΔΤΠ κ.ά.), δείκτες εμπορικής δραστηριότητας (εξαγωγές, εισαγωγές, εμπορικό ισοζύγιο κ.ά.), χρηματικούς και χρηματοοικονομικούς δείκτες, προσφορά χρήματος, επιτόκια, χρηματιστηριακούς δείκτες, δείκτες μέτρησης της πιστοληπτικής ικανότητας κ.ά.

Ακόμα, τα ευρήματά μας ρίχνουν φως σε παράδοξα αποτελέσματα που έχουν εμφανιστεί κατά καιρούς στη σχετική βιβλιογραφία, εξ ου και η ονομασία τους ως “ανωμαλίες”. Τέτοια φαινόμενα αποτελούν το ruzzle τιμών, καθώς και το ruzzle συναλλαγματικών ισοτιμιών κάτω από την υπόθεση Dornbusch (Dornbusch overshooting hypothesis). Το ruzzle τιμών αναφέρεται στα λαθεμένα ευρήματα της εμπειρικής βιβλιογραφίας σύμφωνα με τα οποία η άνοδος του βασικού επιτοκίου έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο του πληθωρισμού αντί για τη μείωση, όπως προβλέπεται από την οικονομική θεωρία. Από την άλλη, κάτω από την υπόθεση του Dornbusch, η άνοδος του επιτοκίου θα έπρεπε αρχικά να προκαλεί μία άμεση ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και έπειτα υποτίμηση. Ομοίως, το ruzzle εδώ αναφέρεται στην αδυναμία της εμπειρικής βιβλιογραφίας να επιβεβαιώσει το γεγονός αυτό.

Τέλος, η μελέτη μας σχετίζεται και με τη σύγχρονη αναπτυσσόμενη βιβλιογραφία που αφορά αλλαγές στο μέγεθος της διάδοσης του σοκ νομισματικής πολιτικής στη διάρκεια των χρόνων [βλ. Mumtaz et al. (2011), Boivin et al. (2008, 2010), Iltzeski and Jin (2013)]. Ενώ όλες οι προηγούμενες μελέτες εξετάζουν τη μεταβαλλόμενη διάδοση του μηχανισμού διαχρονικά με το να χωρίζουν το δείγμα σε υποπεριόδους, η FAVAR μεθοδολογία που ακολουθούμε επιτρέπει να εξετάσουμε, πρώτον, τι συνέβη σε διαφορετικές/οποιοσδήποτε και όσες χρονικές στιγμές θέλουμε αποφεύγοντας έτσι τη διάσπαση του δείγματος σε διαφορετικές υποπεριόδους. Δεύτερον, εξετάζουμε πιθανές αλλαγές στη διεθνή διάδοση του μηχανισμού συγκρίνοντας την εποχή πριν και μετά την κρίση του 2007. Τρίτον, σε αντίθεση με τις υπάρχουσες μελέτες που αναφέρουν πιθανές αλλαγές στη διάδοση του σοκ μόνο σε πολύ βασικές μεταβλητές στις ξένες χώρες, δηλαδή μόνο σε ΑΕΠ και συναλλαγματικές ισοτιμίες, η έρευνά μας εξετάζει τη μεταβολή του μεγέθους του σοκ σε πλήθος δεικτών: οικονομικής δραστηριότητας, πληθωρισμού, εμπορίου, ανταγωνιστικότητας, επιτοκίων, πιστοληπτικής ικανότητας, προσφοράς χρήματος, χρηματιστηριακούς δείκτες κ.ά.

3. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΖΗΤΗΣΗ

Η επιλογή των χωρών είναι η ακόλουθη. Συμπεριλάβαμε στο δείγμα μας τέσσερις αναπτυσσόμενες οικονομίες, Χονγκ Κονγκ, Κορέα, Φιλιππίνες και Σιγκαπούρη, και μία ανεπτυγμένη, Ιαπωνία, από τις χώρες της Ανατολικής Ασίας, ενώ από την Ευρώπη επιλέχθηκαν οι Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Βέλγιο και Ηνωμένο Βασίλειο. Η περίοδος του δείγματος είναι από το 1986:Q1 έως και 2013:Q4. Το δείγμα μας έχει επιλεγεί έτσι ώστε να διερευνήσουμε δύο σημαντικά παγκόσμια φαινόμενα: α) την εποχή προ και μετά την παγκοσμιοποίηση και β) την εποχή προ και μετά την κρίση του 2007. Για το α) εξετάζουμε δύο έτη. Το 1987 αντιπροσωπεύει την απαρχή της παγκοσμιοποίησης (βλ. Koze et al., 2007) και το 1999 επιλέγεται ως ένα έτος αρκετά χρόνια μετά που υποδηλώνει μία πολύ πιο έντονα παγκοσμιοποιημένη οικονομία. Η ανάλυση των αποτελεσμάτων χωρίζεται σε δύο μέρη. Πρώτον, στη λεπτομερή ανάλυση των διαύλων επικοινωνίας μέσω των οποίων γίνεται η διάχυση του σοκ από τις ΗΠΑ στις ξένες οικονομίες. Δεύτερον, στο κατά πόσο το μέγεθος του σοκ έχει αλλάξει στο πέρασμα του χρόνου.

Όσον αφορά το πρώτο σκέλος, ακολουθεί μία σύντομη περιγραφή των καναλιών μετάδοσης του σοκ που θα εξετάσουμε: Η μετάδοση ενός σοκ νομισματικής πολιτικής λειτουργεί μέσω τεσσάρων μεγάλων καναλιών που είναι η επένδυση, η κατανάλωση, το πιστωτικό κανάλι και το διεθνές κανάλι. Φυσικά τα κανάλια αυτά χωρίζονται σε πολλά υπο-κανάλια σε κάθε κατηγορία.

Για παράδειγμα, η μετάδοση του σοκ μέσω της επένδυσης συμβαίνει είτε διαμέσου του επιτοκίου (interest rate channel) είτε μέσω της επίδρασης του δείκτη Tobin's q . Για το δεύτερο, όταν το q είναι υψηλό, τότε η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι υψηλότερη συγκριτικά με το κόστος αντικατάστασης του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, που σημαίνει ότι ο καινούργιος εξοπλισμός είναι

φθηνός σχετικά με την αξία της εταιρείας, το οποίο έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των επενδύσεων.

Η μετάδοση του σοκ μέσω της κατανάλωσης αντιπροσωπεύει κυρίως την επίδραση του πλούτου (wealth effects), με την έννοια ότι η άνοδος του βασικού επιτοκίου μειώνει τη ζήτηση για περιουσιακά στοιχεία, επομένως προκαλεί την πτώση των τιμών και μειώνει τον συνολικό πλούτο των οικονομούντων ατόμων.

Το πιστωτικά κανάλια (credit channel), από την άλλη, οφείλονται στην ασυμμετρία της πληροφορίας που επικρατεί στις πιστωτικές αγορές. Η κατηγορία αυτή υποδιαιρείται σε δύο επιμέρους κατηγορίες: το κανάλι τραπεζικού δανεισμού (bank lending channel) και το κανάλι ισοζυγίου (balance sheet channel). Στο παρόν άρθρο, θα εστιάσουμε στην επίδραση του καναλιού ισοζυγίου. Η λειτουργία του καναλιού αυτού αναφέρεται λίγο πιο κάτω.

Περνάμε τώρα και στην περιγραφή της επίδρασης του σοκ από τις ΗΠΑ στις διεθνείς οικονομίες, που είναι και το θέμα που θα μας απασχολήσει περισσότερο στη μελέτη αυτή. Η επίδραση του σοκ μπορεί να περιγραφεί από ένα σύνολο διαφορετικών μηχανισμών. Πρώτον, με τη χρήση του μοντέλου των Mundell-Flemming-Dornbusch (MFD), το τελικό αποτέλεσμα στο ΑΕΠ (εγχώριο και ξένο) είναι αμφιλεγόμενο, καθώς εξαρτάται από τη μεταβολή του εμπορικού ισοζυγίου (trade balance). Επομένως, από τη μία πλευρά, μια περιοριστική οικονομική πολιτική των ΗΠΑ θα έχει ως αποτέλεσμα την ανατίμηση του δολαρίου, συνεπώς την χειροτέρευση του εμπορικού ισοζυγίου των ΗΠΑ, άρα τη βελτίωση του ξένου εμπορικού ισοζυγίου (συγκριτικά με τις ΗΠΑ), που οδηγεί στην αύξηση του ξένου ΑΕΠ (το φαινόμενο αυτό ονομάζεται expenditure switching effect). Από την άλλη, η μείωση του εγχώριου εισοδήματος ως αποτέλεσμα της σφιχτής νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ μειώνει την εσωτερική ζήτηση, το οποίο οδηγεί στη βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου των ΗΠΑ, άρα στη χειροτέρευση του ξένου εμπορικού ισοζυγίου και τελικώς στη μείωση του ξένου ΑΕΠ. Άρα το ποιο από τα δύο αποτελέσματα θα επικρατήσει εξαρτάται από το μέγεθος της μεταβολής του εισοδήματος και της ισοτιμίας.

Ένας δεύτερος μηχανισμός μετάδοσης του σοκ σε διεθνές επίπεδο περιγράφεται από τους Obstfeld and Rogoff (1995) και αφορά το κανάλι μέσω της επίδρασης του παγκόσμιου επιτοκίου (world interest rate channel). Η άνοδος του βασικού επιτοκίου στις ΗΠΑ προκαλεί άνοδο στο παγκόσμιο επιτόκιο, αφού η πολιτική των ΗΠΑ επηρεάζει την παγκόσμια οικονομία και επειδή οι αγορές είναι πολύ στενά συνδεδεμένες (integrated). Ως αποτέλεσμα της αύξησης του εγχώριου και του παγκόσμιου επιτοκίου, θα υπάρξει μία μείωση στην κατανάλωση και την επένδυση τόσο στις ΗΠΑ όσο και στις ξένες οικονομίες. Άρα τόσο οι εξαγωγές όσο και οι εισαγωγές και στις ΗΠΑ και στις ξένες οικονομίες θα μειωθούν. Ένα τρίτο κανάλι λειτουργεί μέσω της επίδρασης του πλούτου (αλλά τώρα στο διεθνές επίπεδο). Η άνοδος του επιτοκίου στις ΗΠΑ προκαλεί ανατίμηση του δολαρίου, άρα και υποτίμηση του ξένου νομίσματος, το οποίο με τη σειρά του προκαλεί την αύξηση του επιπέδου τιμών στην ξένη αγορά. Συνεπώς η αύξηση του πληθωρισμού οδηγεί στη μείωση του πλούτου των ατόμων, άρα και στη μείωση της συνολικής ζήτησης και του ΑΕΠ.

Τέλος, το κανάλι ισοζυγίου λειτουργεί στο διεθνές επίπεδο υποθέτοντας ότι οι κεντρικές τράπεζες των ξένων χωρών μεταβάλλουν τη νομισματική πολιτική τους ως απάντηση στη μεταβολή του επιτοκίου στις ΗΠΑ (foreign policy endogeneity). Κάτω, λοιπόν, από την επίδραση του MFD μοντέλου, όπως είδαμε, η αύξηση του βασικού επιτοκίου στις ΗΠΑ μπορεί να προκαλέσει άνοδο στο ξένο ΑΕΠ. Με σκοπό να μετριαστεί η άνοδος του ΑΕΠ, άρα και η αύξηση του επιπέδου των τιμών, η ξένη κεντρική τράπεζα μπορεί να προβεί σε αύξηση των επιτοκίων της. Η αύξηση αυτή θα οδηγήσει σε μείωση της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών άρα και στη μείωση της καθαρής

αξίας των επιχειρήσεων. Επομένως, με λιγότερα μετρητά, η επιχείρηση πρέπει να αντλήσει ρευστότητα από το εξωτερικό περιβάλλον. Εφόσον όμως η εξωτερική χρηματοδότηση υπόκειται σε προβλήματα ασυμμετρίας, μπορεί να οδηγήσει σε φαινόμενα ηθικού κινδύνου (moral hazard) και δυσμενούς επιλογής (adverse selection), τα οποία με τη σειρά τους οδηγούν σε μείωση της χορήγησης δανείων άρα και σε μείωση της επένδυσης και του συνολικού προϊόντος.

Τα αποτελέσματά μας καταδεικνύουν ότι –πρώτα στο εσωτερικό των ΗΠΑ– όλα τα σημαντικά κανάλια (κανάλι επιτοκίου, κανάλι πλούτου, πιστωτικό κανάλι, κανάλι συναλλάγματος) και υπο-κανάλια (κανάλι ισολογισμού, Tobin's q , κανάλι εμπορικού ισοζυγίου) παίζουν σημαντικό ρόλο στη διάχυση του σοκ στο εσωτερικό των ΗΠΑ.

Σε διεθνές επίπεδο, τα αποτελέσματά μας παρουσιάζουν σημαντική ετερογένεια. Στην Ανατολική Ασία, η αύξηση του επιτοκίου στις ΗΠΑ οδηγεί στη μείωση του ΑΕΠ σε τρεις από τις πέντε χώρες, Χονγκ Κονγκ, Φιλιππίνες και Σιγκαπούρη. Η επίδραση στο ΑΕΠ σε κάθε χώρα μπορεί να εξηγηθεί από ένα ή παραπάνω κανάλια όπως παρουσιάζεται πιο κάτω. Πιο συγκεκριμένα, το εμπορικό ισοζύγιο θεωρείται για δύο από τις πέντε χώρες (Σιγκαπούρη, Κορέα) ένα πειστικό κανάλι στην περιγραφή της διάχυσης του σοκ, καθώς η επίδραση στο εμπορικό ισοζύγιο των χωρών αυτών είναι σημαντική. Το κανάλι πλούτου μαζί με το κανάλι παγκόσμιου επιτοκίου εξηγούν τον αρνητικό αντίκτυπο του σοκ στο ΑΕΠ του Χονγκ Κονγκ και των Φιλιππινών. Σε αντίθεση, τα κανάλια αυτά δεν είναι ικανά να περιγράψουν την άνοδο που παρατηρείται στο ΑΕΠ της Ιαπωνίας και της Κορέας. Ένα άλλο κανάλι έρχεται να εξηγήσει το θετικό αντίκτυπο του σοκ στις χώρες αυτές και αυτό είναι η επίδραση μέσω των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Αναφορικά με τις χώρες της Ευρωζώνης, παρατηρείται αύξηση του ΑΕΠ σε όλες τις χώρες του δείγματος. Το κανάλι του εμπορικού ισοζυγίου μέσω του expenditure switching effect λειτουργεί μόνο για την περίπτωση της Ισπανίας. Σε γενικές γραμμές, το κύριο κανάλι που αιτιολογεί τη θετική διάχυση του σοκ είναι το κανάλι του πλούτου σε συνδυασμό με το κανάλι της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ένα εξίσου σημαντικό εύρημα είναι το γεγονός ότι το πιστωτικό κανάλι λειτουργεί μόνο για τη Γερμανία και την Ιταλία. Ένα βήμα πιο πέρα, για όλες τις χώρες της Ευρώπης παρατηρήθηκε το φαινόμενο της ενδογένειας στη λήψη αποφάσεων (policy endogeneity). Δηλαδή σαν απάντηση στην αύξηση του βασικού επιτοκίου στις ΗΠΑ, οι ευρωπαϊκές κεντρικές τράπεζες κάθε χώρας αυξάνουν επίσης τα επιτόκιά τους για να μετριάσουν την αύξηση του ΑΕΠ και συνεπώς του πληθωρισμού –που προήλθε από το σοκ στις ΗΠΑ– σε επίπεδα πάνω από το επιθυμητό.

Υπάρχουν στοιχεία που συνηγορούν υπέρ της αλλαγής του μεγέθους της διάδοσης του σοκ μέσα στον χρόνο; Στο σύνολο, βρήκαμε ότι οι αντιδράσεις (responses) όλων σχεδόν των μακροοικονομικών μεταβλητών στις ξένες χώρες σαν απάντηση στο σοκ των ΗΠΑ έχουν αλλάξει δραματικά στην περίοδο του δείγματος. Πιο συγκεκριμένα, η επίδραση του σοκ στο ΑΕΠ όλων των χωρών της Ευρωζώνης έχει μειωθεί στην έντονα παγκοσμιοποιημένη περίοδο σε σύγκριση με την περίοδο πριν την παγκοσμιοποίηση. Γενικά, η επίδραση του σοκ σε όλες τις οικονομικές μεταβλητές στις περισσότερες ξένες χώρες, τόσο στην Ασία όσο και στην Ευρώπη, έχει μειωθεί κατά τη διάρκεια της παγκοσμιοποίησης. Το γεγονός αυτό μπορεί να αιτιολογηθεί από τον ολοένα και λιγότερο κυρίαρχο ρόλο που διαδραματίζουν οι ΗΠΑ στο παγκόσμιο στερέωμα με την ανάδειξη άλλων μεγάλων αναπτυσσόμενων οικονομιών όπως η Βραζιλία και η Κίνα.

Στην πιο σύγχρονη εποχή, τα αποτελέσματά μας δείχνουν ότι η επίδραση του σοκ στις αντιδράσεις των ξένων ΑΕΠ έχει αυξηθεί σχεδόν σε όλες τις χώρες του δείγματος κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης σε σχέση με πριν. Οι κυριότερες μεταβλητές όπως οι εισαγωγές, οι εξαγωγές οι δείκτες του γενικού επιπέδου των τιμών ακολουθούν την ίδια συμπεριφορά με το ΑΕΠ στη μετά την κρίση εποχή. Αυτό είναι ένα πολύ σημαντικό εύρημα για τους χαράσσοντες τη

νομισματική πολιτική (policymakers) των ξένων χωρών, καθώς η αυξανόμενη επίδραση του σοκ εν μέσω κρίσης στην παγκόσμια οικονομία υποδηλώνει ότι θα πρέπει να ακολουθούν μία πιο ενεργή και αξιόπιστη νομισματική πολιτική σαν απάντηση στη νομισματική πολιτική των ΗΠΑ, για να σταθεροποιήσουν το ΑΕΠ και το επίπεδο των τιμών.

Τέλος, ένα πολύ ενδιαφέρον εύρημα είναι το γεγονός ότι οι χώρες της Ανατολικής Ασίας που τελούν υπό το καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών βιώνουν μία μείωση στο μέγεθος του σοκ σε πολλά από τα μακροοικονομικά μεγέθη τους, μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Αυτό είναι ένα επίσης σημαντικό μήνυμα για τους policymakers, αφού υποδηλώνει ότι τα πιο ευέλικτα καθεστώτα ισοτιμιών βοηθούν στον μετριασμό της επίδρασης εξωτερικών σοκ νομισματικής φύσης κατά τη διάρκεια της κρίσης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Boivin, J. and Giannoni, M., 2008. "Global Forces and Monetary Policy Effectiveness," NBER Working Papers 13736, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Boivin, J., Giannoni, M., and Mojon, B., 2008. "How Has the Euro Changed the Monetary Transmission Mechanism?," NBER Macroeconomics Annual 2008, Volume 23.
- Boivin, J., Kiley, M. T., and Mishkin, F. S., 2010. "How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?," NBER Working Paper No. 15879.
- Ilzetzki, E. and Jin, K., 2013. "The Puzzling Change in the International Transmission of U.S. Macroeconomic Policy Shocks", unpublished, London School of Economics.
- Kim, J., 2001. "International Transmission of US Monetary Policy Shocks: Evidence from VAR's", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 48(2), pp. 339-372.
- Kim, S. and Yang, D. Y., 2012. "International monetary transmission in East Asia: Floaters, non-floaters, and capital controls," *Japan and the World Economy*, Vol. 24 (4), pp. 305-316.
- Kose, M. A., Prasad, E., and Terrones, M., 2007. "How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels," IMF Working Papers 07/238, International Monetary Fund.
- Miniane, J. and Rogers, J. H., 2007. "Capital Controls and the International Transmission of U.S. Money Shocks," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39(5), pp.1003-1035.
- Mumtaz, H., Zabczyk, P., and Ellis, C., 2011. "What lies beneath? A time-varying FAVAR model for the UK transmission mechanism," Working Paper Series 1320, European Central Bank.
- Neri, S. and Nobili, A., 2010. "The Transmission of US Monetary Policy to the Euro Area," *International Finance*, Wiley Blackwell, Vol. 13(1), pp. 55-78.
- Obstfeld, M. and Rogoff, K., 1995. "Exchange Rate Dynamics Redux," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Vol. 103(3), pp. 624-660.



**ΕΛΛΗΝΙΚΗ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2015