



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΜΣ
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΜΕ ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ**

**ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ:
ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΠΟΣΟΤΙΚΗΣ ΧΑΛΑΡΩΣΗΣ ΣΤΙΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ**

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΕΥΦΡΟΣΥΝΗ ΔΗΜΗΤΡΑΚΟΠΟΥΛΟΥ (ΜΧΑΝ1806)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

**ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ**

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗΣ ΓΚΙΚΑΣ

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2020**

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής διατριβής είναι η ποσοτική χαλάρωση και πώς αυτή επιδρά στην πραγματική οικονομία στα πλαίσια της Ευρωζώνης.

Αρχικά γίνεται αναφορά στην έννοια της ποσοτικής χαλάρωσης (Quantitative easing - QE) η οποία συνίσταται στην νομισματική πολιτική κατά την οποία μια Κεντρική Τράπεζα παράγει χρήματα με την αγορά χρεογράφων, όπως είναι τα κρατικά ομόλογα. Σκοπός του συγκεκριμένου προγράμματος είναι η αύξηση της κατανάλωσης του ιδιωτικού τομέα αλλά και η ελεγχόμενη αύξηση του πληθωρισμού όταν δεν καθίσταται αποτελεσματικό το μέτρο της μείωσης των επιτοκίων (τη στιγμή που πλησιάζει το μηδέν) με σκοπό την ανάπτυξη της οικονομίας.

Κατ' επέκταση αναλύεται η συμπεριφορά της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και πώς επιδρά η ποσοτική χαλάρωση στις χώρες της Ευρωζώνης αλλά και πώς επηρέασε η ανισότητα τη ζώνη του Ευρώ.

Τα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης αφορούν 18 χώρες την Ευρωζώνης και καλύπτουν την περίοδο από το 2000 έως και το 2019 και εξετάστηκαν 18 μακροοικονομικές μεταβλητές με σκοπό να φανεί τι επίδραση είχε η ροή χρήματος του προγράμματος στον χρηματοπιστωτικό κλάδο και κατά πόσο δημιούργησε συνθήκες ανάπτυξης την περίοδο της ύφεσης.

ABSTRACT

The subject of this diploma thesis is quantitative easing and how affects the real economy within the Eurozone. First reference is made to the concept of Quantitative easing (QE), which is the monetary policy, where a central bank generates money by purchasing securities, such as government bonds. The purpose of this program is to increase the consumption of the private sector but also the controlled increase of inflation when the measure of reducing interest rates does not become effective (when it is also to zero) in order to develop the economy.

The behavior of European Central Bank and how quantitative easing affects the Eurozone countries, is analyzed as well how the inequality affected the Eurozone. The results of the econometric analysis concern 18 Eurozone countries and cover the period from 2000 to 2019 in order to examine 18 macroeconomics variables in order to see what effect the cash flow of the program had on the financial sector and whether or not it created growth conditions during the period of recession.

Περιεχόμενα

1.1. Ο ρολος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας-----	5
1.2. Οι αρμοδιότητες της ΕΚΤ -----	5
1.3. Εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ -----	5
1.3.1. Συμβατικά εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής-----	5
1.3.2. Μη Συμβατικά εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής-----	7
1.4. Μηχανισμοί Μετάδοσης συμβατικής Νομισματικής Πολιτικής-----	8
1.4.1. Μηχανισμοί μετάδοσης μη συμβατικής Νομισματικής Πολιτικής-----	10
Κεφάλαιο 2: Ανασκόπηση -----	
2.1 Διεθνής Οικονομική Κρίση-----	11
2.2 Το χρονικό της Κρίσης-----	12
2.3 Αντιμετώπιση της Κρίσης απο την ΕΚΤ -----	12
2.4 Μεταβολές στα βασικά επιτόκια-----	12
2.4.1 Μεταβολές επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών Ευρώπης-Αμερικής-Αγγλ-13	
2.4.2 Ποσοστά κατασχέσεων κατοικιών	13
2.5 Μη Συμβατικές κινήσεις της ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της Κρίσης.....	14
2.6 Πολιτικές της ΕΚΤ μετά το ξέσπασμα της Κρίσης -----	15
Κεφάλαιο 3: Περίπτωση Μελέτης Ποσοτικής Χαλάρωσης -----	
3.1 Ποσοτική Χαλάρωση -----	16
3.2 Τροποποιήσεις διευρυμένου προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων -----	20
3.3 Σκοπός και λογική του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης -----	21
3.4 Εκτίμηση της αποτελεσματικότητας του προγράμματος-----	24
Κεφάλαιο 4: Ανισότητα στην ζώνη του Ευρώ-----	
4.1 Πως επηρέασε η ανισότητα την ποσοτική χαλάρωση στη ζώνη του Ευρώ-----	31
4.2 Κανάλι μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής δια της δανειοληπτικής πίστης (Credit Channel) -----	34
4.3 Θεωρία πολιτιστικών διαστάσεων - Geert Hofstede-----	35
4.4 Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν-----	36
Κεφάλαιο 5: Εμπειρική Μελέτη -----	
5.1 Εμπειρική Ανάλυση-----	45
5.1.2 Αποτελέσματα -----	46
6. Συμπεράσματα -----	52
Βιβλιογραφία	
Παραρτήματα	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι η Κεντρική Τράπεζα της Ευρώπης η οποία έχει υιοθετήσει το ευρώ και διαχειρίζεται την οικονομική πολιτική της Ευρωζώνης. Τη 1η Ιανουαρίου 1999 ανέλαβε την ευθύνη για τη λήψη αποφάσεων της νομισματικής πολιτικής στην Ευρωζώνη. Είναι μια απ τις μεγαλύτερες νομισματικές ζώνες στον πλανήτη και έχει υπό την αιγίδα της 19 εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, γεγονός που αποτελεί ορόσημο σε μια διαδικασία ολοκλήρωσης μεταξύ των ευρωπαϊκών κρατών. (European Central Bank, 2011). Συγκεκριμένα αποτελεί μια απ' τις σημαντικότερες Κεντρικές Τράπεζες του κόσμου καθώς επίσης και ένα απ τα επτά θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Οι δράσεις και οι αποφάσεις της ΕΚΤ επηρεάζουν 340 εκατομμύρια ανθρώπους και εκατομμύρια επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ. Η ΕΚΤ είναι αρμόδια για τη διατήρηση του ευρώ καθώς και για τη χάραξη και εφαρμογή της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής της, που πρέπει να ακολουθήσουν τα κράτη μέλη της. Βασική της μέριμνα είναι να διατηρεί σταθερές τις τιμές, στηρίζοντας έτσι την οικονομική ανάπτυξη καθώς και την δημιουργία θέσεων εργασίας. (Πετράκης, 2010).

1.2 Οι αρμοδιότητες της ΕΚΤ

Οι αρμοδιότητες της Ευρωπαϊκής Κεντρική Τράπεζας είναι να καθορίζει τα επιτόκια με τα οποία δανείζει τις εμπορικές τράπεζες, ελέγχοντας κατ' αυτό τον τρόπο την προσφορά του χρήματος και τον πληθωρισμό. Επιπλέον, διαχειρίζεται τα συναλλαγματικά αποθέματα της Ευρωζώνης αλλά και την αγορά ή τη πώληση νομισμάτων, ώστε να διατηρείται η ισορροπία των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Διασφαλίζει την κατάλληλη εποπτεία των χρηματοπιστωτικών αγορών και ιδρυμάτων απ τις εθνικές αρχές, καθώς και την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών.

Εξουσιοδοτεί τις χώρες της Ευρωζώνης να εκδίδουν χαρτονομίσματα σε ευρώ, παρακολουθεί τις τάσεις των διακυμάνσεων των τιμών και αξιολογεί τους εκάστοτε κινδύνους που προκύπτουν, με σκοπό τη σταθερότητα των τιμών.

1.3 Εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ

1.3.1 Συμβατικά Εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής

Η ΕΚΤ και οι Κεντρικές Τράπεζες ασκούν μέσα Νομισματικής Πολιτικής τα οποία συνοψίζονται στα εξής:

- Πράξεις Ανοιχτής Αγοράς (Open Market Operations)
- Παροχή Πάγιων Διευκολύνσεων (Standing Facilities)
- Ελάχιστο Υποχρεωτικό Αποθεματικό πιστωτικών ιδρυμάτων (Minimum Reserve requirements)

Πράξεις Ανοιχτής Αγοράς (Open Market Operations)

Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς σκοπεύουν στη διαμόρφωση των επιτοκίων μέσω της διαχείρισης της ρευστότητας που κυκλοφορεί καθώς και στη δήλωση της στάσης της νομισματικής πολιτικής. Οι βασικές λειτουργίες των πράξεων ανοιχτής αγοράς που αφορούν το Ευρωσύστημα είναι:

Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (main refinancing operations - MROs)

Οι πράξεις που αφορούν μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότηση (longer term refinancing operations - LTROs)

Οι πράξεις που αφορούν την εξομάλυνση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων (fine tuning operations).

Οι διαρθρωτικές πράξεις (structural operations).

Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης ενεργούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών με κύριο στόχο την παροχή ρευστότητας στους οργανισμούς που τη χρειάζονται. Η συχνότητα με την οποία γίνονται οι πράξεις αυτές είναι μία φορά την εβδομάδα και κυρίως διαρκούν δύο εβδομάδες (European Central Bank, 2005). Οι συγκεκριμένες πράξεις είναι αντιστρεπτές δηλαδή οι αντισυμβαλλόμενοι αγοράζουν τα κεφάλαια που χρειάζονται βάσει του επιτοκίου που ορίζεται από την ΕΚΤ και εντός δύο εβδομάδων αναλαμβάνουν να αγοράσουν πίσω τα χρεόγραφα που έχουν δώσει ως εγγύηση δανεισμού. Με αυτό τον τρόπο η ΕΚΤ καθορίζει τα επιτόκια της αγοράς (Πετράκης, 2010).

Οι πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης είναι παρόμοιες με τις πράξεις ανοιχτής αγοράς. Γίνονται με συχνότητα μία φορά το μήνα και με διάρκεια τριών μηνών με στόχο να παρέχουν στους αντισυμβαλλόμενους μία πρόσθετη αλλά πιο μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότηση. Η διάρκεια λήξης τους είναι τρεις περίπου μήνες και δεν επηρεάζει το επιτόκιο αλλά ενεργεί ως δείκτης επιτοκίου (European Central Bank, 2004).

Οι πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων δεν έχουν διαθέτουν ορισμένο χρονικό πλαίσιο αλλά γίνονται εκτάκτως με σκοπό τη διαχείριση της ρευστότητας της αγοράς, όταν υπάρχουν αυξομειώσεις ρευστότητας αλλά και για την καθοδήγηση των επιτοκίων που διαρκούν μια ημέρα (overnight rate). Οι πράξεις αυτές αναφέρονται ως αντιστρεπτές πράξεις αλλά μπορούν να πάρουν και τη μορφή μόνιμων πράξεων. Διενεργούνται κυρίως από τις Εθνικές Τράπεζες αλλά και από την ίδια την ΕΚΤ όταν χρειαστεί (European Central Bank, 2004).

Η ΕΚΤ κρίνει, εάν είναι απαραίτητο να διενεργηθούν διαρθρωτικές πράξεις σύμφωνα με την προσαρμογή της ρευστότητας στις ανάγκες της Ευρωζώνης. Οι διαρθρωτικές πράξεις λαμβάνουν χώρα μέσω των αντιστρεπτών πράξεων, δηλαδή μέσω έκδοσης πιστοποιητικών χρέους (European Central Bank, 2006) είτε μέσω οριστικών πράξεων.

Παροχή πάγιων διευκολύνσεων (Standing Facilities)

Οι πάγιες διευκολύνσεις είναι κυρίως πράξεις διάρκειας μιας ημέρας και έχουν ως σκοπό την απορρόφηση ή τη παροχή ρευστότητας στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς έως την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Οι πράξεις αυτές πραγματοποιούνται από την ΕΚΤ και χωρίζονται στη διευκόλυνση οριακής

χρηματοδότησης (marginal lending facility) και στην διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (deposit facility) (Πετράκης, 2010).

Η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης αναφέρεται στη χρηματοδότηση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών προκειμένου να αποκτήσουν κεφάλαια για μία ημέρα. Οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των κρατών που βρίσκονται οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορούν να παρέχουν κεφάλαια σε αυτούς χωρίς να υπάρχει περιορισμός στο ύψος του κεφαλαίου. Ως ασφάλεια οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παρέχουν κάποια περιουσιακά στοιχεία τα οποία έρχονται στην κυριότητά τους μετά την αποπληρωμή του δανείου. Τα επιτόκια με τα οποία γίνεται ο δανεισμός συμφωνούνται από την ΕΚΤ και είναι το ανώτερο όριο επιτοκίου της αγοράς για τοποθετήσεις μίας ημέρας (Πετράκης, 2010). Μέσω της πράξης διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν τη δυνατότητα να πραγματοποιούν καταθέσεις προς την ΕΚΤ χωρίς να υπάρχει όριο ως προς το ύψος των καταθέσεων και χωρίς άλλους περιορισμούς. Βέβαια, για τις καταθέσεις αυτές η ΕΚΤ παρέχει τόκο στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με επιτόκιο το οποίο ορίζεται από την ΕΚΤ και είναι το κατώτερο όριο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας (Πετράκης, 2010).

1.3.2 Μη Συμβατικά Εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής

Στην έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ύστερα από την κατάρρευση της Lehman Brothers, αρκετές οικονομίες αντιμετώπισαν την ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας καθώς και την πτώση των ποσοστών πληθωρισμού. Επίσης, τα επιτόκια μειώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Η διατραπεζική αγορά δεν λειτούργησε όπως θα έπρεπε, λόγω της αβεβαιότητας, που υπήρχε στην πιστοληπτική ικανότητα άλλων τραπεζών (Haan, Oosterloo and Schoenmaker, 2012). Επομένως, η ΕΚΤ έπρεπε να επιβάλλει μέτρα μη συμβατικά με σκοπό να φέρει εις πέρας αυτά τα έκτακτα και δύσκολα γεγονότα.

Τον Οκτώβριο του 2008 η ΕΚΤ υιοθέτησε μια διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή αλλά και απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας - στο επιτόκιο πολιτικής που αφορούσε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Οι τράπεζες δανείστηκαν όση ρευστότητα έκριναν αναγκαία από το Ευρωσύστημα με την προϋπόθεση να έχουν τη δυνατότητα να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρο. Με αυτή τη διαδικασία η ΕΚΤ κατάφερε να ενισχύσει την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών μειώνοντας τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα των πιστώσεων προς την οικονομία.

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, τον Οκτώβριο του 2008, η ΕΚΤ επέκτεινε την ήδη ευρεία λίστα αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως ενέχυρο για τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, αυξάνοντας κατ' αυτό τον τρόπο την ρευστότητα των τραπεζών.

Στο δεύτερο εξάμηνο του 2008 η ΕΚΤ, παρόλο που ίσχυαν οι εξαμηνίες μη κανονικές λειτουργίες, προχώρησε στην ανάληψη τριών λειτουργιών αναχρηματοδότησης υπό σταθερό επιτόκιο με δωδεκάμηνη περίοδο λήξης. Όμως η διαδικασία επιμήκυνσης της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης από τους τρεις μήνες σε ένα έτος πριν την περίοδο της

κρίσης, δυστυχώς οδήγησε βραχυπρόθεσμα σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών.

Το πρώτο εξάμηνο του 2008 η ΕΚΤ αύξησε την αναχρηματοδότηση σε δολάρια ΗΠΑ, δίνοντας μ' αυτό τον τρόπο την παροχή έναντι αποδεκτού ενέχυρου σε ευρώ. Εισήγαγε σε ελβετικά φράγκα λειτουργίες παροχής ρευστότητας καθώς επίσης αύξησε, μέχρι και τρεις μήνες, την περίοδο στον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια.

Η ΕΚΤ λειτούργησε την αγορά καλυμμένων ομολόγων, τα οποία εκδίδονται στην Ευρωζώνη τον Ιούνιο του 2009 και αποτελούν μείζονα πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών. Σύμφωνα μ' αυτό το μέτρο δημιουργήθηκαν πρωτογενείς εκδόσεις και ταυτόχρονα μειώθηκαν τα ιδιαίτερα αυξημένα ανοίγματα αυτής της αγοράς, αποσκοπώντας στην αναγέννηση της πληγείσας αγοράς.

1.4 Μηχανισμοί Μετάδοσης Συμβατικής Νομισματικής Πολιτικής

Τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων και τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων, επηρεάζονται από τις αποφάσεις της ΕΚΤ σχετικά με τα επίσημα επιτόκια και τα επιτόκια της αγοράς. Οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής καθώς και οι ανακοινώσεις της ΕΚΤ επηρεάζουν τις προοπτικές για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας, καθώς και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι συγκεκριμένες αλλαγές στη νομισματική πολιτική επηρεάζουν τη συμπεριφορά των καταναλωτών, όσον αφορά τις δαπάνες, την αποταμίευση και την επένδυση. Εάν, για παράδειγμα, όλες οι μεταβλητές παραμείνουν αμετάβλητες, τότε τα υψηλότερα επιτόκια ενθαρρύνουν την αποταμίευση παρά τις δαπάνες και την αύξηση της αξίας του νομίσματος στις αγορές συναλλάγματος. Κατά συνέπεια τα ξένα αγαθά να είναι φθηνότερα σε σχέση με τα αγαθά που παράγονται εγχώρια.

Συνεπώς, οι αλλαγές στο επίσημο επιτόκιο επηρεάζουν τη ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες που παράγονται σε μία χώρα. Το επίπεδο ζήτησης συγκρητικά με την εγχώρια ικανότητα προσφοράς στην αγορά προϊόντος, χρήματος αλλά και εργασίας, έχει βασική επίδραση στις εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις. Παραδείγματος χάριν, εάν η ζήτηση εργασίας υπερβεί την διαθέσιμη προσφορά, θα δημιουργηθεί τάση για ανοδική πίεση στους εγχώριους μισθούς, την οποία ορισμένες επιχειρήσεις θα μπορούν να εκμεταλλευτούν και να περάσουν στις τιμές τους κι έτσι οι καταναλωτές να χρεώνονται υψηλότερες τιμές. Οι μηχανισμοί μετάδοσης αναλύονται παρακάτω:

Βραχυπρόθεσμα επιτόκια: Μία αναμόρφωση από την ΕΚΤ στο επίσημο επιτόκιο μεταφέρεται αμέσως, σε άλλα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, όπως τα επιτόκια σε συμβόλαια επαναγοράς με διάρκεια πέραν των δύο εβδομάδων καθώς και τα επιτόκια των διατραπεζικών καταθέσεων. Βέβαια αυτά τα επιτόκια μπορεί να μην μεταβάλλονται πάντα, με το ακριβές ποσό της αλλαγής του επίσημου επιτοκίου. Ύστερα από την επίσημη αλλαγή του επιτοκίου (συνήθως την ίδια ημέρα), οι τράπεζες προσαρμόζουν τα βασικά επιτόκια δανεισμού, με το ακριβές ποσό της πολιτικής αλλαγής. Αυτό επηρεάζει γρήγορα τα επιτόκια με τα οποία οι τράπεζες χρεώνουν τους πελάτες τους για δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο, συμπεριλαμβανομένων των υπέρ - αναλήψεων (Coricelli et al. 2006).

Μακροπρόθεσμα επιτόκια: Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν τη δυνατότητα να επηρεαστούν από τον μέσο όρο των τρεχόντων και αναμενόμενων μελλοντικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, οπότε το αποτέλεσμα εξαρτάται από την κατεύθυνση αλλά και την έκταση των επιπτώσεων της αλλαγής του επίσημου επιτοκίου, σύμφωνα με τις προσδοκίες της μελλοντικής πορείας των επιτοκίων. Η άνοδος της επίσημης ισοτιμίας θα μπορούσε, για παράδειγμα, να δημιουργήσει μια προσδοκία χαμηλότερων μελλοντικών επιτοκίων, με αποτέλεσμα τα μακροχρόνια επιτόκια να μπορούσαν να μειωθούν ανάλογα με την άνοδο των επίσημων επιτοκίων. Η πραγματική επίδραση στα μακροχρόνια επιτόκια όσον αφορά την αλλαγή του επίσημου επιτοκίου θα εξαρτηθεί εν μέρει από το αποτέλεσμα της μεταβολής της πολιτικής στις προσδοκίες που αφορά τον πληθωρισμό (Coricelli et al. 2006).

Τιμές των χρηματοπιστωτικών τίτλων: Οι αλλαγές στο επίσημο επιτόκιο επηρεάζουν επίσης την αγοραία αξία των χρηματοπιστωτικών τίτλων, όπως ομόλογα και μετοχές. Η τιμή των ομολόγων σχετίζεται αντιστρόφως ανάλογα με το μακροπρόθεσμο επιτόκιο, επομένως η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων μειώνει τις τιμές των ομολόγων. Εάν οι άλλες μεταβλητές παραμένουν σταθερές (ειδικά οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό), τα υψηλότερα επιτόκια μειώνουν επίσης τις τιμές άλλων τίτλων, όπως οι μετοχές. Αυτό οφείλεται στο ότι οι αναμενόμενες μελλοντικές αποδόσεις προεξοφλούνται με μεγαλύτερο συντελεστή, συνεπώς μειώνεται η παρούσα αξία για κάθε δεδομένο μελλοντικό εισόδημα (Coricelli et al. 2006).

Συναλλαγματική ισοτιμία: Οι μεταβολές των επιτοκίων που προκαλούνται από την κεντρική Τράπεζα μπορούν επίσης να επηρεάσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία. Η συναλλαγματική ισοτιμία είναι η σχετική τιμή των εγχώριων και ξένων χρημάτων, επομένως εξαρτάται τόσο από τις εγχώριες όσο και τις ξένες νομισματικές συνθήκες. Η ακριβής επίπτωση στις συναλλαγματικές ισοτιμίες της αλλαγής του επίσημου επιτοκίου δεν είναι βέβαιη, καθώς εξαρτάται από τις προσδοκίες για τα εγχώρια και ξένα επιτόκια και τον πληθωρισμό, τα οποία ίσως επηρεάζονται από μια αλλαγή πολιτικής κατεύθυνσης. Ωστόσο, αν όλες οι άλλες μεταβλητές διατηρηθούν αμετάβλητες, μια απροσδόκητη άνοδος του επίσημου επιτοκίου θα οδηγήσει πιθανότατα σε άμεση ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος και στις αγορές συναλλάγματος. Η εκτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας προκύπτει από το γεγονός ότι τα υψηλότερα εγχώρια επιτόκια, σε σχέση με τα επιτόκια σε ισοδύναμα στοιχεία ενεργητικού σε ξένο νόμισμα, καθιστούν τα περιουσιακά στοιχεία σε ευρώ πιο ελκυστικά για τους διεθνείς επενδυτές (Coricelli et al. 2006).

Μελλοντικές προσδοκίες: Η μεταβολή του επίσημου επιτοκίου από την Κεντρική Τράπεζα μπορεί να επηρεάσει τις προσδοκίες σχετικά με τη μελλοντική πορεία της πραγματικής οικονομίας και την εμπιστοσύνη με την οποία διατηρούνται αυτές οι προσδοκίες. Αυτές οι αλλαγές στις προσδοκίες θα επηρεάσουν τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και ενδέχεται να επηρεάσουν και άλλα τμήματα της οικονομίας. Το πως ακριβώς λειτουργούν αυτά τα αποτελέσματα δεν είναι εύκολο να προβλεφθεί και πιθανότατα να ποικίλλει από καιρό σε καιρό (Coricelli et al. 2006).

1.4.1 Μηχανισμοί Μετάδοσης Μη Συμβατικής Νομισματικής Πολιτικής

Η αναζήτηση του μηχανισμού μετάδοσης της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής δημιουργεί ένα φυσικό σημείο εκκίνησης για την σύλληψη του τρόπου και του βαθμού με τον οποίο τα αντισυμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής είναι αποτελεσματικά για την άμβλυνση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής και την ανασυγκρότηση της ροής των πιστώσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Το κανάλι σηματοδότησης και το κανάλι ισολογισμού της Κεντρικής Τράπεζας αποτελούν τους δύο κύριους διαύλους όσον αφορά το μηχανισμό μετάδοσης της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής.

Κανάλι Σηματοδότησης

Η διαχείριση των προσδοκιών αποτελούσε ανέκαθεν ένα κρίσιμο κομμάτι της νομισματικής πολιτικής. Έχουν πραγματοποιηθεί πολλές μελέτες με αντικείμενο το κανάλι σηματοδότησης όπως των Cukierman and Meltzer (1986), των Faust and Svensson (2001) και του Geraats (2007).

Οι συγκεκριμένες μελέτες επικεντρώνονται στην επίδραση του καναλιού σηματοδότησης στη μέση τιμή του πληθωρισμού όταν η Κεντρική Τράπεζα επιτυγχάνει θετικό μέσο στόχο παραγωγής. Μεγαλύτερη βαρύτητα θα πρέπει να δίνεται απ την Κεντρική Τράπεζα στην ενημέρωση του κοινού σχετικά με την αναμενόμενη μελλοντική πορεία του επιτοκίου πολιτικής ώστε να επηρεάσει τις προσδοκίες των πρακτόρων όσον αφορά στη τη μελλοντική πορεία του επιτοκίου και στη στάση της νομισματικής πολιτικής. Με αυτό τον τρόπο σηματοδοτούνται οι προθέσεις της Κεντρικής Τράπεζας ως προς το κοινό για τη μελλοντική στάση της νομισματικής πολιτικής.

Συγκεκριμένα, η σηματοδότηση δεν είναι τόσο ασυνήθιστη. Για κάποιες κεντρικές τράπεζες, η ενημέρωση του κόσμου όσον αφορά τις προσδοκίες τους αλλά και την πιθανή πορεία στο μέλλον της νομισματικής δράσης ήταν ένα μέρος του συμβατικού εργαλείου της νομισματικής πολιτικής, ακόμη και πριν την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση της Κεντρικής Τράπεζας της Νέας Ζηλανδίας ή της Κεντρικής Τράπεζας της Νορβηγίας (Svensson, 2011).

Η επικοινωνία της Κεντρικής Τράπεζας καθίσταται καθοριστική κατά τη διάρκεια μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Συμπεραίνοντας ότι τα άτομα (νοικοκυριά και επιχειρήσεις) που συμμετέχουν στην οικονομική δραστηριότητα δρουν ορθολογικά, αυτό που έχει σημασία για τις αποφάσεις τους σχετικά με τις δαπάνες είναι η αναμενόμενη μελλοντική πορεία μιας σειράς βασικών οικονομικών μεταβλητών.

Εάν μια κεντρική Τράπεζα μπορεί να διασφαλίσει ότι στο μέλλον η οικονομία θα έχει ένα υψηλότερο ποσοστό πληθωρισμού, αυτό μπορεί να οδηγήσει στη μείωση του αναμενόμενου πραγματικού επιτοκίου δίνοντας ώθηση στη συνολική ζήτηση, και όταν το μηδενικό κατώτατο όριο (zero lower bound) στο ονομαστικό επιτόκιο είναι δεσμευτικό (Krugman, 1998). Ο Walsh (2009) υποστηρίζει ότι το μοντέλο της Νεο-Κεϋνσιανής θεωρίας, το μακροοικονομικό μοντέλο που έχει γίνει ο άξονας για την μελέτη της νομισματικής πολιτικής, προσφέρει ορισμένες βασικές γνώσεις όσον αφορά τη σημασία των προσδοκιών και τον τρόπο με τον οποίο μια Κεντρική Τράπεζα μπορεί να λύσει το πρόβλημα μηδενικού

κατώτερου ορίου, επηρεάζοντας τις προσδοκίες για την μελλοντική πορεία του επίσημου επιτοκίου.

Κανάλι Ισολογισμού (Balance sheet Channel)

Το κανάλι του ισολογισμού της Κεντρικής Τράπεζας μας δείχνει ότι η Κεντρική Τράπεζα χρησιμοποιεί εντατικά τον ισολογισμό της, με σκοπό να επεκτείνει την ποσότητα των αποθεματικών στο υπάρχον τραπεζικό σύστημα και να προβεί σε άμεσες αγορές κινητών αξιών αλλά και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων. Μια βασική παραδοχή, στην οποία στηρίζεται το κανάλι του ισολογισμού, είναι η ατελής δυνατότητα υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων. Συνεπώς, οι κανονιστικοί περιορισμοί και το αυξημένο κόστος συναλλαγών καθώς επίσης και η ασύμμετρη πληροφόρηση καθιστούν λιγότερο ελκυστικά ορισμένα είδη περιουσιακών στοιχείων σε κάποιες κατηγορίες επενδυτών. Ως εκ τούτου, οι μεταβολές που υπάρχουν στην καθαρή προσφορά διαφόρων περιουσιακών στοιχείων πιθανών να επηρεάσουν τη δομή των αποδόσεων αλλά και των τιμών αυτών των περιουσιακών στοιχείων (Borio and Disyatat, 2009).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 Διεθνής Οικονομική Κρίση

Ο αυξανόμενος αριθμός κατασχέσεων που σημειώθηκε στις ΗΠΑ από το καλοκαίρι του 2007 και η αύξηση των επισφαλών δανείων ανέδειξαν ότι η αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης βρισκόταν σε κρίση. Οι τιμές των σπιτιών καθώς και οι τιμές των μετοχών σημείωσαν σημαντική πτώση. Κατα συνέπεια επήλθε μείωση στην αξία του πλούτου των νοικοκυριών στις ΗΠΑ, κατά πολλά τρισεκατομμύρια. Η φερεγγυότητα των ομοσπονδιακών οργανισμών, Fannie Mae (Federal National Mortgage Association (FNMA)) και Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)) είχε αρχίσει να υποχωρεί, όπως και πολλά γνωστά διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ξεκίνησαν να απειλούνται από την πτώση των τιμών των σπιτιών αλλά και των τιμών των μετοχών.

Στις 7 Σεπτεμβρίου 2008, η Αμερικανική κυβέρνηση προχώρησε στην κρατικοποίηση των οργανισμών Fannie Mae και Freddie Mac. Ως εκ τούτου, στις 15 Σεπτεμβρίου 2008, η επιχείρηση της Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση, με US\$639 δισ. ενεργητικό. Αποτέλεσε την μεγαλύτερη πτώχευση στην ιστορία των ΗΠΑ (Onaran Y. and Scinta C., 2008). Η συγκεκριμένη κατάσταση οδήγησε σε γενικευμένο οικονομικό πανικό, με μεγάλης κλίμακας πωλήσεις μετοχών.

Παρά το γεγονός ότι η κρίση παρουσιάστηκε για πρώτη φορά στις αγορές των ΗΠΑ, σε μικρό χρονικό διάστημα, ξεκίνησε να επηρεάζει και να απλώνεται σε όλες τις παγκόσμιες αγορές. Αυτή η κατάσταση ανέδειξε το πόσο στενά συνδέονται οι παγκόσμιες αγορές μεταξύ τους. Επομένως, η κρίση από περιφερειακό πρόβλημα μεταμορφώθηκε σε παγκόσμιο. Σύμφωνα με την Βασιλεία II και III, οι αγορές αποκανονικοποιήθηκαν και μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι εγκαταστάθηκαν σε αναπτυσσόμενες χώρες, γεγονός που δημιούργησε τη λεγόμενη “μόλυνση”, δηλαδή, οι τράπεζες που είχαν πρόβλημα στις ΗΠΑ μπορούσαν να μολύνουν (contagion) άλλες τράπεζες σε όλο τον κόσμο, αφού συνδέονται σαν συγκοινωνούντα δοχεία. Βέβαια, οι χώρες που επηρεάστηκαν έλαβαν μέτρα σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα, πράγμα που έδειξε πως όλες οι χώρες επιβάλλεται να δράσουν από κοινού.

2.2 Το χρονικό της Κρίσης

Ας ξεκινήσουμε με τη Lehman Brothers το 2008, όπου συγκέντρωσε ζημιές από τα στεγαστικά δάνεια που είχαν δοθεί δίχως καμία εξασφάλιση. Οι ζημιές που έλαβαν χώρα το δεύτερο τρίμηνο του 2008 ήταν 2,8 δισ. δολάρια και αναγκάστηκε να πουλήσει το ενεργητικό της ύψους 6 δισ. δολαρίων. Κατα τα τέλη Αυγούστου του ίδιου έτους η Κορεατική Δημόσια Τράπεζα Korea Development προσπάθησε να την εξαγοράσει, όμως η προσπάθεια δεν είχε εν τέλει θετική έκβαση. Υστερα η Lehman βρέθηκε σε δυσμενή θέση και ξεκίνησε η αρχή της κατάρρευσής της. Στις 13 Σεπτεμβρίου του 2008 ο Πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας (Federal Reserve) της Νέας Υόρκης και μέτεπειτα υπουργός Οικονομικών Τίμοθι Γκάιτνερ συγκαλεί σύσκεψη με σκοπό τη διάσωσή της. Όμως στις 15 Σεπτεμβρίου η Lehman Brothers καταθέτει επίσημα αίτηση πτώχευσης. Η μετοχή της υποχωρούσε συνεχώς πάνω από 90%, ενώ

ο δείκτης Dow Jones έχανε 500 μονάδες καταγράφοντας τη μεγαλύτερη ημερήσια πτώση από την 11η Σεπτεμβρίου του 2001 (Βαρουφάκης Γ., 2011). Τα στελέχη μιας τράπεζας ενστερνίζονται ότι όταν λαμβάνουν ριψοκίνδυνες αποφάσεις το κράτος έχει την υποχρέωση να προχωρήσει προς τη διάσωση των τραπεζών, καθώς τα ρίσκα που πέρνουν είναι πολύ μεγάλα για να αποτύχουν. Εντούτοις, υπάρχουν αρκετοί που εναντιώθηκαν σε αυτό επισημαίνοντας ότι η διάσωση επενδυτικών εταιριών, με χρήματα των φορολογούμενων θα αποτελούσε επιβράβευση, για όσους είχαν συμμετάσχει αλόγιστα σε επικίνδυνα επενδυτικά σχήματα, με το επιχείρημα του ηθικού κινδύνου (moral hazard). Μία τέτοια στάση θα ενθάρρυνε παρόμοιες κινήσεις στο μέλλον, κάτι που όμως δεν συνέβη στην περίπτωση της τράπεζας Lehman Brothers και έτσι κατέρρευσε όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα (Πετράκης Π., 2010)

2.3 Αντιμετώπιση της Κρίσης απο την ΕΚΤ

Από το 2007, και κυρίως μετά τη στιγμή της πτώσης της Lehman, η ΕΚΤ έχει εφαρμόσει μια σειρά από μέτρα για την αντιμετώπιση των συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης αλλά και τόσο των ευρωπαϊκών κρίσεων που αφορούν το δημόσιο χρέος (Christiaan Pattipeilohy et al., 2013). Επίσης, η ΕΚΤ έχει δημοσιεύσει διάφορα άρθρα σχετικά με τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής που χρησιμοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια των κρίσεων (Lenza, Pill & Reichlin, 2010, 2010, Giannone, Lenza, Pill & Reichling, 2011) και άρθρα που αφορούν την αποτελεσματικότητα των συγκεκριμένων μέτρων κατά την διάρκεια της κρίσης.

2.4 Μεταβολές στα βασικά επιτόκια

Είναι σχετικά εύκολο να αξιολογηθεί πώς οι κεντρικές τράπεζες, μέσω των καταστάσεων που δημοσιεύουν, έχουν τροποποιήσει τα βασικά επιτόκια τους από τις αρχές του 2007. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αυτό το χρονικό διάστημα είχε πραγματοποιήσει πέντε συνεχείς μειώσεις και τρεις αυξήσεις στα βασικά επιτόκια αναχρηματοδότησης (main refinancing rate). Σημαντικό είναι το γεγονός ότι η κάθε μείωση είχε 50 μονάδες βάσης (0.50%), ή ακόμη και 75 μονάδες βάσης (0.75%).

2.4.1 Μεταβολές επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών Ευρώπης - Αμερικής - Αγγλίας

Η ΕΚΤ, όπως και η Τράπεζα της Αγγλίας, ξεκίνησε να μειώνει τα βασικά της επιτόκια αρκετά αργότερα από ό,τι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ. Αυτό πιθανότατα ήταν αποτέλεσμα των αισιόδοξων εκτιμήσεων των οικονομικών προσδοκιών της ζώνης του ευρώ, χωρίς να έχει αναλυθεί πλήρως η επιρροή της οικονομικής κρίσης των ΗΠΑ στην Ευρώπη.

Τον Ιούνιο του 2007 μέχρι τον Ιούλιο του 2008, η ΕΚΤ συνεχίζει να διατηρεί το βασικό της επιτόκιο αναχρηματοδότησης σταθερό στο 4,00%. Μέχρι το τέλος του 2008, το βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης μειώθηκε κατά 2,00 ποσοστιαίες μονάδες, αγγίζοντας το επίπεδο του 2,00% στις 10 Ιανουαρίου του

2011. Η ΕΚΤ δεν έδρασε άμεσα με σκοπό να μειώσει τα επιτόκια στην Ευρωζώνη και κατά συνέπεια αυτού μειώθηκε η ρευστότητα.

2.4.2 Ποσοστά κατασχέσεων κατοικιών

Τη στιγμή που αυξήθηκαν οι αξίες των κατοικιών, οι ιδιοκτήτες που απέκτησαν κατοικίες με στεγαστικά δάνεια, πήραν ακόμη μεγαλύτερα δάνεια υποθηκεύοντας την επιπρόσθετη αξία. Οι τράπεζες δίσχως να περιμένουν την τακτοποίηση των δανείων, δείχνοντας την αξία των υποθηκευμένων κατοικιών, προωθούσαν ανεξέλεγκτα ομόλογα στην αγορά τα οποία τους απέφεραν νέες πηγές χρηματοδότησης και τα οποία ξανά δανειοδοτούσαν. Οι αγοραστές ομολόγων με τη σειρά τους τα πουλούσαν στην αγορά στους επενδυτές ως ομόλογα και μετοχές.

Η αρχή της κρίσης είχε αρχίσει να διαφαίνεται το καλοκαίρι του 2007, όταν στις ΗΠΑ άρχισε η πτώση της αξίας των κατοικιών, οι δανειολήπτες με χαμηλό εισόδημα αντιμετώπισαν δυσκολίες στην αποπληρωμή των δόσεων με αποτέλεσμα οι τράπεζες να προβούν σε κατάσχεση των κατοικιών τους. Όταν οι κατοικίες αυτές πουλήθηκαν με σκοπό να αποφέρουν ρευστότητα στις τράπεζες η προσφορά τους αυξήθηκε με αποτέλεσμα να σημειωθούν μεγαλύτερες πτώσεις στις αξίες. Συνεπώς, ως φυσικό επακόλουθο σημειώθηκε πτώση στα ομόλογα η οποία βασιζόταν στα ενυπόθηκα δάνεια. Βέβαια, δεν άλλαζαν οι ευθύνες πληρωμής προς τους καταθέτες, λόγω του ότι η περιουσία τους έχασε την αξία της και κατά συνέπεια οι τράπεζες βίωσαν προβλήματα κεφαλαίου. Το πρόβλημα ρευστοποίησης που αντιμετώπισαν οι τράπεζες έπρεπε να λυθεί άμεσα με πίστωση από άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, αλλά η κατάσταση ήταν πολύ ρευστή και τα ρίσκα ήταν μεγάλα με συνέπεια να αυξάνει το κόστος της πίστωσης.

Στις αγορές άρχισε να επικρατεί ένα κλίμα έλλειψης εμπιστοσύνης και οι προβληματικές τράπεζες άρχισαν να καταρρέουν. Πώς όμως ένα πρόβλημα της Αμερικανικής αγοράς γίνεται πρόβλημα για τις οικονομίες της Ευρώπης και του υπόλοιπου κόσμου; Αιτία της εξάπλωσης του προβλήματος είναι η παγκοσμιοποίηση καθώς επίσης και η ελεύθερη μετακίνηση κεφαλαίων από ήπειρο σε ήπειρο και από χώρα σε χώρα αλλά και η ενοποίηση των αγορών και το άνοιγμα των οικονομιών.

Άλλη αιτία είναι ότι τράπεζες από όλο τον κόσμο επένδυαν σε Αμερικανικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία, εταιρείες επενδύσεων, επενδυτικές τράπεζες και ιδιώτες. Είναι προφανές ότι, το ισχυρότερο σε διεθνές επίπεδο οικονομικό σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής κλονίστηκε σημαντικά ιεραρχικά πρωτίστως. Στην καθοδική αυτή πορεία ακολούθησαν το Νοέμβριο του 2008, η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Ιαπωνία. Σύντομα όμως λόγω της μείωσης της ζήτησης που ακολούθησε στις παραπάνω οικονομικές δυνάμεις, οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης, έγιναν εμφανείς, και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Η οικονομική κρίση δημιούργησε την ανάγκη για συνεργασία μεταξύ των χωρών προκειμένου να αντιμετωπισθεί η κρίση. Όλες οι παγκόσμιες οικονομίες συμπαρασύρθηκαν λόγω των οικονομικών σχέσεων τους και των αλληλένδετων οικονομικών συστημάτων τους.

2.5 Μη συμβατικές κινήσεις της ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της Κρίσης

Η πρώτη περίοδος κρίσης, μεταξύ του Αυγούστου 2007 και της κατάρρευσης της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, χαρακτηρίστηκε από αυξημένη ζήτηση για ρευστότητα. Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ υιοθέτησε κυρίως τρία μη συμβατικά μέτρα: την ουσιαστική απεριόριστη ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας (*de facto unlimited overnight liquidity*), τις προσωρινές γραμμές ανταλλαγής ξένων νομισμάτων (*temporary swap lines*) καθώς και τις συμπληρωματικές μακροχρόνιες πράξεις. Επίσης, σ' αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθεί πως η ΕΚΤ εκείνη την περίοδο προχώρησε σε αύξηση των επιτοκίων ύστερα από μια παύση ενός έτους, καθώς οι τιμές του πληθωρισμού είχαν ενισχυθεί λόγω της αύξησης στην τιμή του αργού πετρελαίου. Βέβαια, η οικονομία είχε ήδη ξεκινήσει να επιβραδύνεται, τόσο στην Ευρώπη αλλά όσο και στις ΗΠΑ και οι χρηματοοικονομικές αγορές έδειχναν σημάδια αυξανόμενης πίεσης. Επομένως, ύστερα από την κριτική που δέχτηκε η ΕΚΤ και παρά τις δηλώσεις της ότι δεν θα άντεχε να προβεί σε μείωση των επιτοκίων (με την πεποίθηση ότι ο πληθωρισμός θα υπερβεί το 2%), αναγκάστηκε τον Οκτώβριο του 2008 να το κάνει.

Η περίοδος μετά την πτώχευση της Lehman Brothers στα μέσα Σεπτεμβρίου 2008 προκάλεσε πανικό στις χρηματοπιστωτικές αγορές και εκτόξευσε τις αποδόσεις των ομολόγων (Lenza et al., 2010). Ένα σημαντικό προβλήματα ήταν ότι η φερεγγυότητα πολλών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τέθηκε υπό αμφισβήτηση, γεγονός που προκάλεσε κίνδυνο στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα και στο σύνολό του (Lenza et al., 2010). Η άνοδος των *spreads* στις χρηματαγορές θα μπορούσε να δημιουργήσει απομόχλευση από τα πιστωτικά ιδρύματα και σε αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία (European Central Bank, 2011). Τον Οκτώβριο του 2008, η ΕΚΤ προχώρησε στο πρόγραμμα ενισχυμένης πιστωτικής υποστήριξης με σκοπό να βοηθήσει τις τράπεζες να διαχειριστούν τα ρευστά περιουσιακά τους στοιχεία μέσω της αυξημένης διαμεσολάβησης των κεντρικών τραπεζών (European Central Bank, 2011, Lenza et al., 2010). Οι αγορές ιδιωτικών και δημόσιων χρεογράφων και κυρίως ομολόγων ήταν πριν από την κρίση μία από τις πιο σημαντικές αγορές για τις τράπεζες, παρέχοντάς τους πολλά χρήματα. Η κρίση έπληξε σοβαρά τις αγορές αυτές και συνεπώς, ήταν ζωτικής σημασίας η κίνηση της ΕΚΤ για τις τράπεζες, ώστε να αποκατασταθεί η ρευστότητα στην αγορά. Για τον συγκεκριμένο λόγο, η ΕΚΤ έβαλε σε εφαρμογή το πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (*Covered bonds purchase programme - CBPP*). Αυτή η λειτουργία περιλάμβανε άμεσες αγορές ομολόγων συνολικού ύψους 60 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Το CBPP απο την αρχή ήταν περιορισμένο όσον αφορά τη διάρκειά του και τον όγκο των ομολόγων που θα ήταν διαθέσιμα να αγοραστούν (European Central Bank, 2009). Για τον ίδιο σκοπό, δηλαδή, τη βελτίωση των συνθηκών στο τμήμα της αγοράς ομολόγων, η ΕΚΤ έβαλε σε εφαρμογή το CBPP2 τον Οκτώβριο του 2011. Την περίοδο όπου οι αποδόσεις των ομολόγων των περιφερειακών μελών της Ευρωζώνης αυξήθηκαν σε μεγάλο βαθμό, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, το πρώτο τετράμηνο του 2010, εφάρμοσε το πρόγραμμα αγοράς χρηματοοικονομικών τίτλων (*Securities markets programme -SMP*) με σκοπό να καταφέρει να καταπολεμήσει τα προβλήματα χρέους και δημοσίων ελλειμμάτων

που αντιμετώπιζαν αρκετές χώρες της ευρωζώνης. Ως εκ τούτου, πέραν της βοήθειας αυτών των χωρών προσπάθησε μέσω αυτού του προγράμματος να προφυλάξει τις υγιείς χώρες από τη μετάδοση των προβλημάτων των αδύναμων χωρών. Κατά την έναρξη του προγράμματος (Μάιος 2010), οι αγορές ήταν συχνές και ως εκ τούτου οι συνθήκες σε αυτά τα τμήματα της αγοράς αποκαταστάθηκαν σταδιακά αν και η δραστηριότητα των αγορών μειώθηκε σημαντικά. Δυστυχώς, η ΕΚΤ αναγκάστηκε να εφαρμόσει εκ νέου το πρόγραμμα με αγορές μεγαλύτερων ποσοτήτων ιδιωτικών και δημόσιων χρεογράφων επειδή δεν υπήρχε ξεκάθαρη ανάπτυξη στις αγορές δημόσιου χρέους τον Αύγουστο του 2011.

Προκειμένου να βελτιωθούν οι γενικές συνθήκες στην αγορά χρήματος του ευρώ, να ενισχυθεί ο τραπεζικός δανεισμός προς τον ιδιωτικό τομέα και να αποκατασταθεί η ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ, η ΕΚΤ προχώρησε σε πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης μέσω δύο 36άμηνων προγραμμάτων και τους πρώτους 36 μήνες παρείχε 489 δισεκατομμύρια ευρώ ενώ το δεύτερο διάστημα παρείχε 530 δισεκατομμύρια ευρώ.

2.6 Πολιτικές της ΕΚΤ μετά το ξέσπασμα της Κρίσης

Αξίζει να αναφερθεί πως τον Αύγουστο του 2012, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι ένα νέο πρόγραμμα θα ξεκινήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα. Σε αντιδιαστολή με το προηγούμενο πρόγραμμα SMP, η νέα δράση της ΕΚΤ με την ονομασία «Πράξεις Οριστικών Συναλλαγών» (Outright monetary transactions OMT) δεν έχει συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης και επίσης δεν έχει ποσοτικό όριο. Το πρόγραμμα περιλαμβάνει ένα ενδιαφέρον χαρακτηριστικό, το οποίο είναι ότι οι χώρες θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν αυτές τις ειδικές συναλλαγές μόνο αν τα ομόλογα τους θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο, δηλαδή, μόνο αν τα ομόλογα αυτών των χωρών είχαν βαθμολογηθεί υψηλά από τους οίκους αξιολόγησης. Οι παρεμβάσεις θα γίνονταν έτσι ώστε να μην δημιουργούνται πληθωριστικές πιέσεις στην οικονομία.

Κατά τη διάρκεια του συγκεκριμένου προγράμματος αγοράστηκαν κρατικά ομόλογα της Ιρλανδίας, της Ελλάδας, της Ισπανίας, της Ιταλίας και της Πορτογαλίας, με ονομαστικό όγκο συμμετοχών στο τέλος του 2012 να ανέρχεται σε 218 δισ. Ευρώ (European Central Bank, 2013). Παρόλο που υπήρχαν σοβαρές αμφιβολίες για το αν τα προγράμματα αυτά επιτρέπονται από τις ευρωπαϊκές συνθήκες, η άποψη που επικράτησε είναι ότι η ΕΚΤ ενήργησε εντός των ορίων της εντολής της (Sester, 2012). Επιπλέον, τον Ιούνιο του 2014, η ΕΚΤ ανακοίνωσε μια νέα σειρά μη συμβατικών στοχευόμενων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO) για τη στήριξη τραπεζικών δανείων προς τον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης (European Central Bank, 2015b). Επίσης, διεύρυνε τις άμεσες αγορές της στο πλαίσιο του αναπτυξιακού προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP) (European Central Bank, 2015a).

Όσον αφορά τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, τα οποία συνεχίζει να λαμβάνει η ΕΚΤ μέχρι και σήμερα, το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαιώνει ότι θα εξακολουθήσει να διενεργεί μηνιαίες αγορές ύψους 80 δισ. ευρώ σχετικά με το πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων (asset purchase programme - APP) έως τα τέλη Μαρτίου του 2017 και από τον μήνα Απρίλιο του 2017 το ύψος των καθαρών αγορών περιουσιακών στοιχείων θα σημειώνεται στα 60 δισ. ευρώ μηνιαίως, μέχρι τα τέλη Δεκεμβρίου του 2017 ή και ίσως αργότερα, εφόσον είναι

αναγκαίο και εφόσον το Διοικητικό Συμβούλιο διαπιστώσει μια διαρκή προσαρμογή της πορείας του πληθωρισμού η οποία να συνάδει με την επιδίωξή του για τον πληθωρισμό. Η ΕΚΤ ενημέρωσε με δελτίο τύπου ότι οι καθαρές αγορές θα πραγματοποιούνται συνδιαστικά με την επανεπένδυση ποσών από την εξόφληση τίτλων που έχουν αγορασθεί στο πλαίσιο του προγράμματος APP κατά τη λήξη τους. Εάν οι προοπτικές καταστούν λιγότερο ευνοϊκές ή οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες σταματούν να υποστηρίζουν την πρόοδο προς μια διαρκή προσαρμογή του πληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο θα είναι σε θέση να παρέμβει και να αυξήσει το μέγεθος αλλά και τη διάρκεια του προγράμματος (enikonomia.gr, 2017).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 Ποσοτική Χαλάρωση

Σε αυτό το σημείο κρίνεται σκόπιμο να εξεταστεί με μεγαλύτερη λεπτομέρεια πώς λειτουργεί η ποσοτική χαλάρωση. Αρχικά, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αγοράζει χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, ήτοι ομόλογα, αυξάνοντας κατ' αυτό τον τρόπο την προσφορά χρήματος στην οικονομία. Η αυξημένη ζήτηση για τα περιουσιακά στοιχεία που αγόρασε η Κεντρική Τράπεζα έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της τιμής τους. Όταν ένα ομόλογο έχει υψηλότερη τιμή, προκαλεί μείωση της απόδοσής του και για αυτό το λόγο, οι πωλητές του μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα επιπλέον χρήματα από την πώληση του, με σκοπό να αγοράσουν περιουσιακά στοιχεία με υψηλότερες αποδόσεις, όπως εταιρικά ομόλογα. Επιπλέον, μέσω του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης, τα κεφάλαια των τραπεζών αυξάνονται και σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια, δημιουργούν τις συνθήκες για την αύξηση της χορήγησης δανείων.

Τόσο οι καταναλωτές όσο και οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να εκμεταλλευτούν τα χαμηλά επιτόκια με σκοπό ν' αυξήσουν τον δανεισμό τους, ο οποίος είναι πιο φθηνός.

Μ' αυτόν τον τρόπο δίνονται κίνητρα τόσο στην κατανάλωση όσο και στις επενδύσεις, οι οποίες στηρίζουν την οικονομική ανάπτυξη και την δημιουργία θέσεων εργασίας. Με την αύξηση των τιμών επιτυγχάνεται η αύξηση του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα.

Η ποσοτική χαλάρωση επιδρά μέσω πολλών διαύλων στην οικονομία, οι περισσότερες αναλύσεις δείχνουν την σημασία του «τραπεζικού δανεισμού» (bank lending channel), της «σηματοδότησης» (signaling channel) αλλά και «αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου» (portfolio rebalance channel).

Η τραπεζική χρηματοδότηση είναι ένας μηχανισμός με τον οποίο μπορεί να τονωθεί η οικονομία. Η αυξημένη ρευστότητα που χαρακτηρίζει τις εμπορικές τράπεζες, είναι δυνατόν να διοχετευθεί μέσω της χορήγησης δανείων. Το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού δεν οδηγεί στην πραγματικότητα ευθύγραμμα στην αύξηση του απόλυτου δανεισμού, διότι είναι πιθανό οι τράπεζες να επιλέξουν να κρατήσουν τα αποθεματικά τους, με σκοπό να αυξήσουν την ρευστότητά τους.

Ο μηχανισμός αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου σχετίζεται με την μεγάλη κλίμακα αγορά ορισμένων περιουσιακών στοιχείων από την Κεντρική Τράπεζα, η οποία προκαλεί αύξηση της τιμής τους, αλλά και των τιμών άλλων περιουσιακών στοιχείων, με ταυτόχρονη μείωση των αποδόσεών τους. Οι χαμηλότερες αποδόσεις πιθανότατα ενθαρρύνουν τους επενδυτές να καταφύγουν προς την αγορά περιουσιακών στοιχείων με μεγαλύτερο βαθμό επικινδυνότητας και ρίσκου, αλλά μεγαλύτερες αποδόσεις. Η αποτελεσματικότητα αυτού του διαύλου εξαρτάται από την ατελή υποκατάσταση μεταξύ των διάφορων περιουσιακών στοιχείων.

Το κανάλι σηματοδότησης σχετίζεται με την στρατηγική παροχής ενδείξεων (forward guidance), η οποία αναλύθηκε πιο πάνω και αναφέρεται στην διαμόρφωση των προσδοκιών για την εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο μέλλον. Το κανάλι σηματοδότησης λειτουργεί με τις ανακοινώσεις της Κεντρικής Τράπεζας, όσον αφορά τις προθέσεις της να διατηρήσει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα, για μια σημαντική χρονικό διάστημα, συνεπώς και να διατηρεί την δέσμευση της για σταθερότητα των τιμών.

Οι ανακοινώσεις έχουν μεγάλη σημασία για τον τρόπο που θα κινηθούν τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις, ειδικά σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων.

Έπειτα από την εμφάνιση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007, ορισμένες από τις μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες όπως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών (Fed), η Τράπεζα της Αγγλίας (BoE) και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) άρχισαν την εφαρμογή προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης. Η Ιαπωνία αποτέλεσε ιστορικά την πρώτη χώρα στην οποία εφαρμόστηκε πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, το 2001, τα αποτελέσματα της οποίας, όμως, δεν κρίθηκαν ιδιαίτερα επιτυχημένα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στις 22 Ιανουαρίου το 2015 ανακοίνωσε την από 9η Μαρτίου 2015, επέκταση του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων (Expanded Asset Purchase Programme – APP), το οποίο άρχισε τον Σεπτέμβριο 2014 και προέβλεπε αγορές τίτλων που έχουν εκδοθεί σε αντίτιμο των περιουσιακών στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP) αλλά και καλυμμένων ομολογιών (Third Covered Bond Purchase Programme – CBPP3), αξίας €10 δισεκ. Μηνιαίως στο σύνολο τους. Σύμφωνα με την απόφαση του Ιανουαρίου, η ΕΚΤ διεύρυνε το συγκεκριμένο πρόγραμμα με τη δημιουργία ενός προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων του δημόσιου τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP) ύψους €50 δισεκ. σε μηνιαία βάση. Μέ το συγκεκριμένο πρόγραμμα, δίνεται στο Ευρωσύστημα η δυνατότητα να αγοράσει στη δευτερογενή αγορά τίτλους επενδυτικής κλάσης, με νόμισμα το ευρώ, οι οποίοι εκδίδονται από τις κεντρικές κυβερνήσεις των χωρών μελών της Ευρωζώνης, αναγνωρισμένους φορείς και διεθνείς οργανισμούς εγκατεστημένους στην Ευρωζώνη καθώς και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης εγκατεστημένες στην Ευρωζώνη. Όσον αφορά την εναπομένουσα ωρίμαση των επιλέξιμων χρεογράφων είναι απαιτητό να διαρκεί από δύο έως τριάντα έτη, ενώ παράλληλα η απόδοσή τους στη λήξη θα πρέπει να κυμαίνεται μεγαλύτερη από το επιτόκιο διευκόλυνσης των καταθέσεων (-0,2%) κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της απόφασης). Συνεπώς, το μέγεθος του διευρυμένου προγράμματος ανέρχεται, πλέον, στα €60 δισεκ. σε μηνιαία βάση, ενώ η διάρκειά του εκτείνεται στους 19 μήνες (έως την 30η Σεπτεμβρίου 2016). Δίνεται η προοπτική επέκτασης, μέχρις ότου διασφαλιστεί η διατηρήσιμη πορεία του πληθωρισμού σύμφωνα με τον επίσημο στόχο. Η λογική, το μέγεθος και η διάρκεια των παρεμβάσεων, καταλήγουν υπέρ της άποψης πως πρόκειται για πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, το οποίο θα οδηγήσει σε συνολική διεύρυνση του ισολογισμού της ΕΚΤ κατά περίπου €1,1 τρισεκ. μέχρι και τον Σεπτέμβριο του 2016.

Ως εκ τούτου από τις πρόσθετες αγορές ύψους €50 δισεκ. κάθε μήνα, που αφορούν και τη μεγάλη διεύρυνση του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων, το 12% απορροφάται από αγορές χρεογράφων που εκδίδουν υπερεθνικοί αλλά και διεθνείς οργανισμοί εντός της Ευρωζώνης και ταυτόχρονα διατηρείται στο ενεργητικό της ΕΚΤ υπό το καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου. Το 88% επί της αξίας των αγορών αφορά ως επί το πλείστον ομόλογα κεντρικών κυβερνήσεων καθώς επίσης αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό, τίτλους επιλέξιμων - λίγων στον αριθμό- εθνικών φορέων.

Η επιλογή του Προγράμματος στα κυβερνητικά ομόλογα αποδίδεται στην επίδραση που ασκεί η αγορά των συγκεκριμένων χρεογράφων στις συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας και έγκειται στο γεγονός πως πρόκειται για μία μεγάλη αλλά και με υψηλό βαθμό ρευστότητας αγορά (Coeuze, 2015, σελ. 6).

Οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων αποτελούν σημείο αναφοράς για το κόστος χρηματοδότησης που έρχονται αντιμέτωπες οι επιχειρήσεις καθώς και τα νοικοκυριά στην Ευρωζώνη, επηρεάζοντας τις αποδόσεις ενός μεγάλου εύρους χρηματοδοτικών εργαλείων. Βέβαια, ο μεγάλος αριθμός διαθέσιμων προς αγορά κυβερνητικών ομολόγων αλλά και ο υψηλός βαθμός ρευστότητας τους συντείνουν στην ελαχιστοποίηση των στρεβλώσεων που υφίστανται στις παρεμβάσεις της ΕΚΤ κατά τον σχηματισμό των αγοραίων τιμών που υπάρχουν (ECB, 2015b, σελ. 17).

Περαιτέρω, όσον αφορά τον επιμερισμό του κινδύνου από πιθανές ζημιές, η ΕΚΤ διατηρεί στον ισολογισμό της τους τίτλους που εκδίδουν οι διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί, οι οποίοι βρίσκονται στο 12% της αξίας των πρόσθετων παρεμβάσεων. Συνεπώς, από το υπόλοιπο 88% που πηγαίνει προς τις αγορές ομολόγων κυβερνήσεων αλλά και εθνικών υπηρεσιών, το 8% ολοκληρώνεται κεντρικά από την ΕΚΤ και αναφέρεται σε καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου, ενώ το 80% επιβαρύνει τις εθνικές κεντρικές τράπεζες για το ενδεχόμενο που δημιουργηθούν ζημιές. Επομένως η κατανομή των κυβερνητικών τίτλων από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες προσδιορίζεται κυρίως από το μερίδιο συμμετοχής τους στο κεφάλαιο εγγραφής της ΕΚΤ, το οποίο συνδέεται με το ΑΕΠ καθώς και το δημογραφικό παράγοντα.

Εν κατακλείδι, το 20% των νέων παρεμβάσεων υπόκειται σε καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου, ενώ όσον αφορά το υπόλοιπο 80% οι πιθανές ζημιές που ενδεχομένως προκύψουν να βαραινουν τους ισολογισμούς των εθνικών κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος.

Με τη συγκεκριμένη κατανομή το ΔΣ της ΕΚΤ αποζητά να μεγιστοποιήσει την αποτελεσματικότητα του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, λαμβάνοντας συγχρόνως υπόψη τις ανησυχίες κάποιων κυβερνήσεων σχετικά με πιθανές δημοσιονομικές επιπτώσεις του (ECB, 2015a, σελ. 5). Οι ανησυχίες αυτές έχουν να κάνουν με το ενδεχόμενο αθέτησης πληρωμών κυβερνητικών ομολόγων που βρίσκονται στον ισολογισμό της ΕΚΤ, καθώς αυτό θα οδηγούσε σε δημοσιονομική επιβάρυνση για το σύνολο των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εγείροντας, ζήτημα ηθικού κινδύνου (Micossi, 2015). Κατά συνέπεια οι φόβοι εντείνονται τόσο από το μεγάλο μέγεθος των παρεμβάσεων της ΕΚΤ, όσο και από την υπό προϋποθέσεις ανοιχτή διάρκεια του Προγράμματος. Ο συγκεκριμένος προβληματισμός αφορά το ιδιαίτερο δομικό χαρακτηριστικό της ΟΝΕ, το οποίο είναι η συνύπαρξη μίας ενιαίας νομισματικής πολιτικής με 19 αυτόνομες, δημοσιονομικές αρχές.

Ο διοικητής της ΕΚΤ Mario Draghi θεωρεί πως ο σχεδιασμός του Προγράμματος εγγυάται την αποτελεσματικότητά του, παρά την ύπαρξη περιορισμένου βαθμού επιμερισμού του κινδύνου από ζημιές που μπορεί να ανακύψουν (ECB, 2015a, σελ. 5). Επίσης, ο πρωταρχικός σχεδιασμός του Προγράμματος προβλέπει την εφαρμογή δύο ορίων επί των αγορών τίτλων. Το πρώτο εφαρμόζεται σαν

ποσοστό επί της έκδοσης ανά κατηγορία χρεογράφων, ανέρχεται στο 25% και υπόκειται σε επανεξέταση από το ΔΣ ύστερα από την παρέλευση έξι μηνών από την ημερομηνία έναρξης του Προγράμματος, ενώ το δεύτερο εφαρμόζεται επί των ανεξόφλητων τίτλων του εκάστου εκδότη και ανέρχεται στο 33%. Βέβαια, σκοπιμότητα του πρώτου ορίου καθορίζεται στην απομάκρυνση του ενδεχομένου να αποτελέσει η ΕΚΤ αναστέλλουσα μειοψηφία σε υπόθεση συντεταγμένης αναδιάρθρωσης χρέους μέσω ενεργοποίησης των Ρητρών Συλλογικής Δράσης (Coebre, 2015). Επιπροσθέτως, η εισαγωγή του ορίου 33% ανά εκδότη αποσκοπεί στη διασφάλιση της απρόσκοπτης λειτουργίας του αγοραίου μηχανισμού διαμόρφωσης τιμών των χρεογράφων, καθώς το Ευρωσύστημα σε καμία περίπτωση δεν επιθυμεί να δημιουργήσει εκτοπισμό της ιδιωτικής επένδυσης (ΕΚΤ, 2015c, σελ. 9).

Τόσο ο περιορισμένος επιμερισμός του κινδύνου, όσο και τα όρια ανά τύπο έκδοσης και ανά εκδότη, δείχνουν τις πολιτικές δυσκολίες που αντιμετωπίζει η ΕΚΤ στην προσπάθειά της να λειτουργήσει ένα ριψοκίνδυνο πρόγραμμα νομισματικής τόνωσης της συνολικής ζήτησης, ούτως ώστε να απομακρύνει την απειλή του πολύ χαμηλού πληθωρισμού.

3.2 Τροποποιήσεις διευρυσμένου προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων

Το ΔΣ της ΕΚΤ εισήγαγε αλλαγές στον αρχικό σχεδιασμό του προγράμματος, με σκοπιμότητα αφενός τη διασφάλιση της ομαλής εφαρμογής του και αφετέρου την χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Συνεπώς, σε ό,τι αφορά την πρώτη επιδίωξη, ο κίνδυνος συνίστατο στην πιθανότητα ανεπαρκούς προσφοράς επιλέξιμων χρεογράφων, τουτέστιν, στο ενδεχόμενο να αδυνατεί το ευρωσύστημα να εξαντλήσει το διαθέσιμο προς αγορές ποσό. Στην εξήγηση που δίνουν οι Claeyes *et al.* (2015, σελ. 7-9), η αιτία βρίσκεται στην περιοριστική επίδραση που ασκεί στην προσφορά τίτλων ο συνδυασμός των εφαρμοζόμενων ορίων ανά τύπο έκδοσης και εκδότη με τα κριτήρια που ανταποκρίνονται στα χρεόγραφα των αντισυμβαλλόμενων και τον κανόνα κατανομής των αγορών. Ενδεικτικά σημειώνεται πως για τα κυβερνητικά ομόλογα, που θεωρούνται και η μερίδα του λέοντος των αγορών, οι συγγραφείς υπολόγιζαν πως μέχρι το Σεπτέμβριο 2016, οι αγορές του ευρωσυστήματος θα ανέρχονταν σε €799,71 δισεκ., έναντι €836 δισεκ. που διατίθενται για τη συγκεκριμένη κατηγορία χρεογράφων. Η συγκεκριμένη εξήγηση υφίσταται στο γεγονός ότι κάθε φορά που μία χώρα προσεγγίζει τα προαναφερθέντα όρια, οι αγορές δυστυχώς, θα βαίνουν μειούμενες.

Για αρκετές χώρες, η προσέγγιση των ορίων είναι πιθανό να τα πλησιάσουν πριν τη λήξη του προγράμματος. Βέβαια αυτό αφορά κυρίως τις χώρες που είτε επηρεάζονται από προηγούμενες παρεμβάσεις του ευρωσυστήματος στα ομόλογά τους (Ελλάδα) είτε το ύψος των ανεξόφλητων τίτλων τους στη δευτερογενή αγορά είναι μερικώς περιορισμένο. Επιπλέον, οι επιλέξιμοι εθνικοί φορείς, οι τίτλοι των οποίων αποτελούν συμπληρωματική επιλογή για το ευρωσύστημα, είναι μόνο εφτά και περιορίζονται σε τρεις χώρες.

Οι παρακάτω διαπιστώσεις προϊδεάζουν όπως φαίνεται καθώς και η καθήλωση του ρυθμού πληθωρισμού σε πολύ χαμηλά επίπεδα (-0,1% το Σεπτέμβριο 2015 σύμφωνα με στοιχεία της ΕΚΤ), κατά συνέπεια το ΔΣ της ΕΚΤ μετέβαλε σταδιακά το σύνολο των αρχικών πτυχών του Προγράμματος.

Στο συγκεκριμένο πλαίσιο αυξήθηκαν τα όρια ανά κατηγορία χρεογράφων και ανά εκδότη για τους τίτλους που εκδίδουν οι διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί, καθώς επίσης και το όριο ανά κατηγορία χρεογράφων του δημόσιου τομέα, με την άποψη ότι η συγκεκριμένη αύξηση δεν θα δίνει στο ευρωσύστημα μειοψηφία αρνησικυρίας σε καταστάσεις συντεταγμένης αναδιάρθρωσης χρέους, οπότε και το όριο θα παρέμενε ως είχε. Περαιτέρω, διευρύνθηκε το πεδίο αγορών αφενός μέσω αύξησης των εθνικών φορέων οι οποίοι υπολογίζονται ως επαρκώς αντισυμβαλλόμενοι και αφετέρου μέσω προσθήκης στο Πρόγραμμα των ομολόγων περιφερειακών αλλά και τοπικών κυβερνήσεων. Επιπλέον, με τη μείωση του επιτοκίου διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά δέκα μονάδες βάσης (από -0,20% σε -0,30%), η ΕΚΤ απομακρύνθηκε από το ενδεχόμενο αποκλεισμού από το Πρόγραμμα των γερμανικών ομολόγων με ελάχιστη ωρίμαση δέκα ετών, βέβαια η απόδοση των συγκεκριμένων ομολόγων τον Ιούνιο 2016 είχε πέσει στο -0,2% (στοιχεία από την ΕΚΤ).

Επιπλέον, με τα μέτρα άμβλυνσης των περιορισμών στην προσφορά χρεογράφων, το ΔΣ της ΕΚΤ έλαβε την απόφαση χρονικής επέκτασης του Προγράμματος μέχρι το Μάρτιο 2017, με την προοπτική καινούργιας επιμήκυνσης.

Εν τέλει, το ύψος των μηνιαίων παρεμβάσεων αυξήθηκε από €60 δισεκ. σε €80 δισεκ. που αφορούσε το σύνολο του διευρυμένου προγράμματος. Χρειάζεται να ληφθεί υπόψιν η παρατήρηση των Claeyns και Leandro (2016), οι οποίοι υποστηρίζουν πως η αύξηση του ύψους των αγορών εντείνει μεν τη διευκολυντική στάση της νομισματικής πολιτικής, αυξάνει δε την πιθανότητα πρόωρης λήξης του Προγράμματος, καθώς επιταχύνει την σύγκρουση των αγορών στα όρια, υπογραμμίζοντας, ως εκ τούτου, την ανάγκη νέων επιμηκύνσεων, διεύρυνσης του πεδίου επιλέξιμων τίτλων ή και την κατάργηση των ορίων.

3.3 Σκοπός και λογική του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης

Πρωταρχικός σκοπός του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης είναι η επίτευξη του πληθωρισμού στην τιμή-στόχο (κάτω αλλά πλησίον του 2% κατ' έτος) μεσοπρόθεσμα. Καθώς φαίνεται από τον Οκτώβριο 2013, ο μέσος συνολικός πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ (βάσει των μεταβολών στον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή-ΕνΔΤΚ) απομακρύνεται σημαντικά από την τιμή-στόχο, ενώ τον Ιανουάριο 2015 – τότε ανακοινώθηκε η απόφαση διεύρυνσης του Προγράμματος – κατέγραψε τη χαμηλότερη τιμή του (-0,6) από την αρχή κυκλοφορίας του κοινού νομίσματος. Η φθίνουσα πορεία του πληθωρισμού εξηγείται εν μέρει και από την εκτεταμένη και απότομη πτώση των τιμών της ενέργειας. Ωστόσο, δεν πρέπει να παραβλέπεται το γεγονός πως και ο βασικός πληθωρισμός (ο πληθωρισμός άνευ των επιδράσεων των τιμών ενέργειας και ειδών διατροφής) καταγράφει προς τα κάτω απόκλιση από το επιθυμητό επίπεδο. Ως εκ τούτου, η ύπαρξη πολύ χαμηλού πληθωρισμού -και για ορισμένες χώρες αρνητικού- πληθωρισμού δεν υφίσταται μόνο στην περιφέρεια της Ευρωζώνης, αλλά παρατηρείται και στις χώρες του πυρήνα της Ευρωζώνης, με διαφορές ανάμεσα στις δύο κατηγορίες χωρών να υποδηλώνουν λιγότερο την τάση και περισσότερο το μέγεθος των αποκλίσεων. Η καθοδική πορεία του πληθωρισμού, όσον αφορά τις χώρες του πυρήνα συνεπάγεται με μεγαλύτερο αποπληθωρισμό για την περιφέρεια, στο πλαίσιο προσαρμογής των σχετικών τιμών.

Ο Mario Draghi, όταν τεκμηρίωσε την απόφαση που έλαβε το ΔΣ της ΕΚΤ τον Ιανουάριο 2015, προχώρησε σε ανάλυση των μακροοικονομικών αλλά και νομισματικών δεδομένων στην Ευρωζώνη.

Επισήμανε την επίδραση της απότομης πτώσης των τιμών του πετρελαίου στον πληθωρισμό και στο ενδεχόμενο αυτή να οδηγήσει σε δευτερογενείς πτωτικές επιδράσεις στους μισθούς και τις τιμές, και, κατ' επέκταση, σε μείωση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών. Επίσης, αναφέρθηκε, στον υποτονικό ρυθμό μεγέθυνσης της Ευρωζώνης και στην ισχνή βελτίωση της προσφοράς και ζήτησης πιστώσεων, πράγμα το οποίο συνεπάγεται με την συνεχιζόμενη απομόχλευση στην οποία βρίσκονται ο δημόσιος ή/και ο ιδιωτικός τομέας. Θεωρώντας δεδομένο ότι το επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε στο 0,05% το Σεπτέμβριο 2014, η αναστολή της πτωτικής πορείας του πληθωρισμού, η τόνωση των επενδύσεων και η μείωση του παραγωγικού κενού, αντικατοπτρίζουν την απόφαση της ΕΚΤ για περαιτέρω χαλάρωση της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής, μέσω ενός προγράμματος ποσοτικής Χαλάρωσης.

Η πρόθεση της ΕΚΤ είναι έκδηλη προκειμένου να αντιστρέψει τον πολύ χαμηλό – και για ορισμένους μήνες αρνητικό – ρυθμό μεταβολής του πληθωρισμού, κάτι βέβαιο που μπορεί αρχικώς να προξενεί απορίες. Η μείωση του γενικού επιπέδου των τιμών δημιουργεί αύξηση της αγοραστικής δύναμης και, μέσω της επίδρασης στο πραγματικό επιτόκιο, αύξηση της αξίας της αποταμίευσης. Συνεπώς πώς τεκμηριώνεται, η σκοπιμότητα της ΕΚΤ να ανακόψει την πτωτική πορεία του πληθωρισμού; Με μία πρώτη ματιά, οι διαπιστώσεις αυτές φαίνεται να αμφισβητούν τη σκοπιμότητα της σχετικής παρέμβασης της ΕΚΤ. Εντούτοις, η ανακοπή της καθοδικής τροχιάς του πληθωρισμού αντλεί επαρκή θεωρητική θεμελίωση, τόσο σε μακροοικονομικούς όρους ανάλυσης, όσο και από την οικονομική συγκυρία στην οποία βρίσκεται η Ευρωζώνη. Πιο συγκεκριμένα, μία παρατεταμένη περίοδος πολύ χαμηλού ρυθμού πληθωρισμού μπορεί να προκαλέσει αρνητικές επιδράσεις. Μείωση της τρέχουσας κατανάλωσης, λόγω των χαμηλών πληθωριστικών προσδοκιών. Την στιγμή, που οι καταναλωτές παρατηρούν ότι το επίπεδο τιμών μειώνεται, τότε έχουν κίνητρο να αυξήσουν την αποταμίευση, δηλαδή τη μελλοντική κατανάλωση, όταν για την απόκτηση της ίδιας ποσότητας αγαθών, θα έχουν τη δυνατότητα στο μέλλον να δαπανούν λιγότερες χρηματικές μονάδες. Η μείωση της παρούσας κατανάλωσης προκαλεί μείωση της ζήτησης και, κατά συνέπεια του ρυθμού μεγέθυνσης της οικονομίας. Η τάση αυτή είναι δυσκολότερο να αντιστραφεί, όσο το ονομαστικό επιτόκιο πλησιάζει το μηδέν, εφόσον καθίσταται δυσχερέστερη η περαιτέρω μείωση του ονομαστικού, και κατ' επέκταση του πραγματικού επιτοκίου, που θα συνέβαλλε στην αναβολή της αποταμίευσης.

Ως εκ τούτου, επέρχεται μείωση της επένδυσης επειδή αυξήθηκε το πραγματικό επιτόκιο και κατά συνέπεια, μείωση της προσδοκώμενης απόδοσης των επενδυτικών σχεδίων. Όπως βέβαιο και στην πρώτη περίπτωση, όταν το ονομαστικό επιτόκιο προσεγγίσει το μηδέν, τότε είναι πιο δύσκολη η αντιστροφή της μειούμενης τάσης της επένδυσης. Επομένως, κάτω από συνθήκες αποπληθωρισμού και μηδενικού ονομαστικού επιτοκίου, είναι πιθανή η δημιουργία ανισορροπίας μεταξύ επένδυσης και αποταμίευσης, την οποία δεν μπορεί να αποκαταστήσει το ονομαστικό επιτόκιο.

Στην περίπτωση που η εμφάνιση του αποπληθωρισμού οφείλεται σε αρνητική διαταραχή από πλευράς ζήτησης, είναι πολύ πιθανό να προκύψει ύφεση και κατά συνέπεια, αύξηση της ανεργίας, η οποία θα καταστήσει ακόμα πιο δυσχερή την αποπληρωμή του χρέους.

Επιπρόσθετα, πιθανότατα γρηγορότερος ρυθμός μείωσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τον ρυθμό μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών, θα προκαλέσει αλλοίωση στην αξία των ενέχυρων των οφειλετών και θα δημιουργήσει πολλαπλασιαστικές αρνητικές επιδράσεις, με την πιθανότητα χρεοκοπίας από την πλευρά των νοικοκυριών, επιχειρήσεων και κυβέρνησης να αυξάνεται παράλληλα. Συνεπώς, δυσχέρεια εξωτερικής προσαρμογής όσων οικονομιών καταγράφουν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, καθώς η βελτίωση των σχετικών τιμών απαιτεί πιο μεγάλη μείωση του πληθωρισμού για τις ελλειμματικές χώρες (Claeys *et al.*, 2014). Επίσης, προκαλείται αύξηση της ανεργίας, λόγω μείωσης των ονομαστικών μισθών. Στην κατάσταση που η οικονομία εισέρχεται σε ύφεση και ο πληθωρισμός προχωράει με μειωμένους ρυθμούς, η επιστροφή στο προϊόν πλήρους απασχόλησης επηρεάζει την μείωση των ονομαστικών μισθών, με σκοπό να μην μειωθεί η ζήτηση για εργασία από την πλευρά των επιχειρήσεων..

Τέλος, οι παραπάνω δυσμενείς επιδράσεις είναι ανατροφοδοτούμενες. Η μείωση του ρυθμού μεγέθυνσης του συνολικού προϊόντος αυξάνει το λόγο (δημόσιου και ιδιωτικού) χρέους προς το ΑΕΠ και επιμηκύνει τη διαδικασία απομόχλευσης των ισολογισμών, αναστέλλοντας με αυτό τον τρόπο εκ νέου την τόνωση της συνολικής κατανάλωσης και της επένδυσης. Όσον αφορά, τη διόρθωση των εξωτερικών ανισορροπιών εντός της ΟΝΕ, ένας πολύ χαμηλός πληθωρισμός στις πλεονασματικές χώρες προκαλεί, ακόμα πιο μεγάλο και παρατεταμένο αποπληθωρισμό στις ελλειμματικές οικονομίες, ο οποίος με τη σειρά του ενισχύει τις παραπάνω επιδράσεις. Η απόφαση της εφαρμογής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, ανακύπτει ισχυρή θεωρητική εγκυρότητα, δεδομένης της μακροοικονομικής συγκυρίας στην Ευρωζώνη. Σύμφωνα με την λογική του προγράμματος, η ποσοτική χαλάρωση θεωρείται ως ένα μη συμβατικό μέτρο επεκτατικής νομισματικής πολιτικής. Η Κεντρική Τράπεζα καταφεύγει σε αυτό, όταν, έχοντας μειώσει σχεδόν στο μηδέν το βασικό επιτόκιο πολιτικής, εξακολουθεί να απέχει από την εκπλήρωση του στόχου της είτε αυτός αφορά τη σταθεροποίηση του πληθωρισμού σε συγκεκριμένη τιμή (ή διάστημα τιμών) είτε περιλαμβάνει και τη σταθεροποίηση της οικονομικής δραστηριότητας. Με την άσκηση της ποσοτικής χαλάρωσης, η Κεντρική Τράπεζα παράγει χρήμα και αγοράζει τοκοφόρα περιουσιακά στοιχεία διοχετεύοντας έτσι πρόσθετη ρευστότητα στην οικονομία. Συνεπώς, πρόκειται για μία πολιτική ενεργητικής χρήσης ως προς τον ισολογισμό της Κεντρικής Τράπεζας. Θεωρητικά, η ποσοτική χαλάρωση επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα μέσα από διάφορα κανάλια.

3.4 Εκτίμηση της αποτελεσματικότητας του προγράμματος

Σ' αυτό το βήμα θα αναλύσουμε την εκτίμηση της αποτελεσματικότητας του προγράμματος, βάσει των παραπάνω θεωρητικών διατυπώσεων και της αποτύπωσης της τρέχουσας οικονομικής συγκυρίας στην Ευρωζώνη.

Η εκτίμηση των επιδράσεων ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης στις μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές μεταβλητές αποτελεί εγχείρημα

υψηλού βαθμού δυσκολίας, καθότι η εξέλιξη των εξεταζόμενων μεταβλητών θα πρέπει να συγκριθεί με την υποθετική εξέλιξή τους, κατά το σενάριο μη διενέργειας ποσοτικής χαλάρωσης από την πλευρά της Κεντρικής Τράπεζας. Τα εμπόδια για την εκτίμηση των επιδράσεων σε προϊόν, είναι μεγαλύτερα με τον πληθωρισμό αλλά και την ανεργία, λόγω της υστέρησης με την οποία αυτές οι μεταβλητές επιδρούν σε παρεμβάσεις πολιτικής καθώς και της απομόνωσης των επιδράσεων άλλων ερμηνευτικών μεταβλητών.

Σε ό,τι αφορά τον πληθωρισμό, η εξέλιξή του απομακρύνεται αισθητά από την προσέγγιση του διακηρυγμένου στόχου της ΕΚΤ. Την περίοδο που ξεκίνησε η εφαρμογή του προγράμματος (Μάρτιος 2015), ο ρυθμός πληθωρισμού βρισκόταν στο -0,1%, ενώ στο διάστημα των 19 μηνών (Ιανουάριος 2015 – Ιούλιος 2016) ο πληθωρισμός σημείωσε αρνητικό ρυθμό μεταβολής στους επτά εξ' αυτών μηνών, με την τελευταία αρνητική τιμή να σημειώνεται τον Μάιο 2016. Επιπλέον ο βασικός πληθωρισμός κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα – λόγω της επίδρασης που ασκεί στον πληθωρισμό η φθίνουσα πορεία των τιμών ενέργειας και ειδών διατροφής – χωρίς, ωστόσο, να πλησιάζει ικανοποιητικά την τιμή-στόχο. Συγκεκριμένα, για την ίδια περίοδο, η μεγαλύτερη τιμή του ανέρχεται σε 1% (Μάρτιος 2016), ενώ ο μέσος όρος της περιόδου κυμαίνεται κοντά στο 0,8%.

Ός προς τις πληθωριστικές προσδοκίες, οι τάσεις αποκλίνουν μεταξύ των δύο μεθόδων που χρησιμοποιούνται για τη μέτρησή τους. Από στοιχεία που αντλούνται βάσει ερευνών μεταξύ εξειδικευμένων φορέων διενέργειας προβλέψεων, φαίνεται αξιοσημείωτη σταθερότητα, με τις προβλέψεις μάλιστα σε βάθος πενταετίας να κυμαίνονται από 1,8% έως 2% για όλη την περίοδο από το πρώτο τρίμηνο του 2011 μέχρι και το δεύτερο τρίμηνο του 2016. Για την ίδια περίοδο, οι προβλέψεις σε βάθος διετίας κινούνται ελαφρώς χαμηλότερα, ενώ καταγράφεται άνοδος ύστερα από το πρώτο τρίμηνο του 2015, οπότε και ξεκινά η εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης.

Η πεποίθηση των φορέων πως η ΕΚΤ θα πετύχει εντός πενταετούς ορίζοντα να επαναφέρει τον πληθωρισμό σε επιθυμητό επίπεδο εμφανίζεται σταθερή, χωρίς, να έχει επιρροές από την απόφαση διενέργειας του προγράμματος. Η εικόνα είναι διαφορετική στην περίπτωση των πληθωριστικών προσδοκιών που βασίζονται σε δείκτες της αγοράς, με τη σχετική τάση να βρίσκεται σταθερά κάτω από την αντίστοιχη της πρώτης μεθόδου (ECB, 2016c, σελ. 29). Σύμφωνα με τους Demertzis and Wolff (2016), μέρος αυτής της απόκλισης εξηγείται από τα ασφάλιστρα κινδύνου σε σύγκριση με τον πληθωρισμό, ενώ αναφέρεται παράλληλα πως η παρατεταμένη απόκλιση μεταξύ των δύο, λειτουργεί σαν τεκμήριο αυξημένης αβεβαιότητας αλλά και φθίνουσας εμπιστοσύνης. Το ονομαστικό ΑΕΠ έχει σταθερά θετικό ρυθμό μεταβολής από το δεύτερο τρίμηνο του 2013, στερείται, εντούτοις, της απαιτούμενης δυναμικής.

Υποστηρίζεται ότι από το πρώτο τρίμηνο του 2015, όπου και ανακοινώθηκε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, παρατηρείται μία μικρή ώθηση, με το ρυθμό μεταβολής να κορυφώνεται στο τέταρτο τρίμηνο του ίδιου έτους (3,5%), προτού υποχωρήσει στο 2,8% στο δεύτερο τρίμηνο του 2016. Περαιτέρω, ως προς τη συμβολή των συνιστωσών της συνολικής ζήτησης στο ρυθμό ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕΠ, τόσο η κατανάλωση όσο και οι εξαγωγές αποτελούν τους κύριους μοχλούς ώθησης. Επίσης, ιδιαίτερη αιτία προβληματισμού αποτελεί η υποτονική συμβολή των επενδύσεων, εφόσον πρόκειται για τη σημαντικότερη

συνιστώσα της συνολικής ζήτησης σε όρους αύξησης της απασχόλησης. Άλλωστε, η διατηρήσιμη άνοδος του πληθωρισμού κοντά στο 2% προϋποθέτει κατά συνέπεια τη μείωση της ανεργίας. Η διαφορά μεταξύ των δύο μεταβλητών παραμένει μεγάλη για αρκετές από τις χώρες της Ευρωζώνης.

Στα κανάλια μετάδοσης της ποσοτικής χαλάρωσης, ως θετική μπορεί να μετρηθεί η αύξηση του χρήματος υπό την ευρεία έννοια (M3), καθώς αυτή υποστηρίζεται κυρίως από τις περισσότερο ρευστές συνιστώσες του, με την στενή έννοια χρήμα (M1) να μετράει ανοδική – αν και επιβραδυνόμενη τους τελευταίους μήνες – πορεία. Η συγκεκριμένη διαδικασία αποτελεί μέσο υλοποίησης των στόχων ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης. Επιπλέον, ανοδική είναι η πορεία του ρυθμού χορήγησης πιστώσεων προς τα νοικοκυριά, ενώ για τις επιχειρήσεις του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα, έπειτα από μία παρατεταμένη περίοδο συρρίκνωσης, καταγράφεται δυναμική ανάκαμψη, ακόμη και από τους πρώτους μήνες του 2016. Ωστόσο, δεν είναι ξεκάθαρη η συμβολή της ποσοτικής χαλάρωσης στη διαμόρφωση αυτών των τάσεων. Όσον αφορά την επίδραση της ποσοτικής χαλάρωσης στις αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων, λογίζεται συνήθως η μεταβολή τους κατά την ημερομηνία έναρξης του προγράμματος (Den Haan, 2016, σελ. 6-7), εκτός εάν οι αγορές περιμένουν την απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας, οπότε και προεξοφλούν τα αποτελέσματά της. Συνεπώς στην περίπτωση της Ευρωζώνης, για την καθοδική τροχιά των αποδόσεων στα δεκαετή κυβερνητικά ομόλογα – κυρίως σε αυτά της περιφέρειας – καταλυτική ήταν η αποστροφή του Mario Draghi στις 26 Ιουλίου 2012 πως θα κάνει ό,τι απαιτείται για τη διάσωση του ευρώ. Εφ' εξής και ύστερα, οι αποδόσεις των εν λόγω χρεογράφων διαγράφουν σταθερά καθοδική τροχιά, με (προσωρινή) εξαίρεση το δεύτερο τρίμηνο του 2015, σύμφωνα με το οποίο εντάθηκαν οι ανησυχίες των αγορών, λόγω αναζωπύρωσης της ελληνικής κρίσης. Επιπλέον, η ανακοίνωση του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων δεν φαίνεται να επηρέασε τις αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων, οι οποίες, κυμαίνονταν ήδη σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Κατα συνέπεια, στη συναλλαγματική ισοτιμία, η ανακοίνωση πρόθεσης, – πιθανότατα και η προσδοκία αυτής – της ΕΚΤ περί διεύρυνσης του προγράμματος αγοράς τίτλων, φαίνεται να επέφερε το απαιτούμενο αποτέλεσμα, καθώς από το τέλος του 2014, η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου παρουσίασε σημαντική και διατηρήσιμη πτώση.

Στην συγκεκριμένη εξέλιξη συνέβαλε και η αύξηση του βασικού επιτοκίου πολιτικής από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, διεγείροντας εκροή κεφαλαίων από την Ευρωζώνη και προκαλώντας, έτσι, τις πτωτικές πιέσεις έναντι του ευρώ.

Σύμφωνα με την εικόνα που αποτυπώνεται στα παραπάνω στοιχεία, αντικατοπτρίζεται πως το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ έχει συμβάλει σημαντικά στη σταθεροποίηση της οικονομικής ανάκαμψης στην Ευρωζώνη, μέσω της βελτίωσης συγκεκριμένων οικονομικών μεγεθών. Παρ' όλα αυτά, ο ρυθμός πληθωρισμού παραμένει πεισματικά καθηλωμένος σε αρκετά χαμηλά επίπεδα. Η ΕΚΤ προσπαθεί να τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και να αποδώσει στον πληθωρισμό την αναμενόμενη δυναμική, κάτι που προσκρούει σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της Ευρωζώνης. Στην Ευρωζώνη οι επιδράσεις της ποσοτικής χαλάρωσης στις επενδυτικές αποφάσεις κατευθύνονται κυρίως μέσω του τραπεζικού συστήματος και λιγότερο μέσω

συναλλαγών στις αγορές κεφαλαίων όπως τα εταιρικά ομόλογα ή τα ίδια κεφάλαια. Η συγκεκριμένη δομή θέτει έναν σχετικά μεγαλύτερο περιορισμό στη λειτουργία της ανακατανομής χαρτοφυλακίου από ότι ισχύει, όπως για παράδειγμα, στις ΗΠΑ, όπου οι αγορές έχουν αφ' ενός μεγαλύτερη συμβολή στην χρηματοδότηση και, αφ' ετέρου, συχνότερη χρήση από ένα μεγαλύτερο μερίδιο των οικονομικών δρώντων.

Αναδύεται ένα ακόμα ζήτημα που προκύπτει από την τραπεζοκεντρική διάρθρωση της οικονομίας της Ευρωζώνης, το οποίο είναι το κατά πόσο βρίσκονται σε θέση οι τράπεζες να αξιοποιήσουν την πρόσθετη ρευστότητα για την χρηματοδότηση της ιδιωτικής επένδυσης. Ως προς το ζήτημα της προσφοράς πιστώσεων, η κρίση του 2008 και η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη άφησαν πίσω τους μεγάλη κληρονομιά σε όρους αυξημένου όγκου μη εξυπηρετούμενων δανείων, με το πρόβλημα να είναι ιδιαίτερα σοβαρό σε συγκεκριμένες οικονομίες εντός Ευρωζώνης. Περαιτέρω, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια διαβρώνουν την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, καθώς επίσης μειώνουν την κερδοφορία τους και δεσμεύουν κεφάλαια που υπό προϋποθέσεις, θα είχαν τη δυνατότητα να διοχετευτούν στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Σε ό,τι αφορά τη ζήτηση των πιστώσεων, και παρ' όλη τη μείωση του κόστους δανεισμού, οι επιχειρήσεις είναι ακόμη σε θέση να αναλάβουν επενδυτικά σχέδια. Το συσσωρευμένο χρέος – εμφανίζοντας μικρή υποχώρηση σε σχέση με τα επίπεδα του 2008 – λειτουργεί αποτρεπτικά στις αποφάσεις και ιδιαίτερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις η χρηματοδότηση των οποίων προέρχεται κυρίως από τις τράπεζες (ECB, 2016a, σελ. 14).

Όπως φαίνεται ο σχεδιασμός του προγράμματος αφήνει να εννοηθεί, ότι τα ομόλογα του δημόσιου τομέα, και ειδικότερα αυτά των κεντρικών κυβερνήσεων, απορροφούν συντριπτικά το μεγαλύτερο μέρος των αγορών του Ευρωσυστήματος. Θεωρητικά διατυπώνεται ότι η αγορά κυβερνητικών ομολόγων μπορεί να επιφέρει μείωση του κόστους δανεισμού της κυβέρνησης, το μέγεθος της οποίας συναρτάται θετικά από τη διάρκεια αυτών των τίτλων και την σκοπιμότητα της Κεντρικής Τράπεζας να τους διατηρήσει στο ενεργητικό της, μέχρι την ημερομηνία ωρίμανσης. Επίσης, η μείωση στο κόστος δανεισμού παρέχει μεγαλύτερο περιθώριο στην κυβέρνηση να ασκήσει υποστηρικτική δημοσιονομική πολιτική και ωθεί τους επενδυτές προς αναζήτηση περισσότερο ελκυστικών τίτλων. Ωστόσο, συγκυριακά και διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της Ευρωζώνης, δυσκολεύουν την μεγιστοποίηση των ωφελειών που ανακύπτουν από την αγορά της εν λόγω κατηγορίας χρεογράφων. Συνεπώς, ως προς τα συγκυριακά στοιχεία, το πρώτο που θα πρέπει να επισημανθεί είναι πως οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων των περισσότερων χωρών – εξαιρουμένης της Ελλάδας – της Ευρωζώνης έχουν ήδη μειωθεί σε αρκετά χαμηλά επίπεδα. Συνεπώς, η θετική διαταραχή που θα μπορούσε να προκαλέσει η νομισματική χαλάρωση της ΕΚΤ είναι σε μεγάλο βαθμό περιορισμένη. Το δεύτερο συγκυριακό στοιχείο, είναι η πολύ χαμηλή προσφορά και ζήτηση πιστώσεων, η οποία καθιστά ανέφικτη την ευνοϊκή επίδραση από την ανακατανομή χαρτοφυλακίου των επενδυτών προς τίτλους με υψηλότερη απόδοση αλλά και χαμηλότερη διάρκεια.

Στα δομικά χαρακτηριστικά, υπάρχουν δύο παράγοντες που ξεχωρίζουν. Ο πρώτος παράγοντας σχετίζεται με τους περιορισμούς που θέτουν οι κανόνες δημοσιονομικής διακυβέρνησης στην ΟΝΕ, οι οποίοι απαγορεύουν στις

κυβερνήσεις να εκμεταλλευτούν τα ευνοϊκά επιτόκια με τα οποία δανείζονται, προκειμένου να προχωρήσουν σε τόνωση της δημόσιας επένδυσης, αναπληρώνοντας, κατ' ουσία, το επενδυτικό έλλειμμα που ανακύπτει συνεπεία της ιδιωτικής επενδυτικής απροθυμίας. Ως παράδειγμα, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε, τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το 2014, όπου το συνολικό έλλειμμα στην Ευρωζώνη προβλεπόταν να διαμορφωθεί στο 2,4% του ΑΕΠ στο τέλος του έτους. Κάτω από τον περιορισμό του ανώτατου ελλείμματος στο 3%, η μέγιστη δημοσιονομικής προέλευσης τόνωση που έχουν τη δυνατότητα να διοχετεύσουν οι κυβερνήσεις στις οικονομίες τους ανέρχεται για το σύνολο της Ευρωζώνης στο 0,6% του ΑΕΠ. Περαιτέρω, το δεύτερο δομικό χαρακτηριστικό αφορά στη χαμηλού βαθμού ολοκλήρωση που υπάρχει στις αγορές κεφαλαίων και στις οικονομίες της Ευρωζώνης, η οποία περιορίζει την αναλογική της επιπλέον ρευστότητας αύξηση στις τοποθετήσεις υψηλότερου ρίσκου και μικρότερης διάρκειας (Karoor, 2015).

Εν κατακλείδι, οι ευνοϊκές συνθήκες που μπορεί να δημιουργήσει η διοχέτευση πρόσθετης ρευστότητας από την ΕΚΤ, είναι πραγματικά δύσκολο να αξιοποιηθούν στο μέγιστο επιθυμητό βαθμό, με αποτέλεσμα να καθυστερήσει σημαντικά η επάνοδος του ρυθμού μεγέθυνσης και του πληθωρισμού σε επιθυμητά επίπεδα. Ωστόσο όσον αφορά στην επίδραση στον πληθωρισμό μέσω της υποτίμησης του ευρώ, τρεις είναι οι βασικοί παράγοντες που δεν επιτρέπουν μεγάλο περιθώριο αισιοδοξίας.

Ο πρώτος παράγοντας, είναι δομικής φύσεως και αφορά το γεγονός πως η Ευρωζώνη αποτελεί μία αρκετά μεγάλου μεγέθους οικονομία. Κάτι που σημαίνει πως κάθε δεδομένο επίπεδο υποτίμησης, προκαλεί μικρότερη επίδραση στην τιμή των εισαγωγών, συγκριτικά με ότι θα ίσχυε για μία μικρή και ανοικτή οικονομία, μία οικονομία, με άλλα λόγια, στην οποία το ποσοστό των εισαγωγών στο ΑΕΠ θα ήταν σαφώς μεγαλύτερο. Παράλληλα, και για τον ίδιο ακριβώς λόγο, η δευτερογενής επίδραση στον πληθωρισμό μίας αύξησης των εξαγωγών, λόγω της υποτίμησης του νομίσματος, δεν μπορεί παρά να είναι σχετικώς περιορισμένη, λαμβάνοντας υπόψη το πολύ υψηλό αρνητικό παραγωγικό κενό που υφίσταται στην Ευρωζώνη.

Ο δεύτερος παράγοντας, αφορά την σε μεγάλο βαθμό προεξόφληση της ποσοτικής χαλάρωσης από το πρίσμα των επενδυτών. Αξιοσημείωτο είναι ότι λίγες εβδομάδες πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εφαρμογής του προγράμματος, το ευρώ είχε εισέλθει σε τροχιά υποτίμησης έναντι των κυριότερων νομισμάτων. Η απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας της Ελβετίας να διαχωρίσει τη μέχρι πρότινος σταθερή ισοτιμία του ελβετικού φράγκου με το ευρώ, αυτήν ακριβώς την προεξόφληση αντανακλά. Κατά συνέπεια, και εξαιτίας του χαμηλού πληθωρισμού για εκείνη τη περίοδο στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ έχει σε μεγάλο βαθμό καταφέρει το πλεονέκτημα της έκπληξης, καθώς οι επενδυτές είχαν προεξοφλήσει την συγκεκριμένη απόφαση του Ιανουαρίου 2015.

Ο τρίτος παράγοντας, που χρειάζεται να ληφθεί υπόψη προκειμένου να εκτιμηθεί η πιθανή επίδραση της υποτίμησης, είναι ο τρόπος με τον οποίο αντιδρούν οι Κεντρικές Τράπεζες των υπόλοιπων ανεπτυγμένων και αναδυόμενων οικονομιών του πλανήτη. Θα μπορούσε, να ληφθεί υπόψη το ενδεχόμενο αντίδρασης από τις άλλες Κεντρικές Τράπεζες, προκειμένου να

αποφευχθεί η εκ της υποτίμησης του ευρώ απώλεια της ανταγωνιστικότητας των οικονομιών τους.

Επομένως, η άνοδος των πληθωριστικών προσδοκιών αφορά την πιο κρίσιμη προϋπόθεση για την επίτευξη του στόχου του προγράμματος. Η ΕΚΤ χρειάζεται να πείσει πως σκοπεύει να απεκδυθεί το συντηρητικό της μανδύα και να προχωρήσει με επιμονή το στόχο ανάκαμψης του πληθωρισμού. Πρόκειται, όπως αναφέρει ο Paul Krugman (1998) για την αποπληθωριστική εμπειρία της Ιαπωνίας, για μία απόπειρα του Κεντρικού Τραπεζίτη να πείσει την αγορά ότι, πλέον, είναι «ανεύθυνος». Και στο συγκεκριμένο μέτωπο ωστόσο, μια σειρά από εμπόδια δεν προβλέπουν ιδιαίτερη αισιοδοξία. Οι ενέργειες της ΕΚΤ στο παρελθόν, έχουν αποτυπωθεί βαθιά στην συνείδηση του κοινού, ότι πρόκειται για μία υπέρ το δέον συντηρητική τράπεζα. Άλλωστε, πως θα μπορούσε να χαρακτηριστεί η απόφαση της ΕΚΤ για αύξηση του βασικού επιτοκίου πολιτικής το 2011. Επιπλέον, ευρέως διαδεδομένη είναι και η πεποίθηση πως η ΕΚΤ καθυστέρησε σε μεγάλο βαθμό να ανακοινώσει το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, καθώς ο πολύ χαμηλός πληθωρισμός είχε ήδη κάνει τα σημάδια του εμφανή.

Ως εκ τούτου, όπως διδάσκει πάλι η περίπτωση της Ιαπωνίας στην ιστορία, είναι μείζονος σημασίας η έγκαιρη, προληπτικού χαρακτήρα παρέμβαση της νομισματικής αρχής, πριν αλλάξουν οι πληθωριστικές προσδοκίες. Επίσης, και σε άμεση συνάφεια με τα προαναφερθέντα, κάθε φορά που η ΕΚΤ επιχειρεί να προχωρήσει σε μία περισσότερο επεκτατική νομισματική πολιτική, αντιμετωπίζει πολιτικούς περιορισμούς, αρνητικά σχόλια και διαφωνίες, οι οποίες προέρχονται κυρίως από τη Γερμανία.

Κατά συνέπεια, το δυσμενές αυτό πολιτικό κλίμα, δημιουργεί δυσκολία στην προσπάθεια της ΕΚΤ να δημιουργήσει θετική εντύπωση στα οικονομικά υποκείμενα για την πληθωριστική αφοσίωση της. Στο ίδιο πλαίσιο πολιτικών συμβιβασμών εντάσσεται η απόφαση του ΔΣ της ΕΚΤ για μη καταμερισμό του ρίσκου που αφορά το 80% των αποκτηθέντων χρεογράφων. Ανεξάρτητα αν τελικά η απόφαση αυτή ελήφθη με σκοπό την αποτροπή δημοσιονομικών μεταβιβάσεων, αντικατοπτρίζει τους πολιτικούς περιορισμούς, που περιβάλλουν την ΕΚΤ και την αναπόφευκτη προσφυγή σε συμβιβασμούς, που πιθανόν να οδηγούν σε μη βέλτιστες λύσεις.

Εν κατακλείδι, η απόφαση που ελήφθη περί διεύρυνσης του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ, θα πρέπει μάλλον να αντιμετωπίζεται με περισσότερη επιφυλακτικότητα και συνεπώς λιγότερο ενθουσιασμό, στο βαθμό που αυτή αξιολογείται με κριτήριο όπως την αύξηση του πληθωρισμού. Αφορά μία απαραίτητη συνθήκη αλλά όχι και τόσο ικανή για την άνοδο των πληθωριστικών προσδοκιών καθώς και για την τόνωση της μεγέθυνσης. Επιπλέον μια σειρά από συγκυριακούς, δομικούς και πολιτικούς παράγοντες δρούν περιοριστικά στην προσπάθεια της ΕΚΤ να διανοίξει τους διαύλους μετάδοσης των αποφάσεών της στην πραγματική οικονομία. Δεδομένων των συγκεκριμένων περιορισμών αλλά και των αναπόφευκτων συμβιβασμών που υφίστανται, είναι αξιόπαινες οι πρωτοβουλίες του Mario Draghi να μεγιστοποιήσει την επίδραση της νομισματικής πολιτικής.

Καταλήγουμε στο ότι το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ αποτελεί αναγκαία, αλλά όχι και τόσο ικανή συνθήκη αντιμετώπισης της παγίδας του

παρατεταμένα πολύ χαμηλού ή/και ίσως αρνητικού πληθωρισμού. Είναι μία παρέμβαση που αποσκοπεί στην τόνωση της ζήτησης η οποία εξακολουθεί σε μεγάλο βαθμό να επιφορτίζεται από τις χρόνιες επιπτώσεις της κρίσης του ισολογισμού (balance sheet – recession), με τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά η και τις κυβερνήσεις να συντελούν σε φάση απομόχλευσης, προκειμένου να μειώσουν το υπερβάλλον χρέος. Αν, προς χάριν μίας υπόθεσης, δεν λαμβάνονταν υπόψη οι πολιτικοί περιορισμοί και η απόφαση του Κεντρικού Τραπεζιτή και λαμβανόταν αποκλειστικώς στην βάση μακροοικονομικών κριτηρίων, ενδεχομένως, να διαμορφωνόταν ένα πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης πιο άμεσα, με μεγαλύτερο ρίσκο και με παρεμβάσεις ασύμμετρες προς τις περιφερειακές οικονομίες της Ευρωζώνης. Άλλωστε, προς την κατεύθυνση ανάληψης μεγαλύτερου ρίσκου και καλύτερης χρηματοδότησης της ιδιωτικής επένδυσης άγεται η απόφαση προσθήκης στο πρόγραμμα των εταιρικών ομολόγων.

Περαιτέρω, η ασύμμετρη προς την περιφέρεια κατεύθυνση του προγράμματος προωθείται από τη λογική που θέλει τις χώρες εκείνες που αντιμετωπίζουν εντονότερο το φάσμα του αποπληθωρισμού και, ταυτοχρόνως, έχουν το υψηλότερο δημόσιο χρέος, να είναι αυτές που έχουν μεγαλύτερη ανάγκη μία πολιτική νομισματικής επέκτασης. Στη δημόσια συζήτηση όλο και μεγαλύτερο έδαφος κερδίζει η άποψη πως η Ευρωζώνη έχει περιέλθει σε μία κατάσταση που χαρακτηρίζεται από τον όρο *μεταλλαγμένη σε κανονική στασιμότητα (secular stagnation)*. Ο συγκεκριμένος όρος χρησιμοποιείται για να αποδώσει μία κατάσταση κατά την οποία το πραγματικό επιτόκιο είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο πλήρους απασχόλησης, δηλαδή το επιτόκιο που εξισώνει την αποταμίευση με την επένδυση. Η δυσκαμψία του πραγματικού επιτοκίου που οδεύει προς τα κάτω είναι πιθανότερη όταν το ονομαστικό επιτόκιο προσεγγίζει το μηδέν, κατάσταση ευρέως γνωστή και ως παγίδα ρευστότητας. Σύμφωνα με μία διαφορετική διατύπωση, η *μεταλλαγμένη σε κανονική στασιμότητα* εμφανίζει ένα δυσεπίλυτο τρίλημμα για τη συμβατική νομισματική πολιτική, σε όρους ταυτόχρονης επίτευξης πλήρους απασχόλησης, ικανοποιητικού ρυθμού μεγέθυνσης καθώς και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Επομένως, στην Ευρωζώνη, αλλά και σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες, εντοπίζονται στοιχεία που συνηγορούν υπέρ της συγκεκριμένης άποψης. Η φθίνουσα τάση των πραγματικών επιτοκίων αναλύεται από την αγκυροβόληση των πληθωριστικών προσδοκιών τα τελευταία 30 χρόνια, ως αποτέλεσμα της θεσμικής θωράκισης της ανεξαρτησίας (συντηρητικών ως επί το πλείστον) κυρίως των κεντρικών τραπεζιτών. Ένα μέρος της καθοδικής τροχιάς επίσης οφείλεται στη μείωση της μακροχρόνιας τάσης μεγέθυνσης του συνολικού προϊόντος. Επίσης η νομισματική πολιτική από μόνη της δύσκολα μπορεί να αλλάξει αυτήν την τάση.

Μία παρέμβαση πολιτικής που πιθανότατα να μπορούσε να αντιμετωπίσει ορισμένες από τις αιτίες αυτής της κατάστασης στην Ευρωζώνη αφορά στη συντονισμένη άσκηση επεκτατικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής. Περιγράφει την περίπτωση της νομισματικής χρηματοδότησης του χρέους, γνωστή από τον Milton Friedman και ως *ρίψη χρήματος από το ελικόπτερο (Helicopter Money)*. Σύμφωνα με αυτήν, η Κεντρική Τράπεζα εκδίδει χρήμα και το χρησιμοποιεί προκειμένου να αγοράσει κυβερνητικά ομόλογα με μηδενικό επιτόκιο που εκδίδει η δημοσιονομική αρχή. Παρόλα αυτά, δεσμεύεται όμως ότι

θα διατηρήσει στο διηνεκές τα συγκεκριμένα ομόλογα στο ενεργητικό της, ώστε να υπολογίζονται κατ' ουσία ως ενεργητικό για την κάτοχο, αλλά όχι ως παθητικό για τον εκδότη. Ο συντονισμός αυτός μεταξύ δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, επαναπαύει τον κυβερνητικό εισοδηματικό περιορισμό κατά το βαθμό αύξησης της νομισματικής βάσης, δηλαδή αποτρέπει την αύξηση του δημόσιου χρέους και συνεπώς τονώνει την κατανάλωση και την επένδυση, ακόμα και με την υπόθεση ύπαρξης ρικαρδιανών καταναλωτών.

Η αύξηση της τιμής στόχο που αφορά το πληθωρισμό αποτελεί μία διαφορετική επιλογή πολιτικής, η οποία έχει ως αποτέλεσμα να μεταβληθούν οι πληθωριστικές προσδοκίες και ως εκ τούτου να μειωθούν τα πραγματικά επιτόκια (Blanchard, 2010).

Επιστρέφοντας στην πραγματικότητα, υπολογίζοντας δηλαδή τους πολιτικούς περιορισμούς, οι παραπάνω προτεινόμενες λύσεις βρίσκονται εκτός του υφιστάμενου πολιτικού και νομοθετικού πλαισίου της Ευρωζώνης.

Εν κατακλείδι, η απόφαση της ΕΚΤ δεν μπορεί παρά καλοδεχούμενη να είναι, καθώς συμβάλλει στη διατήρηση των αποδόσεων των κυβερνητικών ομολόγων σε χαμηλά επίπεδα, επίσης τονώνει τη ρευστότητα των τραπεζών και τέλος αγοράζει χρόνο για τους διαμορφωτές πολιτικής. Ως προς το στόχο επανόδου του πληθωρισμού στα επιδιωκόμενα επίπεδα, δύσκολα μπορεί κανείς να σκέφτεται αισιόδοξα. Θα μπορούσε ίσως να επισημανθεί πως οι πρωτοβουλίες πολιτικής του Mario Draghi είναι μεν συνεπείς με την γνωστή, πλέον, ρήση του πως θα κάνει ότι χρειαστεί, για τη διάσωση του ευρώ. Δεν είναι, εντούτοις, βέβαιο πως οι συγκεκριμένες όμως πρωτοβουλίες επαρκούν και για την επανάκαμψη του πληθωρισμού. Τουλάχιστον μέχρι στιγμής, ο πολύ χαμηλός πληθωρισμός δεν έχει υπονομεύσει τη συνέπεια της υπόσχεσης του κεντρικού τραπεζίτη για τη σωτηρία της ακεραιότητας του κοινού νομίσματος.

Η ΕΚΤ αποφασίζει ποια κρατικά χρεόγραφα θα αγοράσουν και πόσα. Στην πραγματικότητα, οι αγορές αυτών από την ΕΚΤ είναι προκατειλημμένες προς εκείνες της Γερμανίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας, της Ισπανίας και των Κάτω Χωρών, οι οποίες αποτελούν σχεδόν το 80% όλων των αγορών βάσει του QE. Αυτή η προκατάληψη επηρεάζει τα άνισα κατανεμημένα αποτελέσματα μετάδοσης του QE στην πραγματική οικονομία που περιγράφεται παραπάνω. Επί πλέον, η απόφαση της ΕΚΤ να εφαρμόσει το QE δεν είναι ομόφωνη, οπότε αν κάποια χώρα αθετήσει, ας πούμε, Ελλάδα, η ΕΚΤ θα φέρει φορολογικό βάρος έναντι της θέλησης άλλων χωρών. Η Γερμανία είναι πιθανότερο να αναλάβει την ευθύνη για μεγάλο μέρος των δαπανών, γεγονός που καθιστά δύσκολη για τις χώρες της ΕΕ να οικοδομήσουν πολυεθνική κατανομή κινδύνων με αμοιβαία συναίνεση. Κατά συνέπεια, επί του παρόντος, αυτά τα προβλήματα κατανομής κινδύνων που σχετίζονται με τις στρατηγικές εξόδου της QE είναι έντονα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 Πως επηρέασε η ανισότητα την ποσοτική χαλάρωση στη ζώνη του Ευρώ

Τα τελευταία χρόνια οι ερευνητές έχουν συλλέξει αξιόπιστα δεδομένα για να εκτιμήσουν την εξέλιξη του πλούτου και την κατανομή του εισοδήματος μεταξύ των χωρών της Ευρώπης. Ο Thomas Piketty(2013) δείχνει ότι σε αντίθεση με την παραδοσιακή άποψη στην οποία βασίζεται ο Kuznets (1955) οι αναπτυσσόμενες οικονομίες δεν εξελίσσονται πάντοτε προς μια ισότιμη κοινωνία. Η ανισότητα θεωρείται ότι σχετίζεται με την εξέλιξη των δομικών χαρακτηριστικών των εκάστοτε οικονομιών, όπως, για παράδειγμα, η εμφάνιση τεχνολογικής προόδου με γνώμονα τις δεξιότητες, η εμφάνιση της παγκοσμιοποίησης και η τάση για μείωση της προοδευτικότητας των φορολογικών συστημάτων της κάθε χώρας. Καθώς οι κεντρικές τράπεζες έχουν αναλάβει εκτεταμένα προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να παρακάμψουν το κατώτατο όριο των ονομαστικών επιτοκίων, η νομισματική πολιτική θεωρείται ως πιθανός παράγοντας οικονομικής ανισότητας.

Ως εκ τούτου, το ερώτημα που η συγκεκριμένη διατριβή καλείται να απαντήσει είναι στο εάν η ποσοτική χαλάρωση (QE) εν τέλει έχει επιδεινώσει την ανισότητα του πλούτου στην Ευρωζώνη. Εάν υποθέσουμε πως υπάρχει αρνητική αλληλεπίδραση μεταξύ της ποσοτικής χαλάρωσης και της ανισότητας του πλούτου τότε αυτό οφείλεται στο ότι όταν οι κεντρικές τράπεζες εισρέουν τεράστια ποσά ρευστότητας για την αγορά κρατικών ομολόγων, η αξία αυτών των ομολόγων αυξάνεται. Οι κεντρικοί τραπεζίτες υποστηρίζουν ότι παρόλο που η ποσοτική χαλάρωση αυξάνει την αξία των περιουσιακών στοιχείων, συνεισφέρει επίσης καθοριστικά στη μείωση της ανεργίας, η οποία είναι ο κύριος μοχλός της ανισότητας. Επίσης, υποστηρίζεται ότι δεν είναι υποχρέωση της κεντρικής τράπεζας να αντιμετωπίσει το πρόβλημα ανισότητας του πλούτου στην Ευρωζώνη αλλά είναι υποχρέωση των κυβερνήσεων να ασχοληθούν με τη χρήση δημοσιονομικών πολιτικών. Παράλληλα υπάρχει και η άποψη ότι οι κεντρικές τράπεζες έχουν ηθικό καθήκον να συμβάλουν αποτελεσματικά στη μείωση της ανισότητας των δικών τους πολιτικών, επειδή αυτή η ανεπιθύμητη συνέπεια είναι τόσο προβλέψιμη όσο και άμεσα συνυφασμένη με τις δικές τους πολιτικές. Είναι γνωστό ότι οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να αποφύγουν τη δημιουργία αυτών των ανεπιθύμητων ενεργειών με την υιοθέτηση εναλλακτικών πολιτικών όπως είναι η ποσοτική χαλάρωση όπως και συνέβη το 2008 για την υποστήριξη της ανάπτυξης μέσω της εφαρμογής των λεγόμενων “μη συμβατικών” μέτρων.

Τα συγκεκριμένα μέτρα, που εκδηλώνονται κυρίως σε προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης (QE), φαίνεται ότι αύξησαν τις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και ως εκ τούτου, ευλόγησαν τα πλουσιότερα νοικοκυριά. Συγχρόνως, η πολιτική χαμηλού επιτοκίου έχει τη δυνατότητα να μειώσει τα εισοδήματα από τόκους περιουσιακών στοιχείων με σταθερές αποδόσεις, τα περισσότερα εκ των οποίων κατέχονται από νοικοκυριά χαμηλού εισοδήματος. Ταυτόχρονα, οι πραγματικές επιπτώσεις της νομισματικής πολιτικής και πιο συγκεκριμένα όσον αφορά τις μεταβολές του ποσοστού ανεργίας, θα μπορούσαν να συμβάλουν στη διατήρηση της απασχόλησης των νοικοκυριών χαμηλού εισοδήματος.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση η ανισότητα μεταφράζεται τόσο με άμεσες ανομοιογενείς επιπτώσεις μετάδοσης της αύξησης των τιμών των αποθεμάτων και των στοιχείων ενεργητικού με βάση της ποσοτικής χαλάρωσης στο ΑΕΠ αλλά και την κατανάλωση, και έμμεσα προκαλείται διεύρυνση των επιπτώσεων της εισοδηματικής ανισότητας μειώνοντας τον προϋπολογισμό της κοινωνικής πρόνοιας καθώς και της κοινωνικής ασφάλισης που απαιτείται από τη δημοσιονομική συρρίκνωση και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις αναφορικά με τα προγράμματα προσαρμογής της τρόικας.

Πρώτον, οι επιπτώσεις που προκαλούν οι επιχειρήσεις της ποσοτικής χαλάρωσης έχουν ως συνέπεια την επιτάχυνση του πληθωρισμού με αποτέλεσμα την ύφεση του ισολογισμού την οποία και υποστηρίζει ο Richard Koo.

Δεύτερον, όσον αφορά τα πολυεθνικά ζητήματα κατανομής κινδύνων η ΕΚΤ έχει τη δικαιοδοσία να αποφασίσει ποια κρατικά χρεόγραφα θα αγοράσουν οι επιχειρήσεις αλλά και σε τι ποσότητα. Στην πραγματικότητα, οι αγορές αυτών των κρατικών χρεογράφων από την ΕΚΤ είναι προκατειλημμένες από χώρες όπως η Γερμανία, η Γαλλία, η Ιταλία, η Ισπανία και αυτές των Κάτω Χωρών, οι οποίες αφορούν σχεδόν το 80% όλων των αγορών σύμφωνα με την ποσοτική χαλάρωση. Το ζήτημα είναι πως η συγκεκριμένη προκατάληψη επηρεάζει τα άνισα κατανομημένα αποτελέσματα μετάδοσης της ποσοτικής χαλάρωσης στην πραγματική οικονομία που αναφέρεται παραπάνω.

Παράλληλα, η απόφαση της ΕΚΤ να εφαρμόσει το πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης δεν είναι ομόφωνη με αποτέλεσμα αν κάποια χώρα αθετήσει, όπως για παράδειγμα, η Ελλάδα, η ΕΚΤ θα επιβαρυνθεί με τη βούληση άλλων χωρών. Η Γερμανία είναι μια χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης που πιθανότατα να αναλάβει την ευθύνη για ένα μεγάλο μέρος των δαπανών, γεγονός που δημιουργεί δυσκολίες για τις χώρες της ΕΕ να οικοδομήσουν πολυεθνική κατανομή κινδύνων με αμοιβαία συναίνεση. Στην περίπτωση που τα επιτόκια των κρατικών τίτλων τυγχάνει να αυξηθούν για κάποιο λόγο στο μέλλον, η πλήρωση των δημοσιονομικών ζημιών της απαιτεί την κατανομή των κινδύνων από τη Γερμανία για τη χρηματοοικονομική μεταφορά σε οικονομικά ευάλωτες κεντρικές τράπεζες. Επιπλέον, η φορολογική της μεταφορά απαγορεύεται ρητά από το άρθρο 123 της ΣΛΕΕ, το άρθρο 21 του κανόνα του ΕΣΚΤ καθώς επίσης και κάθε αποδοχή κρατικού χρέους από το θεσμικό όργανο της ΕΕ απαγορεύεται επίσης ρητά από το άρθρο 125 της ΣΛΕΕ, γνωστό και ως ρήτρης διάσωσης. Συνεπώς, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα υποχρεούται να ασχοληθεί με την προώθηση της φορολογικής ένωσης της ΕΕ ή την αναθεώρηση των συνθηκών που αναφέρονται παραπάνω, ούτως ώστε η πολυεθνική κατανομή κινδύνων να λειτουργεί σωστά σε κάθε περίπτωση αβεβαιότητας υπό την έξοδο του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ στο μέλλον.

Οι έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί δείχνουν πως ακόμη και οι πολιτικές συγκρούσεις που υπάρχουν αντιμετωπίζουν ανισότητες εντός των χωρών κάτι που ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των κρατών μελών. Ορισμένα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι πιο ισότιμα όπως η Τσεχική Δημοκρατία, η Σλοβενία και οι Σκανδιναβικές χώρες ενώ τα κράτη με τις πιο άνισες κατανομές βρίσκονται στο νότο της ΕΕ. Επίσης, το έτος 2017, η εθνική αναλογία S80 / S20 σημειώθηκε από 8,2 για τη Βουλγαρία έως 3,4 στη Σλοβενία. Αξίζει να συζητηθεί

πως υπάρχουν τεράστιες ανισότητες μεταξύ των μέσων εισοδημάτων διαφορετικών κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως για παράδειγμα, το κατά κεφαλήν ακαθάριστο εγχώριο προϊόν στη Γερμανία υπερβαίνει το πενταπλάσιο από αυτό της Βουλγαρίας. Οι αποκλίσεις στο εισόδημα μεταξύ των χωρών μειώνονται, στην περίπτωση που κάποιος τις αποτυπώσει ως προς τα πρότυπα αγοραστικής δύναμης (PPS) - καθώς το επίπεδο τιμών τείνει να είναι χαμηλότερο στις φτωχότερες χώρες ενώ η αγοραστική δύναμη ενός συγκεκριμένου χρηματικού ποσού είναι αντίστοιχα υψηλότερη. Προκειμένου να φτάσουμε στην ευρωπαϊκή ανισότητα (υπολογίζοντας από τον δείκτη S80 / S20), χρειάζεται να υπολογισθούν όλοι οι κάτοικοι της ΕΕ (περίπου 500 εκατομμύρια πριν από το Brexit) σύμφωνα με το εισόδημά τους, πρέπει να υπολογισθεί το κάτω μέρος και τα κορυφαία 100 εκατομμύρια και τέλος να συγκριθούν τα αντίστοιχα συνολικά εισοδήματά τους. Οι πιο πρόσφατες ανατολικές διευρύνσεις αύξησαν την ανισότητα σε ολόκληρη την Ευρώπη προσθέτοντας εκατομμύρια ανθρώπους πολύ φτωχότερα στον συνολικό πληθυσμό. Η ταχεία ανάπτυξη στις φτωχές χώρες έχει μειώσει, ωστόσο, την ανισότητα, αν και με το ρυθμό του σαλιγκαριού από το 2011. Για να εκτιμηθεί η κατανομή των εσόδων εντός της ΕΕ, πρέπει να ληφθεί υπόψη η κατανομή εντός και μεταξύ των κρατών μελών. Οι περισσότερες στατιστικές, η έρευνα και οι πολιτικές συγκρούσεις αντιμετωπίζουν ανισότητες εντός των χωρών. Αυτό ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των κρατών μελών. Τα πιο ισότιμα είναι ορισμένα κράτη της Κεντρικής Ευρώπης (η Τσεχική Δημοκρατία, η Σλοβενία) και οι σκανδιναβικές χώρες. Τα κράτη με τις πιο άνισες κατανομές βρίσκονται στο νότο της ΕΕ. Το 2017, η εθνική αναλογία S80 / S20 κυμάνθηκε από 8,2 για τη Βουλγαρία έως 3,4 στη Σλοβενία. Ταυτόχρονα, υπάρχουν τεράστιες ανισότητες μεταξύ των μέσων εισοδημάτων διαφορετικών κρατών μελών. Για παράδειγμα, το κατά κεφαλήν ακαθάριστο εγχώριο προϊόν στη Γερμανία υπερβαίνει το πενταπλάσιο από αυτό της Βουλγαρίας. Οι διαφορές εισοδήματος μεταξύ των χωρών μειώνονται, ωστόσο, εάν κάποιος τις εκφράσει ως προς τα πρότυπα αγοραστικής δύναμης (PPS) - επειδή το επίπεδο τιμών τείνει να είναι χαμηλότερο στις φτωχότερες χώρες, η αγοραστική δύναμη ενός συγκεκριμένου χρηματικού ποσού είναι αντίστοιχα υψηλότερη. Στην περίπτωση της ΕΕ, η «μεσαία τάξη» αποτελείται σε μεγάλο βαθμό από τον πληθυσμό των πλουσιότερων χωρών, εκτός από τα ανώτατα και τα κατώτατα στρώματα. Προφανώς, αυτά τα στρώματα είναι καλύτερα «προστατευμένα» εντός της ευρωπαϊκής οικονομίας από τα αντίστοιχα εθνικά τους αντίστοιχα. Αυτή η κατάσταση δεν προκαλεί έκπληξη: αν και η ΕΕ είναι ένας πολύ ολοκληρωμένος οικονομικός χώρος, τα εθνικά οικονομικά πλεονεκτήματα (ανθρώπινο και φυσικό κεφάλαιο και άυλα περιουσιακά στοιχεία) και οι πολιτικές (το κράτος πρόνοιας) εξακολουθούν να διαδραματίζουν τεράστιο ρόλο. Παρ' όλα αυτά, υπάρχουν ομάδες στις πλουσιότερες χώρες που επηρεάζονται από τον ανταγωνισμό μέσω της μετανάστευσης ή της μετεγκατάστασης παραγωγής χαμηλών δεξιοτήτων, που οδηγεί σε μεγαλύτερη ανισότητα σε πολλά πλουσιότερα κράτη μέλη. Και πολλά φτωχότερα κράτη μέλη δείχνουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις πλουσιότερες χώρες, χάρη επίσης στην ένταξη στην ευρωπαϊκή οικονομία.

4.2 Κανάλι μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής δια της δανειοληπτικής πίστης (Credit Channel)

Το κανάλι μετάδοσης της τραπεζικής πίστης υφίσταται ως ένα σύνολο παραγόντων που ενισχύουν τα συμβατικά αποτελέσματα των μεταβολών του

επιτοκίου και όχι σαν έναν αυτόνομο και εναλλακτικό μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Ως εκ τούτου, το πιστωτικό κανάλι είναι ένας ενισχυτικός μηχανισμός και όχι ένα ανεξάρτητο κανάλι μετάδοσης πολιτικής (Bernanke And Gertler, 1995) και συνδέεται με το παραδοσιακό κανάλι. Συνεπώς, όταν μεταβάλλεται η νομισματική πολιτική αυξάνεται το επιτόκιο με αποτέλεσμα να αυξάνεται το πρίμ της εξωτερικής χρηματοδότησης το οποίο απεικονίζει τη διαφορά του κόστους άντλησης των εξωτερικών κεφαλαίων με το κόστος άντλησης των κεφαλαίων από το εσωτερικό της επιχείρησης. Επομένως με την αύξηση του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων αυξάνει αυτόματα και το συνολικό παραγόμενο προϊόν.

Όταν η Κεντρική Τράπεζα ακολουθήσει περιοριστική νομισματική πολιτική με την μείωση προσφοράς των δανείων, οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να λάβουν μέτρα αντιμετώπισης μέσω της έκδοσης ομολογιών. Μέσω των πολιτικών της ανοιχτής αγοράς, δηλαδή μέσω μιας εναλλακτικής χρηματοδότησης, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν τη μείωση στις προσφορές των δανείων που έχει θέση η κεντρική τράπεζα.

Στην περίπτωση που η Κεντρική Τράπεζα υποχρεώσει τα τραπεζικά ιδρύματα να αυξήσουν τα ρευστά διαθέσιμα ενώ ταυτόχρονα μειωθούν οι τραπεζικές καταθέσεις τότε η τράπεζα ξεκινάει με ενέργειες όπως η πώληση επισφαλών θέσεων με σκοπό να αυξήσει τα έσοδα της.

Η πραγματική οικονομία επηρεάζεται από την απόφαση της κεντρικής Τράπεζας για το ποιά νομισματική πολιτική θα ακολουθήσει καθώς περιορίζει τη δυνατότητα των τραπεζών να προχωρήσει σε δανεισμό κεφαλαίων σε νοικοκυριά αλλά και σε επιχειρήσεις αντιστοίχως. Συμπερασματικά, η κεντρική Τράπεζα δύναται να μειώσει τα ρευστά διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών με σκοπό να μειώσει τη προσφορά των δανείων. Εάν η κεντρική Τράπεζα ακολουθήσει περιοριστική νομισματική πολιτική θα μειωθεί η ποσότητα του χρήματος με συνέπεια να μειωθούν οι καταθέσεις των τραπεζών. Επομένως, οι τράπεζες με τη σειρά τους θα προβούν σε μείωση των προσφερόμενων δανείων προς τις επιχειρήσεις αλλά και τα νοικοκυριά. Συνεπώς οι επιχειρήσεις θα μειωθούν αλλά και η κατανάλωση ενώ όλα τα παραπάνω να οδηγήσουν σε μείωση του εισοδήματος.

4.3 Θεωρία πολιτιστικών διαστάσεων - Geert Hofstede

Ο Geert Hofstede διεξήγαγε μια από τις πιο ολοκληρωμένες μελέτες για το πως οι αξίες στο χώρο εργασίας επηρεάζονται από τον πολιτισμό. Το μοντέλο του Hofstede εξηγεί τις εθνικές πολιτιστικές διαφορές και τις συνέπειες τους, όταν εισήχθη το 1980, εμφανίστηκε σε μία εποχή που οι πολιτισμικές διαφορές μεταξύ των κοινωνιών είχαν γίνει όλο και πιο σημαντικές τόσο για τους οικονομικούς όσο και για πολιτικούς λόγους. Η ανάλυση των δεδομένων της έρευνας και των ισχυρισμών του οδήγησε πολλούς επαγγελματίες της διαχείρισης να αγκαλιάσουν το μοντέλο, ειδικά μετά τη δημοσίευση του βιβλίου το 1991, Πολιτισμοί και Οργανισμοί: Λογισμικό του Νού. Ανέπτυξε τη θεωρία των πολιτιστικών διαστάσεων, προκειμένου να γίνουν κατανοητές οι διαφορές στον πολιτισμό μεταξύ των χωρών αλλά και για να μπορέσει να διακρίνει τους τρόπους με τους οποίους γίνεται μια επιχείρηση σε διαφορετικούς πολιτισμούς.

Το συγκεκριμένο πλαίσιο χρησιμοποιείται για τη διάκριση μεταξύ διαφορετικών εθνικών πολιτισμών, των διαστάσεων του εκάστοτε πολιτισμού καθώς και την εκτίμηση των επιπτώσεών τους σε ένα επιχειρηματικό περιβάλλον. Επομένως, η θεωρία των πολιτιστικών διαστάσεων του Hofstede δημιουργήθηκε και αναπτύχθηκε το 1980 από τον Ολλανδό ερευνητή, Geert Hofstede. Το ζητούμενο της μελέτης ήταν να προσδιορίσει τις διαστάσεις στις οποίες οι πολιτισμοί διαφοροποιούνται. Ο Hofstede δημιούργησε έξι κατηγορίες οι οποίες ορίζουν την κουλτούρα της κάθε χώρας: Δείκτης απόστασης - ισχύος, Συλλεκτισμός έναντι ατομικισμού, Δείκτης αποφυγής - αβεβαιότητας.

Ο δείκτης απόστασης ισχύος μετράει το βαθμό στον οποίο είναι ανεκτές οι ανισότητες και η ισχύς. Στη συγκεκριμένη διάσταση, η ανισότητα και η ισχύς θεωρούνται το χαμηλότερο επίπεδο. Ο δείκτης απόστασης υψηλής ισχύος υποδεικνύει ότι μια κουλτούρα δέχεται ανισότητες και διαφορές ισχύος, ενθαρρύνει τη γραφειοκρατία και εμφανίζει υψηλό σεβασμό για την τάξη και την εξουσία. Ο δείκτης απόστασης χαμηλής ισχύος δείχνει ότι μια κουλτούρα υποστηρίζει τις οργανωτικές δομές οι οποίες είναι επίπεδες και διαθέτουν αποκεντρωμένη ευθύνη λήψης αποφάσεων, συμμετοχικό στυλ διαχείρισης και δηλώνει έμφαση στην κατανομή ισχύος.

Στη διάσταση του **ατομικισμού έναντι του κολεκτιβισμού** αναδεικνύεται ο βαθμός στον οποίο οι κοινωνίες ενσωματώνονται σε ομάδες και το βαθμό στον οποίο γίνονται αντιληπτές οι υποχρεώσεις τους αλλά και η εξάρτηση από τις ομάδες. Ο ατομικισμός υποδηλώνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη σημασία στην επίτευξη των προσωπικών στόχων. Η εικόνα ενός ατόμου στη συγκεκριμένη κατηγορία ορίζεται ως "Ι." Ο συλλεκτισμός δίνει μεγαλύτερη σημασία στους στόχους και την ευημερία μιας ομάδας. Συνεπώς, η εικόνα ενός ατόμου σε αυτήν την κατηγορία ορίζεται ως "Εμείς". Δείκτης αποφυγής αβεβαιότητας

Ο δείκτης αποφυγής αβεβαιότητας ασχολείται με το βαθμό στον οποίο είναι ανεκτή η αβεβαιότητα και η ασάφεια. Αυτή η διάσταση μετράει τον τρόπο που αντιμετωπίζονται οι άγνωστες καταστάσεις και τα απροσδόκητα γεγονότα. Επομένως, ένας υψηλός δείκτης αποφυγής αβεβαιότητας υποδηλώνει χαμηλή ανοχή για αβεβαιότητα, ασάφεια αλλά και ανάληψη κινδύνων. Το άγνωστο μειώνεται σε πολύ μεγάλο βαθμό μέσω αυστηρών κανόνων, κανονισμών κ.λπ. Ένας χαμηλός δείκτης αποφυγής αβεβαιότητας δείχνει υψηλή ανοχή για αβεβαιότητα, ασάφεια αλλά και ανάληψη κινδύνων. Το άγνωστο γίνεται πιο εύκολα αποδεκτό, και υπάρχουν χαλαροί κανόνες, κανονισμοί κ.λπ.

Η διάσταση της αρρενωπότητας έναντι της θηλυκότητας αναφέρεται και ως «σκληρή έναντι τρυφερό» και δείχνει την προτίμηση της κοινωνίας για την ανάγκη επίτευξης, είτε τη στάση απέναντι στην ισότητα σεξουαλικότητας, συμπεριφορά κ.λπ. Η αρρενωπότητα χαρακτηρίζεται από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: διακριτούς ρόλους φύλου, κατηγορηματικός και επικεντρωμένος στα υλικά επιτεύγματα και την οικοδόμηση πλούτου. Η θηλυκότητα απ την άλλη διαθέτει χαρακτηριστικά όπως : ρευστούς ρόλους φύλου, μέτριος, διατροφή και ενδιαφέρεται για την ποιότητα ζωής.

Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός έναντι του βραχυπρόθεσμου προσανατολισμού μετράει το βαθμό στον οποίο η κοινωνία βλέπει τον χρονικό ορίζοντα της. Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός εστιάζει στο μέλλον και

μελετάει την καθυστέρηση της βραχυπρόθεσμης επιτυχίας ή και της ικανοποίησης, προκειμένου να επιτευχθεί μακροπρόθεσμη η επιτυχία. Επίσης ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός τονίζει την επιμονή και τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Ο βραχυπρόθεσμος προσανατολισμός εστιάζει στο εγγύς μέλλον, περιλαμβάνει την επίτευξη βραχυπρόθεσμης επιτυχίας ή ικανοποίησης και δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στο παρόν απ' ό,τι στο μέλλον. Ο βραχυπρόθεσμος προσανατολισμός δίνει έμφαση στα άμεσα αποτελέσματα καθώς και στον σεβασμό στην παράδοση.

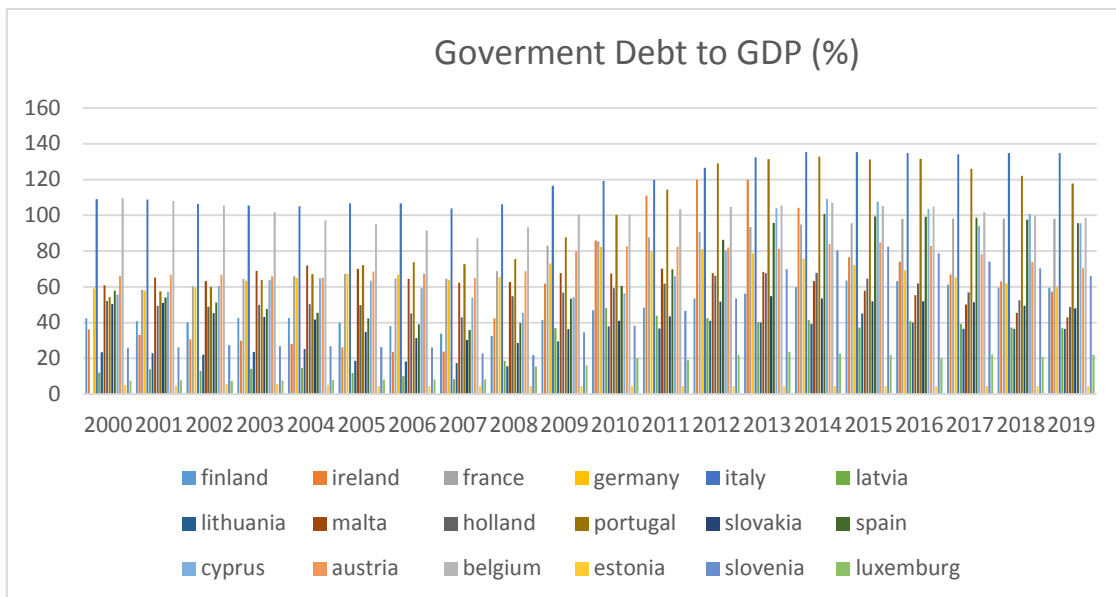
Η διάσταση επιείκειας έναντι συγκράτησης εξετάζει την έκταση και την τάση προκειμένου μια κοινωνία να εκπληρώσει τις επιθυμίες της. Με άλλα λόγια, αυτή η διάσταση περιστρέφεται γύρω από το πώς οι κοινωνίες μπορούν να ελέγχουν τις παρορμήσεις τους όπως επίσης και τις επιθυμίες τους. Η επιείκεια δηλώνει ότι μια κοινωνία επιτρέπει σχετικά δωρεάν ικανοποίηση η οποία σχετίζεται με την απόλαυση της ζωής και τη διασκέδαση. Ο περιορισμός απ την άλλη πλευρά δείχνει ότι μια κοινωνία καταστέλλει την ικανοποίηση των αναγκών και τη ρυθμίζει σύμφωνα με τους εκάστοτε κοινωνικούς κανόνες.

4.4 Μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν

Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα εξετάσουμε τις επιπτώσεις του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης στη ζώνη του Ευρώ για 18 χώρες του πυρήνα πλην της Ελλάδας, καθώς δεν συμμετείχε στο πρόγραμμα. Οι χώρες αυτές παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα για τη περίοδο από το 2000 έως και το 2019. Στόχος μας είναι να μελετήσουμε πόσο κερδοφόρο ήταν το συγκεκριμένο πρόγραμμα για την εκάστοτε χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και κατ' επέκταση ποια ήταν η κερδοφορία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Οι δείκτες επιλέχθηκαν απ το Bloomberg, Reuters και Eurostat είναι σε ετήσια βάση και αναλύονται ως εξής:

Ο δείκτης **government debt/gdp** είναι ο λόγος χρέους προς το ΑΕΠ της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ και μετράει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Αποτελεί έναν αρκετά βασικό δείκτη καθώς περιλαμβάνει χρεόγραφα, δάνεια, συντάξεις, καταθέσεις αλλά και πληρωτέους λογαριασμούς. Οι αλλαγές που λαμβάνουν μέρος στο δημόσιο χρέος με την πάροδο του χρόνου αντικατοπτρίζουν το αντίκτυπο των προηγούμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Το 2012 ήταν το έτος που στις περισσότερες χώρες του δείγματος το δημόσιο χρέος σημείωσε σημαντική αύξηση με την Ιταλία να έχει το μεγαλύτερο δημόσιο χρέος και τις 18 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι χρονοσειρές είναι σε ποσοστό του ΑΕΠ, σε ετήσια βάση απ το 2000 έως το 2019 . Τα δεδομένα έχουν ληφθεί απ την πλατφόρμα της Bloomberg.



Ο δείκτης των **δανείων (loans)** δείχνει τα τραπεζικά δάνεια της κάθε χώρας τα οποία δεν εξυπηρετήθηκαν επειδή ο οφειλέτης εκτιμάται ότι δεν θα τακτοποιήσει ποτέ τις πιστωτικές του υποχρεώσεις χωρίς να εξασφαλίσει ασφάλεια. Τα συγκεκριμένα δάνεια αφορούν το εκάστοτε οικονομικό περιβάλλον της κάθε χώρας και λογίζονται με βάση το ποσοστό του ΑΕΠ της κάθε χώρας. Η Ιταλία έχει τα περισσότερα κόκκινα δάνεια από τις υπόλοιπες χώρες τόσο του Βορρά όσο και του Νότου. Οι χρονοσειρές είναι σε ετήσια βάση και τα δεδομένα έχουν ληφθεί απ την πλατφόρμα της Bloomberg.

Ο δείκτης που αφορά το **έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού (budget deficit)** αποτελεί τη διαφορά μεταξύ εσόδων και δαπανών και συμβαίνει όταν τα τρέχοντα έξοδα υπερβαίνουν τα έσοδα που εισπράττονται. Όλα τα κράτη είναι δυνατόν να έχουν ελλείμματα για μακρά χρονικά διαστήματα στον προϋπολογισμό τους αρκεί να τηρούνται κάποια συγκεκριμένα ποσοτικά όρια για το έλλειμμα. Με τη χρήση της μακροοικονομικής ταυτότητας $S - I = G - T$, αποτυπώνονται τα ποσοτικά όρια για το έλλειμμα. Όπου S είναι η συνολική ιδιωτική αποταμίευση κατά τη διάρκεια της χρήσης, I είναι οι συνολικές επενδύσεις των επιχειρήσεων, G η συνολική ετήσια κρατική δαπάνη και T τα συνολικά ετήσια φορολογικά έσοδα. Το μέλος απ τη δεξιά πλευρά $G - I$ είναι το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού που χρηματοδοτείται με δάνεια τα οποία δίνουν οι τράπεζες, θεσμικοί επενδυτές και ιδιώτες προς το κράτος σε μορφή ομολόγων τα οποία εκδίδει το κράτος. Η Ιρλανδία σημειώνει το 2010 έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού της τάξεως του -32,10 νούμερο που αντικατοπτρίζει την άσχημη εικόνα της χώρας καθώς εκείνη τη χρόνια ήταν ένα βήμα πριν τη χρεοκοπία. Η κατάσταση αυτή αποτράπηκε με πολύ σκληρή πολιτική λιτότητας και χάρη στις διεθνείς πιστώσεις σε βάθος πενταετίας σταδιακά ανέκαμψε όπως φαίνεται και στο panel. Οι χρονοσειρές είναι σε ετήσια βάση ως ποσοστό του ΑΕΠ και τα δεδομένα έχουν ληφθεί απ την πλατφόρμα της Bloomberg.

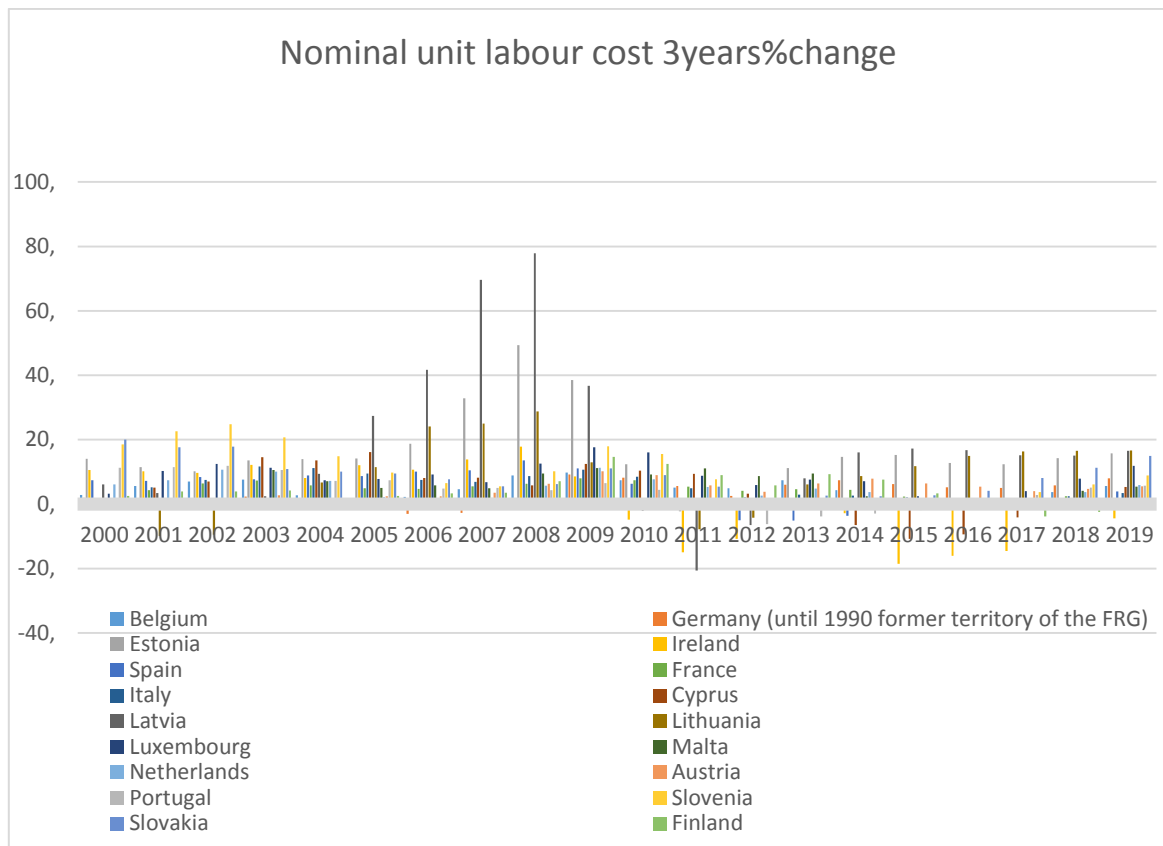
Ο δείκτης της **κεφαλαιακής επάρκειας (capital adequacy ratio) (CAR)** μετράει τα διαθέσιμα κεφάλαια μίας τράπεζας και εκφράζεται ως ποσοστό των σταθμισμένων πιστώσεων μιας τράπεζας. Γνωστός και ως δείκτης σταθμισμένων περιουσιακών στοιχείων κεφαλαίου προς κίνδυνο (CRAR).

Χρησιμοποιείται για την προστασία των καταθετών και την προώθηση της σταθερότητας και της αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών συστημάτων σ όλο τον κόσμο, δηλαδή κατά πόσο οι τράπεζες μπορούν να αντεπεξέλθουν σε πιθανές ζημιές από δάνεια που ήδη έχουν διοχετεύσει στην αγορά και μελλοντικά είναι συνεπής στις δικές του υποχρεώσεις και χρέη. Η Κύπρος φαίνεται πως το 2014 ανακάμπτει σημαντικά ύστερα από το αναγκαστικό κούρεμα που υπέστη το 2013 και ύστερα από το πακέτο διάσωσης της ΕΚΤ κατάφερε να ανακάμψει αγγίζοντας το 113,63%. Οι χρονοσειρές είναι σε ετήσια βάση ως ποσοστό του ΑΕΠ και τα δεδομένα έχουν ληφθεί απ την πλατφόρμα της Bloomberg.

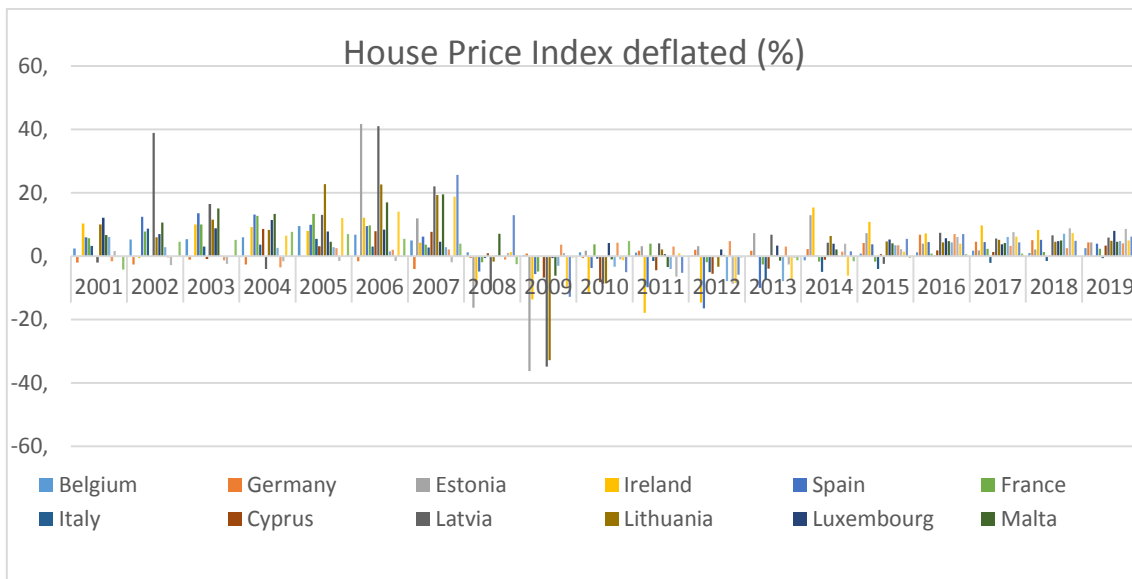
Ο δείκτης **growth annual %** είναι ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης δηλαδή η μέση αύξηση της αξίας μιας μεμονωμένης επένδυσης, χαρτοφυλακίου, περιουσιακών στοιχείων η ταμειακών ροών ενός έτους. Ο ρυθμός ανάπτυξης μεταξύ 2000 -2019 φαίνεται πως ενώ τα πρώτα χρόνια σταδιακά πτωτικός έως και αρνητικός για όλες τις χώρες το 2009 ύστερα σταδιακά ανακάμπτει και σταθεροποιείται το 2019. Οι χρονοσειρές είναι σε ετήσια βάση ως ποσοστό του ΑΕΠ και τα δεδομένα έχουν ληφθεί απ την πλατφόρμα της Bloomberg.

Ο δείκτης **export market shares - 5 years % change** δείχνει το βαθμό σημαντικότητας μιας χώρας στις συνολικές εξαγωγές της Ευρώπης. Το μερίδιο αγοράς των εξαγωγών υπολογίζεται διαιρώντας τις εξαγωγές τις χώρες με τις συνολικές εξαγωγές σε παγκόσμιο επίπεδο. Για τον υπολογισμό σε τρέχουσες τιμές το μερίδιο αγοράς αναφέρεται σε παγκόσμιο μερίδιο αγοράς εξαγωγών. Τα δεδομένα σχετικά με τις αξίες των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών συγκεντρώνονται ως μέρος του ισοζυγίου πληρωμών για κάθε χώρα. Ο δείκτης MIP scoreboard indicator είναι η ποσοστιαία μεταβολή των μεριδίων της αγοράς εξαγωγών για πέντε χρόνια. Οι χώρες του Βορρά έχουν μεγαλύτερη εξαγωγική δραστηριότητα απ τις χώρες του Νότου της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι χρονοσειρές είναι σε ετήσια βάση και έχουν ληφθεί απ το αρχείο της Eurostat.

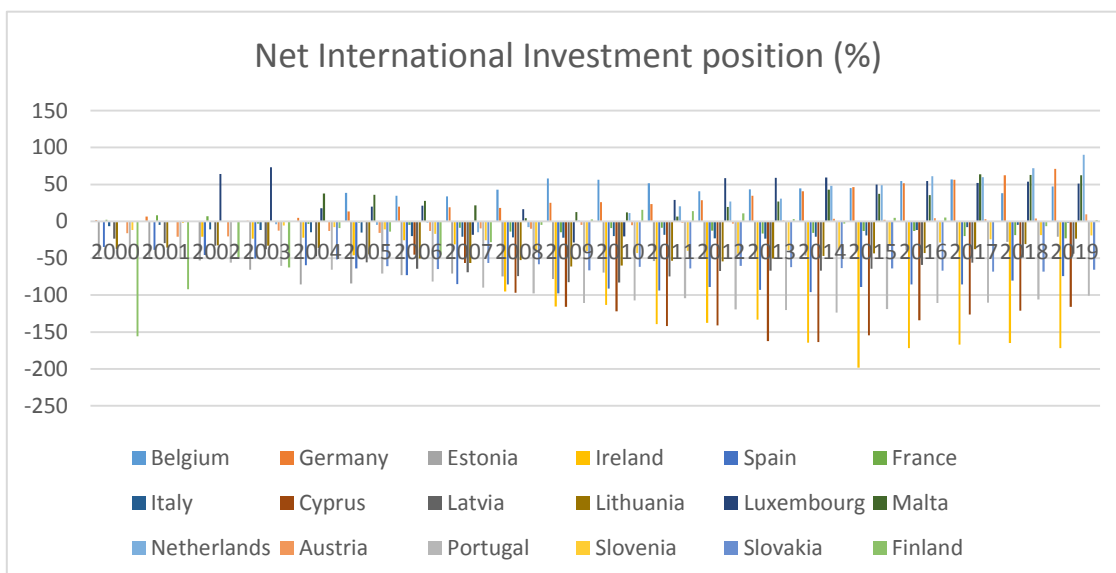
Ο δείκτης **nominal unit labour cost - 3 years % change** είναι το μοναδιαίο κόστος εργασίας το οποίο ορίζεται ως ο λόγος του κόστους εργασίας προς την παραγωγικότητα της εργασίας βάσει των δεδομένων μια χώρας Αφορά τη ποσοστιαία μεταβολή για το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα τριών ετών. Το ενδεικτικό κατώτατο όριο είναι 9% για τις χώρες της Ευρωζώνης. Υπάρχει σταδιακή μείωση μισθών στις πιο πολλές χώρες. Οι χρονοσειρές είναι σε ετήσια βάση και έχουν ληφθεί απ το αρχείο της Eurostat.



Ο δείκτης **house price index deflated** είναι ο αποπληθωρισμένος δείκτης τιμής κατοικίας που αποτελείται από τον λόγο μεταξύ του δείκτη τιμών κατοικίας και του εθνικού αποπληθωριστική λογαριασμών για ιδιωτικές τελικές καταναλωτικές δαπάνες και μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά. Συνεπώς μετράει τον πληθωρισμό στην αγορά κατοικίας σε σχέση με τον πληθωρισμό στις τελικές καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών. Καταγράφει αλλαγές τιμών όλων των κατοικιών που αγοράστηκαν από νοικοκυριά καινούργια ή υπάρχοντα ανεξάρτητα από την προηγούμενη χρήση και τους προηγούμενους ιδιοκτήτες τους. Τα δεδομένα εκφράζονται ως ετήσιος δείκτης βάσης το 2015=100. Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του αποπληθωρισμένου δείκτη τιμών κατοικιών με ενδεικτικό όριο το 6%. Ο κλάδος της κατοικίας αντιμετώπισε μεγάλο πλήγμα από το 2008 και ύστερα με πολύ σημαντική πτώση των τιμών των ακινήτων. Οι χρονοσειρές είναι σε ετήσια βάση και έχουν ληφθεί απ το αρχείο της Eurostat.

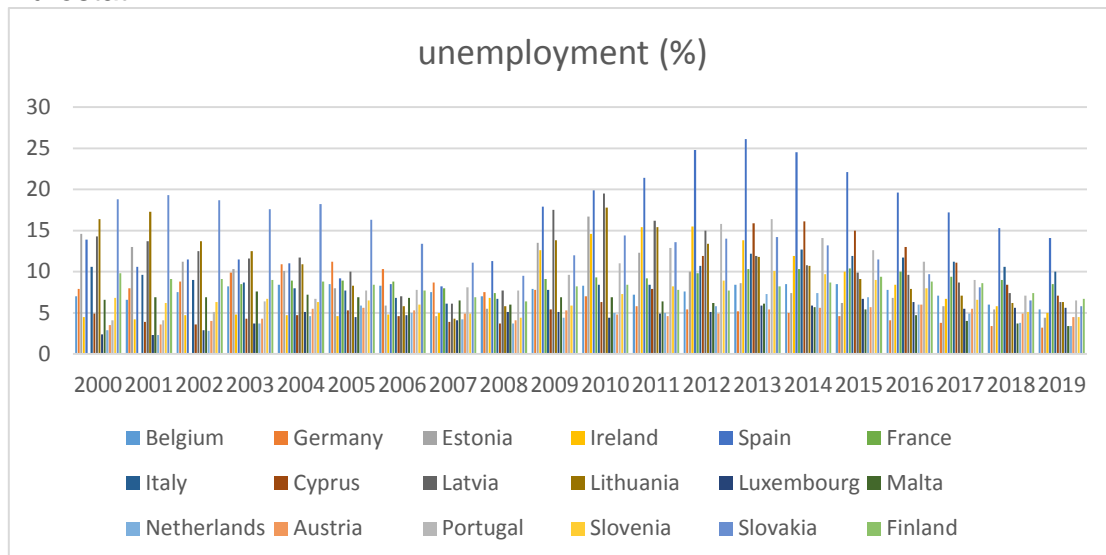


Ο δείκτης **net international investimet position (NIIP)** δείχνει τη συνολική εικόνα της καθαρής χρηματοοικονομικής θέσης (περιουσιακά στοιχεία μείον υποχρεώσεις) μιας χώρας έναντι του υπόλοιπου κόσμου. Η διαφορά μεταξύ των εξωτερικών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων μιας οικονομίας είναι το NIIP της οικονομίας το οποίο μπορεί να είναι θετικό ή αρνητικό. Ο συγκεκριμένος δείκτης στα στατιστικά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών τα οποία αναφέρονται ποσοτικά από τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Χώρες όπως η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Κύπρος έχουν πολύ χαμηλή επενδυτική δραστηριότητα από το 2009 και ύστερα. Οι χρονοσειρές είναι σε ετήσια βάση και έχουν ληφθεί απ το αρχείο της Eurostat και εκφράζονται ως ποσοστό του ΑΕΠ.



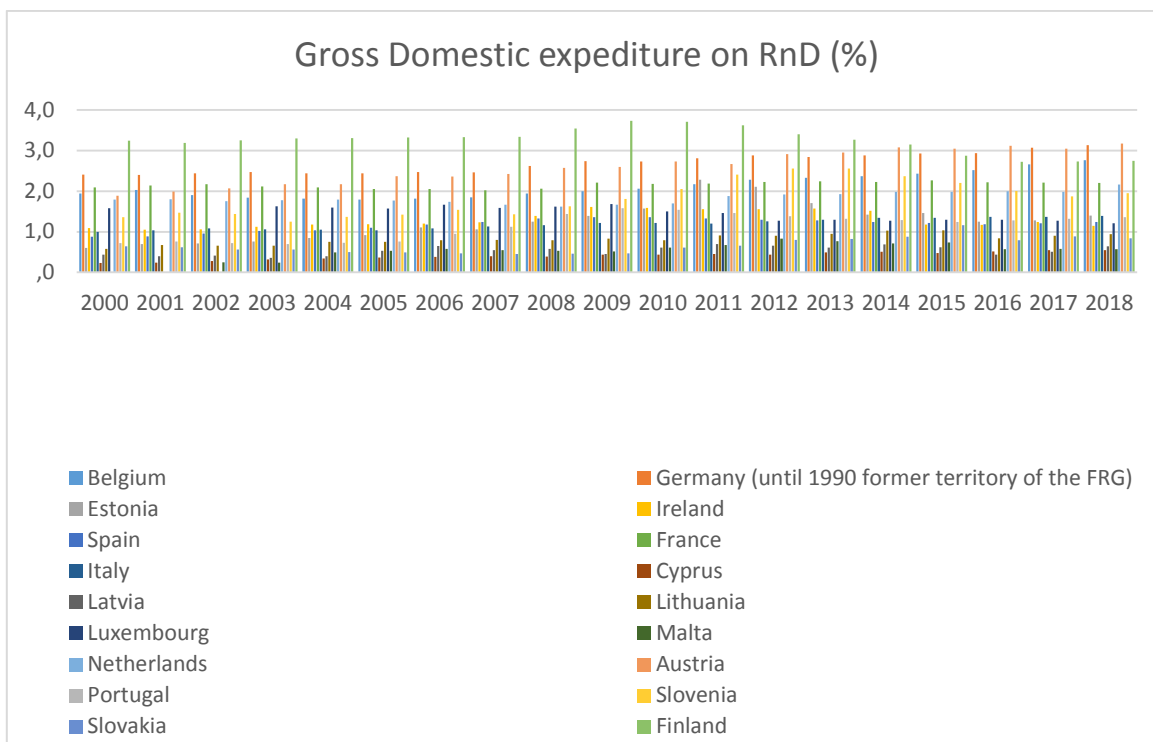
Ο δείκτης που αφορά την **ανεργία (unemployment)** δείχνει τον αριθμό των ανέργων ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού βάσει του ορισμού του Διεθνούς Γραφείου Εργασίας. Το εργατικό δυναμικό αφορά τον συνολικό αριθμό των απασχολούμενων αλλά και των ανέργων. Οι άνεργοι περιλαμβάνουν άτομα ηλικίας 15 έως και 74 ετών τα οποία είτε δεν εργάζονται κατά τη διάρκεια της

εβδομάδος, είτε είναι διαθέσιμοι να ξεκινήσουν την εργασία τους εντός των ερχόμενων δύο εβδομάδων, είτε έπαχναν ενεργά τον τελευταίο μήνα είτε τέλος επρόκειτο να ξεκινήσουν εργασία τους επόμενους δύο μήνες. Οι χώρες του Νότου φαίνεται πως αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο πρόβλημα ανεργίας από τις χώρες του Βορρά. Αξίζει να αναφερθεί ότι η Γερμανία υποδέχθηκε 27εκατ. Ευρωπαίους μετανάστες από άλλες χώρες της Ευρωζώνης μεταξύ 2008 και 2017 όπου το ένα τρίτο των μεταναστών προέρχεται από το Νότο. Οι χρονοσειρές του πίνακα είναι σε ποσοστό του ενεργού πληθυσμού και σε ετήσια βάση απ το 2000 έως το 2019. Τα δεδομένα έχουν ληφθεί απ το αρχείο της Eurostat.



Ο δείκτης **gini index** είναι μέτρηση της στατιστικής διασποράς και χρησιμοποιείται ως δείκτης οικονομικής ανισότητας, μέτρησης της κατανομής του εισοδήματος ή κατανομής πλούτου μεταξύ ενός πληθυσμού. Οι χρονοσειρές του πίνακα είναι εκφρασμένες ως προς το διαθέσιμο εισόδημα με κλίμακα από 0 έως το 100. Ο δείκτης gini στο 0% εκφράζει τέλεια ισότητα ενώ στο 100% εκφράζει τη μέγιστη ανισότητα. Η εισοδηματική ανισότητα από το 2000 έως το 2019 σταδιακά αυξάνεται σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι χρονοσειρές έχουν ληφθεί από τη πλατφόρμα της Eurostat και είναι σε ετήσια βάση.

Ο δείκτης **gross domestic expenditure on research and development (R&D)** δείχνει την έρευνα και την πειραματική ανάπτυξη και περιλαμβάνουν τη δημιουργική εργασία που αναλαμβάνεται σε συστηματική βάση προκειμένου να αυξηθεί το απόθεμα γνώσεων, συμπεριλαμβανομένης της γνώσης του ανθρώπου, του πολιτισμού και της κοινωνίας και η χρήση αυτού του αποθέματος γνώσης για την επινοήση νέων εφαρμογών. (Frascati Manual, 2002 έκδοση, παρ.63). Η Φινλανδία, η Γερμανία και η Αυστρία έχουν επενδύσει περισσότερο όσον αφορά την έρευνα και την πειραματική ανάπτυξη συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες. Οι χρονοσειρές έχουν ληφθεί από τη πλατφόρμα της Eurostat, είναι σε ετήσια βάση και εκφράζονται σαν ποσοστό του ΑΕΠ



Ο δείκτης **total financial sector liabilities non consolidated** δείχνει τις συνολικές υποχρεώσεις στον τομέα χρηματοοικονομικών εταιρειών οι οποίες μετρούν το άθροισμα όλων των υποχρεώσεων όπως δάνεια, καταθέσεις, χρεόγραφα, μετοχές, χρηματοοικονομικά παράγωγα, συντάξεις και άλλοι πληρωτέοι λογαριασμοί στον τομέα των χρηματοοικονομικών εταιρειών. Εκφράζεται ως ρυθμός ανάπτυξης από έτος σε έτος με ενδεικτικό όριο το 16,5%. Χώρες όπως η Κύπρος, η Μάλτα, η Λετονία φαίνεται πως έχουν μεγάλο άνοιγμα δανεισμού τα πρώτα χρόνια του 2000 έως το 2007. Τα δεδομένα εκφράζονται ως ποσοστά σε ετήσια αλλαγή ως προς το ΑΕΠ. Οι χρονοσειρές έχουν ληφθεί από τη πλατφόρμα της Eurostat, είναι σε ετήσια βάση.

Ο δείκτης **current account (τρέχων λογαριασμός)** δείχνει τις συναλλαγές ενός έθνους με τον υπόλοιπο κόσμο. Είναι ο τρεχούμενος λογαριασμός που περιλαμβάνει το καθαρό εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών, τα καθαρά κέρδη από διασυννοριακές επενδύσεις καθώς και τις καθαρές πληρωμές για ένα έτος. Αντιπροσωπεύει τις εισαγωγές και τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών μιας χώρας, πληρωμές προς ξένους επενδυτές ή και το αντίθετο. Ο τρεχούμενος λογαριασμός μπορεί να είναι θετικός και να δείχνει πλεόνασμα συνεπώς να είναι θετικός ο εξαγωγικός τομέας ή μπορεί να είναι αρνητικός και να δείχνει έλλειμμα οπότε να είναι θετικός ο εισαγωγικός τομέας. Η Γερμανία, η Ολλανδία και το Λουξεμβούργο δείχνουν πως έχουν την υψηλότερη εξαγωγική δραστηριότητα συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι χρονοσειρές έχουν ληφθεί από τη πλατφόρμα της Bloomberg, εκφράζονται ως ποσοστό του ΑΕΠ και είναι σε ετήσια βάση.

Ο δείκτης **μόχλευσης του χρηματοπιστωτικού τομέα μη ενοποιημένος (Financial sector leverage (debt to equity), non-consolidated - %)** λόγος χρέους προς ίδια κεφάλαια δείχνει το σχετικό ποσοστό του χρέους που χρησιμοποιείται για την χρηματοδότηση περιουσιακών στοιχείων στα ίδια

κεφάλαια των μετοχών. Λογίζεται ως η αναλογία του αθροίσματος του νομίσματος και των καταθέσεων, των χρεωστικών τίτλων, των δανείων, χρηματοοικονομικών παραγώγων και των δικαιωμάτων προαίρεσης προς τις μετοχές των μετόχων και των επενδυτικών κεφαλαίων. Η Λετονία, η Λιθουανία δείχνουν πως έχουν το μεγαλύτερο χρηματοπιστωτικό χρέος, ενώ το Λουξεμβούργο φαίνεται πως έχει το μικρότερο απ όλες τις χώρες του δείγματος. Οι χρονοσειρές έχουν ληφθεί από την πλατφόρμα της Eurostat εκφράζονται σε ποσοστά και είναι σε ετήσια βάση.

Ο δείκτης που αφορά τον **καθαρό δανεισμό μιας χώρας Net Lending/Borrowing (current and capital account)** αντιστοιχεί στο άθροισμα των συνολικών υπολοίπων τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαίων στο ισοζύγιο πληρωμών. Αντιπροσωπεύει τους καθαρούς πόρους που διαθέτει η συνολική οικονομία στον κόσμο ή λαμβάνει απ τον υπόλοιπο κόσμο. Συνεπώς, όταν ο δείκτης είναι θετικός δείχνει ικανότητα χρηματοδότησης ενώ όταν είναι αρνητικός ο δείκτης δείχνει ανάγκη δανεισμού. Η Γερμανία, Η Ολλανδία, η Αυστρία δηλαδή χώρες που ανήκουν στο Βορρά της Ευρώπης έχουν θετικό πρόσημο και ως εκ τούτου έχουν τη δυναμική να δανείσουν τις χώρες που Νότου, οι οποίες απ ότι φαίνεται έχουν αρνητικό πρόσημο. Οι χρονοσειρές έχουν ληφθεί από την πλατφόρμα της Eurostat εκφράζονται ως ποσοστό του ΑΕΠ και είναι σε ετήσια βάση.

Ο δείκτης δείχνει την **καθαρή ροή των δανείων μιας χώρας μη ενοποιημένος private sector credit flow: loans by sectors, non-consolidated - % of GDP** για τις μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες, νοικοκυριά και μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά. Οι χρεωστικοί τίτλοι είναι διαπραγματεύσιμα χρηματοοικονομικά μέσα που χρησιμεύουν ως απόδειξη χρέους. Το Λουξεμβούργο φαίνεται πως διατηρεί θετικό δείκτη όσον αφορά την ροή των δανείων από το 2000 έως το 2019. Οι χρονοσειρές έχουν ληφθεί από την πλατφόρμα της Eurostat εκφράζονται ως ποσοστό του ΑΕΠ και είναι σε ετήσια βάση.

Οι διαστάσεις του Hofstede δείχνουν την κατανόηση των διαφορών στο πολιτισμό μεταξύ των χωρών και διακρίνει τους τρόπους με τους οποίους λειτουργούν οι επιχειρήσεις σε διαφορετικούς πολιτισμούς. Οι τιμές που δίνονται είναι ενιαίες για κάθε χώρα.

Ο δείκτης απόστασης ισχύος (power distance indicator PDI) μετράει το βαθμό στον οποίο είναι ανεκτές οι ανισότητες και η ισχύς. Στη συγκεκριμένη διάσταση, η ανισότητα και η ισχύς θεωρούνται το χαμηλότερο επίπεδο. Ο δείκτης απόστασης υψηλής ισχύος υποδεικνύει ότι μια κουλτούρα δέχεται ανισότητες και διαφορές ισχύος, ενθαρρύνει τη γραφειοκρατία και εμφανίζει υψηλό σεβασμό για την τάξη και την εξουσία. Ο δείκτης απόστασης χαμηλής ισχύος δείχνει ότι μια κουλτούρα υποστηρίζει τις οργανωτικές δομές οι οποίες είναι επίπεδες και διαθέτουν αποκεντρωμένη ευθύνη λήψης αποφάσεων, συμμετοχικό στυλ διαχείρισης και δηλώνει έμφαση στην κατανομή ισχύος.

Στη διάσταση του **ατομικισμού εναντίον του κολεκτιβισμού (individualism versus collectivism IDV)** αναδεικνύεται ο βαθμό στον οποίο οι κοινωνίες ενσωματώνονται σε ομάδες και το βαθμό στον οποίο γίνονται αντιληπτές οι υποχρεώσεις τους αλλά και η εξάρτηση από τις ομάδες. Ο ατομικισμός

υποδηλώνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη σημασία στην επίτευξη των προσωπικών στόχων. Η εικόνα ενός ατόμου στη συγκεκριμένη κατηγορία ορίζεται ως "I." Ο συλλεκτισμός δίνει μεγαλύτερη σημασία στους στόχους και την ευημερία μιας ομάδας. Συνεπώς, η εικόνα ενός ατόμου σε αυτήν την κατηγορία ορίζεται ως "Εμείς".

Ο δείκτης αποφυγής αβεβαιότητας(uncertainly avoidance UAI) ασχολείται με το βαθμό στον οποίο είναι ανεκτή η αβεβαιότητα και η ασάφεια. Αυτή η διάσταση μετράει τον τρόπο που αντιμετωπίζονται οι άγνωστες καταστάσεις και τα απροσδόκητα γεγονότα. Επομένως, ένας υψηλός δείκτης αποφυγής αβεβαιότητας υποδηλώνει χαμηλή ανοχή για αβεβαιότητα, ασάφεια αλλά και ανάληψη κινδύνων. Το άγνωστο μειώνεται σε πολύ μεγάλο βαθμό μέσω αυστηρών κανόνων, κανονισμών κ.λπ. Ένας χαμηλός δείκτης αποφυγής αβεβαιότητας δείχνει υψηλή ανοχή για αβεβαιότητα, ασάφεια αλλά και ανάληψη κινδύνων. Το άγνωστο γίνεται πιο εύκολα αποδεκτό, και υπάρχουν χαλαροί κανόνες, κανονισμοί κ.λπ.

Η διάσταση της αρρενωπότητας έναντι της θηλυκότητας (masculinity versus femininity MAS) αναφέρεται και ως «σκληρή έναντι τρυφερό» και δείχνει την προτίμηση της κοινωνίας για την ανάγκη επίτευξης, είτε τη στάση απέναντι στην ισότητα σεξουαλικότητας, συμπεριφορά κ.λπ. Η αρρενωπότητα χαρακτηρίζεται από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: διακριτούς ρόλους φύλου, κατηγορηματικός και επικεντρωμένος στα υλικά επιτεύγματα και την οικοδόμηση πλούτου. Η θηλυκότητα απ την άλλη διαθέτει χαρακτηριστικά όπως : ρευστούς ρόλους φύλου, μέτριος, διατροφή και ενδιαφέρεται για την ποιότητα ζωής.

Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός έναντι του βραχυπρόθεσμου προσανατολισμού(long-term orientation LTO) μετράει το βαθμό στον οποίο η κοινωνία βλέπει τον χρονικό ορίζοντα της. Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός εστιάζει στο μέλλον και μελετάει την καθυστέρηση της βραχυπρόθεσμης επιτυχίας ή και της ικανοποίησης, προκειμένου να επιτευχθεί μακροπρόθεσμη η επιτυχία. Επίσης ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός τονίζει την επιμονή και τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Ο βραχυπρόθεσμος προσανατολισμός εστιάζει στο εγγύς μέλλον, περιλαμβάνει την επίτευξη βραχυπρόθεσμης επιτυχίας ή ικανοποίησης και δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στο παρόν απ' ότι στο μέλλον. Ο βραχυπρόθεσμος προσανατολισμός δίνει έμφαση στα άμεσα αποτελέσματα καθώς και στον σεβασμό στην παράδοση.

Κεφάλαιο 5

5.1 Εμπειρική Ανάλυση

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση του οικονομετρικού μοντέλου αντλήθηκαν κυρίως από τη βάση δεδομένων της Eurostat, του Bloomberg και του Reuters. Αναλύθηκαν ετήσια δεδομένα τα οποία αφορούν την περίοδο 2000 έως και 2019 για την Ευρωζώνη. Επιλέχθηκαν οι 18 χώρες της Ευρωζώνης του πυρήνα εκτός από την Ελλάδα που δεν έλαβε μέρος στο πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης. Όλες οι χώρες έχουν κοινό νόμισμα το Ευρώ. Χρησιμοποιήθηκαν 18 μεταβλητές που αφορούν της κατάσταση των τραπεζών, των επιχειρήσεων, των νοικοκυριών, τον ιδιωτικού και τον δημόσιου τομέα. Επίσης χρησιμοποιήθηκαν ποιοτικοί δείκτες, όπως οι διαστάσεις του Hofstede (PDI, IDV, UAI, MAS, LTO) οι οποίοι χαρακτηρίζουν την κουλτούρα και τους θεσμούς της εκάστοτε χώρας. Οι τιμές των χρονοσειρών του υποδείγματος εκφράζονται κυρίως σε ποσοστά του ΑΕΠ αλλά και του ενεργητικού των τραπεζών.

Οι παλινδρομήσεις που πραγματοποιήθηκαν ήταν για 360 παρατηρήσεις (ήτοι 20 έτη X 18 χώρες) για το σύνολο του δείγματος και είναι σε panel OLS (εκτιμητής με μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων) με robust standard errors προκειμένου να διορθωθεί η ετεροσκεδαστικότητα ή η αυτοσυσχέτιση. Επίσης χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία των σταθερών επιδράσεων (fixed effects), year, country, δηλαδή, το μοντέλο λαμβάνει υπόψιν τη διαφορετικότητα μεταξύ των μεταβλητών στη κάθε χώρα/έτος. Επίσης, πρέπει να αναφερθεί πως όταν στην εξέταση του δείγματος συμπεριλαμβάνεται μια ή και περισσότερες ποιοτικές μεταβλητές (Hofstede) επειδή λαμβάνουν σταθερές τιμές για όλα τα έτη και κάθε χώρα τα fixed - effects αντικαθίστανται από εκείνες τις μεταβλητές.

Στον έλεγχο ορισμένων παλινδρομήσεων το δείγμα χωρίζεται είτε σε χώρες που εκείνο το έτος το χρέος τους προς ΑΕΠ ήταν μικρότερο του μέσου όρου (59%) είτε σε εκείνες που είχαν μεγαλύτερο δείκτη από τον μέσο όρο. Εντούτοις, η συγκεκριμένη διάκριση δεν κατατάσσει τις χώρες σε δύο ομάδες λόγω του ότι το χρέος προς ΑΕΠ σε κάποιες ήταν μεγαλύτερο του μέσου όρου για ορισμένες χρονιές και μικρότερο για κάποιες άλλες. Συνεπώς, η διάκριση αυτή αφορά το επίπεδο χρέους για κάθε χρονιά ανεξαρτήτως χώρας.

5.1.2 Αποτελέσματα

Στις κάτωθι παλινδρομήσεις μελετήσαμε την επίδραση που είχε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης στην οικονομία της Ευρωζώνης κάνοντας μια επιλογή μεταβλητών που επιδρούν στην πορεία μιας οικονομίας όπως είναι το Gross Domestic Expenditure on Research & Development, Private Sector Credit Flow, Financial Sector leverage (debt to equity), Government Debt/gdp και Budget Deficit σε συνδυασμό με κάποιες άλλες μεταβλητές που επιδρούν στη διαμόρφωση των προαναφερθέντων μεταβλητών.

Επίδραση της Ποσοτικής Χαλάρωσης στις Ακαθάριστες Εγχώριες Δαπάνες για Έρευνα & Ανάπτυξη (Table 1)

<i>VARIABLES</i>	<i>Model 1</i> <i>GrossDomesti</i> <i>Expenditure</i> <i>onR&D</i>	<i>Model 2</i> <i>GrossDomestic</i> <i>expenditure</i> <i>onR&D</i>	<i>Model 3</i> <i>GrossDomestic</i> <i>expenditure</i> <i>onR&D</i>	<i>Model 4</i> <i>GrossDomestic</i> <i>Expenditure</i> <i>onR&D</i>
<i>Dummy QE</i>	-0.272*** (0.073)	-0.264*** (0.078)	-0.216*** (0.066)	-0.288*** (0.073)
<i>Gini Index</i>	0.015*** (0.003)	0.010*** (0.003)	0.019*** (0.004)	0.015*** (0.003)
<i>Government</i> <i>Debt/gdp</i>	0.004** (0.002)	0.006 (0.006)	0.006* (0.003)	0.005*** (0.001)
<i>Unemployme</i> <i>nt</i>	0.005 (0.006)			
<i>NetLending</i> <i>/Borrowing</i>	0.013 (0.008)	0.012 (0.010)	-0.008 (0.010)	0.013 (0.008)
<i>Constant</i>	0.827*** (0.121)	0.813*** (0.216)	0.652** (0.258)	0.835*** (0.115)
<i>Observations</i>	360	176	184	360
<i>R-squared</i>	0.204	0.193	0.211	0.203
<i>Number of</i> <i>country1</i>	18	15	13	18
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Sector FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>ROBUST</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Probit</i>	YES	YES	YES	YES

* Στο Table 1 χρησιμοποιήσαμε panel regression με robust errors και fixed-effects. Η εξαρτημένη μεταβλητή που επιλέξαμε είναι η Gross domestic expenditure on r&d και οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι το Dummy QE, Gini Index, Government Debt to gdp, Unemployment, Net Lending/Borrowing. ***/**/* statistical significance at the 1%/5%/10%.

Στον πρώτο πίνακα έχουμε πάρει ως εξαρτημένη μεταβλητή το **Gross Domestic Expenditure on Research & Development (R&D)**. Η συγκεκριμένη μεταβλητή δείχνει τις ακαθάριστες εγχώριες δαπάνες για επιστημονική έρευνα και πειραματική ανάπτυξη. Συμπεριλαμβάνει τη γενικότερη γνώση του πολιτισμού και της κοινωνίας και την επινόηση νέων εφαρμογών. Οι χρονοσειρές εκφράζονται ως ποσοστό του ΑΕΠ. Συνεπώς, η επιλογή της συγκεκριμένης μεταβλητής έγινε με σκοπό να μελετήσουμε εάν το πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης επηρέασε θετικά ή αρνητικά τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης μέσα από την επένδυση της κάθε χώρας σε δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη. Η επένδυση R&D υποδηλώνει την προοπτική της εκάστοτε οικονομίας. Όλες οι παλινδρομήσεις του πίνακα 1 έχουν fixed-effects.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή Dummy QE λαμβάνει τιμές 0 και 1. Για τα έτη που δεν χρησιμοποιήθηκε η ποσοτική χαλάρωση λαμβάνει την τιμή 0 και για τα έτη που χρησιμοποιήθηκε λαμβάνει την τιμή 1. Στην Ευρώπη ξεκίνησε να εφαρμόζεται η ποσοτική χαλάρωση το 2015 μέχρι και το 2019, όπου υπήρξε αντίκτυπο του προγράμματος. Ως εκ τούτου, η μεταβλητή Dummy QE έχει αρνητική στατιστική σημαντικότητα, κάτι που είναι εμφανές σε όλες τις παλινδρομήσεις που έγιναν, δηλαδή, οι χώρες από το 2015 και ύστερα μείωσαν τις επενδύσεις τους σε έρευνα και ανάπτυξη και περιήλθαν σε κατάσταση ύφεσης. Συνεπώς, ανεξάρτητα με το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης τα χρήματα που δαπάνησαν οι χώρες της Ευρωζώνης σε έρευνα και ανάπτυξη δεν επηρεάστηκαν σε καμία περίπτωση από την εισροή χρήματος που ενισχύθηκε με το συγκεκριμένο πρόγραμμα.

Ο συντελεστής Gini Index είναι ένας συνηθισμένος δείκτης μέτρησης της ανισοκατανομής διεθνώς. Μετράει την κατανομή του εισοδήματος και εκφράζεται ως ποσοστιαία τιμή μεταξύ 0 και 100. Όταν ο συντελεστής Gini ισούται με 0, δείχνει τέλεια εισοδηματική ισότητα, ενώ όταν ισούται με 100, δείχνει τέλεια εισοδηματική ανισότητα. Συνεπώς, λόγω των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης στην Ευρώπη οι ανισότητες αυξήθηκαν στα πιο πολλά κράτη μέλη προκαλώντας προβληματισμό για την ανάπτυξη της οικονομίας. Στις παλινδρομήσεις έγιναν και στις τέσσερις στήλες φαίνεται πως ο συγκεκριμένος συντελεστής είχε θετική επίδραση, δηλαδή, οι χώρες με τη μεγαλύτερη ανισοκατανομή όπως Εσθονία, Πορτογαλία, Ισπανία, Λετονία έκαναν μεγαλύτερες δαπάνες για πειραματική έρευνα και ανάπτυξη. Εντούτοις, οι χώρες που επένδυσαν σε έρευνα και ανάπτυξη αντικατοπτρίζει ότι τα άτομα που βρίσκονται στη βάση της κατανομής του εισοδήματος δεν διαθέτουν απαραίτητους πόρους για να επενδύσουν τόσο σε δεξιότητες όσο και σε εκπαίδευση τους, κάτι που είναι επιζήμιο για την τόνωση της οικονομίας.

Η μεταβλητή Government Debt/gdp μετράει το χρέος της κάθε χώρας και τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών καθώς περιλαμβάνει χρεόγραφα, δάνεια, συντάξεις, καταθέσεις και πληρωτέους λογαριασμούς. Στις παλινδρομήσεις που έγιναν φαίνεται πως υπάρχει θετική σχέση μεταξύ χρέους και επένδυσης σε έρευνα και ανάπτυξη, δηλαδή, οι χώρες επενδύουν μεγάλο μέρος των δανείων τους σε νέες εφαρμογές και δημιουργική εργασία. Οι χώρες που έχουν υψηλό χρέος όπως η Ιταλία, το Βέλγιο, η Πορτογαλία, η Αυστρία, η Μάλτα, η Γαλλία, στοχεύουν στην οικονομική εξυγίανση και την ανάπτυξη με την επένδυση σε καινοτόμες ιδέες με σκοπό να επηρεάσουν θετικά την ανάπτυξη.

Στην στήλη 1 έχει γίνει παλινδρόμηση και για τις 18 χώρες της Ευρωζώνης με 360 παρατηρήσεις. Η ανεξάρτητη μεταβλητή Dummy μας δείχνει ότι τη περίοδο του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης, οι γενικότερες επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη μειώθηκαν συγκριτικά με την περίοδο πριν την εφαρμογή του προγράμματος στο σύνολο των χωρών κατά -0,27%. Ο συντελεστής Gini Index έχει θετική επίδραση στο QE συνεπώς οι χώρες που έχουν μεγαλύτερη ανισοκατανομή εισοδήματος και πλούτου δαπανούν πιο πολλά χρήματα σε έρευνα και ανάπτυξη. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι ρισκάρουν σε καινοτόμες ιδέες προκειμένου να ωθήσουν την ανάπτυξη μιας χώρας. Υπάρχουν βέβαια και χώρες όπως η Φινλανδία η οποία εστιάζει σε έρευνα και ανάπτυξη προκειμένου να είναι ανταγωνιστική στη διεθνή αγορά. Επίσης, η μεταβλητή Government Debt/gdp έχει θετική σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή (R&D) επομένως για

μια μονάδα (1%) αύξησης του δείκτη χρέους προς ΑΕΠ αυξάνεται και η επενδυτική δαπάνη της χώρας κατά 0,4%, κατά μέσο όρο στο δείγμα. Το R-squared έχει λάβει τιμή 20,4%.

Στη στήλη 2 το δείγμα των χωρών/ετών αφορά εκείνες που έχουν χαμηλό χρέος ως προς το ΑΕΠ ενώ στην στήλη 3 το δείγμα αφορά τις χώρες/έτη που έχουν χρέος προς ΑΕΠ πάνω από το μέσο όρο. Περαιτέρω, φαίνεται πως οι διαφορές δεν είναι σημαντικές για να αναλυθούν εκτενώς.

Η επίδραση της Ποσοτικής Χαλάρωσης στην Πιστωτική Ροή του Ιδιωτικού Τομέα (Table 2)

<i>VARIABLES</i>	<i>Model 1 PrivateSector CreditFlow</i>	<i>Model 2 PrivateSector CreditFlow</i>	<i>Model 3 PrivateSector CreditFlow</i>
<i>Dummy QE</i>	-1.989 (1.425)	-3.165 (6.592)	-1.950 (1.346)
<i>Gini Index</i>	0.070*** (0.021)	0.043 (0.037)	0.052* (0.027)
<i>Government Debt/gdp</i>	-0.070*** (0.017)	-0.355*** (0.071)	-0.033* (0.020)
<i>Capital Adequacy</i>	0.155* (0.091)	0.937 (1.443)	0.150* (0.077)
<i>Unemployment</i>	-0.466*** (0.155)	-0.050 (0.190)	-0.497*** (0.099)
<i>Net Lending/Borrowing</i>	-0.233*** (0.088)	-0.380*** (0.085)	-0.047 (0.138)
<i>PDI2</i>	0.090** (0.038)	0.227*** (0.063)	0.080*** (0.024)
<i>Constant</i>	7.604*** (1.368)	12.540*** (1.837)	5.269** (2.069)
<i>Observations</i>	200	52	148
<i>Number of country1</i>	10	7	10
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES
<i>Sector FE</i>	YES	YES	YES
<i>ROBUST</i>	YES	YES	YES

*Στο Table 2 χρησιμοποιήσαμε panel regression με robust errors. Η εξαρτημένη μεταβλητή που επιλέξαμε είναι η Private Sector Credit Flow και οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι Dummy QE, Gini Index, GovernmentDept/gdp, Capital Adequacy, Unemployment, Net Lending/Borrowing και ο δείκτης PDI. ***/**/*statistical significance at the 1%/5%/10%

Στον πίνακα 2 έχουμε χρησιμοποιήσει ως εξαρτημένη μεταβλητή το Private Sector Credit Flow:loans by sector,non-consolidated-% of gdp. Η συγκεκριμένη μεταβλητή δείχνει την καθαρή ροή των δανείων μιας χώρας, δηλαδή, για τις μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες, νοικοκυριά και μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν αυτά τα νοικοκυριά. Στον συγκεκριμένο πίνακα μελετάμε πόσο επηρέασε το πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης τη πιστωτική ροή του

ιδιωτικού τομέα. Οι παλινδρομήσεις που έχουν γίνει δεν έχουν fixed-effects λόγω του ότι έχουμε συμπεριλάβει στις ανεξάρτητες μεταβλητές τον δείκτη PDI, ο οποίος είναι μια σταθερή τιμή για όλα τα χρόνια, συνεπώς λειτουργεί σαν fixed-effect.

Στη στήλη 1 έχουν συμπεριληφθεί όλες οι χώρες/έτη του δείγματος (overall sample). Ο συντελεστής Gini Index είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός με τιμή 0,07%, δηλαδή όσο μεγαλύτερη ανισοκατανομή υπάρχει σε μια χώρα τόσο μεγαλύτερη είναι και η καθαρή ροή των δανείων μιας χώρας. Κατά συνέπεια ο δείκτης Private Sector Credi Loan αυξάνεται. Η μεταβλητή Government Debt/gdp έχει αρνητική στατιστική σημαντικότητα με τιμή -0,070% και δείχνει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το χρέος σε μια χώρα τόσο μικρότερη είναι η ροή των δανείων αφού οι τράπεζες αδυνατούν να προσφέρουν δάνεια στην αγορά. Η μεταβλητή Capital Adequacy είναι στατιστικά σημαντική με τιμή 0,155%, δείχνει ότι όταν ένα τραπεζικό σύστημα είναι υγιές τότε οι συνθήκες δανειοδότησης είναι ευνοϊκότερες.

Η μεταβλητή unemployment είναι αρνητική αλλά στατιστικά σημαντική με τιμή -0,466% και δείχνει ότι όσο στις χώρες που υπάρχει αύξηση της ανεργίας λόγω της γενικότερης ύφεσης οι τράπεζες δεν δανείζουν τόσο τα νοικοκυριά όσο και τις επιχειρήσεις, με φυσικό επακόλουθο να μην υπάρχει ροή χρήματος στην αγορά και το δείκτης Private Sector Credit Flow να λαμβάνει μικρές τιμές.

Η μεταβλητή Net Lending/Borrowing επίσης έχει αρνητική στατιστική σημαντικότητα με τιμή -0,233% που σημαίνει ότι όταν λαμβάνει μεγάλες τιμές τότε οι χώρες αυτές έχουν την ικανότητα χρηματοδότησης και η ροή του χρήματος μειώνεται. Η διάσταση power distance indicator (PDI) έχει θετική στατιστική σημαντικότητα με τιμή 0,090% και φαίνεται πως όσο μεγαλύτερες τιμές λαμβάνει τόσο μεγαλύτερη είναι η ροή των δανείων λόγω του ότι οι χώρες αυτές έχουν οργανωμένους θεσμούς και δομές και γίνεται καλύτερη διαχείριση των αποφάσεων.

Στη στήλη 2 το δείγμα των χωρών/ετών αφορά εκείνες που το χρέος τους είναι κάτω από το 59% στο μέσο όρο, όπως Γερμανία, Ολλανδία, Σλοβενία. Η μεταβλητή Government Debt/gdp είναι αρνητική αλλά στατιστικά σημαντική με τιμή -0,355%, δείχνει ότι οι χώρες/έτη με μικρό δείκτη χρέους όπως για παράδειγμα η Γερμανία έχει την ικανότητα χρηματοδότησης και εντούτοις η καθαρή ροή των δανείων της χώρας είναι χαμηλή εφόσον η ροή χρήματος δεν ρέει προς τα εκείνη αλλά προς τα έξω. Ύστερα από την κρίση χρέους που ξεκίνησε στην Αμερική και κατ' επέκταση στην Ευρώπη οι τράπεζες αδυνατούσαν να πάρουν το ρίσκο και να δανείσουν επιχειρήσεις και νοικοκυριά χωρίς εγγυήσεις. Συνεπώς, οι χώρες που έχουν μεγάλο χρέος έχουν αρνητική επίδραση στη καθαρή ροή δανείων και το αντίστροφο.

Η μεταβλητή Net Lending/Borrowing είναι στατιστικά σημαντική με αρνητική τιμή -0,38% και δείχνει ότι οι χώρες που έχουν έχουν την ικανότητα να δανείσουν έχουν μειωμένο credit flow. Το PDI επίσης έχει θετική στατιστική σημαντικότητα με τιμή 0,227% που δείχνει ότι υπάρχουν ισχυροί θεσμοί κράτους - εξουσίας οι οποίοι τηρούνται σε μια χώρα.

Στο Model 3 το δείγμα των χωρών που εξετάστηκαν αφορούσαν εκείνες τις χώρες/έτη που το χρέος τους ήταν πάνω από το 59% όπως για παράδειγμα Ιταλία, Πορτογαλία, Γαλλία. Ο συντελεστής Gini Index είναι στατιστικά σημαντικός με τιμή 0,052% και η συμπεριφορά του δείγματος δείχνει ότι στις

χώρες όπου υπάρχει μεγάλη ανισοκατανομή πλούτου και εισοδήματος η πιστωτική ροή του ιδιωτικού τομέα έχει αυξητική πορεία, συνεπώς ο συγκεκριμένος δείκτης λειτουργεί θετικά αλλά ανεξάρτητα από την επίδραση του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης. Δεν έχει επηρεάσει τις πλούσιες χώρες της Ευρωζώνης, δηλαδή τις χώρες του βορρά ενώ έχει επηρεάσει σε ένα βαθμό τις χώρες του Νότου που έχουν μεγαλύτερο χρέος.

Η μεταβλητή Government Debt/gdp είναι αρνητική με στατιστική σημαντικότητα -0,033%, δείχνει πως οι χώρες που είχαν μεγάλο χρέος, είχαν και μικρή ροή δανείων. Η μεταβλητή Capital Adequacy έχει θετικά σημαντική στατιστικότητα με τιμή 0,15% οπότε όταν οι τράπεζες έχουν κεφαλαιακή επάρκεια, έχουν και τη δυνατότητα να δανείσουν. Η μεταβλητή unemployment είναι αρνητική αλλά στατιστικά σημαντική με τιμή -0,497 και δείχνει ότι όσο πιο μεγάλη είναι η ανεργία τόσο πιο δύσκολα οι τράπεζες παρέχουν δάνεια. Τέλος το PDI έχει θετική στατιστική σημαντικότητα με τιμή 0,08% που επίσης δείχνει τους θεσμούς που υπάρχουν σε μία χώρα, εδώ βλέπουμε ότι δεν είναι και τόσο ισχυροί.

Η επίδραση της Ποσοτικής Χαλάρωσης στο δείκτη Μόχλευσης του Χρηματοπιστωτικού Τομέα, στον Χρέος της Κυβέρνησης προς ΑΕΠ & στο Έλλειμμα Κρατικού Προϋπολογισμού (Table 3)

<i>VARIABLES</i>	<i>Model 1 Financial Sector Leverage Debt</i>	<i>Model 2 Government Debt/gdp</i>	<i>Model 3 Government Debt/gdp</i>	<i>Model 4 Budget Deficit</i>
<i>Private Sector Credit Flow</i>	-0.043*			
	(0.024)			
<i>Dummy QE</i>	-0.941***	8.873	12.666**	2.398***
	(0.349)	(6.147)	(5.172)	(0.590)
<i>Gini Index</i>	0.017	-0.129*	0.219**	-0.002
	(0.025)	(0.074)	(0.097)	(0.009)
<i>Government Debt/gdp</i>	0.012			0.016
	(0.017)			(0.011)
<i>Unemployment</i>	0.110**	1.408***	3.339***	-0.474***
	(0.050)	(0.285)	(1.158)	(0.181)
<i>PDI2</i>	0.001	0.513**	0.263	0.015
	(0.018)	(0.229)	(0.265)	(0.032)
<i>Constant</i>	1.230	20.234**	31.726**	-1.926
	(1.405)	(10.321)	(15.283)	(1.369)
<i>Observations</i>	199	52	148	148
<i>Number of countryI</i>	10	7	10	10
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Sector FE</i>	YES	YES	YES	YES

*ROBUST**YES**YES**YES**YES*

*Στο Table 3 χρησιμοποιήσαμε panel regression με robust errors. Η εξαρτημένη που επιλέξαμε στην πρώτη στήλη είναι η Financial Sector Leverage Debt. Στην δεύτερη στήλη και τρίτη στήλη επιλέξαμε την εξαρτημένη μεταβλητή Government Debt/gdp και στην τέταρτη στήλη επιλέξαμε την εξαρτημένη μεταβλητή Budget Deficit. ***/**/* statistical significance at the 1%/5%/10%.

Στον πίνακα 3 έχουμε χρησιμοποιήσει στη στήλη 1 ως εξαρτημένη μεταβλητή την Financial Sector Leverage (debt to equity). Η συγκεκριμένη μεταβλητή μας δείχνει την χρηματοοικονομική μόχλευση του τραπεζικού κλάδου. Είναι ο λόγος του χρέους προς ίδια κεφάλαια των τραπεζών μιας χώρας. Λαμβάνεται ως ο λόγος του αθροίσματος του νομίσματος και των καταθέσεων, των χρεωστικών τίτλων, των δανείων, χρηματοοικονομικών παραγώγων και δικαιωμάτων προαίρεσης προς τις μετοχές των μετόχων και των επενδυτικών κεφαλαίων. Οι παλινδρομήσεις που έχουν γίνει δεν έχουν fixed - effects λόγω του ότι έχουμε συμπεριλάβει τη μεταβλητή PDI, η οποία λειτουργεί σαν σταθερή τιμή για όλα τα χρόνια.

Συνεπώς, στη στήλη 1 η μεταβλητή Private Sector Credit Flow έχει αρνητική στατιστική σημαντικότητα με τιμή - 0,048% που σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η ροή των δανείων μιας χώρας τόσο μικρότερος είναι ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια. Η μεταβλητή Dummy QE είναι στατιστικά σημαντική με αρνητικό πρόσημο - 0,941%, δηλαδή το QE στην προσπάθεια στήριξης των αδύναμων χωρών αύξησε το χρέος τους ενώ οι χώρες/έτη με μικρότερο χρέος δεν βοηθήθηκαν τόσο από το πρόγραμμα. Η μεταβλητή όμως unemployment έχει θετική στατιστική σημαντικότητα με τιμή 0,110%. Κατά την αύξηση της ανεργίας το QE στήριξε τις τράπεζες να χτίσουν μια πιο υγιή δομή και μείωσε τη μόχλευση. Συνεπώς, ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια μειώθηκε. Έχουν εξεταστεί όλες οι χώρες/έτη του δείγματος.

Στη στήλη 2 έχουμε χρησιμοποιήσει ως εξαρτημένη μεταβλητή την Government debt/gdp η οποία δείχνει το χρέος της κάθε χώρας/έτους. Οι χώρες που εξετάστηκαν ήταν χαμηλής εντάσεως χρέους όπως Γερμανία, Ολλανδία, Λουξεμβούργο. Ο συντελεστής Gini Index είναι στατιστικά σημαντικός με αρνητική τιμή -0,129% που σημαίνει ότι οι αξιόχρεες χώρες όπως η Λιθουανία ή η Μάλτα, είχαν και τη μεγαλύτερη ισότητα εισοδήματος και πλούτου. Η μεταβλητή unemployment είναι θετική στατιστικά σημαντική με τιμή 1,408% που σημαίνει ότι οι χώρες με μικρό χρέος είχαν μικρότερα ποσοστά ανεργίας. Η μεταβλητή PDI είναι θετική στατιστικά σημαντική με τιμή 0,513%, δηλαδή, υπήρξαν λειτουργίες και θεσμικές διαδικασίες όπου όσο πιο αυστηρή ήταν η σχέση εξουσίας τόσο μικρότερο ήταν το χρέος της εκάστοτε χώρας.

Στο στήλη 3 έχουμε χρησιμοποιήσει την ίδια εξαρτημένη μεταβλητή με το Model 2 Government debt/gdp και η διαφοροποίηση έγκειται στο ότι οι χώρες του δείγματος είναι υψηλής εντάσεως χρέους όπως η Ιταλία, Πορτογαλία, Γαλλία. Η μεταβλητή Dummy QE έχει θετική στατιστική σημαντικότητα με τιμή 12,666%, δείχνει πως το πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης έπαιξε ρόλο στις υπερχρεωμένες χώρες. Επηρέασε και προσπάθησε να στηρίξει εκείνες τις χώρες και ιδιαίτερα τον Νότο. Συνεπώς, το δημόσιο χρέος τους αυξήθηκε καθώς δεν υπήρχαν δημοσιονομικές δομές και το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης εξισορρόπησε την οικονομία τους προκειμένου να αποφευχθεί η οικονομική

κατάρρευση. Ο δείκτης Gini Index είναι θετικά στατιστικά σημαντικός με τιμή 0,219% που σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερη ανισοκατανομή εισοδήματος υφίσταται τόσο μεγαλύτερο και το χρέος μιας χώρας. Η μεταβλητή unemployment έχει θετική στατιστική σημαντικότητα με τιμή 3,339% μας δείχνει ότι όσο μεγαλύτερη ανεργία υπάρχει τόσο μεγαλύτερο είναι και το χρέος της χώρας καθώς υπάρχει ύφεση και το QE προσπαθεί να το διορθώσει.

Τέλος στη στήλη 4 χρησιμοποιήθηκε ως εξαρτημένη το budget deficit που αφορά το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού, δηλαδή είναι η διαφορά μεταξύ εσόδων και δαπανών μιας χώρας. Οι χώρες που εξετάστηκαν στο δείγμα είναι υψηλής εντάσεως χρέους. Η μεταβλητή Dummy QE έχει θετική στατιστική σημαντικότητα με τιμή 2,398% που σημαίνει ότι η ροή χρήματος από το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης προσπάθησε να στηρίξει τις ευάλωτες χώρες με αυξημένο χρέος και προκλήθηκε αύξηση χρέους. Η μεταβλητή unemployment είχε αρνητική στατιστική σημαντικότητα -0,474%, δηλαδή, οι χώρες με υψηλή ανεργία και υψηλό χρέος έχουν μεγαλύτερο έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού, δηλαδή χρεώθηκαν περισσότερο καθώς αδυνατούσαν να προβούν σε κρατικές δαπάνες.

Κεφάλαιο 6

6. Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα της μελέτης του δείγματος μας έδειξαν ότι η ποσοτική χαλάρωση βοήθησε με την ρευστότητα που πρόσφερε στις χώρες τις Ευρώπης ώστε να μην χρεοκοπήσουν. Υπήρξε μια “ανάσα” για τις οικονομίες των υπερχρεωμένων κρατών ύστερα από το ξέσπασμα της κρίσης του 2008 και τα subprime δάνεια. Συνεπώς, δημιουργήθηκε μεγάλη ανασφάλεια στην αγορά και οι τράπεζες λειτούργησαν αρκετά συντηρητικά προκειμένου να δώσουν νέα χρηματοδότηση με αποτέλεσμα η οικονομία να επιβραδυνθεί. Οι χώρες που είχαν καλύτερη δημοσιονομική πολιτική αξιοποίησαν προφανώς με πιο σοφό τρόπο τη χρηματοδότηση που τους προσέφερε η ΕΚΤ μέσω του QE καθώς οι τράπεζες είχαν καλύτερη κεφαλαιακή επάρκεια προκειμένου να δανείσουν τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Η μελέτη ανέδειξε πως το QE λειτούργησε διορθωτικά στην ύφεση που είχε προκληθεί και δεν είχε τόσο μεγάλη επιρροή στην γενικότερη οικονομία της Ευρωζώνης. Με τις μεταβλητές που μελετήθηκαν φάνηκε πως το QE στήριξε τις τράπεζες προκειμένου να μην χρεοκοπήσουν και διοχετεύσουν ρευστότητα στην αγορά με σκοπό να κινηθεί η οικονομία.

Η Ευρωζώνη δεν έχει στη διάθεση της έναν ενιαίο δημοσιονομικό φορέα με τον οποίο θα μπορούσε να συνεργαστεί η Κεντρική Τράπεζα, ως εκ τούτου η ΕΚΤ διαδραματίζει περισσότερο πολιτικό ρόλο σε σχέση με άλλους ομότιμους θεσμούς όπως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Η ΕΚΤ πρέπει να εξισορροπήσει τις ανταγωνιστικές απαιτήσεις των εθνικών οικονομιών στη ζώνη του Ευρώ ακόμη και αν η ενίσχυση της οικονομίας μιας χώρας συχνά μπορεί να σημαίνει βλάβη στην οικονομία μιας άλλης χώρας της Ευρωζώνης.

Οι χώρες της Βόρειας Ευρώπης, όπως η Γερμανία, και η Αυστρία έχουν επιλέξει ιστορικά μια αυστηρότερη νομισματική πολιτική με σκοπό να ελέγχουν τον πληθωρισμό. Οι χώρες της Νότιας Ευρώπης, από την άλλη πλευρά, όπως η Ιταλία, η Ισπανία αντίθετα, επέλεξαν συνήθως να ασκούν περισσότερο την χαλαρότερη νομισματική πολιτική και την οικονομική τόνωση. Ο επίσημος στόχος της ΕΚΤ για τον πληθωρισμό είναι 2%, η συνεχιζόμενη μείωση των τιμών στις χώρες της Ευρωζώνης πρόσφερε κίνητρο στον πρόεδρο της ΕΚΤ Μάριο Ντράγκι να ακολουθήσει χαλαρή νομισματική πολιτική. Πέραν τούτου, όμως από τα συμβατικά εργαλεία άσκησης της νομισματικής πολιτικής, εν καιρό κρίσης, που η ΕΚΤ εφάρμοσε και μη συμβατικά μέσα προκειμένου να αυξήσει τη ρευστότητα και να επαναφέρει τον πληθωρισμό στα επίπεδα του 2%.

Η συγκεκριμένη εξέλιξη ήταν ως επί το πλείστον ήταν θετική για τα πιο αδύναμα κράτη της Ευρώπης. Οι πολιτικές της ποσοτικής χαλάρωσης, του εύκολου χρήματος, από την ΕΚΤ προκάλεσαν μείωση των επιτοκίων που χρειάζεται να πληρώσουν οι κυβερνήσεις για τα χρέη που δημιούργησαν. Αυτό είχε φυσικό επακόλουθο οι χώρες με μεγάλα χρέη, όπως η Ιταλία, η Ελλάδα και η Ισπανία, να αυξήσουν την δημοσιονομική τους ευελιξία.

Το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης κατάφερε να διατηρήσει τον τραπεζικό δανεισμό σε σχετικά χαμηλά επίπεδα σχεδόν όπως ήταν και πριν την κρίση. Οι χώρες σε περίοδο ύφεσης δύσκολα μπορούν να αντιμετωπίσουν το δημόσιο

χρέος, έτσι μια πολιτική λιτότητας ίσως έφερνε αρνητικά αποτελέσματα. Με το πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης έγινε μια προσπάθεια οικονομικής ανάπτυξης με σκοπό να ανακάμψουν οι χώρες της Ευρωζώνης και να μην χρεοκοπήσουν. Οι τράπεζες μέσα από αυτό το πρόγραμμα αποσκοπούν στην αύξηση της ροής χρήματος προς τις αγορές με σκοπό τη μείωση της ανεργίας την αύξηση των πραγματικών μισθών αλλά και κατ' επέκταση τη μείωση των ανισοτήτων.

Στην συγκεκριμένη διατριβή χωρίσαμε το δείγμα σε παρατηρήσεις χωρών/ετών με βασικό κριτήριο το χρέος, το οποίο ήταν σε κάποιες παρατηρήσεις πάνω απ το 59% και σε κάποιες κάτω απ το 59%. Με την συγκεκριμένη μεταβλητή προσπαθήσαμε να δούμε σε ποιες παρατηρήσεις χωρών/ετών το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης είχε τη μεγαλύτερη επίδραση. Συνεπώς, φάνηκε ότι οι χώρες/έτη που έχουν χαμηλής εντάσεως χρέους έχουν τη δυνατότητα να εκμεταλλευτούν καλύτερα τα οφέλη της ρευστότητας που τους προσφέρει το QE, καθώς οι περιορισμοί που έχουν είναι λιγότεροι. Ταυτόχρονα οι χώρες/έτη που έχουν υψηλό χρέος, χρειάζονται και τη μεγαλύτερη οικονομική στήριξη αλλά επειδή είναι υπερχρεωμένες δυσκολεύονται να το αξιοποιήσουν όπως θα επιθυμούσαν. Στο δείγμα εξετάστηκαν εξαρτημένες μεταβλητές όπως ο δείκτης Gross Domestic Expenditure on R&D με εξαρτημένες μεταβλητές το Dummy QE, Gini Index, Government Debt/gdp, Unemployment, Net Lending/Borrowing και φάνηκε αρχικά πως το QE είχε αρνητική σχέση με τις επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, δηλαδή το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης δεν επηρέασε σε μεγάλο βαθμό τις επενδύσεις που έγιναν σ αυτό τον τομέα. Επίσης, υπήρξε μειωμένη επένδυση από το 2015. Οι χώρες/έτη που είχαν το μεγαλύτερο χρέος, είχαν και τη μεγαλύτερη ανισοκατανομή από το 2015 και ύστερα, καθώς οι χώρες πέρασαν σε κατάσταση ύφεσης. Επένδυσαν και τα περισσότερα χρήματα σε έρευνα και ανάπτυξη με σκοπό να δημιουργήσουν συνθήκες ευημερίας και ανάπτυξης. Βέβαια, υπάρχουν και χώρες όπως η Φινλανδία και η Γερμανία που λόγω κουλτούρας επενδύουν μεγάλα κεφάλαια σ αυτό το τομέα με σκοπό την ανταγωνιστικότητα. Περαιτέρω, επιλέξαμε ως εξαρτημένη μεταβλητή τη καθαρή ροή των δανείων μιας χώρας για τον ιδιωτικό τομέα με εξαρτημένες μεταβλητές Dummy QE, Gini Index, Government Debt/gdp, Capital Adequacy, Unemployment, Net Lending/Borrowing και PDI. Με τα αποτελέσματα που ανέκυψαν φάνηκε ότι το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης επηρέασε κυρίως τις χώρες/έτη που είχαν μεγάλο χρέος καθώς προσπάθησε να διορθώσει την ύφεση και να δημιουργήσει συνθήκες για δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις με σκοπό την ανάπτυξη. Επίσης ο τραπεζικός κλάδος στις χώρες που είχαν υψηλά ποσοστά ανεργίας λειτούργησε αρκετά συντηρητικά καθώς δεν στήριξε τόσο την αγορά με παροχή ρευστότητας λόγω επισφάλειας πελατών. Όμως στις χώρες/έτη που υπήρξε υγιές περιβάλλον και κεφαλαιακή επάρκεια, το τραπεζικό σύστημα στήριξε την οικονομία. Επίσης, σε χώρες με ανεργία φαίνεται πως το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης με την εισροή χρήματος προσπάθησε να διορθώσει την κατάσταση ιδιαίτερα στις χώρες που είχαν μεγαλύτερο χρέος. Τέλος εξετάσαμε τις εξαρτημένες Financial Sector Leverage, Government Debt/gdp και Budget Deficit που αλληλεπιδρούν με τις εξαρτημένες μεταβλητές Private Sector Credit Flow, Dummy QE, Gini Index, Government Debt/gdp, Government Debt/gdp unemployment και PDI ως προς το QE. Φάνηκε ότι στην προσπάθεια που έγινε από το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης να στηρίξει την οικονομία αύξησε το χρέος των αδύναμων χωρών και δεν βοήθησε ιδιαίτερα τις πιο υγιείς χώρες. Επίσης οι χώρες που είχαν καλύτερες σχέσεις με την

εξουσία, δηλαδή καλύτερες οργανωτικές δομές είχαν και μικρότερο χρέος απ τις υπόλοιπες και τέλος με τη θετική σημαντική στατιστικότητα που έχει το Dummy QE με την εξαρτημένη budget deficit επιβεβαιώνει ότι το QE προσπάθησε να ενισχύσει οικονομικά της χώρες υψηλής εντάσεως χρέους.

Το συγκεκριμένο μη συμβατικό μέτρο της ΕΚΤ κατηγορήθηκε πως δημιουργούσε πλαστό χρήμα με αποτέλεσμα να προβάλλει την αδυναμία των κρατών- μελών της να επιλέξουν άλλες πρακτικές για την τόνωση της οικονομίας τους και τη μείωση των χρεών τους. Ως εκ τούτου, φάνηκε πως τέτοιου είδους προγράμματα λειτουργούν σαν βραχυπρόθεσμες λύσεις. Καθώς, έχει διαπιστωθεί πως τα προγράμματα αυτά δεν έχουν καταστεί επαρκή για την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας. Όταν υπάρχει αύξηση ροής χρήματος ενώ τα επιτόκια μένουν σταθερά οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις. Οι τράπεζες ανέλαβαν μεγαλύτερους κινδύνους με τα χρήματα που ήταν διαθέσιμα και επίσης το πρόγραμμα χρηματοδότησε το δημόσιο χρέος και κατά συνέπεια οι κυβερνήσεις το δημοσιονομικό έλλειμμα

Ύστερα από τις ανακοινώσεις των κεντρικών τραπεζών το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης ολοκλήρωσε το έργο του και τόνωνε ως ένα βαθμό την απαιτούμενη ρευστότητα στην οικονομία της Ευρωζώνης. Επίσης τα συμπεράσματα για την αποτελεσματικότητα του προγράμματος χρειάζονται χρόνο και σταδιακούς ρυθμούς. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα παραμένει επιφυλακτική για τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα και οφέλη του προγράμματος καθώς ελοχεύει ο φόβος η ποσοτική χαλάρωση να είναι μια φούσκα με προσωρινά αποτελέσματα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη Βιβλιογραφία

Blanchard, Olivier, Dell’Ariccia, Giovanni and Mauro, Paolo. 2010. “Rethinking Macro Policy” Bank of England, (2012), «The transmission mechanism of monetary policy, Available at <https://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf>

BOFIT Institute for Economies in Transition Discussion Papers 8.

Bernanke and Gertler, 1995 “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”.

Borio C. and Disyatat, P. (2009), «Unconventional monetary policies: an appraisal», BIS Working Papers 292, Bank for International Settlements.

Claeys, G. and Leandro, A. (2016), “The European Central Bank’s quantitative easing programme: limits and risks”, Bruegel Policy Contribution, 2016/04.

Claeys, G., Darvas, Z., Merler, S. and Wolff, G. B. (2014), “Addressing Weak Inflation: The European Central Bank’s Shopping List”, Bruegel Policy Contribution, 5.

Claeys, G., Leandro, Á., and Mandra, A. (2015), “European Central Bank quantitative easing: the detailed manual”, Bruegel Policy Contribution, 2.

Claeys, Grégory; Leandro, Álvaro, «The European Central Bank’s quantitative easing programme: Limits and risks»

Christian, Pattipeiloly et al 2013 “Unconventional monetary policy of the ECB during the financial crisis: An assessment and new evidence”

Coeure B. (2015), “Embarking on public sector asset purchases”, Speech by Benoît.

Coricelli F., E gert B., MacDonald R., (2006), «Monetary transmission mechanism Channel in Central and Eastern Europe (CEE): Gliding on the Wind of Change, Bank of Finland».

Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the Second International Conference on Sovereign Bond Markets, Frankfurt, 10 March 2015.

De Grauwe, P. (2015), “Secular Stagnation in the Eurozone”.

Demertzis, M., and Wolff, G. B. (2016), “The effectiveness of the European Central Bank’s Asset Purchase Programme”, Bruegel Policy Contribution issue 2016 10 June 2016.

Den Haan, W. (ed.) (2016), “Quantitative Easing: Evolution of economic thinking as it happened” on Vox, a VoxEU.org eBook, CEPR Press, London.

Draghi, M. (2012), "Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012".

Draghi, M. (2015), Introductory Statement to the press conference (with Q&A), European Central Bank (2004), «The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures.», Available at: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2004en.pdf> [Accessed 11 Aug 2017].

ECB (2015a), "The Governing Council's Expanded Asset Purchase Programme", Economic Bulletin of ECB, Issue 1/2015, pp. 15-18.

European Central Bank (2006), «The Implementation of Monetary Policy in the EURO Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures.», Available at: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2006en.pdf> [Accessed 11 Aug 2017].

European Central Bank 2011, "The Monetary police of the ECB".

European Central Bank 2013, annual report.

European Central Bank 2009, annual report.

ECB (2015b), Account of the Monetary Policy Meeting, February 2015.

ECB (2015c), "The role of central bank balance sheet in monetary policy", ECB Economic Bulletin of ECB, Issue 4/2015, pp. 1-17.

European Central Bank, 2013 annual report.

ECB (2016a), "Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area, October 2015 to March 2016", June.

ECB (2016b), Economic Bulletin, Issue 5/2016.

Giugliano F. (2015), "Four reasons why QE will be different in the eurozone", Financial Times, January 22, Groth, C. and Westaway, P. F. (2009), "Deflation", Bank of England, Quarterly Bulletin, Q1. *Ποσοτική Χαλάρωση στην Ευρωζώνη: Μακροοικονομική Θεωρία, Προβλήματα Ασυμμετρίας και Πολιτικοί Περιορισμοί* Haan, J., Oosterloo, S. and Schoenmaker, D., (2012), *Financial Markets and Institutions: A European Perspective*, Cambridge University Press.

Giannone, Lenza Phil Rei 2011 "Market Freedom and the Global Recession".

Kapoor, S. (2015), "Everything you wanted to know about the ECB QE" Krugman P, (1998), «It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap.», *Brookings Papers on Economic Activity*, 29(2):137–206.

Klyuev, M. V., De Imus, P. and Srinivasan, M. K. (2009), "Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies", International Monetary Fund, SPN/09/27.

Krugman, P. (2015), “Secular Stagnation in the Euro Area”.

Krugman, P. R. (1998), “It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap”, Brookings Papers on Economic Activity, 1998(2), 137-205.

Lenza, Phill and Reichlin, 2010 “Monetary Policy in exceptional times”.

Micossi, S. (2015), “Time for the ECB to bite the bullet”, CEPS Commentary, 19 January 2015.

Mody, A., Kang, D. W. and Ligthart, N., (2015). “The European Central Bank: Building a shelter in a storm”, Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper, 248 .

Sester, 2012 “The ECB’s Controversial Securities Market Programme (SMP) and its role in relation to the modified EFSF and the future ESM”.

Sinn, H.W. (2015), “Europe’s easy-money end game”, The Guardian, March 27.

Stark, J. (2014), “The ECB’s Leap into the Unknown”.

Svensson, L., (2011), «Monetary policy after the crisis», Available at:<http://www.bis.org/review/r111201a.pdf>

Summers, L. (2014), “Reflections on the ‘New Secular Stagnation Hypothesis’”, in Baldwin, R. and Teulings, C. (2014), “Secular stagnation: facts, causes and cures”, Centre for Economic Policy Research-CEPR, London.

Onaran Y. and Scinta C., (2008), «Lehman makes largest bankruptcy filing in history», Available at: <http://www.financialpost.com/news/story.html?id=790965>[Accessed 18 Aug. 2017].

The Economist (2015), “Going cuckoo for the Swiss”.

Wagstyl S. (2015), “German media lambast ECB plan for quantitative easing in the eurozone”, Financial Times, January 19,

Wren-Lewis, S. (2014), “Helicopter Money”,

Ελληνική βιβλιογραφία

Αλεξάκης, Π. (2011), *Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα*, Συλλογικός Τόμος της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών με θέμα: «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα».

EKT (2015), Δελτίο Τύπου της EKT, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2015), «Απόφαση (ΕΕ) 2015/774 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής

Τράπεζας της 4ης Μαρτίου 2015 σχετικά με πρόγραμμα αγοράς στοιχείων ενεργητικού του δημόσιου τομέα στις δευτερογενείς αγορές».

Πετράκης Π.Ε., (2010), *Τραπεζική και η κρίση του 2008*, Εκδόσεις Quastor, Αθήνα.

Ιστοσελίδες που χρησιμοποιήθηκαν

www.enikonomia.gr (2017) (accessed March 2020)

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic_factsheet_addressing_inequalities_el.pdf (accessed September 2020)

<https://emea.gr/epicheiriseis/493734/posotiki-chalarosi-ti-ine-ke-ti-sim/> (accessed June 2020)

<https://iskra.gr/%CF%84%CE%B9-%CE%B5%CE%AF%CE%BD%CE%B1%CE%B9-%CF%84%CE%AD%CE%BB%CE%BF%CF%82-%CF%80%CE%AC%CE%BD%CF%84%CF%89%CE%BD-%CE%B1%CF%85%CF%84%CE%AE-%CE%B7-%CE%BB%CE%B5%CE%B3%CF%8C%CE%BC%CE%B5%CE%BD%CE%B7-%CF%80/> (accessed June 2020)

<https://inefan.gr/%CF%80%CE%BF%CF%83%CE%BF%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CF%87%CE%B1%CE%BB%CE%AC%CF%81%CF%89%CF%83%CE%B7-ge-%CE%B2%CF%81%CE%BF%CF%87%CE%AE-%CF%87%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%AC%CF%84%CF%89%CE%BD-%CE%AE-%CE%B1/> (accessed June 2020)

<https://www.capital.gr/arthra/1962944/posotiki-xalarosi-me-pistotiki-kathodigisi> (accessed June 2020)

http://teddygr.blogspot.com/2016/06/blog-post_7.html (accessed June 2020)

<https://translate.google.com/translate?hl=el&sl=en&u=https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/joes.12314&prev=search&pto=aue> (accessed August 2020)

<https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2019/html/ecb.rb190129.en.html> (accessed August 2020)

<http://www.indeepanalysis.gr/analyseis/arthra/oi-lanthasmenes-kai-antikrouomenes-apopseis-peri-posotikhs-chalarwshs-stis-hpa-aforoun-olo-ton-kosmo> (accessed August 2020)

<https://translate.google.com/translate?hl=el&sl=en&u=https://www.socialeurope.eu/inequality-in-europe-wider-than-it-looks&prev=search&pto=aue> (accessed August 2020)

<https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/5861/1/2.pdf> (accessed August 2020)

<http://www.topontiki.gr/article/354906/entaseis-stin-eyrozoni-kai-sto-telos-kerdiz-oy-n-oi-voreioi> (accessed July)

<https://emea.gr/epicheiriseis/493734/posotiki-chalarosi-ti-ine-ke-ti-sim/> (accessed June)

<https://iskra.gr/%CF%84%CE%B9-%CE%B5%CE%AF%CE%BD%CE%B1%CE%B9-%CF%84%CE%AD%CE%BB%CE%BF%CF%82-%CF%80%CE%AC%CE%BD%CF%84%CF%89%CE%BD-%CE%B1%CF%85%CF%84%CE%AE-%CE%B7-%CE%BB%CE%B5%CE%B3%CF%8C%CE%BC%CE%B5%CE%BD%CE%B7-%CF%80/> (accessed June)

<https://inefan.gr/%CF%80%CE%BF%CF%83%CE%BF%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CF%87%CE%B1%CE%BB%CE%AC%CF%81%CF%89%CF%83%CE%B7-qe-%CE%B2%CF%81%CE%BF%CF%87%CE%AE-%CF%87%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%AC%CF%84%CF%89%CE%BD-%CE%AE-%CE%B1/> (accessed June)

<https://www.capital.gr/arthra/1962944/posotiki-xalarosi-me-pistotiki-kathodigisi> (accessed June)

http://teddygr.blogspot.com/2016/06/blog-post_7.html (accessed June)

<http://www.enikonomia.gr/international/152279,ta-lathi-tis-ekt-kai-to-megalo-dili-mma-me-to-qe.html> (accessed September)

<https://www.capital.gr/oikonomia/484957/yves-mersch-i-ekt-den-antexei-na-meiose-ta-epitokia-to-2008>

<https://relivingmbadays.wordpress.com/2012/12/30/geert-hofstedes-five-dimensions-of-national-culture/> (accessed September)

<https://www.hofstede-insights.com/product/compare-countries/> (accessed August)

https://en.wikipedia.org/wiki/Geert_Hofstede (accessed August)

<http://www.opentextbooks.org.hk/ditatopic/7213> (accessed August)

<http://fhcc.gr/%CE%BA%CE%B1%CE%B9%CE%BD%CE%BF%CF%84%CE%BF%CE%BC%CE%AF%CE%B1-%CE%B1%CE%BD%CE%AC%CF%80%CF%84%CF%85%CE%BE%CE%B7-%CF%83%CF%84%CE%B7-%CF%86%CE%B9%CE%BD%CE%BB%CE%B1%CE%BD%CE%B4%CE%AF%CE%B1/> (accessed August)

<http://crisisobs.gr/wp-content/uploads/2016/09/%CE%A3-%CE%9C%CE%B1%CE%BD%CE%BF%CF%8D%CE%B6%CE%B1%CF%82-%CE%A0%CE%BF>

%CF%83%CE%BF%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CF%87%CE%B1
 %CE%BB%CE%AC%CF%81%CF%89%CF%83%CE%B7-%CF%83%CF%84
 %CE%B7%CE%BD-%CE%B5%CF%85%CF%81%CF%89%CE%B6%CF%8E
 %CE%BD%CE%B7-%CE%A4%CE%95%CE%9B%CE%99%CE%9A%CE%9F
 .pdf (accessed August)

Παράρτηματα

country	year	government non		budget deficit	capital adequacy	growth annual %	Export market shares - 5 years %	Nominal unit labour cost - 3 years % change
		debt to gdp	performing loans				years %	years %
finland	2000	42,5	0	6,9	0	0	5,8	2,5
finland	2001	40,9	0	5	0	0	2,61	3,9
finland	2002	40,2	0	4,1	0	0	1,71	3,9
finland	2003	42,7	0	2,4	0	0	2	4,2
finland	2004	42,6	0	2,2	0	0	3,99	1,6
finland	2005	39,9	0,3	2,7	0,2	0,2	2,78	2,5
finland	2006	38,1	0,3	4	0,2	0,2	4,03	3,3
finland	2007	33,9	0,3	5,1	0,23	0,23	5,3	3,5
finland	2008	32,6	0,5	4,2	0,39	0,39	0,78	7,1
finland	2009	41,5	0,7	-2,5	0,67	0,67	-8,07	14,7
finland	2010	46,9	0,6	-2,5	0,62	0,62	3,19	12,5
finland	2011	48,3	0,5	-1	0,65	0,65	2,55	9
finland	2012	53,6	0,5	-2,2	0,62	0,62	-1,4	5,8
finland	2013	56,2	0,5	-2,5	0,59	0,59	-0,9	9,3
finland	2014	59,8	1,3	-3	1,2	1,2	-0,36	7,6
finland	2015	63,6	1,34	-2,4	1,25	1,25	0,56	3,3
finland	2016	63,2	1,52	-1,7	1,18	1,18	2,63	0,3
finland	2017	61,3	1,67	-0,7	0,77	0,77	3,05	-3,8
finland	2018	59,6	1,43	-0,9	0,54	0,54	1,67	-2,4
finland	2019	59,4	1,39	-1,1	1,84	1,84	1,67	0,8
ireland	2000	36,1	0	4,8	0	0	9,4	10,6
ireland	2001	33,2	0	0,9	0	0	5,28	10,2
ireland	2002	30,6	0	-0,5	0	0	5,92	9,7
ireland	2003	29,9	0	0,3	0	0	3,02	12,2
ireland	2004	28,2	0	1,3	0	0	6,72	8,1
ireland	2005	26,1	2,18	1,6	1,07	1,07	5,7	12,1
ireland	2006	23,6	2,68	2,8	1,49	1,49	5,07	10,7
ireland	2007	23,9	2,69	0,3	1,86	1,86	5,32	13,9
ireland	2008	42,4	2,84	-7	6,46	6,46	-4,48	17,8
ireland	2009	61,7	2,81	-13,8	31,26	31,26	-5,08	8,6

ireland	2010	86	2,49	-32,1	31,45	31,45	1,81	-4,8
ireland	2011	111	1,91	-12,8	28,74	28,74	0,34	-15
ireland	2012	119,9	1,61	-8,1	34,19	34,19	0,23	-10,8
ireland	2013	119,9	1,34	-6,2	26,85	26,85	1,35	-1,8
ireland	2014	104,2	1,12	-3,6	18,45	18,45	8,56	-2,8
ireland	2015	76,7	1	-2	10,55	10,55	25,16	-18,5
ireland	2016	74,1	0,94	-0,7	8,82	8,82	3,68	-16,1
ireland	2017	67	0,9	-0,3	6,89	6,89	8,15	-14,6
ireland	2018	63	0,85	0,1	3,71	3,71	8,17	-1,2
ireland	2019	57,3	0,83	0,4	3,41	3,41	8,17	-4,4
france	2000	58,9	0	-1,3	0	0	3,9	1,8
france	2001	58,3	0	-1,4	0	0	1,98	4,3
france	2002	60,3	0	-3,2	0	0	1,14	6,4
france	2003	64,4	0	-4	0	0	0,82	7,3
france	2004	65,9	0	-3,6	0	0	2,83	5,8
france	2005	67,4	0	-3,4	0	0	1,66	4,9
france	2006	64,6	0	-2,4	0	0	2,45	4,7
france	2007	64,5	0	-2,6	0	0	2,42	5,5
france	2008	68,8	0	-3,3	1,38	1,38	0,25	6,3
france	2009	83	0	-7,2	2,6	2,6	-2,87	8
france	2010	85,3	0	-6,9	2,71	2,71	1,95	7,4
france	2011	87,8	0	-5,2	3,23	3,23	2,19	5,4
france	2012	90,6	0	-5	3,37	3,37	0,31	4,1
france	2013	93,4	0	-4,1	3,56	3,56	0,58	4,6
france	2014	94,9	0	-3,9	3,4	3,4	0,96	4,4
france	2015	95,6	0	-3,6	3,31	3,31	1,11	2,3
france	2016	98	0	-3,6	3,23	3,23	1,1	1,7
france	2017	98,3	0	-2,9	2,98	2,98	2,26	1,6
france	2018	98,1	0	-2,3	2,71	2,71	1,72	2,4
france	2019	98,1	0	-3	2,53	2,53	1,72	1,1
germany	2000	59,1	0	-1,6	0	0	2,9	1,9
germany	2001	57,9	0	-3	0	0	1,7	1,8
germany	2002	59,7	0	-3,9	0	0	-0,2	1,8
germany	2003	63,3	0	-3,7	0	0	-0,71	2,3
germany	2004	65	0	-3,3	0	0	1,19	1,8
germany	2005	67,3	0	-3,3	0	0	0,72	0,3
germany	2006	66,7	0	-1,7	0	0	3,81	-3
germany	2007	64	0	0,3	0	0	2,98	-2,7
germany	2008	65,5	0	-0,1	0	0	0,96	0,5
germany	2009	73	0	-3,2	0	0	-5,7	9,2
germany	2010	82,4	0	-4,4	0	0	4,18	8,2
germany	2011	79,8	0	-0,9	0	0	3,92	5,6
germany	2012	81,1	0	0	0	0	0,42	2,5
germany	2013	78,7	0	0	0	0	0,43	6
germany	2014	75,7	0	0,6	0	0	2,23	7,4

germany	2015	72,1	0	0,9	0	0	1,74	6,2
germany	2016	69,2	0	1,2	0	0	2,23	5,2
germany	2017	65,3	0	1,2	0	0	2,47	5
germany	2018	61,9	0	1,9	0	0	1,53	5,8
germany	2019	59,8	0	1,4	0	0	1,53	8
italy	2000	109	0	-2,4	0	0	3,8	0
italy	2001	108,9	0	-3,2	0	0	1,95	5,2
italy	2002	106,4	0	-2,9	0	0	0,25	7,5
italy	2003	105,5	0	-3,2	0	0	0,14	11,7
italy	2004	105,1	0	-3,5	0	0	1,42	11,2
italy	2005	106,6	7	-4,1	3,75	3,75	0,82	9,5
italy	2006	106,7	6,57	-3,6	3,15	3,15	1,79	7,5
italy	2007	103,9	5,78	-1,3	2,36	2,36	1,49	6,9
italy	2008	106,2	6,28	-2,6	3,31	3,31	-0,96	8,7
italy	2009	116,6	9,45	-5,1	5,27	5,27	-5,28	10,7
italy	2010	119,2	10,03	-4,2	5,94	5,94	1,71	8,5
italy	2011	119,7	11,74	-3,6	6,61	6,61	0,71	4,9
italy	2012	126,5	13,75	-2,9	8	8	-2,98	2
italy	2013	132,5	16,54	-2,9	9,22	9,22	-1,84	2,9
italy	2014	135,4	18,03	-3	9,97	9,97	0	2,6
italy	2015	135,3	18,06	-2,6	10	10	0,78	2
italy	2016	134,8	17,12	-2,4	8,12	8,12	1,28	1,5
italy	2017	134,1	14,38	-2,4	5,89	5,89	1,72	1,2
italy	2018	134,8	8,39	-2,2	3,65	3,65	0,77	2,4
italy	2019	134,8	6,75	-1,6	3	3	0,77	3,4
latvia	2000	12,1	0	-2,7	0	0	5,6	6,1
latvia	2001	13,9	0	-2	0	0	6,32	3,4
latvia	2002	13	0	-2,3	0	0	7,12	-1,5
latvia	2003	14,1	0	-1,6	0	0	8,44	2,4
latvia	2004	14,7	0	-1,2	0	0	8,34	9,4
latvia	2005	11,9	0,7	-0,5	0	0	10,74	27,4
latvia	2006	10,1	0,5	-0,5	0	0	11,89	41,7
latvia	2007	8,5	0,8	-0,6	0	0	10,01	69,6
latvia	2008	18,6	2,1	-4,3	1,26	1,26	-3,35	77,9
latvia	2009	36,9	14,28	-9,6	12,78	12,78	-14,24	36,7
latvia	2010	48,1	15,93	-8,7	12,62	12,62	-4,47	-2
latvia	2011	43,9	14,05	-4,3	5,47	5,47	6,29	-20,6
latvia	2012	42,4	8,72	-1,4	2,4	2,4	4,13	-6,5
latvia	2013	40,3	6,41	-1,2	1,51	1,51	2,33	8
latvia	2014	41,6	4,6	-1,6	0,98	0,98	1,92	16
latvia	2015	37,3	4,64	-1,4	0,8	0,8	3,26	17,2
latvia	2016	40,9	6,26	0,2	3,16	3,16	1,77	16,7
latvia	2017	39,3	5,51	-0,8	2,66	2,66	3,79	15,2
latvia	2018	37,2	5,29	-0,8	2,16	2,16	4,62	15,1
latvia	2019	36,9	5	-0,2	1,77	1,77	4,62	16,5

lithuania	2000	23,5	0	-3,2	0	0	3,8	-0,6
lithuania	2001	22,9	0	-3,5	0	0	6,52	-9,9
lithuania	2002	22,1	0	-1,9	0	0	6,76	-9,5
lithuania	2003	23,6	0	-1,3	0	0	10,54	-0,8
lithuania	2004	25,2	0	-1,4	0	0	6,55	6,7
lithuania	2005	18,7	0,6	-0,3	0	0	7,73	11,5
lithuania	2006	18,2	1	-0,3	0	0	7,41	24,1
lithuania	2007	17,3	1	-0,8	0	0	11,09	25
lithuania	2008	15,6	6,08	-3,1			2,63	28,8
lithuania	2009	29,5	23,99	-9,1	2,99	2,99	-14,81	13
lithuania	2010	38	23,33	-6,9	10,24	10,24	1,48	0,5
lithuania	2011	36,8	18,84	-9	8,21	8,21	6,03	-7,8
lithuania	2012	41	14,8	-3,1	5,05	5,05	3,83	-4,2
lithuania	2013	40,2	11,59	-2,6	3,68	3,68	3,56	6,1
lithuania	2014	39,3	8,19	-0,6	2,98	2,98	3,51	8,7
lithuania	2015	45,2	4,95	-0,3	2,07	2,07	2,03	11,8
lithuania	2016	40,2	3,66	0,2	1,58	1,58	2,56	15
lithuania	2017	36,5	3,18	0,5	1,2	1,2	4,25	16,3
lithuania	2018	36,5	2,27	0,6	0,92	0,92	3,64	16,5
lithuania	2019	36,5	2,27	0,3	0,86	0,86	3,64	16,6
malta	2000	60,9	0	-5,5	0	0	0	0
malta	2001	65,2	0	-6,1	0	0	0,61	0
malta	2002	63,2	0	-5,4	0	0	2,98	0
malta	2003	69	0	-9	0	0	2,54	10,6
malta	2004	71,9	0	-4,3	0	0	0,44	7,1
malta	2005	70	1,08	-2,6	5,73	5,73	3,78	5
malta	2006	64,5	1,18	-2,5	4,55	4,55	1,83	5,8
malta	2007	62,3	1,23	-2,1	4,27	4,27	3,99	4,9
malta	2008	62,6	1,19	-4,2	4,47	4,47	3,35	9,5
malta	2009	67,6	1,27	-3,2	5,51	5,51	-2,46	11,2
malta	2010	67,5	1,25	-2,4	6,69	6,69	3,54	9,2
malta	2011	70,1	1,27	-2,4	6,67	6,67	1,31	11,1
malta	2012	67,7	1,31	-3,5	7,17	7,17	2,79	8,7
malta	2013	68,3	1,25	-2,4	7,47	7,47	4,61	9,5
malta	2014	63,2	1,09	-1,7	7,09	7,09	8,71	2,4
malta	2015	57,8	1,24	-1	5,99	5,99	10,82	-1,8
malta	2016	55,4	1,12	1	4,34	4,34	5,68	-1,5
malta	2017	50,2	1,15	3,3	3,43	3,43	6,72	1,5
malta	2018	45,5	1,1	1,9	2,79	2,79	6,77	4,1
malta	2019	42,9	1,12	0,5	2,58	2,58	6,77	5,4
holland	2000	52,1	0	1,2	0	0	4,2	6,1
holland	2001	49,5	0	-0,5	0	0	2,33	7,4
holland	2002	48,8	0	-2,1	0	0	0,22	10,7
holland	2003	50	0	-3,1	0	0	0,16	10,1
holland	2004	50,3	0	-1,8	0	0	1,98	7,2

holland	2005	49,8	0	-0,4	0	0	2,05	2,1
holland	2006	45,2	0	0,1	0	0	3,46	-0,2
holland	2007	43	0	-0,1	0	0	3,77	1,9
holland	2008	54,7	1,68	0,2	5	5	2,17	5,7
holland	2009	56,8	3,2	-5,1	9,07	9,07	-3,67	11,3
holland	2010	59,3	2,83	-5,2	7,76	7,76	1,34	7,7
holland	2011	61,7	2,71	-4,4	7,31	7,31	1,55	5,3
holland	2012	66,3	3,1	-3,9	8,12	8,12	-1,03	2,6
holland	2013	67,7	3,23	-2,9	8,22	8,22	-0,13	4,8
holland	2014	67,9	2,98	-2,2	7,54	7,54	1,42	3,7
holland	2015	64,7	2,71	-2	6,66	6,66	1,96	-0,4
holland	2016	61,9	2,54	0	6,17	6,17	2,19	-0,3
holland	2017	56,9	2,31	1,3	5,41	5,41	2,91	0,1
holland	2018	52,4	1,96	1,4	4,9	4,9	2,6	3,7
holland	2019	48,7	1,86	1,7	4,49	4,49	2,6	5,9
portugal	2000	54,2	0	-3,2	0	0	3,8	11,3
portugal	2001	57,4	0	-4,8	0	0	1,94	11,5
portugal	2002	60	0	-3,3	0	0	0,77	11,9
portugal	2003	63,9	0	-5,7	0	0	-0,93	10,6
portugal	2004	67,1	0	-6,2	0	0	1,79	7,2
portugal	2005	72,2	0,6	-6,1	0	0	0,78	7,4
portugal	2006	73,7	1	-4,2	0	0	1,63	4,8
portugal	2007	72,7	1	-2,9	1,22	1,22	2,51	5
portugal	2008	75,6	6,08	-3,7	1,74	1,74	0,32	4,3
portugal	2009	87,8	23,99	-9,9	3,49	3,49	-3,12	6,5
portugal	2010	100,2	23,33	-11,4	4,08	4,08	1,74	4,4
portugal	2011	114,4	18,84	-7,7	6,13	6,13	-1,7	-0,5
portugal	2012	129	14,8	-6,2	8,42	8,42	-4,06	-6,2
portugal	2013	131,4	11,59	-5,1	8,12	8,12	-0,92	-3,8
portugal	2014	132,9	8,19	-7,4	6,84	6,84	0,79	-2,9
portugal	2015	131,2	4,95	-4,4	16,42	16,42	1,79	0,2
portugal	2016	131,5	3,66	-1,9	13,6	13,6	2,02	-0,5
portugal	2017	126,1	3,18	-3	9,56	9,56	3,51	2,8
portugal	2018	122	2,27	-0,4	6,09	6,09	2,44	5,1
portugal	2019	117,7	2,27	0,2	5,86	5,86	2,44	5,7
slovakia	2000	50,5	0	-12,6	0	0	1,2	20
slovakia	2001	51,1	0	-7,2	0	0	3,25	17,6
slovakia	2002	45,3	0	-8,2	0	0	4,51	17,8
slovakia	2003	43,2	0	-3,1	0	0	5,5	10,9
slovakia	2004	41,7	0	-2,3	0	0	5,28	10,1
slovakia	2005	34,7	2,5	-2,9	0	0	6,62	9,5
slovakia	2006	31,4	2,5	-3,6	0	0	8,49	7,7
slovakia	2007	30,3	1,8	-2,1	0	0	10,83	5,5
slovakia	2008	28,6	4,22	-2,5	15,16	15,16	5,57	6,2
slovakia	2009	36,4	5,79	-8,1	1,13	1,13	-5,46	11,1

slovakia	2010	41	8,21	-7,5	1,3	1,3	5,72	9
slovakia	2011	43,5	11,81	-4,5	1,31	1,31	2,86	5,4
slovakia	2012	51,8	15,18	-4,4	1,22	1,22	1,9	-0,3
slovakia	2013	54,7	13,31	-2,9	1,27	1,27	0,67	2,6
slovakia	2014	53,5	11,73	-3,1	1,54	1,54	2,75	2,4
slovakia	2015	51,9	9,96	-2,7	1,31	1,31	4,82	2,7
slovakia	2016	52	5,07	-2,5	1,14	1,14	2,12	4,1
slovakia	2017	51,3	3,2	-1	0,88	0,88	3,04	8,1
slovakia	2018	49,5	6,01	-1	0,65	0,65	4,03	11,3
slovakia	2019	48	3,36	-1,3	0,68	0,68	4,03	15
spain	2000	57,8	0	-1,2	0	0	5,2	7,4
spain	2001	54	0	-0,5	0	0	3,93	7,2
spain	2002	51,2	0	-0,3	0	0	2,73	8,4
spain	2003	47,7	0	-0,4	0	0	2,98	7,7
spain	2004	45,4	0	-0,1	0	0	3,12	8,9
spain	2005	42,4	0,79	1,2	-1,76	-1,76	3,65	8,7
spain	2006	39,1	0,7	2,1	-1,99	-1,99	4,1	10,1
spain	2007	35,8	0,9	1,9	-1,81	-1,81	3,6	10,5
spain	2008	39,7	2,81	-4,6	1,63	1,63	0,89	13,6
spain	2009	53,3	4,12	-11,3	3,69	3,69	-3,76	11,1
spain	2010	60,5	4,67	-9,5	3,81	3,81	0,16	6,3
spain	2011	69,9	6,01	-9,7	6,21	6,21	-0,81	-1,4
spain	2012	86,3	7,48	-10,7	5,51	5,51	-2,96	-5
spain	2013	95,8	9,38	-7	8,9	8,9	-1,44	-5,1
spain	2014	100,7	8,45	-5,9	7,7	7,7	1,38	-3,6
spain	2015	99,3	6,16	-5,2	5,68	5,68	3,84	-1,1
spain	2016	99,2	5,64	-4,3	5,22	5,22	3,03	-1,2
spain	2017	98,6	4,46	-3	4,07	4,07	2,89	-0,5
spain	2018	97,6	3,69	-2,5	2,91	2,91	2,35	0,7
spain	2019	95,5	3,16	-2,8	2,37	2,37	2,35	3,9
cyprus	2000	55,7	0	-2,2	0	0	6	1,5
cyprus	2001	57,3	0	-2,1	0	0	3,95	5,1
cyprus	2002	60,5	0	-4,1	0	0	3,72	7
cyprus	2003	63,8	0	-5,9	0	0	2,62	14,6
cyprus	2004	64,8	0	-3,7	0	0	5,03	13,6
cyprus	2005	63,4	0	-2,2	0	0	4,85	16,1
cyprus	2006	59,3	0	-1	0	0	4,71	8,1
cyprus	2007	54	0	3,2	0	0	5,1	8,2
cyprus	2008	45,5	1,91	0,9	5,6	5,6	3,65	5,8
cyprus	2009	54,3	2,12	-5,4	10,14	10,14	-2,02	12,5
cyprus	2010	56,4	2,77	-4,7	19,51	19,51	2,01	10,4
cyprus	2011	65,9	2,86	-5,7	32,5	32,5	0,4	9,4
cyprus	2012	80,3	2,95	-5,6	63,31	63,31	-3,45	3,2
cyprus	2013	104	2,77	-5,8	104,93	104,93	-6,55	-0,7
cyprus	2014	109,2	2,77	-8,7	113,63	113,63	-1,86	-6,5

cyprus	2015	107,5	2,47	-1	97,78	97,78	3,37	-10,8
cyprus	2016	103,4	2,53	0,3	73,38	73,38	6,75	-9,4
cyprus	2017	93,9	2,44	2	54,65	54,65	4,36	-4,1
cyprus	2018	100,6	1,8	-3,7	23,49	23,49	4,06	-0,4
cyprus	2019	95,5	1,49	1,7	18,33	18,33	4,06	5,3
austria	2000	66,1	0	-2,4	0	0	3,38	-0,1
austria	2001	66,7	0	-0,7	0	0	1,27	0,8
austria	2002	66,7	0	-1,4	0	0	1,65	1,2
austria	2003	65,9	0	-1,8	0	0	0,94	2,7
austria	2004	65,2	0	-4,8	0	0	2,74	1,7
austria	2005	68,6	0	-2,5	0	0	2,24	2,4
austria	2006	67,3	0	-2,5	1,49	1,49	3,45	2,4
austria	2007	65	0	-1,4	1,23	1,23	3,73	3,5
austria	2008	68,7	0	-1,5	1,96	1,96	1,46	6,3
austria	2009	79,9	0	-5,3	1,57	1,57	-3,76	10,2
austria	2010	82,7	0	-4,4	2,02	2,02	1,84	9
austria	2011	82,4	0	-2,6	1,89	1,89	2,92	5,8
austria	2012	81,9	0	-2,2	1,65	1,65	0,68	3,8
austria	2013	81,3	0	-2	1,33	1,33	0,03	6,4
austria	2014	84	0	-2,7	2,54	2,54	0,66	7,9
austria	2015	84,9	0	-1	2,46	2,46	1,01	6,4
austria	2016	82,9	0	-1,5	1,87	1,87	2,08	5,4
austria	2017	78,3	0	-0,8	1,81	1,81	2,48	4
austria	2018	74	0	0,2	1,36	1,36	2,42	4,7
austria	2019	70,3	0	0,7	1,12	1,12	2,42	5,5
belgium	2000	109,6	0	-0,1	0	0	3,7	2,8
belgium	2001	108,2	0	0,2	0	0	1,1	5,6
belgium	2002	105,4	0	0	0	0	1,71	7
belgium	2003	101,7	0	-1,9	0	0	1,04	7,6
belgium	2004	97,2	0	-0,2	0	0	3,57	2,7
belgium	2005	95,1	2	-2,7	0	0	2,32	1
belgium	2006	91,5	1,28	0,2	1,64	1,64	2,55	2,2
belgium	2007	87,3	1,16	0,1	1,75	1,75	3,68	4,6
belgium	2008	93,2	1,65	-1,1	1,64	1,64	0,45	8,9
belgium	2009	100,2	3,08	-5,4	3,16	3,16	-2,02	9,8
belgium	2010	100,3	2,8	-4,1	2,81	2,81	2,86	7,4
belgium	2011	103,5	3,3	-4,3	3,2	3,2	1,69	5,1
belgium	2012	104,8	3,74	-4,3	3,3	3,3	0,74	4,9
belgium	2013	105,5	4,24	-3,1	3,85	3,85	0,46	7,4
belgium	2014	107	4,18	-3,1	3,96	3,96	1,58	4,3
belgium	2015	105,2	3,79	-2,4	3,39	3,39	2,03	0,5
belgium	2016	104,9	3,43	-2,4	2,96	2,96	1,51	-0,9
belgium	2017	101,7	2,92	-0,7	2,58	2,58	1,96	0,9
belgium	2018	99,8	2,27	-0,8	2,13	2,13	1,46	3,7
belgium	2019	98,6	2,09	-1,9	2,05	2,05	1,46	5,6

estonia	2000	5,1	0	-0,1	0	0	10,1	14,1
estonia	2001	4,7	0	0,2	0	0	5,98	11,5
estonia	2002	5,6	0	0,4	0	0	6,8	10,2
estonia	2003	5,7	0	1,8	0	0	7,57	13,6
estonia	2004	5,2	0	2,4	0	0	6,77	14
estonia	2005	4,5	0	1,1	0	0	9,49	14,2
estonia	2006	4,5	0	2,9	0	0	9,72	18,7
estonia	2007	4,5	0	2,7	0	0	7,57	32,8
estonia	2008	4,5	15,01	-2,6	24,23	24,23	-5,09	49,3
estonia	2009	4,5	16,7	-2,2	55,1	55,1	-14,43	38,5
estonia	2010	4,5	15,2	0,2	47,59	47,59	2,71	12,4
estonia	2011	4,5	0,82	1,1	2,01	2,01	7,44	-2,2
estonia	2012	4,5	0,77	-0,3	1,41	1,41	3,11	0,1
estonia	2013	4,5	0,74	0,2	0,84	0,84	1,35	11,2
estonia	2014	4,5	0,73	0,7	0,78	0,78	2,99	14,7
estonia	2015	4,5	0,77	0,1	0,55	0,55	1,84	15,3
estonia	2016	4,5	0,8	-0,5	0,52	0,52	2,63	12,8
estonia	2017	4,5	0,75	-0,8	0,43	0,43	5,75	12,4
estonia	2018	4,5	0,72	-0,6	0,22	0,22	4,76	14,3
estonia	2019	4,5	0,69	-0,3	0,15	0,15	4,76	15,7
slovenia	2000	25,9	0	-3,6	0	0	3,5	18,5
slovenia	2001	26,1	0	-4,5	0	0	3,22	22,6
slovenia	2002	27,4	0	-2,4	0	0	3,51	24,8
slovenia	2003	26,8	0	-2,6	0	0	2,96	20,7
slovenia	2004	26,9	0	-1,9	0	0	4,36	14,9
slovenia	2005	26,4	2,5	-1,3	0	0	3,8	9,8
slovenia	2006	26,1	2,5	-1,2	0	0	5,75	6,5
slovenia	2007	22,8	1,8	0	0	0	6,98	5,5
slovenia	2008	21,8	4,22	-1,4	3,55	3,55	3,51	10,2
slovenia	2009	34,5	5,79	-5,8	4,74	4,74	-7,55	17,9
slovenia	2010	38,3	8,21	-5,6	6,24	6,24	1,34	15,5
slovenia	2011	46,5	11,81	-6,6	8,3	8,3	0,86	7,7
slovenia	2012	53,6	15,18	-4	9,85	9,85	-2,64	0,1
slovenia	2013	70	13,31	-14,6	5,48	5,48	-1,03	0,1
slovenia	2014	80,3	11,73	-5,5	3,84	3,84	2,77	0,1
slovenia	2015	82,6	9,96	-2,8	2,59	2,59	2,21	-0,1
slovenia	2016	78,7	5,07	-1,9	1,07	1,07	3,12	1,3
slovenia	2017	74,1	3,2	0	0,59	0,59	4,83	3,7
slovenia	2018	70,4	6,01	0,7	1,24	1,24	4,12	6,1
slovenia	2019	66,1	3,36	0,5	0,53	0,53	4,12	8,9
luxemburg	2000	7,5	0	5,5	0	0	8,2	3,2
luxemburg	2001	7,7	0	5,7	0	0	2,53	10,3
luxemburg	2002	7,4	0	2	0	0	3,82	12,5
luxemburg	2003	7,5	0	0,3	0	0	1,63	11,3
luxemburg	2004	7,9	0	-1,4	0	0	3,61	7,4

luxemburg	2005	8	0	-0,2	0	0	3,17	7,8
luxemburg	2006	8,3	0	1,9	0	0	5,18	9,2
luxemburg	2007	8,2	0	4,4	0	0	8,35	6,8
luxemburg	2008	15,4	0	3,5	0	0	-1,28	12,6
luxemburg	2009	16,1	0	-0,2	3,49	3,49	-4,36	17,6
luxemburg	2010	20,2	0	-0,4	2,68	2,68	4,86	16
luxemburg	2011	19	0	0,6	4,71	4,71	2,54	8,8
luxemburg	2012	22	0	0,5	1,23	1,23	-0,35	5,9
luxemburg	2013	23,7	0	0,8	2,19	2,19	3,65	7,6
luxemburg	2014	22,7	0	1,3	2,05	2,05	4,3	7,1
luxemburg	2015	22	0	1,3	1,96	1,96	4,31	2,4
luxemburg	2016	20,1	0	1,8	4,83	4,83	4,57	1,2
luxemburg	2017	22,3	0	1,3	4,06	4,06	1,8	4
luxemburg	2018	21	0	3,1	5,27	5,27	3,11	7,9
luxemburg	2019	22,1	0	2,2	4,14	4,14	3,11	11,9

country	year	House price index, deflated - annual data	Net international investment position - annual data	Unemployment rate - annual data	gini index	Gross domestic expenditure on research and development	Total financial liabilities, non-consolidated - annual data
finland	2000	0	-155,8	9,8	24	3,24	4,1
finland	2001	-4,2	-91,9	9,1	27	3,19	9,9
finland	2002	4,6	-48,5	9,1	26	3,25	4,1
finland	2003	5,2	-62,5	9	0	3,3	13,4
finland	2004	7,7	-9,3	8,8	25,5	3,31	13,3
finland	2005	7	-14	8,4	26,0	3,32	13,7
finland	2006	5,5	-45,1	7,7	25,9	3,33	11,9
finland	2007	3,9	-28,2	6,9	26,2	3,34	10,1
finland	2008	-2,5	-4,9	6,4	26,3	3,54	16,7
finland	2009	-0,4	2,6	8,2	25,9	3,73	7,5
finland	2010	4,8	15,5	8,4	25,4	3,71	19,9
finland	2011	-0,1	13,9	7,8	25,8	3,62	28,7
finland	2012	-0,4	10,6	7,7	25,9	3,4	-1,3
finland	2013	-1,3	3	8,2	25,4	3,27	-11,5
finland	2014	-1,6	-3,1	8,7	25,6	3,15	9,4
finland	2015	-0,5	4,8	9,4	25,2	2,87	1,4
finland	2016	0,6	5,2	8,8	25,4	2,72	3,9
finland	2017	0,8	0,5	8,6	25,3	2,73	-4
finland	2018	-0,1	-6,6	7,4	25,9	2,75	19,8
finland	2019	0	1,5	6,7	26,2	0	7,5
ireland	2000	0	0	4,5	30	1,09	0
ireland	2001	10,3	0	4,2	29	1,05	17,8

ireland	2002	-0,6	-21	4,7	0	1,06	10,5
ireland	2003	10	-23,5	4,8	30,6	1,12	22,5
ireland	2004	9,2	-22,3	4,7	31,5	1,18	20,1
ireland	2005	8	-46,2	4,6	31,9	1,19	35,1
ireland	2006	12,1	-25,8	4,8	31,9	1,2	21,6
ireland	2007	4,3	-31,4	5	31,3	1,23	9,6
ireland	2008	-8,4	-95,3	6,8	29,9	1,39	6,5
ireland	2009	-13,6	-115,7	12,6	28,8	1,61	3,4
ireland	2010	-11,6	-113,5	14,6	30,7	1,59	6,3
ireland	2011	-17,9	-139,3	15,4	29,8	1,56	-2,3
ireland	2012	-14,6	-137,8	15,5	30,4	1,56	-1,8
ireland	2013	-0,1	-133,4	13,8	30,7	1,57	1,9
ireland	2014	15,4	-164,7	11,9	31,1	1,52	19,5
ireland	2015	10,8	-198,4	10	29,7	1,18	9,6
ireland	2016	7,2	-171,7	8,4	29,6	1,17	1,5
ireland	2017	9,7	-167,2	6,7	30,6	1,24	4,3
ireland	2018	8,3	-165	5,8	28,9	1,15	5,1
ireland	2019	0,1	-172	5	0	0	0
france	2000	0	2,2	0	28	2,09	6,7
france	2001	5,7	8	0	27	2,14	4,8
france	2002	7,8	6,7	0	27	2,17	1,3
france	2003	10	-3,1	8,5	0	2,12	6,8
france	2004	12,7	-3,4	8,9	28,2	2,09	9,9
france	2005	13,3	-2	8,9	27,7	2,05	15
france	2006	9,7	-4,8	8,8	27,3	2,05	15,3
france	2007	3,6	-8,9	8	26,6	2,02	12,8
france	2008	-1,9	-13,8	7,4	29,8	2,06	2,1
france	2009	-4,8	-14,8	9,1	29,9	2,21	-0,7
france	2010	3,7	-9,3	9,3	29,8	2,18	3,5
france	2011	3,9	-8,7	9,2	30,8	2,19	6,9
france	2012	-1,9	-12,8	9,8	30,5	2,23	1,4
france	2013	-2,6	-16,6	10,3	30,1	2,24	0,5
france	2014	-1,7	-15,6	10,3	29,2	2,23	5,6
france	2015	-1,7	-12,9	10,4	29,2	2,27	2,2
france	2016	0,8	-13	10	29,3	2,22	4,6
france	2017	2,3	-20,1	9,4	28,8	2,21	4,6
france	2018	1,3	-18,8	9	28,5	2,2	1,6
france	2019	2,3	-22,9	8,5	0	0	0
germany	2000	0	1,6	7,9	25	2,41	8
germany	2001	-2	6,5	8	25	2,4	5,4
germany	2002	-2,6	0	8,8	0	2,44	1
germany	2003	-1,1	0,8	9,9	0	2,47	3,1
germany	2004	-2,6	4,5	10,9	0	2,44	3,9
germany	2005	0,1	13,4	11,2	26,1	2,44	6,5
germany	2006	-1,6	19,8	10,3	26,8	2,47	4,9

germany	2007	-4	18,8	8,7	30,4	2,46	8,3
germany	2008	-0,6	18,3	7,5	30,2	2,62	4,6
germany	2009	0,8	25,1	7,8	29,1	2,74	-6,3
germany	2010	-0,6	25,8	7	29,3	2,73	-0,9
germany	2011	1,7	23,3	5,8	29,0	2,81	3,1
germany	2012	2	28,7	5,4	28,3	2,88	3,2
germany	2013	1,7	34,7	5,2	29,7	2,84	-6,4
germany	2014	2,2	40,8	5	30,7	2,88	4,6
germany	2015	4,2	46,5	4,6	30,1	2,93	3,1
germany	2016	6,8	51,4	4,1	29,5	2,94	5,3
germany	2017	4,6	56,3	3,8	29,1	3,07	4,1
germany	2018	5,1	62,5	3,4	31,1	3,13	1,9
germany	2019	4,4	71,2	3,2	0	0	6,9
italy	2000	0	-6,4	10,6	29	1	12
italy	2001	3,2	-4,9	9,6	29	1,04	-3
italy	2002	8,7	-11,1	9	0	1,08	3,4
italy	2003	3	-12	8,7	0	1,06	11,7
italy	2004	3,6	-15	8	32,9	1,05	7,3
italy	2005	5,5	-15,4	7,7	32,7	1,04	12,1
italy	2006	3	-20	6,8	32,1	1,08	10,4
italy	2007	2,7	-21,1	6,1	32,0	1,13	0,6
italy	2008	-0,6	-21,6	6,7	31,2	1,16	-1,5
italy	2009	0,1	-22,3	7,8	31,8	1,22	5,1
italy	2010	-0,8	-20,1	8,4	31,7	1,22	4,2
italy	2011	-1,5	-18,2	8,4	32,5	1,2	5,1
italy	2012	-5	-23	10,7	32,4	1,26	7,2
italy	2013	-7,5	-23,3	12,2	32,8	1,3	-2,7
italy	2014	-4,9	-21	12,7	32,4	1,34	0,5
italy	2015	-4	-19,3	11,9	32,4	1,34	1,4
italy	2016	0,2	-11,9	11,7	33,1	1,37	3,3
italy	2017	-2,1	-7,7	11,2	32,7	1,37	4,2
italy	2018	-1,5	-5	10,6	33,4	1,39	-0,1
italy	2019	-0,6	-1,7	10	0	0	0
latvia	2000	0	-23,6	14,3	34	0,44	32,7
latvia	2001	-2	-29,5	13,7	0	0,4	20,4
latvia	2002	38,9	-33,1	12,5	0	0,41	24,7
latvia	2003	16,5	-38	11,6	0	0,36	24,3
latvia	2004	-4	-47,4	11,7	0	0,4	34,9
latvia	2005	13	-55,7	10	36,2	0,53	40
latvia	2006	41	-64,2	7	38,9	0,65	47,5
latvia	2007	22	-69	6,1	35,4	0,55	36,8
latvia	2008	-10,8	-74,1	7,7	37,5	0,58	9
latvia	2009	-34,9	-82,5	17,5	37,5	0,45	-9,2
latvia	2010	-8,7	-83	19,5	35,9	0,61	0,5
latvia	2011	4,1	-74,7	16,2	35,1	0,7	-6,2

latvia	2012	-0,3	-67,5	15	35,7	0,66	5,6
latvia	2013	6,8	-66,7	11,9	35,2	0,61	5,7
latvia	2014	4,3	-67,1	10,8	35,5	0,69	11,4
latvia	2015	-2,4	-64,1	9,9	35,4	0,62	13,2
latvia	2016	7,4	-59	9,6	34,5	0,44	4,7
latvia	2017	5,6	-56,2	8,7	34,5	0,51	6,2
latvia	2018	6,6	-49,1	7,4	35,6	0,64	-3
latvia	2019	5,9	-44,1	6,3	35,2	0	0
lithuania	2000	0	-37,2	16,4	31	0,58	11,6
lithuania	2001	10	-35,6	17,3	31	0,67	17,9
lithuania	2002	6	-32,6	13,7	0	0,66	15,9
lithuania	2003	11,5	-32,9	12,5	0	0,66	30,4
lithuania	2004	8,3	-36	10,9	0	0,75	25,5
lithuania	2005	22,7	-44,6	8,3	36,3	0,75	48,6
lithuania	2006	22,6	-50,6	5,8	35,0	0,79	32,9
lithuania	2007	19,3	-56,4	4,3	33,8	0,8	34,1
lithuania	2008	-1,7	-52,7	5,8	34,5	0,79	4,4
lithuania	2009	-32,8	-61,1	13,8	35,9	0,83	-4,5
lithuania	2010	-8,6	-60	17,8	37,0	0,79	-0,1
lithuania	2011	2,1	-53,6	15,4	33,0	0,91	2
lithuania	2012	-3,3	-54,3	13,4	32,0	0,9	-0,7
lithuania	2013	0,3	-50,6	11,8	34,6	0,95	-1,2
lithuania	2014	6,4	-46,8	10,7	35,0	1,03	16,7
lithuania	2015	4,7	-43,6	9,1	37,9	1,04	7,3
lithuania	2016	4,4	-42,9	7,9	37,0	0,84	15,8
lithuania	2017	5,2	-37,9	7,1	37,6	0,9	13,9
lithuania	2018	4,6	-31	6,2	36,9	0,94	8,2
lithuania	2019	4,9	-23,7	6,3	0	0	0
malta	2000	0	0	6,6	30	0	8,3
malta	2001	6,7	0	6,9	0	0	-0,3
malta	2002	10,6	0	6,9	0	0,25	15,9
malta	2003	15,1	0	7,6	0	0,24	15,1
malta	2004	13,3	37,7	7,2	0	0,49	101,4
malta	2005	4,6	35,9	6,9	27,0	0,53	66,1
malta	2006	17	27,8	6,8	27,1	0,58	33,7
malta	2007	19,5	21,4	6,5	26,3	0,55	45
malta	2008	7,1	4,2	6	28,1	0,53	10,3
malta	2009	-6,2	12,6	6,9	27,4	0,52	5,2
malta	2010	-1	12,1	6,9	28,6	0,61	14,3
malta	2011	-3,4	6,3	6,4	27,2	0,67	10,4
malta	2012	0,4	19,6	6,2	27,1	0,83	8,6
malta	2013	-1,4	26,9	6,1	28,0	0,77	0
malta	2014	2,1	42,9	5,7	27,7	0,71	5,9
malta	2015	4,1	37,4	5,4	28,1	0,74	3,6
malta	2016	4,8	35,3	4,7	28,6	0,57	3,9

malta	2017	4,2	63,8	4	28,2	0,58	6,5
malta	2018	5	62,9	3,7	28,7	0,57	2,3
malta	2019	4,6	62,2	3,4	28,0	0	0
holland	2000	0	0	2,9	29	1,79	8,7
holland	2001	6,1	0	2,3	27	1,8	6
holland	2002	2,8	0	2,8	27	1,75	4,4
holland	2003	0,1	-3,9	3,7	0	1,78	5,5
holland	2004	2,6	-0,2	4,6	0	1,79	7,2
holland	2005	2,8	-5	5,9	26,9	1,77	15,4
holland	2006	1,5	-1,9	5	26,4	1,74	11,6
holland	2007	2,8	-14,9	4,2	27,6	1,67	14,4
holland	2008	0,1	-8	3,7	27,6	1,62	4,5
holland	2009	-3	1,4	4,4	27,2	1,67	7,1
holland	2010	-3,3	11	5	25,5	1,7	5,4
holland	2011	-4	20,1	5	25,8	1,88	10,3
holland	2012	-7,9	26,7	5,8	25,4	1,92	6
holland	2013	-7,9	30,7	7,3	25,1	1,93	-1,6
holland	2014	-0,1	48	7,4	26,2	1,98	8
holland	2015	3,4	48,9	6,9	26,7	1,98	4
holland	2016	4,4	61,2	6	26,9	2	6,7
holland	2017	6,1	59,8	4,9	27,1	1,98	-0,1
holland	2018	7,1	71,9	3,8	27,4	2,16	-3,3
holland	2019	4,8	90	3,4	26,6	0	0
portugal	2000	0	-43	4,1	36	0,72	11,2
portugal	2001	1,6	-50,5	4,1	37	0,76	8,7
portugal	2002	-2,8	-56	5,1	0	0,72	2,8
portugal	2003	-2,4	-60,5	6,4	0	0,7	11,7
portugal	2004	-1,6	-65,8	6,7	37,8	0,73	6,3
portugal	2005	-1,5	-70,7	7,7	38,1	0,76	11,5
portugal	2006	-1,5	-81,7	7,8	37,7	0,95	13,9
portugal	2007	-1,9	-90,1	8,1	36,8	1,12	10,4
portugal	2008	1	-97,8	7,7	35,8	1,44	4,4
portugal	2009	1	-110,7	9,6	35,4	1,58	9,3
portugal	2010	-1	-107,2	11	33,7	1,54	10,9
portugal	2011	-6,5	-104,1	12,9	34,2	1,46	-4,9
portugal	2012	-8,7	-119,3	15,8	34,5	1,38	-3,5
portugal	2013	-2,6	-120,2	16,4	34,2	1,32	-5,2
portugal	2014	4	-123,8	14,1	34,5	1,29	-7,3
portugal	2015	2,2	-118,9	12,6	34,0	1,24	-1,4
portugal	2016	6,1	-110,5	11,2	33,9	1,28	-0,4
portugal	2017	7,6	-110,4	9	33,5	1,32	1,4
portugal	2018	8,8	-106,1	7,1	32,1	1,36	0,5
portugal	2019	8,6	-100,8	6,5	0	0	0,1
slovakia	2000	0	0	18,8	0	0,64	5,4
slovakia	2001	0	0	19,3	0	0,62	7,5

slovakia	2002	0	0	18,7	0	0,56	0,2
slovakia	2003	0	0	17,6	0	0,56	6,6
slovakia	2004	0	-51,6	18,2	0	0,5	7,2
slovakia	2005	0	-60,8	16,3	26,2	0,49	18,9
slovakia	2006	0	-64,7	13,4	28,1	0,47	-7,2
slovakia	2007	25,7	-56,3	11,1	24,5	0,45	25,4
slovakia	2008	12,9	-58	9,5	23,7	0,46	10,3
slovakia	2009	-12,8	-66,4	12	24,8	0,47	-5
slovakia	2010	-5	-61,5	14,4	25,9	0,61	2,3
slovakia	2011	-5,2	-63,9	13,6	25,7	0,66	0,6
slovakia	2012	-5,9	-60,6	14	25,3	0,8	1,1
slovakia	2013	-0,4	-62,2	14,2	24,2	0,82	1,4
slovakia	2014	1,5	-63,5	13,2	26,1	0,88	9,4
slovakia	2015	5,5	-63,9	11,5	23,7	1,16	10,4
slovakia	2016	7	-66,8	9,7	24,3	0,79	8,6
slovakia	2017	4,4	-68,3	8,1	23,2	0,89	17,4
slovakia	2018	4,9	-68,2	6,5	20,9	0,84	8,9
slovakia	2019	6,2	-65,5	5,8	0	0	5,4
spain	2000	0	-34,9	13,9	32	0,88	8,1
spain	2001	6	-38,6	10,6	33	0,89	7,6
spain	2002	12,4	-45,7	11,5	31	0,96	5,5
spain	2003	13,5	-50,6	11,5	0	1,02	16,8
spain	2004	13,1	-59,6	11	31,0	1,04	16,3
spain	2005	9,9	-63,9	9,2	32,2	1,1	24,9
spain	2006	9,5	-73,1	8,5	31,9	1,18	20,4
spain	2007	6,2	-85,3	8,2	31,9	1,24	17,1
spain	2008	-4,8	-85,4	11,3	32,4	1,33	5
spain	2009	-5,7	-97,6	17,9	32,9	1,36	2,8
spain	2010	-3,7	-91	19,9	33,5	1,36	-2,1
spain	2011	-9,8	-93,8	21,4	34,0	1,33	3,4
spain	2012	-16,5	-88,9	24,8	34,2	1,3	0,7
spain	2013	-10	-92,8	26,1	33,7	1,28	-10,3
spain	2014	0,2	-95,9	24,5	34,7	1,24	0
spain	2015	3,7	-88,9	22,1	34,6	1,22	-2
spain	2016	4,5	-85,5	19,6	34,5	1,19	2,4
spain	2017	4,5	-85,5	17,2	34,1	1,21	3,2
spain	2018	5,2	-80,2	15,3	33,2	1,24	-2,3
spain	2019	3,9	-74,4	14,1	33,0	0	0,9
cyprus	2000	0	0	4,9	0	0,23	-13,6
cyprus	2001	0	0	3,9	0	0,24	8
cyprus	2002	0	0	3,6	0	0,28	2,6
cyprus	2003	-0,9	0	4,3	0	0,32	11,8
cyprus	2004	8,6	0	4,7	0	0,34	291,4
cyprus	2005	3,1	0	5,3	28,7	0,37	10,2
cyprus	2006	7,9	-45,4	4,6	28,8	0,38	10,4

cyprus	2007	7,7	-56,5	3,9	29,8	0,4	11,1
cyprus	2008	0,9	-96,9	3,7	29,0	0,39	9,2
cyprus	2009	-6,8	-116	5,4	29,5	0,44	24,2
cyprus	2010	-8,2	-122,2	6,3	30,1	0,44	4,2
cyprus	2011	-4,4	-141,9	7,9	29,2	0,45	9,6
cyprus	2012	-5,5	-141,1	11,9	31,0	0,44	12,2
cyprus	2013	-3,9	-162,5	15,9	32,4	0,49	-3,4
cyprus	2014	-1,1	-163,8	16,1	34,8	0,51	11,6
cyprus	2015	0,6	-154,5	15	33,6	0,48	9,8
cyprus	2016	1,8	-134,2	13	32,1	0,52	-0,2
cyprus	2017	1,3	-126,5	11,1	30,8	0,55	-1,7
cyprus	2018	0,1	-121,3	8,4	29,1	0,55	0,3
cyprus	2019	3,3	-116	7,1	0	0	0
austria	2000	0	-16,2	3,5	24	1,89	10,1
austria	2001	-1,6	-20,9	3,6	24	1,99	5,8
austria	2002	-0,4	-20,5	4	0	2,07	0,5
austria	2003	-1,3	-12,8	4,3	27,4	2,17	6,5
austria	2004	-3,5	-13	5,5	25,8	2,17	9,8
austria	2005	2,5	-15,5	5,6	26,3	2,37	23,3
austria	2006	2	-12,9	5,3	25,3	2,36	9,9
austria	2007	2,1	-9,7	4,9	26,2	2,42	11
austria	2008	-1,1	-10	4,1	27,7	2,57	10,9
austria	2009	3,6	-5	5,3	27,5	2,6	-2,1
austria	2010	4,3	-5,2	4,8	28,3	2,73	-1,9
austria	2011	3	-1,9	4,6	27,4	2,67	1,5
austria	2012	4,8	-3,2	4,9	27,6	2,91	0,4
austria	2013	3	1,3	5,4	27,0	2,95	-3,2
austria	2014	1,4	3,4	5,6	27,6	3,08	-0,8
austria	2015	3,4	2,2	5,7	27,2	3,05	-0,1
austria	2016	7	4,1	6	27,2	3,12	-2,8
austria	2017	3,2	2,8	5,5	27,9	3,05	2,2
austria	2018	2,5	3,7	4,9	26,8	3,17	1,7
austria	2019	4,1	9,6	4,5	27,5	0	0
belgium	2000	0	0	7	30	1,94	2,4
belgium	2001	2,4	0	6,6	28	2,03	7,4
belgium	2002	5,3	0	7,5	0	1,9	-1,5
belgium	2003	5,4	0	8,2	28,3	1,84	11,1
belgium	2004	6	0	8,4	26,1	1,82	13,3
belgium	2005	9,5	38,6	8,5	28,0	1,79	16,3
belgium	2006	6,8	34,5	8,3	27,8	1,82	11,2
belgium	2007	5	33,7	7,5	26,3	1,85	14,5
belgium	2008	1,2	42,9	7	27,5	1,94	-4,4
belgium	2009	0,3	58,2	7,9	26,4	2	0,5
belgium	2010	1,2	56,3	8,3	26,6	2,06	-1,2
belgium	2011	1,1	51,4	7,2	26,3	2,17	5,4

belgium	2012	0,2	40,8	7,6	26,5	2,28	-5,1
belgium	2013	0,1	43,2	8,4	25,9	2,33	1,2
belgium	2014	-1,3	44,8	8,5	25,9	2,37	2,5
belgium	2015	0,8	45,2	8,5	26,2	2,43	2,7
belgium	2016	1,2	54,5	7,8	26,3	2,52	2,4
belgium	2017	1,7	56,8	7,1	26,1	2,66	1,4
belgium	2018	1	38,1	6	25,7	2,76	-2,6
belgium	2019	2,5	47,2	5,4	0	0	4,4
estonia	2000	0	-48	14,6	36	0,6	41,7
estonia	2001	0	-48,2	13	35	0,7	13,1
estonia	2002	0	-53,2	11,2	35	0,71	24,3
estonia	2003	0	-65,6	10,3	0	0,76	13,4
estonia	2004	0	-85,7	10,1	37,4	0,85	27,9
estonia	2005	0	-84,1	8	34,1	0,92	19,7
estonia	2006	41,7	-73,1	5,9	33,1	1,11	21,3
estonia	2007	11,9	-70,6	4,6	33,4	1,06	27,3
estonia	2008	-16,3	-74,9	5,5	30,9	1,25	3,2
estonia	2009	-36,3	-78,2	13,5	31,4	1,39	-4,6
estonia	2010	1,7	-69,4	16,7	31,3	1,57	-8,6
estonia	2011	3,1	-54	12,3	31,9	2,28	-0,2
estonia	2012	3,1	-50,7	10	32,5	2,11	10,9
estonia	2013	7,3	-49,7	8,6	32,9	1,71	10,3
estonia	2014	12,9	-46,7	7,4	35,6	1,42	13
estonia	2015	7,3	-39,9	6,2	34,8	1,46	8,6
estonia	2016	4	-39,2	6,8	32,7	1,25	6,7
estonia	2017	1,8	-32,5	5,8	31,6	1,28	14,3
estonia	2018	2,1	-27,7	5,4	30,6	1,4	6,9
estonia	2019	4,4	-20,9	4,4	30,5	0	0
slovenia	2000	0	-11,8	6,8	22	1,36	18,3
slovenia	2001	0	-2,1	6,2	22	1,47	27,2
slovenia	2002	0	0,1	6,3	22	1,44	24,1
slovenia	2003	0	-5,6	6,7	0	1,25	12,5
slovenia	2004	6,5	-7,7	6,3	0	1,37	11,5
slovenia	2005	12	-10,9	6,5	23,8	1,42	17,5
slovenia	2006	14,1	-16,8	6	23,7	1,54	13,7
slovenia	2007	18,8	-25,5	4,9	23,2	1,43	28,4
slovenia	2008	1,3	-39,4	4,4	23,4	1,63	6,6
slovenia	2009	-10,2	-40,6	5,9	22,7	1,81	7,4
slovenia	2010	-1,3	-43,1	7,3	23,8	2,05	-3,4
slovenia	2011	0,9	-39,8	8,2	23,8	2,41	-1,2
slovenia	2012	-8,5	-44	8,9	23,7	2,56	-0,7
slovenia	2013	-7,2	-39,3	10,1	24,4	2,56	-10,1
slovenia	2014	-6,2	-38,4	9,7	25,0	2,37	-0,1
slovenia	2015	1,4	-31,2	9	24,5	2,2	-3,8
slovenia	2016	3,9	-28,9	8	24,4	2,01	3,4

slovenia	2017	6,2	-24,2	6,6	23,7	1,87	5,3
slovenia	2018	7,3	-18,9	5,1	23,4	1,95	4,1
slovenia	2019	5	-19,3	4,5	23,9	0	9,8
luxembu rg	2000	0	0	2,4	26	1,58	16,6
luxembu rg	2001	12,1	0	2,3	27	0	12,1
luxembu rg	2002	7	64,3	2,9	0	0	4,3
luxembu rg	2003	8,8	73,3	3,7	27,6	1,63	18,1
luxembu rg	2004	11,4	17,9	5,1	26,5	1,6	14,9
luxembu rg	2005	7,8	19,7	4,5	26,5	1,57	29,7
luxembu rg	2006	8,4	21,3	4,7	27,8	1,67	16
luxembu rg	2007	4,6	-18,2	4,1	27,4	1,59	14,2
luxembu rg	2008	0,2	16,3	5,1	27,7	1,62	-6,9
luxembu rg	2009	-0,6	-28,9	5,1	29,2	1,68	6,8
luxembu rg	2010	4,2	-20,4	4,4	27,9	1,5	13,1
luxembu rg	2011	0,6	28,9	4,9	27,2	1,46	10,9
luxembu rg	2012	2,1	58,4	5,1	28,0	1,27	15,1
luxembu rg	2013	3,3	58,9	5,9	30,4	1,3	10,3
luxembu rg	2014	3,9	59,3	5,9	28,7	1,27	37,8
luxembu rg	2015	5,3	50	6,7	28,5	1,3	17,5
luxembu rg	2016	5,7	54,6	6,3	31,0	1,3	5,2
luxembu rg	2017	3,7	51,8	5,5	30,9	1,27	0,4
luxembu rg	2018	4,8	53,8	5,6	33,2	1,21	-2
luxembu rg	2019	8	50,9	5,6	0	0	0

country year current account Financial sector Net leverage (debt to Lending/Borrowing sector) Private

		equity), non-consolidated - %	(current and capital account) - annual data	credit flow:	
finland	2000	7,5	2,93	7,6	12,9
finland	2001	8	3,21	8,1	-3,5
finland	2002	8,2	3,49	8,3	-1,1
finland	2003	4,6	3,24	4,7	3,9
finland	2004	5,8	3,02	5,9	3,8
finland	2005	3	2,54	3,2	1,6
finland	2006	3,9	2,19	4	6
finland	2007	4	2,44	4,1	9,6
finland	2008	2,5	4,31	2,6	17,3
finland	2009	2	3,59	2,1	-7,2
finland	2010	1,5	3,93	1,6	2,9
finland	2011	-1,4	5,93	-1,3	5,2
finland	2012	-2,1	5,07	-2	0,8
finland	2013	-1,8	3,51	-1,7	3,8
finland	2014	-1,3	3,50	-1,2	7,4
finland	2015	-0,9	2,97	-0,9	11,2
finland	2016	-2	2,86	-2	-6,7
finland	2017	-0,9	2,63	-0,8	8,5
finland	2018	-1,7	3,16	-1,6	-2,3
finland	2019	-0,5	3,07	-0,4	-0,3
ireland	2000	0,6	0	0	0
ireland	2001	0,2	1,31	0	0
ireland	2002	0,2	1,40	0,7	6,7
ireland	2003	0,5	1,58	0,8	-4,1
ireland	2004	-0,1	1,77	0,1	8,8
ireland	2005	-3,5	1,86	-3,3	15,3
ireland	2006	-5,4	1,78	-5,2	25,6
ireland	2007	-6,5	1,90	-6,4	12,5
ireland	2008	-6,2	2,76	-6,2	34,4
ireland	2009	-4,7	2,31	-4,6	0,2
ireland	2010	-1,2	1,82	-1,1	8,1
ireland	2011	-1,6	1,50	-1,5	22,1
ireland	2012	-3,4	1,21	-3,3	-3,1
ireland	2013	1,6	1,01	1	-1,9
ireland	2014	1,1	0,86	-2,4	7,3
ireland	2015	4,4	0,81	3,9	2,4
ireland	2016	-4,2	0,71	-5,8	-19,4
ireland	2017	0,5	0,59	-8,2	8,9
ireland	2018	10,6	0,63	-5,8	-5,6
ireland	2019	-9,4	0	-19,4	0
france	2000	1,1	2,28	1,2	7
france	2001	1,6	2,46	1,5	4,5

france	2002	1,1	2,67	1,2	3,9
france	2003	0,8	2,49	0,4	1,1
france	2004	0,5	2,46	0,6	5,3
france	2005	0,1	2,41	0,1	4,6
france	2006	0,3	2,32	0,3	7
france	2007	-0,1	2,93	0	8,6
france	2008	-0,7	4,13	-0,7	6,5
france	2009	-0,6	3,33	-0,5	-2,6
france	2010	-0,6	3,44	-0,6	0,6
france	2011	-0,9	4,49	-0,9	6,3
france	2012	-1	4,02	-1,1	2,1
france	2013	-0,5	3,69	-0,5	0,1
france	2014	-1	3,88	-1	2,3
france	2015	-0,4	3,58	-0,4	7
france	2016	-0,5	3,44	-0,4	5,2
france	2017	-0,8	3,32	-0,8	8,1
france	2018	-0,6	3,93	-0,5	8,7
france	2019	-0,7	0	-0,6	0
germany	2000	-1,8	4,25	-1,5	4,2
germany	2001	-0,4	4,83	-0,5	2,8
germany	2002	1,9	6,40	1,7	1,4
germany	2003	1,4	5,63	1,7	-0,7
germany	2004	4,5	5,70	4,5	-2,8
germany	2005	4,7	5,10	4,6	-0,3
germany	2006	5,8	4,81	5,7	1,8
germany	2007	6,9	5,01	6,8	2,1
germany	2008	5,7	7,24	5,7	1,5
germany	2009	5,8	5,72	5,8	-0,7
germany	2010	5,7	5,26	5,8	0,9
germany	2011	6,2	5,58	6,2	0,8
germany	2012	7,1	4,85	7,1	1,1
germany	2013	6,6	4,04	6,5	0,4
germany	2014	7,2	3,79	7,3	0,7
germany	2015	8,6	3,44	8,6	2,3
germany	2016	8,5	3,43	8,6	2,1
germany	2017	7,8	3,26	7,7	3,1
germany	2018	7,4	3,35	7,4	3,8
germany	2019	7,1	3,02	7,1	2,2
italy	2000	-0,3	1,59	0	5,2
italy	2001	0,2	2,10,	0,2	4,4
italy	2002	-0,5	2,72	-0,5	2,6
italy	2003	-0,8	2,55	-0,6	4,2
italy	2004	-0,5	2,63	-0,4	3,3
italy	2005	-0,9	2,52	-0,8	4,6
italy	2006	-1,5	2,53	-1,4	5,7

italy	2007	-1,4	3,54	-1,3	8,2
italy	2008	-2,8	7,58	-2,8	4,4
italy	2009	-1,9	6,89	-1,8	-1,7
italy	2010	-3,3	8,99	-3,3	1,6
italy	2011	-2,8	12,15	-2,8	1,6
italy	2012	-0,2	12,30	-0,1	-1,7
italy	2013	1,1	9,35	1,1	-2,6
italy	2014	1,9	7,77	2,1	0,1
italy	2015	1,4	6,57	1,8	-1,5
italy	2016	2,6	7,40	2,4	-0,1
italy	2017	2,6	6,48	2,6	-1
italy	2018	2,5	7,49	2,5	0,8
italy	2019	3	0	2,9	0
latvia	2000	-3,8	7,39	-3,4	3,2
latvia	2001	-6	8,19	-5,6	5,8
latvia	2002	-5,4	8,08	-5,2	6,3
latvia	2003	-7,1	8,71	-6,5	2,3
latvia	2004	-11,6	9,26	-10,7	11,5
latvia	2005	-11,7	10,29	-10,5	15,9
latvia	2006	-20,7	10,92	-19,6	20,2
latvia	2007	-20,7	10,15	-18,9	20,2
latvia	2008	-12,3	9,83	-10,9	9,8
latvia	2009	7,7	8,44	10,1	-2
latvia	2010	1,8	8,10	3,8	-4
latvia	2011	-3,2	6,72	-1,1	5
latvia	2012	-3,6	6,79	-0,7	-2,4
latvia	2013	-2,7	6,21	-0,2	-0,5
latvia	2014	-2,3	6,21	0,9	-3,4
latvia	2015	-0,9	5,67	1,9	-1,5
latvia	2016	1,4	5,92	2,5	3
latvia	2017	1	5,88	1,7	1,9
latvia	2018	-0,7	5,30	1,1	0,2
latvia	2019	-0,5	0	1,4	0
lithuania	2000	-4,7	5,13	-4,7	2,2
lithuania	2001	-3,8	6,19	-3,7	0,7
lithuania	2002	-4	6,12	-4	2,3
lithuania	2003	-5,7	8,40	-5,7	6
lithuania	2004	-7,8	7,49	-7,1	6,2
lithuania	2005	-7,4	6,53	-6,4	8,6
lithuania	2006	-10,6	7,23	-9,1	11,5
lithuania	2007	-15,3	7,69	-13,2	21,7
lithuania	2008	-13,2	10,07	-11,3	5
lithuania	2009	2,1	7,87	6,4	-13,1
lithuania	2010	0,2	6,07	4	-3,4
lithuania	2011	-3,7	6,18	-0,5	-0,7

lithuania	2012	-1,6	6,17	1,3	1,6
lithuania	2013	1,7	5,78	4,8	1,2
lithuania	2014	3,5	4,45	6,1	-1,6
lithuania	2015	-2,4	4,70	0,6	1,6
lithuania	2016	-1,1	5,49	0,3	4,7
lithuania	2017	0,5	5,69	1,7	3,9
lithuania	2018	0,3	5,92	1,8	2,7
lithuania	2019	4,3	0	6	0
malta	2000	0	4,81	0	3
malta	2001	0	4,48	0	4,6
malta	2002	0	5,00	0	14,7
malta	2003	0	4,55	0	12,5
malta	2004	-4,5	1,97	-3,1	8
malta	2005	-8,1	0,84	-5	10,3
malta	2006	-5,9	0,60	-2,3	12,5
malta	2007	-3	0,47	-1,7	14,3
malta	2008	-2,4	0,49,	-2	23,2
malta	2009	-8,5	0,49	-7,3	16,8
malta	2010	-6,3	0,45	-4,3	11,4
malta	2011	-2	0,40	-0,8	14,1
malta	2012	-0,4	0,37	1,5	3,9
malta	2013	0,1	0,38	1,9	3,1
malta	2014	5,8	0,41	7,5	8,4
malta	2015	2,8	0,37	5,6	13,3
malta	2016	3,8	0,36	4,1	10
malta	2017	10,5	0,36	11,1	7,6
malta	2018	11,1	0,33	12	9,4
malta	2019	9,8	0	10,7	0
holland	2000	0	2,00	0	5,4
holland	2001	0	2,23	0	3,5
holland	2002	0	2,49	0	2,8
holland	2003	0	2,64	0	4,4
holland	2004	7,6	2,65	7,7	2,9
holland	2005	7,1	2,58	7,1	6,7
holland	2006	9,1	2,30	8,9	3,3
holland	2007	6,9	2,30	5,2	7,7
holland	2008	5	2,40	4,9	6,2
holland	2009	5,4	1,85	5,5	0,4
holland	2010	7	1,79	6,5	13,7
holland	2011	8,6	1,73	8,7	15,3
holland	2012	10,2	1,58	8,9	4,1
holland	2013	9,8	1,35	9,9	6,4
holland	2014	8,5	1,44	8,4	0,2
holland	2015	6,3	1,34	5,8	-0,2
holland	2016	8,1	1,22	7,9	1,5

holland	2017	10,8	1,15	10,8	4,6
holland	2018	10,8	1,22	10,8	3,7
holland	2019	9,9	0	9,9	0
portugal	2000	-10,8	3,25	-9,4	11,2
portugal	2001	-10,4	3,15	-8,9	9,3
portugal	2002	-8,4	3,35	-6,5	4,1
portugal	2003	-6,6	2,75	-4,4	4,8
portugal	2004	-8	2,43	-6,2	9,9
portugal	2005	-9,6	2,27	-8,2	1,6
portugal	2006	-10,3	2,00	-9,1	2,9
portugal	2007	-9,6	2,14	-8,5	9,5
portugal	2008	-11,8	2,60	-10,6	11,4
portugal	2009	-10,3	2,62	-9,1	3,4
portugal	2010	-10,3	2,92	-8,9	9
portugal	2011	-6	4,03	-4,5	3,5
portugal	2012	-1,6	3,81	0,5	0,2
portugal	2013	1,6	3,58	3,3	-1,2
portugal	2014	0,2	3,44	1,5	-1,6
portugal	2015	0,2	3,54	1,5	1,3
portugal	2016	1,2	3,86	2,1	-1,9
portugal	2017	1,3	3,70	2,2	0,3
portugal	2018	0,4	3,91	1,4	0
portugal	2019	-0,1	3,80	0,9	-0,3
slovakia	2000	0	21,03,	0	-9,5
slovakia	2001	0	22,08	0	3,1
slovakia	2002	0	19,78	0	4,9
slovakia	2003	0	15,29	0	0,6
slovakia	2004	-10,1	13,14	-9,7	-1,5
slovakia	2005	-10,6	15,34	-10,6	1
slovakia	2006	-9,5	12,33	-9,5	2,8
slovakia	2007	-5,9	10,09	-5	3,6
slovakia	2008	-6,4	11,63	-5,3	6
slovakia	2009	-3,4	11,54	-2,7	-0,9
slovakia	2010	-4,7	10,00	-3,2	0,2
slovakia	2011	-4,9	9,84	-3,7	1,2
slovakia	2012	0,9	8,11	2,9	-0,5
slovakia	2013	1,9	7,51	3,3	1
slovakia	2014	1,1	7,91	2,1	-1
slovakia	2015	-2,1	5,25	1,2	1,1
slovakia	2016	-2,7	5,42	-1	6,2
slovakia	2017	-1,9	6,81	-1,8	5,9
slovakia	2018	-2,6	7,48	-1,3	-0,9
slovakia	2019	-2,9	7,42	-1,9	0,5
spain	2000	-4,3	2,69	-3,7	17
spain	2001	-4,4	2,95	-3,7	12,9

spain	2002	-3,7	3,53	-2,8	9
spain	2003	-3,9	3,24	-2,9	10
spain	2004	-5,5	3,11	-4,6	11,3
spain	2005	-7,3	3,30	-6,6	16,2
spain	2006	-8,9	3,37	-8,5	20,7
spain	2007	-9,4	4,05	-9,1	17,8
spain	2008	-8,9	6,15	-8,8	9,3
spain	2009	-4,1	5,65	-4	-1,2
spain	2010	-3,7	6,57	-3,5	2,3
spain	2011	-2,7	6,81	-2,8	-2,1
spain	2012	0,1	7,14	0,6	-8,1
spain	2013	2	5,12	2,6	-5,8
spain	2014	1,7	4,38	2,1	-4,8
spain	2015	2	4,24	2,7	-0,4
spain	2016	3,2	3,93	3,4	0,4
spain	2017	2,7	3,80	2,9	0,2
spain	2018	1,9	4,17	2,4	0,7
spain	2019	2	4,05	2,3	-0,4
cyprus	2000	0	3,30	0	27,9
cyprus	2001	0	6,03	0	-1,8
cyprus	2002	0	6,15	0	-13,3
cyprus	2003	0	7,01	0	1
cyprus	2004	-5,1	1,01	0	8,1
cyprus	2005	-6	1,15	0	18,7
cyprus	2006	-8,2	1,21	0	9,8
cyprus	2007	-11,8	1,31	0	24,2
cyprus	2008	-14,7	1,70	-14,6	30,3
cyprus	2009	-6,7	1,35	-6,4	3,2
cyprus	2010	-10,7	1,14	-10,4	11,2
cyprus	2011	-2,3	1,12	-1,9	11,3
cyprus	2012	-3,9	0,94	-3,7	-4
cyprus	2013	-1,5	0,83	-1	-4,5
cyprus	2014	-4,1	0,88	-3,3	1,8
cyprus	2015	-0,4	0,84	-0,4	5,5
cyprus	2016	-4,2	0,74	-4,1	12,9
cyprus	2017	-5,1	0,76	-4,7	6,7
cyprus	2018	-4,4	0,69	-3,8	5,9
cyprus	2019	-6,7	0	-6,6	0
austria	2000	-0,7	3,27	-0,9	8,9
austria	2001	-0,8	3,54	-1	6,1
austria	2002	2,1	3,41	1,9	3
austria	2003	1,5	3,19	1,5	3,1
austria	2004	2,1	3,05	2	0
austria	2005	2,3	2,22	2,3	3,2
austria	2006	3,3	2,11	3	4,9

austria	2007	3,8	2,04	3,8	7,7
austria	2008	4,5	2,90	4,4	4,1
austria	2009	2,6	2,37	2,6	-3,5
austria	2010	2,9	2,29	2,9	2
austria	2011	1,6	2,45	1,5	2,1
austria	2012	1,5	2,20	1,3	0,2
austria	2013	1,9	2,04	1,8	2,2
austria	2014	2,5	1,93	2,4	1
austria	2015	1,7	1,82	1,2	1,6
austria	2016	2,7	1,94	2,6	4
austria	2017	1,6	1,88	1,5	4,1
austria	2018	2,3	2,03	2,3	3,5
austria	2019	2,6	0	2,6	0
belgium	2000	-1,8	2,11	0	15,5
belgium	2001	-0,4	2,09	0	10,7
belgium	2002	1,9	2,42	0	2,6
belgium	2003	1,4	2,41	3,2	14,3
belgium	2004	4,5	2,13	3,2	7,6
belgium	2005	4,7	2,13	1,9	2
belgium	2006	5,8	1,96	1,9	3,1
belgium	2007	6,9	1,94	1,6	13,4
belgium	2008	5,7	2,38	-1,5	16,2
belgium	2009	5,8	2,02	1,5	6,9
belgium	2010	5,7	1,90	1,6	-9
belgium	2011	6,2	1,92	-2	16,1
belgium	2012	7,1	1,99	0,6	6,5
belgium	2013	6,6	1,90	0,9	5,2
belgium	2014	7,2	1,88	0,6	1,1
belgium	2015	8,6	1,74	1,4	-1,1
belgium	2016	8,5	1,94	0,7	20,7
belgium	2017	7,8	1,92	1,3	1,9
belgium	2018	7,4	1,97	-1,4	-7,3
belgium	2019	7,1	1,93	-1,1	3
estonia	2000	-5,4	2,46	-4,9	11
estonia	2001	-7,1	2,53	-6,9	16,4
estonia	2002	-11,1	2,30	-10,5	13,4
estonia	2003	-12,9	2,87	-12,3	16,1
estonia	2004	-11,9	2,25	-11,2	13,2
estonia	2005	-8,7	2,61	-7,9	5,9
estonia	2006	-14,9	4,28	-12,8	22
estonia	2007	-14,9	4,29	-13,6	16,5
estonia	2008	-8,6	4,87	-7,4	8,3
estonia	2009	2,5	4,80	5,9	-9,9
estonia	2010	1,8	3,93	5,2	-3,3
estonia	2011	1,3	3,99	5,3	2,8

estonia	2012	-1,9	3,66	1,5	7,9
estonia	2013	0,3	2,96	2,9	5,2
estonia	2014	0,7	3,10	1,8	5,1
estonia	2015	1,8	3,68	3,8	0,5
estonia	2016	1,7	3,63	2,7	3,2
estonia	2017	2,7	3,25	3,6	2,5
estonia	2018	2	3,05	3,4	3,3
estonia	2019	2,8	0	3,9	0
slovenia	2000	-2,8	4,10	-2,8	8,2
slovenia	2001	0	4,85	0	8,7
slovenia	2002	0,9	5,04	0,2	6,9
slovenia	2003	-0,8	4,88	-1,4	7
slovenia	2004	-2,7	4,68	-3	7,4
slovenia	2005	-1,8	5,36	-2,2	9,6
slovenia	2006	-1,8	4,72	-2,3	9,6
slovenia	2007	-4,1	4,33	-4,3	17,7
slovenia	2008	-5,3	6,51	-5,4	15,1
slovenia	2009	-1,1	6,36	-1	1,5
slovenia	2010	-0,7	6,24	-0,6	0,7
slovenia	2011	-0,8	7,00	-1	1,8
slovenia	2012	1,3	7,02	1,4	-2,6
slovenia	2013	3,3	5,59	3,7	-3,7
slovenia	2014	5,1	4,26	5,3	-5,2
slovenia	2015	3,8	3,90	4,9	-6,2
slovenia	2016	4,8	3,77	4,1	-1,9
slovenia	2017	6,3	3,69	5,5	-1,2
slovenia	2018	6,1	3,81	5,6	-0,3
slovenia	2019	6,6	3,60	6,2	0,4
luxemburg	2000	12,6	0,70	12,2	9,6
luxemburg	2001	8,3	0,74	7,9	44,6
luxemburg	2002	9,3	0,69	8,9	8,8
luxemburg	2003	6,5	0,65	6,1	53,2
luxemburg	2004	11,8	0,62	9,9	-8,7
luxemburg	2005	11	0,64	14,2	4,7
luxemburg	2006	9,9	0,64	9,2	24,9
luxemburg	2007	9,7	0,62	9,3	132,4
luxemburg	2008	7,6	0,73	6,9	-1,4
luxemburg	2009	7,2	0,58	6,1	7,4
luxemburg	2010	6,7	0,49	6,2	-16,9
luxemburg	2011	6	0,56	5,6	26,5
luxemburg	2012	5,6	0,61	4,8	16,2
luxemburg	2013	5,4	0,56	4,4	22,4
luxemburg	2014	5,2	0,59	3,9	34,7
luxemburg	2015	5,1	0,54	4,6	12,7
luxemburg	2016	4,9	0,54	4,7	7,2

luxemburg	2017	4,9	0,49	4,5	44,2
luxemburg	2018	4,8	0,51	6,1	9,8
luxemburg	2019	4,5	-	4,3	0

		finland	ireland	france	germany	italy
Hofstede dimensions	PDI	33	28	68	35	50
	IDV	63	70	71	67	76
	MAS	26	68	43	66	70
	UAI	59	35	86	65	75
	LTO	0	0	0	31	0
		holland	portugal	spain	austria	belgium
	PDI	38	63	57	11	65
	IDV	80	27	51	55	75
	MAS	14	31	42	79	54
	UAI	53	104	86	70	94
	LTO	44	0	0	0	0