



Πανεπιστήμιο Δυτικής Αττικής
Σχολή Διοικητικών, Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής
**Π.Μ.Σ. «Δημόσια Οικονομική &
Πολιτική»**



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΥΡΩ
ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

Μίλος Σπυρίδων Χρήστος , ΑΜ: 19019

Επιβλέπων: Καθηγητής Σταματόπουλος Θεόδωρος

Αθήνα 2023



Πανεπιστήμιο Δυτικής Αττικής
Σχολή Διοικητικών, Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής
Π.Μ.Σ. «Δημόσια Οικονομική & Πολιτική»



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΥΡΩ
ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

Μίλος Σπυρίδων Χρήστος, ΑΜ: 19019

Επιβλέπων: Καθηγητής Σταματόπουλος Θεόδωρος

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Δυτικής Αττικής για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Δημόσια Οικονομική και Πολιτική.

Αιγάλεω, 2023



University of West Attica
School of Administration, Economic, and Social Sciences
Department of Accounting & Finance
M.Sc. in Public Economics and Policy



MASTER THESIS

INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM: PROSPECTS OF THE EURO AND GREECE

Milos Spyridon Christos , RN: 19019

Supervisor: Professor Stamatopoulos Theodoros

Master Thesis submitted to the Dept. of Accounting & Finance of the University of West Attica in partial fulfilment of the requirements for the degree of M.Sc. in Public Economics and Policy

Aigaleo, Greece, 2023



Πανεπιστήμιο Δυτικής Αττικής
Σχολή Διοικητικών, Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής
**Π.Μ.Σ. «Δημόσια Οικονομική &
Πολιτική»**



**ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΥΡΩ
ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

Μέλη Εξεταστικής Επιτροπής

Εγκρίθηκε από την εξεταστική επιτροπή την 28/02/2023

Α/α	ΟΝΟΜΑ ΕΠΩΝΥΜΟ	ΒΑΘΜΙΔΑ/ΙΔΙΟΤΗΤΑ	ΨΗΦΙΑΚΗ ΥΠΟΓΡΑΦΗ
1.	Θεόδωρος Σταματόπουλος	Καθηγητής Πανεπιστήμιο Δυτικής Αττικής	
2.	Βασίλειος Πανάγου	Καθηγητής Πανεπιστήμιο Δυτικής Αττικής	
3.	Μιλτιάδης Χαλικιάς	Καθηγητής Πανεπιστήμιο Δυτικής Αττικής	

ΔΗΛΩΣΗ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Ο κάτωθι υπογεγραμμένος Μίλος Σπυρίδων Χρήστος του Θωμά, με αριθμό μητρώου 19019 φοιτητής του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών Δημόσια Οικονομική & Πολιτική του Τμήματος Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής της Σχολής Διοικητικών, Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Δυτικής Αττικής, δηλώνω ότι:

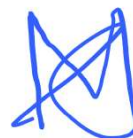
«Είμαι συγγραφέας αυτής της μεταπτυχιακής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην εργασία. Επίσης, οι όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε ακριβώς είτε παραφρασμένες, αναφέρονται στο σύνολό τους, με πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Επίσης, βεβαιώνω ότι αυτή η εργασία έχει συγγραφεί από μένα αποκλειστικά και αποτελεί προϊόν πνευματικής ιδιοκτησίας τόσο δικής μου, όσο και του Ιδρύματος.

Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Επιθυμώ την απαγόρευση πρόσβασης στο πλήρες κείμενο της εργασίας μου μέχρι και έπειτα από αίτηση μου στη Βιβλιοθήκη και έγκριση του επιβλέποντα καθηγητή.

Ο Δηλών

*** Όνομα Επώνυμο/Ιδιότητα**



Μίλος Σπυρίδων Χρήστος

* Ψηφιακή υπογραφή του επιβλέποντος αν έχει ζητηθεί απαγόρευση πρόσβασης στην εργασία για κάποιο χρονικό διάστημα.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στην οικογένεια μου που όλον αυτό τον καιρό ήταν πάντα δίπλα μου, προσφέροντας μου ότι ήταν απαραίτητο για να ολοκληρώσω με επιτυχία το μεταπτυχιακό πρόγραμμα.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Καθηγητή Θεόδωρο Σταματόπουλο, επιβλέποντα της διπλωματικής μου εργασίας, για τη πολύτιμη συνεισφορά του στην παρούσα εργασία.

Μίλος Σπυρίδων Χρήστος

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εξετάζει τα χαρακτηριστικά του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος και του ευρώ ως τμήμα και συνέπειες τους στην Ελληνική οικονομία.

Πραγματοποιήθηκε βιβλιογραφική επισκόπηση για το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα, τις προοπτικές του ευρώ και συνέπειες του στην ελληνική οικονομία. Διενεργήθηκαν σχετικές αναζητήσεις σε επιστημονικές βάσεις δεδομένων, όπως: Science Direct, kallipos, Research Gate, Elsevier, google scholar, Emerald Publishing με λέξεις κλειδιά: Διεθνές Νομισματικό Σύστημα, Ευρώ, με έμφαση στον διεθνή του ρόλο, Ελληνική Οικονομία, Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα. Ο στόχος της δευτερογενούς έρευνας είναι να συγκεντρώσει πολλές διαφορετικές πρωτογενείς έρευνες (όπως μελέτες και ελέγχους), για να διατυπώσει θεμελιωμένα επιχειρήματα.

Ουσιαστικά στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος, όπως οι στόχοι και οι στρατηγικές, όχι μόνο εισάγονται γενικά αλλά και συζητούνται κριτικά ανάλογα με τα αποτελέσματα. Τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι υπάρχει περιθώριο για διεύρυνση των ορίων των ιδιωτικών επενδύσεων στην Ελλάδα μέσω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και συναφών μακροοικονομικών πολιτικών. Η προσέγγιση του «προβλεπόμενου κανόνα» παρέχει ένα χρήσιμο επενδυτικό σημείο αναφοράς με βάση τα στοιχεία μεταξύ των χωρών και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της Ελλάδας, ενώ το επενδυτικό ποσοστό ισορροπίας εκτιμάται μέσω της προσέγγισης του «χρυσού κανόνα».

Περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να επεκτείνει το συγκριτικό πλαίσιο για ποιοτικές μελέτες σε παρόμοιες χώρες της ευρωζώνης.

Σημαντικοί όροι: Διεθνές Νομισματικό Σύστημα. Ευρώ και Ελληνική Οικονομία. Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα.

Κωδικοί JEL: F15-Economic Integration. F36-Financial Aspects of Economic Integration. F63-Economic Development.

Abstract

This dissertation examines the characteristics of the International Monetary System and the euro as a part and their consequences in the Greek economy.

A bibliographic review was carried out on the International Monetary System, the prospects of the euro and its consequences on the Greek economy. Relevant searches were conducted in scientific databases, such as: Science Direct, kallipos, Research Gate, Elsevier, google scholar, Emerald Publishing with key words: International Monetary System, Euro, with an emphasis on its international role, Greek Economy, European Monetary System. The goal of secondary research is to bring together many different primary studies to justify well-founded arguments.

Essential elements of the International Monetary System, such as goals and strategies, are not only introduced in general but also critically discussed depending on the results. The findings suggest that there is a scope for expanding the boundaries of private investment in Greece through structural reforms and related macroeconomic policies. The «predicted rule» approach provides a useful investment reference point based on cross-country data and Greece's particularities, while the equilibrium investment rate is estimated through the "golden rule" approach.

Further research could expand the comparative framework for qualitative studies in similar Eurozone countries.

Important Terms: International Monetary System. Euro and Greek Economy. European Monetary System.

JEL codes: F15-Economic Integration. F36-Financial Aspects of Economic Integration. F63-Economic Development.

Πίνακας Περιεχομένων

Ευχαριστίες	iii
Περίληψη.....	v
Abstract	vi
Εισαγωγή.....	Error! Bookmark not defined.
Πίνακας Περιεχομένων	vii
Κατάλογος Πινάκων – Διαγραμμάτων.....	ix
Συνομογραφίες - Απόδοση Όρων.....	xii
1 Κεφάλαιο: Διεθνές Νομισματικό Σύστημα	1
1.1 Εισαγωγικά Στοιχεία	3
1.2 Τάσεις Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος	5
1.2.1 Εύκαμπτες συναλλαγματικές ισοτιμίες.....	5
2 Κεφάλαιο: «Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα».....	11
2.1 Γενικά Στοιχεία	11
2.2 Ιστορική Αναδρομή.....	12
2.3 Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.....	14
2.4 Κριτήρια σύγκλισης για την Ευρωπαϊκή Ένωση	16
2.4.1 Πληθωρισμός.	17
2.4.2 Δημοσιονομικό έλλειμμα.	18
2.4.3 Αναλογία Δημόσιου Χρέους στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν.	19
2.4.4 Σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών.	19
2.4.5 Μακροπρόθεσμα επιτόκια.....	20
3 Κεφάλαιο: «Διεθνές Νομισματικό Σύστημα και Προοπτικές Ευρώ»	23
3.1 Γενικά Στοιχεία	23
3.2 Ο διεθνής ρόλος του ευρώ.....	23

3.3	Δείκτες του Διεθνούς Ρόλου του Ευρώ.....	28
3.4	Χρήση του ευρώ ως διεθνούς αποθεματικού και επενδυτικού νομίσματος	33
3.5	Το ευρώ στις παγκόσμιες αγορές συναλλάγματος.....	38
3.6	Χρήση του ευρώ στις διεθνείς αγορές χρέους.....	41
3.6.1	Το ευρώ στις διεθνείς αγορές χρέους.....	41
3.6.2	Το ευρώ στις διεθνείς αγορές δανείων και καταθέσεων	50
3.7	Χρήση του ευρώ ως νομίσματος τιμολόγησης	54
3.8	Χρήση του ευρώ εκτός της Ευρώπης.....	55
4	Κεφάλαιο: «Πολιτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την πανδημία του COVID-19 και τον διεθνή ρόλο του ευρώ».....	59
4.1	Γενικά Στοιχεία	59
4.2	Η πολιτική απάντηση της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην πανδημία COVID-19 και οι επιπτώσεις της στον διεθνή ρόλο του ευρώ.....	59
4.3	Οι επιπτώσεις της πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην πανδημία COVID στον διεθνή ρόλο του ευρώ.....	65
5	Κεφάλαιο: «Διεθνές Νομισματικό Σύστημα και Προοπτικές της Ελληνικής Οικονομίας»	69
5.1	Γενικά Στοιχεία	69
5.2	Το επενδυτικό κενό της Ελλάδας.....	69
5.3	Κεφάλαιο και επενδύσεις στην Ελλάδα	72
5.4	Επιχειρηματικές Επενδύσεις στην Ελλάδα.	75
	Συμπεράσματα.....	79
	Βιβλιογραφία.....	82

Κατάλογος Πινάκων – Διαγραμμάτων

Πίνακες

Πίνακας 1.1: Τάσεις Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος.....	5
Πίνακας 3.1: Ο διεθνής ρόλος του ευρώ. Χαρακτηριστικά.....	26
Πίνακας 5.1: Εκτίμηση επιτοκίων αναφοράς επενδύσεων: Τρεις αναλυτικές προσεγγίσεις...	75

Διαγράμματα

Διάγραμμα 3.1: Ο διεθνής ρόλος του ευρώ παρέμεινε γενικά σταθερός σε χαμηλό επίπεδο κατά την εξεταζόμενη περίοδο.....	24
Διάγραμμα 3.2: Το ευρώ παρέμεινε το δεύτερο πιο σημαντικό νόμισμα στο διεθνές νομισματικό σύστημα.....	25
Διάγραμμα 3.3: Το μερίδιο του ευρώ στα παγκόσμια συναλλαγματικά αποθέματα μειώθηκε το 2020.	34
Διάγραμμα 3.4: Τα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ παρέμειναν σε αρνητικό έδαφος το 2020...	35
Διάγραμμα 3.5: Το μερίδιο του ευρώ μειώθηκε με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες το 2020 αλλά αυξήθηκε όταν μετρήθηκε με τις τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες.	36
Διάγραμμα 3.6: Η μεγάλη αλλά προσωρινή πώληση τίτλων του αμερικανικού Δημοσίου από ξένους επενδυτές στην κορύφωση της κρίσης COVID-19 τον Μάρτιο του 2020 υπεραντιστάθμισε μέχρι το τέλος του 2020.	37
Διάγραμμα 3.7: Το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά έναντι του δολαρίου ΗΠΑ λόγω της χαλαρότερης νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ και του ισχυρότερου κλίματος παγκόσμιου κινδύνου.	39
Διάγραμμα 3.8: Το μερίδιο του ευρώ στους παγκόσμιους διακανονισμούς συναλλάγματος αυξήθηκε το 2020.....	41
Διάγραμμα 3.9: Το μερίδιο του ευρώ στο απόθεμα των διεθνών χρεογράφων μειώθηκε ελαφρά το 2020.	42
Διάγραμμα 3.10: Το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς εκδόσεις χρεογράφων σε ξένο νόμισμα μειώθηκε το 2020.....	43
Διάγραμμα 3.11: Οι οφειλέτες των αναδυόμενων αγορών οδήγησαν την έκδοση διεθνούς χρέους σε δολάρια ΗΠΑ το 2020, ενώ η έκδοση χρέους σε ευρώ από δανειολήπτες των ΗΠΑ μειώθηκε.....	45

Διάγραμμα 3.12: Ο δημόσιος τομέας αντιπροσώπευε μεγαλύτερο μερίδιο στην έκδοση χρέους σε ευρώ το 2020, αλλά οι χρηματοοικονομικές και άλλες υπηρεσίες παρέμειναν οι πιο ενεργοί εκδότες.	47
Διάγραμμα 3.13: Ο όγκος και το μερίδιο των διεθνών εκδόσεων πράσινων ομολόγων σε ευρώ μειώθηκαν μέτρια το 2020.	48
Διάγραμμα 3.14: Οι δανειολήπτες των αναδυόμενων αγορών εξακολουθούν να κυριαρχούν στις διεθνείς εκδόσεις πράσινων ομολόγων σε δολάρια ΗΠΑ το 2020, ενώ οι δανειολήπτες από κράτη μέλη της ΕΕ εκτός ζώνης του ευρώ και άλλες προηγμένες οικονομίες ήταν οι πιο δυναμικοί εκδότες πράσινων ομολόγων σε ευρώ.	49
Διάγραμμα 3.15: Το μερίδιο του ευρώ στα ανεξόφλητα διεθνή δάνεια παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό το 2020.	51
Διάγραμμα 3.16: Ο όγκος των διεθνών δανείων σε ευρώ συνέχισε να αυξάνεται το 2020. ...	52
Διάγραμμα 3.17: Το μερίδιο του ευρώ στις εκκρεμείς διεθνείς καταθέσεις μειώθηκε το 2020.	54
Διάγραμμα 3.18: Μικτές ήταν οι εξελίξεις στο μερίδιο του ευρώ ως νομίσματος τιμολόγησης των συναλλαγών αγαθών εκτός ζώνης του ευρώ το 2020.	55
Διάγραμμα 3.19: Οι καθαρές αποστολές τραπεζογραμματίων ευρώ εκτός ζώνης του ευρώ μειώθηκαν το 2020.	57
Διάγραμμα 3.20: Το 2020 τα τραπεζογραμμάτια ευρώ εξήχθησαν και εισήχθησαν κυρίως από γειτονικές περιοχές της ζώνης του ευρώ.	57
Διάγραμμα 4.1: Οι αγορές δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ παραμένουν κατακερματισμένες σε σύγκριση με αυτές των Ηνωμένων Πολιτειών.	62
Διάγραμμα 4.2: Σταθερή προσφορά ασφαλών περιουσιακών στοιχείων έναντι φθίνουσας μερίδας του ευρώ.	64
Διάγραμμα 5.1: (Α): Συμβολή στην δυνητική ανάπτυξη (ποσοστιαίες μονάδες) των 3 παραγόντων της συνάρτησης παραγωγής Cobb-Douglas. (Β): Αναλογία κεφαλαίου-παραγωγής (πραγματικό καθαρό απόθεμα κεφαλαίου σε ποσοστό της πραγματικής παραγωγής).	69
Διάγραμμα 5.2: Ελλάδα: Κεφάλαιο (κατά κεφαλή, δημόσιο, ιδιωτικό και λόγος δημ./ιδιωτ.) και Παραγωγή κατά κεφαλή.	71
Διάγραμμα 5.3: Ελλάδα: Επιλεγμένες Υποδομές.	73
Διάγραμμα 5.4: Ποσοστό Επένδυσης.	73
Διάγραμμα 5.5: Ελλάδα: Επένδυση ανά κλάδο.	74
Διάγραμμα 5.6: Σημεία αναφοράς για τα επενδυτικά ποσοστά και το επενδυτικό χάσμα.	77

Συντομογραφίες - Απόδοση Όρων

ΑΕΠ: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

ΑΞΕ: άμεσες ξένες επενδύσεις

ΔΝΤ: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

ΔΥΕ: Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος

ΕΚΤ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΕνΔΤΚ: Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (Harmonised Index of Consumer Prices / HICP)

ΕΟΚ: Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (European Economic Community / ECC)

ΟΝΕ: Οικονομική και Νομισματική Ένωση (Economic and Monetary Union / EMU)

CBDC: central bank digital currency (ψηφιακό νόμισμα κεντρικής τράπεζας)

CFA: Chartered Financial Analyst

CFP: Certified Financial Planner

CLS: Continuous Linked Settlement

ECU: European Currency Unit (Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα)

EMS: European Monetary System (Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα / ΕΝΣ)

ERM: European Exchange Rate Mechanism (Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών / ΜΣΙ)

GGOW: Ghos, Guide, Ostry and Wolf

IMF: International Monetary Fund

OeNB: Oesterreichische Nationalbank

PEPP: Pandemic Emergency Purchase Programme (πρόγραμμα έκτακτης αγοράς πανδημίας)

RRF: Recovery and Resilience Facility (Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας)

SDC: sovereign debt crisis (Κρίση Δημοσίου Χρέους)

SDR: Special drawing rights

TLTRO: Targeted Longer-Term Refinancing Operations (στοχευμένες πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης)

Εισαγωγή

Το διεθνές νομισματικό σύστημα αποτελεί σύνολο διεθνώς συμφωνημένων κανόνων, συμβάσεων και θεσμών υποστήριξης που βοηθούν το διεθνές εμπόριο, τις διασυνοριακές επενδύσεις και γενικά την κίνηση κεφαλαίων μεταξύ κρατών που έχουν διαφορετικά νομίσματα. Χορηγεί τρόπους πληρωμής, αποδεκτούς, από αγοραστές και πωλητές διαφορετικών εθνικοτήτων.

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα / ΕΝΣ (European Monetary System / EMS), στο οποίο συμμετείχε και η Ελλάδα (1979-1999), έχει τα χαρακτηριστικά διεθνούς νομισματικού συστήματος, το οποίο συγκροτεί πολυμερή συμφωνία προσαρμόσιμων συναλλαγματικών ισοτιμιών όπου τα έθνη-κράτη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ) συνέδεαν τα νομίσματά τους για να αποτρέψουν μεγάλες διακυμάνσεις και ανταγωνιστικές υποτιμήσεις.

Η μείωση της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και η επίτευξη νομισματικής σταθερότητας στην Ευρώπη ήταν βασικοί λόγοι που υιοθετήθηκε το ευρώ. Ο στόχος ήταν να βελτιωθεί η σταθερότητα των ευρωπαϊκών (της ευρωζώνης) νομισμάτων.

Ο διεθνής ρόλος του ευρώ υποστηρίζεται κατά κύριο λόγο από μια βαθύτερη και πληρέστερη Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), συμπεριλαμβανομένης της προώθησης της ένωσης κεφαλαιαγορών, στο πλαίσιο της επιδίωξης υγιών οικονομικών πολιτικών στη ζώνη του ευρώ. Η σχετική ανθεκτικότητα του διεθνούς ρόλου του ευρώ παρά το σοκ της πανδημίας έρχεται σε αντίθεση με τη σημαντική πτώση του στον απόηχο της κρίσης χρέους της ζώνης του ευρώ (Bohn & Tesar, 2016). Σε κάποιο βαθμό, αυτή η εξέλιξη μπορεί να αντανakλά την αποτελεσματικότητα των πρωτοφανών μέτρων στήριξης συντονισμού των κρατών-μελών από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) κατά τη διάρκεια της κρίσης COVID-19 (Mundell, 2016).

Για να αυξηθεί η δυναμική ανάπτυξη και το βιοτικό επίπεδο στην Ελλάδα χρειάζεται ισχυρότερη συσσώρευση κεφαλαίου και βελτίωση της παραγωγικότητας όλων των συντελεστών. Οι υψηλότερες επενδύσεις και η παραγωγικότητα είναι ιδιαίτερα σημαντικές για μια κοινωνία που γερνάει, κάτι που αναμένεται να επιβαρύνει πολύ τη δυναμική παραγωγή.

Το θέμα της παρούσης διπλωματικής εργασίας είναι το «Διεθνές Νομισματικό Σύστημα: Προοπτικές Ευρώ και Ελληνικής Οικονομίας» στα πλαίσια του Π.Μ.Σ. «Δημόσια Οικονομική & Πολιτική», του Τμήματος Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής, της Σχολής Διοικητικών, Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Δυτικής Αττικής.

Διεθνές Νομισματικό Σύστημα: Προοπτικές Ευρώ και Ελληνικής Οικονομίας

Η δομή της εργασίας έχει ως εξής:

- αρχικά παρουσιάζονται τα Διεθνή Νομισματικά Συστήματα με έμφαση στα κύρια όπως οι σταθερές ή εύκαμπτες ισοτιμίες και τα ενδιάμεσα, η ιστορική αναδρομή τους και τέλος οι προοπτικές τους.
- Έπειτα εξηγείται το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (EMS, European Monetary System), η κύρια δομή του, η ιστορική αναδρομή της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Μονάδας, και τα κριτήρια σύγκλισης στην πορεία προς το ευρώ (σύγκλιση στον πληθωρισμό, δημοσιονομικό έλλειμμα, λόγος δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών, σύγκλιση στα μακροπρόθεσμα επιτόκια).
- Στην συνέχεια εκτιμώνται οι προοπτικές του Ευρώ, αναλύεται ο διεθνής ρόλος του, οι δείκτες μέτρησής του, η χρήση του ως διεθνούς αποθεματικού και επενδυτικού νομίσματος στις παγκόσμιες αγορές συναλλάγματος, και η χρήση του ευρώ στις διεθνείς αγορές χρέους και δανείων, ως νομίσματος τιμολόγησης.
- Ακολούθως παρουσιάζονται οι πολιτικές της ΕΕ και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) για την πανδημία COVID-19 και οι επιπτώσεις της στον διεθνή ρόλο του ευρώ.
- Τέλος, αξιολογείται το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα και οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, ειδικά στον ρόλο του ευρώ στο επενδυτικό κενό της Ελλάδας.

1 Κεφάλαιο: Διεθνές Νομισματικό Σύστημα

1.1 Εισαγωγικά Στοιχεία

Το διεθνές νομισματικό σύστημα είναι ένα σύνολο διεθνώς συμφωνημένων κανόνων, συμβάσεων και θεσμών υποστήριξης που διευκολύνουν το διεθνές εμπόριο, τις διασυνοριακές επενδύσεις και γενικά την κίνηση κεφαλαίων μεταξύ κρατών που έχουν διαφορετικά νομίσματα. Θα πρέπει να παρέχει μέσα πληρωμής αποδεκτά από αγοραστές και πωλητές διαφορετικών εθνικοτήτων (Ponsot, 2016).

Για να λειτουργήσει με επιτυχία, πρέπει να εμπνέει εμπιστοσύνη, να παρέχει επαρκή ρευστότητα για τα κυμαινόμενα επίπεδα εμπορίου και για την παροχή μέσων με τα οποία μπορούν να διορθωθούν οι παγκόσμιες ανισοροπίες. Το σύστημα μπορεί να αναπτυχθεί οργανικά ως το συλλογικό αποτέλεσμα πολυάριθμων ατομικών συμφωνιών μεταξύ διεθνών οικονομικών παραγόντων που κατανέμονται σε αρκετές δεκαετίες (Salvatore, 2011).

Σε όλη την ιστορία, πολύτιμα μέταλλα όπως ο χρυσός και το ασήμι έχουν χρησιμοποιηθεί για το εμπόριο, ενώ διακινούνταν νομίσματα διαφόρων βασιλείων και αυτοκρατοριών. Οι παλαιότερες γνωστές καταγραφές χρήσης πολύτιμων μετάλλων πριν από τη νομισματοκοπία για νομισματική ανταλλαγή προέρχονται από τη Μεσοποταμία και την Αίγυπτο, που χρονολογούνται από την τρίτη χιλιετία π.Χ. Το πρώιμο χρήμα είχε πολλές μορφές, εκτός από τον χρυσό, όπως για παράδειγμα, ένα χάλκινο φτυάρι στην Κίνα της δυναστείας Zhou στα τέλη του 7^{ου} αιώνα π.Χ. Μορφές χρημάτων αναπτύχθηκαν και στη Λυδία της Μικράς Ασίας, από όπου η χρήση τους εξαπλώθηκε σε κοντινές ελληνικές πόλεις και αργότερα σε πολλά άλλα μέρη (Triffin, 1964).

Η πρώιμη χρήση νομισμάτων πιστεύεται ότι ήταν γενικά ιδιοκτησία της αριστοκρατίας. Αλλά περίπου τον 4^ο αιώνα π.Χ. τα νομίσματα χρησιμοποιήθηκαν ευρέως στις ελληνικές πόλεις. Υποστηρίχθηκαν γενικά από τις αρχές της πόλης κράτους, οι οποίες προσπάθησαν να διασφαλίσουν ότι διατηρούσαν τις αξίες τους ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις στη διαθεσιμότητα οποιουδήποτε βασικού ή πολύτιμου μετάλλου από τα οποία κατασκευάζονταν. Από την Ελλάδα η χρήση των νομισμάτων εξαπλώθηκε αργά προς τα δυτικά σε όλη την Ευρώπη και προς τα ανατολικά στην Ινδία. Τα νομίσματα χρησιμοποιήθηκαν στην Ινδία περίπου από το 400 π.Χ. και αρχικά έπαιζαν μεγαλύτερο ρόλο στη θρησκεία παρά στο εμπόριο, αλλά από τον 2^ο αιώνα είχαν γίνει βασικά στις εμπορικές συναλλαγές. Τα νομισματικά

συστήματα που αναπτύχθηκαν στην Ινδία ήταν τόσο επιτυχημένα που εξαπλώθηκαν σε μέρη της Ασίας μέχρι τον Μεσαίωνα (Triffin, 1964).

Όταν ένα δεδομένο έθνος ή αυτοκρατορία επιτύχει περιφερειακή ηγεμονία, τότε το νόμισμά του αποτελεί τη βάση για το διεθνές εμπόριο, και ως εκ τούτου για ένα de facto νομισματικό σύστημα. Στη Δύση – Ευρώπη και Μέση Ανατολή – ένα πρώιμο τέτοιο νόμισμα ήταν το περσικό δαρικό. Αυτό διαδέχτηκε το ρωμαϊκό νόμισμα της Ρωμαϊκής Αυτοκρατορίας, όπως το δηνάριο, μετά το χρυσό δηνάριο της Οθωμανικής Αυτοκρατορίας και αργότερα – από τον 16^ο έως τον 20^ο αιώνα, κατά την εποχή του ιμπεριαλισμού – το νόμισμα των ευρωπαϊκών αποικιακών δυνάμεων: το ολλανδικό φιορίνι, το γαλλικό φράγκο και τη βρετανική λίρα / στερλίνα. Με την ανάπτυξη της αμερικανικής ισχύος, το δολάριο ΗΠΑ έγινε η βάση για το διεθνές νομισματικό σύστημα, που επισημοποιήθηκε στη συμφωνία του Bretton-Woods που καθιέρωσε τη νομισματική τάξη μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, με σταθερές αλλά προσαρμόσιμες συναλλαγματικές ισοτιμίες άλλων νομισμάτων προς το δολάριο και τη μετατρεψιμότητα του σε χρυσό. Το σύστημα Bretton-Woods κατέρρευσε, όπου στις 15/8/1971, οι ΗΠΑ ανακοινώνουν (de jure) την κατάργηση της μετατρεψιμότητας του USD σε χρυσό (Σταματόπουλος, 2021). Έτσι το δολάριο των ΗΠΑ παρέμεινε ως de facto βάση του παγκόσμιου νομισματικού συστήματος, αν και όχι πλέον de jure, με διάφορα ευρωπαϊκά νομίσματα αλλά και το γιεν Ιαπωνίας να κατέχουν εξέχουσα θέση στις αγορές συναλλάγματος. Από την δημιουργία του, το ευρώ έχει αποκτήσει χρήση ως αποθεματικό νόμισμα και μέσο συναλλαγών, αν και το δολάριο παρέμεινε το πιο σημαντικό νόμισμα.

Ένα κυρίαρχο νόμισμα μπορεί να χρησιμοποιηθεί άμεσα ή έμμεσα από άλλα έθνη: για παράδειγμα, οι Άγγλοι βασιλιάδες έκοψαν το χρυσό mancus, προφανώς για να λειτουργήσει ως δηνάρια για να ανταλλάξουν με την Ισλαμική Ισπανία, ενώ μερικές φορές οι αποικιακές δυνάμεις έκοβαν νομίσματα που έμοιαζαν με εκείνα που είχαν ήδη χρησιμοποιηθεί σε μια μακρινή περιοχή και πιο πρόσφατα, ορισμένα έθνη έχουν χρησιμοποιήσει το δολάριο ΗΠΑ ως το τοπικό τους νόμισμα, μια συνήθεια που ονομάζεται δολαριοποίηση (Carney, 2009).

Μέχρι τον 19^ο αιώνα, το παγκόσμιο νομισματικό σύστημα ήταν χαλαρά συνδεδεμένο στην καλύτερη περίπτωση, με την Ευρώπη, την Αμερική, την Ινδία και την Κίνα (μεταξύ άλλων) να έχουν σε μεγάλο βαθμό χωριστές οικονομίες, και ως εκ τούτου τα νομισματικά συστήματα ήταν περιφερειακά. Ο ευρωπαϊκός αποικισμός της Αμερικής, ξεκινώντας από την ισπανική αυτοκρατορία, οδήγησε στην ενοποίηση των αμερικανικών και ευρωπαϊκών οικονομιών και νομισματικών συστημάτων και ο ευρωπαϊκός αποικισμός της Ασίας οδήγησε στην κυριαρχία των ευρωπαϊκών νομισμάτων, ιδίως της βρετανικής λίρας / στερλίνας τον 19^ο

αιώνα, που διαδέχτηκε το δολάριο ΗΠΑ τον 20^ο αιώνα. Μερικοί μελετητές, όπως ο Michael Hudson (2012), προέβλεπαν την πτώση της ενιαίας βάσης για το παγκόσμιο νομισματικό σύστημα. Στο τελευταίο μισό του 19^{ου} αιώνα εμφανίστηκε ένα νομισματικό σύστημα με σχεδόν καθολική παγκόσμια συμμετοχή, βασισμένο στον κανόνα του χρυσού (Carney, 2009).

1.2 Τάσεις Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος

Στον παρακάτω πίνακα καταγράφονται ορισμένα ΔΝΣ:

Πίνακας 1.1: Τάσεις Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος.

Σύστημα	Αποθεματικό ενεργητικού	Ηγέτες
Ευέλικτες συναλλαγματικές ισοτιμίες	Δολάριο, ευρώ, ρενμίνμπι	ΗΠΑ, Ευρωζώνη, Κίνα
Ειδικό πρότυπο τραβηκτικών δικαιωμάτων	Special drawing rights / SDR	ΗΠΑ, G-20, ΔΝΤ
Χρυσός κανόνας	Χρυσός, δολάριο	ΗΠΑ
Δήλωση του Δελχί	Basket συναλλάγματος (Currency basket)	BRICS (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα και Νότια Αφρική)
Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ)	Ευρώ	Ευρωζώνη
Σύστημα Bretton-Woods ή Σταθερών αλλά Προσαρμόσιμων ισοτιμιών (ΣΒ-W)	Χρυσός, δολάριο	ΗΠΑ

Πηγή: (Obstfeld, Cooper, & Krugman, 1985), (Σταματόπουλος, 2021).

1.2.1 Εύκαμπτες συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Ένα καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι ένας τρόπος με τον οποίο μια νομισματική αρχή μιας χώρας ή μιας νομισματικής ένωσης διαχειρίζεται το νόμισμα σχετικά με άλλα νομίσματα και την αγορά συναλλάγματος. Συνδέεται στενά με τη νομισματική πολιτική και τα δύο εξαρτώνται γενικά από τους ίδιους παράγοντες, όπως η οικονομική κλίμακα και το άνοιγμα, ο ρυθμός πληθωρισμού, η ελαστικότητα της αγοράς εργασίας, η ανάπτυξη της χρηματοπιστωτικής αγοράς, η κινητικότητα κεφαλαίων κ.λπ.

Τρέχουσα (Spot Exchange Market) είναι χρηματοοικονομικά μέσα, όπως εμπορεύματα, νομίσματα και τίτλοι, όπου διαπραγματεύονται για άμεση παράδοση. Η παράδοση είναι η

ανταλλαγή μετρητών για το χρηματοοικονομικό μέσο. Ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, από την άλλη πλευρά, βασίζεται στην παράδοση του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου σε μελλοντική ημερομηνία. Τα χρηματιστήρια και οι εξωχρηματιστηριακές αγορές (over-the-counter / OTC) ενδέχεται να παρέχουν συναλλαγές άμεσης παράδοσης ή/και συμβάσεις μελλοντικής εκπλήρωσης (Lyu, 2022).

Προθεσμιακή αγορά (Forward Exchange Market) είναι μια εξωχρηματιστηριακή αγορά που καθορίζει την τιμή ενός χρηματοοικονομικού μέσου ή περιουσιακού στοιχείου για μελλοντική παράδοση. Οι προθεσμιακές αγορές χρησιμοποιούνται για τη διαπραγμάτευση μιας σειράς μέσων, αλλά ο όρος χρησιμοποιείται κυρίως σε σχέση με την αγορά συναλλάγματος. Μπορεί επίσης να ισχύει για αγορές τίτλων και επιτοκίων καθώς και εμπορευμάτων (Lyu, 2022).

Τα δύο ακραία ΔΝΣ είναι (Hallwood & MacDonald, 2000):

1. Το καθεστώς ελεύθερα κυμαινόμενων (ή ευέλικτων) συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΣεΜΙ) όπου οι ισοτιμίες καθορίζονται αποκλειστικά από τις δυνάμεις της αγοράς συναλλάγματος. Βέβαια οι χώρες έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν το κυμαινόμενο νόμισμά τους από δραστηριότητες όπως η αγορά/πώληση συναλλαγματικών αποθεμάτων, η αλλαγή των επιτοκίων ή μέσω συμφωνιών εξωτερικού εμπορίου.
2. Τα καθεστάτα σταθερών (ή συνδεδεμένων) συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΣΣΙ), υπάρχουν όταν μια χώρα (συνήθως η κεντρική της τράπεζα -ΚΤ-) ορίζει την τιμή του νομίσματός της ανάλογη με την αξία άλλου νομίσματος ή εμπορεύματος. Στο παρελθόν πολλά νομίσματα ήταν σταθερά (ή συνδεδεμένα) με τον χρυσό. Εάν η αξία του χρυσού αυξανόταν, θα αυξανόταν και η αξία του νομίσματος που είναι σταθερό σε χρυσό. Σήμερα, πολλά νομίσματα είναι σταθερά (συνδεδεμένα) σε κυμαινόμενα νομίσματα από μεγάλα έθνη. Πολλές χώρες συνέδεσαν τα νομίσματά τους με το Δολάριο ΗΠΑ, το Ευρώ ή τη Βρετανική Λίρα (currency peg).

Υπάρχουν επίσης ΔΝΣ ενδιάμεσων συναλλαγματικών ισοτιμιών που συνδυάζουν στοιχεία των δύο ακραίων.

1.2.1.1 Σταθερό έναντι Κυμαινόμενου συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που πρέπει να λάβει υπόψη της μια χώρα προτού αποφασίσει για συμμετοχή σε σταθερό ή κυμαινόμενο ΔΝΣ, με πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα και στις δύο επιλογές.

Εάν μια χώρα επιλέξει να καθορίσει το νόμισμά της στο δολάριο ΗΠΑ, επιτυγχάνει σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αυτό σημαίνει ότι κάθε φορά που πραγματοποιούν συναλλαγές με τις ΗΠΑ θα υπάρχει πάντα βεβαιότητα για το πόσο θα αξίζει το νόμισμά τους σε δολάρια ΗΠΑ. Το Χονγκ Κονγκ συνέδεσε το νόμισμά του με το δολάριο ΗΠΑ με ισοτιμία περίπου 8 προς 1. Κάθε 1 δολάριο ΗΠΑ θα αξίζει πάντα περίπου 8 δολάρια Χονγκ Κονγκ, εκτός εάν αλλάξουν το καθεστώς τους. Οι επιχειρήσεις επιθυμούν αυτή τη βεβαιότητα και η αξιοπιστία της σύνδεσης του νομίσματός τους μπορεί συχνά να οδηγήσει σε πολλές άμεσες ξένες επενδύσεις (ΑΞΕ). Δυστυχώς, όταν μια χώρα αποφασίζει να διορθώσει την σταθερή ισοτιμία της στην τρέχουσα αγορά, παραιτείται από τη νομισματική αυτονομία. Δεν είναι σε θέση να ορίσουν τις δικές τους συναλλαγματικές ισοτιμίες και η ισχύς/αδυναμία του νομίσματός τους εξαρτάται πλήρως από το νόμισμα στο οποίο προσδέθηκαν.

Εάν μια χώρα επιλέξει να έχει κυμαινόμενο ΔΝΣ, είναι νομισματικά ανεξάρτητη, ωστόσο χάνει τη σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας που έχουν τα σταθερά νομίσματα. Όταν αποφασίζουν για ένα νομισματικό καθεστώς, οι χώρες μπορούν να επιτύχουν δύο από τρεις στόχους οικονομικής πολιτικής. Πλήρης χρηματοοικονομική ενοποίηση ή ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών και νομισματική ανεξαρτησία. Μια χώρα δεν μπορεί ποτέ να έχει ΔΝΣ που να επιτυγχάνει και τα τρία.

1.2.1.2 Καθεστώς κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία είναι ένα καθεστώς όπου η τιμή του νομίσματος ενός κράτους καθορίζεται από την αγορά συναλλάγματος με βάση την προσφορά και τη ζήτηση σε σχέση με άλλα νομίσματα. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, στην οποία η εκάστοτε κυβέρνηση καθορίζει εξ ολοκλήρου ή κατά κύριο λόγο την ισοτιμία.

Οι περισσότερες από τις αναπτυσσόμενες χώρες που έχουν υιοθετήσει κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν ταυτόχρονα ακολουθήσει υποστηρικτικές νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές και έχουν ελευθερώσει τους συναλλαγματικούς και εμπορικούς περιορισμούς.

Βασικές διαπιστώσεις (Hallwood & MacDonald, 2000):

- Κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία είναι αυτή που καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση στην ανοιχτή αγορά.
- Σε κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία δεν σημαίνει ότι οι χώρες δεν προσπαθούν να παρέμβουν και να χειραγωγήσουν την τιμή του νομίσματός τους, καθώς οι κυβερνήσεις και

οι κεντρικές τράπεζες προσπαθούν τακτικά να διατηρήσουν την τιμή του νομίσματός τους ευνοϊκή για το διεθνές εμπόριο.

- Οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες έγιναν πιο δημοφιλείς μετά την αποτυχία του κανόνα του χρυσού και της συμφωνίας του Bretton Woods.

Τα συστήματα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών σημαίνουν ότι οι μακροπρόθεσμες μεταβολές των τιμών των νομισμάτων αντανakλούν τη σχετική οικονομική ισχύ και τις διαφορές επιτοκίων μεταξύ των χωρών.

Τα καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των σταθερών και των κυμαινόμενων είναι τα εξής:

1. Currency Band (Ζώνη-στόχος)

Η ζώνη νομισμάτων (Currency Band) είναι μια νομισματική ρύθμιση που επιβάλλεται από μια κυβέρνηση ή μια κεντρική τράπεζα που καθορίζει τόσο κατώτατο όριο τιμών όσο και ανώτατο όριο για το εθνικό της νόμισμα σε σχέση με άλλα νομίσματα.

Βασικά, μια ζώνη νομισμάτων μπορεί να γίνει κατανοητή ως ένα σύστημα διαχείρισης συναλλαγματικών ισοτιμιών που είναι ένα «υβρίδιο» μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας και μιας κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Μια χώρα καθορίζει ένα εύρος τιμών στις οποίες το νόμισμά της μπορεί να κινείται ή να κινείται εντός, καθώς και τα όρια στα οποία θα επανέλθει σε μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Αυτό επιτρέπει κάποια ανατίμηση, αλλά συνήθως σταθεροποιεί την τιμή του νομίσματος εντός της ζώνης (Band & Catalano, 2022).

Για παράδειγμα, η Δανία έχει καθορίσει τη συναλλαγματική της ισοτιμία έναντι του ευρώ, διατηρώντας την πολύ κοντά στις 7,44 κορόνες = 1 ευρώ (0,134 ευρώ = 1 κορόνα).

2. Crawling peg

Crawling peg συμβαίνει όταν ένα νόμισμα υποτιμάται σταθερά ή ανατιμάται με σχεδόν σταθερή ισοτιμία έναντι ενός άλλου νομίσματος, με τη συναλλαγματική ισοτιμία να ακολουθεί μια απλή τάση.

3. Crawling band

Επιτρέπονται ορισμένες διαφοροποιήσεις σχετικά με την τιμή και προσαρμόζονται όπως παραπάνω.

Για παράδειγμα, η Κολομβία από το 1996 έως το 2002 και η Χιλή τη δεκαετία του 1990.

4. Currency basket peg

Το Currency basket peg είναι ένα χαρτοφυλάκιο επιλεγμένων νομισμάτων με διαφορετικές σταθμίσεις. Η δέσμευσή του χρησιμοποιείται συνήθως για την ελαχιστοποίηση του κινδύνου διακυμάνσεων των νομισμάτων. Για παράδειγμα, το Κουβέιτ άλλαξε τη δέσμευση με βάση ένα Currency basket peg που αποτελείται από νομίσματα των κύριων εμπορικών και χρηματοοικονομικών εταιρών του.

1.2.1.3 Καθεστώς σταθερής ισοτιμίας.

Ένα καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, που μερικές φορές ονομάζεται καθεστώς δεσμευμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, είναι ένα καθεστώς στο οποίο μια νομισματική αρχή συνδέει τη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματός της σε άλλο νόμισμα, ή σε άλλο μέτρο αξίας (όπως ο χρυσός). Για να διατηρήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία εντός αυτού του εύρους, η νομισματική αρχή μιας χώρας χρειάζεται συνήθως να παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος.

1. «Νομισματικό Συμβούλιο»

Το νομισματικό συμβούλιο είναι μια ακραία μορφή συνδεδεμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και της προσφοράς χρήματος αφαιρείται από την κεντρική τράπεζα της χώρας, εάν έχει. Εκτός από μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, γενικά απαιτείται επίσης ένα συμβούλιο νομισμάτων για τη διατήρηση αποθεματικών του υποκείμενου ξένου νομίσματος. Επιτρέπει την απεριόριστη ανταλλαγή του εγχώριου νομίσματος με ξένο νόμισμα. Κερδίζει τόκους από συναλλαγματικά αποθέματα, επομένως τα εγχώρια επιτόκια συνήθως μιμούνται τα επικρατούντα επιτόκια στο ξένο νόμισμα (Kenton, Anderson, & Rathburn, 2022).

2. Δολαριοποίηση

Δολαριοποίηση, επίσης και αντικατάσταση νομίσματος, σημαίνει ότι μια χώρα υιοθετεί μονομερώς το νόμισμα μιας άλλης χώρας.

Οι περισσότερες από τις χώρες που υιοθετούν τη δολαριοποίηση είναι πολύ μικρές για να αντέξουν το κόστος λειτουργίας της δικής τους κεντρικής τράπεζας ή έκδοσης του δικού τους νομίσματος. Οι περισσότερες από αυτές τις οικονομίες χρησιμοποιούν το δολάριο ΗΠΑ, αλλά άλλες δημοφιλείς επιλογές περιλαμβάνουν το ευρώ και τα δολάρια Αυστραλίας και Νέας Ζηλανδίας.

3. Νομισματική ένωση

Σύμφωνα με τους Pattillo & Masson, (2021) η νομισματική ένωση είναι μια οικονομική ζώνη όπου επικρατεί μια ενιαία νομισματική πολιτική και εντός της οποίας ένα ενιαίο νόμισμα, ή νομίσματα που είναι τέλεια υποκατάστατα και κυκλοφορούν ελεύθερα. Οι περισσότερες χώρες εκδίδουν δικά τους νομίσματα που δεν συνδέονται με άλλα και επομένως αποτελούν από μόνες τους νομισματικές ενώσεις.

Μια νομισματική ένωση ορίζεται από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: (1) ένα μόνο χρήμα ή πολλά νομίσματα πλήρως μετατρέψιμα σε αμετάβλητα σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, (2) μια ρύθμιση με την οποία η νομισματική πολιτική καθορίζεται σε επίπεδο ένωσης, που δεν επιτρέπει εθνική αυτονομία στη νομισματική πολιτική, και (3) μια πολιτική ενιαίας εξωτερικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (για τον σκοπό αυτό, οι εθνικές αρχές πρέπει να εγκαταλείψουν τον ατομικό έλεγχο των διεθνών αποθεμάτων τους και να επενδύσουν αυτόν τον έλεγχο σε μια αρχή της ένωσης).

Επιπλέον η λειτουργία ενός νομίσματος ως μέσου ανταλλαγής, εξαρτάται από το ότι το νόμισμα διατηρεί την αξία του ως προς τα αγαθά και τις υπηρεσίες έναντι των οποίων ανταλλάσσεται. Αυτό, με τη σειρά του, απαιτεί ένα θεσμικό πλαίσιο στο οποίο καθορίζεται σαφώς η ευθύνη για την ενιαία νομισματική πολιτική της νομισματικής ζώνης, η εντολή δίνεται στην κεντρική τράπεζα να διατηρήσει την αξία του νομίσματος και η κεντρική τράπεζα έχει την ανεξαρτησία και εργαλεία για την επίτευξη αυτής της εντολής. Ειδικότερα, η κοινή νομισματική πολιτική δεν πρέπει να επιτρέπει ανεξέλεγκτες πηγές νομισματικής επέκτασης ούτε η κεντρική τράπεζα να δέχεται πιέσεις για παροχή άμεσης χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων ή έμμεσης χρηματοδότησης μέσω του τραπεζικού συστήματος (Pattillo & Masson, 2021).

2 Κεφάλαιο: «Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα»

2.1 Γενικά Στοιχεία

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα / ΕΝΣ (European Monetary System / EMS) ήταν μια πολυμερής συμφωνία προσαρμόσιμης συναλλαγματικής ισοτιμίας στην οποία τα περισσότερα από τα έθνη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ) συνέδεαν τα νομίσματά τους για να αποτρέψουν μεγάλες διακυμάνσεις στη σχετική αξία. Ξεκίνησε το 1979, επί του τότε προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Roy Jenkins, ως συμφωνία μεταξύ των κρατών μελών της ΕΟΚ για την προώθηση της συνεργασίας στη νομισματική πολιτική μεταξύ των Κεντρικών Τραπεζών τους με σκοπό τη διαχείριση των διακοινοτικών συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη χρηματοδότηση παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος (VanHoose, 1992).

Το ΕΝΣ λειτουργούσε προσαρμόζοντας τις ονομαστικές και τις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες, δημιουργώντας έτσι στενότερη νομισματική συνεργασία και δημιουργώντας μια ζώνη νομισματικής σταθερότητας. Ως μέρος του EMS, η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα / ΕΟΚ (European Economic Community / ECC) δημιούργησε τον πρώτο Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών / ΜΣΙ (European Exchange Rate Mechanism / ERM) που υπολόγιζε τις συναλλαγματικές ισοτιμίες για κάθε νόμισμα και μια Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (European Currency Unit / ECU), δηλαδή μια λογιστική νομισματική μονάδα που ήταν ο σταθμισμένος μέσος όρος των νομισμάτων των 12 συμμετεχόντων κρατών. Ο ΜΣΙ άφησε τις συναλλαγματικές ισοτιμίες να κυμαίνονται εντός σταθερών περιθωρίων, επιτρέποντας κάποιες διακυμάνσεις, περιορίζοντας ταυτόχρονα τους οικονομικούς κινδύνους και διατηρώντας τη ρευστότητα (Frömmel & Kruse, 2015).

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα διήρκεσε από το 1979 έως το 1999, όταν το διαδέχθηκε η Οικονομική και Νομισματική Ένωση / ΟΝΕ (Economic and Monetary Union / EMU) και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες για τις χώρες της Ευρωζώνης καθορίστηκαν έναντι του νέου νομίσματος, το Ευρώ. Ο ΜΣΙ αντικαταστάθηκε ταυτόχρονα με τον τρέχοντα Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ ΙΙ - Exchange Rate Mechanism / ERM ΙΙ) (Eichengreen & Naef, 2022).

2.2 Ιστορική Αναδρομή

Η προέλευση του ΕΝΣ εντοπίζεται στα τέλη του 1960, όταν οι αρχηγοί των κρατών μελών της ΕΟΚ, γνωστοί ως Ευρωπαϊκό Συμβούλιο σήμερα, συναντήθηκαν στη Χάγη και συμφώνησαν να αρχίσουν να κινούνται προς τον στόχο μιας ενιαίας ευρωπαϊκής οικονομίας. Το 1969, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε να δημιουργήσει μια οικονομική και νομισματική ένωση η οποία θα εφαρμοστεί έως το 1980 (Carney, 2009).

Μια ομάδα εμπειρογνομόνων, με επικεφαλής τον Πρωθυπουργό και Υπουργό Οικονομικών του Λουξεμβούργου, Pierre Werner, συναντήθηκε και συνέταξε την Έκθεση Werner, η οποία δημοσιεύθηκε στις 8 Οκτωβρίου 1970 και περιέγραψε τη δομή και τη λειτουργία του EMS. Με βάση την έκθεση Werner, η ΕΟΚ άρχισε να κινείται προς μια ενιαία οικονομία σε τρία στάδια. Το τελικό στάδιο της οικονομίας ήταν να έχει μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία αλλά όχι ενιαίο νόμισμα. Μετά την εγκατάλειψη του συστήματος Bretton Woods το 1971, η ΕΟΚ ανέλαβε δράση. Τον Οκτώβριο του 1972, η σύνοδος κορυφής της ΕΟΚ στο Παρίσι ενέκρινε τις συστάσεις της Έκθεσης Werner και, ως αποτέλεσμα, τα νομίσματα της ΕΟΚ ήταν συνδεδεμένα μεταξύ τους σε ένα σύστημα γνωστό ως «φίδι στη σήραγγα». Το νομισματικό «φίδι» δημιούργησε μια ζώνη διακύμανσης ενιαίου νομίσματος $\pm 2,25\%$, ωστόσο η Ιταλία εγκατέλειψε το «φίδι στη σήραγγα» ήδη το 1973 (Carney, 2009).

Σε μια συνεδρίαση της ΕΟΚ στις Βρυξέλλες στις 5 Δεκεμβρίου 1978, ο Γάλλος Πρόεδρος Valéry Giscard d'Estaing και ο Γερμανός καγκελάριος Helmut Schmidt υπερασπίστηκαν με επιτυχία το EMS, το οποίο εφαρμόστηκε μέσω ψηφίσματος στη συνεδρίαση. Το EMS τέθηκε επίσημα σε ισχύ στις 13 Μαρτίου 1979 με τη συμμετοχή οκτώ κρατών μελών (Γαλλία, Δανία, Βέλγιο, Λουξεμβούργο, Ιρλανδία, Ολλανδία, Γερμανία και Ιταλία) (Eichengreen & Naef, 2022).

Η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρωπαϊκού νομίσματος ήταν ένας από τους σημαντικότερους στόχους των ευρωπαϊών πολιτικών από τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο. Μεταξύ 1982 και 1987, τα ευρωπαϊκά νομίσματα παρουσίασαν μια σειρά από σταθερή και ασταθή συμπεριφορά. Για παράδειγμα, το ολλανδικό φιορίνι παρέμεινε αρκετά σταθερό σε σχέση με το μάρκο, η ιταλική λίρα παρουσίασε απότομη πτωτική τάση καθ' όλη τη διάρκεια ζωής του EMS και το γαλλικό φράγκο, το φράγκο Βελγίου, η κορόνα Δανίας και η λίρα Ιρλανδίας όλα διέφυγαν από τις τάσεις του διαδοχικές υποτιμήσεις για να βγουν πιο σταθερές. Την ίδια στιγμή που δημιουργήθηκε το EMS, το Συμβούλιο των Υπουργών της Ευρωπαϊκής Ένωσης δημιούργησε μια νέα νομισματική μονάδα, την Ευρωπαϊκή Νομισματική

Μονάδα (ECU). Το ECU ήταν η επίσημη νομισματική μονάδα του EMS, αλλά ήταν καθαρά σύνθετη λογιστική μονάδα, όχι πραγματικό νόμισμα. Η αξία του ECU βασίστηκε στον σταθμισμένο μέσο όρο 12 ευρωπαϊκών νομισμάτων: φράγκο Βελγίου, γερμανικό μάρκο, κορώνα Δανίας, ισπανική πεσέτα, γαλλικό φράγκο, βρετανική λίρα, ελληνική δραχμή, λίρα Ιρλανδίας, ιταλική λίρα, φράγκο Λουξεμβούργου, ολλανδικό φιορίνι και πορτογαλικό εσκούδο. Τέλος, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες για τα νομίσματα των κρατών μελών βασίστηκαν στην αξία τους σε σχέση με το ECU.

Το EMS ήταν παρόμοιο με το σύστημα του Bretton Woods, καθώς προσέδεσε τα νομίσματα των μελών σε μια ζώνη διακύμανσης. Επιπλέον, το EMS έγινε «de facto» με επίκεντρο το ίδιο με το πώς το σύστημα του Bretton Woods είχε βασιστεί στο δολάριο ΗΠΑ. Αν και κανένα νόμισμα δεν ορίστηκε ως «άγκυρα», το γερμανικό μάρκο και η γερμανική κεντρική τράπεζα εμφανίστηκαν ως η «άγκυρα του EMS». Η Γερμανία αναδείχθηκε ως ο κυρίαρχος παίκτης στο EMS, καθορίζοντας τη νομισματική της πολιτική σε μεγάλο βαθμό αυτόνομα, ενώ άλλα μέλη του ERM προσπάθησαν να συγκλίνουν με το γερμανικό πρότυπο του γερμανικού μάρκου, προκαλώντας μια ανισορροπία ισχύος στο EMS. Επίσης, η γερμανική νομισματική πολιτική υπαγόρευσε την πολιτική του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, λόγω του ισχυρού ρυθμού ανάπτυξής του και των πολιτικών χαμηλού πληθωρισμού της γερμανικής κεντρικής τράπεζας. Τελικά, αυτή η κατάσταση οδήγησε σε δυσαρέσκεια τις περισσότερες χώρες και ήταν μια από τις πρωταρχικές δυνάμεις πίσω από την κίνηση προς μια νομισματική ένωση (Beyer, Gaspar, Gerberding, & Issing, 2009).

Το EMS πέρασε από δύο διακριτές φάσεις. Κατά την πρώτη περίοδο, από το 1979 έως το 1986, το EMS επέτρεψε στα κράτη μέλη έναν ορισμένο βαθμό αυτονομίας στη νομισματική πολιτική περιορίζοντας την κίνηση κεφαλαίων. Τη δεύτερη περίοδο, από το 1987 έως το 1992, το EMS ήταν πιο άκαμπτο. Το 1988, συστάθηκε μια επιτροπή υπό τον Πρόεδρο της ΕΟΚ Ζακ Ντελόρ για να αρχίσει η αλλαγή του EMS για να παρέχει ευνοϊκές συνθήκες εκκίνησης για τη μετάβαση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ONE). Το σχέδιο Ντελόρ ήταν μια διαδικασία τριών σταδίων που οδήγησε σε ένα ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα υπό τον έλεγχο μιας Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Martinolli, και συν., 2010).

Το έτος 1990 γνώρισε μια κρίση το ΕΝΣ. Η Ευρωπαϊκή Ενιαία Αγορά δημιουργήθηκε το 1986 με κύριο στόχο την άρση του ελέγχου στις κινήσεις κεφαλαίων. Οι περιοδικές προσαρμογές αύξησαν την αξία των ισχυρών νομισμάτων και μείωσαν αυτές των ασθενέστερων νομισμάτων και τα εθνικά επιτόκια άλλαξαν για να διατηρηθούν τα νομίσματα σε στενό εύρος τιμών. Στις αρχές του 1990, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα ήταν

πιεσμένο από τις διαφορετικές οικονομικές πολιτικές και συνθήκες των μελών του, ιδίως της πρόσφατα επανενωμένης Γερμανίας και της Βρετανίας, που αρχικά είχαν αρνηθεί να προσχωρήσουν. Η εξαίρεση της Δανίας από την ΟΝΕ το 1992 και οι προσαρμογές των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων από ασθενέστερες χώρες από το ΕΝΣ συνέβαλαν επίσης στην κρίση (Illés & Terlaky, 2022).

Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις στο γαλλικό φράγκο το επόμενο έτος οδήγησαν στον συμβιβασμό των Βρυξελλών τον Αύγουστο του 1993, ο οποίος διέυρνε το εύρος διακύμανσης από $\pm 2,25\%$ σε $\pm 15\%$ για όλα τα συμμετέχοντα νομίσματα. Η γερμανική κεντρική τράπεζα μείωσε τα επιτόκια και το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιταλία επηρεάστηκαν από μεγάλες εκροές κεφαλαίων. Στον απόηχο της κρίσης, η Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο αποχώρησαν και οι δύο από τον ΜΣΙ τον Σεπτέμβριο του 1992.

Σύμφωνα με τον Eichengreen (2010), υπήρχαν τρεις κύριοι λόγοι για την κρίση:

1. Ανεπαρκής εναρμόνιση των προηγούμενων πολιτικών: η Ιταλία, η Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο δεν είχαν μειώσει τους ρυθμούς πληθωρισμού τους στα επίπεδα άλλων μελών του EMS, γεγονός που συνέβαλε σε ανταγωνιστικές ανισορροπίες
2. Ανεπαρκής εναρμόνιση των μελλοντικών πολιτικών: η αύξηση της ανεργίας (που προερχόταν εν μέρει από την ενοποίηση της Γερμανίας) μείωσε την αξιοπιστία των κυβερνήσεων με υψηλά ποσοστά ανεργίας και αδύναμη δημόσια υποστήριξη, γεγονός που οδήγησε τις αγορές να επιτεθούν στα νομίσματα αυτών των χωρών
3. Κερδοσκοπικές πιέσεις: Η Συνθήκη του Μάαστριχτ παρείχε τις προϋποθέσεις για αυτοεκπληρούμενες κερδοσκοπικές επιθέσεις

2.3 Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (European Exchange Rate Mechanism / ERM) II είναι ένα σύστημα που εισήχθη από την Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (European Economic Community) την 1^η Ιανουαρίου 1999 παράλληλα με την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, του ευρώ (που αντικαθιστά τον ERM 1 και τον προκάτοχο του ευρώ, το ECU (European Currency Unit) ως μέρος του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (European Monetary System / EMS), για τη μείωση της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και την επίτευξη νομισματικής σταθερότητας στην Ευρώπη.

Μετά την υιοθέτηση του ευρώ, η πολιτική άλλαξε με τη σύνδεση των νομισμάτων των χωρών της ΕΕ εκτός της ευρωζώνης με το ευρώ (έχοντας το κοινό νόμισμα ως κεντρικό

σημείο). Ο στόχος ήταν να βελτιωθεί η σταθερότητα αυτών των νομισμάτων, καθώς και να αποκτηθεί ένας μηχανισμός αξιολόγησης για τα πιθανά μέλη της ευρωζώνης. Από τον Ιούλιο του 2021, τρία νομίσματα συμμετέχουν στον ERM II: η κορώνα Δανίας, το κούνα Κροατίας και το λεβ Βουλγαρίας (Gil-Pareja, Llorca-Vivero, & Martínez-Serrano, 2007).

Ο ΜΣΙ βασίζεται στην έννοια των σταθερών περιθωρίων συναλλαγματικής ισοτιμίας, αλλά με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταβλητές εντός αυτών των περιθωρίων. Πριν από την εισαγωγή του ευρώ, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες βασίζονταν στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (ECU), την ευρωπαϊκή λογιστική μονάδα, η αξία της οποίας προσδιοριζόταν ως ο σταθμικός μέσος όρος των συμμετεχόντων νομισμάτων (European Commission / Economy and Finance, 2022).

Ένα πλέγμα (γνωστό ως Πλέγμα Ισοτιμίας) διμερών επιτοκίων υπολογίστηκε με βάση αυτές τις κεντρικές ισοτιμίες εκφρασμένες σε ECU και οι διακυμάνσεις των νομισμάτων έπρεπε να συγκρατούνται εντός ενός περιθωρίου 2,25% εκατέρωθεν των διμερών επιτοκίων (με εξαίρεση την ιταλική λίρα, την ισπανική πεσέτα, το πορτογαλικό εσκούδο και τη στερλίνα, που επιτρεπόταν να κυμαίνονται κατά $\pm 6\%$). Αποφασιστικές ρυθμίσεις παρέμβασης και δανείων προστάτευσαν τα συμμετέχοντα νομίσματα από μεγαλύτερες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ο Υπουργός Οικονομικών του Ηνωμένου Βασιλείου Denis Healey φέρεται να επέλεξε να μην ενταχθεί στον ERM το 1979 λόγω των ανησυχιών ότι θα ωφελούσε τη γερμανική οικονομία εμποδίζοντας την ανατίμηση του γερμανικού μάρκου, σε βάρος των οικονομιών άλλων χωρών. Το Ηνωμένο Βασίλειο εντάχθηκε στον ERM τον Οκτώβριο του 1990 υπό τον καγκελάριο John Major, σε μια κίνηση που εκείνη την εποχή υποστηρίχθηκε σε μεγάλο βαθμό από τις επιχειρήσεις και τον Τύπο, αλλά αναγκάστηκε να φύγει ξανά, δύο χρόνια αργότερα, τη Μαύρη Τετάρτη¹ (European Commission / Economy and Finance, 2022).

Η ευρωζώνη ιδρύθηκε με τα πρώτα 11 κράτη μέλη της την 1^η Ιανουαρίου 1999. Η πρώτη διεύρυνση της ευρωζώνης, προς την Ελλάδα, έλαβε χώρα την 1^η Ιανουαρίου 2001, ένα χρόνο πριν από τη φυσική κυκλοφορία του ευρώ. Οι επόμενες διευρύνσεις της ζώνης ήταν με

¹ Η Μαύρη Τετάρτη σημειώθηκε στις 16 Σεπτεμβρίου 1992 όταν η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου αναγκάστηκε να αποσύρει τη λίρα στερλίνα από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM), μετά από μια αποτυχημένη προσπάθεια να διατηρήσει τη λίρα πάνω από το κατώτερο όριο συναλλάγματος που είχε επιβάλει ο ERM. Την εποχή εκείνη, το Ηνωμένο Βασίλειο ασκούσε την Προεδρία του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

κράτη που εντάχθηκαν στην ΕΕ το 2004 και στη συνέχεια εντάχθηκαν στην ευρωζώνη την 1^η Ιανουαρίου του αναφερόμενου έτους τα κράτη Σλοβενία (2007), Κύπρος (2008), Μάλτα (2008), Σλοβακία (2009), Εσθονία (2011), Λετονία (2014) και Λιθουανία (2015).

Όλα τα νέα μέλη της ΕΕ που είχαν ενταχθεί στο μπλοκ μετά την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ το 1992 ήταν υποχρεωμένα να υιοθετήσουν το ευρώ σύμφωνα με τους όρους των συνθηκών προσχώρησής τους. Ωστόσο, το τελευταίο από τα πέντε κριτήρια οικονομικής σύγκλισης, τα οποία πρέπει να πληρούνται προκειμένου να πληρούν τις προϋποθέσεις για υιοθέτηση του ευρώ, είναι το κριτήριο της σταθερότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αυτό απαιτεί να είναι μέλος του ΕRM για τουλάχιστον δύο χρόνια χωρίς την παρουσία «σοβαρών εντάσεων» για τη συναλλαγματική ισοτιμία (European Commission / History and purpose, 2022).

2.4 Κριτήρια σύγκλισης για την Ευρωπαϊκή Ένωση

Τα κριτήρια σύγκλισης του ευρώ (γνωστά και ως «κριτήρια του Μάαστριχτ») είναι τα κριτήρια που καλούνται να πληρούν τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης για να εισέλθουν στο τρίτο στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) και να υιοθετήσουν το ευρώ ως νόμισμά τους. Τα τέσσερα βασικά κριτήρια, τα οποία στην πραγματικότητα περιλαμβάνουν πέντε κριτήρια, καθώς το «δημοσιονομικό κριτήριο» αποτελείται από ένα «κριτήριο χρέους» και ένα «κριτήριο ελλείμματος», βασίζονται στο άρθρο 140 (πρώην άρθρο 121.1) της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (European Commission / Governing the euro area, 2022).

Η πλήρης ένταξη στην ΟΝΕ είναι ανοιχτή μόνο στα κράτη μέλη της ΕΕ. Ωστόσο, τα ευρωπαϊκά μικρά κράτη της Ανδόρας, του Μονακό, του Αγίου Μαρίνου και της πόλης του Βατικανού, που δεν είναι μέλη της ΕΕ, έχουν υπογράψει νομισματικές συμφωνίες με την ΕΕ που τους επιτρέπουν να υιοθετούν επίσημα το ευρώ και να εκδίδουν τη δική τους παραλλαγή κερμάτων ευρώ. Όλα αυτά τα κράτη είχαν χρησιμοποιήσει προηγουμένως ένα από τα νομίσματα της ευρωζώνης που αντικαταστάθηκε από το ευρώ, ή ένα νόμισμα συνδεδεμένο με ένα από αυτά. Αυτά τα κράτη δεν είναι μέλη της ευρωζώνης και δεν έχουν θέση στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ή στο Eurogroup.

Ως μέρος της συνθήκης της ΕΕ, όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ υποχρεούνται να τηρήσουν το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ), το οποίο χρησιμεύει ως πλαίσιο για τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών και της δημοσιονομικής ευθύνης και έχει υιοθετήσει

πανομοιότυπα όρια για το έλλειμμα και το χρέος των κυβερνήσεων ως κριτήρια σύγκλισης. Λόγω του γεγονότος ότι αρκετές χώρες δεν άσκησαν επαρκές επίπεδο δημοσιονομικής ευθύνης κατά τα πρώτα 10 χρόνια ζωής του ευρώ, εισήχθησαν πρόσφατα δύο σημαντικές μεταρρυθμίσεις του ΣΣΑ. Η πρώτη μεταρρύθμιση ήταν το Sixpack που τέθηκε σε ισχύ τον Δεκέμβριο του 2011 και ακολούθησε τον Ιανουάριο του 2013 το ακόμη πιο φιλόδοξο Δημοσιονομικό Σύμφωνο, το οποίο υπεγράφη από τα 25 από τα τότε 27 κράτη μέλη της ΕΕ.

Οι χώρες αναμένεται να συμμετάσχουν στη δεύτερη έκδοση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM-II) για δύο χρόνια πριν ενταχθούν στο ευρώ.

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ, η οποία υπογράφηκε τον Φεβρουάριο του 1992 και τέθηκε σε ισχύ την 1^η Νοεμβρίου 1993, περιέγραψε τα πέντε κριτήρια σύγκλισης με τα οποία απαιτείται να συμμορφωθούν τα κράτη μέλη της ΕΕ για να υιοθετήσουν το νέο νόμισμα, το ευρώ. Ο σκοπός του καθορισμού των κριτηρίων ήταν να επιτευχθεί σταθερότητα τιμών εντός της ευρωζώνης και να διασφαλιστεί ότι δεν θα επηρεαστεί αρνητικά όταν προσχωρήσουν νέα κράτη μέλη. Το πλαίσιο των πέντε κριτηρίων σκιαγραφήθηκε από το άρθρο 109i.1 της Συνθήκης του Μάαστριχτ και το συνημμένο Πρωτόκολλο για τα Κριτήρια Σύγκλισης και το Πρωτόκολλο για τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος. Το αρχικό άρθρο της συνθήκης αργότερα αναριθμήθηκε σε άρθρο 121.1 της Συνθήκης του Άμστερνταμ, και αργότερα επαναριθμήθηκε σε άρθρο 140 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Πέρα από την αναρίθμηση, δεν έχει γίνει καμία σημαντική αλλαγή στο περιεχόμενο του «άρθρου για τα κριτήρια σύγκλισης» και αναφέρεται στο Πρωτόκολλο για τα Κριτήρια Σύγκλισης και στο Πρωτόκολλο για τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος. Ο ακριβής ορισμός και η μέθοδος μέτρησης της συμμόρφωσης αναπτύχθηκε στη συνέχεια περαιτέρω από το ΕΜΙ (αργότερα γνωστό ως ΕΚΤ) στις τρεις πρώτες εκθέσεις του που δημοσιεύθηκαν τον Απρίλιο του 1995, τον Νοέμβριο του 1995 και τον Νοέμβριο του 1996 (European Commission / History and purpose, 2022).

2.4.1 Πληθωρισμός.

Ο πληθωρισμός που μετράται με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή / ΕνΔΤΚ (Harmonised Index of Consumer Prices / HICP) δεν πρέπει να υπερβαίνει την τιμή αναφοράς του ΕνΔΤΚ, η οποία υπολογίζεται στο τέλος του τελευταίου μήνα με διαθέσιμα στοιχεία ως μη σταθμισμένος αριθμητικός μέσος όρος των παρόμοιων ρυθμών πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ στα 3 κράτη μέλη της Ε.Ε. με τον χαμηλότερο πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ συν 1,5 ποσοστιαίες μονάδες. Ωστόσο, εάν τα κράτη μέλη της ΕΕ με επιτόκιο ΕνΔΤΚ

σημαντικά χαμηλότερο από τον μέσο όρο της ευρωζώνης (και πριν από το 1999 κάτω από τα «συγκρίσιμα επιτόκια σε άλλα κράτη μέλη») δεν πληρούν τις προϋποθέσεις ως χώρα αναφοράς για την τιμή αναφοράς θα αγνοηθούν, εάν καθοριστούν οι εξελίξεις των τιμών που έχουν επηρεαστεί έντονα από εξαιρετικούς παράγοντες (π.χ. σοβαρές αναγκαστικές περικοπές μισθών, εξαιρετικές εξελίξεις στις αγορές ενέργειας/τροφίμων/νομίσματος ή ισχυρή ύφεση). Για παράδειγμα, στην αξιολόγηση του Απριλίου 2014: η Ελλάδα, η Βουλγαρία και η Κύπρος με τιμές ΕνΔΤΚ αντίστοιχα 2,2, 1,8 και 1,4 ποσοστιαίες μονάδες κάτω από τον μέσο όρο της ευρωζώνης, βρέθηκαν όλες ότι υπέφεραν από εξαιρετικούς παράγοντες και, ως εκ τούτου, συμπεράναν ότι ήταν ακραίες, που προκάλεσαν την αναφορά. Αντίθετα, το όριο θα υπολογιζόταν με βάση τις τιμές του ΕνΔΤΚ από τα τρία κράτη με την 4^η έως την 6^η χαμηλότερη τιμή ΕνΔΤΚ στην ΕΕ (European Central Bank / HICP, 2022).

2.4.2 Δημοσιονομικό έλλειμμα.

Ο λόγος του ετήσιου ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης σε σχέση με το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) σε τιμές αγοράς, δεν πρέπει να υπερβαίνει το 3% στο τέλος του προηγούμενου οικονομικού έτους (βάσει κοινοποιημένων μετρούμενων στοιχείων) και ούτε για κανένα από τα δύο επόμενα έτη (με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία προβλέψεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής). Τα ελλείμματα που είναι «ελαφρώς πάνω από το όριο» (που προηγουμένως είχε σκιαγραφηθεί από την πρακτική αξιολόγησης ότι σημαίνει έλλειμμα στην περιοχή από 3,0 – 3,5%), κατά κανόνα δεν θα γίνονται δεκτά, εκτός εάν μπορεί να διαπιστωθεί ότι: «Ο λόγος του ελλείμματος μειώθηκε σημαντικά και συνεχώς πριν φτάσει στο επίπεδο κοντά στο όριο του 3%" ή η υπέρβαση του μικρού ελλείμματος πάνω από το όριο του 3% έχει προκληθεί από εξαιρετικές περιστάσεις και έχει προσωρινό χαρακτήρα (δηλαδή δαπάνες εφάπαξ που προκαλούνται από σημαντική οικονομική ύφεση ή έκτακτες δαπάνες που προκαλούνται από την εφαρμογή οικονομικών μεταρρυθμίσεων με θετικό μεσοπρόθεσμο / μακροπρόθεσμο αποτέλεσμα)». Εάν διαπιστωθεί από την Επιτροπή ότι ένα κράτος έχει παραβιάσει τα κριτήρια ελλείμματος, θα συστήσει στο Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης να ανοίξει μια Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ) με παραβίαση ελλείμματος κατά του κράτους σύμφωνα με το άρθρο 126 (6), η οποία θα καταργηθεί ξανά μόνο όταν το κράτος συμμορφωθεί ταυτόχρονα με τα κριτήρια του ελλείμματος και του χρέους (European Central Bank / HICP, 2022).

2.4.3 Αναλογία Δημόσιου Χρέους στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν.

Ο λόγος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους (μετρούμενος στην ονομαστική του αξία στο τέλος του έτους και ενοποιημένος μεταξύ και εντός των τομέων της γενικής κυβέρνησης) σε σχέση με το ΑΕΠ σε τιμές αγοράς, δεν πρέπει να υπερβαίνει το 60 % στο τέλος του προηγούμενου οικονομικού έτους. Ή εάν ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ υπερβαίνει το όριο του 60%, ο λόγος θα πρέπει τουλάχιστον να διαπιστωθεί ότι έχει «μειωθεί αρκετά και πρέπει να πλησιάζει την τιμή αναφοράς με ικανοποιητικό ρυθμό». Αυτός ο «ικανοποιητικός ρυθμός» ορίστηκε και τέθηκε σε λειτουργία με συγκεκριμένο τύπο υπολογισμού, με την έναρξη ισχύος του νέου κανόνα αναφοράς για τη μείωση του χρέους τον Δεκέμβριο του 2011, απαιτώντας από τα κράτη που παραβιάζουν το όριο του 60% να προσφέρουν –είτε για την οπισθοδρομική είτε για μακροπρόθεσμη τριετή περίοδο– ετήσια μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ τουλάχιστον κατά 5% του μέρους που η τιμή αναφοράς υπερβαίνει το όριο του 60%. Εάν παραβιαστεί τόσο το όριο του 60% όσο και ο «κανόνας αναφοράς μείωσης του χρέους», η Επιτροπή θα ελέγξει τελικά εάν η παραβίαση προκλήθηκε μόνο από ορισμένες ειδικές αιτίες που εξαιρέθηκαν (δηλαδή πληρωμές κεφαλαίων για τη δημιουργία κοινών μηχανισμών χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, όπως ο ESM) – γιατί αν συμβεί αυτό, τότε θα αποφανθούν «εξαιρούμενη συμμόρφωση». Εάν διαπιστωθεί από την Επιτροπή ότι ένα κράτος έχει παραβιάσει τα κριτήρια χρέους (χωρίς αυτή η παραβίαση να οφείλεται αποκλειστικά σε «εξαιρούμενες αιτίες»), θα συστήσει στο Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης να ανοίξει μια ΔΥΕ που έχει παραβιαστεί από το χρέος κατά του κράτους με το άρθρο 126 παράγραφος 6, το οποίο θα καταργηθεί εκ νέου μόνο όταν το κράτος συμμορφωθεί ταυτόχρονα με τα κριτήρια του ελλείμματος και του χρέους (European Central Bank / HICP, 2022).

2.4.4 Σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Οι υποψήφιες χώρες δεν θα πρέπει να έχουν υποτιμήσει την κεντρική ισοτιμία του συνδεδεμένου με το ευρώ νομίσματός τους κατά τη διάρκεια των δύο προηγούμενων ετών και για την ίδια περίοδο η νομισματική σταθερότητα να θεωρείται ότι ήταν σταθερή χωρίς «σοβαρές εντάσεις». Ως τρίτη απαίτηση, αναμένεται η συμμετοχή στον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών (ERM / ERM II) στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (EMS) για δύο συνεχή έτη. Για παράδειγμα, η Ιταλία θεωρήθηκε ότι είχε συγκλίνει με μόνο 15 μήνες ως μέλος του ERM, όπως μετρήθηκε την τελευταία ημέρα της περιόδου ανασκόπησης της έκθεσης σύγκλισης. Εν τω μεταξύ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι για την Κύπρο, τη Μάλτα και τη Λετονία, οι 18 μήνες συμμετοχής τους στην

περίοδο επανεξέτασης που έληξε στις 31 Οκτωβρίου 2006 ήταν ανεπαρκείς. Από το 2014, και οι 29 φορές που διαπιστώθηκε ότι πληρούνται τα υποκριτήρια για τη διάρκεια της ιδιότητας μέλους ERM από την Επιτροπή, αυτές οι περιπτώσεις είχαν την ιδιαίτερη κοινή παρατήρηση, ότι το κράτος είχε ξεπεράσει τουλάχιστον δύο ολόκληρα χρόνια ιδιότητας μέλους του ERM είτε πριν από την «ημερομηνία τελικής έγκρισης (περίπου 1,5 μήνα μετά τη δημοσίευση της έκθεσης σύγκλισης) όπου η συναλλαγματική ισοτιμία τους θα καθοριστεί αμετάκλητα από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης» ή έως την πρώτη δυνατή ημερομηνία υιοθέτησης του ευρώ μετά τη δημοσίευση της έκθεσης σύγκλισης» (Laurina, Gabriel, Dionicio, & Ana, 2022).

2.4.5 Μακροπρόθεσμα επιτόκια

Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια (μέσες αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων το προηγούμενο έτος) δεν θα πρέπει να είναι υψηλότερα από 2,0 ποσοστιαίες μονάδες, από τον μη σταθμισμένο αριθμητικό μέσο όρο των παρόμοιων αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων στα 3 κράτη μέλη της ΕΕ με χαμηλότερο πληθωρισμό ΕνΔΤΚ (που έχουν χαρακτηριστεί ως χώρες αναφοράς για τον υπολογισμό της τιμής αναφοράς του ΕνΔΤΚ). Εάν κάποιο από τα ενδιαφερόμενα κράτη μέλη της ΕΕ πλήττεται από επιτόκια σημαντικά υψηλότερα από το «μέσο επιτόκιο της ευρωζώνης με βάση το ΑΕΠ», και ταυτόχρονα μέχρι το τέλος της περιόδου αξιολόγησης δεν έχει πλήρη πρόσβαση στη χρηματοδότηση στις αγορές χρηματοπιστωτικού δανεισμού (κάτι που θα ισχύει για όσο διάστημα μια χώρα δεν είναι σε θέση να εκδώσει νέα κρατικά ομόλογα με 10ετή διάρκεια – αντί να εξαρτάται από εκταμιεύσεις από ένα κρατικό πρόγραμμα διάσωσης), τότε μια τέτοια χώρα δεν θα πληροί τις προϋποθέσεις ως χώρα αναφοράς για την τιμή αναφοράς. Για παράδειγμα, διαπιστώθηκε ότι η Ιρλανδία ήταν ακραίο επιτόκιο που δεν πληροί τις προϋποθέσεις για τον υπολογισμό της τιμής αναφοράς τον μήνα αξιολόγησης τον Μάρτιο του 2012, όταν μετρήθηκε ότι είχε μέσο μακροπρόθεσμο επιτόκιο που ήταν 4,71 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τον μέσο όρο της ευρωζώνης – ενώ ταυτόχρονα δεν έχει πλήρη πρόσβαση στις αγορές χρηματοπιστωτικών δανείων. Όταν η Ιρλανδία αξιολογήθηκε ξανά τον Απρίλιο του 2013, θεωρήθηκε, ωστόσο, ότι δεν ήταν πλέον ακραία, λόγω της καταχώρισης ενός μέσου όρου μακροπρόθεσμου επιτοκίου μόλις 1,59 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τον μέσο όρο της ευρωζώνης – ενώ είχε επίσης ανακτήσει πλήρη πρόσβαση στις χρηματοοικονομικές αγορές δανεισμού για τον τελευταίο 1,5 μήνα της περιόδου αξιολόγησης. Ένα τελευταίο σχετικό παράδειγμα εμφανίστηκε τον Απρίλιο του 2014, όταν η Πορτογαλία επίσης διαπιστώθηκε ότι δεν ήταν ακραίο επιτόκιο, λόγω της καταχώρισης ενός μακροπρόθεσμου μέσου επιτοκίου που ήταν 2,89 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τον μέσο όρο της ευρωζώνης – ενώ είχε ανακτήσει πλήρη πρόσβαση στις αγορές χρηματοπιστωτικών

δανείων για τους τελευταίους 12 μήνες της περιόδου αξιολόγησης (European Central Bank / HICP, 2022).

Η ΕΚΤ δημοσιεύει έκθεση σύγκλισης τουλάχιστον κάθε δύο χρόνια για να ελέγχει πόσο καλά συμμορφώνονται με τα κριτήρια τα μέλη της ΕΕ που φιλοδοξούν να υιοθετήσουν το ευρώ. Η πρώτη πλήρης έκθεση σύγκλισης δημοσιεύθηκε τον Νοέμβριο του 1996 και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι μόνο 3 από τα 15 κράτη μέλη της ΕΕ (Δανία, Λουξεμβούργο και Ιρλανδία) συμμορφώνονταν πλήρως με τα κριτήρια εκείνη τη στιγμή. Καθώς η πλειονότητα των κρατών δεν συμμορφωνόταν, το Συμβούλιο αποφάσισε να καθυστερήσει την εισαγωγή του ευρώ κατά δύο χρόνια έως την 1^η Ιανουαρίου 1999. Τον Μάρτιο του 1998 μια πιο θετική δεύτερη έκθεση σύγκλισης κατέληξε στο συμπέρασμα ότι 11 στους 12 υπέβαλαν αίτηση. Οι χώρες ήταν προετοιμασμένες για την ηλεκτρονική εισαγωγή του ευρώ την 1^η Ιανουαρίου 1999, με μόνη την Ελλάδα να μην έχει προκριθεί εντός της προθεσμίας. Οι μεταγενέστερες εκθέσεις σύγκλισης οδήγησαν μέχρι στιγμής σε επιπλέον 8 κράτη μέλη της ΕΕ που συμμορφώνονται με όλα τα κριτήρια και υιοθετούν το ευρώ (Ελλάδα, Σλοβενία, Κύπρος, Μάλτα, Σλοβακία, Εσθονία, Λετονία και Λιθουανία). Η τελευταία έκθεση σύγκλισης δημοσιεύθηκε τον Ιούνιο του 2014 και ελέγχθηκε για συμμόρφωση κατά το έτος αναφοράς από τον Μάιο 2012 έως τον Απρίλιο του 2014, όπου η Λιθουανία κατάφερε να συμμορφωθεί πλήρως - και έτσι έγινε το επόμενο 19^ο μέλος της ευρωζώνης. Καθώς οι τιμές αναφοράς για τον πληθωρισμό ΕνΔΤΚ και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια αλλάζουν σε μηνιαία βάση, κάθε κράτος μέλος με παρέκκλιση από το ευρώ έχει το δικαίωμα να ζητήσει από την ΕΚΤ ενημερωμένο έλεγχο συμμόρφωσης, όποτε πιστεύει ότι έχει εκπληρώσει όλα τα οικονομικά και νομικά κριτήρια σύγκλισης. Για παράδειγμα, η Λετονία ζήτησε έναν τέτοιο έκτακτο έλεγχο συμμόρφωσης τον Μάρτιο του 2013 (εκτός του τακτικού διαστήματος των 2 ετών για τις αυτόματες αξιολογήσεις) (European Central Bank / HICP, 2022).

Το 2009, οι συντάκτες μιας εμπιστευτικής έκθεσης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) πρότειναν ότι υπό το φως της συνεχιζόμενης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, το Συμβούλιο της ΕΕ θα πρέπει να εξετάσει το ενδεχόμενο να χορηγήσει στα νέα κράτη μέλη της ΕΕ που δυσκολεύονται να συμμορφωθούν και με τα πέντε κριτήρια σύγκλισης την επιλογή «να υιοθετήσει εν μέρει» το ευρώ, σύμφωνα με τις νομισματικές συμφωνίες που υπογράφηκαν με τα ευρωπαϊκά μικρά κράτη εκτός ΕΕ. Αυτά τα κράτη θα αποκτούσαν το δικαίωμα να υιοθετούν το ευρώ και να εκδίδουν μια εθνική παραλλαγή κερμάτων ευρώ, αλλά δεν θα έχουν θέση στην ΕΚΤ ή στο Eurogroup έως ότου εκπληρώσουν όλα τα κριτήρια

σύγκλισης. Ωστόσο, η ΕΕ δεν έχει κάνει χρήση αυτής της εναλλακτικής διαδικασίας προσχώρησης (Laurina, Gabriel, Dionicio, & Ana, 2022).

3 Κεφάλαιο: «Διεθνές Νομισματικό Σύστημα και Προοπτικές Ευρώ»

3.1 Γενικά Στοιχεία

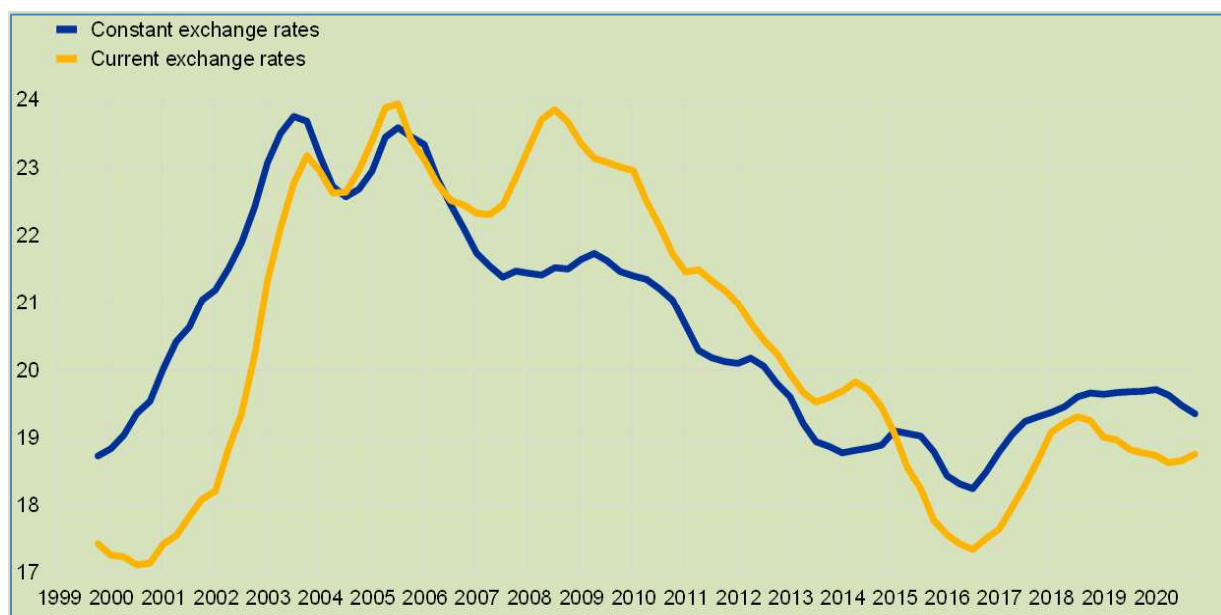
Αυτή η περίοδος χαρακτηρίστηκε από το ξέσπασμα της πανδημίας του κορονοϊού (COVID-19), μια συρρίκνωση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και σημαντική υποστήριξη της παγκόσμιας πολιτικής. Συνολικά, ωστόσο, αυτές οι εξελίξεις δεν οδήγησαν σε σημαντική αλλαγή του διεθνούς ρόλου του ευρώ. Ειδικότερα, το μερίδιο του ευρώ στα ανεξόφλητα διεθνή δάνεια, στο απόθεμα διεθνών χρεογράφων και ως νόμισμα τιμολόγησης για εισαγωγές αγαθών εκτός ζώνης του ευρώ παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό. Το μερίδιο του ευρώ στα παγκόσμια συναλλαγματικά αποθέματα μειώθηκε, όπως και το μερίδιο του ευρώ στην έκδοση χρέους σε ξένο νόμισμα και στις εκκρεμείς διεθνείς καταθέσεις. Το ευρώ παρέμεινε βασικό νόμισμα στις διεθνείς αγορές πράσινων ομολόγων (Li, 2022).

Ο διεθνής ρόλος του ευρώ υποστηρίζεται κατά κύριο λόγο από μια βαθύτερη και πληρέστερη Οικονομική και Νομισματική Ένωση, συμπεριλαμβανομένης της προώθησης της ένωσης κεφαλαιαγορών, στο πλαίσιο της επιδίωξης υγιών οικονομικών πολιτικών στη ζώνη του ευρώ. Το Ευρωσύστημα υποστηρίζει αυτές τις πολιτικές και τονίζει την ανάγκη για περαιτέρω προσπάθειες για την ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Η σχετική ανθεκτικότητα του διεθνούς ρόλου του ευρώ παρά το σοκ της πανδημίας έρχεται σε αντίθεση με τη σημαντική πτώση που παρατηρήθηκε στον απόηχο της κρίσης κρατικού χρέους της ζώνης του ευρώ (Bohn & Tesar, 2016). Σε κάποιο βαθμό, αυτή η εξέλιξη μπορεί να αντανakλά την αποτελεσματικότητα των πρωτοφανών μέτρων στήριξης πολιτικής και της συντονισμένης προσέγγισης που επικράτησαν στη ζώνη του ευρώ κατά τη διάρκεια της κρίσης COVID-19 (Mundell, 2016).

3.2 Ο διεθνής ρόλος του ευρώ

Ο διεθνής ρόλος του ευρώ παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερός το 2020. Αυτή η περίοδος χαρακτηρίστηκε από το ξέσπασμα της πανδημίας του κορονοϊού (COVID-19), μια συρρίκνωση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και υποστήριξη της παγκόσμιας πολιτικής (Castelli & Salman, 2020). Συνολικά, ωστόσο, αυτές οι εξελίξεις δεν οδήγησαν σε σημαντική αλλαγή του διεθνούς ρόλου του ευρώ.

Ένας σύνθετος δείκτης του διεθνούς ρόλου του ευρώ παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερός κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε χαμηλό επίπεδο (Διάγραμμα 3.1). Προσαρμόζοντας τις επιπτώσεις της αποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας, ο δείκτης υποχώρησε ελαφρά κατά 0,3 ποσοστιαίες μονάδες. Με τις τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες, παρέμεινε αμετάβλητο συνολικά. Το μερίδιο του ευρώ σε διάφορους δείκτες χρήσης διεθνών νομισμάτων ήταν κοντά στα ιστορικά χαμηλά, κατά μέσο όρο γύρω στο 19% (Castelli & Salman, 2020).



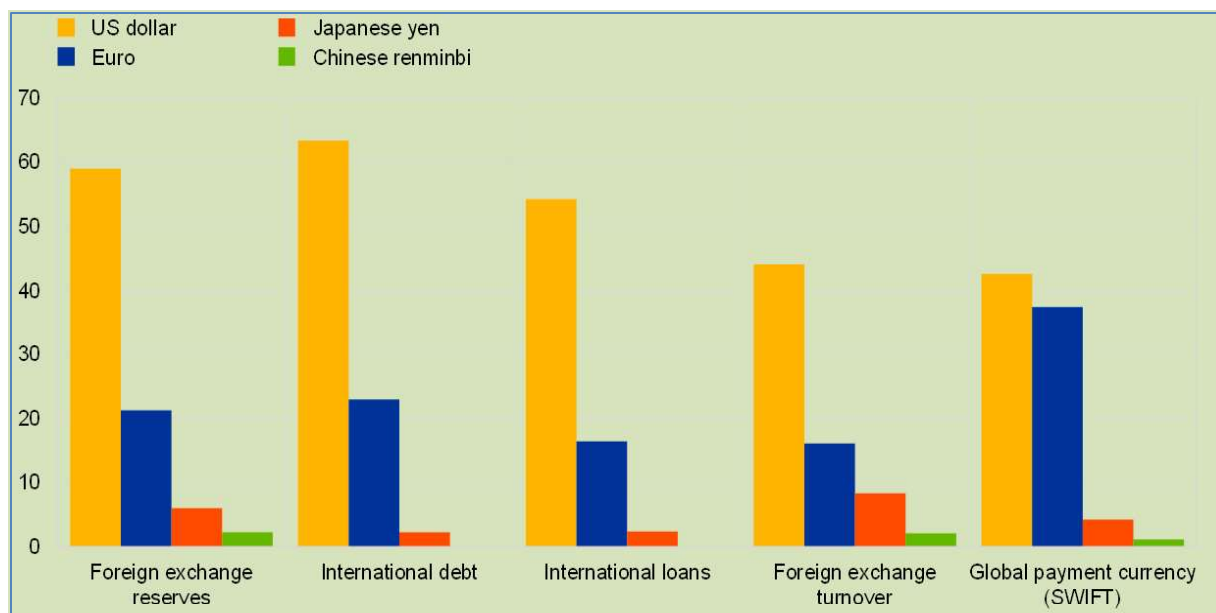
Διάγραμμα 3.1: Ο διεθνής ρόλος του ευρώ παρέμεινε γενικά σταθερός σε χαμηλό επίπεδο κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Σύνθετος δείκτης του διεθνούς ρόλου του ευρώ (ποσοστά, σε τρέχουσες και συναλλαγματικές ισοτιμίες 4^ο τριμήνου 2020, κινητοί μέσοι όροι τεσσάρων τετάρτων)².

Πηγή: (Castelli & Salman, 2020).

Το ευρώ παρέμεινε αδιαμφισβήτητο ως το δεύτερο πιο σημαντικό νόμισμα στο διεθνές νομισματικό σύστημα (Διάγραμμα 3.2) (Castelli & Salman, 2020).

² Σημειώσεις: Αριθμητικός μέσος όρος των μετοχών του ευρώ σε σταθερές (τρέχουσες) συναλλαγματικές ισοτιμίες σε μετοχές διεθνών ομολόγων, δάνεια από τράπεζες εκτός ζώνης ευρώ σε δανειολήπτες εκτός ζώνης ευρώ, καταθέσεις σε τράπεζες εκτός ζώνης του ευρώ από πιστωτές εκτός ζώνης του ευρώ, παγκόσμιοι διακανονισμοί συναλλάγματος, παγκόσμια συναλλαγματικά αποθέματα και παγκόσμια καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών. Δεν είναι διαθέσιμα δεδομένα σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες για τους παγκόσμιους διακανονισμούς συναλλάγματος. Οι εκτιμήσεις για το μερίδιο του ευρώ στα παγκόσμια καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών από το 2016 και μετά ελήφθησαν από το προσωπικό της ΕΚΤ χρησιμοποιώντας την ίδια μεθοδολογία με τους Ilzetzki, E., Reinhart, C. and Rogoff, K., Quarterly Journal of Economics, Τομ. 134(2), 2019, σελ. 599-646, συμπληρωμένο με την κρίση του προσωπικού της ΕΚΤ. Οι τελευταίες παρατηρήσεις αφορούν το τέταρτο τρίμηνο του 2020.



Διάγραμμα 3.2: Το ευρώ παρέμεινε το δεύτερο πιο σημαντικό νόμισμα στο διεθνές νομισματικό σύστημα.

Στιγμιότυπο του διεθνούς νομισματικού συστήματος (ποσοστά)³.

Πηγή: (Castelli & Salman, 2020).

Το μερίδιο του ευρώ στα παγκόσμια συναλλαγματικά αποθέματα μειώθηκε κατά 0,7 ποσοστιαίες μονάδες κατά την περίοδο αναφοράς (Πίνακας 3.1). Τα στοιχεία της έρευνας υποδηλώνουν ότι τα χαμηλά ή αρνητικά επιτόκια προκαλούν ανησυχία μεταξύ των επίσημων διαχειριστών αποθεματικών παγκοσμίως. Το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με άλλες μεγάλες οικονομίες μπορεί επομένως να αποθάρρυνε τους επίσημους αποθεματικούς επενδυτές από το να αυξήσουν την έκθεση των χαρτοφυλακίων ομολόγων τους στο ευρώ. Το μερίδιο του δολαρίου ΗΠΑ, του κορυφαίου νομίσματος, στα παγκόσμια συναλλαγματικά αποθέματα παρέμεινε σταθερό κατά την περίοδο αναφοράς. Παρέμεινε κοντά σε χαμηλό δύο δεκαετιών, σύμφωνα με προηγούμενες τάσεις για σταδιακή διαφοροποίηση των παγκόσμιων χαρτοφυλακίων αποθεματικών. Λαμβάνοντας υπόψη άλλους διαρθρωτικούς παράγοντες, πρόσφατη έρευνα προσωπικού της ΕΚΤ δείχνει ότι οι οικονομίες με μεγάλο μερίδιο του ευρώ στα επίσημα συναλλαγματικά αποθέματα έχουν συνήθως ισχυρούς εμπορικούς και χρηματοοικονομικούς δεσμούς με τη ζώνη του ευρώ και χρησιμοποιούν το ευρώ ως νόμισμα αγκύρωσης (Financial Stability Report, 2020).

³ Σημειώσεις: Τα τελευταία στοιχεία για τα συναλλαγματικά αποθέματα, το διεθνές χρέος και τα δάνεια αφορούν το τέταρτο τρίμηνο του 2020. Στοιχεία κύκλου εργασιών σε συνάλλαγμα από τον Απρίλιο του 2019. Στοιχεία SWIFT τον Δεκέμβριο του 2020.

Πίνακας 3.1: Ο διεθνής ρόλος του ευρώ. Χαρακτηριστικά⁴.

Δείκτης	Μερίδιο του ευρώ (ποσοστά, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)			Συνολικά ανεξόφλητα ποσά (με τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες)			
	Τελευταίος	Περίοδος σύγκρισης	Διαφορά (% μονάδες)	Τελευταίος	Περίοδος σύγκρισης	Μονάδα	Διαφορά (%)
Απόθεμα παγκόσμιων συναλλαγματικών αποθεμάτων με γνωστή νομισματική σύνθεση, σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες	21.2 (Q4 2020)	21.9 (Q4 2019)	-0.7	12,701 (Q4 2020)	11,827 (Q4 2019)	USD Δις	7.4
Ανεξόφλητα διεθνή χρεόγραφα: στενό μέτρο, δηλαδή εξαιρουμένης της έκδοσης εγχώριου νομίσματος, σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες	23.0 (Q4 2020)	23.2 (Q4 2020)	-0.2	16.906 (Q4 2020)	15.810 (Q4 2020)	USD Δις	6.9
Ανεξόφλητα διεθνή δάνεια: από τράπεζες εκτός ζώνης του ευρώ σε δανειολήπτες εκτός ζώνης του ευρώ, σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες	16.4 (Q4 2020)	16.5 (Q4 2019)	-0.1	2,846 (Q4 2020)	2,731 (Q4 2019)	USD Δις	4.2
Ανεξόφλητες διεθνείς καταθέσεις: σε τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ από πιστωτές εκτός της ζώνης του ευρώ, σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες	17.0 (Q4 2020)	20.0 (Q4 2020)	-3.0	3.003 (Q4 2020)	2.629 (Q4 2020)	USD Δις	14.2
Έκδοση χρέους σε ξένο νόμισμα με τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες	21.8 (2020)	23.8 (2019)	-2.0	2,107 (2020)	1,993 (2019)	USD Δις	5.7
Ονομαστική πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ευρύ μέτρο)	123.2 (Δεκέμβριος 2020)	115.0 (Δεκέμβριος 2019)	7.1				

⁴ Σημειώσεις: Για τις χώρες της Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης (ΧΚΑΕ), τα ανεξόφλητα ποσά αναφέρονται σε ανεξόφλητα ποσά συνολικών ποσών σε ξένο νόμισμα. Η αύξηση της ονομαστικής πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ υποδηλώνει ανατίμηση του ευρώ.

Διεθνές Νομισματικό Σύστημα: Προοπτικές Ευρώ και Ελληνικής Οικονομίας

	Μερίδιο του ευρώ (ποσοστά, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)			Συνολικά ανεξόφλητα ποσά (με τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες)			
έναντι 42 εμπορικών εταιρών)							
Ημερήσια διαπραγμάτευση συναλλάγματος (διακανονισμός από την CLS), σε τρέχουσες ισοτιμίες, ως ποσοστό του διακανονισμού συναλλάγματος	38.7 (Δεκέμβριος 2020)	35.6 (Δεκέμβριος 2019)	3.1				
Δάνεια σε ξένο νόμισμα στις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, σε τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες	81.2 (Δεκέμβριος 2020)	80.1 (Δεκέμβριος 2019)	1.1	150.5 (Δεκέμβριος 2020)	152.7 (Δεκέμβριος 2020)	EUR Δις	-1.4
Καταθέσεις σε ξένο νόμισμα στις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, σε τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες	80.3 (Δεκέμβριος 2020)	80.7 (Δεκέμβριος 2019)	-0.4	169.3 (Δεκέμβριος 2020)	154.9 (Δεκέμβριος 2019)	EUR Δις	9.3
Τιμολόγηση αγαθών που εξάγονται από τη ζώνη του ευρώ σε χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, σε τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες	59.7 (2020)	61.0 (2019)	0.0				
Τιμολόγηση αγαθών που εξάγονται από τη ζώνη του ευρώ σε χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, σε τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες	51.3 (2020)	51.3 (2019)	0.0				
Σωρευτικές καθαρές αποστολές τραπεζογραμματίων ευρώ σε προορισμούς εκτός της ζώνης του ευρώ (εποχικά προσαρμοσμένες)				167.0 (Δεκέμβριος 2020)	170.2 (Δεκέμβριος 2019)	EUR Δις	-1.9

Πηγή: (Schrimpf, Shin, & Sushko, 2020).

3.3 Δείκτες του Διεθνούς Ρόλου του Ευρώ

Άλλοι δείκτες του διεθνούς ρόλου του ευρώ φαίνεται να επηρεάστηκαν πιο αισθητά κατά την περίοδο της πανδημίας είναι οι εξής (Lane, 2020):

- Το μερίδιο του ευρώ στην έκδοση χρέους σε ξένο νόμισμα μειώθηκε κατά περίπου 2 ποσοστιαίες μονάδες. Η φθίνουσα αποστροφή του παγκόσμιου κινδύνου το καλοκαίρι και οι ευκολότερες παγκόσμιες χρηματοοικονομικές συνθήκες οδήγησαν σε σημαντική αύξηση της παγκόσμιας έκδοσης ομολόγων, ιδίως από αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς που παραδοσιακά εκδίδουν σε δολάρια στις παγκόσμιες αγορές χρέους. Η ζήτηση για τίτλους σταθερού εισοδήματος σε δολάρια ΗΠΑ από μεγάλους θεσμικούς επενδυτές με έδρα στις Ηνωμένες Πολιτείες παρέμεινε σημαντικός παράγοντας που στηρίζει το δολάριο ΗΠΑ σε αυτές τις αγορές. Παρέχονται, επίσης, στοιχεία ισχυρής μεροληψίας του δολαρίου ΗΠΑ στο χαρτοφυλάκιο κεφαλαίων σταθερού εισοδήματος που εδρεύουν στις ΗΠΑ, κυρίως σε βάρος του ευρώ. Μόνο το 8% περίπου των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζεται ένα δείγμα μεγάλων παγκόσμιων ομολογιακών κεφαλαίων που εδρεύουν στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι εκφρασμένο σε ευρώ, ενώ το μεγαλύτερο μερίδιο των διαθέσιμων τους είναι σε δολάρια ΗΠΑ – σύμφωνα με το τυπικό φαινόμενο της μεροληψίας του εγχώριου νομίσματος (Iancu, και συν., 2020).
- Το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς καταθέσεις μειώθηκε κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ οι καταθέσεις σε δολάρια ΗΠΑ αυξήθηκαν σημαντικά. Ένας λόγος για αυτές τις εξελίξεις ήταν ότι τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διέθεταν μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία παγκοσμίως και στάθμευαν τα έσοδα σε τραπεζικές καταθέσεις σε δολάρια ΗΠΑ εν μέσω της ζήτησης για μετρητά που ακολούθησε το ξέσπασμα της πανδημίας.
- Οι σωρευτικές καθαρές αποστολές τραπεζογραμματίων ευρώ προς προορισμούς εκτός της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν κατά περίπου 2 ποσοστιαίες μονάδες και οι συναλλαγές τραπεζογραμματίων ευρώ εκτός ζώνης ευρώ από χονδρεμπόρους μειώθηκαν στο μισό λόγω των ταξιδιωτικών περιορισμών που επιβλήθηκαν μετά την έναρξη της πανδημίας. Μια τακτική έρευνα που διενεργείται από την Oesterreichische Nationalbank (OeNB) σε χώρες της κεντρικής, ανατολικής και νοτιοανατολικής Ευρώπης επισημαίνει μεικτές εξελίξεις στη ζήτηση των νοικοκυριών για μετρητά ευρώ στην περιοχή κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Ταυτόχρονα, πρόσφατη έρευνα του προσωπικού της ΕΚΤ δείχνει ότι μεταξύ 30% και 50%

της αξίας των τραπεζογραμμάτων ευρώ φυλάσσεται εκτός της ζώνης του ευρώ, ποσοστό υψηλότερο από ό,τι είχε εκτιμηθεί προηγουμένως.

Οι υπόλοιποι δείκτες δείχνουν μια σχετική ανθεκτικότητα στην παγκόσμια ελκυστικότητα του ευρώ κατά την περίοδο της επανεξέτασης (Iancu, και συν., 2020):

- Το μερίδιο του ευρώ στο απόθεμα των διεθνών δανείων από τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ προς δανειολήπτες εκτός ζώνης του ευρώ παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό, σημειώνοντας οριακή μείωση κατά 0,1 ποσοστιαίες μονάδες. Το μερίδιο του ευρώ στα δάνεια σε ξένο νόμισμα στις χώρες της Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης αυξήθηκε κατά πλήρη ποσοστιαία μονάδα.
- Το μερίδιο του ευρώ ως νομίσματος τιμολόγησης για εισαγωγές αγαθών εκτός ζώνης του ευρώ παρέμεινε αμετάβλητο σε σχέση με το προηγούμενο έτος.
- Το μερίδιο του ευρώ στο απόθεμα των διεθνών χρεογράφων υποχώρησε ελαφρά κατά 0,2 ποσοστιαίες μονάδες, λιγότερο από ό,τι στη διεθνή έκδοση ομολόγων, καθώς τείνει να προσαρμόζεται πιο σταδιακά και εξαρτάται επιπλέον από τις καθαρές εξαγορές και τις εξελίξεις στα μέσα χρηματαγοράς. Η μείωση του μεριδίου του ευρώ στις καταθέσεις σε ξένο νόμισμα σε χώρες της Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης ήταν συγκρίσιμη.
- Τέλος, πάνω από τα μισά από τα πράσινα ομόλογα που εκδόθηκαν παγκοσμίως κατά την περίοδο αναφοράς ήταν σε ευρώ. Όσον αφορά τις διεθνείς εκδόσεις (δηλαδή εκδόσεις ομολόγων από αλλοδαπούς), το μερίδιο του ευρώ διαμορφώθηκε περίπου στο ένα τρίτο – σημαντική αύξηση σε σύγκριση με πέντε χρόνια νωρίτερα και υψηλότερο από το μερίδιο του ευρώ στην έκδοση διεθνών ομολόγων περίπου 20%.

Στη Σύνοδο Κορυφής του Ευρώ στις 25 Μαρτίου 2021, οι ηγέτες των χωρών της ζώνης του ευρώ τόνισαν ότι «υποστηρίζουν την ενίσχυση του διεθνούς ρόλου του ευρώ με σκοπό την ενίσχυση της στρατηγικής μας αυτονομίας σε οικονομικά και χρηματοπιστωτικά θέματα, διατηρώντας παράλληλα μια ανοιχτή οικονομία, συμβάλλοντας στη σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και την υποστήριξη των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων και νοικοκυριών».

Η σχετική ανθεκτικότητα της παγκόσμιας απήχησης του ευρώ που περιγράφεται σε αυτήν την έκθεση είναι αξιοσημείωτη δεδομένης της κλίμακας του πανδημικού σοκ. Έρχεται σε αντίθεση με προηγούμενα μεγάλα επεισόδια κρίσης, όπως η κρίση κρατικού χρέους της

ζώνης του ευρώ, η οποία συνδέθηκε με μια αξιοσημείωτη πτώση της παγκόσμιας ελκυστικότητας του ευρώ⁵.

Σε κάποιο βαθμό, αυτή η εξέλιξη μπορεί να αντανακλά την αποτελεσματικότητα των πρωτοφανών μέτρων στήριξης της πολιτικής και της συντονισμένης προσέγγισης που έχουν επικρατήσει στη ζώνη του ευρώ. Ταυτόχρονα, η σταθερότητα του μεριδίου του ευρώ σε διάφορους δείκτες χρήσης του διεθνούς νομίσματος –σήμερα πολύ κάτω από τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την παγκόσμια οικονομική κρίση– υποδηλώνει ότι μόνο περαιτέρω αποφασιστικά μέτρα πολιτικής και μεταρρυθμιστικές προσπάθειες θα επιτρέψουν στο ευρώ να πραγματοποιήσει τις παγκόσμιες δυνατότητές του.

Ως εκ τούτου, οι πολιτικές επιπτώσεις που έχει τονίσει το Ευρωσύστημα στο παρελθόν παραμένουν πλήρως έγκυρες. Ο διεθνής ρόλος του ευρώ υποστηρίζεται κατά κύριο λόγο από μια βαθύτερη και πληρέστερη Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ONE), συμπεριλαμβανομένης της προώθησης της ένωσης κεφαλαιαγορών, στο πλαίσιο της επιδίωξης υγιών οικονομικών πολιτικών στη ζώνη του ευρώ. Το Ευρωσύστημα υποστηρίζει αυτές τις πολιτικές και τονίζει την ανάγκη για περαιτέρω προσπάθειες για την ολοκλήρωση της ONE (Lane, 2020).

Στην πρόσφατη έκθεση περιέχονται τρία ειδικά χαρακτηριστικά. Το πρώτο ιδιαίτερο χαρακτηριστικό εξετάζει τις επιπτώσεις για τον διεθνή ρόλο του ευρώ της πολιτικής ανταπόκρισης της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και της ΕΚΤ στην πανδημία. Τονίζει ότι οι εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές, οι διευκολύνσεις που έχουν δημιουργηθεί σε επίπεδο ΕΕ και η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ συνέβαλαν σε μια ισχυρή και συνεκτική οικονομική ανάκαμψη από την πανδημική κρίση, υποστηρίζοντας έτσι την ανθεκτικότητα της ζώνης του ευρώ και τον διεθνή ρόλο του ευρώ. Το ειδικό χαρακτηριστικό δείχνει ότι οι εκδόσεις ομολόγων της ΕΕ που σχεδιάζονται στο πλαίσιο του προγράμματος Next Generation EU (NGEU) θα αυξήσουν σημαντικά το ποσό των περιουσιακών στοιχείων υψηλής αξιολόγησης σε ευρώ και θα αντιπροσωπεύουν ένα περαιτέρω βήμα προς τη δημιουργία ενός κοινού ευρωπαϊκού ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου. Αυτό θα συμβάλει στην ενίσχυση της χρηματοοικονομικής εμβάθυνσης και της ολοκλήρωσης της κεφαλαιαγοράς στη ζώνη του ευρώ και, με τη σειρά του, στον διεθνή ρόλο του ευρώ. Ωστόσο, στον βαθμό που η NGEU παραμένει σχετικά μέτρια σε μέγεθος σε σύγκριση με τις αγορές ομολόγων σε άλλα μεγάλα

⁵ Ειδικότερα, ο σύνθετος δείκτης του διεθνούς ρόλου του ευρώ υποχώρησε το 2011 κατά 0,9 ποσοστιαίες μονάδες σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, έναντι 0,5 ποσοστιαίες μονάδες στις τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες.

νομίσματα και είναι μια προσωρινή πρωτοβουλία, είναι απίθανο να αλλάξει ριζικά το παγκόσμιο καθεστώς του ευρώ σε αυτό το στάδιο. Ταυτόχρονα, η NGEU συνδέεται με επενδύσεις και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που αναμένεται να αυξήσουν το αναπτυξιακό δυναμικό της ζώνης του ευρώ και την εσωτερική της συνοχή, αυξάνοντας την ανθεκτικότητα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ σε κραδασμούς και συνεπώς την ελκυστικότητα του ευρώ ως παγκόσμια επένδυση. Επιπλέον, τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της πανδημίας ήταν γρήγορα και ισχυρά. Συνέβαλαν στη σταθεροποίηση της οικονομίας της ζώνης του ευρώ ενόψει ενός εξαιρετικά μεγάλου κλονισμού. Επιπλέον, τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την παροχή ρευστότητας σε ευρώ σε κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ συνέβαλαν στην αποτροπή πιθανών δυσμενών επιπτώσεων της κρίσης στη ζώνη του ευρώ. Το αρνητικό αποτέλεσμα όλων αυτών των μέτρων ήταν η υποστήριξη της παγκόσμιας απήχησης του ευρώ κατά την περίοδο αναθεώρησης. Τέλος, το ειδικό χαρακτηριστικό περιλαμβάνει τρία πλαίσια σχετικά με την πρόσφατη ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με το ευρωπαϊκό οικονομικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα, την αποτελεσματικότητα των γραμμών ρευστότητας της ΕΚΤ σε ευρώ προς ξένες κεντρικές τράπεζες και τη ζήτηση επενδυτών εκτός ζώνης του ευρώ για υποστήριξη για τον μετριασμό του κινδύνου ανεργίας σε περίπτωση έκτακτης ανάγκης (SURE), ομόλογα που εκδίδονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Iancu, και συν., 2020).

Το δεύτερο ιδιαίτερο χαρακτηριστικό εξετάζει πώς η έκδοση ενός ψηφιακού νομίσματος κεντρικής τράπεζας (central bank digital currency / CBDC) θα μπορούσε να επηρεάσει τον διεθνή ρόλο των νομισμάτων. Τονίζει ότι η παγκόσμια απήχηση των νομισμάτων εξαρτάται από θεμελιώδεις οικονομικές δυνάμεις τις οποίες η ψηφιοποίηση είναι απίθανο να αλλάξει. Ωστόσο, χαρακτηριστικά που είναι ειδικά για τα ψηφιακά μέσα πληρωμής, συμπεριλαμβανομένης της ασφάλειας, του χαμηλού κόστους συναλλαγών και των αποτελεσμάτων ομαδοποίησης, θα μπορούσαν να προωθήσουν τη διεθνή υιοθέτηση ενός νομίσματος. Αυτά τα χαρακτηριστικά μπορεί να συνδυαστούν για να δημιουργήσουν βρόχους θετικής ανατροφοδότησης στη χρήση ενός νομίσματος ως μέσου πληρωμής και αποθήκευσης αξίας και, επομένως, να έχουν επιπτώσεις στην παγκόσμια απήχηση του. Επιπλέον, τα ειδικά σχεδιαστικά χαρακτηριστικά ενός CBDC θα ήταν σημαντικά για την παγκόσμια εμβέλειά του και, τελικά, τον διεθνή ρόλο του νομίσματος στο οποίο εκφράζεται. Τα χαρακτηριστικά σχεδιασμού θα μπορούσαν να επηρεάσουν την ικανότητα και τα κίνητρα των μη κατοίκων να χρησιμοποιούν ένα CBDC ως μέσο πληρωμής, λογιστική μονάδα ή/και αποθήκευση αξίας. Το ειδικό χαρακτηριστικό παρουσιάζει προσομοιώσεις μοντέλων από το προσωπικό της ΕΚΤ

χρησιμοποιώντας ένα νέο διαρθρωτικό μακροοικονομικό μοντέλο που επιτρέπει να ποσοτικοποιηθεί η επίδραση των διαφορετικών οικονομικών μηχανισμών που διαδραματίζονται. Οι προσομοιώσεις υποδεικνύουν ότι ένα CBDC υποστηρίζει τη χρήση ενός νομίσματος σε διασυνοριακές πληρωμές, αλλά δεν είναι απαραίτητα μια αλλαγή παιχνιδιών. Θεμελιώδεις δυνάμεις, όπως η σταθερότητα των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών και το μέγεθος, παραμένουν οι πιο σημαντικοί παράγοντες για την κατάσταση του διεθνούς νομίσματος (Iancu, και συν., 2020).

Το τρίτο ιδιαίτερο χαρακτηριστικό παρουσιάζει ένα νέο σύνολο δεδομένων που προσφέρει μια ολοκληρωμένη και ενημερωμένη κατανόηση της χρήσης των κύριων νομισμάτων στην τιμολόγηση του παγκόσμιου εμπορίου. Επιβεβαιώνει προηγούμενα ευρήματα σχετικά με τον κυρίαρχο ρόλο του δολαρίου ΗΠΑ στην τιμολόγηση παγκοσμίως και τη συνολική σταθερότητα της χρήσης των κύριων νομισμάτων στην τιμολόγηση του παγκόσμιου εμπορίου. Ταυτόχρονα, το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό υποδεικνύει επίσης πολλά νέα στυλιζαρισμένα γεγονότα. Πρώτον, τόσο το δολάριο ΗΠΑ όσο και το ευρώ χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο ως «νόμισμα τιμολόγησης» – δηλαδή το νόμισμα ούτε του εξαγωγέα ούτε του εισαγωγέα, αλλά μιας τρίτης χώρας. Αυτό υποδηλώνεται από το γεγονός ότι η τιμολόγηση στα εν λόγω νομίσματα παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερή, παρά τη μείωση των μεριδίων των Ηνωμένων Πολιτειών και της ζώνης του ευρώ στο παγκόσμιο εμπόριο. Δεύτερον, το ευρώ χρησιμοποιείται ως νόμισμα τιμολόγησης κυρίως στην Ευρώπη και σε ορισμένες περιοχές της Αφρικής, γεγονός που υποδηλώνει ότι, ακόμη και αν το δολάριο ΗΠΑ είναι το κυρίαρχο νόμισμα παγκοσμίως, το ευρώ διαδραματίζει ηγετικό ρόλο σε αυτές τις περιοχές. Τρίτον, ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες έχουν δει σημαντικές αλλαγές προς την τιμολόγηση σε ευρώ, γεγονός που δείχνει ότι η αδράνεια στα πρότυπα τιμολόγησης του διεθνούς εμπορίου μπορεί να ξεπεραστεί. Τέλος, εμπειρικές εκτιμήσεις υποδηλώνουν ότι τυπικοί θεωρητικοί μηχανισμοί που ενισχύουν τη χρήση του νομίσματος μιας μεγάλης οικονομίας – π.χ. στρατηγικές συμπληρωματικότητας στον καθορισμό των τιμών και την ενσωμάτωση σε διασυνοριακές αλυσίδες αξίας – στηρίζουν τη χρήση του ευρώ για την τιμολόγηση διεθνών εμπορικών συναλλαγών, γεγονός που δείχνει ότι η αδράνεια στα πρότυπα τιμολόγησης διεθνών εμπορικών συναλλαγών μπορεί να ξεπεραστεί. Αυτά τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι η διατήρηση του ανοίγματος της ζώνης του ευρώ στο εμπόριο και της ευρωπαϊκής αλυσίδας αξίας μεταξύ της ζώνης του ευρώ και της υπόλοιπης ΕΕ, καθώς και των περιοχών που γειτονεύουν με την ΕΕ, είναι σημαντικά για τον μελλοντικό ρόλο του ευρώ ως παγκόσμιου νομίσματος τιμολόγησης (Lane, 2020).

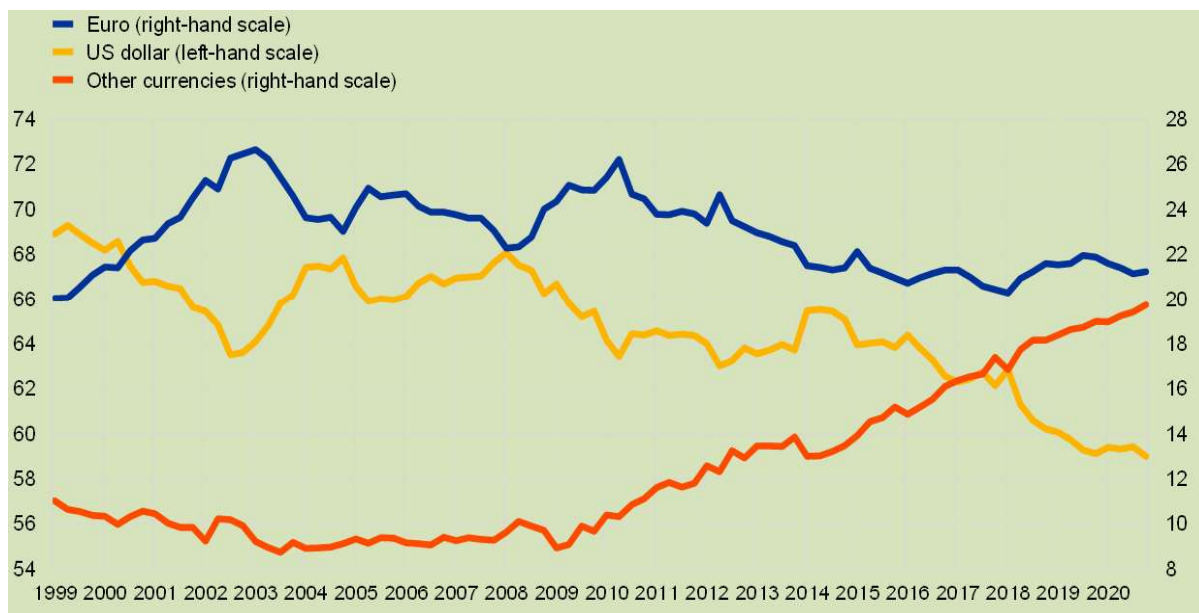
3.4 Χρήση του ευρώ ως διεθνούς αποθεματικού και επενδυτικού νομίσματος

Το μερίδιο του ευρώ στις παγκόσμιες επίσημες διαθέσιμες συναλλαγματικών διαθεσίμων μειώθηκε το 2020. Το μερίδιο του ευρώ στις παγκόσμιες επίσημες διακρατήσεις συναλλαγματικών διαθεσίμων μειώθηκε κατά 0,7 ποσοστιαίες μονάδες το 2020, σε 21,2%, όταν μετράται με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Αντίθετα, το μερίδιο του ευρώ αυξήθηκε με τις τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες, λόγω της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ κατά περίπου 9 ποσοστιαίες μονάδες κατά την περίοδο αναφοράς (Διαγράμματα 3.3 και 3.5). Το δολάριο ΗΠΑ παρέμεινε το κορυφαίο παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα. Το μερίδιό της στα αποθεματικά που γνωστοποιήθηκαν παγκοσμίως παρέμεινε σταθερό, γύρω στο 59%, όταν μετρήθηκε με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ταυτόχρονα, η μετοχή του δολαρίου ΗΠΑ μειώθηκε σχεδόν κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες με τις τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Αυτές οι εξελίξεις υποδηλώνουν ότι η αποδυνάμωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου ΗΠΑ, που ακολούθησε την οξεία φάση της πανδημικής κρίσης τον Μάρτιο του 2020, ενθάρρυνε τους επίσημους διαχειριστές αποθεματικών να αυξήσουν τα διαθέσιμά τους σε δολάρια ΗΠΑ περισσότερο από τα διαθέσιμά τους σε ευρώ σε μια προσπάθεια σταθεροποίησης, τουλάχιστον εν μέρει, το μερίδιο του δολαρίου ΗΠΑ στα χαρτοφυλάκια τους (Carvalho & Schmitz, 2021).

Σύμφωνα με αυτό, οι αγορές δολαρίων ΗΠΑ από επίσημους επενδυτές εκτιμάται ότι ανήλθαν σε 280 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ κατά την περίοδο της επανεξέτασης, σε σύγκριση με εκτιμώμενα 30 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ για αγορές αποθεματικών σε ευρώ⁶.

Από μακροπρόθεσμη σκοπιά, το μερίδιο του ευρώ στις παγκόσμιες επίσημες διακρατήσεις συναλλαγματικών διαθεσίμων παρέμεινε γενικά σταθερό σε σχετικά χαμηλό επίπεδο σε σύγκριση με τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και την κρίση δημόσιου χρέους της ζώνης του ευρώ (Demosthenes, Pagliari, & L., 2020).

⁶ Οι αγορές προκύπτουν από αλλαγές στις συμμετοχές κατά την περίοδο ανασκόπησης. Οι εκτιμήσεις λαμβάνουν υπόψη τις επιπτώσεις της αποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας που επηρεάζουν το ποσό των αποθεματικών που εκφράζονται σε ευρώ και αναφέρονται σε όρους δολαρίων ΗΠΑ. Οι εκτιμήσεις για αγορές δολαρίων ΗΠΑ και ευρώ δεν λαμβάνουν υπόψη πιθανές επιδράσεις αποτίμησης που προκύπτουν από αλλαγές στην τιμή των υποκείμενων τίτλων στο χαρτοφυλάκιο των επίσημων επενδυτών, στον βαθμό που αυτές αναφέρονται στην αγοραία αξία.



Διάγραμμα 3.3: Το μερίδιο του ευρώ στα παγκόσμια συναλλαγματικά αποθέματα μειώθηκε το 2020⁷.

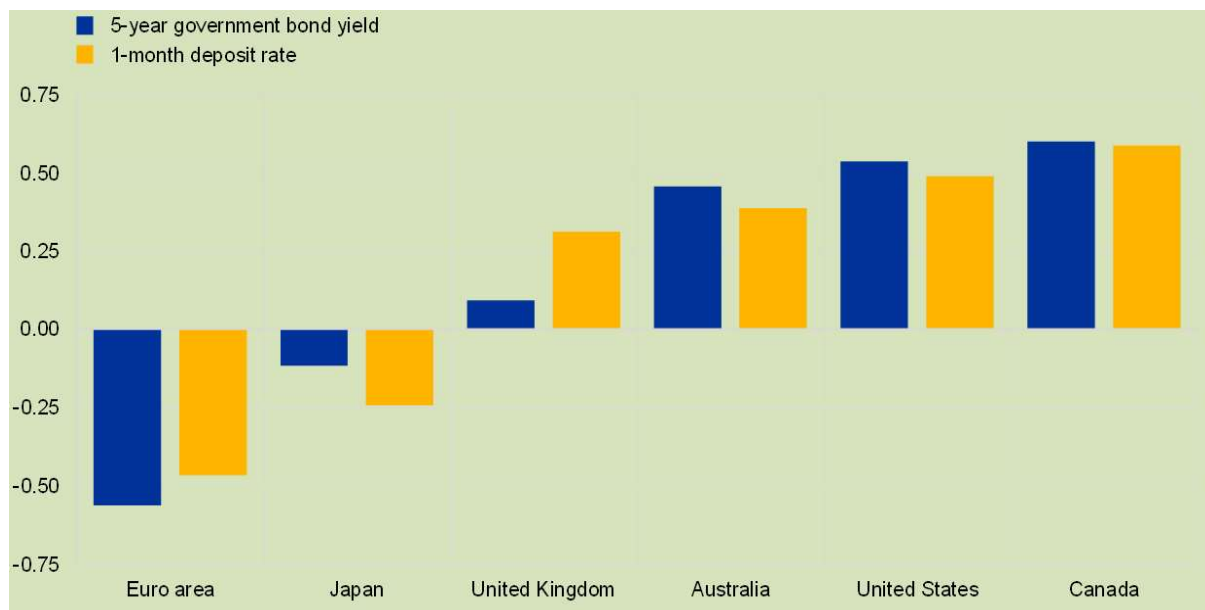
Πηγή: (Carvalho & Schmitz, 2021), (Demosthenes, Pagliari, & L., 2020).

Τα στοιχεία της έρευνας δείχνουν ότι τα χαμηλά ή αρνητικά επιτόκια εξακολουθούν να προκαλούν ανησυχία μεταξύ των επίσημων διαχειριστών αποθεματικών παγκοσμίως. Σύμφωνα με τακτική έρευνα των επίσημων διαχειριστών αποθεματικών που διενεργήθηκε από ένα παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, σχεδόν το 70% των ερωτηθέντων ανέφερε τις χαμηλές ή αρνητικές αποδόσεις σε αγορές σταθερού εισοδήματος ως ένα από τα κύρια προβλήματα που σχετίζονται με την επενδυτική τους στρατηγική, εξαιρουμένης της κρίσης COVID-19 (Castelli & Salman, 2020).

Τα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ παρέμειναν χαμηλότερα από ό,τι σε άλλες μεγάλες οικονομίες, γεγονός που μπορεί να αποθάρρυνε τους επίσημους αποθεματικούς επενδυτές από το να αυξήσουν τα ανοίγματά τους σε ομόλογα σε ευρώ (Διάγραμμα 3.4). Οι μέσες αποδόσεις των 5ετών κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ διαμορφώθηκαν στο -0,6% το 2020, ενώ το επιτόκιο καταθέσεων 1 μηνός κυμάνθηκε γύρω στο -0,5%. Αντίθετα, η απόδοση των αμερικανικών 5ετών κρατικών ομολόγων και το επιτόκιο καταθέσεων 1 μήνα κυμαίνονταν κατά μέσο όρο περίπου 0,5% το 2020. Τα επιτόκια σε όλες τις άλλες μεγάλες οικονομίες ήταν σε θετικό έδαφος κατά την περίοδο αναφοράς, με εξαίρεση την Ιαπωνία. Όσον αφορά τους

⁷ Εξελίξεις στις μετοχές του ευρώ, του δολαρίου ΗΠΑ και άλλων νομισμάτων στις παγκόσμιες επίσημες διακρατήσεις συναλλαγματικών διαθεσίμων (ποσοστά, σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες 4^{ου} τριμήνου 2020).

σημαντικούς διαρθρωτικούς παράγοντες για την παγκόσμια κατανομή αποθεματικών, πρόσφατη έρευνα προσωπικού της ΕΚΤ δείχνει ότι οι οικονομίες με ισχυρούς εμπορικούς και χρηματοοικονομικούς δεσμούς με τη ζώνη του ευρώ και που χρησιμοποιούν το ευρώ ως νόμισμα αγκύρωσης έχουν μεγαλύτερο μερίδιο του ευρώ στα επίσημα συναλλαγματικά αποθέματα.



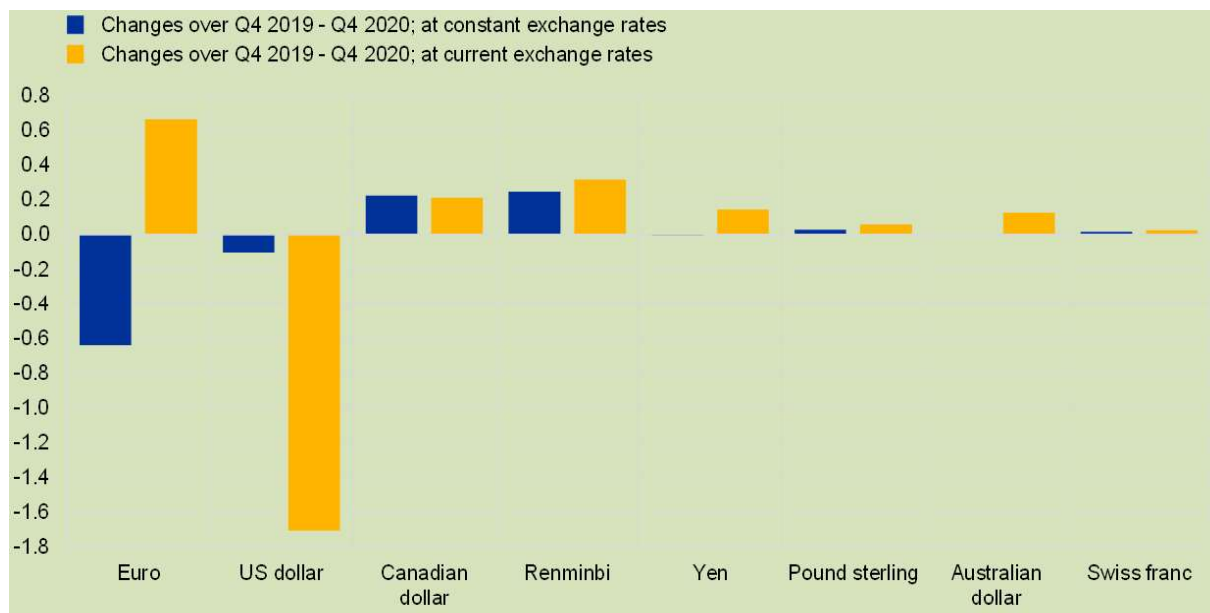
Διάγραμμα 3.4: Τα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ παρέμειναν σε αρνητικό έδαφος το 2020⁸.

Πηγή: (Castelli & Salman, 2020).

Η τάση προς σταδιακή διαφοροποίηση των παγκόσμιων χαρτοφυλακίων αποθεματικών συνεχίστηκε το 2020. Σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, το μερίδιο των νομισμάτων εκτός του ευρώ και του δολαρίου ΗΠΑ αυξήθηκε κατά 0,7 εκατοστιαίες μονάδες κατά την εξεταζόμενη περίοδο (Διάγραμμα 3.3). Η αύξηση αντανακλούσε σε μεγάλο βαθμό τις αγορές επίσημων αποθεματικών σε κινεζικό ρενμίνμπι, το μερίδιο των οποίων αυξήθηκε κατά 0,3 ποσοστιαίες μονάδες, και σε δολάρια Καναδά, με αύξηση 0,2 ποσοστιαίες μονάδες. Το μερίδιο των άλλων βασικών αποθεματικών νομισμάτων ήταν σε γενικές γραμμές σταθερό (Διάγραμμα 3.5) (Castelli & Salman, 2020).

⁸ Επιτόκιο 5ετούς και 1 μηνός στις μεγάλες οικονομίες το 2020 (ποσοστά).

Σημείωση: Η πενταετής κρατική απόδοση για τη ζώνη του ευρώ υπολογίζεται ως ο σταθμισμένος μέσος όρος των αποδόσεων της ζώνης του ευρώ 5 ετών για κρατικά κράτη με πιστοληπτική αξιολόγηση τουλάχιστον AA σύμφωνα με τον Standard and Poor's.



Διάγραμμα 3.5: Το μερίδιο του ευρώ μειώθηκε με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες το 2020 αλλά αυξήθηκε όταν μετρήθηκε με τις τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες⁹.

Πηγή: (Castelli & Salman, 2020).

Η έναρξη της πανδημίας COVID-19 οδήγησε σε μεγάλο ξεπούλημα τίτλων του αμερικανικού Δημοσίου από ξένους επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων επίσημων επενδυτών, τον Μάρτιο του 2020, το οποίο αντιστράφηκε στη διάρκεια του έτους καθώς βελτιώθηκαν οι συνθήκες ρευστότητας. Οι επίσημες συμμετοχές σε τίτλους του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ μειώθηκαν κατά περίπου 150 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ τον Μάρτιο του 2020, ενώ οι ιδιωτικές κατοχές μειώθηκαν κατά 130 δισεκατομμύρια δολάρια (Διάγραμμα 3.6, αριστερό πλαίσιο) (Financial Stability Report, 2020)¹⁰.

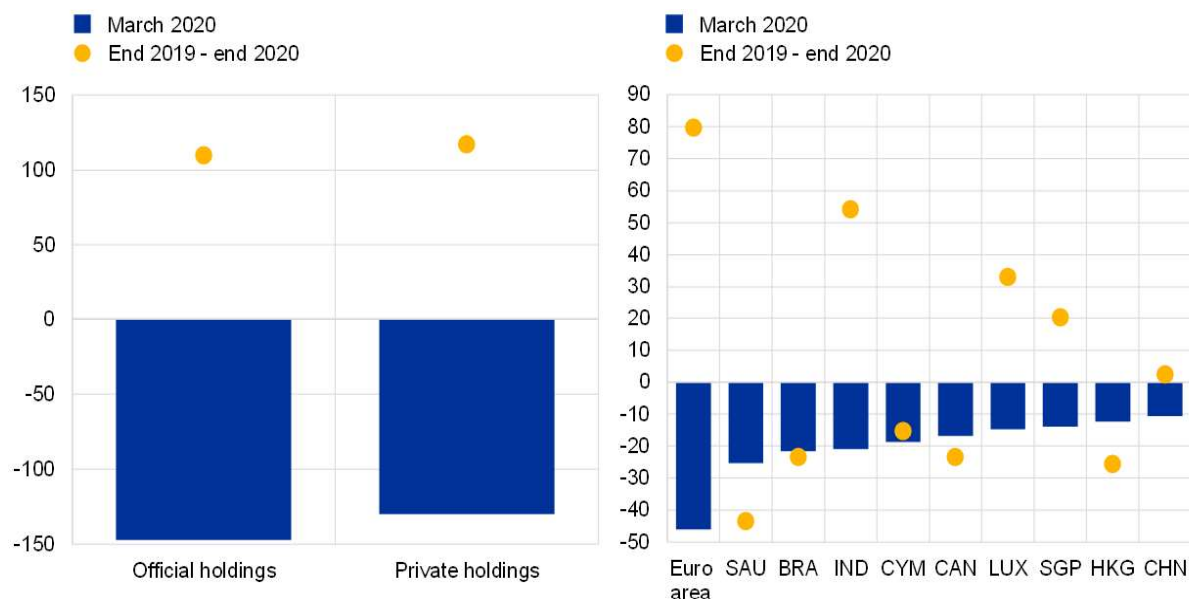
Οι μετατοπίσεις στην αγορά του αμερικανικού Δημοσίου στην κορύφωση της αναταραχής που σχετίζεται με την πανδημία έχουν συνδεθεί με μια εκτόξευση μετρητών από μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες, οι οποίες με τη σειρά τους εξαργύρωναν μετοχές από αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς και από επενδυτές με μόχλευση, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου (Schrimpf, Shin, & Sushko, 2020).

⁹ Μεταβολές στα μερίδια επιλεγμένων νομισμάτων στις παγκόσμιες επίσημες διακρατήσεις συναλλαγματικών αποθεμάτων (ποσοστιαίες μονάδες, σε τρέχουσες και σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες 4^{ου} τριμήνου 2020). Σημείωση: Η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά το τέταρτο τρίμηνο του 2020.

¹⁰ Οι αναφερόμενες αλλαγές στις συμμετοχές δεν λαμβάνουν υπόψη τις επιπτώσεις αποτίμησης. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του προσωπικού της Federal Reserve, οι ξένοι επενδυτές εκτιμάται ότι πούλησαν περισσότερα από 400 δισεκατομμύρια δολάρια σε τίτλους του Δημοσίου τον Μάρτιο του 2020. Τα ξένα επίσημα ιδρύματα αντιπροσώπευαν περισσότερες από τις μισές από αυτές τις ρευστοποιήσεις.

Ταυτόχρονα, σε αυτές τις εξελίξεις συμμετείχαν και επίσημοι επενδυτές, παρεμβαίνοντας στις αγορές συναλλάγματος για την αντιμετώπιση των εκροών κεφαλαίων. Το ξεπούλημα των τίτλων του αμερικανικού Δημοσίου από επίσημους επενδυτές ήταν μεγάλο σε ιστορικά δεδομένα και πρωτοφανές στο πλαίσιο της αναταραχής της αγοράς. Αναμφισβήτητα, οι εξαγωγείς πετρελαίου χρειαζόταν να συγκεντρώσουν μετρητά για να εξισορροπήσουν τους προϋπολογισμούς τους καθώς οι τιμές του πετρελαίου κατρακύλησαν, έτσι παρενέβησαν μαζί με κεντρικές τράπεζες σε άλλες αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς για να στηρίξουν τα νομίσματά τους. Πράγματι, εξαιρετικών των επενδυτών της ζώνης του ευρώ, οι μεγαλύτερες μειώσεις των τίτλων του αμερικανικού Δημοσίου από ιδιώτες και επίσημους επενδυτές τον Μάρτιο του 2020 σημειώθηκαν από τη Σαουδική Αραβία και τη Βραζιλία (Διάγραμμα 3.6)¹¹.

Καθώς η αναταραχή της αγοράς υποχώρησε και οι συνθήκες ρευστότητας βελτιώθηκαν μετά τη λήψη μέτρων πολιτικής από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, οι ξένοι επενδυτές συσσώρευσαν εκ νέου τίτλους του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ καθ' όλη τη διάρκεια του υπόλοιπου έτους. Μέχρι το τέλος του 2020, οι επίσημοι επενδυτές είχαν αυξήσει τις κατοχές τους σε τίτλους του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ κατά περισσότερα από 100 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ (Schrimpf, Shin, & Sushko, 2020).



Διάγραμμα 3.6: Η μεγάλη αλλά προσωρινή πώληση τίτλων του αμερικανικού Δημοσίου από ξένους επενδυτές στην κορύφωση της κρίσης COVID-19 τον Μάρτιο του 2020 υπεραντιστάθμισε μέχρι το τέλος του 2020.

¹¹ Τα διμερή δεδομένα σε επίπεδο χώρας δεν επιτρέπουν τη διάκριση μεταξύ ιδιωτών και επίσημων επενδυτών.

Αλλαγές στις διακρατήσεις τίτλων του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ από επίσημα και ιδιωτικά ιδρύματα (αριστερό πλαίσιο) και από επιλεγμένες χώρες (δεξιό πλαίσιο) (δισεκατομμύρια USD)¹².

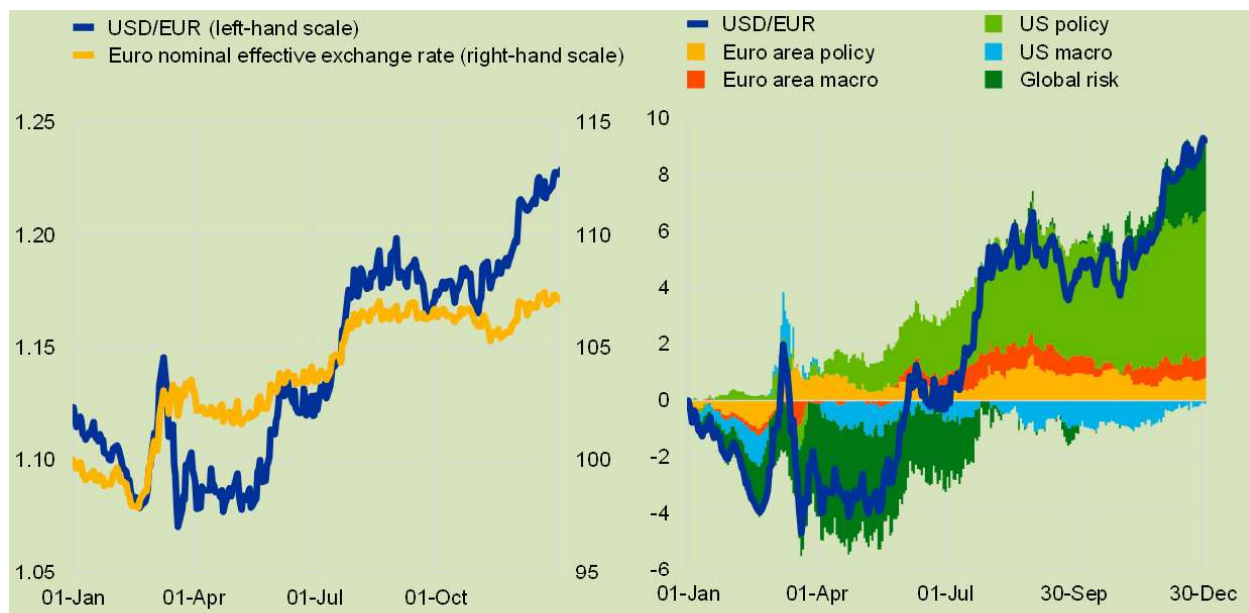
Πηγή: (Schrimpf, Shin, & Sushko, 2020).

3.5 Το ευρώ στις παγκόσμιες αγορές συναλλάγματος

Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ενισχύθηκε κατά τη διάρκεια του 2020. Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ ήταν ασταθής τους πρώτους μήνες της κρίσης του COVID-19 εν μέσω ευρύτερης αστάθειας της αγοράς. Ωστόσο, στη συνέχεια εισήλθε σε μια περίοδο σταθερής ανατίμησης από τον Μάιο και μετά. Συνολικά, το ευρώ ανατιμήθηκε κατά περίπου 9% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και κατά πάνω από 7% σε ονομαστικούς πραγματικούς όρους κατά την περίοδο ανασκόπησης (αριστερό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.7). Η ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ αντανακλά επίσης, μεταξύ άλλων παραγόντων, την αδυναμία πολλών νομισμάτων των αναδυόμενων αγορών και τη λίρα στερλίνα.

Η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ αντανακλούσε πρωτίστως τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής στις Ηνωμένες Πολιτείες μετά την έναρξη της πανδημίας του COVID-19 και, στη συνέχεια, την ανάκαμψη του παγκόσμιου κλίματος κινδύνου. Εκτιμήσεις που προέκυψαν από ένα ημερήσιο μοντέλο Bayesian Vector Autoregression (BVAR), όπου οι διαρθρωτικοί κραδασμοί που οδηγούν τη συναλλαγματική ισοτιμία USD/EUR εντοπίζονται μέσω περιορισμών προσώπων, υποδηλώνουν ότι η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ κατά την περίοδο επανεξέτασης μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στην χαλάρωση του προσανατολισμού της νομισματικής πολιτικής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας ως απάντηση στο σοκ του COVID-19 και την ισχυρότερη παγκόσμια όρεξη για κινδύνους καθώς η παγκόσμια οικονομία άρχισε να ανακάμπτει από το σοκ (δεξιό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.7). Αυτές οι εξελίξεις οδήγησαν σε αντιστροφή της πτήσης προς την ασφάλεια που χαρακτήρισε τον άμεσο απόηχο της πανδημίας και συνέβαλε καθοριστικά στην αποδυνάμωση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι των περισσότερων νομισμάτων (Brandt, Saint-Guilhem, Schröder, & Van Robays, 2021).

¹² Σημειώσεις: ο δεξιός πίνακας εμφανίζει καθαρές αγορές τόσο από ιδιώτες όσο και από επίσημους επενδυτές. SAU: Σαουδική Αραβία; BRA: Βραζιλία, IND: Ινδία; CYM: Νησιά Κέιμαν; CAN: Καναδάς; LUX: Λουξεμβούργο; SGP: Σιγκαπούρη; HKG: Χονγκ Κονγκ; CHN: Κίνα.



Διάγραμμα 3.7: Το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά έναντι του δολαρίου ΗΠΑ λόγω της χαλαρότερης νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ και του ισχυρότερου κλίματος παγκόσμιου κινδύνου.

Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και σε ονομαστικούς πραγματικούς όρους έναντι των νομισμάτων 42 μεγάλων εμπορικών εταίρων (αριστερό πλαίσιο) και αποσύνθεση βάσει μοντέλου των ημερήσιων αλλαγών της συναλλαγματικής ισοτιμίας USD/EUR το 2020 (δεξί πλαίσιο)¹³.

Πηγή: (Brandt, Saint-Guilhem, Schröder, & Van Robays, 2021).

Η εισαγωγή του προγράμματος έκτακτης αγοράς πανδημίας από την ΕΚΤ και η ανακοίνωση του Next Generation EU στήριξαν επίσης τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αντισταθμίζοντας τις αντιλήψεις της αγοράς για πιθανούς κινδύνους κατακερματισμού, που είχαν επιβαρύνει το ευρώ σε προηγούμενα επεισόδια κρίσης. Συνολικά, η ανθεκτικότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρώ θα μπορούσε να υποδηλώνει ότι οι επενδυτές επέδειξαν μεγαλύτερη τάση να διατηρήσουν ή ακόμα και να αυξήσουν τις θέσεις τους σε ευρώ παρά τις παραγμένες συνθήκες στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές (Lane, 2020).

Τα στοιχεία σχετικά με τον ρόλο του ευρώ στην αγορά συναλλάγματος με βάση τις ποσότητες υποδηλώνουν ότι το μερίδιο του ευρώ στους παγκόσμιους διακανονισμούς

¹³ Σημειώσεις: Ο ονομαστικός δείκτης πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας ισούται με 100 την 1^η Ιανουαρίου 2020. Το μοντέλο είναι μια διανυσματική αυτοπαλίνδρομη Bayesian δύο χωρών που περιλαμβάνει την ισοτιμία OIS 10 ετών στη ζώνη του ευρώ, τις τιμές των μετοχών της ζώνης του ευρώ, τη συναλλαγματική ισοτιμία USD/EUR, το 10-έτος EA OIS μείον το spread του αμερικανικού δημοσίου και τις τιμές των μετοχών των ΗΠΑ. Το μοντέλο προσδιορίζεται χρησιμοποιώντας περιορισμούς για τις επιπτώσεις και εκτιμάται με τη χρήση ημερήσιων δεδομένων την περίοδο 2005-2020. Η αύξηση σημαίνει ανατίμηση του ευρώ. Η πιο πρόσφατη παρατήρηση είναι για τις 31 Δεκεμβρίου 2020.

συναλλάγματος αυξήθηκε το 2020. Τα δεδομένα με βάση τις ποσότητες για τις συναλλαγές συναλλάγματος που διακανονίζονται στο σύστημα CLS μπορούν να παρέχουν ενδεικτικά στοιχεία για τον ρόλο του ευρώ στις αγορές συναλλάγματος¹⁴.

Σε σχεδόν 39% τον Δεκέμβριο του 2020, το μερίδιο του ευρώ στους παγκόσμιους διακανονισμούς συναλλάγματος αυξήθηκε πάνω από 3 ποσοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με το επίπεδο που παρατηρήθηκε τον Δεκέμβριο του 2019 (αριστερό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.8), αντικατοπτρίζοντας κυρίως μια αξιοσημείωτη αύξηση του μεριδίου του ευρώ προς το τέλος του 2020¹⁵.

Αν και αυτή η αύξηση έγινε σε μεγάλο βαθμό σε βάρος του δολαρίου ΗΠΑ, τα στοιχεία είναι ασταθή και τέτοιες εξελίξεις δεν είναι πρωτοφανείς. Κατά τη διάρκεια του έτους συνολικά, το δολάριο ΗΠΑ παρέμεινε το κορυφαίο νόμισμα στην αγορά συναλλάγματος με μεγάλο περιθώριο, καθώς συμμετείχε στο 90% περίπου όλων των διακανονισμών τον Δεκέμβριο του 2020, ενώ το ευρώ παρέμεινε το δεύτερο πιο ενεργά διακανονισμένο νόμισμα¹⁶.

Οι όγκοι διακανονισμών σε ευρώ αυξήθηκαν πάνω από 12% το 2020 σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Οι όγκοι των διακανονισμών σε ευρώ ήταν σε υψηλά επίπεδα ρεκόρ τον Μάρτιο του 2020 στην κορύφωση του COVID-19, πριν υποχωρήσουν σε λιγότερο αυξημένα επίπεδα προς το τέλος του 2020 (δεξιό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.8).

¹⁴ Η CLS λειτουργεί από την CLS Bank International, ένα εξειδικευμένο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που παρέχει υπηρεσίες διακανονισμού στα μέλη της στην αγορά συναλλάγματος. Αν και δεν διακανονίζονται όλες οι συναλλαγές συναλλάγματος σε CLS, γεγονός που αντανακλά εν μέρει το γεγονός ότι η αγορά συναλλάγματος είναι σε μεγάλο βαθμό αποκεντρωμένη, έχει υπολογιστεί ότι πάνω από το 50% των αποδεκτών παγκόσμιων συναλλαγών συναλλάγματος διακανονίζονται σε CLS. Αυτό υποδηλώνει ότι τα στοιχεία για τη δραστηριότητα στο CLS ενδέχεται να είναι ενδεικτικά των ευρύτερων τάσεων της αγοράς.

¹⁵ Δεν υπήρξε τριετής έρευνα της Κεντρικής Τράπεζας για τις αγορές συναλλάγματος και εξωχρηματιστηριακών παραγώγων που να κάλυπτε την περίοδο αναφοράς. Ωστόσο, τα στοιχεία από το CLS είναι σε γενικές γραμμές συνεπή με την έρευνα που διεξήχθη από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών το 2019, η οποία υποδηλώνει ότι το ευρώ ήταν το δεύτερο νόμισμα με τη μεγαλύτερη διαπραγμάτευση, αντιπροσωπεύοντας περίπου το 32% των συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα τον Απρίλιο του 2019.

¹⁶ Δεδομένου ότι οι συναλλαγές στις αγορές συναλλάγματος αφορούν πάντα δύο νομίσματα, οι μετοχές αθροίζονται έως και 200%.



Διάγραμμα 3.8: Το μερίδιο του ευρώ στους παγκόσμιους διακανονισμούς συναλλάγματος αυξήθηκε το 2020.

Μερίδιο συναλλαγών συναλλάγματος που διακανονίζονται σε CLS (αριστερό πλαίσιο) και συνολική αξία διακανονισμών σε ευρώ (δεξί πλαίσιο) (αριστερό πλαίσιο: ποσοστά, δεξί πλαίσιο: ισοδύναμα δισεκατομμυρίων ευρώ ανά μήνα)¹⁷.

Πηγή: (Brandt, Saint-Guilhem, Schröder, & Van Robays, 2021).

3.6 Χρήση του ευρώ στις διεθνείς αγορές χρέους

3.6.1 Το ευρώ στις διεθνείς αγορές χρέους

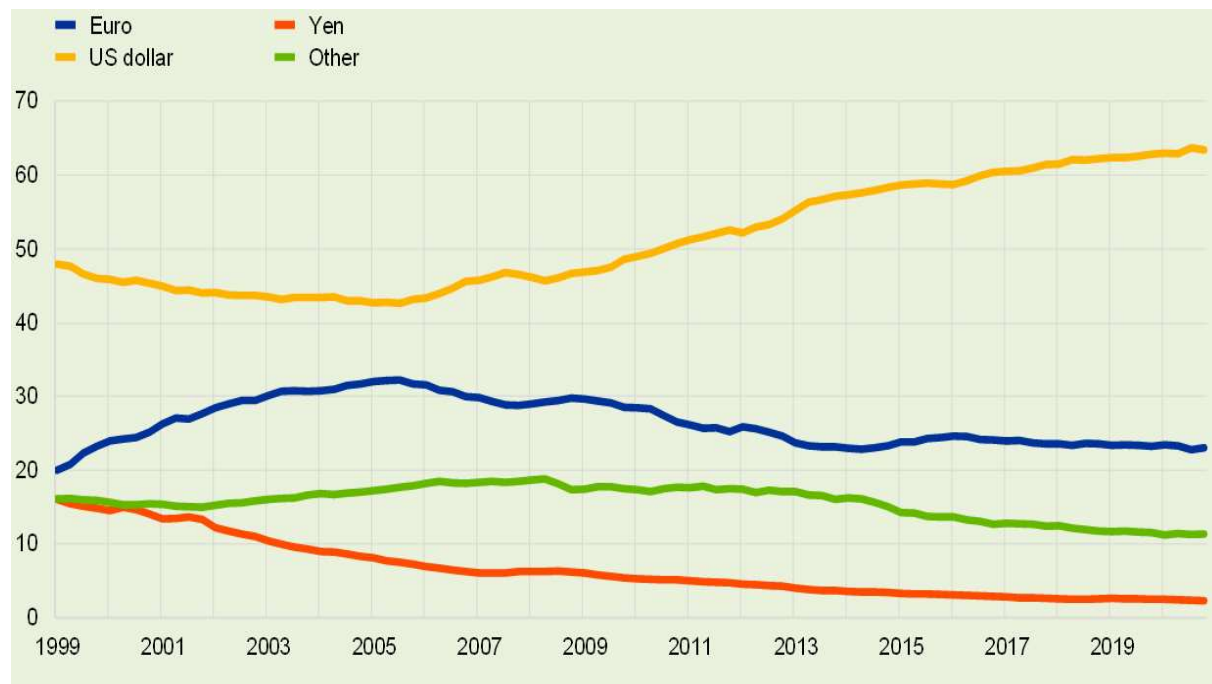
Το μερίδιο του ευρώ στο απόθεμα των διεθνών χρεογράφων υποχώρησε ελαφρά το 2020, υποχωρώντας κατά 0,2 ποσοστιαίες μονάδες και διαμορφώθηκε περίπου στο 23% σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες (Διάγραμμα 3.9)¹⁸.

Το μερίδιο του ευρώ έχει μειωθεί από τα μέσα της δεκαετίας του 2000 πάνω από 9 ποσοστιαίες μονάδες. Αντίθετα, η μετοχή του δολαρίου ΗΠΑ συνέχισε να αυξάνεται, κατά 0,6 ποσοστιαίες μονάδες κατά την περίοδο αναφοράς. Το δολάριο ΗΠΑ αντιπροσωπεύει τώρα περίπου τα δύο τρίτα της συνολικής έκδοσης διεθνούς χρέους σε σταθερές συναλλαγματικές

¹⁷ Σημείωση: Η τελευταία παρατήρηση είναι για τον Φεβρουάριο του 2021.

¹⁸ Η συζήτηση εδώ βασίζεται στον «στενό» ορισμό της έκδοσης διεθνούς χρέους, ο οποίος επικεντρώνεται στην αρχή του ξένου νομίσματος. Επομένως, αυτός ο ορισμός αποκλείει όλες τις εκδόσεις σε εγχώριο νόμισμα, δηλαδή όλους εκείνους τους τίτλους που εκφράζονται στο νόμισμα της οικονομίας όπου εδρεύει ο εκδότης, από τον τυπικό (επίσης γνωστό ως «ευρύ») ορισμό της έκδοσης διεθνούς χρέους. Για παράδειγμα, ο στενός ορισμός εξαιρεί ένα ομόλογο σε ευρώ που εκδίδεται από γερμανική εταιρεία είτε έχει εκδοθεί εκτός της ζώνης του ευρώ (π.χ. στις Ηνωμένες Πολιτείες) είτε εντός της ζώνης του ευρώ (π.χ. στη Γαλλία).

ισοτιμίες. Αυτή η αύξηση στο μερίδιο του δολαρίου ΗΠΑ σημειώθηκε παρά τις προσωρινές – αλλά σοβαρές – πιέσεις στις παγκόσμιες αγορές χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ στο απόγειο της πανδημίας COVID-19 τον Μάρτιο του 2020 (Lowe, 2020).



Διάγραμμα 3.9: Το μερίδιο του ευρώ στο απόθεμα των διεθνών χρεογράφων μειώθηκε ελαφρά το 2020.

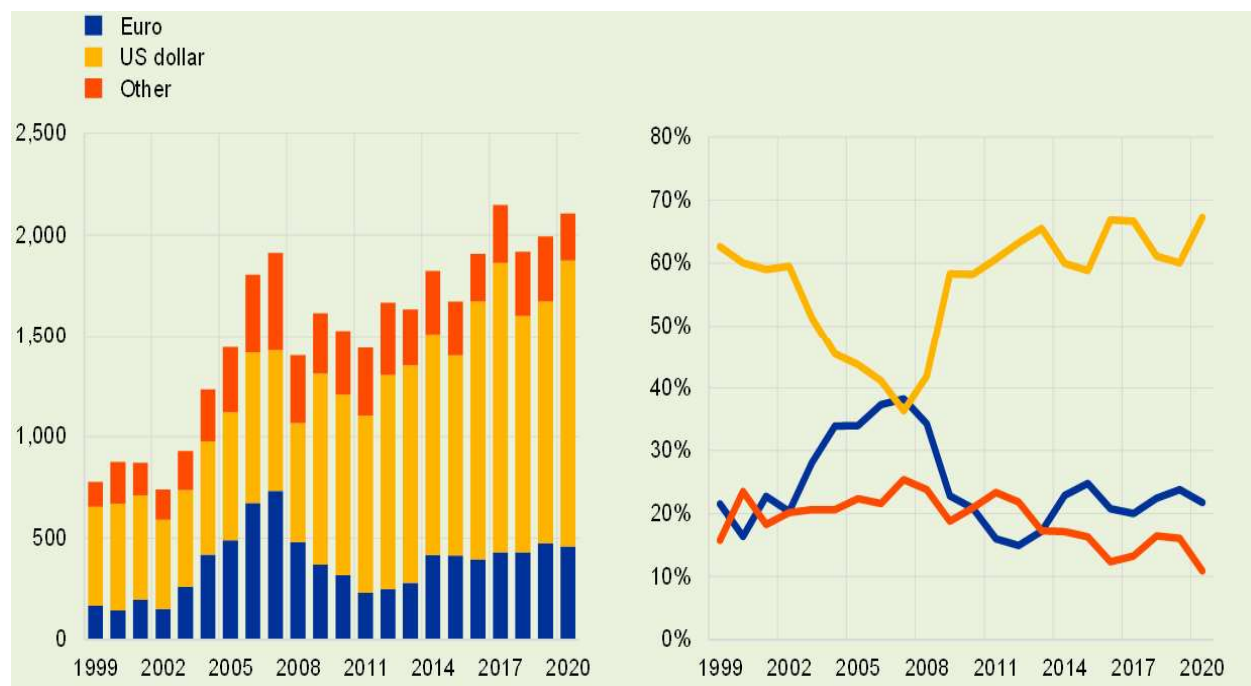
Νομισματική σύνθεση των εκκρεμών διεθνών χρεογράφων (ποσοστά, σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες 4^{ου} τριμήνου 2020)¹⁹.

Πηγή: (Lowe, 2020).

Οι εξελίξεις στις διεθνείς εκδόσεις χρεογράφων σε ξένο νόμισμα συνάδουν με αυτήν την εικόνα. Ο συνολικός όγκος των εκδόσεων χρέους σε ξένο νόμισμα συνέχισε να αυξάνεται κατά την εξεταζόμενη περίοδο, κατά 6%, σε λίγο πάνω από 2 τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ (αριστερό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.10). Η αύξηση αυτή οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στην έντονη αύξηση του όγκου εκδόσεων χρεογράφων σε δολάρια ΗΠΑ (220 δισεκατομμύρια USD), ενώ ο όγκος των εκδόσεων σε ευρώ μειώθηκε ελαφρά (κατά 16 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ). Ως αποτέλεσμα, το μερίδιο του δολαρίου ΗΠΑ στην παγκόσμια έκδοση αυξήθηκε από περίπου 60% το 2019 σε 67% το 2020 – υψηλότερα από τις προηγούμενες κορυφές του 2016 και του 2017. Αντίθετα, το μερίδιο του ευρώ μειώθηκε κατά περίπου 2 ποσοστιαίες μονάδες κατά την περίοδο επανεξέτασης, σε λιγότερο από 22%. Η διεθνής έκδοση χρεογράφων σε

¹⁹ Σημειώσεις: Στενό μέτρο. Τα τελευταία στοιχεία αφορούν το τέταρτο τρίμηνο του 2020.

νομίσματα άλλα από το δολάριο ΗΠΑ και το ευρώ μειώθηκαν σημαντικά, σχεδόν κατά 30%. Ως εκ τούτου, το μερίδιό τους μειώθηκε κατά περίπου 5 ποσοστιαίες μονάδες κατά την περίοδο της επανεξέτασης, για να διαμορφωθεί σε περίπου 11% (Lowe, 2020).



Διάγραμμα 3.10: Το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς εκδόσεις χρεογράφων σε ξένο νόμισμα μειώθηκε το 2020.

Συναλλαγματική σύνθεση της έκδοσης χρέους σε ξένο νόμισμα (αριστερό πλαίσιο: δισεκατομμύρια USD, δεξιό πλαίσιο: ποσοστά)²⁰.

Πηγή: (Lowe, 2020).

Μεγάλο μέρος της αύξησης της έκδοσης διεθνών χρεογράφων σε δολάρια ΗΠΑ οφείλεται σε δανειολήπτες αναδυόμενων αγορών λόγω της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής στις Ηνωμένες Πολιτείες και της ανάκαμψης του παγκόσμιου κλίματος κινδύνου μετά την κορύφωση της πανδημίας COVID-19. Παρά τη διαταραχή της πραγματικής οικονομίας που προέκυψε από την πανδημία του COVID-19 και τα σχετικά μέτρα lockdown, οι ενέργειες της κεντρικής τράπεζας, σε συνδυασμό με σημαντικά μέτρα δημοσιονομικής στήριξης, κατάφεραν να αποκαταστήσουν τις εύρυθμες συνθήκες στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Ειδικότερα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ απάντησε εισάγοντας μια σειρά μέτρων, συμπεριλαμβανομένων γραμμών ανταλλαγής και προγραμμάτων έκτακτης δανειοδότησης, τα οποία χρησίμευσαν για να μετριάσουν τις εντάσεις

²⁰ Σημείωση: Τα πιο πρόσφατα δεδομένα είναι στα τέλη του 2020.

στις αγορές χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ (Cetorelli, Goldberg, & Ravazzolo, Have the Fed swap lines reduced dollar funding strains during the Covid-19 outbreak?, 2020).

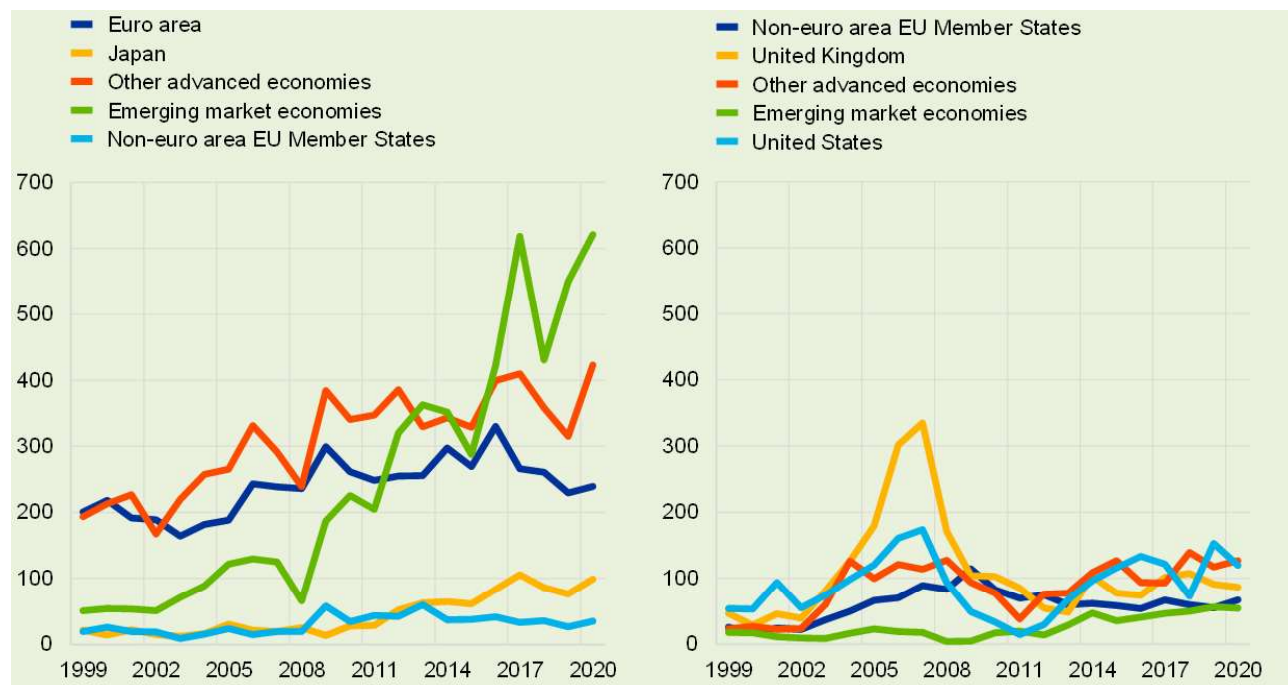
Η αποστροφή του παγκόσμιου κινδύνου μειώθηκε αισθητά το δεύτερο εξάμηνο του 2020 και η σχετική χαλάρωση των παγκόσμιων συνθηκών χρηματοδότησης οδήγησε σε σημαντική αύξηση της παγκόσμιας έκδοσης χρέους, ιδίως από μεγάλες εταιρείες, συμπεριλαμβανομένου του χρέους σε ξένο νόμισμα (Goel & Serena, 2020).

Αυτό ήταν ιδιαίτερα εμφανές στην περίπτωση των εκδοτών σε αναδυόμενες οικονομίες αγοράς, οι οποίοι παραδοσιακά λαμβάνουν χρηματοδότηση από τις παγκόσμιες αγορές χρέους σε δολάρια ΗΠΑ. Αυτό επιβεβαιώνεται από αναλυτικά στοιχεία (δηλαδή τίτλους ανά τίτλο), καθώς η έκδοση χρέους σε δολάρια ΗΠΑ από δανειολήπτες αναδυόμενων αγορών αυξήθηκε σχεδόν κατά 13% το 2020 (πράσινη γραμμή στο αριστερό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.11). Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης των ΗΠΑ οδήγησαν επίσης σε αύξηση της έκδοσης χρέους σε δολάρια ΗΠΑ σε προηγμένες οικονομίες, όπου η αύξηση επικεντρώθηκε σε εκδόσεις από εταιρικούς δανειολήπτες υψηλότερης επενδυτικής βαθμίδας (Global Financial Stability Report/IMF, 2020).

Μαζί με τους παράγοντες προσφοράς, η ισχυρή ζήτηση για τίτλους σταθερού εισοδήματος σε δολάρια ΗΠΑ από μεγάλους θεσμικούς επενδυτές με έδρα στις Ηνωμένες Πολιτείες παρέμεινε ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που στηρίζει το δολάριο ΗΠΑ στις διεθνείς αγορές χρέους.

Η μικρή μείωση στην έκδοση χρεογράφων σε ευρώ οφειλόταν κυρίως στη μείωση της έκδοσης από τους δανειολήπτες των ΗΠΑ, η οποία ήταν ευμετάβλητη κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η έκδοση χρέους σε ευρώ από δανειολήπτες των ΗΠΑ, οι οποίοι ήταν οι μεγαλύτεροι εκδότες το 2019, μειώθηκε κατά περισσότερο από 20% σε περίπου 120 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 2020 (γαλάζια γραμμή στο δεξιό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.11). Ωστόσο, ο ετήσιος αριθμός κρύβει μια αύξηση των εκδόσεων σε ευρώ το πρώτο τρίμηνο του 2020, όταν έφτασε τα 50 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, τον υψηλότερο τριμηνιαίο όγκο από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Ωστόσο, μέχρι το τέταρτο τρίμηνο του 2020 οι αμερικανικές εκδόσεις χρεογράφων σε ευρώ έπεσαν κάτω από τα 10 δισεκατομμύρια δολάρια - το χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας. Η έκδοση σε ευρώ από δανειολήπτες των ΗΠΑ ενδέχεται να έχει μετριαστεί από τη σχετική χαλάρωση των συνθηκών χρηματοδότησης για την έκδοση χρέους σε δολάρια ΗΠΑ το δεύτερο εξάμηνο του 2020. Σύμφωνα με αυτό, η διαφορά επιτοκίου μεταξύ των Ηνωμένων Πολιτειών και της ζώνης του ευρώ μειώθηκε μετά

τη μείωση των επιτοκίων πολιτικής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στις αρχές Μαρτίου 2020 (Global Financial Stability Report/IMF, 2020).



Διάγραμμα 3.11: Οι οφειλέτες των αναδυόμενων αγορών οδήγησαν την έκδοση διεθνούς χρέους σε δολάρια ΗΠΑ το 2020, ενώ η έκδοση χρέους σε ευρώ από δανειολήπτες των ΗΠΑ μειώθηκε.

Περιφερειακή ανάλυση της έκδοσης διεθνούς χρέους σε δολάρια ΗΠΑ (αριστερό πλαίσιο) και σε ευρώ (δεξιό πλαίσιο) (δισεκατομμύρια USD)²¹.

Πηγή: (Global Financial Stability Report/IMF, 2020).

Η συνδυασμένη έκδοση χρεογράφων σε ευρώ από δανειολήπτες από προηγμένες οικονομίες εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών αυξήθηκε. Αν και οι δανειολήπτες από το Ηνωμένο Βασίλειο μείωσαν την έκδοση χρέους σε ευρώ κατά περίπου 5 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, οι Ιάπωνες εκδότες και εκδότες σε άλλες προηγμένες οικονομίες αύξησαν τις δικές τους εκδόσεις κατά περίπου 22 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ. Η έκδοση χρεογράφων σε ευρώ από δανειολήπτες αναδυόμενων αγορών μειώθηκε ελαφρά και οι όγκοι παρέμειναν σχετικά μικροί²².

²¹ Σημείωση: Τα πιο πρόσφατα δεδομένα είναι στα τέλη του 2020.

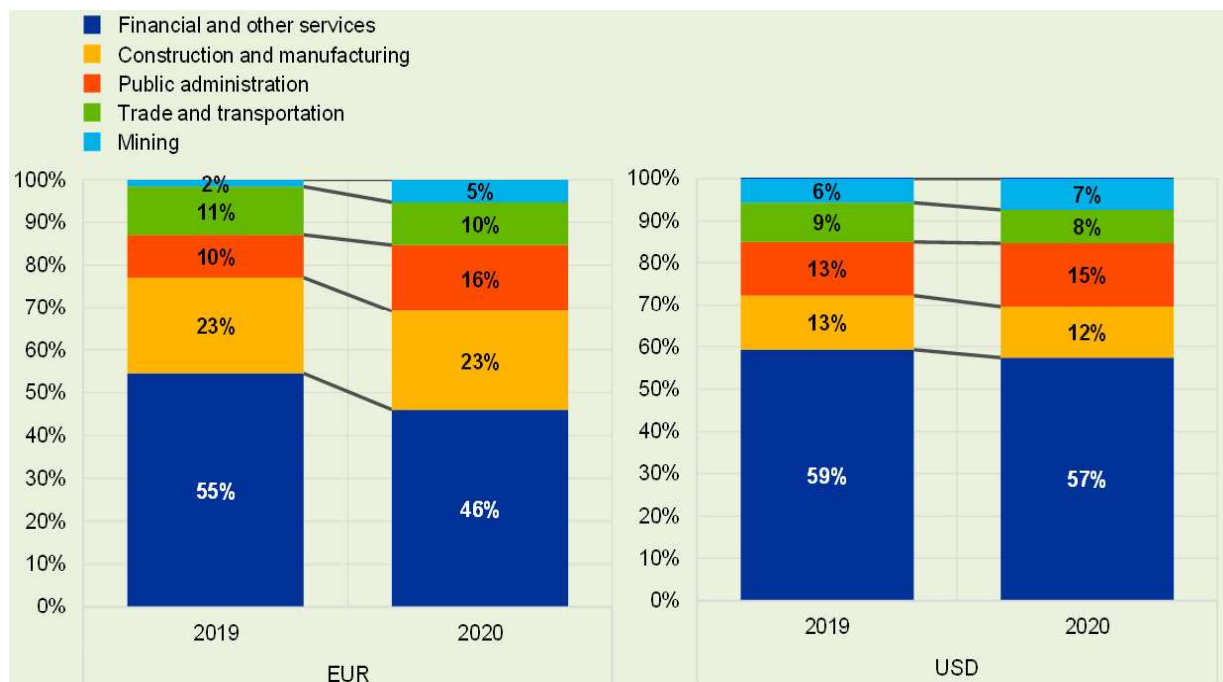
²² Η έκδοση χρεογράφων σε ευρώ από τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς ήταν μικρότερη από το 9% του όγκου της έκδοσής τους σε δολάρια ΗΠΑ το 2020.

Συνολικά, η διεθνής έκδοση ομολόγων σε ευρώ μειώθηκε ελαφρά στα 459 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 2020²³.

Υπήρξε μια σημαντική μετατόπιση από τους χρηματοοικονομικούς σε κρατικούς εκδότες στην τομεακή σύνθεση της διεθνούς έκδοσης χρεογράφων σε ευρώ το 2020. Αν και οι εταιρείες χρηματοοικονομικών και άλλων υπηρεσιών παρέμειναν οι πιο ενεργοί εκδότες διεθνών ομολόγων σε ευρώ, το μερίδιό τους μειώθηκε κατά 9 % μονάδες, στο 46%, το 2020 (αριστερό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.12), σύμφωνα με τη συνεχή πτώση που παρατηρείται από το 2018. Αντίθετα, το μερίδιο των κρατικών εκδοτών αυξήθηκε κατά περισσότερο από 6 ποσοστιαίες μονάδες κατά την περίοδο αναφοράς. Τώρα αντιπροσωπεύουν περίπου το 16% της συνολικής διεθνούς έκδοσης χρεογράφων σε ευρώ, γεγονός που αντανακλά την αύξηση των ελλειμμάτων του δημόσιου τομέα και της έκδοσης χρέους που ακολούθησαν τα lockdown και τα μέτρα δημοσιονομικής στήριξης που συνδέονται με την πανδημία (Gaspar & Mauro, 2021).

Η έκδοση διεθνών ομολόγων σε δολάρια ΗΠΑ παρουσίασε γενικά παρόμοια πορεία, αν και λιγότερο έντονη, με αύξηση σχεδόν 2 ποσοστιαίων μονάδων στο μερίδιο των εκδοτών του δημόσιου τομέα, ενώ το μερίδιο των εταιρειών χρηματοοικονομικών και άλλων υπηρεσιών μειώθηκε κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες (δεξιό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.12). Ένας παράγοντας που μπορεί να περιορίσει τη μείωση του μεριδίου των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών είναι ότι οι τράπεζες ήταν πιο πιθανό να εκδώσουν χρέος σε δολάρια ΗΠΑ από ό,τι σε ευρώ μεταξύ Απριλίου και Δεκεμβρίου 2020 σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, όπως δείχνει πρόσφατη έρευνα (Aldasoro, Egemen, & Huang, Dollar funding of non-US banks through COVID-19, 2021).

²³ Αντίθετα, το ποσό των εκκρεμών διεθνών χρεογράφων σε ευρώ αυξήθηκε κατά περίπου 450 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ. Τα στοιχεία για τις μετοχές και τις εκδόσεις μπορεί να διαφέρουν για διάφορους λόγους, μεταξύ άλλων λόγω καθαρών εξαγορών και εξελίξεων σε μετοχές μέσων χρηματαγοράς.



Διάγραμμα 3.12: Ο δημόσιος τομέας αντιπροσώπευε μεγαλύτερο μερίδιο στην έκδοση χρέους σε ευρώ το 2020, αλλά οι χρηματοοικονομικές και άλλες υπηρεσίες παρέμειναν οι πιο ενεργοί εκδότες.

Τομεακή ανάλυση της έκδοσης διεθνούς χρέους σε ευρώ (αριστερό πλαίσιο) και σε ΗΠΑ (δεξιό πλαίσιο) (ποσοστά).

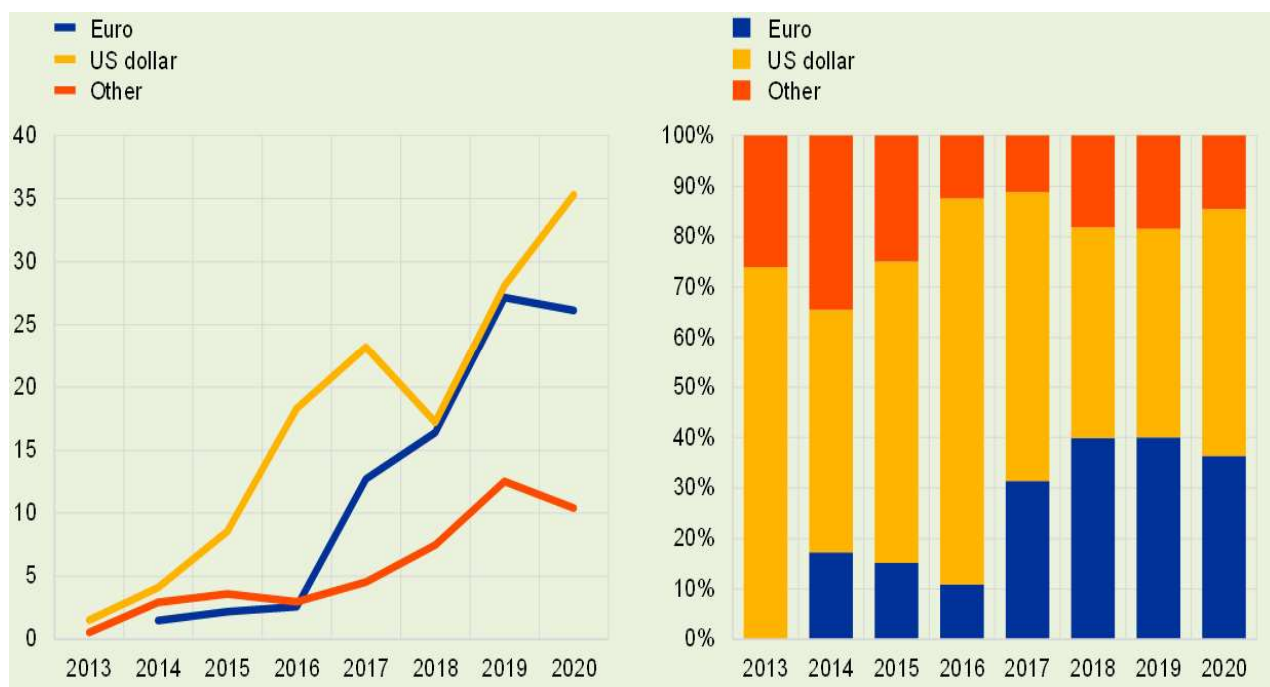
Πηγή: (Aldasoro, Egemen, & Huang, Dollar funding of non-US banks through COVID-19, 2021).

Το ευρώ παραμένει βασικό νόμισμα στις διεθνείς αγορές πράσινων ομολόγων, οι οποίες έχουν αναπτυχθεί ραγδαία την τελευταία δεκαετία. Η παγκόσμια έκδοση πράσινων ομολόγων έφτασε τα 250 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 2020 παρουσιάζοντας επταπλάσια αύξηση σε σχέση με το 2015²⁴ (Almeida, Mok, & Tukiainen, 2020).

Πάνω από το ήμισυ της συνολικής παγκόσμιας έκδοσης πράσινων ομολόγων εκφραζόταν σε ευρώ το 2020, αν και ένα σημαντικό μερίδιο από αυτό αποδόθηκε στους εκδότες της ζώνης του ευρώ. Η διεθνής έκδοση πράσινων ομολόγων, δηλαδή η έκδοση σε μη τοπικό νόμισμα με βάση την εθνικότητα του εκδότη, παρουσίασε επίσης ισχυρή και σταθερή

²⁴ Τα πράσινα ομόλογα αντιπροσώπευαν περίπου το ήμισυ των συνολικών εκδόσεων πράσινων, κοινωνικών και βιωσιμότητας (green, social and sustainability / GSS) χρέους κατά την περίοδο επανεξέτασης. Το κοινωνικό ομόλογο είναι ένας τίτλος σταθερού εισοδήματος, τα έσοδα του οποίου χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για τη χρηματοδότηση ή την αναχρηματοδότηση κοινωνικών έργων. Τα έσοδα από τα ομόλογα βιωσιμότητας εκπληρώνουν τόσο πράσινους όσο και κοινωνικούς σκοπούς. Η παγκόσμια έκδοση χρέους GSS υπερδιπλασιάστηκε μεταξύ 2018 και 2020. Η έκδοση πράσινων ομολόγων αυξήθηκε επίσης αυτή την περίοδο, αλλά μεγάλο μέρος της πρόσφατης αύξησης του GSS εξηγείται από τη δυναμική έκδοση κοινωνικών ομολόγων και ομολόγων βιωσιμότητας, ειδικά για τη χρηματοδότηση μέτρων αντιμετώπισης του COVID-19.

αύξηση του μεγέθους της αγοράς τα τελευταία χρόνια. Ενώ αυτή η αύξηση ήταν κοινή στα περισσότερα μεγάλα νομίσματα τα τελευταία χρόνια, το 2020 σημείωσε σχετικά ταχεία ανάπτυξη στη διεθνή έκδοση πράσινων ομολόγων σε δολάρια ΗΠΑ, σύμφωνα με τις ευρύτερες τάσεις των διεθνών ομολόγων σε δολάρια ΗΠΑ που περιγράφονται παραπάνω (αριστερό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.13). Αντίθετα, οι όγκοι των διεθνών εκδόσεων πράσινων ομολόγων σε ευρώ μειώθηκαν οριακά, μαζί με το μερίδιο του ευρώ (κατά περίπου 4 ποσοστιαίες μονάδες). Ωστόσο, το ευρώ αντιπροσώπευε πάνω από το ένα τρίτο των συνολικών διεθνών εκδόσεων πράσινων ομολόγων το 2020, το οποίο είναι υψηλότερο από το μερίδιο του ευρώ στη διεθνή έκδοση χρέους περίπου 22%. Αυτή ήταν τριπλάσια αύξηση σε σύγκριση με το 2016 (δεξί πλαίσιο του Διαγράμματος 3.13) (Almeida, Mok, & Tukiainen, 2020).



Διάγραμμα 3.13: Ο όγκος και το μερίδιο των διεθνών εκδόσεων πράσινων ομολόγων σε ευρώ μειώθηκαν μέτρια το 2020.

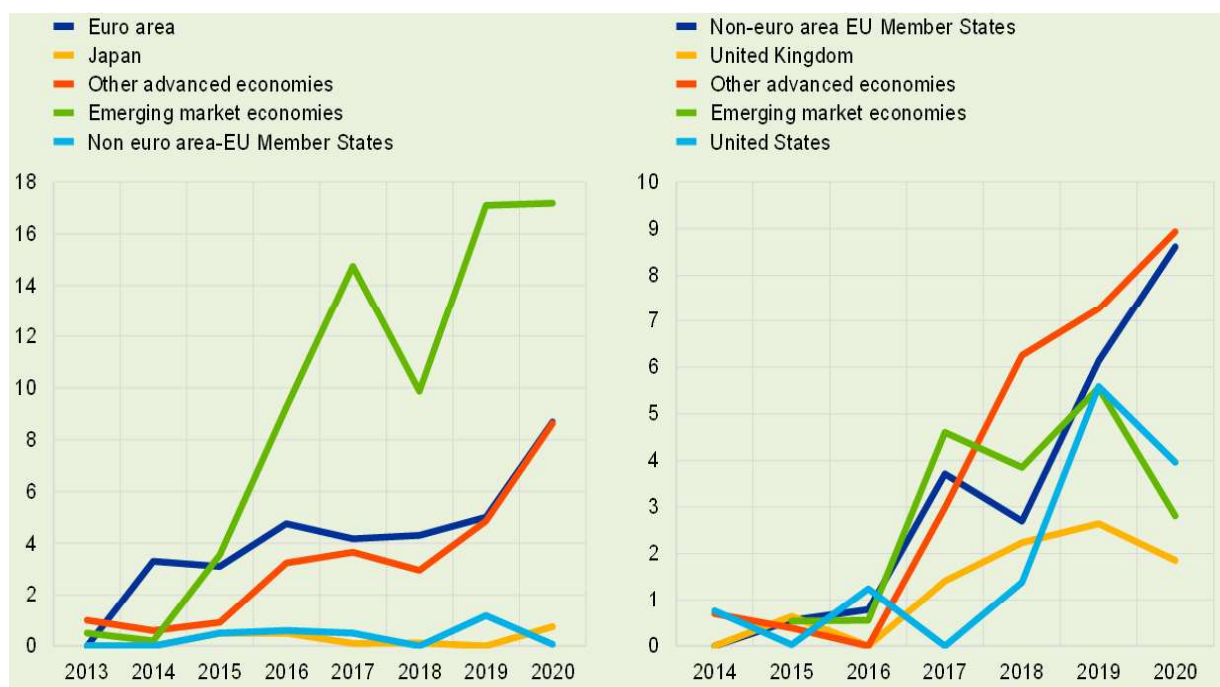
Νομισματική σύνθεση της έκδοσης πράσινων ομολόγων σε ξένο νόμισμα (αριστερό πλαίσιο: δισεκατομμύρια USD, δεξί πλαίσιο: ποσοστά)²⁵.

Πηγή: (Almeida, Mok, & Tukiainen, 2020).

Όσον αφορά την κατανομή ανά εκδότη, οι διεθνείς εκδόσεις πράσινων ομολόγων σε δολάρια ΗΠΑ εξακολούθησαν να κυριαρχούνται από δανειολήπτες αναδυόμενων αγορών, ενώ οι δανειολήπτες από κράτη μέλη της ΕΕ εκτός ζώνης του ευρώ και άλλες προηγμένες

²⁵ Σημειώσεις: Ετήσια σύνολα με βάση τη συγκέντρωση μεμονωμένων συμφωνιών. Οι τελευταίες παρατηρήσεις είναι στα τέλη του 2020.

οικονομίες ήταν οι μεγαλύτεροι εκδότες πράσινων ομολόγων σε ευρώ. Η έκδοση διεθνών πράσινων ομολόγων σε δολάρια ΗΠΑ από δανειολήπτες αναδυόμενων αγορών σταθεροποιήθηκε σε περίπου 17 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 2020 μετά από άνοδο για αρκετά χρόνια. Οι δανειολήπτες των αναδυόμενων αγορών αντιπροσώπευαν περίπου το ήμισυ της συνολικής έκδοσης διεθνών πράσινων ομολόγων εκφρασμένων σε δολάρια ΗΠΑ το 2020 (πράσινη γραμμή στο αριστερό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.14). Η Κίνα αντιπροσωπεύει τη μερίδα του λέοντος στον πράσινο δανεισμό των αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς σε δολάρια ΗΠΑ – περίπου το ένα τρίτο – αλλά η Ινδονησία, η Χιλή, το Χονγκ Κονγκ, η Σαουδική Αραβία και η Βραζιλία είναι επίσης ενεργοί δανειολήπτες σε αυτήν την αγορά. Η έκδοση από τη ζώνη του ευρώ και άλλες προηγμένες οικονομίες συνέχισε να αυξάνεται σημαντικά, από περίπου 5 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 2019 σε 8 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 2020. Οι προηγμένες οικονομίες παρέμειναν δυναμικές, με την έκδοσή τους να αυξάνεται κατά περίπου 40% και 30% αντίστοιχα το 2020 (μπλε και κόκκινες γραμμές στο δεξιό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.14). Ως αποτέλεσμα, το συνδυασμένο μερίδιό τους έφτασε τα δύο τρίτα των συνολικών διεθνών εκδόσεων πράσινου χρέους σε ευρώ κατά την περίοδο αναφοράς. Την ίδια στιγμή, οι εκδότες του Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ μείωσαν την έκδοση πράσινων ομολόγων σε ευρώ, γεγονός που εξηγεί γιατί οι διεθνείς εκδόσεις πράσινου χρέους σε ευρώ μειώθηκαν μέτρια το 2020 (Almeida, Mok, & Tukiainen, 2020).



Διάγραμμα 3.14: Οι δανειολήπτες των αναδυόμενων αγορών εξακολουθούν να κυριαρχούν στις διεθνείς εκδόσεις πράσινων ομολόγων σε δολάρια ΗΠΑ το 2020, ενώ οι δανειολήπτες από κράτη μέλη της ΕΕ εκτός ζώνης του ευρώ και άλλες προηγμένες οικονομίες ήταν οι πιο δυναμικοί εκδότες πράσινων ομολόγων σε ευρώ.

Περιφερειακή ανάλυση της έκδοσης διεθνών πράσινων ομολόγων σε δολάρια ΗΠΑ (αριστερό πλαίσιο) και σε ευρώ (δεξιό πλαίσιο) (δισεκατομμύρια USD)²⁶.

Πηγή: (Almeida, Mok, & Tukiainen, 2020).

3.6.2 Το ευρώ στις διεθνείς αγορές δανείων και καταθέσεων

Το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς αγορές δανείων παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό το 2020. Με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς αγορές δανείων μειώθηκε οριακά κατά 0,1 ποσοστιαίες μονάδες το 2020, παραμένοντας λίγο πάνω από το 16% (Διάγραμμα 3.15)²⁷.

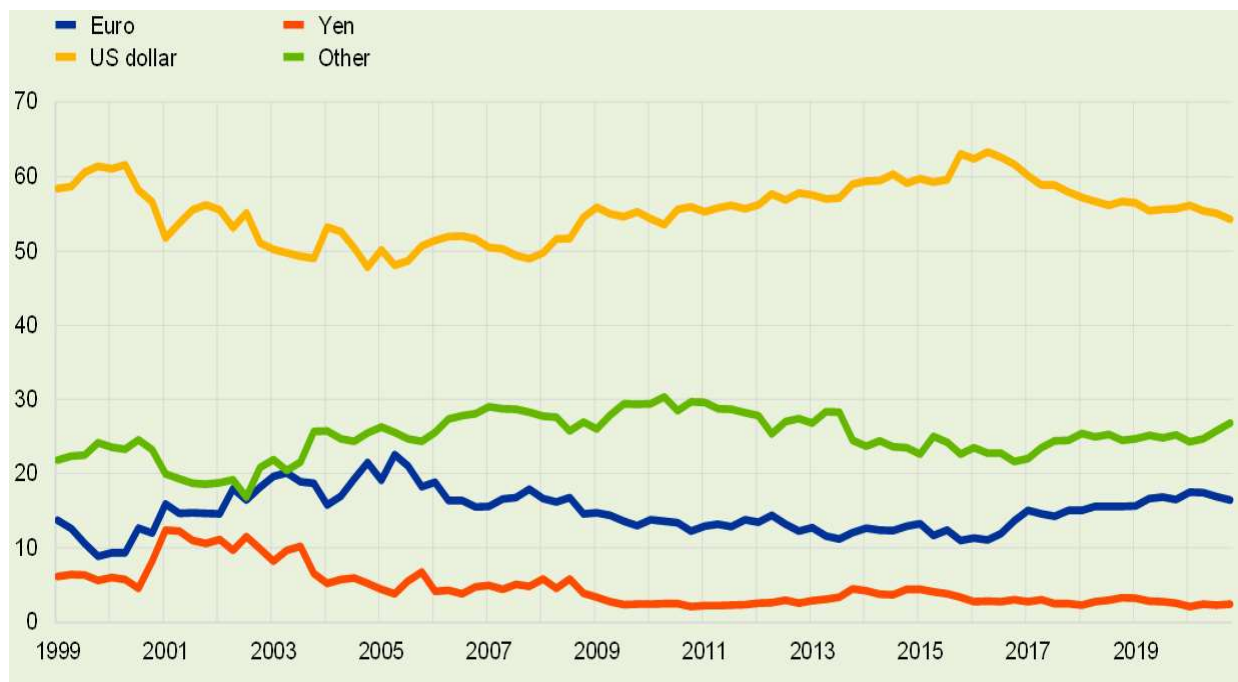
Το μερίδιο του δολαρίου ΗΠΑ στις διεθνείς αγορές δανείων υποχώρησε για δεύτερη συνεχή χρονιά κατά 1,4 ποσοστιαίες μονάδες. Ωστόσο, το δολάριο ΗΠΑ παρέμεινε το πρώτο νόμισμα με μεγάλο περιθώριο, αντιπροσωπεύοντας περίπου το 54% των διεθνών δανείων²⁸ (Global Financial Stability Report/IMF, 2020), (Statistical annex/European Central Bank, 2022).

Η μετοχή του ιαπωνικού γέν υποχώρησε οριακά. Το μερίδιο των υπόλοιπων νομισμάτων αυξήθηκε κατά 1,6 ποσοστιαίες μονάδες, φτάνοντας περίπου στο 27% των διεθνών δανείων που χορηγήθηκαν το 2020.

²⁶ Σημειώσεις: Ετήσια σύνολα με βάση τη συγκέντρωση μεμονωμένων συμφωνιών. Τα τελευταία στοιχεία είναι στα τέλη του 2020.

²⁷ Τα διεθνή δάνεια ορίζονται ως δάνεια από τράπεζες εκτός της νομισματικής περιοχής σε δανειολήπτες εκτός της νομισματικής περιοχής. Για παράδειγμα, τα διεθνή δάνεια σε ευρώ αντιστοιχούν σε όλα τα δάνεια σε ευρώ από τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ σε δανειολήπτες εκτός της ζώνης του ευρώ.

²⁸ Αυτή η πτώση, και η αντίθεση με την αύξηση της έκδοσης ομολόγων σε δολάρια ΗΠΑ, συνάδει με την ανάλυση του ΔΝΤ που υποδηλώνει ότι οι ευνοϊκές συνθήκες εγχώριας χρηματοδότησης των ΗΠΑ μετά το πρώτο κύμα της πανδημίας COVID-19 βασίστηκαν περισσότερο στην άνοδο των αγορών ομολόγων, καθώς τα πρότυπα δανεισμού για τα τραπεζικά δάνεια στην πραγματικότητα έγιναν κάπως αυστηρά.



Διάγραμμα 3.15: Το μερίδιο του ευρώ στα ανεξόφλητα διεθνή δάνεια παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό το 2020.

Συναλλαγματική σύνθεση των ανεξόφλητων ποσών διεθνών δανείων (ποσοστά, σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες 4^{ου} τριμήνου 2020)²⁹.

Πηγή: (Global Financial Stability Report/IMF, 2020), (Statistical annex/European Central Bank, 2022).

Ο όγκος των διεθνών δανείων σε ευρώ συνέχισε να αυξάνεται παρά την έναρξη της πανδημίας COVID-19, αντανακλώντας τόσο τη διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ όσο και την ανθεκτικότητα των τραπεζών της ζώνης του ευρώ σε σύγκριση με προηγούμενες κρίσεις³⁰ (Takáts & Temesvary, 2020).

Σε απόλυτες τιμές, ο όγκος των δανείων σε ευρώ από τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ προς δανειολήπτες εκτός ζώνης του ευρώ αυξήθηκε κατά 12% το 2020, συνεχίζοντας την ανοδική τάση που παρατηρείται από το 2016. Στα χρόνια που ακολούθησαν την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση ένας συνδυασμός παραγόντων, όπως η απομόχλευση από τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ και οι ρυθμιστικές προσπάθειες για μείωση των ανοιγμάτων σε

²⁹ Σημειώσεις: Οι τελευταίες παρατηρήσεις αφορούν το τέταρτο τρίμηνο του 2020. Τα διεθνή δάνεια ορίζονται ως δάνεια από τράπεζες εκτός της νομισματικής ζώνης σε δανειολήπτες εκτός της νομισματικής περιοχής.

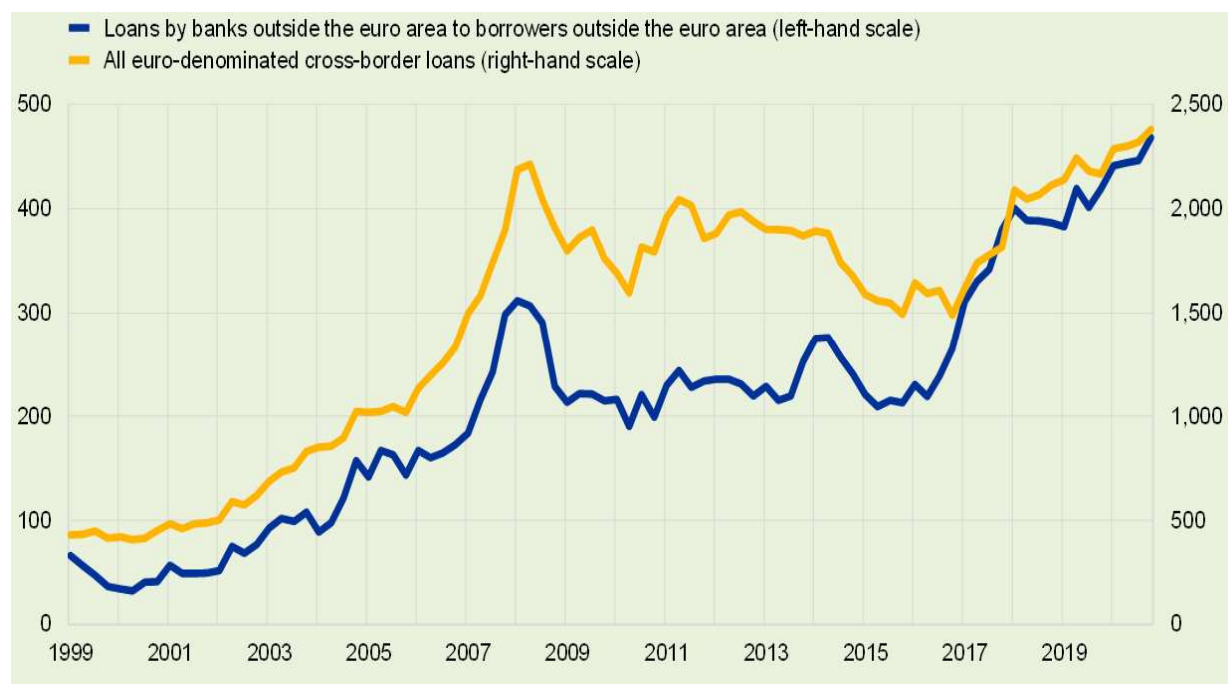
³⁰ Οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ εισήλθαν σε αυτό το ακραίο επεισόδιο με ισχυρότερα κεφαλαιακά επίπεδα, καλύτερες θέσεις ρευστότητας και πιο σταθερές δομές χρηματοδότησης από ό,τι είχαν την εποχή της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης μια δεκαετία πριν (Guindos, 2020).

ξένα δάνεια, οδήγησαν σε μείωση του όγκου των διεθνών δανείων σε ευρώ (Διάγραμμα 3.16) (Emter, Schmitz, & Tirpák, 2019).

Αντίθετα, οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ ήταν σημαντικά πιο ανθεκτικές απέναντι στην πανδημία και μπόρεσαν να παρέχουν ενδοϋπηρεσιακή χρηματοδότηση σε υποκαταστήματα και θυγατρικές εκτός της ζώνης του ευρώ, αντί να αποσύρονται στην εγχώρια αγορά τους όπως έκαναν στην παγκόσμια οικονομική κρίση (Aldasoro, Ehlers, Egemen, & Huang, 2021).

Επιπλέον, η διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ μπορεί να συνέβαλε στη στήριξη της χρηματοδότησης σε ευρώ στις διεθνείς αγορές δανείων, επιτρέποντας στις τράπεζες της ζώνης του ευρώ να διοχετεύουν κεφάλαια στα ξένα υποκαταστήματα και θυγατρικές τους (Cetorelli & Goldberg, Banking Globalization and Monetary Transmission, 2012), (Bénétrix & Schmitz, 2019).

Τέλος, είναι επίσης πιθανή η αύξηση της προσφοράς χρηματοδότησης σε ευρώ εκτός της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένης της πρόσβασης σε ρευστότητα σε ευρώ μέσω διευκολύνσεων ανταλλαγής και επαναγοράς που παρέχει το Ευρωσύστημα σε κεντρικές τράπεζες εκτός ζώνης του ευρώ, να έχει στηρίξει τον δανεισμό σε ευρώ από τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ (Panetta & Schnabel, 2020), (Aldasoro, και συν., 2020).



Διάγραμμα 3.16: Ο όγκος των διεθνών δανείων σε ευρώ συνέχισε να αυξάνεται το 2020.

Ανεξόφλητα ποσά διεθνών δανείων σε ευρώ (δισεκατομμύρια USD, σε τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες)³¹.

Πηγή: (Panetta & Schnabel, 2020), (Aldasoro, και συν., 2020).

Το μερίδιο του ευρώ στις εκκρεμείς διεθνείς καταθέσεις μειώθηκε κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες το 2020. Επίσης, το μερίδιο του ευρώ στο απόθεμα των διεθνών καταθέσεων διαμορφώθηκε στο 17% το 2020 σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες (Διάγραμμα 3.17), το χαμηλότερο επίπεδο του από τότε 2016³² (Statistical annex/European Central Bank, 2022).

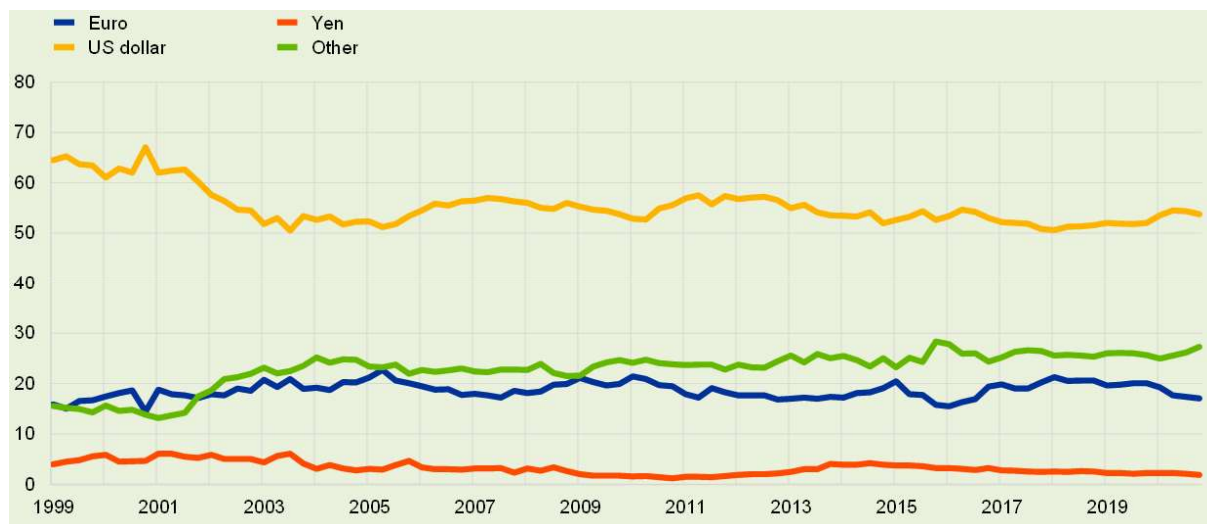
Αντίθετα, το μερίδιο του δολαρίου ΗΠΑ στις εκκρεμείς διεθνείς καταθέσεις αυξήθηκε κατά 1,7 ποσοστιαίες μονάδες, σε σχεδόν 54%. Αυτές οι εξελίξεις αντικατοπτρίζουν μια αξιοσημείωτη αύξηση του όγκου των καταθέσεων σε δολάρια ΗΠΑ στην κορύφωση της πανδημίας, αντί της μείωσης των καταθέσεων σε ευρώ και της ελκυστικότητας του ευρώ ως διεθνούς αποθέματος αξίας. Πρόσφατη έρευνα υποδηλώνει ότι τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διέθεταν μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία και στάθμευαν τα έσοδα σε τραπεζικές καταθέσεις σε δολάρια ΗΠΑ εν μέσω της εξόρμησης για μετρητά. Η αύξηση της χρηματοδότησης καταθέσεων σε δολάρια ΗΠΑ θα μπορούσε επίσης να αντανakλά την απόσυρση δεσμευμένων πιστωτικών ορίων από μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες με θυγατρικές τράπεζες εκτός ΗΠΑ στις ΗΠΑ, γεγονός που οδηγεί αυτόματα σε ακαθάριστο ισολογισμό (Aldasoro, Huang, & Kemp, Cross-border links between banks and non-bank financial institutions, 2020).

Ως εκ τούτου, οι υψηλότερες καταθέσεις σε δολάρια ΗΠΑ αντικατόπτριζαν εν μέρει την αύξηση των προληπτικών διακρατήσεων εν μέσω ελλείψεων χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ και ρευστότητας στην εξόρμηση για μετρητά τον Μάρτιο του 2020 (Glancy, Gross, & Ionescu, 2020).

Γενικότερα, τα μέτρα πολιτικής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ ως απάντηση στην πανδημία COVID-19, συμπεριλαμβανομένων των αγορών περιουσιακών στοιχείων, αύξησαν σημαντικά τη ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ, η οποία αναμένεται επίσης να συμβάλει στην αύξηση των διεθνών καταθέσεων σε δολάρια ΗΠΑ.

³¹ Σημείωση: Τα τελευταία στοιχεία αφορούν το τέταρτο τρίμηνο του 2020.

³² Ο ορισμός των διεθνών καταθέσεων είναι ισοδύναμος με τον ορισμό των διεθνών δανείων. Οι διεθνείς καταθέσεις ορίζονται ως οι καταθέσεις σε τράπεζες εκτός της περιοχής νομίσματος από πιστωτές εκτός της νομισματικής περιοχής. Για παράδειγμα, οι διεθνείς καταθέσεις σε ευρώ αντιστοιχούν σε όλες τις καταθέσεις σε ευρώ σε τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ από πιστωτές εκτός της ζώνης του ευρώ.



Διάγραμμα 3.17: Το μερίδιο του ευρώ στις εκκρεμείς διεθνείς καταθέσεις μειώθηκε το 2020.

Συναλλαγματική σύνθεση των ανεξόφλητων ποσών διεθνών καταθέσεων (ποσοστά, σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες 4^{ου} τριμήνου 2020)³³.

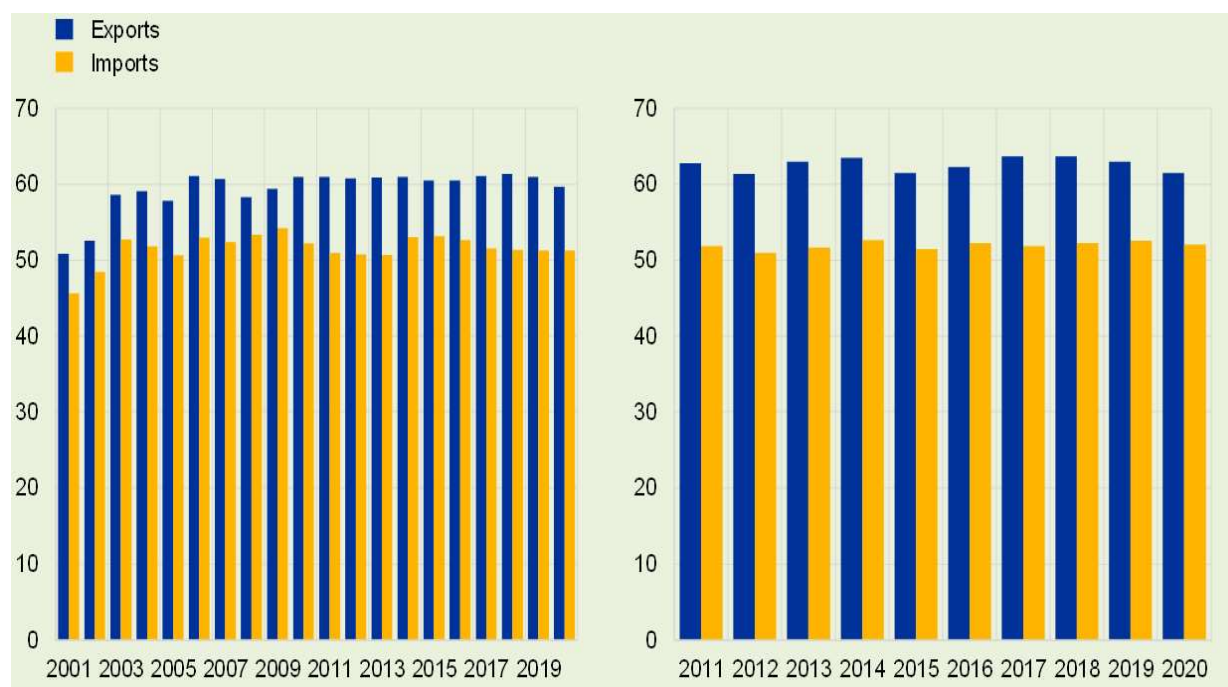
Πηγή: (Glancy, Gross, & Ionescu, 2020).

3.7 Χρήση του ευρώ ως νομίσματος τιμολόγησης

Το μερίδιο του ευρώ ως νομίσματος τιμολόγησης ή διακανονισμού για το εμπόριο εκτός της ζώνης του ευρώ μειώθηκε το 2020 για τις περισσότερες συναλλαγές σε αγαθά και υπηρεσίες. Περίπου το 60% των εξαγωγών αγαθών εκτός ζώνης του ευρώ τιμολογήθηκαν σε ευρώ το 2020, από 61% το 2019. Σε λίγο περισσότερο από 51%, το μερίδιο των εισαγωγών αγαθών εκτός ζώνης του ευρώ που τιμολογήθηκαν σε ευρώ παρέμεινε αμετάβλητο το 2020 (αριστερός πίνακας του Διαγράμματος 3.18). Το 61% των εξαγωγών υπηρεσιών εκτός ζώνης του ευρώ τιμολογήθηκαν σε ευρώ το 2020, από 63% το προηγούμενο έτος. Ομοίως, το 52% των εισαγωγών υπηρεσιών εκτός ζώνης του ευρώ τιμολογήθηκαν σε ευρώ το 2020, μισή ποσοστιαία μονάδα λιγότερο από ό,τι το προηγούμενο έτος (δεξιό πλαίσιο του Διαγράμματος 3.18). Κοιτάζοντας πίσω μεσοπρόθεσμα, το μερίδιο του ευρώ ως νομίσματος τιμολόγησης ή διακανονισμού για το εμπόριο εκτός της ζώνης του ευρώ παρέμεινε σταθερό και κοντά στα επίπεδα που παρατηρήθηκαν πριν από μια δεκαετία. Παρακάτω περιγράφονται πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη στήριξη της χρήσης του ευρώ στο διεθνές εμπόριο, μεταξύ άλλων μέσω της ανάπτυξης μέσων και σημείων αναφοράς σε ευρώ, και για την ενίσχυση του

³³ Σημειώσεις: Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν το τέταρτο τρίμηνο του 2020. Οι διεθνείς καταθέσεις ορίζονται ως οι καταθέσεις σε τράπεζες εκτός της νομισματικής ζώνης από πιστωτές εκτός της νομισματικής ζώνης.

καθεστώς του ως διεθνούς νομίσματος αναφοράς στους τομείς της ενέργειας και των εμπορευμάτων. Ειδικό χαρακτηριστικό παρέχει περαιτέρω πληροφορίες σχετικά με τον ρόλο του ευρώ ως νομίσματος τιμολόγησης για το παγκόσμιο εμπόριο. Δείχνει, μεταξύ άλλων, ότι το ευρώ χρησιμοποιείται ως νόμισμα τιμολόγησης όχι μόνο στην Ευρώπη αλλά και σε μέρη της Αφρικής, υποδηλώνοντας ότι το ευρώ διαδραματίζει κυρίαρχο ρόλο σε ορισμένες περιοχές, ακόμη κι αν το δολάριο ΗΠΑ είναι το κυρίαρχο νόμισμα παγκοσμίως (Maggiore, Neiman, & Schreger, 2020).



Διάγραμμα 3.18: Μικτές ήταν οι εξελίξεις στο μερίδιο του ευρώ ως νομίσματος τιμολόγησης των συναλλαγών αγαθών εκτός ζώνης του ευρώ το 2020.

Μερίδιο του ευρώ στην τιμολόγηση του εμπορίου αγαθών εκτός ζώνης του ευρώ (αριστερό πλαίσιο) και στην τιμολόγηση του εμπορίου υπηρεσιών εκτός ζώνης του ευρώ (δεξιό πλαίσιο)³⁴.

Πηγή: (Maggiore, Neiman, & Schreger, 2020).

3.8 Χρήση του ευρώ εκτός της Ευρώπης

Η πανδημία του COVID-19 είχε κάποιο αντίκτυπο στην ξένη ζήτηση για μετρητά ευρώ εκτός της ζώνης του ευρώ. Αφενός, οι καθαρές καταχωρημένες αποστολές τραπεζογραμματίων ευρώ προς προορισμούς εκτός της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν κατά 2% κατά την περίοδο

³⁴ Σημείωση: Τα πιο πρόσφατα στοιχεία αφορούν το 2020.

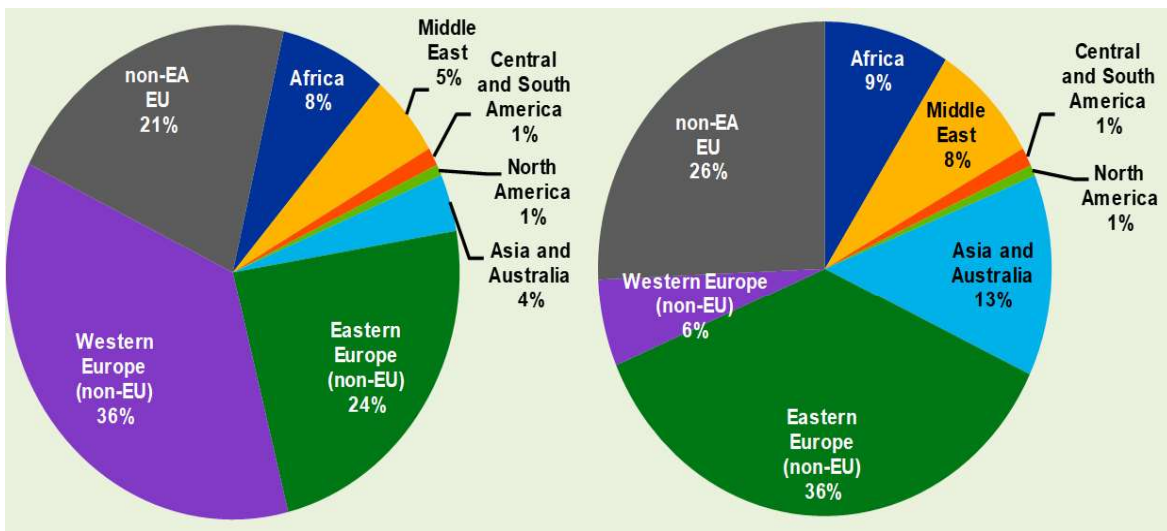
αναφοράς – μέγεθος όχι πρωτοφανές τα τελευταία χρόνια (Διάγραμμα 3.19). Ωστόσο, στοιχεία που συλλέχθηκαν από χονδρεμπόρους τραπεζογραμματίων, που ενεργούν ως μεσάζοντες μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων εκτός της ζώνης του ευρώ, υποδηλώνουν ότι η πανδημία είχε σημαντικές επιπτώσεις στις συναλλαγές τραπεζογραμματίων ευρώ εκτός ζώνης του ευρώ. Οι πωλήσεις (εξαγωγές σε περιοχές εκτός της ζώνης του ευρώ) τραπεζογραμματίων ευρώ μειώθηκαν κατά το ήμισυ το 2020, ενώ οι αγορές (εισαγωγές από περιοχές εκτός της ζώνης του ευρώ) μειώθηκαν κατά περίπου 40% λόγω των ταξιδιωτικών περιορισμών που επιβλήθηκαν ως απάντηση στην πανδημία. Οι οντότητες σε χώρες που γειτνιάζουν με τη ζώνη του ευρώ παρέμειναν οι κύριοι εξαγωγείς και εισαγωγείς τραπεζογραμματίων ευρώ (Διάγραμμα 3.20), καθώς οι όγκοι των εξαγωγών και εισαγωγών τραπεζογραμματίων σε αυτές τις χώρες μειώθηκαν λιγότερο σημαντικά από ό,τι αλλού. Η επίδραση της πανδημίας στη ζήτηση των νοικοκυριών για μετρητά ευρώ ήταν επίσης ορατή σε ορισμένες οικονομίες της Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης στις οποίες τα έσοδα από τον τουρισμό παίζουν σημαντικό ρόλο. Εκτός από αυτές τις εξελίξεις, η πρόσφατη ανάλυση του προσωπικού της ΕΚΤ παρέχει νέες εκτιμήσεις για τη ζήτηση από το εξωτερικό για τραπεζογραμμάτια ευρώ που στοχεύουν στην καταγραφή της μετανάστευσης τραπεζογραμματίων μέσω μη καταχωρισμένων καναλιών, όπως ο τουρισμός και τα εμβάσματα. Σύμφωνα με αυτές τις εκτιμήσεις, μεταξύ 30% και 50% της αξίας των τραπεζογραμματίων ευρώ διατηρούνταν εκτός της ζώνης του ευρώ το 2019 – υψηλότερο από ό,τι πιστευόταν προηγουμένως (Lalouette, και συν., 2021).



Διάγραμμα 3.19: Οι καθαρές αποστολές τραπεζογραμματίων ευρώ εκτός ζώνης του ευρώ μειώθηκαν το 2020.

Καθαρές μηνιαίες αποστολές τραπεζογραμματίων ευρώ σε προορισμούς εκτός της ζώνης του ευρώ (δισεκατομμύρια ευρώ, προσαρμοσμένα για εποχιακές επιπτώσεις)³⁵.

Πηγή: (Lalouette, και συν., 2021).



Διάγραμμα 3.20: Το 2020 τα τραπεζογραμμάρια ευρώ εξήχθησαν και εισήχθησαν κυρίως από γειτονικές περιοχές της ζώνης του ευρώ.

³⁵ Σημειώσεις: Οι καθαρές αποστολές είναι τραπεζογραμμάρια ευρώ που αποστέλλονται σε προορισμούς εκτός της ζώνης του ευρώ μείον τα τραπεζογραμμάρια ευρώ που λαμβάνονται από εκτός της ζώνης του ευρώ. Η τελευταία παρατήρηση είναι για τον Φεβρουάριο του 2021.

Διεθνές Νομισματικό Σύστημα: Προοπτικές Ευρώ και Ελληνικής Οικονομίας

Πωλήσεις (εξαγωγές, αριστερό πλαίσιο) και αγορές (εισαγωγές, δεξί πλαίσιο) τραπεζογραμματίων ευρώ προς/από περιοχές εκτός της ζώνης του ευρώ – ανάλυση ανά προορισμό (ποσοστά)³⁶.

Πηγή: (Lalouette, και συν., 2021).

³⁶ Σημείωση: Τα στοιχεία είναι για το 2020.

4 Κεφάλαιο: «Πολιτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την πανδημία του COVID-19 και τον διεθνή ρόλο του ευρώ»

4.1 Γενικά Στοιχεία

Η πανδημία του κορονοϊού (COVID-19) προκάλεσε μια ισχυρή πολιτική απάντηση από τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και την ΕΚΤ για την αντιμετώπιση των οικονομικών επιπτώσεων της κρίσης. Αρκετά στοιχεία της αντίδρασης πολιτικής, όπως η έναρξη νέων προγραμμάτων δανεισμού της ΕΕ από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η πολιτική απάντηση της ΕΚΤ, ενδέχεται να έχουν επιπτώσεις στην παγκόσμια κατάσταση του ευρώ. Επιπλέον, τον Ιανουάριο του 2021 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ξεκίνησε μια νέα στρατηγική για την ενίσχυση του διεθνούς ρόλου του ευρώ (European Commission/The European economic and financial system, 2021).

Σκοπός αυτού του ειδικού στοιχείου είναι να επανεξετάσει αυτές τις πρωτοβουλίες πολιτικής και να αναλύσει τις επιπτώσεις τους στον διεθνή ρόλο του ευρώ.

4.2 Η πολιτική απάντηση της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην πανδημία COVID-19 και οι επιπτώσεις της στον διεθνή ρόλο του ευρώ

Η απάντηση της δημοσιονομικής πολιτικής σε επίπεδο ΕΕ στις οικονομικές επιπτώσεις της κρίσης της πανδημίας COVID-19 ήταν δυναμική και συμπλήρωνε τις πολιτικές σε εθνικό επίπεδο. Σε εθνικό επίπεδο, οι χώρες της ζώνης του ευρώ ενεργοποίησαν τον μοχλό δημοσιονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας, συμπεριλαμβανομένων πακέτων έκτακτης ανάγκης για δημοσιονομικές ανάγκες και εκτεταμένων μέτρων στήριξης της ρευστότητας με τη μορφή φορολογικών αναβολών και κρατικών εγγυήσεων. Ο δημοσιονομικός αντίκτυπος των διακριτικών δημοσιονομικών μέτρων, που ανέρχεται σε περίπου 4% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ κατά μέσο όρο, είναι άνευ προηγουμένου σε σύγκριση με προηγούμενα επεισόδια κρίσης (Haroutunian, Osterloh, & Sławińska, 2021).

Όσον αφορά τα μέτρα της εθνικής κυβέρνησης έχουν συμπληρωθεί με την έναρξη μιας σειράς νέων διευκολύνσεων που θα χρηματοδοτηθούν σε ευρωπαϊκό επίπεδο μέσω της έκδοσης χρέους από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Συγκεκριμένα, αυτές οι διευκολύνσεις

περιλαμβάνουν την προσωρινή υποστήριξη για τον μετριασμό των κινδύνων ανεργίας σε ένα πρόγραμμα έκτακτης ανάγκης (Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency / SURE), παρέχοντας οικονομική βοήθεια έως και 100 δισεκατομμυρίων ευρώ με τη μορφή δανείων από την ΕΕ στα πληγέντα κράτη μέλη και την ΕΕ επόμενης γενιάς (Next Generation EU / NGEU), ένα προσωρινό μέσο 750 δισεκατομμυρίων ευρώ για τη στήριξη της οικονομικής ανάκαμψης μετά την πανδημία, το οποίο αναμενόταν να τεθεί σε λειτουργία το καλοκαίρι του 2021. Η έκδοση NGEU θα συνεπάγεται μέγιστη δημοσιονομική επέκταση με βάση το χρέος περίπου 1% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ κατά την περίοδο 2021-24, με την προϋπόθεση ότι η στήριξη χρησιμοποιείται σε εθνικό επίπεδο για τη χρηματοδότηση πρόσθετων δαπανών (Giovannini, Hauptmeier, Leiner-Killinger, & Valenta, 2020).

Σε μεγάλο βαθμό, οι διαδικασίες από αυτές τις εκδόσεις ομολόγων θα χρηματοδοτήσουν επενδύσεις και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις από τις χώρες της ΕΕ που αναμένεται να αυξήσουν το αναπτυξιακό δυναμικό των οικονομιών της ΕΕ και να μειώσουν τις αποκλίσεις στη ζώνη του ευρώ³⁷.

Κατά τον σχεδιασμό των σχεδίων ανά χώρα, τα κράτη μέλη πρέπει να διαθέσουν τουλάχιστον το 37% των κονδυλίων για τη στήριξη της πράσινης μετάβασης και τουλάχιστον το 20% για τη στήριξη του ψηφιακού μετασχηματισμού. Το πρόγραμμα NGEU έχει επομένως τη δυνατότητα να αυξήσει τόσο την ανθεκτικότητα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ σε παγκόσμιες κρίσεις όσο και την ελκυστικότητα του ευρώ ως παγκόσμιου επενδυτικού νομίσματος.

Οι νέες εκδόσεις ομολόγων της ΕΕ θα αποτελέσουν τη μεγαλύτερη έκδοση σε ευρώ σε υπερεθνικό επίπεδο, αυξάνοντας την ελκυστικότητα του ευρώ ως επενδυτικού νομίσματος για τους διεθνείς επενδυτές, ιδίως τους επίσημους. Οι εκδόσεις ομολόγων στο πλαίσιο των προγραμμάτων SURE και NGEU συμβάλλουν στην αύξηση της παγκόσμιας προσφοράς ασφαλών περιουσιακών στοιχείων, καθώς η ΕΕ απολαμβάνει επί του παρόντος το υψηλότερο καθεστώς πιστωτή από την πλειονότητα των οίκων αξιολόγησης³⁸.

³⁷ Ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα αντιπροσωπεύει 672,5 δισεκατομμύρια ευρώ του συνολικού κονδυλίου των 750 δισεκατομμυρίων ευρώ του NGEU. Αυτή η διευκόλυνση θα εκταμιεύσει δάνεια και επιχορηγήσεις για τη στήριξη μεταρρυθμίσεων και επενδύσεων από τα κράτη μέλη της ΕΕ για τον μετριασμό των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεων της πανδημίας του κορονοϊού και τη βελτίωση της βιωσιμότητας και της ανθεκτικότητας των ευρωπαϊκών οικονομιών.

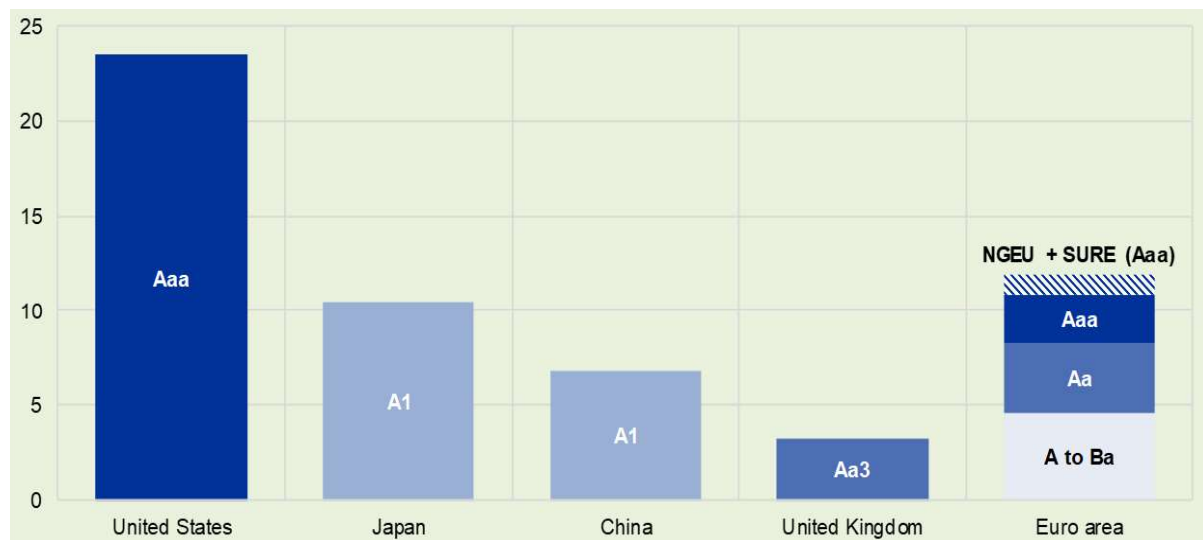
³⁸ Όλοι οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης αποδίδουν το υψηλότερο καθεστώς πιστωτή στο χρέος της ΕΕ, με εξαίρεση την Standard & Poor's, η οποία αποδίδει χαμηλότερη βαθμολογία (AA), παρόμοια με την αξιολόγηση που αποδίδεται στο χρέος των ΗΠΑ (AA+).

Πράγματι, οι πρώτες εκδόσεις ομολόγων SURE, ύψους σχεδόν 40 δισεκατομμυρίων ευρώ κατά τη διάρκεια του 2020, προσέλκυσαν σημαντική προσοχή από επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων επενδυτών εκτός ζώνης του ευρώ, των οποίων το μερίδιο στη συνολική απορρόφηση των νέων ομολόγων κατά την έκδοση κυμάνθηκε μεταξύ 31 % (20ετής διάρκεια) και 60% (5ετής διάρκεια). Η μεγαλύτερη απορρόφηση από τους διεθνείς επενδυτές στο σύντομο τέλος της διάρθρωσης της διάρκειας συσχετίζεται θετικά με το υψηλότερο μερίδιο των κεντρικών τραπεζών και των επίσημων επενδυτών που συμμετέχουν σε αυτές τις εκδόσεις, καθώς αυτοί οι θεσμικοί επενδυτές έχουν χαμηλότερη ανοχή στον κίνδυνο από άλλους συμμετέχοντες στην αγορά. Αυτό επιβεβαιώνει τη δυνατότητα αυτών των εκδόσεων ομολόγων της ΕΕ να ενισχύσουν το καθεστώς του ευρώ ως κύριου διεθνούς αποθεματικού νομίσματος.

Οι νέες εκδόσεις ομολόγων της ΕΕ θα αυξήσουν το ποσό των περιουσιακών στοιχείων υψηλής αξιολόγησης σε ευρώ και θα μπορούσαν να αποτελέσουν ένα περαιτέρω βήμα προς τη δημιουργία ενός κοινού ευρωπαϊκού ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου. Επί του παρόντος, ένα σημαντικό ποσό εθνικού δημόσιου χρέους με υψηλή αξιολόγηση είναι ήδη διαθέσιμο στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, η αγορά κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ είναι κατακερματισμένη μεταξύ διαφορετικών εκδοτών ομολόγων με ευρύ φάσμα αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και διαφορετικά επίπεδα ρευστότητας, αποθαρρύνοντας δυνητικά τους ξένους επενδυτές (Διάγραμμα 4.1). Επιπλέον, το ανεπαρκές βάθος των κατακερματισμένων αγορών ομολόγων σε ευρώ αποθαρρύνει τους ξένους εκδότες να εκδίδουν διεθνή ομόλογα σε ευρώ. Η δημιουργία ενός καλά σχεδιασμένου κοινού ευρωπαϊκού ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου θα μπορούσε να αποφέρει σημαντικά οφέλη όσον αφορά την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης και σταθερότητας, την προώθηση της χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης και τη δυνατότητα στις αγορές να αναπτύξουν μια σωστή διάρθρωση της ζώνης του ευρώ (Alogoskoufis, και συν., 2020).

Με τη σειρά του, αυτό θα στηρίξει τον διεθνή ρόλο του ευρώ. Για να προσφέρει αυτά τα οφέλη, ένα κοινό ασφαλές περιουσιακό στοιχείο θα πρέπει να έχει πολύ υψηλό πιστωτικό επίπεδο, να είναι ανθεκτικό σε ιδιόρρυθμους κραδασμούς και να έχει επαρκές μέγεθος και ρευστότητα. Οι νέες εκδόσεις ομολόγων της ΕΕ αντιπροσωπεύουν ένα πρώτο βήμα προς την κατεύθυνση της δημιουργίας ενός ευρωπαϊκού ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου. Αναμένεται να αυξήσουν την ασφαλέστερη δόση των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ – αυτή τη

στιγμή περίπου 2,2 τρισεκατομμύρια ευρώ από το τρίτο τρίμηνο του 2020 – κατά σχεδόν 40% τα επόμενα χρόνια³⁹.



Διάγραμμα 4.1: Οι αγορές δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ παραμένουν κατακερματισμένες σε σύγκριση με αυτές των Ηνωμένων Πολιτειών.

Ανεξόφλητα χρεόγραφα της γενικής κυβέρνησης (τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ)⁴⁰.

Πηγή: (Alogoskoufis, και συν., 2020).

Ωστόσο, καθώς οι νέες εκδόσεις ομολόγων της ΕΕ εξακολουθούν να είναι σχετικά μικρές σε παγκόσμια κλίμακα και είναι επίσης προσωρινές, είναι απίθανο να αλλάξουν θεμελιωδώς τον διεθνή ρόλο του ευρώ, ιδίως τη θέση του ως παγκόσμιου ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου. Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, έχει εμφανιστεί μια σχετική έλλειψη ασφαλών περιουσιακών στοιχείων - ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία που διατηρούν ή αυξάνουν την ονομαστική τους αξία ακόμη και στη χειρότερη κατάσταση του κόσμου (Caballero, Farhi, & Gourinchas, 2017).

Από την πλευρά της ζήτησης, αυτό οφείλεται σε διάφορους παράγοντες, όπως η συσσώρευση διεθνών αποθεματικών και δημογραφικοί παράγοντες, καθώς και η αυξανόμενη

³⁹ Ο αριθμός αντιστοιχεί στους εκκρεμείς χρεωστικούς τίτλους της γενικής κυβέρνησης για τη Γερμανία, τις Κάτω Χώρες και το Λουξεμβούργο, τις τρεις μοναδικές χώρες της ζώνης του ευρώ που απολαμβάνουν το υψηλότερο καθεστώς πιστωτή.

⁴⁰ Σημειώσεις: Τα στοιχεία αναφέρονται στο σύνολο των χρεογράφων που εκδόθηκαν από τη γενική κυβέρνηση. Προγραμματισμένη έκδοση για NGEU. Η τελευταία αξιολόγηση του μακροπρόθεσμου κρατικού χρέους της Moody's σε τοπικό νόμισμα αναφέρεται για κάθε χώρα και NGEU. Οι παρατηρήσεις αφορούν το τρίτο τρίμηνο του 2020 για το υπόλοιπο των χρεογράφων και τον Μάρτιο του 2021 για τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας.

παγκόσμια αποστροφή κινδύνου και σημαντικά προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Ταυτόχρονα, από την πλευρά της προσφοράς, η έκδοση ασφαλών περιουσιακών στοιχείων δεν συμβάδιζε με την αυξανόμενη ζήτηση, παρέμεινε σχετικά σταθερή σε σύγκριση με το παγκόσμιο ΑΕΠ τα τελευταία είκοσι χρόνια και μόλις πρόσφατα αυξήθηκε πάνω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο λόγω του μεγάλου δημόσιου χρέους που προκλήθηκε από την κρίση COVID-19 (Διάγραμμα 4.2, αριστερό πλαίσιο). Σε μεγάλο βαθμό, τα ασφαλή περιουσιακά στοιχεία έχουν κυρίως τη μορφή τίτλων σε δολάρια ΗΠΑ. Για παράδειγμα, οι τίτλοι σε δολάρια ΗΠΑ αντιπροσώπευαν περισσότερο από το 70% των τίτλων που περιλαμβάνονται στον δείκτη Bloomberg Barclays Global Aggregate – Aaa, σημείο αναφοράς της παγκόσμιας αγοράς για ασφαλή ομόλογα, ενώ οι τίτλοι σε ευρώ αντιστοιχούσαν μόνο στο 16% το 2020⁴¹.

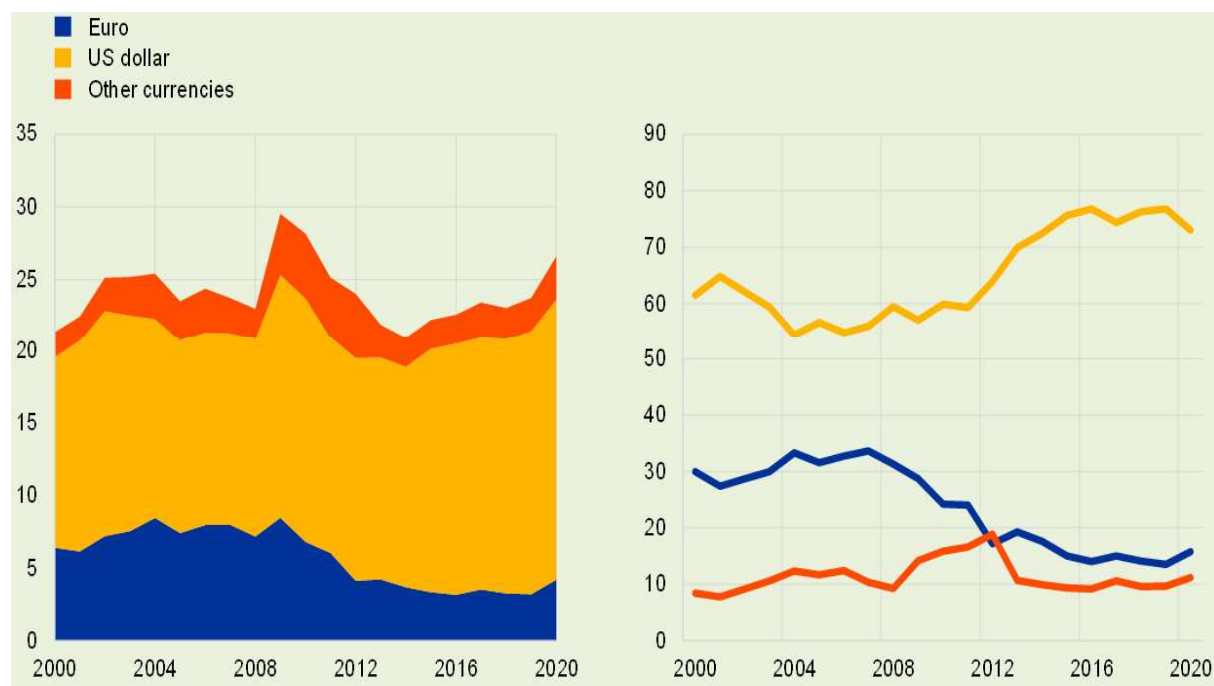
Συγκεκριμένα, το μερίδιο του ευρώ στα παγκόσμια ασφαλή περιουσιακά στοιχεία έχει μειωθεί στο μισό από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, καθώς το χρέος ορισμένων οικονομιών της ζώνης του ευρώ υποβαθμίστηκε (Διάγραμμα 4.2, δεξιό πλαίσιο). Το μέγεθος των προγραμματισμένων εκδόσεων ομολόγων της ΕΕ δεν θα μεταβάλει θεμελιωδώς τα σχετικά νομισματικά μερίδια στην προσφορά παγκόσμιων ασφαλών ομολόγων και, μέχρι στιγμής, τα ομόλογα της ΕΕ δεν έχουν συμπεριληφθεί στο κρατικό τμήμα των ευρειών δεικτών ομολόγων. Επιπλέον, ο προσωρινός χαρακτήρας των νέων διευκολύνσεων της ΕΕ αποτελεί μειονέκτημα για την καθιέρωση αυτών των ομολόγων ως σημείο αναφοράς στο χαρτοφυλάκιο παγκόσμιων επενδυτών που αποστρέφονται τον κίνδυνο. Πρόσφατα στοιχεία έδειξαν ότι υπάρχουν τρεις κύριοι παράγοντες που καθιστούν τα κρατικά ομόλογα ένα ασφαλές περιουσιακό στοιχείο (Habib, Stracca, & Venditti, 2020):

- (i) η ποιότητα των ιδρυμάτων της εκδότριας οικονομίας,
- (ii) το μέγεθος της αγοράς χρέους και, κυρίως,

⁴¹ Το Bloomberg Barclays Global Aggregate – Aaa Index είναι μια μέτρηση του χρέους με αξιολόγηση Aaa, συμπεριλαμβανομένων των ομολόγων του Δημοσίου, των κρατικών, των εταιρικών και των τιτλοποιημένων ομολόγων σταθερού επιτοκίου. Στο τέλος του 2020 ο δείκτης κεφαλαιοποιούσε περίπου 22 τρισεκατομμύρια δολάρια. Αυτό είναι ένα κατώτερο όριο για τον κόσμο των ασφαλών τίτλων. Για παράδειγμα, τα ομόλογα των ΗΠΑ αντιστοιχούν σε τίτλους αξίας περίπου 9 τρισεκατομμυρίων δολαρίων που περιλαμβάνονται στον δείκτη, ενώ το δημόσιο χρέος των ΗΠΑ ανέρχεται σε 27 τρισεκατομμύρια δολάρια από το τρίτο τρίμηνο του 2020, σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ. Ωστόσο, εξαιρουμένων των λογαριασμών της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και της Κυβέρνησης, το ιδιωτικό χρέος του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ είναι σημαντικά χαμηλότερο, στα 16,5 τρισεκατομμύρια δολάρια. Χρησιμοποιώντας έναν διαφορετικό αντιπρόσωπο για ασφαλή περιουσιακά στοιχεία, όπως το ανεξόφλητο ποσό του δημόσιου χρέους χωρών με τουλάχιστον δύο μεγάλους οργανισμούς αξιολόγησης που αποδίδουν το υψηλότερο καθεστώς πιστωτή,

- (iii) το παρελθόν καταγραφής των κρατικών ομολόγων στην αντιστάθμιση του παγκόσμιου κινδύνου, δηλαδή εάν το περιουσιακό στοιχείο συμπεριφέρθηκε ως ασφαλές περιουσιακό στοιχείο στο παρελθόν.

Ταυτόχρονα, το δημόσιο χρέος πρέπει να είναι βιώσιμο για να λάβει επαρκώς υψηλή βαθμολογία. Ενώ οι εκδόσεις ομολόγων της ΕΕ θα έχουν σίγουρα το πρώτο χαρακτηριστικό, δηλαδή την ισχυρή πιστωτική ποιότητα, κατατάσσονται κάτω από το δολάριο ΗΠΑ όσον αφορά το δεύτερο χαρακτηριστικό – το μέγεθος – και, κρίσιμα, δεν θα ικανοποιούν τον τρίτο παράγοντα όσο παραμένουν προσωρινή διευκόλυνση και δεν έχουν καθιερωμένο ιστορικό ως αντιστάθμιση κινδύνου έναντι του παγκόσμιου κινδύνου, παρόλο που η έκδοση νέων ομολόγων στο πλαίσιο αυτού του προγράμματος είναι πιθανό να συνεχιστεί για δεκαετίες αφού ληφθούν υπόψη οι συναλλαγές αναχρηματοδότησης ομολόγων λήξεως.



Διάγραμμα 4.2: Σταθερή προσφορά ασφαλών περιουσιακών στοιχείων έναντι φθίνουσας μερίδας του ευρώ.

Κεφαλαιοποίηση αγοράς του Bloomberg Barclays Global Aggregate – Aaa Index σε σχέση με το παγκόσμιο ΑΕΠ (αριστερό πλαίσιο) και τη σύνθεση νομισμάτων (δεξιό πλαίσιο), (αριστερό πλαίσιο: ποσοστά του παγκόσμιου ΑΕΠ, δεξιό πλαίσιο: ποσοστά της συνολικής κεφαλαιοποίησης αγοράς του δείκτη)⁴².

Πηγή: (Habib, Stracca, & Venditti, 2020).

⁴² Σημειώσεις: Το Bloomberg Barclays Global Aggregate - Aaa Index είναι μια μέτρηση του χρέους με αξιολόγηση Aaa, συμπεριλαμβανομένων των ομολόγων του Δημοσίου, των κρατικών, των εταιρικών και των τιτλοποιημένων ομολόγων σταθερού επιτοκίου.

4.3 Οι επιπτώσεις της πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην πανδημία COVID στον διεθνή ρόλο του ευρώ

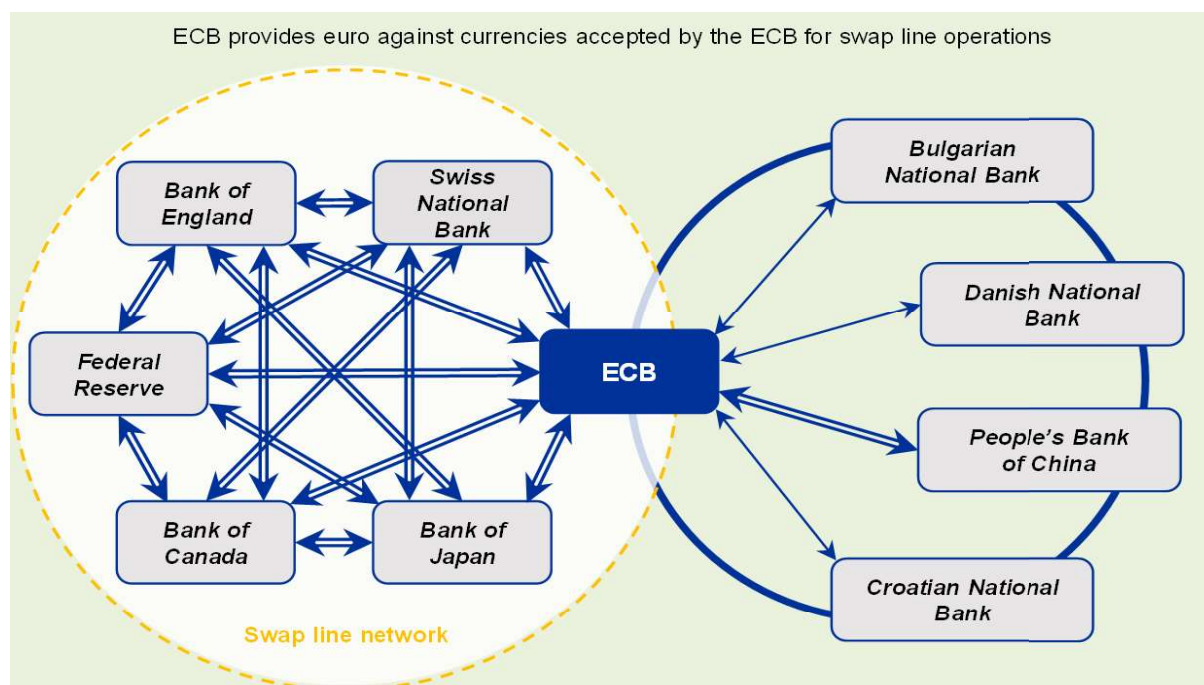
Από την έναρξη της κρίσης COVID-19 στις αρχές του 2020, η ΕΚΤ έχει λάβει μέτρα νομισματικής πολιτικής για να εξαφανίσει τους κινδύνους στις χρηματοπιστωτικές αγορές, να διασφαλίσει την προσφορά πιστώσεων και να σταθεροποιήσει την οικονομία της ζώνης του ευρώ. Συγκεκριμένα, τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ περιλαμβάνουν τρία στοιχεία, δύο από τα οποία στοχεύουν άμεσα στην οικονομία της ζώνης του ευρώ – τις αγορές περιουσιακών στοιχείων και δανειοδοτικές πράξεις – και ένα τρίτο στοιχείο – την παροχή ρευστότητας σε ευρώ σε κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ μέσω γραμμών ανταλλαγής και επαναγοράς – με στόχο την πρόληψη των έμμεσων αρνητικών επιπτώσεων από οικονομίες εκτός του ευρώ στη ζώνη του ευρώ.

Πρώτον, τον Μάρτιο του 2020 η ΕΚΤ επέκτεινε το πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων και ξεκίνησε το πρόγραμμα έκτακτης αγοράς πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme / PEPP) προκειμένου να σταθεροποιήσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές, να συμβάλει στη χαλάρωση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και να αντιμετωπίσει σοβαρούς κινδύνους για τις προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ. Το PEPP είχε αρχικό κονδύλι 750 δισεκατομμυρίων ευρώ, το οποίο αυξήθηκε δύο φορές στη διάρκεια του 2020, φτάνοντας σε συνολικό ποσό 1.850 δισεκατομμυρίων ευρώ τον Δεκέμβριο του 2020. Η ΕΚΤ αναθεώρησε τη δομή και την τιμολόγηση των πιο μακροπρόθεσμων πράξεων αναχρηματοδότησης ρευστότητας για να παράσχει στις τράπεζες πρόσβαση στη ρευστότητα της κεντρικής τράπεζας και να υποστηρίξει την παροχή πιστώσεων στην οικονομία της ζώνης του ευρώ κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Ειδικότερα, η ΕΚΤ μείωσε τα επιτόκια κατά την περίοδο της πανδημίας, αύξησε το περιθώριο δανεισμού, πρόσθεσε νέες πράξεις και διέυρυνε το φάσμα των αποδεκτών εξασφαλίσεων για στοχευμένες πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Targeted Longer-Term Refinancing Operations / TLTRO III) και εισήγαγε νέες πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης έκτακτης ανάγκης για πανδημία (Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable financing conditions, 2020).

Η παροχή ρευστότητας σε ευρώ σε κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ μέσω γραμμών swap και repo αντιπροσωπεύει το τρίτο στοιχείο της στρατηγικής της ΕΚΤ για την αποτροπή των πιθανών δυσμενών επιπτώσεων της κρίσης COVID-19 στην οικονομία της ζώνης του ευρώ. Διασφαλίζοντας ότι η χρηματοδότηση σε ευρώ είναι διαθέσιμη σε αντισυμβαλλόμενους εκτός της ζώνης του ευρώ, οι συμφωνίες ανταλλαγής και επαναγοράς του

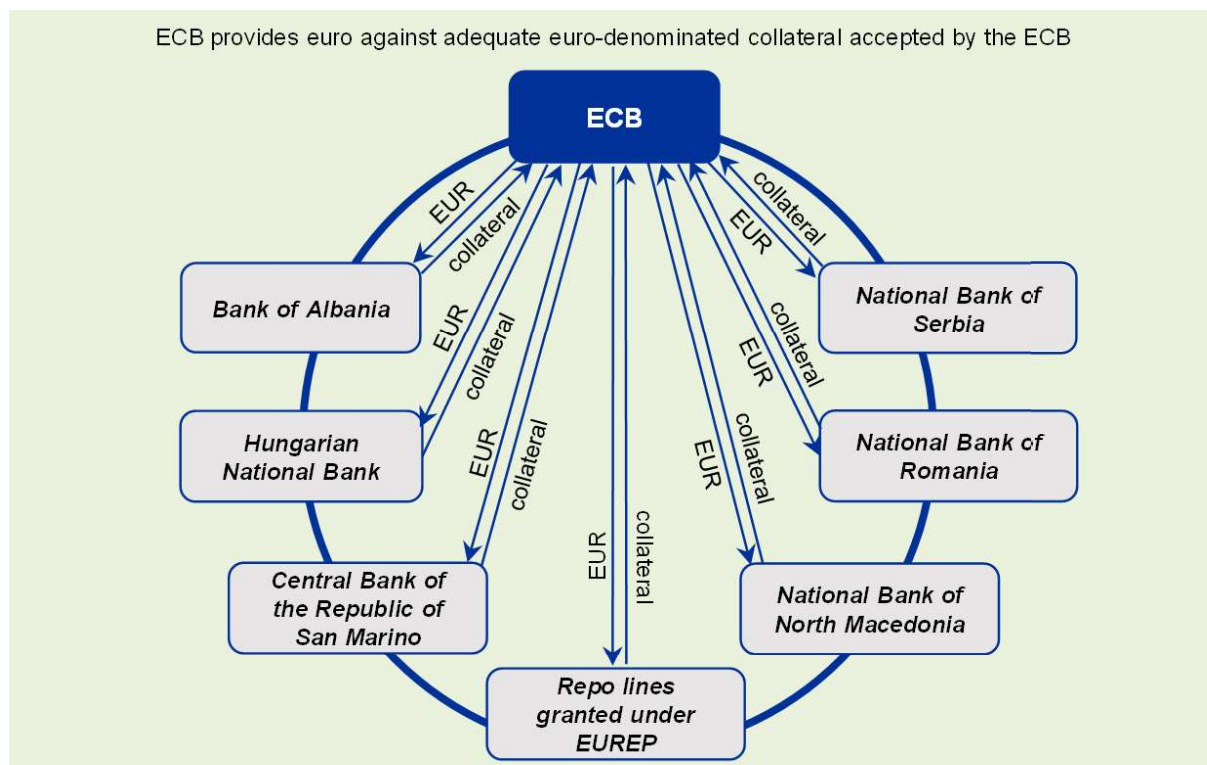
Ευρωσυστήματος βοηθούν την ΕΚΤ να εκπληρώσει τους στόχους της νομισματικής πολιτικής της. Ειδικότερα, αποτρέπουν τη μετατροπή των ελλείψεων ρευστότητας σε ευρώ σε κινδύνους χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, αποφεύγοντας τις αναγκαστικές πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων και τις αρνητικές δευτερογενείς επιπτώσεις που προκύπτουν από τη χρήση του ευρώ από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ ως νόμισμα χρηματοδότησης ή επένδυσης (Panetta & Schnabel, 2020).

Από την έναρξη της πανδημικής κρίσης, η ΕΚΤ έχει επανενεργοποιήσει τις υπάρχουσες γραμμές ανταλλαγής και έχει συνάψει νέες συμφωνίες ανταλλαγής και επαναγοράς με τις κεντρικές τράπεζες αρκετών χωρών της ΕΕ και τρίτων χωρών στη νότια και ανατολική Ευρώπη. Τέλος, η ΕΚΤ δημιούργησε μια νέα προσωρινή διευκόλυνση αποπληρωμής του Ευρωσυστήματος (Eurosystem repo / EUREP) για την παροχή ρευστότητας σε ευρώ σε ένα ευρύ φάσμα κεντρικών τραπεζών εκτός της ζώνης του ευρώ (Σχήματα 4.1 - 4.2), η οποία δεν πληρούσε τα κριτήρια για διμερή γραμμή ρευστότητας στο πλαίσιο της ΕΚΤ. Παρόλο που αυτές οι γραμμές ρευστότητας έχουν χαραχθεί μόνο σποραδικά και για σχετικά μικρά ποσά, υπάρχουν ενδείξεις ότι η απόλυτη διαθεσιμότητά τους ήταν επιτυχής στον μετριασμό της ανησυχίας στις αγορές χρηματοδότησης του ευρώ, αποτρέποντας τη σύσφιξη των όρων δανεισμού και χρηματοδότησης σε οικονομίες με ισχυρούς οικονομικούς και εμπορικούς δεσμούς στη ζώνη του ευρώ.



Σχήμα 4.1: Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος για την παροχή ρευστότητας σε ευρώ σε άλλες κεντρικές τράπεζες (Ανταλλαγή γραμμών).

Πηγή: (Panetta & Schnabel, 2020).



Σχήμα 4.2: Πλαίσιο του Ευρωσυστήματος για την παροχή ρευστότητας σε ευρώ σε άλλες κεντρικές τράπεζες (Γραμμές repo)⁴³.

Πηγή: (Panetta & Schnabel, 2020).

Η απάντηση της ΕΚΤ στην κρίση μπορεί να είχε ως παρενέργεια τη στήριξη του διεθνούς ρόλου του ευρώ. Πρώτον, ένα παγκόσμιο νόμισμα επωφελείται από μια κεντρική τράπεζα που λειτουργεί ως αξιόπιστο backstop για τη διασφάλιση των συνθηκών ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα σε περιόδους πίεσης. Σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα, υπάρχει σύνδεση μεταξύ των πολιτικών της κεντρικής τράπεζας σε παγκόσμιες πτώσεις και της επιλογής νομίσματος χρέους των επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές (Eren & Malamud, 2019).

Παρέχοντας άφθονη ρευστότητα κατά τη διάρκεια της κρίσης COVID-19, η ΕΚΤ αντιμετώπισε τις αρνητικές επιπτώσεις του πανδημικού σοκ στην οικονομία της ζώνης του ευρώ, ενισχύοντας τη σταθερότητα του ευρώ, το οποίο, με τη σειρά του, μπορεί να υποστηρίξει τη διεθνή του θέση. Δεύτερον, μέσω των γραμμών swap και repo, η ΕΚΤ ήταν μια από τις

⁴³ Σημειώσεις: Στο πλαίσιο των συμφωνιών swap line, η ΕΚΤ παρέχει ρευστότητα σε ευρώ έναντι νομισμάτων που γίνονται δεκτά από την ΕΚΤ για πράξεις swap line. Στο πλαίσιο των συμφωνιών για τη γραμμή επαναγοράς, η ΕΚΤ παρέχει ρευστότητα σε ευρώ έναντι επαρκών εξασφαλίσεων σε ευρώ που αποδέχεται η ΕΚΤ. Το EUREP είναι η διευκόλυνση repo του Ευρωσυστήματος για τις κεντρικές τράπεζες. Οι χώρες που αναφέρονται στην επισκόπηση των ρυθμίσεων της γραμμής συμφωνιών επαναγοράς του Ευρωσυστήματος περιλαμβάνονται ως παράδειγμα για να καταδειχθεί η λειτουργία αυτών των τύπων συμφωνιών. Μια διπλή γραμμή στην επισκόπηση των γραμμών ανταλλαγής υποδηλώνει ότι η συμφωνία είναι αμοιβαία.

μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες που πρόσφεραν πρόσβαση στο νόμισμά της σε διεθνές επίπεδο. Η ΕΚΤ παρείχε γραμμές ρευστότητας για σκοπούς νομισματικής πολιτικής. Παρέχοντας ένα αποτελεσματικό backstop στις ιδιωτικές αγορές συναλλάγματος, μειώνεται ο κίνδυνος διακυμάνσεων στο κόστος χρηματοδότησης του ευρώ στις διεθνείς αγορές για μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ. Με τη σειρά του, αυτό μπορεί να αυξήσει την ελκυστικότητα των χρηματοοικονομικών και εμπορικών συμβάσεων που βασίζονται στο ευρώ και να ενισχύσει την εμπιστοσύνη στις αγορές περιουσιακών στοιχείων του ευρώ.

Η ελκυστικότητα ενός νομίσματος στις παγκόσμιες τραπεζικές και χρηματοπιστωτικές αγορές και η χρήση του ως νομίσματος τιμολόγησης για τις συναλλαγές αλληλοενισχύονται (Gopinath & Stein, 2021).

Υπάρχουν επίσης στοιχεία ότι οι γραμμές ανταλλαγής νομισμάτων και η διεθνής χρήση νομισμάτων συσχετίζονται θετικά. Ωστόσο, η κατεύθυνση της αιτιότητας μεταξύ των δύο συζητείται. Ορισμένοι παρατηρητές βλέπουν τις γραμμές ανταλλαγής νομισμάτων ως «υπερβολικό καθήκον» και ευθύνη μιας κεντρικής τράπεζας που εκδίδει ένα διεθνές νόμισμα. Άλλοι ισχυρίζονται ότι οι ίδιες οι γραμμές ανταλλαγής νομισμάτων ενισχύουν την κατάσταση του διεθνούς νομίσματος. Σε κάθε περίπτωση, μπορεί να είναι εύλογο να υποθέσουμε ότι οι γραμμές ανταλλαγής νομισμάτων και η κατάσταση του διεθνούς νομίσματος τείνουν να αλληλοενισχύονται.

5 Κεφάλαιο: «Διεθνές Νομισματικό Σύστημα και Προοπτικές της Ελληνικής Οικονομίας»

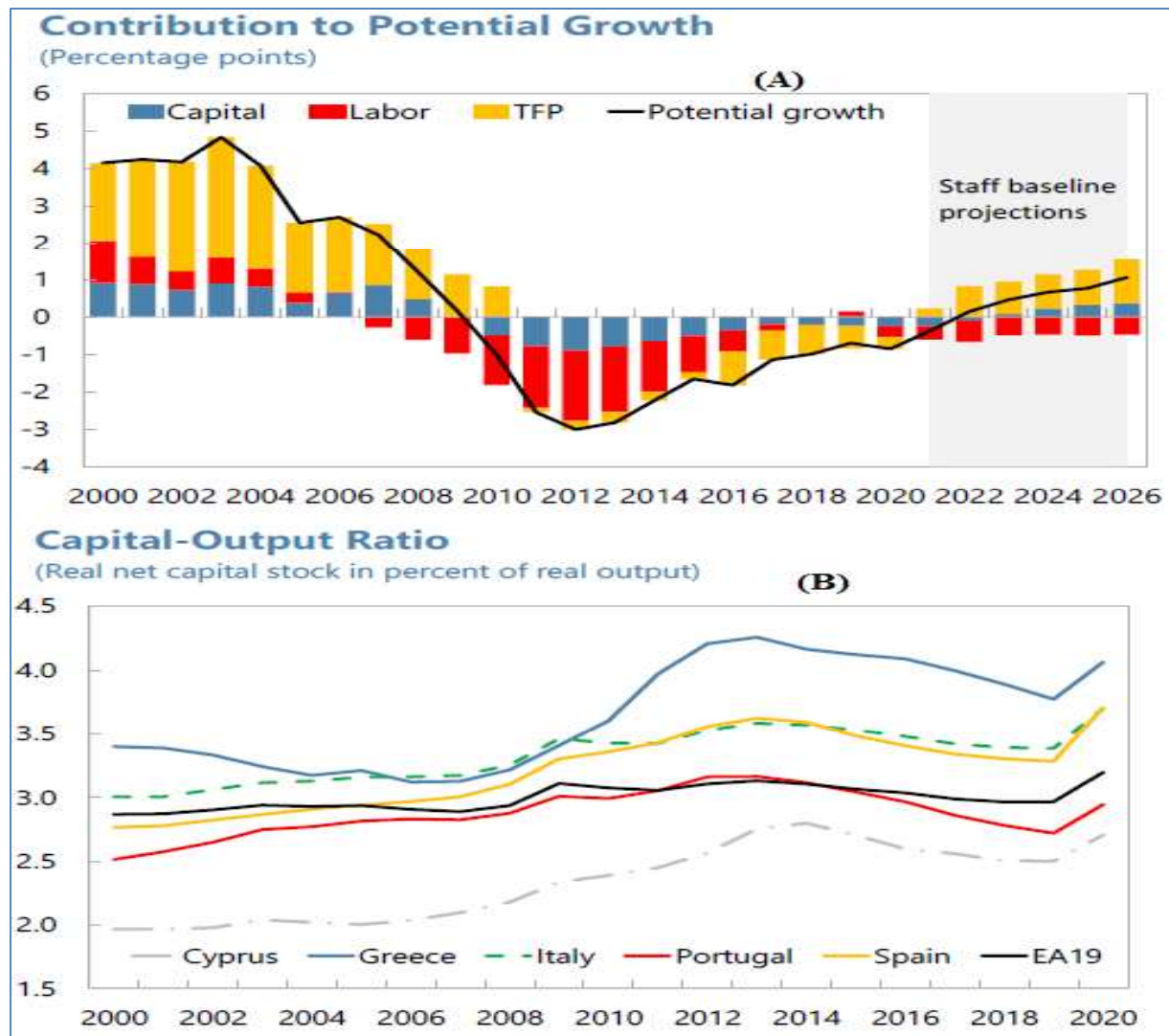
5.1 Γενικά Στοιχεία

Το επενδυτικό ποσοστό της Ελλάδας βυθίστηκε μετά την Κρίση του Δημοσίου Χρέους (sovereign debt crisis / SDC) και παρέμεινε ένα από τα χαμηλότερα στον κόσμο το 2019. Η Ελλάδα έχει υπο-επενδύσεις από την SDC, με τις ιδιωτικές επενδύσεις να υστερούν σημαντικά. Το εκτιμώμενο επενδυτικό κενό κυμαίνεται από 1,6–8 % του ΑΕΠ το 2019. Τα διαρθρωτικά εμπόδια περιόρισαν τις εταιρικές επενδύσεις, ενώ οι εξελίξεις στον επιχειρηματικό κύκλο και στο εισόδημα περιόρισαν τις επενδύσεις των νοικοκυριών. Συνεπώς, συνιστώνται διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την υποστήριξη των εταιρικών επενδύσεων, την βελτίωση της αποτελεσματικότητας των δημοσίων και την τόνωση των επενδύσεων των νοικοκυριών (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

5.2 Το επενδυτικό κενό της Ελλάδας

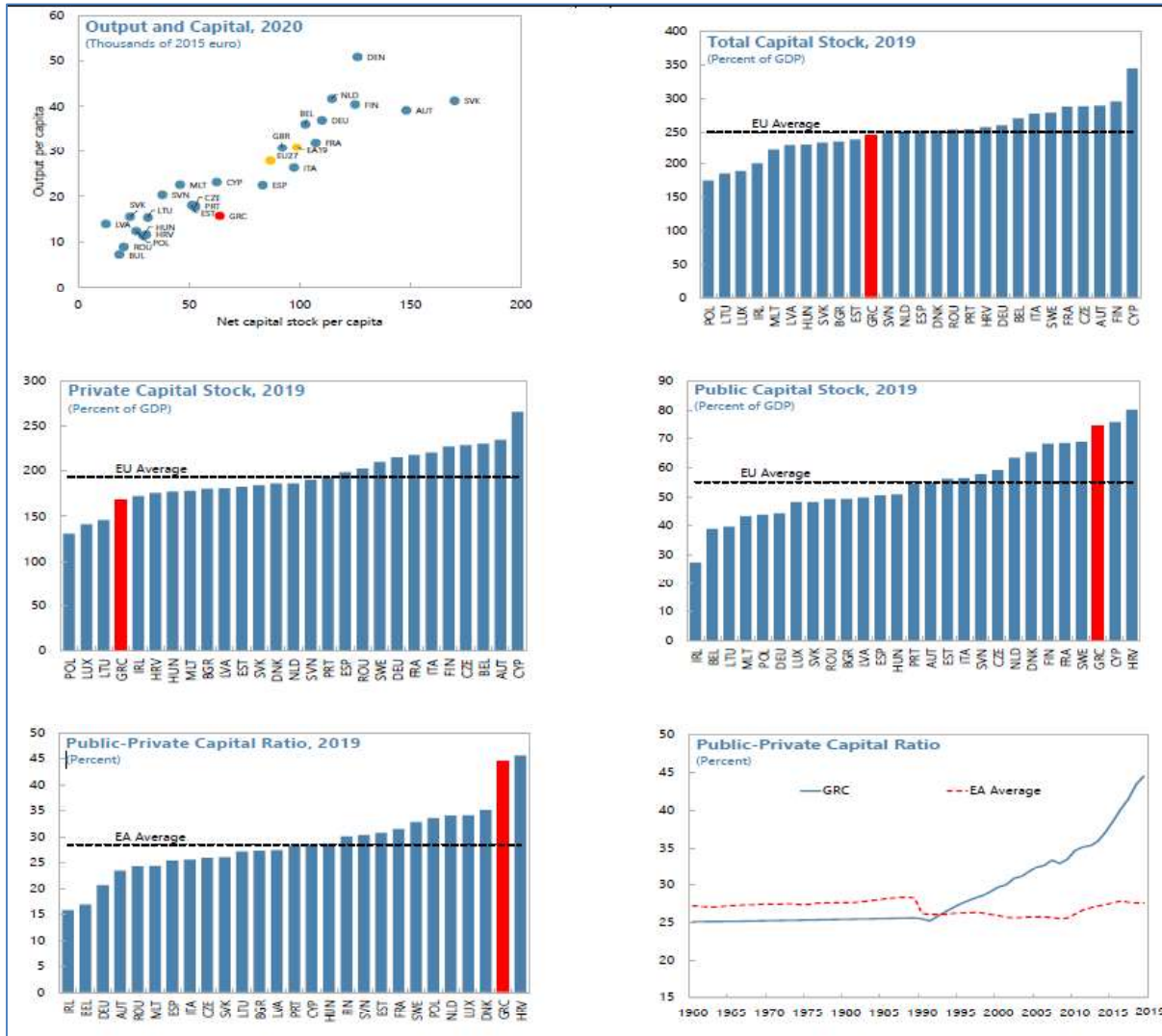
Για να αυξήσει τη δυνητική ανάπτυξη και το βιοτικό επίπεδο, η Ελλάδα χρειάζεται ισχυρότερη συσσώρευση κεφαλαίου και παραγωγικότητα. Οι υψηλότερες επενδύσεις και η παραγωγικότητα είναι ιδιαίτερα σημαντικές για μια κοινωνία που γερνάει (Διάγραμμα 5.1). Οι αναλυτές του ΔΝΤ εκτιμούν ότι το πραγματικό επενδυτικό ποσοστό σταθεροποιείται μεταξύ 15 - 17 % του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα (από 11,6 % στο τέλος του 2020), σύμφωνα με την ιστορική αναλογία κεφαλαίου - παραγωγής. Η Ελληνική κυβέρνηση στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης του 2021 προβλέπει ότι ο δείκτης επενδύσεων προς το ΑΕΠ θα φτάσει περίπου στο 17% έως το 2025, λόγω του συνδυασμού χρηματοδότησης και μεταρρυθμίσεων στο πλαίσιο του φιλόδοξου Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience National Plan -RRP-). Και οι δύο εκτιμήσεις είναι χαμηλότερες από το ανώτατο επενδυτικό ποσοστό 24% του ΑΕΠ πριν από την κρίση του δημόσιου χρέους (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

Διάγραμμα 5.1: (Α): Συμβολή στην δυνητική ανάπτυξη (ποσοστιαίες μονάδες) των 3 παραγόντων της συνάρτησης παραγωγής Cobb-Douglas. (Β): Αναλογία κεφαλαίου-παραγωγής (πραγματικό καθαρό απόθεμα κεφαλαίου σε ποσοστό της πραγματικής παραγωγής).



Στην δεκαετία που ακολούθησε την κρίση κρατικού χρέους (sovereign debt crisis / SDC, 2010-20) τα επενδυτικά επιτόκια διαμορφώθηκαν από τις αγορές σε απαγορευτικά υψηλά επίπεδα. Μετά την ένταξη στην Ευρωζώνη το 2001, οι επενδύσεις στην Ελλάδα αυξήθηκαν σε όλους τους τομείς, με αξιοσημείωτη αύξηση στις επενδύσεις των νοικοκυριών. Ωστόσο, στον απόηχο της SDC, ακόμη και όταν οι μακροοικονομικές συνθήκες σταθεροποιήθηκαν, η αύξηση των επενδύσεων παρέμεινε υποτονική, κατά μέσο όρο περίπου 0 % κατά την περίοδο 2015–2019, με αποτέλεσμα η αναλογία επενδύσεων προς ΑΕΠ να πέσει στο 10% το 2019. Οι επενδύσεις άρχισαν να ανακάμπουν πιο πρόσφατα, σημειώνοντας διαδοχική τριμηνιαία ανάπτυξη από το δεύτερο τρίμηνο του 2020, με τα κονδύλια της ΕΕ. Η Ελλάδα κατατάσσεται επίσης χαμηλά ως προς το κατά κεφαλήν απόθεμα κεφαλαίου, (Διάγραμμα 5.2) (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

Διάγραμμα 5.2: Ελλάδα: Κεφάλαιο (κατά κεφαλή, δημόσιο, ιδιωτικό και λόγος δημ./ιδιωτ.) και Παραγωγή κατά κεφαλή.



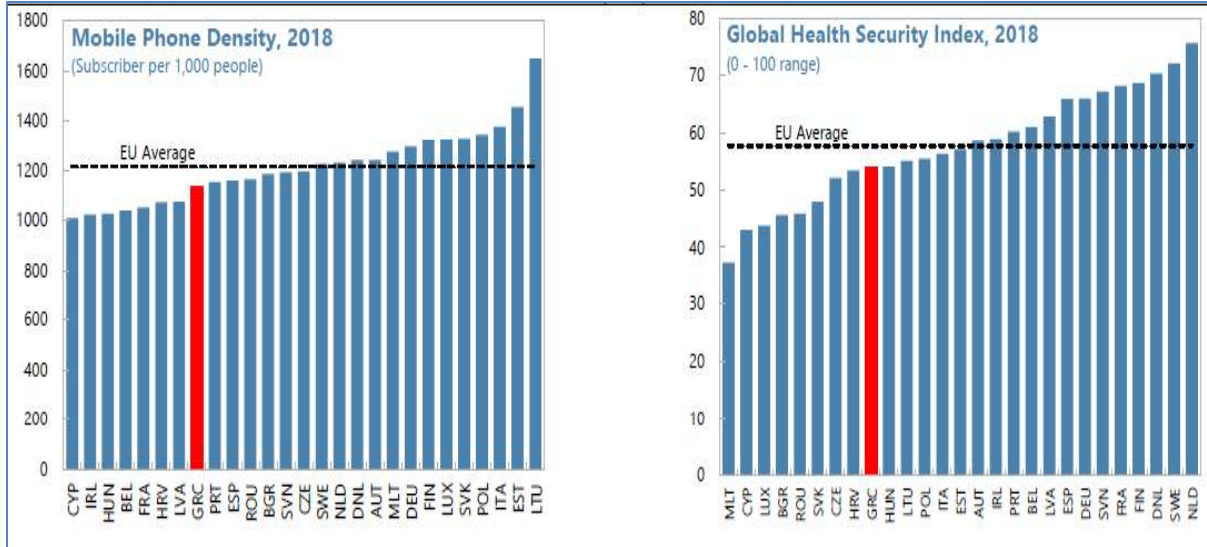
Αναλύσεις προσπάθησαν να εντόπισαν τους λόγους πίσω από τις χαμηλές επενδύσεις της Ελλάδας. Για παράδειγμα, οι Gourinchas, Phillipon and Vayanos (2016) προτείνουν ότι οι επενδύσεις στην Ελλάδα μεταξύ 2009 και 2013 επηρεάστηκαν από την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης. Ο Αλογοσκούφης (2021) διαπιστώνει ότι τα χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια και η ευφορία μετά την ένταξη οδήγησαν σε μεγάλη αύξηση των επενδύσεων των νοικοκυριών και μείωση των εθνικών αποταμιεύσεων (De Haro, 2022). Οι Papageorgiui και Balfoussia (2018) εντοπίζουν την αβεβαιότητα και τις οικονομικές συνθήκες ως τους κύριους καθοριστικούς παράγοντες των υποτονικών επιχειρηματικών επενδύσεων στα χρόνια μετά την κρίση.

5.3 Κεφάλαιο και επενδύσεις στην Ελλάδα

Το συνολικό κεφαλαιακό απόθεμα της Ελλάδας ευθυγραμμίζεται σε γενικές γραμμές με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, ενώ το ιδιωτικό κεφάλαιο υστερεί (Διάγραμμα 5.2). Ο λόγος του συνολικού κεφαλαίου προς το ΑΕΠ είναι κοντά στον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, ενώ το καθαρό κατά κεφαλήν απόθεμα στην Ελλάδα είναι περίπου τα δύο τρίτα του μέσου όρου της ζώνης του ευρώ. Το καθαρό κεφάλαιο της Ελλάδας συρρικνώθηκε κατά μέσο όρο 1,2% ετησίως την τελευταία δεκαετία (2010-20). Το μεγαλύτερο μέρος του κεφαλαίου κατέχεται από τον ιδιωτικό τομέα (70 % του συνόλου) και εδώ υπάρχει το μεγαλύτερο χάσμα σε σύγκριση με τους ευρωπαίους εταίρους. Ωστόσο, στο τέλος του 2019 το συνολικό καθαρό απόθεμα κεφαλαίου ευθυγραμμίστηκε σε γενικές γραμμές με τον περιφερειακό μέσο όρο χάρη στο υψηλότερο από το μέσο απόθεμα δημόσιου κεφαλαίου, το τρίτο μεγαλύτερο στην Ευρώπη σε ποσοστό του ΑΕΠ. Η σχετική σημασία του δημόσιου κεφαλαίου και το χαμηλό επίπεδο του ιδιωτικού αποθέματος αντανάκλαται στον αυξανόμενο δείκτη δημόσιου προς ιδιωτικό κεφάλαιο, που εκτιμάται κοντά στο 45% το 2019 και υψηλότερος από τον δείκτη μεγιστοποίησης της ανάπτυξης. Αυτό θα μπορούσε ενδεχομένως να έχει επιπτώσεις στην ανάπτυξη (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

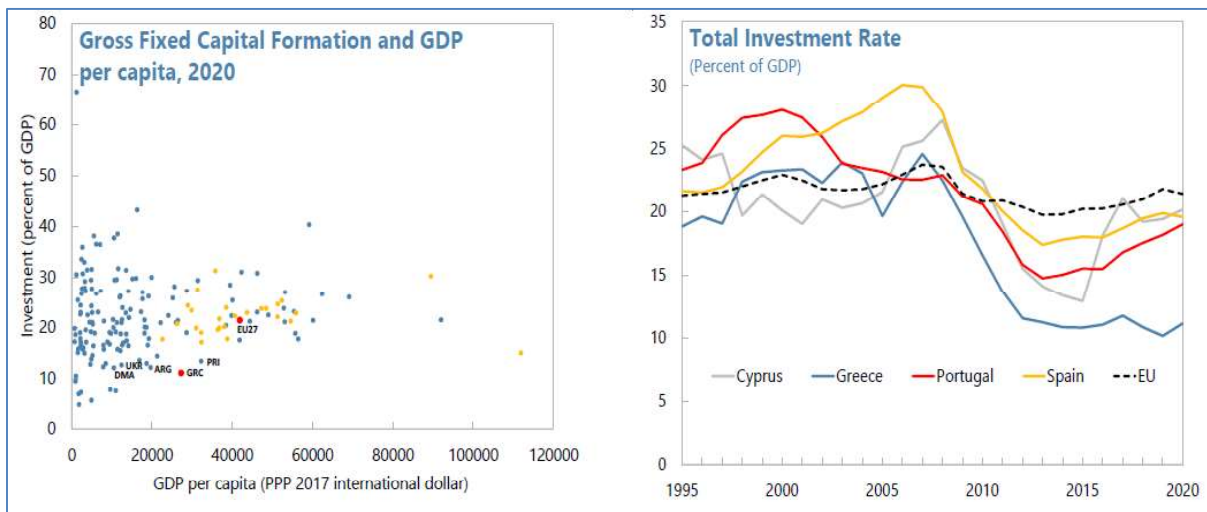
Η εικόνα στις υποδομές είναι μικτή, με σημαντικά κενά στις μεταφορές και σε μικρότερο βαθμό στις υποδομές ενέργειας, ψηφιακής και υγειονομικής περίθαλψης (Διάγραμμα 5.3). Η υποδομή μεταφορών της Ελλάδας είναι χαμηλότερη από τον μέσο όρο της ΕΕ, με σχεδόν 30% χαμηλότερη οδική πυκνότητα και 60% χαμηλότερη πυκνότητα σιδηροδρόμων σε σύγκριση με τους ευρωπαίους εταίρους, αν και αυτό οφείλεται εν μέρει στη γεωγραφία της Ελλάδας και το χάσμα πιθανότατα μειώθηκε πρόσφατα χρόνια με την ολοκλήρωση πολλών αυτοκινητοδρόμων. Η Ελλάδα βρίσκεται πιο κοντά στον μέσο όρο της ΕΕ όσον αφορά τις υποδομές κοινής ωφέλειας, ιδίως όσον αφορά την ικανότητα παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας και την παραγωγή ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές. Η αξιοπιστία της παροχής νερού κατατάσσεται σε υψηλά επίπεδα. Οι υποδομές τεχνολογίας πληροφοριών και επικοινωνιών (ΤΠΕ) στην Ελλάδα είναι ελαφρώς υψηλότερες από τις αντίστοιχες της νότιας Ευρώπης, εκτός από τη διείσδυση κινητών τηλεφώνων (7% κάτω από τον μέσο όρο της ΕΕ). Η Ελλάδα διαθέτει ιατρικό εξοπλισμό υψηλότερο του μέσου όρου, αλλά από το 2019 ο αριθμός των νοσοκομειακών κλινών ήταν 16% χαμηλότερος από την ΕΕ. Από το 2018, ο δείκτης ασφάλειας υγείας στην Ελλάδα ήταν επίσης χαμηλότερος από τον περιφερειακό μέσο όρο, αν και αυτό πιθανότατα βελτιώθηκε λόγω των επενδύσεων σε υποδομές υγείας κατά τη διάρκεια της πανδημίας (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

Διεθνές Νομισματικό Σύστημα: Προοπτικές Ευρώ και Ελληνικής Οικονομίας



Διάγραμμα 5.3: Ελλάδα: Επιλεγμένες Υποδομές.

Στο τέλος του 2019 το επενδυτικό προφίλ της Ελλάδας ήταν ένα από τα χαμηλότερα στον κόσμο (Διάγραμμα 5.4). Πριν από το 2008, το επιτόκιο επενδύσεων της Ελλάδας ήταν σε γενικές γραμμές ευθυγραμμισμένο με τους Ευρωπαϊκές χώρες που είχαν οικονομικά προβλήματα (Κύπρος, Πορτογαλία και Ισπανία) και κοντά ή πάνω από τον μέσο όρο της ΕΕ. Οι επενδύσεις ήταν ιδιαίτερα έντονες στον κατασκευαστικό τομέα, ιδίως σε κατοικίες, ο λόγος επενδύσεων προς ΑΕΠ παρέμεινε σταθερός σε ετήσια βάση, με μεγάλες διακυμάνσεις μεταξύ τριμήνων. Μέχρι το τέλος του 2019, ο δείκτης επενδύσεων προς το ΑΕΠ της Ελλάδας κατατάσσονταν στη χαμηλότερη θέση στην ΕΕ και μεταξύ των χαμηλότερων στον κόσμο, στο 10% του ΑΕΠ (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

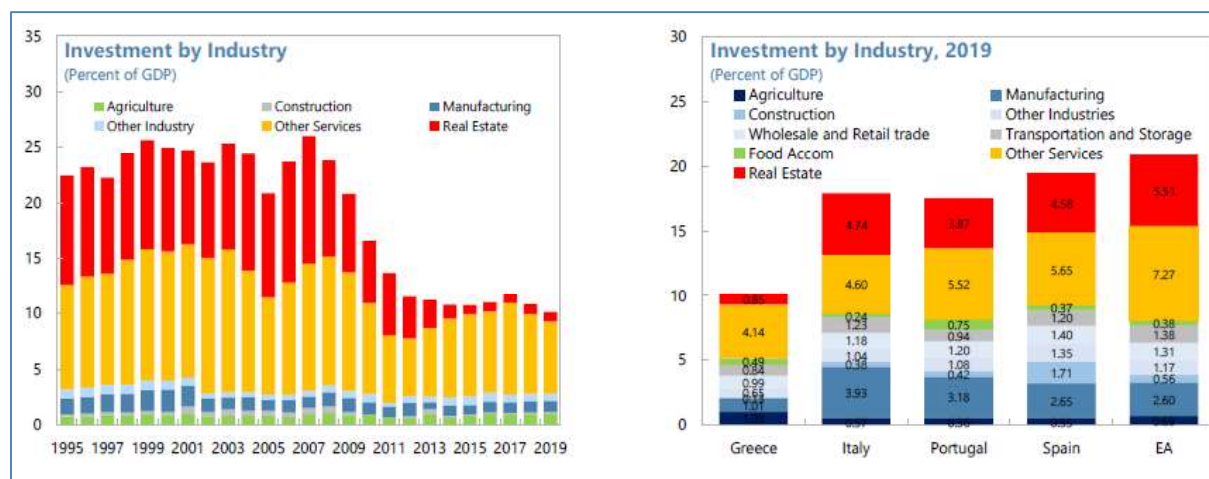


Διάγραμμα 5.4: Ποσοστό Επένδυσης.

Διεθνές Νομισματικό Σύστημα: Προοπτικές Ευρώ και Ελληνικής Οικονομίας

Αριστερά: Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου ως λόγος στο ΑΕΠ και κατά κεφαλήν ΑΕΠ (σε ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης USD-2017), 2020. Δεξιά: Συνολικό ποσοστό επένδυσης (ποσοστό του ΑΕΠ).

Οι χαμηλές επενδύσεις επικρατούν σε όλους τους κλάδους, ιδιαίτερα στον τομέα των ακινήτων. Από την άποψη του κλάδου, η πτώση των επενδύσεων οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ύφεση της αγοράς κατοικίας. Ιστορικά, οι ελληνικές επενδύσεις επικεντρώθηκαν στους τομείς της βιομηχανίας ακινήτων και των υπηρεσιών, ενώ στις πρωτογενείς και δευτερογενείς βιομηχανίες ήταν σχετικά ανεπαρκείς (Διάγραμμα 5.5). Στο αποκορύφωμά του, ο κλάδος των ακινήτων αντιπροσώπευε το 40 % των συνολικών επενδύσεων και σχεδόν το 10 % του ΑΕΠ. Καθώς η αγορά κατοικίας κατέρρευσε το 2007, η χώρα υπέστη μία από τις πιο απότομες μειώσεις στις τιμές των κατοικιών σε ολόκληρη την ΕΕ. Η εισαγωγή υψηλότερων φόρων ακίνητης περιουσίας και η συρρίκνωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών μείωσαν σημαντικά τις επενδύσεις σε ακίνητα. Από το 2007 έως το 2019, οι επενδύσεις σε κατοικίες και άλλες κτιριακές κατασκευές μειώθηκαν κατά περισσότερο από 80%, ενώ, οι συνολικές επενδύσεις στον κλάδο των ακινήτων αντιπροσωπεύουν επί του παρόντος λιγότερο από 1% του ΑΕΠ, σημαντικά κάτω από το επίπεδο των χωρών της νότιας Ευρώπης και από τον μέσο όρο της ΕΕ 4,5% του ΑΕΠ.



Διάγραμμα 5.5: Ελλάδα: Επένδυση ανά κλάδο.

Δεξιά: Επένδυση ανά κλάδο (ποσοστό του ΑΕΠ). Αριστερά: Επένδυση ανά κλάδο, 2019 (Ποσοστό του ΑΕΠ).

Πηγή: (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

Οι επενδύσεις των νοικοκυριών έχουν μειωθεί (Διάγραμμα 5.5). Η Ελλάδα κατατάσσεται αυτή τη στιγμή στην τελευταία θέση μεταξύ των χωρών της ΕΕ σε επενδύσεις (De Haro, 2022).

- Οι επιχειρηματικές επενδύσεις έχουν τη μεγαλύτερη διαφορά (περίπου 10 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερη) σε σύγκριση με την Ε.Ε. Η Ελλάδα ήταν σταθερά κάτω από τον μέσο όρο της ΕΕ και το χάσμα αυξήθηκε πρόσφατα.
- Οι επενδύσεις των νοικοκυριών ήταν κάποτε το ήμισυ των συνολικών επενδύσεων στην Ελλάδα, σχεδόν διπλάσιο από το μέγεθος του μέσου όρου της περιοχής πριν από την κρίση δημόσιου χρέους, αλλά έκτοτε γνώρισε τη μεγαλύτερη πτώση (πάνω από 10 ποσοστιαίες μονάδες). Ο τομέας των νοικοκυριών παρουσιάζει πλέον το χαμηλότερο επενδυτικό ποσοστό σε τρεις οικονομικούς τομείς.
- Οι κρατικές επενδύσεις στην Ελλάδα ήταν σχετικά σταθερές και υψηλότερες από τον μέσο όρο της ΕΕ σε σχετικούς όρους τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Ενισχύθηκαν από τα κονδύλια της ΕΕ, οι δημόσιες κεφαλαιουχικές δαπάνες παρέμειναν περίπου 2 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερες από το επίπεδο της ΕΕ μέχρι το 2011, όταν έπεσαν για λίγο κάτω λόγω περικοπών δαπανών. Ωστόσο, ανέκαμψε γρήγορα το 2013 πριν σημειώσει πτώση ξανά το 2019.

5.4 Επιχειρηματικές Επενδύσεις στην Ελλάδα.

Μετά από πρόσφατες εργασίες του ΔΝΤ (2016, 2017), εφαρμόζονται τρεις προσεγγίσεις για την εκτίμηση των επενδυτικών επιτοκίων της Ελλάδας. Αυτές περιλαμβάνουν: (i) την προσέγγιση του «Χρυσού Κανόνα», ένα επίπεδο ισορροπίας σταθερής κατάστασης που βασίζεται σε νεοκλασικό μοντέλο ανάπτυξης· (ii) το «Ιστορικό σημείο αναφοράς», η εμπειρική επενδυτική δυναμική μετάβασης που προέρχεται από την ιστορική εμπειρία επιλεγμένων προηγμένων ευρωπαϊκών χωρών (Γερμανία, Γαλλία, Ισπανία, Ιταλία) που έχουν επιτύχει τη σύγκλιση· και (iii) την «Προβλεπόμενη Νόρμα», το εκτιμώμενο επενδυτικό επιτόκιο προσδιορίζεται από ένα σύνολο οικονομικών θεμελιωδών και διαρθρωτικών χαρακτηριστικών, μέσω μιας παλινδρόμησης από ένα δείγμα 27 χωρών της ΕΕ τις τελευταίες τρεις δεκαετίες. Κάθε μέθοδος έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα (Πίνακας 5.1), αλλά συνολικά, παρέχουν ένα καλό μέτρο των επιτοκίων αναφοράς επενδύσεων της Ελλάδας (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

Πίνακας 5.1: Εκτίμηση επιτοκίων αναφοράς επενδύσεων: Τρεις αναλυτικές προσεγγίσεις.

Μέθοδοι	Πλεονεκτήματα	Μειονεκτήματα
---------	---------------	---------------

Διεθνές Νομισματικό Σύστημα: Προοπτικές Ευρώ και Ελληνικής Οικονομίας

Χρυσός Κανόνας	Σταθερή κατάσταση, αμετάβλητος στις αρχικές συνθήκες.	Απαιτείται γνώση μη παρατηρήσιμων μεταβλητών (π.χ. S RTP).
Ιστορικό σημείο αναφοράς	Αποδεδειγμένα εφικτό και βιώσιμο ποσοστό επένδυσης με βάση την ιστορική εμπειρία προηγμένων χωρών της ΕΕ.	Υποθέτει παρόμοια οικονομική δομή με τις προηγμένες χώρες της ΕΕ, ανεξάρτητα από την κατάσταση του εξωτερικού ισοζυγίου.
Προβλεπόμενη Νόρμα	Η αξία καθορίζεται από το σύνολο των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών της ίδιας της Ελλάδας, των δομικών χαρακτηριστικών και των εξωτερικών παραγόντων.	Εξαρτάται από τις προδιαγραφές του δείγματος και του μοντέλου.

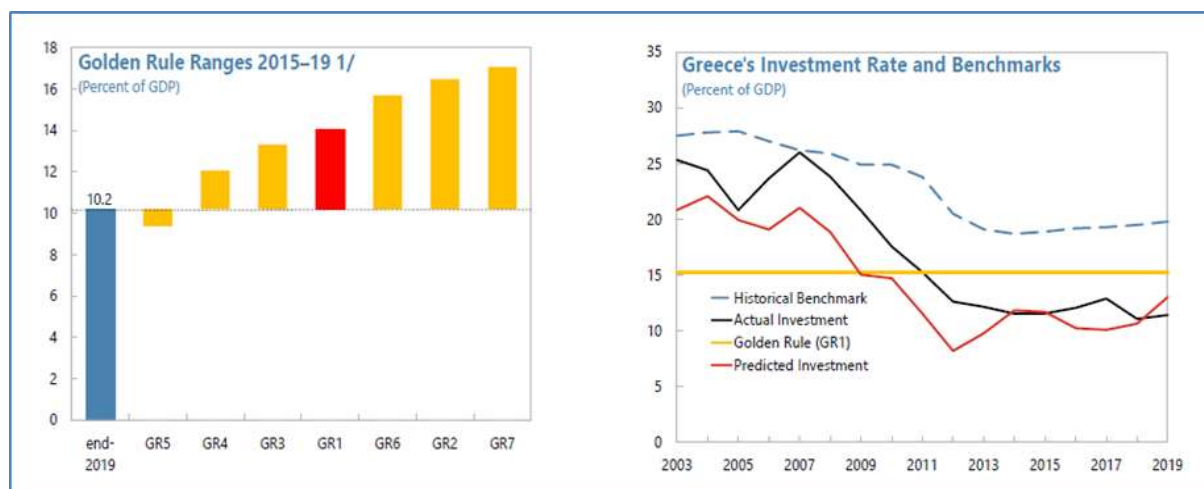
Πηγή: (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

Το τρέχον επενδυτικό επιτόκιο της Ελλάδας υστερεί (Διάγραμμα 5.6). Το μέγεθος του εκτιμώμενου επενδυτικού κενού (από το 2019) κυμαίνεται από 1,6 έως 8% του ΑΕΠ ανάλογα με την προσέγγιση και τις προδιαγραφές.

1. Η τυπική εκτίμηση της προσέγγισης του «χρυσού κανόνα» δείχνει ένα επενδυτικό χάσμα περίπου 4% του ΑΕΠ. Στην τυπική του μορφή, ο χρυσός κανόνας μπορεί να ερμηνευθεί ως μια σταθερή κατάσταση στην οποία συγκλίνει ο λόγος επένδυσης / ΑΕΠ. Οι υποθέσεις για το μέλλον μπορεί να βασίζονται σε εκτιμήσεις για τις αποδόσεις των μεταρρυθμίσεων που ενθαρρύνουν την αποταμίευση (όπως η μεταρρύθμιση των συντάξεων) ή/και εκείνες που αυξάνουν το μερίδιο κεφαλαίου του εισοδήματος (μέσω της μείωσης του αριθμού των αυτοαπασχολούμενων και των οικονομιών κλίμακας). Αυτή η προσέγγιση είναι κατάλληλη για την Ελλάδα λόγω της επικράτησης των αυτοαπασχολούμενων εργαζομένων και λόγω του χαμηλού επιπέδου οικιακής αποταμίευσης στην Ελλάδα. Η προσαρμογή του μεριδίου εργασίας στο εισόδημα, των προτιμήσεων αποταμίευσης ή της μεθοδολογίας για τον υπολογισμό της συνολικής παραγωγικότητας συντελεστών (total factor productivity / TFP), αλλάζει το μέγεθος του χάσματος όπως αναμένεται.
2. Το μεγαλύτερο εκτιμώμενο κενό (8%) στο τέλος του 2019 προκύπτει στην προσέγγιση του «ιστορικού σημείου αναφοράς», αλλά αυτό αντιπροσωπεύει ένα ανώτερο όριο. Η Ελλάδα υποεπένδυσε ακόμη και πριν από την κρίση του δημόσιου χρέους, αν και το ίδιο το σημείο αναφοράς έχει υποχωρήσει σε σχέση με το επίπεδο πριν από την κρίση. Αυτή η προσέγγιση μπορεί να μην είναι κατάλληλη για την Ελλάδα, καθώς προϋποθέτει πλήρη σύγκλιση με χαρακτηριστικά ώριμης οικονομίας, συμπεριλαμβανομένης της «ισορροπημένης

ανάπτυξης» που δεν θέτει σε κίνδυνο τα εξωτερικά ισοζύγια. Στο παρελθόν, η Ελλάδα έχει προσεγγίσει αυτό το ιστορικό σημείο αναφοράς, αλλά όχι με βιώσιμο τρόπο.

3. Το μικρότερο κενό εντοπίζεται στην προσέγγιση του «προβλεπόμενου κανόνα», υποδεικνύοντας ότι το χαμηλό επενδυτικό ποσοστό της Ελλάδας εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από το επίπεδο εισοδήματος, τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη και τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της. Αυτή είναι η καλύτερη από τις τρεις προσεγγίσεις, καθώς βασίζεται στα δομικά χαρακτηριστικά της οικονομίας. Υποδηλώνει ότι η πραγματική επένδυση είναι μόνο ελαφρώς χαμηλότερη από την προβλεπόμενη αξία με βάση τις ιστορικές εμπειρίες των χωρών της ΕΕ των 27 και τα ειδικά χαρακτηριστικά της Ελλάδας για κάθε χώρα. Το προβλεπόμενο επενδυτικό σημείο αναφοράς θα ήταν πολύ υψηλότερο (άρα, το επενδυτικό χάσμα θα ήταν μεγαλύτερο) εάν τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη και τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της Ελλάδας βελτιωθούν προς το μέσο επίπεδο της ΕΕ.



Διάγραμμα 5.6: Σημεία αναφοράς για τα επενδυτικά ποσοστά και το επενδυτικό χάσμα.

Δεξιά: Εύρος Χρυσού Κανόνα 2015-19 (Ποσοστό του ΑΕΠ). Αριστερά: Ποσοστό επενδύσεων και δείκτες αναφοράς της Ελλάδας (Ποσοστό του ΑΕΠ).

Πηγή: (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

Το χαμηλό επενδυτικό ποσοστό της Ελλάδας είναι ακραίο σε σύγκριση με την ομάδα των συναφών εταίρων μας, αλλά φαίνεται να είναι σύμφωνο με την οικονομική της δομή. Η ιστορική προσέγγιση αναφοράς υποδηλώνει ότι το επενδυτικό κενό της Ελλάδας ήταν αρνητικό (υπό-επένδυση) κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, απηχώντας το καθεστώς της Ελλάδας ως ακραίου επιπέδου στα επενδυτικά της επιτόκια. Οι άλλες δύο, πιο λεπτομερείς προσεγγίσεις που επιτρέπουν τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της χώρας υποδηλώνουν ότι η Ελλάδα διατηρούσε θετικό χάσμα (υπερεπένδυση) πριν από την κρίση δημόσιου χρέους κατά

Διεθνές Νομισματικό Σύστημα: Προοπτικές Ευρώ και Ελληνικής Οικονομίας

μέσο όρο μεταξύ 4 και 8 ποσοστιαίων μονάδων. Έκτοτε, η Ελλάδα έχει υποεπενδύσει, αλλά το χάσμα είναι μικρότερο από ό,τι υποδηλώνει το καθεστώς της προηγμένης οικονομίας. Στο τέλος του 2019 το υπολογιζόμενο χάσμα κυμαίνεται μεταξύ 1,6 (προβλεπόμενος κανόνας) και περίπου 4% του ΑΕΠ (χρυσός κανόνας), σε γενικές γραμμές σε συμφωνία με το κατώτερο όριο του βασικού επενδυτικού ποσοστού του προσωπικού (Hua, Méndez, & Xu, 2022).

Συμπεράσματα

Υπάρχει περιθώριο για διεύρυνση των ορίων των ιδιωτικών επενδύσεων στην Ελλάδα μέσω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και συναφών μακροοικονομικών πολιτικών. Η προσέγγιση της «προβλεπόμενης νόρμας» παρέχει ένα χρήσιμο αναλυτικό εργαλείο για τις επενδύσεις με βάση την σχέση ΕΕ - Ελλάδας. Το επενδυτικό ποσοστό ισορροπίας μπορεί να εκτιμηθεί μέσω του «χρυσού κανόνα». Οι δύο προσεγγίσεις αλληλοσυμπληρώνονται και μαζί με το «ιστορικό σημείο αναφοράς» (3^η εναλλακτική), παρέχουν μια καλή ένδειξη του μεγέθους του επενδυτικού κενού. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, δύο από τις τρεις προσεγγίσεις υποδηλώνουν ότι το χαμηλό επίπεδο συνολικών επενδύσεων της Ελλάδας συνδέεται με διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της οικονομίας, επομένως δεν μπορεί να αλλάξει βραχυχρόνια.

Η εμπειρική ανάλυση, ειδικότερα, διαπιστώνει ότι οι χώρες τείνουν να επενδύουν περισσότερο εάν έχουν χαμηλότερο χρέος, μικρότερο μερίδιο υπηρεσιών στην προστιθέμενη αξία τους, και καλύτερη ποιότητα θεσμικών ρυθμίσεων και πολιτικών. Επιπροσθέτως ο υψηλός βαθμός αυτοαπασχόλησης φαίνεται να συγκρατεί τις επενδύσεις. Αντίθετα, αυτό θα μπορούσε να συνδεθεί με την επικράτηση των Ελληνικών μικροεπιχειρήσεων που περιορίζονται στις επενδύσεις τους λόγω του μεγέθους των αγορών που εξυπηρετούν ή λόγω περιορισμών χρηματοδότησης ή/και τεχνολογίας.

Η αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων, μέσω μεταρρυθμίσεων στην αγορά προϊόντων που ενθαρρύνουν οικονομίες κλίμακας ή/και διευκόλυνση του εμπορίου που τις ενσωματώνει στις παγκόσμιες αγορές, θα μπορούσε να τονώσει τις εταιρικές επενδύσεις και τις προοπτικές μεγέθυνσης της Ελλάδας. Εντούτοις, αυτό δεν σημαίνει ότι πρέπει να μην υποστηριχθούν και οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις μας που ακόμη αποτελούν τον εθνικό επιχειρηματικό κορμό που συμβάλλει περισσότερο από κάθε άλλη μορφή του επιχειρείν στην απασχόληση της εργασίας ή μείωση της ανεργίας. Υψηλότερες δαπάνες παραγωγικών επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα θα βελτίωναν τα οφέλη όλων κι ειδικά των εργαζομένων ενώ θα ενθάρρυναν την αποταμίευση. Οι αυξανόμενες επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν καθώς ανατροφοδοτούν το διαθέσιμο εισόδημα, συμβάλλοντας σε υψηλότερους μισθούς και πιο δυναμικές εξωστρεφείς επιχειρήσεις.

Οι αρχές λαμβάνουν μέτρα για την αντιμετώπιση των διαρθρωτικών φραγμών. Το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας της ΕΕ περιλαμβάνει μεταρρυθμίσεις που επικεντρώνονται στη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος, με στόχο τον εκσυγχρονισμό του

δικαστικού συστήματος, την ψηφιοποίηση της δραστηριότητας δημόσιου και ιδιωτικού τομέα, τις πράσινες επενδύσεις, την αναπροσαρμογή των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού και την ενθάρρυνση παραγωγής οικονομιών κλίμακας.

Άλλες πολιτικές που θα στηρίζουν τις επενδύσεις βραχυπρόθεσμα περιλαμβάνουν χαμηλότερη φορολογική επιβάρυνση και περιορισμό της γραφειοκρατίας στις επιχειρηματικές διαδικασίες. Η βελτίωση της αποδοτικότητας των δημόσιων επενδύσεων, χρηματοδοτούμενες και από ευρωπαϊκά αναπτυξιακά ταμεία, αναμένεται να ενισχύσουν τον αναπτυξιακό τους αντίκτυπο. Σχέδια για πολλές συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ), που ανακοινώθηκαν και η εφαρμογή της Διευκόλυνσης Προετοιμασίας Έργων της Κυβέρνησης θα μπορούσαν επίσης να τονώσουν την ανάπτυξη μέσω και της ενθάρρυνσης της δραστηριότητας του ιδιωτικού τομέα. Για να υποστηριχθεί η φιλικότητα προς την ανάπτυξη των έργων οι αρχές ζήτησαν επίσης τεχνική βοήθεια από το ΔΝΤ κάτι που αναμένεται να συμβάλει στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων τους.

Πιο φιλόδοξες μεταρρυθμίσεις θα μπορούσαν ενδεχομένως να ξεκλειδώσουν υψηλότερες ιδιωτικές επενδύσεις χωρίς να θέσουν σε κίνδυνο την εξωτερική ισορροπία της οικονομίας. Σχετικά παραδείγματα περιλαμβάνουν την αναμόρφωση του δικαστικού συστήματος, την ολοκλήρωση της καθυστερημένης μεταρρύθμισης του κτηματολογίου, την προσαρμογή των συντάξεων, την ενθάρρυνση της ιδιωτικής αποταμίευσης και τη συμμετοχή του εργατικού δυναμικού στην αντιμετώπιση των τοπικών φραγμών στις ανταγωνιστικές αγορές προϊόντων και τα κλειστά επαγγέλματα, όπως συνιστάται από την Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού.

Στο αναλυτικό μέτωπο, η διερεύνηση της αλληλεπίδρασης του δημόσιου και του ιδιωτικού κεφαλαίου στην Ελλάδα θα μπορούσε να βοηθήσει στην αναπτυξιακή προσπάθεια, με άμεση εφαρμογή από τους υπεύθυνους χάραξης της οικονομικής πολιτικής να καταναείμουν τις δημόσιες επενδύσεις σε τομείς που ενθαρρύνουν τις παραγωγικότερες επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα.

Εν κατακλείδι, το ΔΝΣ που υιοθέτησε η Ελλάδα με το ευρώ, εκτός των πολλών κινδύνων του που έχει δείξει η βιβλιογραφία, για παράδειγμα με την «αρχιτεκτονική ευπάθεια της Ευρωζώνης», προσφέρει και ευκαιρίες προσέλκυσης επενδυτικών κεφαλαίων, όπως την περίοδο 2000-2009, τα οποία όμως σήμερα, δεδομένων των γεωπολιτικών κρίσεων στην περιοχή μας, θα πρέπει να αξιοποιηθούν στους κλάδους με τα σπουδαιότερα συγκριτικά πλεονεκτήματα της χώρας, πχ. αγροτοδιατροφικός, ορυκτών, μεταποίησης, ποιοτικού

τουρισμού και φυσικά ποντοπόρου ναυτιλίας. Ο στόχος θα πρέπει να είναι να αυξηθεί το προϊόν αυτών των κλάδων στην ακαθάριστη προστιθέμενη αξία.

Έτσι, θα μπορέσει η χώρα μας, να αξιοποιήσει με «εκσυγχρονισμό της παράδοσής της» τα πλεονεκτήματα της στην Ενωμένη Ευρώπη, στην οποία έχει πολλά να προσφέρει και έχουν να κάνουν οπωσδήποτε με τον «πραγματικό πλούτο» μας, που είναι η φιλοσοφία και η πολιτική τέχνη που καθόρισαν την έννοια της ελευθερίας ως πρώτη προτεραιότητα στην ανθρωποκεντρική οργάνωση της πολιτείας.

Βιβλιογραφία

- Aldasoro, I., Cabanilla, C., Disyatat, P., Ehlers, T., McGuire, P., & Von Peter, G. (2020, December). Central bank swap lines and cross-border capital flows. *BIS Bulletin*(34). Ανάκτηση από BIS Bulletin.
- Aldasoro, I., Egemen, E., & Huang, W. (2021, March). Dollar funding of non-US banks through COVID-19. *BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements*.
- Aldasoro, I., Ehlers, T., Egemen, E., & Huang, W. (2021, March). Box A - US branches and subsidiaries of non-US banks and the Covid-19 shock. *BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements*. Ανάκτηση 7 2022, από https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2103y.htm
- Aldasoro, I., Huang, W., & Kemp, E. (2020, September). Cross-border links between banks and non-bank financial institutions. *BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements*.
- Almeida, M., Mok, L., & Tukiainen, K. (2020). Prepared by Climate Bonds Initiative. *Climate Bonds*. Ανάκτηση από <https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi-sustainable-debt-global-sotm-h12020.pdf>
- Alogoskoufis, S., Giuzio, M., Kostka, T., Levels, A., Vivar, L., & Wedow, M. (2020, March). How could a common safe asset contribute to financial stability and financial integration in the banking union? *Financial Integration and Structure in the Euro Area / ECB, Frankfurt am Main*. Ανάκτηση από <https://www.ecb.europa.eu/pub/fie/html/ecb.fie202003~197074785e.en.html#toc36>
- Balfoussia, H., & Papageorgiou, D. (2018, July). Real and financial cycles in the Greek economy. *Economic Bulletin / Bank of Greece*(47), σσ. 7-30.
- Band, C., & Catalano, T. (2022, October 17). *Currency Band*. Ανάκτηση από investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/currency-band.asp>
- Bénétrix, A., & Schmitz, M. (2019). Euro-US dollar exposures in cross-border banking. *The International role of the euro, ECB, Frankfurt am Main*.
- Beyer, A., Gaspar, V., Gerberding, C., & Issing, O. (2009, MARCH). *OPTING OUT OF THE GREAT INFLATION-GERMAN MONETARY POLICY AFTER THE BREAK DOWN OF BRETTON WOODS*. Ανάκτηση από European Central Bank/WORKING PAPER SERIES: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1020.pdf>

- Bohn, H., & Tesar, L. (2016). US equity investment in foreign markets: portfolio rebalancing or return chasing. *American Economic Review*, 86, σσ. 77-81.
- Brandt, L., Saint-Guilhem, A., Schröder, M., & Van Robays, I. (2021). What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk. *Working Paper Series*. Ανάκτηση από <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2560~f98f3c7d78.en.pdf?557af6dae576cddfaffba73700e7f6b7>
- Caballero, R., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2017). The Safe Assets Shortage Conundrum. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), σσ. 29-46.
- Carney, M. (2009, November 19). The Evolution of the International Monetary System. *Foreign Policy Association*. Ανάκτηση από <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/03/sp191109.pdf>
- Carvalho, D., & Schmitz, M. (2021). Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking-through investment funds. *Working Paper Series, No 2526, ECB, Frankfurt am Main*.
- Castelli, M., & Salman, P. (2020, September). *Εργασία της UBS 26th Annual Reserve Management Seminar*. Ανάκτηση από UBS: https://www.ubs.com/global/en/asset-management/global-sovereign-markets/reserve-management-seminar-2020/26th-annual-reserve-management-seminar-survey/_jcr_content/mainpar/toplevelgrid/col1/linklist_copy/link.2019259805.file/bG1uay9wYXRoPS9jb250ZW50L2Rhbs9
- Cetorelli, N., & Goldberg, L. (2012). Banking Globalization and Monetary Transmission. *Journal of Finance*, 67(5).
- Cetorelli, N., Goldberg, L., & Ravazzolo, F. (2020, May 22). Have the Fed swap lines reduced dollar funding strains during the Covid-19 outbreak? *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics Blog, Federal Reserve Bank of New York*. Ανάκτηση από <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/05/have-fed-swap-lines-reduced-dollar-funding-strains-during-the-covid-19-outbreak.html>
- De Haro, J. (2022, June 21). *IMF Executive Board Concludes 2022 Article IV Consultation with Greece*. Ανάκτηση 7 2022, από IMF Communications Department: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/06/21/pr22218-greece-imf-executive-board-concludes-2022-article-iv-consultation>
- Demosthenes, I., Pagliari, M., & L., S. (2020). The international dimension of an incomplete EMU. *Working Paper Series*(No 2459).

- Eichengreen, B. (2010). Globalization and the Crisis by Barry Eichengreen. *CESifo Forum*, σσ. 20-24. Ανάκτηση από <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/166404/1/cesifo-forum-v11-y2010-i3-p20-24.pdf>
- Eichengreen, B., & Naef, A. (2022, July 14). Imported or home grown? The 1992–3 EMS crisis. *Journal of International Economics*.
- Emter, L., Schmitz, M., & Tirpák, M. (2019). Cross-border banking in the EU since the crisis: What is driving the great retrenchment? *Review of World Economics*, 155(2), σσ. 287-326. Ανάκτηση από *Review of World Economics*.
- Eren, E., & Malamud, S. (2019). Dominant currency debt. *BIS Working Paper*.
- European Central Bank / HICP. (2022). *Measuring inflation – the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*. Ανάκτηση από European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.htm
1
- European Commission / Economy and Finance. (2022). *ERM II – the EU's Exchange Rate Mechanism*. Ανάκτηση από European Commission: https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en
- European Commission / Governing the euro area. (2022). *What is the euro area?* Ανάκτηση από European Commission: https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/what-euro-area_en
- European Commission / History and purpose. (2022). *History and purpose*. Ανάκτηση από European Commission: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/history-and-purpose_en
- European Commission/The European economic and financial system. (2021, January 19). *The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience*. Ανάκτηση 8 2022, από European Commission: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0032&from=EN>
- Financial Stability Repor*. (2020, November). Ανάκτηση από Board of Governors of the Federal Reserve System: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20201109.pdf>
- Frömmel, M., & Kruse, R. (2015, November–December). Interest rate convergence in the EMS prior to European Monetary Union. *Journal of Policy Modeling*, 37(4), σσ. 990-1004.

- Gaspar, V., & Mauro, P. (2021). *Fiscal Monitor: Chapter 1 – Tailoring Fiscal Responses*. Ανάκτηση 7 2022, από IMF: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>
- Gil-Pareja, S., Llorca-Vivero, R., & Martínez-Serrano, A. J. (2007, May). Did the European exchange-rate mechanism contribute to the integration of peripheral countries? *Economics Letters*, 95(2), σσ. 303-308.
- Giovannini, A., Hauptmeier, S., Leiner-Killinger, N., & Valenta, V. (2020, September). The fiscal implications of the EU's recovery package. *Economic Bulletin/ECB, Frankfurt am Main*(6). Ανάκτηση από <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb202006.en.pdf>
- Glancy, D., Gross, M., & Ionescu, F. (2020, July 31). How did banks fund C&I drawdowns at the onset of the COVID-19 crisis? *FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- Global Financial Stability Report/IMF. (2020, October). *Corporate Funding: Liquidity Strains Cushioned by a Powerful Set of Policies*. Ανάκτηση 7 2022, από INTERNATIONAL MONETARY FUND: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020#Chapter3>
- Goel, T., & Serena, J. M. (2020, August). Bonds and syndicated loans during the Covid-19 crisis: decoupled again? *BIS Bulletin, No 29, Bank for International Settlements*. Ανάκτηση από <https://www.bis.org/publ/bisbull29.pdf>
- Gopinath, G., & Stein, J. (2021, May). Banking, trade, and the make of a dominant currency. *Quarterly Journal of Economics*, 136(2), σσ. 783-830.
- Gourinchas, P.-O., Philippon, T., & Vayanos, D. (2016, June). The Analytics of the Greek Crisis. *NBER Working Paper*.
- Guindos, L. (2020, May). *Financial Stability Review*. Ανάκτηση από ECB: <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202005~1b75555f66.en.html>
- Habib, M., Stracca, L., & Venditti, F. (2020). The fundamentals of safe assets. *Journal of International Money and Finance*(102), σσ. 102-119.
- Hallwood, P., & MacDonald, R. (2000). *International Money and Finance*. Wiley-Blackwell.
- Haroutunian, S., Osterloh, S., & Sławińska, K. (2021, March). The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis. *Economic Bulletin/ECB, Frankfurt am Main*.

- Hua, S., Méndez, M., & Xu, X. C. (2022, 1). Greece's Investment Gap. *IMF Working Paper*. Ανάκτηση 8 2022, από <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2022/English/wpica2022013-print-pdf.ashx>
- Iancu, A., Anderson, G., Ando, S., Boswell, E., Gamba, A., Shushanik, H., . . . Wu, Y. (2020). Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System. *IMF Departmental Policy Papers 2020/02*, International Monetary Fund. Ανάκτηση από <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2020/11/17/Reserve-Currencies-in-an-Evolving-International-Monetary-System-49864>
- Illés, T., & Terlaky, T. (2022). EUROpt, the Continuous Optimization Working Group of EURO: From idea to maturity. *EURO Journal on Computational Optimization*.
- Kenton, W., Anderson, S., & Rathburn, P. (2022, June 20). *Currency Board*. Ανάκτηση 10 2022, από Investopedia: https://www.investopedia.com/terms/c/currency_board.asp
- Lalouette, L., Zamora-Pérez, A., Rusu, C., Bartzsch, N., Politronacci, E., Delmas, M., . . . Naksi, M. (2021). Foreign demand for euro banknotes. *Occasional Paper Series/ECB, Frankfurt am Main*.
- Lane, P. (2020, August 4). The macroeconomic impact of the pandemic and the policy response. *The ECB Blog*. Ανάκτηση από <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200804~b2c0f2115a.en.html>
- Laurina, B.-B., Gabriel, M.-O., Dionicio, N.-R., & Ana, T.-E. (2022). Improvement of Barranquilla's EMS response time with the use of GIS. *Procedia Computer Science, 1989*, σσ. 219-224.
- Li, C. (2022, January). Changes of the International Monetary System. *To Establish a Supra-sovereign International Currency*, σσ. 1-24.
- Lowe, P. (2020). *US dollar funding: an international perspective*. Bank for International Settlements. CGFS Papers / Committee on the Global Financial System. Ανάκτηση από <https://www.bis.org/publ/cgfs65.pdf>
- Lyu, Y. (2022, September). An Examination of Foreign Exchange Market Efficiency Through the Case of RUB/USD Spot Rate. *Proceedings of the 2022 International Conference on Business and Policy Studies*, σσ. 152-160.
- Maggiore, M., Neiman, B., & Schreger, J. (2020). International currencies and capital allocation. *Journal of Political Economy, 128(6)*, σσ. 2019-2066.

- Martinolli, L., Tanyeli, E., Rupp, P., Hasler, R., Bähler, H., Neff, F., & Exadaktylos, A. (2010, December). Preparation and outcome of the emergency medical services in the hospital and prehospital field during the UEFA Euro 2008 in Bern Switzerland. *Injury Extra*, σ. 180. Ανάκτηση από Injury Extra.
- Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable financing conditions. (2020, November 26). *Economics Department and IM-TCD, Trinity College Dublin*.
- Mundell, R. (2016, 1 26). The Impact of the Euro on the International Monetary System. *The International Spectator*, σσ. 235-250.
- Obstfeld, M., Cooper, R., & Krugman, P. (1985). Maurice Obstfeld, Richard N. Cooper and Paul R. Krugman. *The Johns Hopkins University Press*, σσ. 369-464.
- Panetta, F., & Schnabel, I. (2020, August 19). *The provision of euro liquidity through the ECB's swap and repo operations*. Ανάκτηση από ECB: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200819~0d1d04504a.en.html#:~:text=By%20ensuring%20that%20euro%20funding,euro%20in%20global%20financial%20and>
- Pattillo, C., & Masson, P. (2021). *IV What Is a Monetary Union?* Ανάκτηση 10 2022, από International Monetary Fund: <https://www.elibrary.imf.org/view/book/9781589060142/ch04.xml>
- Ponsot, J.-F. (2016, May). The “four I's” of the international monetary system and the international role of the euro. *Business and Finance*, 37, σσ. 299-308.
- Salvatore, D. (2011, September–October). The future tri-polar international monetary system. *Journal of Policy Modeling*, 5, σσ. 776-785.
- Schrimpf, A., Shin, H.-S., & Sushko, V. (2020, April 2). Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis. *BIS Bulletin, Bank for International Settlements*. Ανάκτηση από <https://www.bis.org/publ/bisbull02.pdf>
- Statistical annex/European Central Bank. (2022, 7). *The euro in global foreign exchange reserves and exchange rate anchoring*. Ανάκτηση από European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202106_annex.en.pdf
- Takáts, E., & Temesvary, J. (2020). The currency dimension of the bank lending channel in international monetary transmission. *Journal of International Economics*(125). Ανάκτηση από <https://ideas.repec.org/a/eee/inecon/v125y2020ics0022199618301818.html>

Triffin, R. (1964). The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives. *PRINCETON STUDIES IN INTERNATIONAL*(12). Ανάκτηση από <https://ies.princeton.edu/pdf/S12.pdf>

VanHoose, D. D. (1992, November). Monetary policy centralization, rules, discretion, and conservative central bankers in the European Monetary System (EMS). *Journal of Economics and Business*, 44(4), σσ. 247-263.

Σταματόπουλος, Θ. (2021). *Οικονομική Πολιτική & Ολοκλήρωση (Διεθνή Νομισματικά Συστήματα/Συστήματα Διεθνών Πληρωμών)*. Αθήνα: ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ-Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής-ΠΜΣ Δημόσια Οικονομική και Πολιτική.