

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

---

# 24. Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα και το Ευρώ

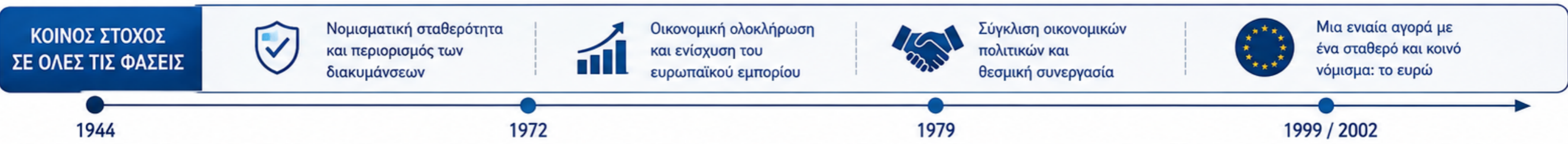
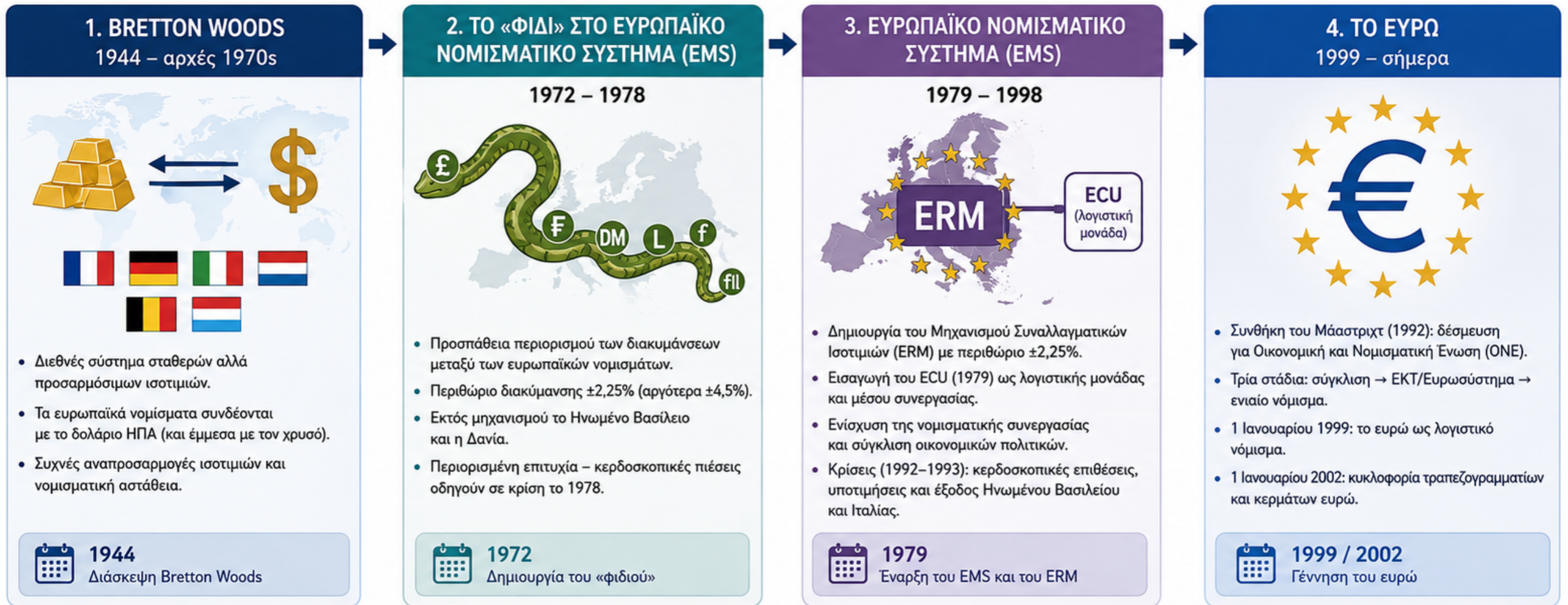
---

1373 Διεθνής Οικονομική

Καθ. Γιώργος Αλογοσκούφης

# Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑΣ

Από το Bretton Woods στο ευρώ – μια πορεία προς τη νομισματική ένωση



---

# Η Σημασία του Ευρώ

---

Μία από τις σημαντικότερες θεσμικές καινοτομίες της περιόδου μετά την κατάρρευση του Bretton Woods, υπήρξε η ανάπτυξη περιφερειακών νομισματικών ρυθμίσεων. Το πιο επιτυχημένο παράδειγμα είναι αναμφισβήτητα η ευρωπαϊκή νομισματική ολοκλήρωση.

Μετά την αστάθεια της δεκαετίας του 1970, οι ευρωπαϊκές χώρες επιδίωξαν να περιορίσουν τη μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών μέσω του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ), το οποίο τελικά εξελίχθηκε στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ).

Η εισαγωγή του ευρώ το 1999 αποτέλεσε ένα άνευ προηγουμένου βήμα: ένα κοινό νόμισμα που μοιράζονται ανεξάρτητα κυρίαρχα κράτη χωρίς ενοποιημένη δημοσιονομική αρχή. Το ευρώ στόχευε στην εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου εντός της Ευρώπης, στην ενίσχυση της νομισματικής σταθερότητας και στη δημιουργία ενός δυνητικού αντισταθμίματος έναντι του δολαρίου ΗΠΑ.

Παρότι το ευρώ έχει καταστεί το δεύτερο σημαντικότερο διεθνές νόμισμα παγκοσμίως, η κρίση της ζώνης του ευρώ αποκάλυψε θεμελιώδεις αδυναμίες σχεδιασμού, όπως η απουσία δημοσιονομικής ένωσης, οι περιορισμένοι μηχανισμοί επιμερισμού κινδύνων και η ανεπαρκής τραπεζική ολοκλήρωση. Οι αδυναμίες αυτές αναδεικνύουν τόσο τις δυνατότητες όσο και τα όρια των περιφερειακών λύσεων μέσα σε ένα κατακερματισμένο παγκόσμιο νομισματικό σύστημα.

---

# Τα Ευρωπαϊκά Νομίσματα και το Σύστημα του Bretton Woods

---

Οι περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως άλλωστε και η Ελλάδα, ήταν ιδρυτικά μέλη του συστήματος του Bretton Woods, του συστήματος σταθερών αλλά αναπροσαρμόσιμων ισοτιμιών, που υιοθετήθηκε μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο.

Σύντομα μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods, οι οικονομίες της ΕΕ (τότε Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, ΕΟΚ) συνειδητοποίησαν ότι οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες δημιουργούσαν σοβαρά προβλήματα στο μεταξύ τους εμπόριο και τη λειτουργία των εξελισσόμενων κοινών κοινοτικών πολιτικών.

Άλλωστε, από τα τέλη της δεκαετίας του 1960, πριν από την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods, οι χώρες της τότε ΕΟΚ, επιδίωκαν να δημιουργήσουν ένα θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο θα μπορούσαν να σταθεροποιήσουν τις ισοτιμίες των νομισμάτων τους, πέραν των απαιτήσεων του υφιστάμενου τότε διεθνούς νομισματικού συστήματος.

---

# Η Έκθεση Werner

---

Το καθοριστικό πρώιμο σχέδιο υπήρξε η Έκθεση Werner (1970), που ανατέθηκε από την Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) σε μία επιτροπή στην οποία προέδρευε ο πρωθυπουργός του Λουξεμβούργου Πιερ Βέρνερ.

Η έκθεση περιέγραφε μια πορεία προς τη νομισματική ένωση έως το 1980.

Η βασική της ιδέα ήταν ότι το αμετάκλητο «κλείδωμα» των συναλλαγματικών ισοτιμιών θα διαφύλασσε την Κοινή Αγορά και θα μείωνε την έκθεση της Ευρώπης σε εξωτερικούς κλυδωνισμούς.

Η έκθεση συνιστούσε μια κεντρική αρχή για την καθοδήγηση και εναρμόνιση των εθνικών οικονομικών πολιτικών, συμπεριλαμβανομένης της συγκέντρωσης δημοσιονομικών λειτουργιών σε κοινοτικό επίπεδο και της ταχύτερης ενοποίησης των αγορών συντελεστών και αγαθών.

Αντί να προτείνει άμεσα μια πλήρως ενοποιημένη κεντρική τράπεζα, οραματιζόταν ένα 'Ευρωπαϊκό Σύστημα Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών' και μια προοδευτική ενίσχυση των δεσμεύσεων στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Αν και υιοθετήθηκε επίσημα, το σχέδιο εκτροχιάστηκε από μεταγενέστερα γεγονότα—πρωτίστως από την κατάρρευση του Bretton Woods—ωστόσο παρείχε το διανοητικό θεμέλιο για τη μεταγενέστερη ευρωπαϊκή απάντηση σε αυτή την κατάρρευση.

---

# Το 'Φίδι': Πρώτη Απόπειρα Νομισματικής Συνεργασίας

---

Ήδη μετά τη συμφωνία Smithsonian του 1971, και πριν την πλήρη κατάργηση του συστήματος του Bretton Woods το 1973, οι χώρες της ΕΟΚ προσπάθησαν να περιορίσουν τη διακύμανση των διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών τους σε ένα εύρος  $\pm 4\frac{1}{2}\%$ , σε μια ρύθμιση γνωστή ως το 'φίδι'.

Διατήρησαν αυτή τη ρύθμιση και μετά το 1973. Η Δανία, η Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο, όταν έγιναν μέλη της ΕΟΚ, επίσης συμμετείχαν στο 'φίδι'.

Εντούτοις, λόγω των αποκλινοσών νομισματικών πολιτικών και των ποσοστών πληθωρισμού μεταξύ των βασικών οικονομιών της Γερμανίας, της Γαλλίας και της Ιταλίας, το 'φίδι' βρέθηκε σύντομα υπό πίεση, παρά το γεγονός ότι προέβλεπε βραχυπρόθεσμες και πολύ βραχυπρόθεσμες διευκολύνσεις χρηματοδότησης για τα ασθενέστερα νομίσματα.

Η Ιταλία αποσύρθηκε από το 'φίδι' στις αρχές του 1973. Τον Ιανουάριο του 1974 η Γαλλία εξαναγκάστηκε να αποσυρθεί και αυτή. Παρέμεινε εκτός μέχρι τον Ιούλιο του 1975, όταν και επανήλθε. Η Γαλλία αποσύρθηκε πάλι από το 'φίδι' τον Μάρτιο του 1976, λόγω της ασυμβατότητας της γερμανικής και της γαλλικής αντίδρασης στην πρώτη διεθνή πετρελαϊκή κρίση.

Τον Οκτώβριο του 1976 υπήρξε μια συμφωνία για μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η επονομαζόμενη 'αναδιάρθρωση της Φρανκφούρτης'. Ακολούθησαν περαιτέρω αναπροσαρμογές. Η Σουηδία αποχώρησε το 1977.

Στο τέλος το 'φίδι' απέτυχε ως μηχανισμός διασφάλισης της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Ευρώπη, με εξαίρεση σύντομες περιόδους. Μέρος του λόγου της αποτυχίας ήταν η πρώτη πετρελαϊκή κρίση και οι ασύμμετρες οικονομικές συνέπειές της στην Ευρώπη. Μια δεύτερη ασύμμετρία συνδέθηκε με τις διαφορετικές προσεγγίσεις εντός της ΕΟΚ, αναφορικά με την κατάλληλη αντίδραση της οικονομικής πολιτικής στην πετρελαϊκή κρίση.

---

# Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα

---

Παρά την αποτυχία των αρχικών τους προσπάθειών, οι χώρες της ΕΕ δεν σταμάτησαν να επιδιώκουν τη στενότερη νομισματική συνεργασία. Το 1978, προχώρησαν στη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ), μίας πιο φιλόδοξης και συντονισμένης προσπάθειας να διασφαλισθεί μια σχετική σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα.

Η σταθερότητα αυτή θεωρήθηκε απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτελεσματική λειτουργία των υπόλοιπων μηχανισμών της Κοινότητας, όπως το ελεύθερο διακοινοτικό εμπόριο, η Κοινή Αγροτική Πολιτική, η περιφερειακή και διαρθρωτική πολιτική και, πιο πρόσφατα, το πρόγραμμα της Ενιαίας Αγοράς.

Η πρωτοβουλία ανήκε στον άξονα Γαλλίας και Γερμανίας και οι λεπτομέρειες καθορίστηκαν σε δύο ευρωπαϊκά συμβούλια, της Βρέμης τον Ιούλιο του 1978 και των Βρυξελλών το Δεκέμβριο του ίδιου έτους.

---

# Η Διάρθρωση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος

---

Τέσσερα ήταν τα κύρια στοιχεία που καθόριζαν το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα:

1. Η Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα, το ECU (European Currency Unit)
2. Ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ)
3. Οι Χρηματοδοτικές Διευκολύνσεις
4. Οι Αναδιατάξεις των Ισοτιμιών

Όλες οι χώρες της τότε ΕΟΚ μετείχαν από την αρχή στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα. Ωστόσο το Ηνωμένο Βασίλειο δεν μετείχε στο ΜΣΙ, και η στερλίνα εξακολούθησε να διακυμαίνεται ελεύθερα.

Επιπλέον, η Ελλάδα, μετά την ένταξή της το 1981, δεν μετέσχε στον ΜΣΙ και έτσι διατήρησε την αυτονομία της νομισματικής και συναλλαγματικής της πολιτικής, ενισχύοντας την πολιτική της διολίσθησης της ισοτιμίας της δραχμής.

---

# 1. Η Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (ECU)

---

Το πρώτο στοιχείο του ΕΝΣ ήταν η Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα, το ECU (European Currency Unit), που ορίστηκε ως σταθμικός μέσος όρος των εθνικών νομισμάτων της Κοινότητας.

Για κάθε εθνικό νόμισμα, υπήρχε μία κεντρική ισοτιμία ως προς το ECU.

Για οποιαδήποτε δύο νομίσματα, ο λόγος των κεντρικών ισοτιμιών τους ως προς το ECU όριζε τη διμερή κεντρική ισοτιμία τους.

Το σύνολο των διμερών κεντρικών ισοτιμιών όριζε το 'πλέγμα' ισοτιμιών του συστήματος (parity grid).

---

## 2. Ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ)

---

Το δεύτερο στοιχείο του συστήματος ήταν ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ).

Για τα νομίσματα που μετείχαν στον ΜΣΙ, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες ανελάμβαναν να διατηρούν τις αγοραίες ισοτιμίες έναντι οποιουδήποτε άλλου νομίσματος του συστήματος εντός προκαθορισμένων ορίων από τις διμερείς κεντρικές ισοτιμίες.

Τα όρια αυτά, έως το 1993, ήταν  $\pm 2,25\%$ . Για ορισμένα νομίσματα επιτρέπονταν ευρύτερα όρια, της τάξεως του  $\pm 6\%$ .

Οι παρεμβάσεις που γίνονταν όταν μια διμερής ισοτιμία έφτανε το επιτρεπόμενο όριο, καλούνταν οριακές, και έπρεπε να γίνουν και από τις δύο εμπλεκόμενες κεντρικές τράπεζες. Προκειμένου περί οριακών παρεμβάσεων, η κεντρική τράπεζα του ισχυρότερου νομίσματος ανελάμβανε να παρέχει στην κεντρική τράπεζα του ασθενέστερου νομίσματος πιστώσεις χωρίς όρια, αλλά και η τελευταία έπρεπε να χρησιμοποιήσει όλα τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα.

Υπήρχαν και οι ενδο-οριακές παρεμβάσεις, που δεν ήταν υποχρεωτικές, αλλά απαιτούσαν την έγκριση της κεντρικής τράπεζας το νόμισμα της οποίας χρησιμοποιείτο στις παρεμβάσεις.

Στοιχείο του μηχανισμού παρεμβάσεων ήταν και ο δείκτης αποκλίσεων (divergence indicator).

Αποτελούσε ένα σταθμικό μέσο όρο των αποκλίσεων, που απομόνωνε το νόμισμα εκείνο που ήταν σε απόκλιση από το μέσο όρο. Ωστόσο, ο δείκτης αυτός ουδέποτε έπαιξε ουσιαστικό ρόλο στο σύστημα.

---

# 3. Οι Χρηματοδοτικές Διευκολύνσεις

---

Τρίτο στοιχείο του ΕΝΣ ήταν οι χρηματοδοτικές διευκολύνσεις που διακρίνονταν σε τρία είδη:

*Η Πολύ Βραχυχρόνια Χρηματοδοτική Διευκόλυνση, η Βραχυχρόνια Νομισματική Υποστήριξη και η Μεσοχρόνια Χρηματοδοτική Βοήθεια.*

Η διαχείριση των δύο πρώτων ανήκε στη δικαιοδοσία των κεντρικών τραπεζών, ενώ η τρίτη ανήκε στη δικαιοδοσία του Συμβουλίου Υπουργών.

Η Βραχυχρόνια Νομισματική Υποστήριξη παρείχε βραχυχρόνιες πιστώσεις για ανάγκες του ισοζυγίου πληρωμών, ενώ η Πολύ Βραχυχρόνια Χρηματοδοτική Διευκόλυνση αποσκοπούσε στη χρηματοδότηση παρεμβάσεων στα πλαίσια του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.

---

## 4. Οι Αναδιατάξεις των Κεντρικών Ισοτιμιών

---

Το τέταρτο και τελευταίο στοιχείο του ΕΝΣ ήταν οι αναδιατάξεις των διμερών κεντρικών ισοτιμιών (realignments). Στην ουσία επρόκειτο περί δυνατότητας εφάπαξ υποτιμήςσης ενός ασθενούς νομίσματος, όπως προέβλεπε και το σύστημα του Bretton Woods.

Ενώ αρχικά οι αναδιατάξεις γίνονταν μονομερώς, μετά το 1981 απαιτούντο συλλογικές αποφάσεις, στα πλαίσια της Νομισματικής Επιτροπής της Κοινότητας και του Συμβουλίου ECOFIN.

Μεταξύ 1986 και 1992 οι αναδιατάξεις ουσιαστικά σταμάτησαν.

---

# Η Λειτουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος

---

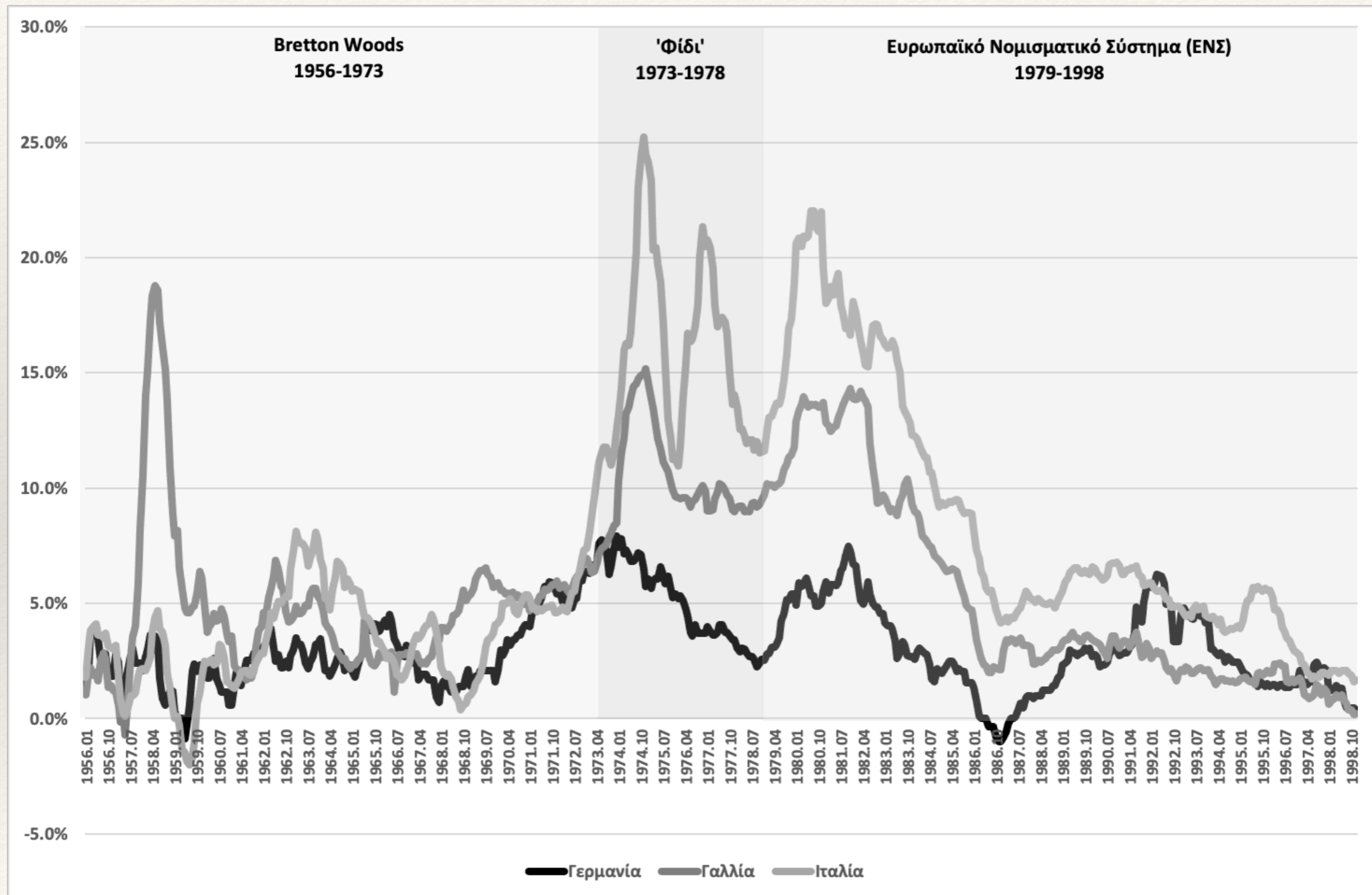
Το ΕΝΣ περιόρισε τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Ευρώπη, συμβάλλοντας έτσι στη σταθεροποίηση των σχετικών τιμών.

Ωστόσο, παρά το συμμετρικό σχεδιασμό του, το ΕΝΣ λειτούργησε ασύμμετρα.

Οι ασυμμετρίες του προέρχονταν από το γεγονός ότι η νομισματική πολιτική της Γερμανίας ήταν συστηματικά πιο περιοριστική από ό,τι στις υπόλοιπες οικονομίες που μετείχαν στο σύστημα, και από το γεγονός ότι το γερμανικό μάρκο αποτελούσε διεθνές νόμισμα σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από τα υπόλοιπα νομίσματα της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η πιο περιοριστική νομισματική πολιτική της Γερμανικής Bundesbank είχε ως συνέπεια την ανάγκη ενδο-οριακών παρεμβάσεων από τις υπόλοιπες κεντρικές τράπεζες. Έτσι η νομισματική πολιτική ήταν περιοριστική σε όλες τις χώρες του συστήματος. Αλλιώς, η πίεση στα ασθενή νομίσματα γινόταν τόσο ισχυρή, ώστε να δημιουργείται ανάγκη αναδιάταξης των ισοτιμιών.

# Ρυθμός Πληθωρισμού σε Γερμανία, Γαλλία και Ιταλία, 1956-1998



---

# Το ΕΝΣ ως Ευρεία Ζώνη του Γερμανικού Μάρκου

---

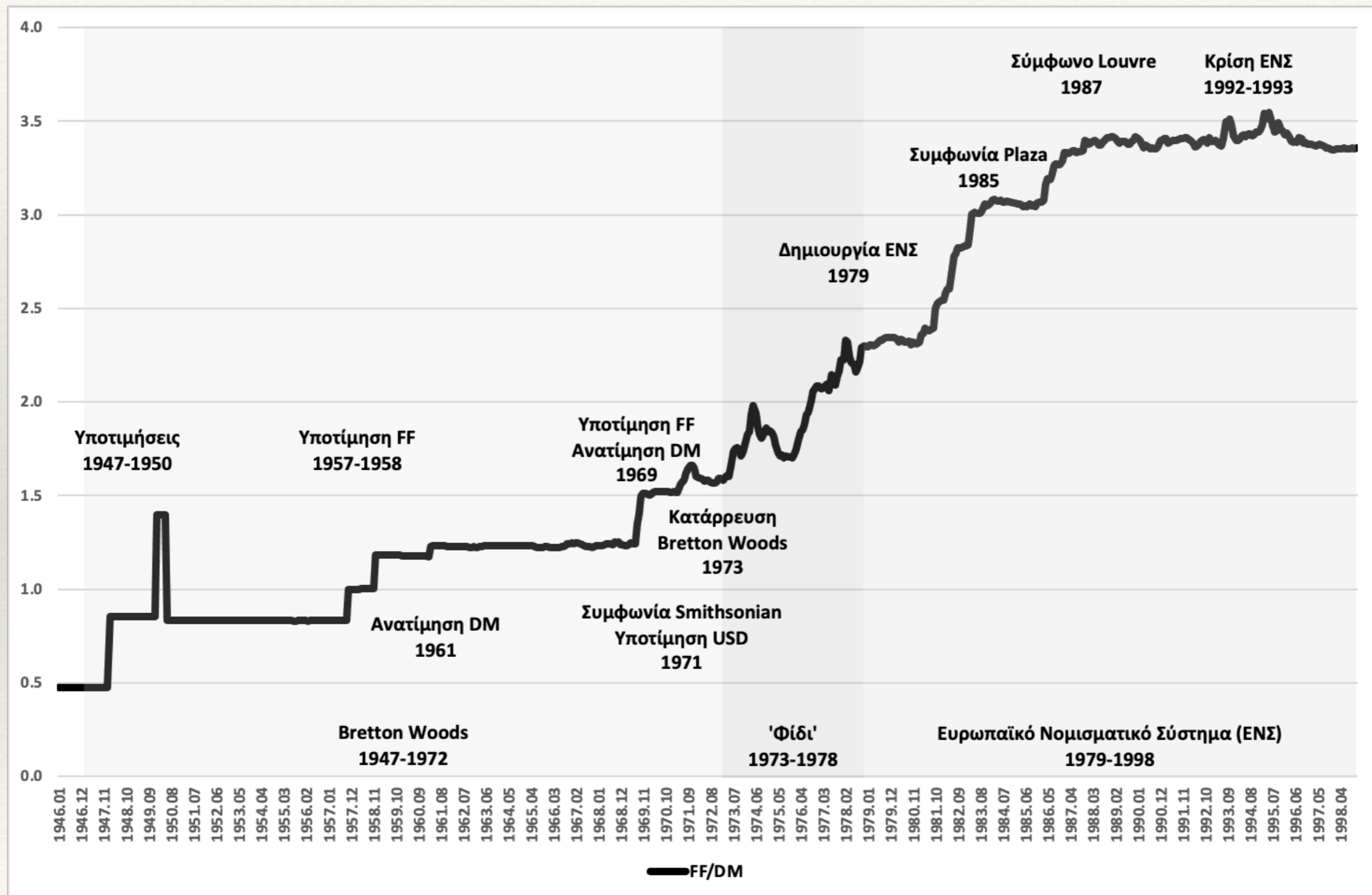
Οι διαφορές πληθωρισμού ήταν κεντρικές για δυναμική του συστήματος. Μετά το 1973, ο πληθωρισμός στη Γαλλία και την Ιταλία αυξήθηκε απότομα, ενώ στη Γερμανία μειώθηκε. Ακόμα και μετά τη δημιουργία του ΕΝΣ οι διαφορές πληθωρισμού μεταξύ Γερμανίας και των χωρών με πιο υψηλό πληθωρισμό, όπως η Γαλλία και η Ιταλία, παρέμεναν, κυρίως λόγω των αναδιατάξεων των κεντρικών ισοτιμιών.

Λόγω της συλλογικότητας των αποφάσεων για αναδιατάξεις, οι υποτιμήσεις των χωρών με χαλαρή νομισματική πολιτική και υψηλό πληθωρισμό, ποτέ δεν ήταν ίσες με τη σωρευτική διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της οικονομίας με το ασθενές νόμισμα και της Γερμανίας, με αποτέλεσμα να κερδίζει ανταγωνιστικότητα η Γερμανία. Μεταξύ δε 1986 και 1992, οι αναδιατάξεις ουσιαστικά έπαψαν, και το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα μετατράπηκε σε μία ευρεία ζώνη μάρκου.

Το ΕΝΣ κατέληξε σε μία ευρεία ζώνη μάρκου, όπου η νομισματική πολιτική καθοριζόταν ουσιαστικά από την πολιτική της Bundesbank, της Γερμανικής Κεντρικής Τράπεζας. Οι υπόλοιπες χώρες του συστήματος 'δανείζονταν' την αντιπληθωριστική φήμη της Bundesbank, και έτσι κατέληγαν με χαμηλό πληθωρισμό.

Παράλληλα, η Γερμανία κέρδιζε σε ανταγωνιστικότητα, καθώς είχε χαμηλότερο πληθωρισμό από τους υπόλοιπους και οι τυχόν αναδιατάξεις δεν κάλυπταν πλήρως αυτή τη διαφορά πληθωρισμού. Κατά συνέπεια, όλοι έβγαιναν κερδισμένοι από το σύστημα, αν και η επιμονή των άλλων χωρών για την προώθηση της πλήρους νομισματικής ένωσης δείχνει ότι η Γερμανία μάλλον ήταν πιο κερδισμένη.

# Η Ισοτιμία Γαλλικού Φράγκου Γερμανικού Μάρκου, 1946-1998



---

# Αναδιατάξεις των Κεντρικών Ισοτιμιών

---

Είναι σαφές ότι το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα οδήγησε σε σταθεροποίηση της ισοτιμίας των δύο νομισμάτων, παρά τις σημαντικές αναδιατάξεις της περιόδου 1981-1983 (αποτέλεσμα της χαλάρωσης της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής της Γαλλίας αμέσως μετά την εκλογή ως Προέδρου του Francois Mitterand και της διεθνούς ενίσχυσης του δολαρίου των ΗΠΑ) και του 1986 (αποτέλεσμα της διεθνούς αδυναμίας του δολαρίου έναντι του γερμανικού μάρκου).

Στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 1990, το ΕΝΣ έμοιαζε ολοένα και περισσότερο με μια ευρεία ζώνη του γερμανικού μάρκου (DM). Οι αναπροσαρμογές έγιναν σπάνιες μεταξύ 1986 και 1992, καθώς η Γαλλία, η Ιταλία και άλλες χώρες άρχισαν να ακολουθούν πιο περιοριστική νομισματική πολιτική, ευθυγραμμιζόμενες με την αντιπληθωριστική στάση της Bundesbank. Αυτή η σύγκλιση παρήγαγε συλλογικό αποπληθωριστικό αποτέλεσμα, αλλά ταυτόχρονα εδραίωσε το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της Γερμανίας.

---

# Ασυμμετρίες από το Ρόλο του Μάρκου ως Σημαντικού Διεθνούς Αποθεματικού Νομίσματος

---

Η δεύτερη ασυμμετρία του συστήματος προέκυπτε από τη διεθνή θέση του γερμανικού μάρκου. Αυτό είχε ως συνέπεια να ασκούνται πιέσεις στο ΜΣΙ, όταν υπήρχαν διαταραχές στις διεθνείς χρηματαγορές που επηρέαζαν την ισοτιμία του δολαρίου ή του γιεν.

Οι διαταραχές αυτές προκαλούσαν μεγαλύτερες μεταβολές στη ζήτηση και την προσφορά μάρκων σε σχέση με τα άλλα ευρωπαϊκά νομίσματα, με αποτέλεσμα να υπάρχουν πιέσεις και στις διμερείς ισοτιμίες των ευρωπαϊκών νομισμάτων με το μάρκο.

Ο ΜΣΙ υπέστη σημαντικές πιέσεις σε τέτοιες περιόδους, όπως το 1981-83, ή το 1986. Οι πιέσεις αυτές οδηγούσαν σε αναδιατάξεις.

Η πλήρης κατάργηση των συναλλαγματικών περιορισμών από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 κατέστησε εξαιρετικά ευάλωτο τον ΜΣΙ, όπως κατέδειξαν οι κρίσεις του Σεπτεμβρίου 1992 και του Αυγούστου του 1993.

---

# Η Κρίση του 1992-93

---

Η πλήρης κατάργηση των συναλλαγματικών περιορισμών από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 κατέστησε εξαιρετικά ευάλωτο τον ΜΣΙ.

Επιπλέον, μια σειρά από δυσμενείς διαταραχές και παράγοντες στις αρχές της δεκαετίας του 1990 αδρανοποίησαν τους αμυντικούς μηχανισμούς του ΕΝΣ, όπως το μηχανισμό συντονισμού των μακροοικονομικών πολιτικών και της αναδιάταξης των ισοτιμιών, και οδήγησαν στις κρίσεις του Σεπτεμβρίου 1992 και του Αυγούστου του 1993.

Πρώτον, η Γερμανική ενοποίηση, που μετέτρεψε τη Γερμανία από καθαρό δανειστή σε καθαρό δανειζόμενο στην παγκόσμια οικονομία.

Δεύτερον, το 1992, λόγω των εκλογών και της ύφεσης στις ΗΠΑ η νομισματική πολιτική ήταν περισσότερο χαλαρή, και το δολάριο εισερχόταν σε μια δίνη υποτίμησης που αύξησε σημαντικά τις πιέσεις στον ΜΣΙ.

Τρίτον, υπήρχε το πρόβλημα της πολιτικής κρίσης στην Ιταλία που, σε συνδυασμό με το πρόβλημα των δημοσιονομικών της ελλειμμάτων και τη μεγάλη αύξηση του δημόσιου χρέους της, προκάλεσε κρίση εμπιστοσύνης και κερδοσκοπικές πιέσεις στη λιρέτα.

Τέταρτον, το αρνητικό αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στη Δανία για την επικύρωση της συνθήκης του Maastricht, η προοπτική του Γαλλικού δημοψηφίσματος και η αμφιλεγόμενη στάση των πολιτικών στη Μ. Βρετανία, προκάλεσαν γενικότερη κρίση εμπιστοσύνης στο σύστημα και στη διαδικασία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Το Σεπτέμβριο του 1992 η αξιοπιστία του ΜΣΙ τέθηκε εν αμφιβόλω, και το σύστημα δεν άντεξε. Τόσο η ιταλική λιρέτα (προσωρινά) όσο και η στερλίνα (μόνιμα) έπαψαν να μετέχουν στον ΜΣΙ.

Μετά από ένα χρόνο αναδιατάξεων και περιοδικών κρίσεων, στα τέλη Ιουλίου του 1993, και μετά από νέες πιέσεις στις ισοτιμίες των ασθενέστερων νομισμάτων, αποφασίστηκε η διεύρυνση των περιθωρίων διακύμανσης στο  $\pm 15\%$ , ώστε να εκτονωθούν οι πιέσεις, όπως και έγινε.

---

# Η Πορεία προς το Ευρώ

---

Η πρωτοβουλία για τη δημιουργία του ενιαίου νομίσματος ανήκε στη Γαλλία, η οποία στις αρχές του 1988 με ένα υπόμνημα του Υπουργού Οικονομικών στους συναδέλφους του στην ΕΟΚ πρότεινε την πορεία προς το ενιαίο νόμισμα. Η Ιταλία συμφώνησε αμέσως και πολύ γρήγορα συμφώνησε και η Γερμανία.

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Ανόβερου τον Ιούνιο του 1988 προέβλεψε τη δημιουργία μιας οκταμελούς επιτροπής, υπό την προεδρία του Jacques Delors, τότε Προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία θα μελετούσε το θέμα. Η επιτροπή αυτή, τον Απρίλιο του 1989, υπέβαλε έκθεση στο συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών (ECOFIN) με την οποία πρότεινε μία πορεία δημιουργίας ενός ενιαίου νομίσματος σε τρία στάδια.

Το πρώτο στάδιο αφορούσε κυρίως στην απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων για τις χώρες που συμμετείχαν στο ΕΝΣ, έως τον Ιούλιο του 1990.

Το δεύτερο στάδιο, που άρχισε την 1η Ιανουαρίου 1994, στόχευε στη μεγαλύτερη δυνατή σύγκλιση των δημοσιονομικών και νομισματικών επιδόσεων των χωρών-μελών της Ένωσης, όπως αυτή διατυπώθηκε στη συνθήκη του Maastricht, ώστε να επιτευχθεί σταθερότητα τιμών, ικανή και αναγκαία συνθήκη για τη νομισματική ενοποίηση.

Το τρίτο στάδιο ήταν η ίδια η νομισματική ένωση.

---

# Η Συνθήκη του Maastricht

---

Στα τέλη του 1991, μετά από τη Διακυβερνητική Διάσκεψη, υπεγράφη στο Maastricht της Ολλανδίας από όλα τα κράτη-μέλη η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Με βάση τη συνθήκη αυτή, πέραν του προγράμματος της Ενιαίας Αγοράς, τέθηκε ένα χρονοδιάγραμμα για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος.

Οι προθεσμίες και το χρονοδιάγραμμα του σεναρίου εισαγωγής του νέου νομίσματος ενεκρίθησαν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Μαδρίτης το Δεκέμβριο του 1995. Τότε αποφασίστηκε επίσης το όνομα 'ευρώ' για το ενιαίο νόμισμα.

Αναλυτικά, το χρονοδιάγραμμα προέβλεπε ότι έως την 1η Ιανουαρίου 1994 θα είχε ολοκληρωθεί η ενιαία αγορά και όλα τα εθνικά κοινοβούλια θα είχαν επικυρώσει τη συνθήκη.

Επίσης, προέβλεπε την απαγόρευση της νομισματικής χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, την άρση όλων των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και την προετοιμασία για συμμετοχή στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος καθώς και την πολιτική ανεξαρτητοποίηση των κεντρικών τραπεζών.

Με αυτές τις προϋποθέσεις άρχισε το δεύτερο στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE).

Η συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση προέβλεπε επίσης την υιοθέτηση στόχων για τη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων κάτω από το 3% του ΑΕΠ, του δημόσιου χρέους κάτω από το 60% του ΑΕΠ και του πληθωρισμού και των ονομαστικών επιτοκίων κοντά στο μέσο όρο των χωρών με το χαμηλότερο πληθωρισμό. Η επίτευξη αυτών των στόχων υιοθετήθηκε ως απαραίτητη προϋπόθεση για τη συμμετοχή μιας χώρας στο τρίτο στάδιο της ONE.

---

# Το Τελικό Στάδιο της Δημιουργίας του Ευρώ

---

Το Μάιο του 1998 αποφασίστηκε ποιές χώρες θα συμμετάσχουν στην τρίτη φάση της ΟΝΕ. Η επιλογή των 11 χωρών έγινε με βάση τα πέντε δημοσιονομικά και νομισματικά κριτήρια σύγκλισης της συνθήκης του Maastricht.

Το τρίτο στάδιο άρχισε την 1η Ιανουαρίου 1999 με τον καθορισμό αμετάκλητα σταθερών ισοτιμιών των νομισμάτων των συμμετεχουσών χωρών μεταξύ αυτών και του ενιαίου νομίσματος.

Η τρίτη φάση ολοκληρώθηκε την 1η Ιανουαρίου 2001 με την εισαγωγή του ευρώ σε λογιστική μορφή. Στο μεταξύ, τον Ιούνιο του 2000, είχε αποφασιστεί και η συμμετοχή της Ελλάδας, ως δωδέκατου μέλους, στην ζώνη του ευρώ.

Από την 1η Ιανουαρίου 2002 το ευρώ αποτελεί νόμιμο χρήμα, με την εισαγωγή του σε φυσική μορφή στις καθημερινές συναλλαγές. Την ημέρα εκείνη άρχισε η κυκλοφορία των τραπεζογραμματίων και κερμάτων σε ευρώ και η σταδιακή (εντός δύο μηνών) απόσυρση των εθνικών νομισμάτων των χωρών της ευρωζώνης.

---

# Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης

---

Από την 1η Ιανουαρίου 2001 στην οικονομία της ζώνης του ευρώ ασκείται ενιαία νομισματική πολιτική από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, που στοχεύει στη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών.

Μετά τη δημιουργία της ευρωζώνης, ένας κεντρικός πυλώνας του συντονισμού της μακροοικονομικής πολιτικής υπήρξε το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Το Σύμφωνο βασίζεται στις δημοσιονομικές διατάξεις για την αποφυγή υπερβολικών δημόσιων ελλειμμάτων (άρθρο 126 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συμπεριλαμβανομένης της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος), που απαιτούν από όλες τις οικονομίες στην Ευρωζώνη και την ΕΕ να διατηρούν τα δημοσιονομικά ελλείμματα πάντοτε κάτω από το 3% του ΑΕΠ, να επιδιώκουν τη δημοσιονομική ισορροπία μεσοπρόθεσμα και να διασφαλίζουν ότι το δημόσιο χρέος δεν υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ, ή τείνει προς το στόχο αυτό.

Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) αποτελεί παράγωγο δίκαιο βάσει των άρθρων 121 και 126 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Τα σχετικά στοιχεία για τις χώρες της ευρωζώνης παρουσιάζονται στα διαγράμματα που ακολουθούν. Είναι προφανές ότι κανείς από τους δύο αυτούς δημοσιονομικούς στόχους δεν έχει επιτευχθεί με συνέπεια.

Το αρχικό ΣΣΑ προέβλεπε άμεση διορθωτική δράση για τις οικονομίες εκείνες που δεν ικανοποιούν αυτούς τους δημοσιονομικούς στόχους. Το Σύμφωνο αναθεωρήθηκε το 2005, αφού αρκετές οικονομίες, περιλαμβανομένης της Γερμανίας και της Γαλλίας, απέτυχαν να διορθώσουν εγκαίρως τα υπερβολικά τους ελλείμματα.

---

# Οι Αναθεωρήσεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης

---

Μετά την αναθεώρησή του το 2005, το ΣΣΑ κατέστη πιο ευέλικτο όσον αφορά τον χρόνο που ήταν διαθέσιμος για τη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων, αλλά ταυτόχρονα και πιο απαιτητικό αναφορικά με τη διατήρηση του δημοσιονομικού ισοζυγίου στις λεγόμενες 'καλές περιόδους'. Οι χώρες δεσμεύτηκαν να τείνουν προς τη δημοσιονομική ισορροπία (μηδενικά δημοσιονομικά ελλείμματα) κατά τη διάρκεια των 'καλών περιόδων', μειώνοντας τα ελλείμματά τους κατά τουλάχιστον 0,5% του ΑΕΠ ετησίως.

Καθώς η διάταξη αυτή δεν εφαρμόστηκε αυστηρά από όλες τις χώρες, το Eurogroup και το Συμβούλιο ECOFIN αποφάσισαν το 2007 να επιδιώξουν τη δημοσιονομική ισορροπία για όλες τις χώρες μέχρι το 2010. Ωστόσο, μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε και το Συμβούλιο ECOFIN αποφάσισε να εφαρμόσει το σύμφωνο με πιο ευέλικτο τρόπο, καθώς η οικονομία της ευρωζώνης εισήλθε σε ύφεση και στη συνέχεια υπήρξε η κρίση στη ζώνη του ευρώ η οποία απείλησε την ίδια την ύπαρξη του ενιαίου νομίσματος.

---

# Η Περίοδος της Μακροοικονομικής Ευφορίας

---

Τα πρώτα δέκα περίπου χρόνια της λειτουργίας της ευρωζώνης ήταν μια περίοδος μακροοικονομικής ευφορίας, με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και χαμηλό πληθωρισμό για όλες σχεδόν τις χώρες.

Μεταξύ του 1999 και του 2007, των πρώτων εννέα ετών πριν από την κρίση της ζώνης του ευρώ, το πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό περίπου 1,7%. Αυτό ήταν το ίδιο όπως και στις ΗΠΑ και σημαντικά υψηλότερο από το μέσο ποσοστό ανάπτυξης 1,4% στην Ιαπωνία.

Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ στις οικονομίες της 'περιφέρειας' (Ελλάδα, Ιρλανδία, Ισπανία και Πορτογαλία) αυξανόταν ταχύτερα από το μέσο όρο της Ευρωζώνης των 12 (EZ-12), περίπου 2,6% ετησίως. Το ίδιο ισχύει για τις μικρές οικονομίες του πυρήνα (Αυστρία, Βέλγιο, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Φινλανδία), οι οποίες παρουσίασαν επίσης υψηλότερους από τους μέσους ρυθμούς μεγέθυνσης, με ποσοστά 2,0% ετησίως. Ωστόσο, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης στις τρεις μεγαλύτερες οικονομίες ήταν χαμηλότερος από το μέσο όρο της ευρωζώνης. (Γερμανία, 1,7%, Γαλλία 1,4%, Ιταλία 1,1%).

Επιπλέον, τα μέσα ποσοστά ανεργίας μειώθηκαν σημαντικά. Για την ευρωζώνη των 12, το μέσο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από 9,8% στη δεκαετία του 1990 σε 8,5% το 2000-2007. Τα μέσα ποσοστά ανεργίας στην περιφέρεια μειώθηκαν ακόμη περισσότερο, από 14,6% στη δεκαετία του 1990 σε 9,3% κατά την περίοδο 2000-2007. Στις μικρότερες οικονομίες του πυρήνα ο μέσος όρος των ποσοστών ανεργίας μειώθηκε από 7,1% στη δεκαετία του 1990 σε 5,9% το 2000-2007.

Η περιφέρεια αποκόμισε επίσης τα μεγαλύτερα οφέλη όσον αφορά την περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στις οικονομίες της περιφέρειας μειώθηκε από 5,3% στη δεκαετία του 1990 σε 3,3% το 2000-2007.

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι τα πρώτα εννιά χρόνια πριν από την κρίση της ευρωζώνης ήταν περίοδος μακροοικονομικής ευφορίας, ειδικά για τις οικονομίες της περιφέρειας.

---

# Ο Ρόλος των Επιτοκίων και οι Εξωτερικές Ανισορροπίες

---

Η άμεση αιτία της επιτάχυνσης της οικονομικής μεγέθυνσης στις χώρες της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ ήταν η μεγάλη πτώση των πραγματικών επιτοκίων τους, καθώς μετά την εξάλειψη των προσδοκίων υποτίμησης τα επιτόκια αυτά συνέκλιναν με τα επιτόκια της Γερμανίας και των μικρότερων οικονομιών του πυρήνα.

Ωστόσο, δεν ήταν όλα ρόδινα μετά την εισαγωγή του ευρώ. Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά της περιόδου 1999-2007 ήταν η ανάπτυξη σημαντικών εξωτερικών ανισορροπιών μεταξύ των οικονομιών της περιφέρειας και του πυρήνα της ευρωζώνης. Αυτές οι εξωτερικές ανισορροπίες οδήγησαν στη γρήγορη και υπερβολική αύξηση του διεθνούς χρέους των χωρών της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ, γεγονός που τις κατέστησε εξαιρετικά ευάλωτες μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009.

Η διεύρυνση των εξωτερικών ανισορροπιών συνέβη για τον ίδιο λόγο που υπήρξε μεγαλύτερη επιτάχυνση της οικονομικής μεγέθυνσης στην περιφέρεια σε σχέση με τον πυρήνα. Η απότομη πτώση των πραγματικών επιτοκίων στις χώρες της περιφέρειας, που συνέκλιναν με εκείνα των χωρών του πυρήνα, οδήγησε σε μεγαλύτερη αύξηση των επενδύσεων και της κατανάλωσης στην περιφέρεια, η οποία, μέσω της συνολικής ζήτησης, οδήγησε σε επιτάχυνση της οικονομικής μεγέθυνσης αλλά και σε διεύρυνση των εξωτερικών ανισορροπιών.

---

# Εξωτερικές Ανισορροπίες μεταξύ Πυρήνα και Περιφέρειας

---

Κατά μέσο όρο, μετά τη δημιουργία της ζώνης του ευρώ, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ευρωζώνης των 12 παρουσίαζε ένα μικρό πλεόνασμα. Το πλεόνασμα αυξήθηκε από 0,1% του ΑΕΠ τη δεκαετία του 1990 σε 0,4% του ΑΕΠ την περίοδο 2000-2007. Ωστόσο, οι οικονομίες της περιφέρειας είδαν το μέσο έλλειμμα του δικού τους ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών να αυξάνεται από 2,5% του ΑΕΠ τη δεκαετία του 1990 σε 6,8% του ΑΕΠ την περίοδο 2000-2007. Επιπλέον, η άνοδος ήταν σχεδόν συνεχής σε όλη τη διάρκεια των πρώτων εννέα ετών μετά τη δημιουργία του ευρώ και έφθασε το 10% περίπου του ΑΕΠ το 2007. Η Ιταλία είδε επίσης ότι το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών να μετατρέπεται προοδευτικά σε έλλειμμα. Από πλεόνασμα 0,6% του ΑΕΠ τη δεκαετία του 1990, παρουσίασε έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά μέσο όρο 0,7% του ΑΕΠ το 2007.

Αυτά τα αυξανόμενα ελλείμματα συνδέονταν με αντίστοιχα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην υπόλοιπη ευρωζώνη. Το μέσο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των μικρών οικονομιών του πυρήνα διπλασιάστηκε από 2,4% του ΑΕΠ τη δεκαετία του 1990 σε 4,8% του ΑΕΠ την περίοδο 2000-2007. Η Γερμανία κινήθηκε από ένα μικρό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 0,6% του ΑΕΠ τη δεκαετία του 1990 σε πλεόνασμα 2,9% του ΑΕΠ την περίοδο 2000-2007. Η Γαλλία παρουσίασε θετικό αλλά συρρικνούμενο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Έτσι, τα πρώτα εννέα χρόνια της ευρωζώνης χαρακτηρίστηκαν από τη διεύρυνση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην περιφέρεια και, σε μικρότερο βαθμό, στην Ιταλία, καθώς και από τα σημαντικά και αυξανόμενα πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών στη Γερμανία και τις μικρότερες οικονομίες του πυρήνα.

---

# ‘Φούσκες’ Ακινήτων, Δημοσιονομικές Ανισορροπίες και Επιδείνωση της Διεθνούς Ανταγωνιστικότητας

---

Για μεγάλο χρονικό διάστημα οι κίνδυνοι από την πτώση των πραγματικών επιτοκίων και την επακόλουθη διεύρυνση των εξωτερικών ανισορροπιών υποτιμήθηκαν. Πολλοί μάλιστα θεώρησαν την πτώση των επιτοκίων ως ιδιαίτερα ευεργετική για τις οικονομίες της περιφέρειας και ένδειξη μιας επιτυχημένης οικονομικής ολοκλήρωσης μεταξύ της περιφέρειας και του πυρήνα της ΕΕ.

Ένα σημαντικό πρόβλημα ήταν ότι μεγάλο μέρος των πρόσθετων επενδύσεων στην περιφέρεια κατευθύνθηκε στους τομείς των μη εμπορευσίμων διεθνώς αγαθών, όπως δημόσιες επενδύσεις και επενδύσεις σε ακίνητα, της στέγασης συμπεριλαμβανομένης. Ως εκ τούτου, η αύξηση του εξωτερικού χρέους δεν συνδέθηκε με την αύξηση της εξαγωγικής ικανότητας των οικονομιών της περιφέρειας. Αυτό δεν ήταν παράξενο, δεδομένου ότι όλες σχεδόν οι οικονομίες της περιφέρειας εισήλθαν στη ζώνη του ευρώ μετά από μία περίοδο επιδείνωσης της διεθνούς τους ανταγωνιστικότητας.

Ακόμη χειρότερο όμως ήταν ότι τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια και οι εισροές κεφαλαίων συνέβαλαν στο να δημιουργηθούν ‘φούσκες’ των τιμών των ακινήτων. Όταν οι ‘φούσκες’ αυτές έσκασαν μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, υπήρξαν σημαντικές απώλειες για τους επενδυτές και τις εγχώριες τράπεζες οι οποίες τους είχαν δανείσει.

Λόγω της στενής σχέσης μεταξύ των κυβερνήσεων και των εγχώριων τραπεζών, υπεύθυνες για τη διάσωση των τραπεζών ήταν οι κυβερνήσεις και όχι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Έτσι, η κατάρρευση των τιμών των ακινήτων οδήγησε τελικά σε αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και χρεών ακόμη και σε χώρες όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία, που κατά τα άλλα είχαν αντιμετωπίσει το δημοσιονομικό τους πρόβλημα.

Οι εισροές συνέβαλαν επίσης στην αύξηση των μισθών και του κόστους εργασίας, γεγονός που οδήγησε σε συνεχείς απώλειες ανταγωνιστικότητας που συνέβαλαν περαιτέρω στη διεύρυνση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Όλες οι οικονομίες της περιφέρειας - Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία και Ισπανία - είχαν ρυθμούς πληθωρισμού πάνω από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Από την άλλη, όλες οι οικονομίες του πυρήνα, εκτός από την Ολλανδία και το Λουξεμβούργο, είχαν ρυθμούς πληθωρισμού κάτω από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ.

Ως εκ τούτου, οι οικονομίες της περιφέρειας δεν επένδυσαν επαρκώς σε τομείς οι οποίοι θα βοηθούσαν μακροπρόθεσμα στην εξυπηρέτηση του αυξανόμενου εξωτερικού χρέους τους, και επιπλέον έχαναν συνεχώς σε διεθνή ανταγωνιστικότητα.

---

# Χρηματοπιστωτικές Ανισορροπίες

---

Η συσσώρευση των ανισορροπιών των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών είχε ως αποτέλεσμα την αντίστοιχη συσσώρευση χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών. Αυτές μεταδόθηκαν στις οικονομίες του πυρήνα που χρηματοδότησαν τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της περιφέρειας, αλλά και τις υψηλότερες επενδύσεις στις ίδιες τις οικονομίες του πυρήνα.

Ο σωρρευτικός πρόσθετος δανεισμός των τραπεζών της Ιρλανδίας ανήλθε σχεδόν στο τετραπλάσιο του ΑΕΠ της χώρας. Για τις τράπεζες στην Αυστρία ανήλθε σε 2,5 φορές το ΑΕΠ. Για τις τράπεζες στην Ισπανία, το Βέλγιο και τη Γαλλία ο νέος τραπεζικός δανεισμός ήταν πάνω από 100% του ΑΕΠ.

Μέχρι το 2007, πολλές τράπεζες της ζώνης του ευρώ δεν ήταν μόνο πολύ ‘μεγάλες για να αποτύχουν’, ήταν επίσης πολύ ‘μεγάλες για να σωθούν’. Καθώς η ευρωζώνη δεν ήταν τραπεζική ένωση, η διάσωση των τραπεζών παρέμενε εθνική ευθύνη. Οι τράπεζες στην Ιρλανδία είχαν υποχρεώσεις ισοδύναμες με 7 φορές το Ιρλανδικό ΑΕΠ. Οι τράπεζες στις οικονομίες του πυρήνα της ζώνης του ευρώ δεν βρίσκονταν σε πολύ καλύτερη θέση, δεδομένου ότι οι τράπεζες είχαν δανείσει περισσότερο από το διπλάσιο του ΑΕΠ της μέσης χώρας. Ο τραπεζικός δανεισμός ήταν περισσότερο από τρεις φορές το ΑΕΠ στη Γερμανία, τη Γαλλία και την Ολλανδία. Για το Λουξεμβούργο, το πολλαπλάσιο ήταν αστρονομικό.

Αναδρομικά, προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι αυτές οι ανισορροπίες πέρασαν σχεδόν απαρατήρητες. Κατά μία έννοια, αυτό ισοδυναμούσε με τη μη συνειδητοποίηση από τις αμερικανικές αρχές του τοξικού χαρακτήρα των τίτλων με βάση τα αυξανόμενα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης.

---

# Από την Ευφορία στην Κρίση

---

Η Ελλάδα υπήρξε μια από τις πρώτες οικονομίες της ευρωζώνης που αποσταθεροποιήθηκε από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση και την ύφεση, κατά την περίοδο 2009-10. Λόγω των σημαντικών εξωτερικών ανισορροπιών, οι οποίες επιδεινώθηκαν λόγω της διεθνούς ύφεσης, του εκλογικού κύκλου και των εσωτερικών πολιτικών ανταγωνισμών, η Ελλάδα οδηγήθηκε στις αρχές του 2010, επί της νεοεκλεγείσας τον Οκτώβριο του 2009 κυβέρνησης του Γιώργου Παπανδρέου, σε μια κρίση εμπιστοσύνης, μία 'αιφνίδια στάση' δανεισμού από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, και σε αναγκαστικό επίσημο δανεισμό από τις άλλες οικονομίες της ΕΕ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ).

Ο επίσημος δανεισμός δεν έγινε μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), όπως έγινε στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες χώρες που επηρεάστηκαν από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση και οι οποίες δανείστηκαν από την Κεντρική τους τράπεζα. Λόγω της τότε ερμηνείας του καταστατικού της, θεωρήθηκε ότι η ΕΚΤ δεν έπρεπε να λειτουργήσει ως δανειστής ύστατης προσφυγής για την Ελλάδα και τις άλλες οικονομίες της περιφέρειας της ευρωζώνης. Έτσι δημιουργήθηκε ένα νέο διακυβερνητικό χρηματοδοτικό όργανο της ζώνης του ευρώ, που μετεξελίχθηκε στον σημερινό Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ).

Η παροχή βοήθειας προς την Ελλάδα, και λίγο αργότερα προς την Ιρλανδία και την Πορτογαλία, συνδέθηκε με πολυετή πρόγραμμα δημοσιονομικής και μακροοικονομικής προσαρμογής, υπαγορευμένα από τους διεθνείς πιστωτές τους, που δεν ήταν άλλοι από τις υπόλοιπες οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Τα προγράμματα αυτά, βασιζόμενα σχεδόν αποκλειστικά στη δημοσιονομική συρρίκνωση, αλλά και στην ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, ως το 2015 για την περίπτωση της Ελλάδος, οδήγησαν την ελληνική οικονομία στην βαθύτερη και μακρύτερη μεταπολεμική της ύφεση.

---

# Η Κρίση της Ευρωζώνης

---

Ήδη από τις αρχές του 2010, οι χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν αρχίσει να αναρωτιούνται εάν η αποτυχία της Ελλάδας να αντιμετωπίσει την κρίση θα μπορούσε να αφορά και άλλες χώρες. Αυτές οι αμφιβολίες - σε συνδυασμό με την αμείλικτη λογική της ανατροφοδοτούμενης δίνης μεταξύ επιτοκίων και χρέους - ήταν αρκετές για να αυξηθεί το ασφάλιστρο κινδύνου και για άλλα μέλη της ζώνης του ευρώ εκτός από την Ελλάδα.

Αυτό που αποδείχθηκε αποφασιστικό ήταν εάν τα δημοσιονομικά προβλήματα ενός κράτους συνδυάζονταν και με προβλήματα του ισοζυγίου πληρωμών. Μόνο οι χώρες που είχαν δανειστεί σημαντικά ποσά από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές αντιμετώπισαν προβλήματα. Το κόστος δανεισμού της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας αυξήθηκε απότομα όταν ανακοινώθηκε η διάσωση της Ελλάδας.

Αυτή ήταν η αρχή της μετάδοσης της κρίσης δανεισμού από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία επηρέασε όλες τις χώρες με σημαντικά και παρατεταμένα εξωτερικά ελλείμματα, όπως η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιταλία. Όπως αποδείχθηκε, λόγω της 'εθνικής μεροληψίας' των ευρωπαϊκών τραπεζών, οι επενδυτές της ευρωζώνης ήταν πολύ πιο επιφυλακτικοί όσον αφορά τη χορήγηση δανείων σε κυβερνήσεις άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ από ό,τι για τη χορήγηση δανείων στη δική τους κυβέρνηση.

Η αύξηση των ασφαλίσεων κινδύνου οδήγησε στην έγκριση σχεδίων διάσωσης τόσο για την Ιρλανδία όσο και για την Πορτογαλία, αν και με πολύ διαφορετικά χαρακτηριστικά από την Ελλάδα. Στην περίπτωση της Ιρλανδίας, η ανισορροπία που αποδείχθηκε αποφασιστική ήταν η κατάσταση των ιρλανδικών τραπεζών.

---

# Η ‘Χρηματοπιστωτική Δίνη’ και ο ‘Μοιραίος Βρόχος’

---

Τόσο οι τράπεζες όσο και οι κυβερνήσεις υπόκεινται στους κινδύνους μιας ‘χρηματοπιστωτικής δίνης’. Οι τράπεζες δανείζονται χρήματα βραχυπρόθεσμα για να δανείσουν μακροπρόθεσμα. Για κάθε ευρώ βραχυπρόθεσμων καταθέσεων, μία τράπεζα παρέχει μακροπρόθεσμα δάνεια δώδεκα και πλέον ευρώ - αυτή είναι η φύση της μόχλευσης.

Η μόχλευση αυξάνει την κερδοφορία αλλά αυξάνει και τους κινδύνους για το τραπεζικό σύστημα. Οι κίνδυνοι αυτοί εκδηλώνονται σε περιόδους κρίσης. Το 2008, οι ιρλανδικές τράπεζες είχαν δάνεια 7,8 φορές υψηλότερα από το Ιρλανδικό ΑΕΠ. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση οδήγησε σε κρίση τις ιρλανδικές τράπεζες και ώθησε την κυβέρνηση της Ιρλανδίας σε ένα σχέδιο διάσωσης το Νοέμβριο του 2010, το οποίο αύξησε σημαντικά το δημόσιο χρέος της χώρας. Αυτό ήταν το πρώτο παράδειγμα του ‘μοιραίου βρόχου’ (doom-loop) μεταξύ τραπεζικού και δημόσιου χρέους.

Η ένταξη και της Ιρλανδίας σε σχέδιο ‘διάσωσης’ επιδείνωσε την κρίση στην ευρωζώνη. Ακολούθησε η Πορτογαλία τον Μάιο του 2011 και το δεύτερο ελληνικό σχέδιο διάσωσης τον Ιούλιο του 2011.

Τον Ιούλιο του 2011, συμφωνήθηκε καταρχήν το δεύτερο ελληνικό πρόγραμμα. Ένα από τα στοιχεία του επιδείνωσε την κατάσταση σε ολόκληρη την ευρωζώνη. Στο πλαίσιο της νέας άποψης των ηγετών της ΕΑ ότι ο ιδιωτικός τομέας πρέπει να καλύψει μέρος του κόστους της διάσωσης, οι ιδιώτες κάτοχοι χρέους της ελληνικής κυβέρνησης θα δέχονταν την απομείωση περίπου στο μισό της ονομαστικής αξίας των τοποθετήσεων τους σε ομόλογα, μέσω αυτού που ονομάστηκε κατ’ ευφημισμόν συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement ή PSI).

Αυτή ήταν μια κλήση αφύπνισης για όσους επενδυτές εξακολουθούσαν να θεωρούν αξιόπιστη τη ρήτρα της Συνθήκης του Μάαστριχτ περί μη πτώχευσης. Οι αγορές άρχισαν να απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις στα κρατικά ομόλογα του Βελγίου, της Ισπανίας και της Ιταλίας. Ιδιαίτερα η Ιταλία, δεδομένου του μεγέθους της οικονομίας και του τεράστιου χρέους της, ήταν μια ενδεχομένως θανάσιμη απειλή για τη ζώνη του ευρώ. Ο ‘μοιραίος βρόχος’ άρχισε να κινείται από την περιφέρεια προς τον πυρήνα της ευρωζώνης.

---

# Η Διπλή Ύφεση και οι Δημοσιονομικές Περικοπές

---

Οι δημοσιονομικές περικοπές στην περιφέρεια, μετά την κρίση του 2010, επιδείνωσαν το πρόβλημα της ύφεσης, καθώς οι χώρες που εντάχθηκαν στα προγράμματα διάσωσης, ή εκείνες που επηρεάστηκαν από τον 'μοιραίο-βρόχο', δεν είχαν άλλη επιλογή παρά να μειώσουν τα δημοσιονομικά τους ελλείμματα.

Η ευρωζώνη στο σύνολό της παρουσίαζε ένα πρωτογενές έλλειμμα περίπου 350 δισ. ευρώ το 2010, το οποίο μειώθηκε σε μόλις 10 δισ. ευρώ το 2014. Επρόκειτο για ένα τεράστιο αρνητικό μακροοικονομικό σοκ - ίσο με τέσσερις εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ της ευρωζώνης.

Οι δημοσιονομικές περικοπές προήλθαν τόσο από τις χώρες της περιφέρειας όσο και από τις χώρες του πυρήνα που δεν αντιμετώπιζαν κρίση χρέους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η ύφεση του 2009 είχε ωθήσει πολλές άλλες χώρες στο όριο του 3% για το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης που προβλέπεται στο δρόμο σταθερότητας και ανάπτυξης.

Η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Ιταλία, η Πορτογαλία και η Ισπανία αντιπροσώπευαν το 48% περίπου των συνολικών δημοσιονομικών περικοπών, αν και αντιπροσωπεύουν μόνο το ένα τρίτο του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, οι δημοσιονομικές περικοπές στη Γερμανία αντιπροσώπευαν το 32% του συνόλου, ενώ αυτές στη Γαλλία το 13% των συνολικών περικοπών στη ζώνη του ευρώ.

Επειδή οι δημοσιονομικές περικοπές ήταν κυρίως φορολογικές αυξήσεις και, σε μικρότερο βαθμό, μειώσεις πρωτογενών δαπανών, οι αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα ήταν ακόμη μεγαλύτερες. Ως εκ τούτου, το 2011, η ζώνη του ευρώ βρισκόταν και πάλι σε ύφεση, μετά τη βραχύβια ανάκαμψη του 2010.

---

# Δήλωση Draghi: Η ΕΚΤ θα κάνει ‘οτιδήποτε χρειαστεί’

---

Τα πράγματα πήγαιναν από το κακό στο χειρότερο. Κάθε προσπάθεια να τερματιστεί η κρίση φαινόταν να επιδεινώνει την κατάσταση.

Οι αρνητικές επιπτώσεις επηρέασαν ακόμη και τη Γαλλία. Το χρέος της υποβαθμίστηκε και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της αυξήθηκαν σημαντικά σε σχέση με εκείνες άλλων χωρών του πυρήνα της ευρωζώνης όπως η Γερμανία και οι μικρότερες οικονομίες της κεντρικής και βόρειας Ευρώπης. Ο πρωθυπουργός της Βρετανίας Gordon Brown έρριξε λάδι στη φωτιά όταν σε δηλώσεις του υπονόησε ότι η Ιταλία και η Γαλλία ενδεχομένως θα χρειαστούν προγράμματα διάσωσης.

Το πρόβλημα εξαπλώθηκε στην Κύπρο, οι τράπεζες της οποίας δέχθηκαν σοβαρό πλήγμα από την απομείωση του ελληνικού χρέους. Η Κύπρος ζήτησε να ενταχθεί σε πρόγραμμα διάσωσης τον Ιούνιο του 2012. Το πρόγραμμα συμφωνήθηκε το Μάρτιο του 2013.

Περιτό να πούμε ότι μια κρίση που απειλούσε την Ιταλία και τη Γαλλία ήταν μια κρίση παγκόσμιων διαστάσεων. Αυτό δεν ήταν πλέον ζήτημα της Ελλάδας και των άλλων μικρότερων οικονομιών της περιφέρειας. Μια κρίση αυτών των διαστάσεων είχε τη δυνατότητα να ανατινάξει τη ζώνη του ευρώ και την ίδια την ΕΕ. Η παγκόσμια οικονομία απειλείτο με ένα άλλο σοκ μεγέθους Lehman. Με τους ηγέτες της ΕΖ προδήλως ανίκανους να διαχειριστούν τα γεγονότα, κάτι έπρεπε να γίνει.

Αυτό ήταν η ισχυρή και αποτελεσματική παρέμβαση του προέδρου της ΕΚΤ, Mario Draghi, στη διάσημη ομιλία του τον Ιούλιο του 2012. Δήλωσε δημόσια ότι η ΕΚΤ θα κάνει ‘ό,τι χρειάζεται’ για να διασώσει τη ζώνη του ευρώ. Η δήλωση αυτή προκάλεσε αντιστροφή των αρνητικών προσδοκιών. Καθώς η ΕΚΤ στήριξε τη δήλωση αυτή με ένα πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, το κόστος δανεισμού για τις χώρες που είχαν αρχίσει να επηρεάζονται αρνητικά σταδιακά επέστρεψε σε επίπεδα πριν από την κρίση.

---

# Γιατί Λειτουργήσε η δήλωση Draghi

---

Ο βασικός μηχανισμός μεταγωγής που πυροδότησε ο Draghi με τη δήλωσή του είναι μια άμεση συνέπεια της λογικής μιας κρίσης χρέους.

Οι μαζικές πωλήσεις ομολόγων που δημιουργούν την κρίση χρέους προκαλούνται από το φόβο. Ο φόβος προκαλείται από την υποψία ότι όλοι οι άλλοι θα πουλήσουν τα ομόλογα μιας χώρας, οδηγώντας έτσι το κόστος δανεισμού μέχρι το σημείο όπου η χώρα δεν θα μπορεί να εξυπηρετεί το χρέος της.

Αλλά αν υπάρχει ένας αγοραστής 'ύστατης προσφυγής' - κάποιος που μπορεί να αγοράσει μεγάλες ποσότητες ομολόγων - ο φόβος εξαφανίζεται και οι επενδυτές είναι ευτυχείς να συνεχίσουν να διακρατούν τα ομόλογα.

Αυτό έκανε ο Mario Draghi το καλοκαίρι του 2012 και η παρέμβασή του λειτουργήσε. Ήταν η αρχή του τέλους της κρίσης της ευρωζώνης.

Δυστυχώς η παρέμβασή του ήλθε πολύ αργά για την Ελλάδα, την οποία άλλωστε δεν αφορούσε στην περίοδο εκείνη.

---

# Συμπεράσματα από την Κρίση της Ευρωζώνης

---

Η βασική αιτία της κρίσης της ευρωζώνης ήταν η ανάγκη για ταχεία εξάλειψη των εξωτερικών ανισορροπιών μεταξύ της περιφέρειας και του πυρήνα. Οι ανισορροπίες αυτές δημιουργήθηκαν στη δεκαετία του 2000, πριν από την κρίση. Ορισμένες από αυτά αφορούσαν μόνο τον ιδιωτικό δανεισμό (ιδίως στην Ιρλανδία και την Ισπανία) και ορισμένες αφορούσαν τόσο τον ιδιωτικό όσο και το δημόσιο δανεισμό (ειδικά στην Ελλάδα και την Πορτογαλία). Σε κάθε περίπτωση, μετά το ξέσπασμα της κρίσης, το ιδιωτικό χρέος μετατράπηκε σε δημόσιο χρέος, λόγω της στενής σχέσης μεταξύ εθνικών τραπεζών και κυβερνήσεων, καθώς η ευρωζώνη δεν ήταν καν τραπεζική ένωση.

Η 'στάση' οδήγησε σε μια παρατεταμένη κρίση και όχι σε ένα διαχειρίσιμο προσωρινό πρόβλημα, καθώς τα μέλη της ευρωζώνης δεν μπορούσαν να προσφύγουν σε υποτίμηση του νομίσματός τους, και η ΕΚΤ δεν μπορούσε να χρηματοδοτήσει τις κυβερνήσεις, όπως συνέβη με την Fed στις ΗΠΑ στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-09.

Αυτό δημιούργησε μια κρίση εμπιστοσύνης, αρχικά για τις χώρες της περιφέρειας, αλλά αργότερα και για ορισμένες από τις χώρες του πυρήνα, όσον αφορά την ικανότητά τους να συνεχίσουν να εξυπηρετούν κανονικά τα δημόσια και ιδιωτικά εξωτερικά τους χρέη. Η κρίση επιδεινώθηκε στα αρχικά της στάδια από τις ανεπιτυχείς προσπάθειες αντιμετώπισης του προβλήματος του χρέους.

---

# Θεσμικές Μεταρρυθμίσεις Μετά την Κρίση

---

Η κρίση χρέους που συγκλόνισε τη ζώνη του ευρώ μετά το 2010 αποτέλεσε τη σοβαρότερη δοκιμασία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης από τη δημιουργία της. Η κρίση ανέδειξε με δραματικό τρόπο ότι η ευρωζώνη διέθετε κοινή νομισματική πολιτική και κοινό νόμισμα, αλλά δεν διέθετε επαρκείς θεσμούς για τη διαχείριση κρίσεων, τη χρηματοδοτική στήριξη κρατών, την εποπτεία τραπεζών και τον αποτελεσματικό συντονισμό των οικονομικών πολιτικών.

Η αντίδραση της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπήρξε βαθιά και πολυδιάστατη. Μέσα σε λίγα χρόνια, η αρχιτεκτονική της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης μετασχηματίστηκε ουσιαστικά.

---

# Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας και η Μεταρρύθμιση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης

---

Η σημαντικότερη ίσως θεσμική καινοτομία ήταν η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ, European Stability Mechanism ή ESM), ο οποίος τέθηκε σε λειτουργία το 2012. Πριν από την κρίση, δεν υπήρχε μόνιμος μηχανισμός χρηματοδοτικής στήριξης για χώρες που έχαναν την πρόσβασή τους στις αγορές. Ο ΕΜΣ δημιουργήθηκε ως διεθνής οργανισμός των χωρών της ευρωζώνης και έχει τη δυνατότητα να παρέχει δάνεια, προληπτικές πιστωτικές γραμμές και άλλες μορφές στήριξης, υπό αυστηρούς όρους οικονομικής προσαρμογής. Ο ΕΜΣ αποτέλεσε το ευρωπαϊκό ανάλογο ενός περιφερειακού ΔΝΤ και διαδραμάτισε καθοριστικό ρόλο στα προγράμματα στήριξης της Ελλάδας, της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας, της Ισπανίας και της Κύπρου.

Η κρίση αποκάλυψε επίσης ότι το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης δεν είχε εφαρμοστεί αποτελεσματικά. Για την αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος υιοθετήθηκαν το 2011 και το 2013 μεταρρυθμίσεις που ενίσχυσαν την εποπτεία των εθνικών προϋπολογισμών, εισήγαγαν αυστηρότερη παρακολούθηση του δημόσιου χρέους και καθιέρωσαν διαδικασίες για την πρόληψη μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Παράλληλα, το 2013 τέθηκε σε ισχύ και το Δημοσιονομικό Σύμφωνο (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union ή TSCG), το οποίο υποχρέωσε τα κράτη-μέλη να ενσωματώσουν στο εθνικό τους δίκαιο κανόνες για σχεδόν ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς.

---

# Η Τραπεζική Ένωση

---

Μία από τις σημαντικότερες αδυναμίες που ανέδειξε η κρίση ήταν ο στενός δεσμός μεταξύ κρατών και τραπεζών. Οι αδύναμες τράπεζες επιβάρυναν τα δημόσια οικονομικά, ενώ οι δημοσιονομικές κρίσεις αποδυνάμωναν τις τράπεζες που κατείχαν κρατικά ομόλογα.

Για την αντιμετώπιση αυτού του φαύλου κύκλου δημιουργήθηκε η Τραπεζική Ένωση. Από το 2014, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ανέλαβε την άμεση εποπτεία των μεγαλύτερων τραπεζών μέσω του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (Single Supervisory Mechanism, ή SSM). Στη συνέχεια δημιουργήθηκε ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης (Single Resolution Mechanism, ή SRM) και το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης (Single Resolution Fund, ή SRF), που επιτρέπουν την οργανωμένη αναδιάρθρωση ή εκκαθάριση προβληματικών τραπεζών με περιορισμένη επιβάρυνση των φορολογουμένων.

Παρά τη σημαντική πρόοδο, η τραπεζική ένωση παραμένει ατελής, καθώς δεν έχει ακόμη υλοποιηθεί ένα πλήρως κοινό ευρωπαϊκό σύστημα εγγύησης καταθέσεων.

---

# Η Διεύρυνση του Ρόλου της ΕΚΤ ως Δανειστή Ύστατης Προσφυγής

---

Καθοριστικής σημασίας υπήρξε και η αλλαγή του ρόλου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Το 2012, ο τότε πρόεδρος της Mario Draghi δήλωσε ότι η ΕΚΤ θα κάνει 'οτιδήποτε χρειαστεί' για να διαφυλάξει το ευρώ. Η δήλωση αυτή συνοδεύτηκε από τη δημιουργία του προγράμματος Απευθείας Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transactions ή OMT), το οποίο επέτρεψε την υπό όρους αγορά κρατικών ομολόγων χωρών που βρίσκονταν υπό πρόγραμμα στήριξης.

Αργότερα, η ΕΚΤ υιοθέτησε προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης και στοχευμένης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των τραπεζών. Έτσι, απέκτησε ουσιαστικά τον ρόλο του δανειστή ύστατης προσφυγής όχι μόνο για τις τράπεζες αλλά και, έμμεσα, για τα κράτη της ευρωζώνης. Ο ρόλος αυτός πάντως υπόκειται σε σημαντικούς περιορισμούς.

---

# Η Βελτίωση των Μηχανισμών Συντονισμού και τα Δειλά Βήματα προς Δημοσιονομική Ενοποίηση

---

Η κρίση οδήγησε επίσης στη δημιουργία νέων διαδικασιών οικονομικού συντονισμού. Μέσω του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Συμβούλιο αξιολογούν ετησίως τις οικονομικές πολιτικές των κρατών-μελών και διατυπώνουν συγκεκριμένες συστάσεις.

Επιπλέον, η Διαδικασία Μακροοικονομικών Ανισορροπιών επιτρέπει την έγκαιρη ανίχνευση προβλημάτων όπως μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, υπερβολικός ιδιωτικός δανεισμός ή απώλεια ανταγωνιστικότητας.

Η εμπειρία της κρίσης συνέβαλε και στη μεταγενέστερη δημιουργία κοινών ευρωπαϊκών δημοσιονομικών εργαλείων. Κατά την πανδημία του 2020, η European Union υιοθέτησε το πρόγραμμα ΕΕ-Επόμενης-Γενιάς (NextGenerationEU), το οποίο χρηματοδοτήθηκε μέσω κοινής έκδοσης ευρωπαϊκού χρέους. Κεντρικό στοιχείο του προγράμματος αυτού είναι το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility ή RRF)). Αν και δεν αποτελεί πλήρη δημοσιονομική ένωση, σηματοδότησε ένα σημαντικό βήμα προς μεγαλύτερη δημοσιονομική αλληλεγγύη.

---

# Η Ευρωζώνη μετά την Κρίση

---

Αποτέλεσμα των μεγάλων ασυμμετριών και άλλων οικονομικών και διακυβερνητικών προβλημάτων της ζώνης του ευρώ είναι το γεγονός ότι οι προσπάθειες προσαρμογής μετά την κρίση μετατόπισαν το βάρος σχεδόν αποκλειστικά προς τις ασθενέστερες οικονομίες στην περιφέρεια της ζώνης του ευρώ, οι οποίες καταδικάστηκαν σε βαθιές υφέσεις, παρατεταμένη αύξηση της ανεργίας, συνεχείς αυξήσεις των φόρων και υπερβολικό κοινωνικό κόστος για τους νέους εργαζόμενους και τους συνταξιούχους. Οι οικονομίες του πυρήνα, και ιδίως οι Γερμανία, εξήλθαν σχεδόν αλώβητες από την κρίση, αν δεν ωφελήθηκαν κιόλας.

Μολονότι μια σειρά από μεταρρυθμίσεις προωθήθηκαν μετά την κρίση του 2010, οι μεταρρυθμίσεις αυτές δεν έχουν ολοκληρωθεί, και η ζώνη του ευρώ παραμένει μια ζώνη ενιαίου νομίσματος με σημαντικές πραγματικές και δημοσιονομικές ασυμμετρίες, διαχωρισμένα εθνικά δημοσιονομικά συστήματα, αδύναμο συντονισμό των δημοσιονομικών πολιτικών και σχεδόν ανυπόστατο ομοσπονδιακό προϋπολογισμό.

Ταυτόχρονα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) παραμένει η μόνη μεγάλη κεντρική τράπεζα στον βιομηχανικό κόσμο, η οποία δεν μπορεί να λειτουργήσει ελεύθερα ως δανειστής ύστατης προσφυγής σε κυβερνήσεις και εμπορικές τράπεζες σε περιόδους κρίσης.

Επιπλέον, οι αγορές εργασίας στη ζώνη του ευρώ παραμένουν κατακερματισμένες, συμβάλλοντας σε σημαντικές διαφορές στα ποσοστά ανεργίας, οι οποίες δεν διορθώνονται ούτε σε βάθος χρόνου, λόγω της αξιοσημείωτα χαμηλής κινητικότητας του εργατικού δυναμικού στην Ευρώπη.

Ως εκ τούτου, η ευρωζώνη όχι μόνο δεν ικανοποιεί το βασικό κριτήριο που προτείνεται από τις αναλύσεις για βέλτιστες νομισματικές περιοχές, δηλαδή την απουσία ασυμμετρίας και ασύμμετρων διαταραχών, αλλά επιπλέον δεν ικανοποιεί ούτε τα άλλα δύο βασικά κριτήρια μακροοικονομικής σταθεροποίησης, δηλαδή τις ενοποιημένες αγορές εργασίας και την ύπαρξη ενός ομοσπονδιακού προϋπολογισμού ο οποίος θα λειτουργούσε ως αυτόματος σταθεροποιητής στην περίπτωση ασύμμετρων μακροοικονομικών διαταραχών. Τέλος, η αντίδρασή της σε σημαντικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις παρεμποδίζεται από την έλλειψη ενός αποτελεσματικού δανειστή της έσχατης λύσης, παρά τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ).

---

# Οι ΗΠΑ και η Ευρωζώνη ως Βέλτιστες Νομισματικές Περιοχές

---

Οι ΗΠΑ είναι πολύ εγγύτερα στα κριτήρια μιας βέλτιστης νομισματικής περιοχής από ό,τι η ζώνη του ευρώ.\*

Πρώτα από όλα, οι αγορές των ΗΠΑ είναι πολύ πιο ενοποιημένες από τις αγορές της ΕΕ, καθώς το διασυνοριακό εμπόριο μεταξύ των πολιτειών ανέρχεται στο 66% του ΑΕΠ των ΗΠΑ, ενώ το διασυνοριακό εμπόριο μεταξύ των κρατών-μελών ανέρχεται σε μόλις 17% του ΑΕΠ της ΕΕ.

Δεύτερον, όσον αφορά τις ασύμμετρες επιπτώσεις των διαταραχών, δεν φαίνεται να υπάρχουν μεγάλες διαφορές μεταξύ των ΗΠΑ και της ΕΕ. Ο μέσος συντελεστής συσχέτισης των ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ στις πολιτείες των ΗΠΑ είναι 0,46 και στις χώρες-μέλη της ΕΕ είναι 0,50. Οι μακροοικονομικές ασυμμετρίες φαίνεται να επηρεάζουν τις ΗΠΑ και την ΕΕ στον ίδιο περίπου βαθμό.

Ωστόσο, οι ΗΠΑ βρίσκονται πολύ μπροστά από την ΕΕ όσον αφορά το κριτήριο της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού. Το μέσο ποσοστό των πολιτών σε μία αμερικανική πολιτεία οι οποίοι γεννήθηκαν εκτός αυτής της πολιτείας είναι 42%, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο σε μια χώρα της ΕΕ είναι μόλις 14%. Με βάση αυτό το κριτήριο, η κινητικότητα της εργασίας είναι τρεις φορές μεγαλύτερη στις ΗΠΑ από ό,τι στην ΕΕ.

Επιπλέον, οι ΗΠΑ βρίσκονται πολύ μπροστά αναφορικά με το κριτήριο της δημοσιονομικής ενοποίησης, το οποίο σχετίζεται με τις δημοσιονομικές μεταβιβάσεις και την αποτελεσματικότητα των αυτόματων σταθεροποιητών, όταν υπάρχουν διαταραχές που πλήττουν ασύμμετρα τις διάφορες πολιτείες και χώρες-μέλη. Στις ΗΠΑ περίπου το 30% μιας εισοδηματικής διαταραχής σε μία πολιτεία αντισταθμίζεται μέσω των ομοσπονδιακών δημοσιονομικών μεταβιβάσεων. Στην ΕΕ, το σχετικό ποσοστό είναι μόνο 0,5% για ένα κράτος-μέλος της. Έτσι, το χαμηλό επίπεδο του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού της ΕΕ σε σχέση με τις ΗΠΑ έχει σημαντικές επιπτώσεις στην ικανότητα της ΕΕ να αντιμετωπίσει διαταραχές με ασύμμετρες επιπτώσεις μέσω μεταβιβάσεων από τις χώρες που δεν επηρεάζονται από τη σχετική διαταραχή.

---

\* Βλ. O'Rourke, K.H. and Taylor A.M. (2013), "Cross of Euros", *Journal of Economic Perspectives*, 27 (3), pp. 167-192.

---

# Το Ευρώ ως Διεθνές Αποθεματικό Νόμισμα

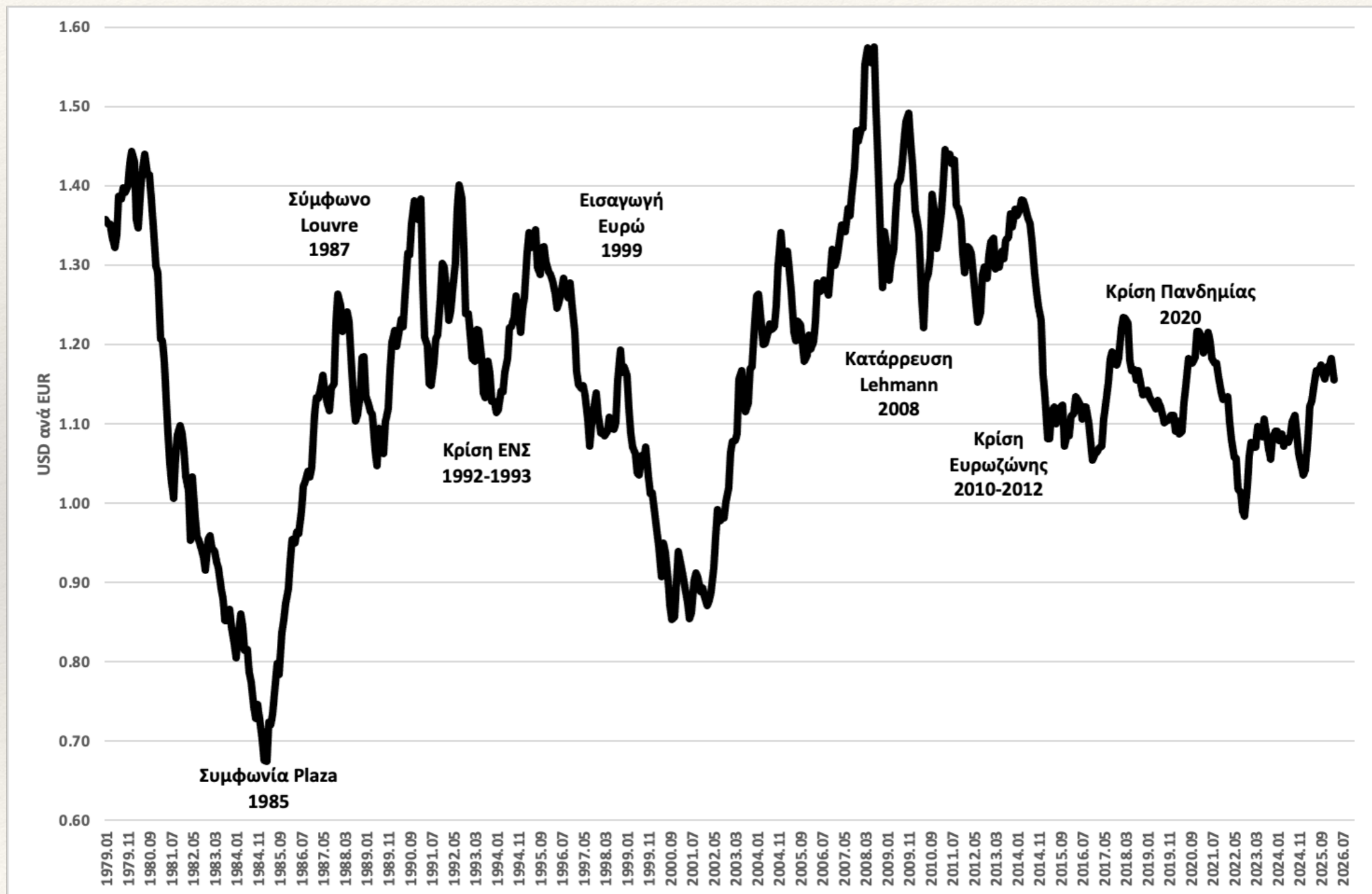
---

Παρά τις αδυναμίες της ζώνης του ευρώ, το ευρώ εισήλθε στο διεθνές νομισματικό σύστημα με ασυνήθιστα ισχυρά θεμελιώδη.

Η ζώνη του ευρώ ένωσε οικονομίες που αντιπροσωπεύουν μεγάλο μερίδιο του παγκόσμιου ΑΕΠ και του εμπορίου, καθιστώντας το ευρώ φυσικό υποψήφιο για διεθνή χρήση.

Ωστόσο, οι εγγενείς αδυναμίες της ευρωζώνης που αποκαλύφθηκαν μετά την κρίση του 2010, σε συνδυασμό με τη γεωπολιτική αδυναμία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, περιόρισαν τις προσδοκίες ότι το ευρώ θα μπορούσε σε βάθος χρόνου να ανταγωνιστεί ή και να υποκαταστήσει το ρόλο του δολαρίου στο διεθνές νομισματικό σύστημα.

# Η Ισοτιμία Δολαρίου (\$) Ευρώ (€) 1979-2025



---

# Η Πορεία της Ισοτιμίας Δολαρίου (\$) ECU (€): 1979-1998

---

Τα τέλη της δεκαετίας του 1970 και οι αρχές της δεκαετίας του 1980 χαρακτηρίστηκαν από μία μεγάλη ανατίμηση του δολαρίου. Μετά την κατάρρευση του Bretton Woods, οι ΗΠΑ αντιμετώπισαν υψηλό πληθωρισμό, που αντιμετωπίστηκε επιθετικά από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα (Federal Reserve) υπό τον Paul Volcker. Η απότομη μεταβολή της αμερικανικής νομισματικής πολιτικής αύξησε τα πραγματικά επιτόκια σε πρωτοφανή επίπεδα, προσέλκυσε παγκόσμιες εισροές κεφαλαίων και εκτόξευσε το δολάριο έναντι των ευρωπαϊκών νομισμάτων. Ταυτόχρονα, η Ευρώπη βίωνε ασθενέστερη ανάπτυξη και μεγαλύτερη διασπορά πληθωρισμού, περιορίζοντας την ελκυστικότητα των ευρωπαϊκών περιουσιακών στοιχείων.

Στα μέσα της δεκαετίας του 1980, ωστόσο, το δολάριο είχε καταστεί υπερβολικά ισχυρό, συμβάλλοντας σε μεγάλη διεύρυνση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ και αυξανόμενες προστατευτικές πιέσεις. Η Συμφωνία του Plaza το 1985 σηματοδότησε σημείο καμπής. Μέσω συντονισμένων παρεμβάσεων και σηματοδότησης πολιτικής από τις μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες, το δολάριο αποδυναμώθηκε συνειδητά. Αυτό εξηγεί την απότομη αντιστροφή της ισοτιμίας ευρώ (ECU)-δολαρίου μετά το 1985, καθώς τα ευρωπαϊκά νομίσματα ανατιμήθηκαν σημαντικά έναντι του δολαρίου.

Η ταχεία υποτίμηση του δολαρίου μετά τη Συμφωνία του Plaza προκάλεσε ανησυχίες υπερβολικής διόρθωσης. Σε απάντηση, η Συμφωνία του Λούβρου το 1987 επιχείρησε να σταθεροποιήσει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες γύρω από τα επίπεδα που είχαν διαμορφωθεί στο μεταξύ. Αν και μείωσε προσωρινά τη μεταβλητότητα, οι υποκείμενες ασυμμετρίες σύντομα επανεμφανίστηκαν. Στην Ευρώπη, η προσπάθεια διατήρησης συναλλαγματικής σταθερότητας μέσω του ΕΝΣ ανέδειξε ολοένα και περισσότερο τις αποκλίσεις πληθωρισμού και νομισματικής πολιτικής μεταξύ των κρατών-μελών.

Οι εντάσεις αυτές κορυφώθηκαν στην κρίση του ΕΝΣ το 1992-93. Η γερμανική επανένωση προκάλεσε σύσφιγξη της νομισματικής πολιτικής από τη Bundesbank, ενώ άλλες χώρες αδυνατούσαν ή δεν επιθυμούσαν να ακολουθήσουν χωρίς σοβαρό εγχώριο κόστος. Με την κινητικότητα κεφαλαίων σε μεγάλο βαθμό αποκατεστημένη, οι κερδοσκοπικές επιθέσεις εξανάγκασαν την ιταλική λιρέτα και τη βρετανική στερλίνα εκτός ΜΣΙ, ενώ τα υπόλοιπα νομίσματα είδαν τα περιθώρια διακύμανσης να διευρύνονται δραματικά. Η συναλλαγματική μεταβλητότητα της περιόδου αντανακλά αυτές τις θεσμικές πιέσεις και τα όρια των σταθερών αλλά προσαρμόσιμων ισοτιμιών υπό ελεύθερες ροές κεφαλαίων.

---

# Η Πορεία της Ισοτιμίας Δολαρίου (\$) Ευρώ (€): 1999-2008

---

Παρά την κρίση του ΜΣΙ, οι Ευρωπαίοι ηγέτες επιτάχυναν την πορεία προς τη νομισματική ένωση. Η προοπτική αμετάκλητα σταθερών ισοτιμιών και ενιαίου νομίσματος αποκατέστησε την εμπιστοσύνη μεσοπρόθεσμα. Στα έτη που προηγήθηκαν της εισαγωγής του ευρώ το 1999, οι ισοτιμίες κυμαίνονταν αλλά ολοένα και περισσότερο επηρεάζονταν από τις προσδοκίες σύγκλισης και τον αποπληθωρισμό σε όλη την Ευρώπη.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 έως την παραμονή της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, το ευρώ άρχισε να ανατιμάται σταθερά, φθάνοντας σε ιστορικά υψηλά έναντι του δολαρίου. Η περίοδος αυτή συνέπεσε με τη διεύρυνση των ελλειμμάτων τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, τη χαμηλή αποταμίευση στις ΗΠΑ και την αντίληψη ότι το δολάριο ήταν διαρθρωτικά υπερτιμημένο. Ταυτόχρονα, η ΕΚΤ καθιέρωσε ισχυρή φήμη αναφορικά με τη σταθερότητα των τιμών και οι χρηματοπιστωτικές αγορές της ζώνης του ευρώ εμβάθυνθηκαν. Οι εξελίξεις αυτές ενθάρρυναν τη διαφοροποίηση αποθεματικών και τις εισροές χαρτοφυλακίων σε περιουσιακά στοιχεία εκπεφρασμένα σε ευρώ.

Η ανατίμηση αντανακλούσε επίσης τις παγκόσμιες συνθήκες ρευστότητας και τις μεταβολές στους κύκλους επιτοκίων. Καθώς η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ χαλάρωσε την πολιτική της μετά την έκρηξη της 'φούσκας dot-com' και τα παγκόσμια κεφάλαια αναζήτησαν εναλλακτικές στα δολαριακά περιουσιακά στοιχεία, το ευρώ ωφελήθηκε. Έως το 2008, το ευρώ θεωρούνταν ευρέως ως το δεύτερο πιο αξιόπιστο διεθνές νόμισμα.

---

# Η Πορεία της Ισοτιμίας Δολαρίου (\$) Ευρώ (€): 2009-2015

---

Η κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 σηματοδότησε μια ακόμη απότομη αντιστροφή. Παρά το ότι η κρίση ξεκίνησε στις ΗΠΑ, το δολάριο ανατιμήθηκε έντονα καθώς οι επενδυτές αναζήτησαν ασφαλή και ρευστά περιουσιακά στοιχεία και έσπευσαν να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση σε δολάρια. Το ευρώ υποτιμήθηκε αναλόγως, καταδεικνύοντας τον ρόλο του δολαρίου ως του κυρίαρχου αποθεματικού νομίσματος παγκοσμίως.

Η επακόλουθη κρίση χρέους της ζώνης του ευρώ, από το 2010, άσκησε παρατεταμένη καθοδική πίεση στο ευρώ. Οι αυξανόμενες αμφιβολίες για τη δημοσιονομική βιωσιμότητα, ο φαύλος κύκλος τραπεζών-κρατών και η απουσία σαφούς δανειστή ύστατης προσφυγής για τις κυβερνήσεις οδήγησαν τις αγορές να τιμολογήσουν κίνδυνο διάλυσης της ευρωζώνης. Οι συναλλαγματικές κινήσεις της περιόδου αντανακλούσαν όχι μόνο ασθενή ανάπτυξη και αποκλίνουσες δημοσιονομικές θέσεις, αλλά και υπαρξιακά ερωτήματα για την επιβίωση της νομισματικής ένωσης.

Το αποφασιστικό σημείο καμπής ήρθε το 2012, όταν ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Μάριο Ντράγκι δήλωσε ότι η ΕΚΤ θα έκανε 'ό,τι χρειαστεί' για να διασώσει το ευρώ. Η ανακοίνωση του προγράμματος 'απευθείας αγοράς ομολόγων' (OMT) αποκατέστησε την εμπιστοσύνη αφαιρώντας ουσιαστικά τον κίνδυνο ακραίων εξελίξεων, παρότι το πρόγραμμα δεν ενεργοποιήθηκε ποτέ. Η συναλλαγματική μεταβλητότητα μειώθηκε και το ευρώ σταθεροποιήθηκε έναντι του δολαρίου.

---

# Η Πορεία της Ισοτιμίας Δολαρίου (\$) Ευρώ (€) μετά το 2015

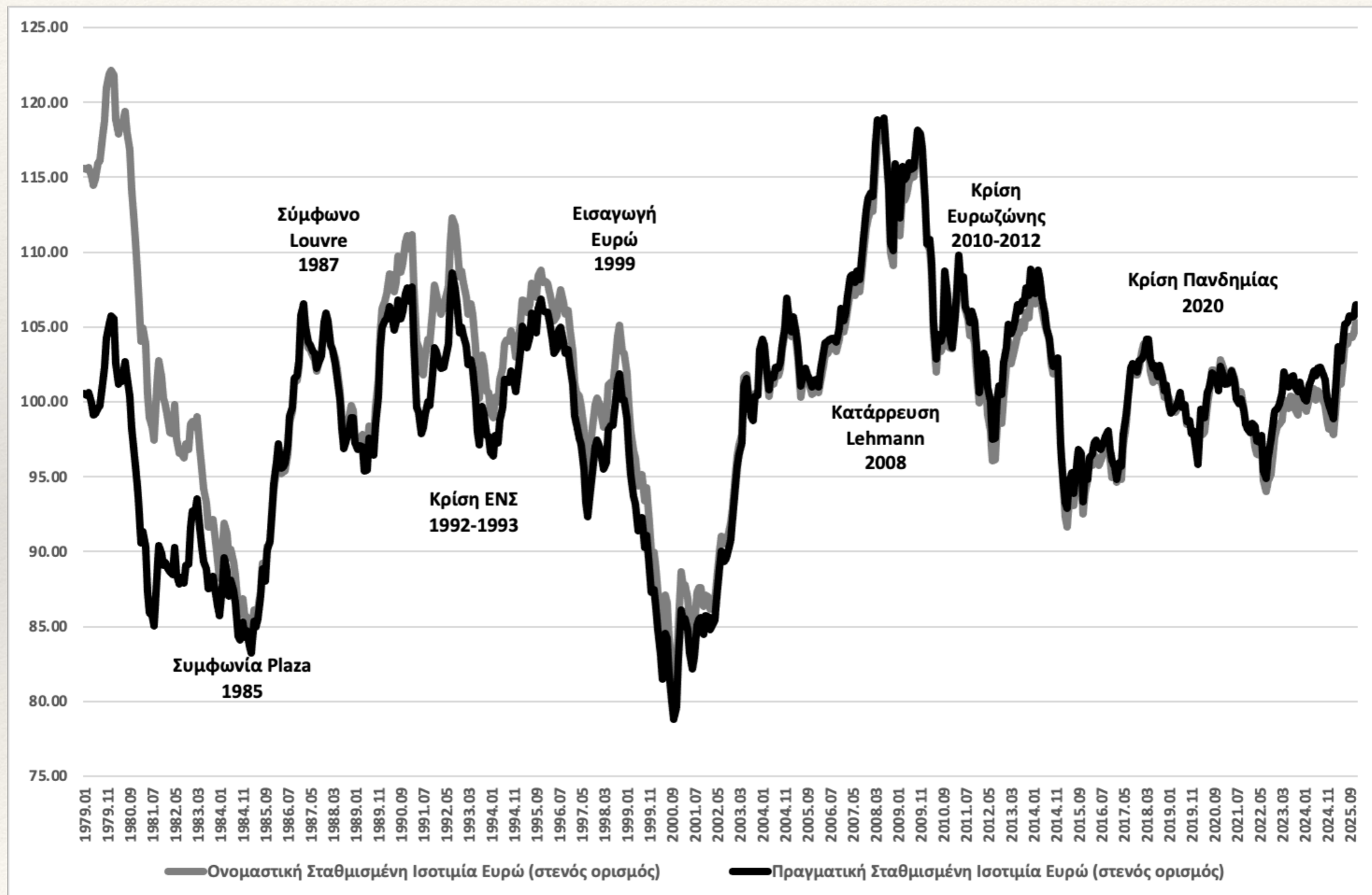
---

Από το 2015 και μετά, οι αποκλίνουσες νομισματικές πολιτικές διαμόρφωσαν εκ νέου την ισοτιμία. Οι μαζικές αγορές περιουσιακών στοιχείων και τα πολύ χαμηλά επιτόκια της ΕΚΤ αντιπαραβλήθηκαν με την πιο περιοριστική νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ, ευνοώντας έτσι ένα ισχυρότερο δολάριο. Το ευρώ παρέμεινε γενικά εντός εύρους, αλλά ευάλωτο σε πολιτική αβεβαιότητα και επεισοδιακές εντάσεις.

Η κρίση της πανδημίας το 2020 παρήγαγε ένα γνώριμο μοτίβο: αρχική φυγή προς το δολάριο και στη συνέχεια σταθεροποίηση, καθώς οι κεντρικές τράπεζες παρείχαν ρευστότητα μέσω γραμμών ανταλλαγής (swap lines) και μεγάλης κλίμακας παρεμβάσεων. Επιπλέον, η συλλογική δημοσιονομική απάντηση της Ευρώπης μέσω του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ενίσχυσε την εμπιστοσύνη στο ευρώ, σηματοδοτώντας μεγαλύτερο επιμερισμό βαρών.

Το 2022, το ευρώ αποδυναμώθηκε έντονα, προσεγγίζοντας την ισοτιμία με το δολάριο. Αυτό αντανακλούσε μία σοβαρή ενεργειακή διαταραχή και διαταραχή των όρων εμπορίου σοκ για την Ευρώπη, σε συνδυασμό με επιθετικές αυξήσεις επιτοκίων στις ΗΠΑ ως απάντηση στον πληθωρισμό, καθώς και αυξημένο γεωπολιτικό κίνδυνο. Καθώς οι αγορές ενέργειας σταθεροποιήθηκαν και οι προσδοκίες πολιτικής μεταβλήθηκαν, το ευρώ ανέκαμψε μερικώς την περίοδο 2023–25, χωρίς ωστόσο να επιστρέψει στα υψηλά των μέσων της δεκαετίας του 2000.

# Διακυμάνσεις Ονομαστικής και Πραγματικής Σταθμισμένης Συναλλαγματικής Ισοτιμίας του Ευρώ, 1979-2025



---

# Γιατί το Ευρώ δεν Μπορεί να Εκτοπίσει το Δολάριο

---

Η κυριαρχία του δολαρίου στηρίζεται στην ύπαρξη ενός ενιαίου κυρίαρχου εκδότη με φορολογική και δημοσιονομική εξουσία, μιας κεντρικής τράπεζας που λειτουργεί αναμφίβολα ως δανειστής ύστατης προσφυγής και των βαθύτερων και πιο ρευστών χρηματοπιστωτικών αγορών στον κόσμο—ιδίως της αγοράς αμερικανικών κρατικών ομολόγων. Τα αμερικανικά ομόλογα προσφέρουν μια τεράστια προσφορά ομοιόμορφα ασφαλών και ρευστών περιουσιακών στοιχείων, απαραίτητων για τους κατόχους αποθεμάτων.

Αντίθετα, η ζώνη του ευρώ στερείται ενός ενιαίου κυρίαρχου ‘ασφαλούς’ περιουσιακού στοιχείου. Τα κρατικά ομόλογα εκδίδονται από επιμέρους κράτη-μέλη, με διαφορετικούς πιστωτικούς κινδύνους και χαρακτηριστικά ρευστότητας. Παρότι τα γερμανικά Bunds λειτουργούν ως de facto σημείο αναφοράς, η προσφορά τους είναι περιορισμένη σε σχέση με την παγκόσμια ζήτηση για ασφαλή περιουσιακά στοιχεία.

Επιπλέον, τα διεθνή νομίσματα είναι ενσωματωμένα σε γεωπολιτικές δομές ισχύος. Η κυριαρχία του δολαρίου αντανακλά όχι μόνο το οικονομικό μέγεθος των ΗΠΑ, αλλά και τη στρατιωτική τους εμβέλεια, τα δίκτυα συμμαχιών και την επιρροή τους σε παγκόσμιους θεσμούς και χρηματοπιστωτικές υποδομές.

Η ζώνη του ευρώ στερείται συγκρίσιμης γεωπολιτικής συνοχής. Η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν διαθέτει ενιαία εξωτερική ή αμυντική πολιτική και τα κράτη-μέλη συχνά αποκλίνουν στις στρατηγικές τους προτεραιότητες. Αυτό περιορίζει την ελκυστικότητα του ευρώ ως νομίσματος που στηρίζει παγκόσμια προβολή ισχύος.

Επιπλέον, οι εκδότες αποθεματικών νομισμάτων συχνά πρέπει να αποδέχονται παγκόσμιες ευθύνες, συμπεριλαμβανομένης της παροχής ρευστότητας σε κρίσεις και της διατήρησης επίμονων εξωτερικών ελλειμμάτων. Η ζώνη του ευρώ υπήρξε απρόθυμη να αναλάβει συλλογικά έναν τέτοιο ρόλο, αντανακλώντας πολιτικούς περιορισμούς και εσωτερική ετερογένεια.

---

# Οι Αδυναμίες της Ευρωζώνης και οι Ημιτελείς Μεταρρυθμίσεις

---

Μετά την κρίση, έγιναν πολλές προτάσεις για μεταρρυθμίσεις στην ίδια τη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, υπήρξε ελάχιστη πρόοδος.

Συμπερασματικά, η ευρωζώνη παρουσιάζει ιδιαίτερες αδυναμίες ως νομισματική ένωση. Χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερες οικονομικές ασυμμετρίες μεταξύ των κρατών μελών που την αποτελούν και χαμηλή διασυνοριακή κινητικότητα των εργαζομένων. Επιπλέον ούτε είχε ούτε έχει αποκτήσει έναν επαρκή ομοσπονδιακό προϋπολογισμό που να μπορεί να απορροφά μέρος των ασύμμετρων οικονομικών διαταραχών στις διάφορες χώρες που την αποτελούν, και, επιπλέον, δεν επιτρέπει στην κεντρική της τράπεζα, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) να λειτουργεί ελεύθερα ως δανειστής ύστατης προσφυγής στα κράτη-μέλη της σε περιόδους κρίσης. Η ευρωζώνη δεν ήταν καν μια πλήρης τραπεζική ένωση.

Η υιοθέτηση του Ταμείου Ανθεκτικότητας και Ανάκαμψης, μετά την κρίση του κορωνοϊού είναι μία θετική εξέλιξη, αλλά μένει να αποδειχθεί το κατά πόσον θα θεσμοποιηθεί και θα ενισχυθεί σε μονιμότερη βάση.