

## Η Χρηματοοικονομική Κρίση και η Νέα Ευρώπη

**Διεύθυνση  
Οικονομικών Μελετών &  
Προβλέψεων**

Ιωάννης Γκιώνης  
Research Economist  
igkionis@eurobank.gr

- Οι πραγματικές οικονομίες της Νέας Ευρώπης συνεχίζουν να βιώνουν σημαντικές πιέσεις από την συνεχιζόμενη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση.
- Ωστόσο, η βελτίωση του παγκόσμιου επενδυτικού κλίματος και η παροχή των προγραμμάτων αρωγής από τους διεθνείς οργανισμούς συνέβαλλαν στην σταθεροποίηση τοπικών νομισμάτων και αγορών.
- Παρά τις ομοιότητες που υπάρχουν μεταξύ των οικονομιών της Νέας Ευρώπης το 2008 και αυτών της ΝΑ Ασίας το 1997, υπάρχουν μερικές ουσιαστικές διαφορές, που απορρέουν από την συμμετοχή των πρώτων ή την σύνδεση τους με την Ευρωπαϊκή Ένωση.
- Οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι έχουν υποχωρήσει αλλά δεν έχουν εκλείψει: η πιθανή επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών, η καθυστέρηση ανάκαμψης της πιστωτικής επέκτασης και οι δυσχέρειες στην εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, είναι μερικοί από τους σπουδαιότερους παράγοντες κινδύνου για τις χώρες της Νέας Ευρώπης.
- Ως μακροπρόθεσμες προκλήσεις που θα επαναπροσδιορίσουν το οικονομικό γίνεσθαι στην Νέα Ευρώπη μετά το τέλος της κρίσης αναγνωρίζονται η αναβίωση οικονομικού εθνικισμού, η πιθανή καθυστέρηση ένταξης στην Ευρωζώνη και την ΕΕ, ο οξυμμένος ανταγωνισμός στην προσέλκυση ξένων κεφαλαίων, η γήρανση πληθυσμού και τέλος ο επαναπροσδιορισμός του αναπτυξιακού τους υποδείγματος.

## ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΤΕΥΧΗ του ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ &amp; ΑΓΟΡΕΣ

Τόμος(Τεύχος)	Ημερομηνία	Συγγραφείς-Τίτλοι Άρθρων
IV(3)	Απρίλιος 2009	Β. Αρακελιάν: <i>Η Διεύρυνση του Περιθωρίου Απόδοσης του Ελληνικού Ομολόγου εν μέσω της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης</i>
IV(2)	Μάρτιος 2009	Π. Μονοκρούσος: <i>Πρόσφατες Εξελίξεις και Προοπτικές στις Αγορές Κυβερνητικών Ομολόγων</i>
IV(1)	Ιανουάριος 2009	Κ.Ε.Βορλόου, Σ. Κανελλοπούλου: <i>Οικονομικές Κρίσεις και Τουριστική Κίνηση στην Ελλάδα.</i>
III(10)	Νοέμβριος 2008	Τ. Αναστασάτος: <i>Η Ελληνική Νομισματική Πολιτική και τα Διδάγματα για τις Χώρες της Νέας Ευρώπης</i>
III(9)	Οκτώβριος 2008	Κ.Ε. Βορλόου: <i>Η τιμή του πετρελαίου και η σχέση με το ευρώ.</i>
III(8)	Σεπτέμβριος 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: <i>Βρίσκεται η Ευρώπη στα πρόθυρα μιας ύφεσης;</i>
III(7)	7 Ιουλίου 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: <i>Η Νέα Παγκόσμια Οικονομία: Προοπτικές &amp; Προκλήσεις</i>
III(6)	22 Ιουνίου 2008	Τ. Αναστασάτος: <i>Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής</i>
III(5)	5 Μαΐου 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης: <i>Πληθωρισμός: Η Νέα Απειλή για τους Επενδυτές</i>
III(4)	4 Απριλίου 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: <i>Μελλοντικές Τάσεις στο Διεθνές Εμπόριο και τις Μεταφορές</i>
III(3)	31 Μαρτίου 2008	Τ. Ευθυμιάδης: <i>Αποκλίσεις Πληθωρισμών στην Ευρωζώνη: Χαρακτηριστικά και Αιτίες</i>
III(2)	29 Φεβρουαρίου 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης: <i>Διεθνής Αβεβαιότητα, Ομόλογα και Μετοχές</i>
III(1)	29 Ιανουαρίου 2008	Κ. Ε. Βορλόου: <i>Το Διαδίκτυο και ο Ξενοδοχειακός Κλάδος στην Ελλάδα</i>

Τα παραπάνω άρθρα και περισσότερες εκδόσεις είναι διαθέσιμες ηλεκτρονικά δωρεάν, από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

<http://www.eurobank.gr/research>

Κυκλοφορούν επίσης:

1. **Γκίκας Χαρδούβελης**, «*Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;*» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006, Εκδόσεις Κέρκυρα), με τα πρακτικά και τις μελέτες του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).
2. **Νικόλαος Καραμούζης & Γκίκας Χαρδούβελης**, «*Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες*» (ISBN: 9789604451661, 2007, Εκδόσεις Σάκκουλα).

## Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές

ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων  
Ερευνητική Ομάδα:Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,  
Chief Economist & Director of Research

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor  
 Τάσος Αναστασάτος: Senior Economist  
 Κώστας Ε. Βορλόου: Senior Economist  
 Βένη Αρακελιάν: Research Economist  
 Θεοδώρα Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst

Ιωάννης Γκιώνης: Research Economist  
 Στέλλα Κανελλοπούλου: Research Economist  
 Όλγα Κοσμά: Economic Analyst  
 Μαρία Πρανδέκα: Economic Analyst  
 Σπυριδούλα Δρακοπούλου: Junior Economic Analyst

Eurobank EFG, Σουρή 5 & Αμαλίας 20, Μποδοσάκειο, 10557 Αθήνα, τηλ. (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687,  
 web: <http://www.eurobank.gr/research>, Email επικοινωνίας: [Research@eurobank.gr](mailto:Research@eurobank.gr)

## Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.

# Η Χρηματοοικονομική Κρίση και η Νέα Ευρώπη

## Ιωάννης Γκιώνης<sup>1</sup>

### 1. Εισαγωγή

Οι οικονομίες των χωρών της Νέας Ευρώπης κατέγραψαν εντυπωσιακές επιδόσεις την περίοδο 2003-2008. Η έλευση της παγκόσμιας κρίσης το καλοκαίρι του 2007 βρήκε την Νέα Ευρώπη στην φάση της υπερθέρμανσης. Οι περισσότερες οικονομίες αναπτύσσονταν πάνω από τον δυνητικό τους ρυθμό ανάπτυξης. Η παγκόσμια κρίση αντικατοπτρίστηκε άμεσα στις εγχώριες χρηματιστηριακές αγορές αλλά όχι τις πραγματικές οικονομίες. Από τον Σεπτέμβριο του 2008, μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, η παγκόσμια κρίση επεκτάθηκε στην Ευρώπη και μέσω αυτής στη Νέα Ευρώπη. Η μετάδοση της κρίσης βρήκε τις οικονομίες με σημαντικά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών γεγονός που τις καθιστούσε σημαντικά εκτεθειμένες στην επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών. Η κρίση έθεσε τις χώρες της Νέας Ευρώπης στο επίκεντρο του επενδυτικού ενδιαφέροντος, ωθώντας σε σημαντικές απώλειες τα εγχώρια νομίσματα. Οι αγορές και οι αναλυτές προεξοφλούσαν σενάριο κατάρρευσης για τις οικονομίες της περιοχής, γεγονός που ξύπνησε μήνες από την κατάρρευση των οικονομιών της Ν. Ασίας το 1997. Γι' αυτό το λόγο είναι δόκιμο να γίνει μια σύγκριση των ομοιοτήτων και των διαφορών μεταξύ των δύο κρίσεων.

Η περιοχή της Νέας Ευρώπης έχει ιδιαίτερη οικονομική σημασία για την ελληνική οικονομία. Τα κανάλια επίδρασης της ελληνικής οικονομίας από την επέκταση της κρίσης στην Νέα Ευρώπη είναι δύο: Το κανάλι του διμερούς εμπορίου και το κανάλι των επενδύσεων των ελληνικών επιχειρήσεων. Οι ελληνικές εξαγωγές προς

την περιοχή της Νέας Ευρώπης ακολούθησαν ανοδική πορεία μετά το 1995. Το μερίδιο συμμετοχής των εξαγωγών προς την Νέα Ευρώπη προς τις συνολικές εξαγωγές υπερδιπλασιάστηκε από 10% το 1993 σε 28% το 2007. Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει σημαντική έκθεση στην περιοχή. Η συνολική έκθεση των ελληνικού τραπεζικού συστήματος ανέρχονταν στα 66 δις δολάρια ή 16% του ΑΕΠ το τρίτο τρίμηνο του 2008.

Θα πρέπει να ξεκαθαριστεί εξ αρχής ότι η περιοχή της Νέας Ευρώπης δεν είναι ένα απόλυτα ομοιογενές σύνολο οικονομιών. Η περιοχή της Νέας Ευρώπης αποτελείται από τέσσερις διακριτές γεωγραφικά περιοχές: τις Βαλτικές, την Νοτιανατολική Ευρώπη, την Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη καθώς και την περιοχή της Κοινοπολιτείας Ανεξαρτήτων κρατών. Κάθε μια από αυτές περιοχές, πέρα από τις κοινές προκλήσεις, έχει τις δικές της ιδιαιτερότητες και χαρακτηριστικά. Η δική μας ανάλυση εστιάζεται κυρίως στις χώρες στις οποίες η Eurobank EFG έχει παρουσία. Αυτές οι χώρες είναι η Βουλγαρία, Ρουμανία, Σερβία, Τουρκία και Ουκρανία. Άρα ο όρος ΝΕ εφεξής θα εννοεί αυτές.

Το υπόλοιπο άρθρο είναι δομημένο ως εξής: Στο τμήμα 2, γίνεται σύγκριση της παρούσας κρίσης στην Νέα Ευρώπη με αυτή που έλαβε χώρα στην Ασία το 1997. Το τμήμα 3 του άρθρου διαπραγματεύεται ποιοι είναι οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι για την Νέα Ευρώπη. Στο τμήμα 4 αναλύονται ποιες είναι οι μακροπρόθεσμες προκλήσεις και συνέπειες για το αναπτυξιακό μοντέλο της Νέας Ευρώπης από την παρούσα χρηματοοικονομική κρίση.

<sup>1</sup> Research Economist, Δ/ση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων, Eurobank EFG. Ο συγγραφέας επιθυμεί να ευχαριστήσει την κα. Δρακοπούλου, Junior Economic Analyst για την σημαντική ερευνητική υποστήριξη, τους κ. Αναστασάτο και κ. Βορλόου, Senior Economists και κ. Μαλλιαρόπουλο, Research Advisor για τα εποικοδομητικά τους σχόλια.

## 2. Πόσο διαφέρει η παρούσα κρίση στην Νέα Ευρώπη από την κρίση της Ασίας το 1997-1998;

Το βασικό ερώτημα προς διερεύνηση είναι αν και σε πιο βαθμό διαφέρει η κρίση που πλήττει την Νέα Ευρώπη από άλλες που έχουν πλήξει τις αναδυόμενες αγορές στο παρελθόν. Τα επεισόδια των κρίσεων στις αναδυόμενες αγορές δεν είναι καινούργιο φαινόμενο. Τα πιο γνωστά επεισόδια κρίσεων που έχουν εξεταστεί στην βιβλιογραφία περιλαμβάνουν: την κρίση του Μεξικού το 1982, της ΝΑ Ασίας το 1997, της Ρωσίας το 1998, της Τουρκίας το 2001, της Αργεντινής το 2001-2002. Στα πλαίσια της εργασίας αυτής γίνεται αντιπαράθεση των ομοιοτήτων και των διαφορών της κρίσης που βρίσκεται σε εξέλιξη στην Νέα Ευρώπη με αυτή των χωρών της ΝΑ Ασίας το 1997.

Ο Paul Krugman (2008) υποστηρίζει ότι η παρούσα κρίση<sup>2</sup> στη Νέα Ευρώπη το 2008 προσομοιάζει με αυτή που έπληξε τις χώρες της Ν. Ασίας το 1997. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, “το κλειδί για την κρίση της Ασίας, όπως και στην κρίση της Αργεντινής, είναι ότι οι εγχώριοι παίκτες δανείστηκαν σε ξένο νόμισμα. Όταν οι κεφαλαιακές εισροές άρχισαν να στερεύουν και τα τοπικά νομίσματα υποτιμήθηκαν, η δανειακή μόχλευση αυξήθηκε κατακόρυφα, επιβαρύνοντας τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, προκαλώντας ένα καθοδικό σπινάλ απομόχλευσης”.

Οι οικονομίες των χωρών της ΝΑ Ασίας (Ταϊλάνδη, Ινδονησία, Κορέα και Φιλιππίνες) χαρακτηρίστηκαν «Ασιατικές τίγρεις» επειδή παρουσίασαν εντυπωσιακές οικονομικές επιδόσεις για πάνω από μια δεκαετία πριν την εκδήλωση της κρίσης. Οι ισχυροί ρυθμοί ανάπτυξης συνδυάστηκαν με σχετικά χαμηλό πληθωρισμό. Η ανάπτυξη αυτή βασίστηκε κατά κύριο λόγο στην εξωτερική χρηματοδότηση. Ευνοημένες από το διεθνές περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, την νομισματική πολιτική που ακολουθούσαν οι αρχές και την αισιοδοξία για τις μελλοντικές τους προοπτικές, οι χώρες της Ν.

Ασίας δέχθηκαν μεγάλης κλίμακας κεφαλαιακές εισροές.

Η οικονομική κρίση σε πολύ μεγάλο βαθμό είχε ως αφετηρία την ύπαρξη του συναλλαγματικού κινδύνου στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων και του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το γεγονός αυτό τους καθιστούσε ιδιαίτερα ευάλωτους στις συναλλαγματικές διακυμάνσεις. Τα νομισματικά καθεστώτα των χωρών της ΝΑ. Ασίας ήταν συνδεδεμένα με το δολάριο. Οι δανειολήπτες, στη συντριπτική τους πλειοψηφία επιχειρήσεις, εκμεταλλευόμενοι τη σταθερή ισοτιμία (fixed exchange rate regimes) των ασιατικών νομισμάτων και τα χαμηλότερα επιτόκια του δολαρίου δανείστηκαν αφειδώς.

Από την άλλη πλευρά, η πραγματική ανατίμηση των εγχώριων νομισμάτων υπονόμεισε την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών τους και ενίσχυσε το κομμάτι των εισαγωγών. Η αδυναμία της κύριας οικονομίας της Ιαπωνίας, που απορροφούσε τις εξαγωγές τους, επιδείνωσε την κατάσταση. Όλα αυτά οδήγησαν σε συσσώρευση ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τα οποία σε ολοένα αυξανόμενο βαθμό χρηματοδοτούνταν από βραχυπρόθεσμα κεφάλαια.

Η κρίση ξέσπασε τον Ιούλιο του 1997, ξεκινώντας αρχικά από την Ταϊλάνδη. Το έλλειμμα εμπιστοσύνης και ο πανικός ώθησαν σε ξεπούλημα του τοπικού νομίσματος γεγονός το οποίο δεν μπόρεσε να αποτρέψει η Κεντρική Τράπεζα παρά την διάθεση σημαντικών συναλλαγματικών αποθεματικών. Σύντομα η κρίση επεκτάθηκε και στα υπόλοιπα νομίσματα της περιοχής. Παρά την συνεισφορά του ΔΝΤ, η υποτίμηση των Ασιατικών νομισμάτων και των αγορών τους ήταν δραματικές. Για παράδειγμα, το νόμισμα της Ινδονησίας υπέστη συνολική υποτίμηση 600% κατά την διάρκεια της κρίσης. Οι επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα ήταν δραματικές. Η Ινδονησία σημείωσε αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης -13,1% το 1998 έναντι ανάπτυξης 4,7% το 1997.

<sup>2</sup> <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/10/31/eastern-europe-2008-southeast-asia-1997/>

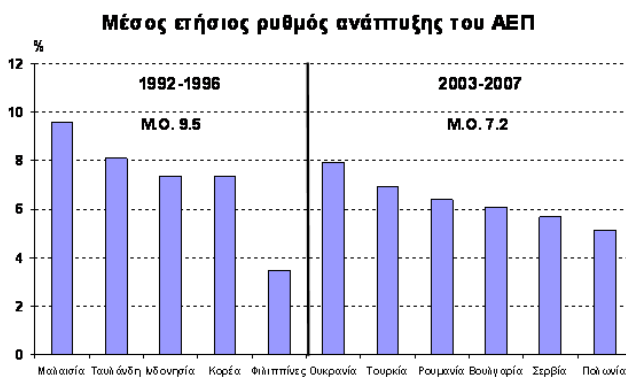
Το τμήμα 2 χωρίζεται σε δύο υποτμήματα. Στο πρώτο εξετάζονται οι ομοιότητες και οι διαφορές των οικονομιών στην πορεία τους πριν την κρίση, ενώ στο δεύτερο οι ομοιότητες και διαφορές στην εκδήλωση της κρίσης και τα αναμενόμενα αποτελέσματα της.

## 2.1 Ομοιότητες και Διαφορές Νέας Ευρώπης και Ν. Ασίας στην πορεία προς την κρίση.

Η πορεία των οικονομιών της Νέας Ευρώπης πριν από την κρίση του 2008 έχει αρκετές ομοιότητες με αυτήν των χωρών της ΝΑ Ασίας το 1997.

Πρώτον, και στις δύο περιπτώσεις είχαμε ισχυρή ανάπτυξη. Η περιοχή της Νέας Ευρώπης σημείωσε εξίσου σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης με τις χώρες της Ν. Ασίας την τελευταία πενταετία πριν την κρίση. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης των χωρών της Νέας Ευρώπης το χρονικό διάστημα 2003-2007 ανέρχονταν σε 9,5% έναντι 7,2% για την Ν. Ασία το 1992-1996 (Διάγραμμα 1).

**Διάγραμμα 1**

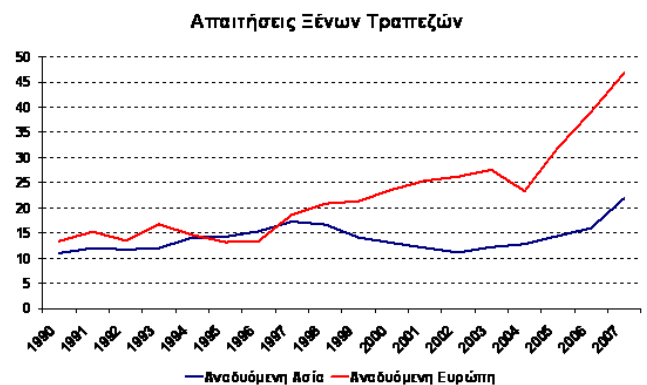


Πηγή: IMF Database, Eurobank Research

Δεύτερον, η ανάπτυξη βασίστηκε σε εξωτερική χρηματοδότηση όπως και στην περίπτωση της ΝΑ Ασίας. Η αισιοδοξία για την μελλοντική πορεία σύγκλισης των οικονομιών της Νέας Ευρώπης προς την Ευρωπαϊκή Ένωση και ο στόχος της ένταξης στην Ευρωζώνη υπήρξε η κινητήρια δύναμη για την προσέλκυση σημαντικών κεφαλαιακών εισροών στην περιοχή.

Μέρος της εξωτερικής χρηματοδότησης προήλθε από την δανειακή επέκταση των ξένων τραπεζών στην περιοχή. Οι απαιτήσεις των ξένων τραπεζών στην Νέα Ευρώπη αυξήθηκαν σωρευτικά κατά 1,1 τρις δολάρια την τριετία πριν την εκδήλωση της κρίσης (2004-2007). Οι απαιτήσεις αυτές ανέρχονταν σε 1,5 τρις δολάρια σε απόλυτο μέγεθος το 2007, ποσό που αντιπροσώπευε ποσοστό 46,85% του ΑΕΠ της περιοχής (ή μια σωρευτική μεταβολή 23,5 ποσοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ το χρονικό διάστημα 2004-2007). Το ποσοστό αυτό ανέρχεται σε τριπλάσιο επίπεδο σε σχέση με αυτό των δανείων των ξένων τραπεζών στην περιοχή της Ν. Ασίας το 1997. Η έκθεση των ξένων τραπεζών στην περίπτωση της Ν. Ασίας ανέρχονταν σε 17,2% του ΑΕΠ το 1997 και το απόλυτο μέγεθος ήταν 0,5 τρις. Η εθνικότητα των χωρών που επενδύουν στην Νέα Ευρώπη είναι κατεξοχήν από την Δ. Ευρώπη (Διάγραμμα 2,3).

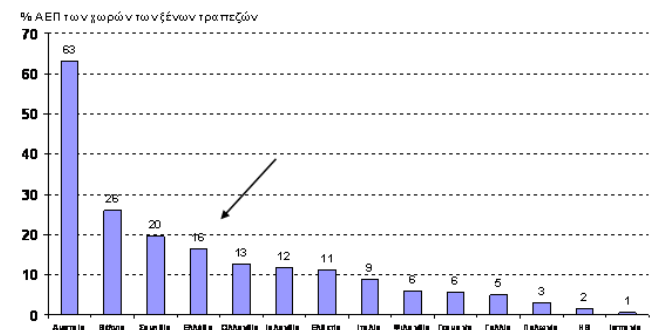
**Διάγραμμα 2**



Πηγή: BIS, Eurobank Research

**Διάγραμμα 3**

**Απαιτήσεις Ξένων Τραπεζών από χώρες της Αναδυόμενης Ευρώπης Γ' Τρίμηνο 2008**



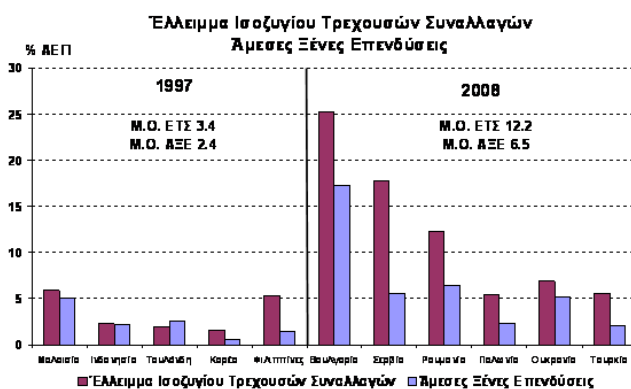
Πηγή: BIS, Eurobank Research

Τρίτον, οι χώρες της ΝΕ παρουσίασαν επίσης μακροοικονομικές ανισοροπίες αλλά μεγαλύτερες

έντασης. Οι μέσοι ρυθμοί ανάπτυξης των χωρών της ΝΑ Ασίας την τελευταία τριετία εμφανίζονται πιο ισχυροί από αυτούς της Νέας Ευρώπης, ωστόσο οι τελευταίες παρουσιάζονται πιο εκτεθειμένες σε μια απότομη επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών.

Οι περισσότερες χώρες της Νέας Ευρώπης παρουσίασαν για μια σειρά από έτη ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τα εξωτερικά ελλείμματα στην Νέα Ευρώπη παρουσιάζονται πιο διογκωμένα σε σχέση με αυτά των χωρών της Ασίας το 1997 (Διάγραμμα 4).

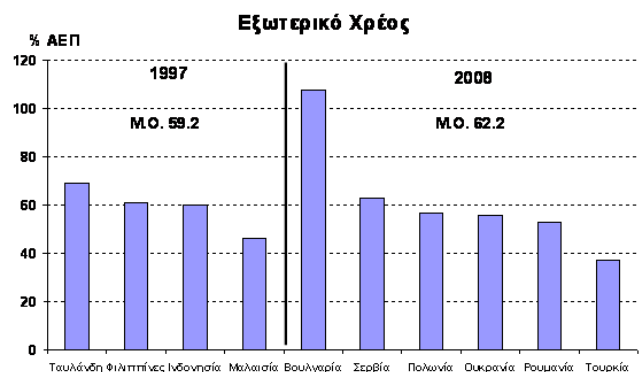
**Διάγραμμα 4**



Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες, Asian Development Bank

Η συσσώρευση των ελλειμμάτων οδήγησε στην αύξηση του εξωτερικού χρέους των χωρών της Νέας Ευρώπης σε επίπεδα συγκρίσιμα με αυτά των χωρών της Ασίας το 1997. Υπάρχουν περιπτώσεις χωρών που το εξωτερικό τους χρέος ξεπερνούσε το 100% του ΑΕΠ (Βαλτικές, Ουγγαρία). Όμως, όπως και στην περίπτωση της Ασίας, το εξωτερικό χρέος ήταν κατά βάση ιδιωτικό χρέος και όχι δημόσιο (Διάγραμμα 5).

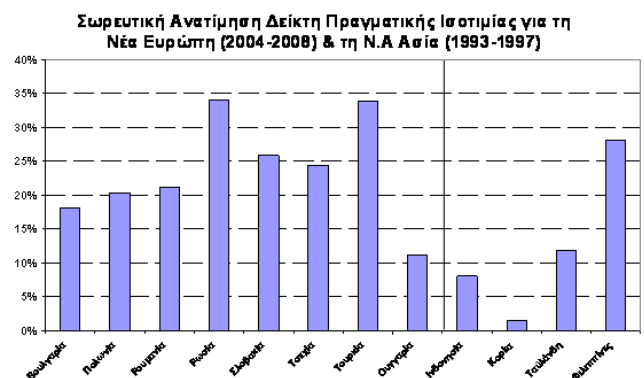
**Διάγραμμα 5**



Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες, Asian Development Bank

Οι δείκτες πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας εμφανίζονται πολύ περισσότερο υπερτιμημένοι στην περίπτωση των χωρών της Νέας Ευρώπης. Σύμφωνα με τα στοιχεία του International Institute of Finance (IIF), η μέση πραγματική ανατίμηση για τις χώρες της Νέας Ευρώπης για τις οποίες παρέχει στοιχεία ανήρχετο σε 23,7%. Η αντίστοιχη πραγματική ανατίμηση για το χρονικό διάστημα των τεσσάρων ετών πριν την εκδήλωση της κρίσης στην Ν. Ασία ανέρχονταν σε 12,4% (Διάγραμμα 6).

**Διάγραμμα 6**



Πηγή: IIF, Eurobank Research

Υπάρχουν όμως και σαφείς διαφοροποιήσεις. Η πρώτη ουσιαστική διαφορά είναι ότι η κρίση στην Ν. Ασία ξεκίνησε ως μια περιφερειακή κρίση. Στην περίπτωση της Νέας Ευρώπης μιλάμε για μια παγκόσμια οικονομική κρίση που έπληξε και την περιοχή της Νέας Ευρώπης εξωγενώς. Η παγκόσμια οικονομική κρίση η οποία ξεκίνησε ως τραπεζική κρίση έχει μετεξελιχθεί σε παγκόσμια ύφεση. Η κρίση στη ΝΑ Ασία το 1997 προκλήθηκε από τις ενδογενείς παθογένειες των

οικονομίων της περιοχής. Οι χώρες της ΝΑ Ασίας δεν είχαν να αντιμετωπίσουν περιβάλλον παγκόσμιας ύφεσης. Η διαπίστωση αυτή έχει σημαντικές επιπτώσεις ως προς τις πολιτικές που μπορούν να ακολουθηθούν για την έξοδο από την κρίση.

Η δεύτερη διαφορά αφορά την συμμετοχή των περισσότερων χωρών της Νέας Ευρώπης στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τον στόχο της επικείμενης ένταξης τους στην Ευρωζώνη. Ο στόχος αυτός καθορίζει τις προσδοκίες των επενδυτών για την πορεία των οικονομιών αυτών, κάτι το οποίο δεν υπήρχε στην περίπτωση των χωρών της Ασίας το 1997. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι χώρες της Νέας Ευρώπης να διαφοροποιούνται στο θέμα τόσο της αναμενόμενης πορείας των μακρο-μεγεθών όσο και της ποιότητας της διακυβέρνησης.

Αναφορικά με το πρώτο, ο στόχος της ένταξης στην Ευρωζώνη υποχρέωσε τις χώρες της ΝΕ στην υιοθέτηση μιας σειράς από πολιτικές που αποσκοπούσαν στην εναρμόνισή τους με τους στόχους που θέτει η ΕΕ για μια σειρά από μακρο-μεγέθη (π.χ. τον πληθωρισμό, ελλείμματα, συναλλαγματικές διακυμάνσεις). Αυτό προκαλεί μη αναστρέψιμες αλλαγές στην χάραξη των οικονομικών πολιτικών τους, τόσο σε μακροοικονομικό όσο και μικροοικονομικό επίπεδο. Σε αυτή την κατεύθυνση, η Sorsa (2007) υποστηρίζει ότι οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι για την Νέα Ευρώπη μετριάζονται από την διαδικασία ενσωμάτωσης στην Ευρωπαϊκή Ένωση<sup>3</sup>.

Αναφορικά με την ποιότητα διακυβέρνησης, η διαφοροποίηση αυτή αντικατοπτρίζεται στην σχετική με την ποιότητα διακυβέρνησης έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας<sup>4</sup>. Η Έρευνα κατασκευάζει έξι δείκτες για την ποιότητα διακυβέρνησης. Οι έξι δείκτες αφορούν τα πεδία «Υπευθυνότητα και Δικαίωμα Έκφρασης», «Πολιτική σταθερότητα», «Κυβερνητική Αποτελεσματικότητα», «Ποιότητα Ρύθμισης Αγορών»,

«Εφαρμογή των νόμων» και «Έλεγχος Διαφθοράς». Κάθε δείκτης συμπυκνώνει τα αποτελέσματα των απαντήσεων επιχειρήσεων, πολιτών και ειδικών σε βιομηχανικές και αναπτυσσόμενες χώρες όπως δημοσιεύτηκαν από έρευνες που διενεργήθηκαν από ερευνητικούς φορείς, δεξαμενές σκέψης, μη κυβερνητικές οργανώσεις και διεθνείς οργανισμούς. Η έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας παρουσιάζει τόσο την βαθμολογική επίδοση όσο και την κατάταξη των χωρών<sup>5</sup>.

Συγκρίναμε τις επιδόσεις των χωρών της Νέας Ευρώπης το 2007 με αυτές των χωρών της Ν. Ασίας το 1996. Οι χώρες της Νέας Ευρώπης κατά μέσο όρο έχουν υψηλότερες επιδόσεις και καλύτερη κατάταξη στους δείκτες ένα έτος πριν την κρίση:

- **«Υπευθυνότητα και Δικαίωμα Έκφρασης»:** Στην περίπτωση των χωρών της Νέας Ευρώπης οι κυβερνήσεις είναι κατά βάση δημοκρατικά εκλεγμένες κάτι το οποίο δεν ήταν ο κανόνας στις χώρες της ΝΑ Ασίας την εποχή εκείνη (Διάγραμμα 7).
- **«Πολιτική Σταθερότητα» (Political Stability and Absence of Violence):** Παρά την απουσία μακρόχρονης κοινοβουλευτικής παράδοσης, η βαθμολογία των χωρών της Νέας Ευρώπης παραπέμπει σε μεγαλύτερη πολιτική σταθερότητα σε σχέση με τις χώρες της Ν. Ασίας. Ωστόσο, υπάρχουν μεμονωμένες περιπτώσεις (Σερβία, Τουρκία) των οποίων η βαθμολογία εμφανίζεται συγκρίσιμη ή και χαμηλότερη των χωρών της Ν. Ασίας (Διάγραμμα 12).
- **«Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης» (Government Effectiveness):** Η σύγκριση του μέσου όρου των αποδόσεων στην Νέα Ευρώπη με τις χώρες της Ν. Ασίας είναι δυσμενής. Ωστόσο η μέση βαθμολογία που λαμβάνουν για το 2008 οι χώρες της Νέας Ευρώπης που είναι στην ΕΕ είναι σαφώς υψηλότερος από τον μέσο όρο της Ν. Ασίας το 1997 (Διάγραμμα 10).
- **«Ποιότητα Ρύθμισης Αγορών» (Regulatory Quality):** Στην περίπτωση των χωρών της Νέας Ευρώπης, οι

<sup>3</sup> Ωστόσο σύμφωνα με την Sorsa (2007) αυτό ισχύει σε λιγότερο βαθμό για την Νοτιανατολική Ευρώπη σε σχέση με την υπόλοιπη Νέα Ευρώπη

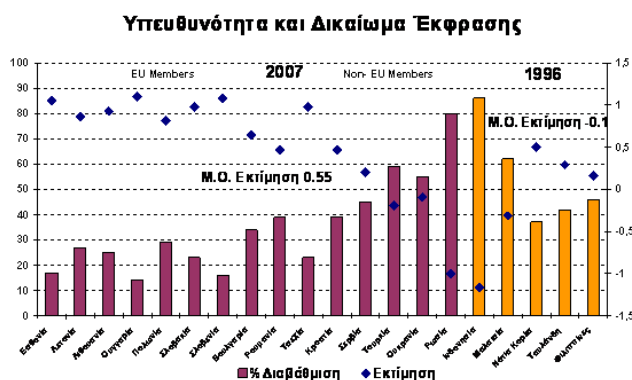
<sup>4</sup> World Bank, Government Quality Indicators 1996-2007. Η έκθεση βασίζεται στην δουλειά των Kaufman, Kraay και Mastruzzi (2008)

<sup>5</sup> Η σταθερότητα στην μεθοδολογία των διεξαγόμενων ερευνών πάνω στις οποίες βασίζεται η έρευνα επιτρέπει την διαχρονική σύγκριση μεταξύ των επιδόσεων των χωρών. Η κατάταξη των χωρών γίνεται με αντίστροφη σειρά. Η χώρα με την χαμηλότερη κατάταξη εμφανίζεται να έχει υψηλότερη διαβάθμιση

κυβερνήσεις σε αρκετά μεγάλο βαθμό προωθούν πολιτικές (εναρμονίζοντας τις πολιτικές τους με αυτές της ΕΕ) οι οποίες επιτρέπουν και προωθούν την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας του ιδιωτικού τομέα (Διάγραμμα 9).

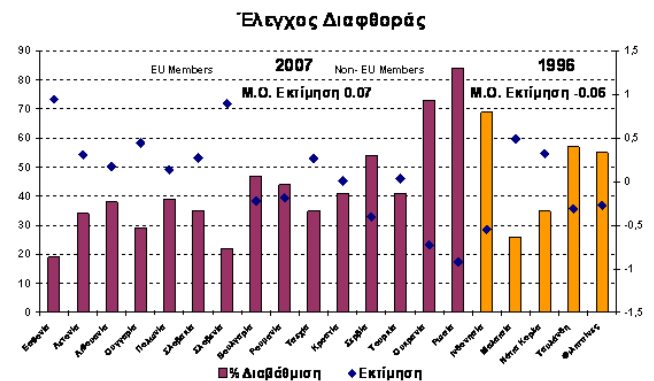
- «Εφαρμογή των νόμων» (Rule of Law): Ο μέσος όρος των χωρών της Νέας Ευρώπης είναι χαμηλότερος από την Ν. Ασία το 1997. Οι επιδόσεις της Μαλαισίας, της Ν. Κορέας και της Ταϊλάνδης ανέρχονται σε υψηλά επίπεδα, εφάμιλλα των χωρών της Νέας Ευρώπης. Οι έρευνες της Παγκόσμιας Τράπεζας καταγράφουν ότι η εμπιστοσύνη στην εφαρμογή των νόμων και των συμβολαίων ήταν υψηλή (Διάγραμμα 11).
- «Έλεγχος Διαφθοράς» (Control of corruption): Τα αποτελέσματα της σύγκρισης αποδεικνύουν ότι η διαφθορά ήταν αυξημένη την εποχή εκείνη στις χώρες της Ν. Ασίας. Η άρχουσα πολιτική τάξη θεωρείτο ότι νεμόταν την εξουσία και την χρησιμοποιούσε για ιδιωτικό πλουτισμό. Η βαθμολογία που λαμβάνουν οι χώρες της Ν. Ασίας στο σημείο αυτό επιβεβαιώνει τα συμπεράσματα της βιβλιογραφίας για την ύπαρξη του «παρεοκρατικού» καπιταλισμού (crony capitalism). Σε αντίθεση, στις χώρες της ΝΕ, αυτό περιορίζεται από τις αρχές της ΕΕ και το κοινοτικό κεκτημένο (Διάγραμμα 8).

Διάγραμμα 7



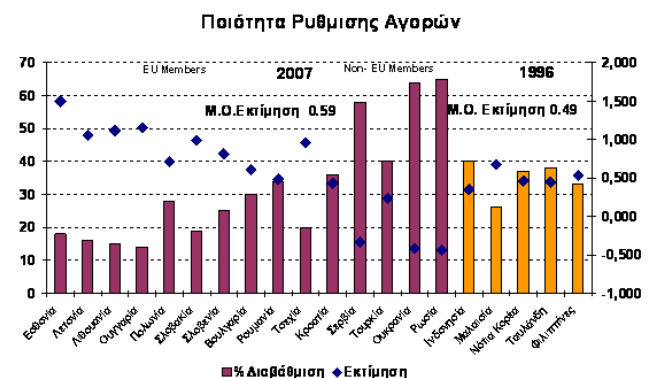
Πηγή: World Bank, Government Quality Indicators

Διάγραμμα 8



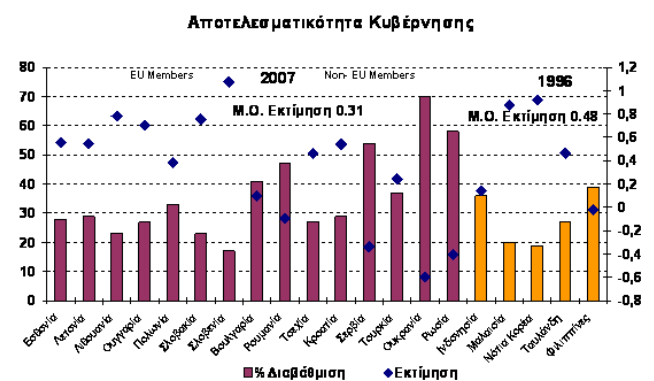
Πηγή: World Bank, Government Quality Indicators

Διάγραμμα 9



Πηγή: World Bank, Government Quality Indicators

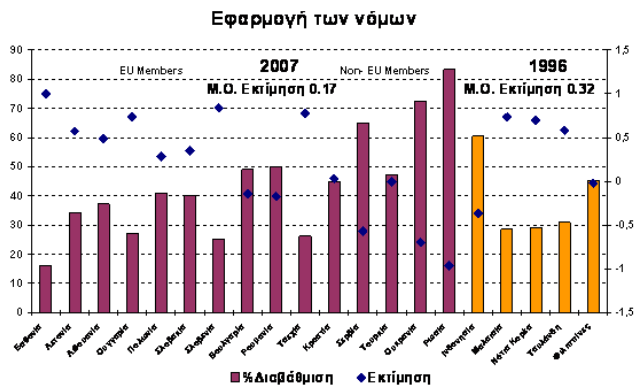
Διάγραμμα 10



Πηγή: World Bank, Government Quality Indicators

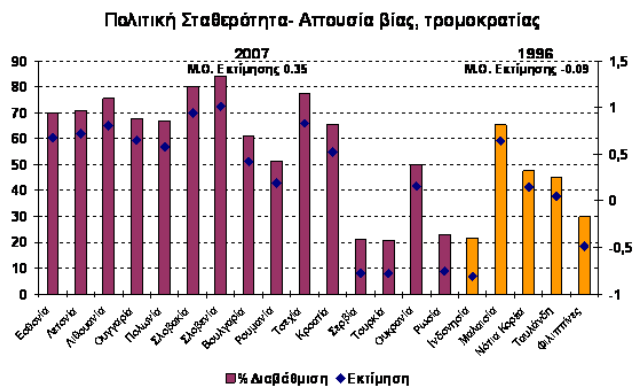


Διάγραμμα 11



Πηγή: World Bank, Government Quality Indicators

Διάγραμμα 12

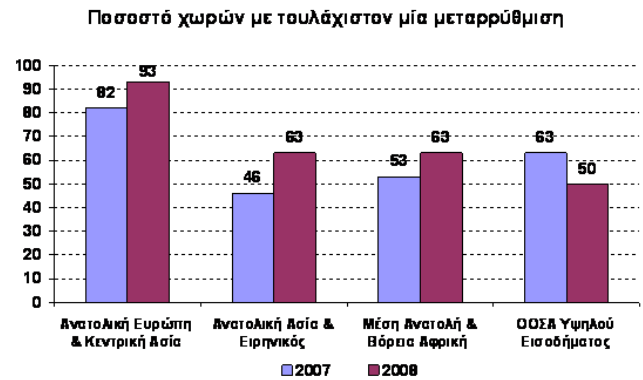


Πηγή: World Bank, Government Quality Indicators

Συνεκτιμώντας τα στοιχεία από την σχετική έρευνα, οι χώρες της Νέας Ευρώπης εκλαμβάνονται να παρουσιάζουν μεγαλύτερη θεσμική επάρκεια και ικανότητα διακυβέρνησης από ότι οι χώρες της Ασίας το 1997. Κατά συνέπεια, είναι λογικό να εμφανίζουν μεγαλύτερη ικανότητα να αντιμετωπίσουν μια κρίση.

Ακόμα, σύμφωνα με την έρευνα Ease of Doing Business 2009 της Παγκόσμιας Τράπεζας, το ποσοστό των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης που πραγματοποίησαν μια τουλάχιστον θετική μεταρρύθμιση το 2006-2007 ήταν μεγαλύτερο συγκριτικά με τις άλλες περιοχές του κόσμου (Διάγραμμα 13).

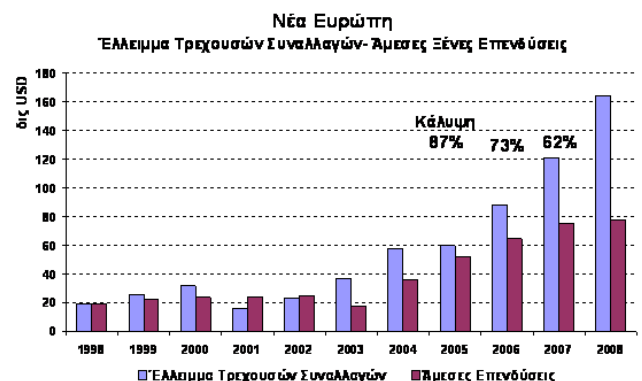
Διάγραμμα 13



Πηγή: World Bank, Ease of Doing Business, 2009

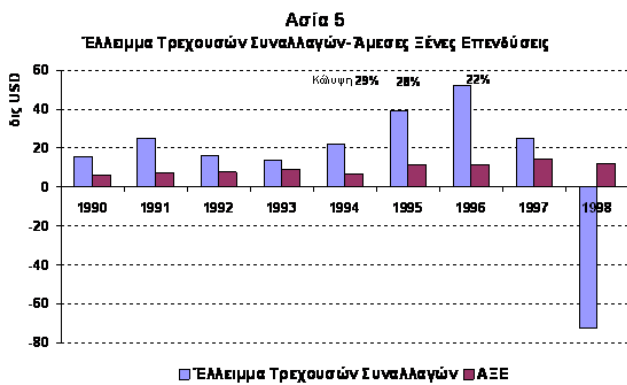
Η τρίτη διαφορά αφορά το είδος των κεφαλαιακών εισροών που δέχθηκαν οι δυο περιοχές. Οι χώρες της Νέας Ευρώπης ήταν αποδέκτες σημαντικών εισροών άμεσων ξένων επενδύσεων. Το ποσοστό κάλυψης των ελλειμμάτων τρεχουσών συναλλαγών από άμεσες ξένες επενδύσεις για τις χώρες της Νέας Ευρώπης ήταν μεγαλύτερο από αυτό των χωρών της ΝΑ Ασίας. Αυτό δεν ισχύει μόνο για το έτος της κρίσης αλλά και για χρονικό διάστημα τουλάχιστον μιας τριετίας πριν την έναρξη της κρίσης. Το γεγονός αυτό από μόνο του είναι σημαντικό γιατί οι άμεσες ξένες επενδύσεις εκ της φύσεως τους είναι λιγότερο ευμετάβλητες και αναστρέψιμες, σε περίπτωση που προκύψει ζήτημα εκροής κεφαλαίων (Διάγραμμα 14, 15).

Διάγραμμα 14



Πηγή: IMF, World Economic Outlook Database

Διάγραμμα 15



Πηγή: IMF, World Economic Outlook Database

Η τέταρτη διαφορά αφορά το μοντέλο ανάπτυξης. Οι πηγές ανάπτυξης εμφανίζονται να είναι διαφορετικές από την άποψη των παραγωγικών συντελεστών. Ο Krugman (1998) υποστηρίζει ότι οι οικονομικές επιδόσεις των χωρών της Ασίας βασίστηκαν στην συσσώρευση παραγωγικών συντελεστών<sup>6</sup>. Αυτό συνίσταται όχι μόνο στο αυξημένες κεφαλαιακές εισροές αλλά κυρίως στην αθρόα εισροή ανθρώπινου δυναμικού. Η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής διατηρείτο στάσιμη ή αυξανόταν οριακά. Κατά συνέπεια, σύμφωνα με την αρχή των φθινουσών αποδόσεων κλίμακας ήταν λογικό η ανατροπή της σχέσης κεφαλαίου-εργασίας υπέρ της δεύτερης επέφερε τη μειούμενη αποδοτικότητα των εισροών το οποίο να οδηγήσει νομοτελειακά στην οικονομική στασιμότητα.

Το μοντέλο ανάπτυξης της Νέας Ευρώπης διαφοροποιείται ως προς το σημείο αυτό. Οι αναπτυξιακοί ρυθμοί των οικονομιών της Νέας Ευρώπης έχουν ως βασική αφετηρία τους την αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής (Total Factor Productivity) και μετά την συσσώρευση κεφαλαίου<sup>7</sup>. Αντίθετα, η συμβολή της εργασίας στις περισσότερες χώρες ήταν λιγότερο

θετική ή και αρνητική. Αυτό οφείλεται στο μεταναστευτικό κύμα προς την Δ. Ευρώπη. Επίσης, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, οι οικονομίες της Νέας Ευρώπης με την μεγαλύτερη συνολική παραγωγικότητα, σημείωσαν και τις υψηλότερες οικονομικές επιδόσεις. Το συμπέρασμα αυτό υποστηρίζεται και από τους Schadler and others (2007).

Η διαφορά αυτή είναι σημαντική, γιατί καταδεικνύει ότι η πρόοδος που συντελέστηκε είναι πραγματική και όχι επιφανειακή. Η αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας υποδηλοί βελτίωση της τεχνολογίας της παραγωγής και των διοικητικών ικανοτήτων. Το αν είναι διατηρήσιμη είναι ένα άλλο ζήτημα το οποίο θα διερευνηθεί σε άλλη ενότητα. Η διατήρηση της υψηλής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής είναι μια πρόκληση που αντιμετωπίζουν οι οικονομίες της Νέας Ευρώπης.

Η πέμπτη διαφορά αφορά την διαφορετική δομή μεταξύ των οικονομιών. Οι οικονομίες των χωρών της Νέας Ευρώπης το 2008 παρουσιάζουν διαρθρωτικές διαφορές σε σχέση με αυτές των χωρών της Ν. Ασίας το 1997.

Οι δομές της οικονομίας τους ήταν ιδιαίτερα αδύναμες ώστε να υποδεχθούν και να διαχειριστούν αποτελεσματικά, αν κρίνει κάποιος από τον χαμηλό βαθμό διαφάνειας στις σχέσεις κυβερνήσεων και επιχειρηματικού τομέα, την ανεπαρκή εταιρική διακυβέρνηση και την χαμηλή επιχειρηματική αποτελεσματικότητα. Ακόμα, η κατανομή των κεφαλαιακών εισροών δεν ήταν αποτελεσματική. Πολύ σημαντικό ποσοστό των εισροών κατευθύνθηκε σε μη παραγωγικούς τομείς ή επενδύσεις αμφίβολης μελλοντικής κερδοφορίας και αυξημένου επενδυτικού ρίσκου<sup>8</sup>.

Πιο συγκεκριμένα, πολλές από τις επιχειρήσεις ήταν άμεσα συνδεδεμένες με τα καθεστώτα-κυβερνήσεις της εποχής εκείνης. Ακόμα, ο Perkins (2004) παραθέτει στοιχεία για την κατανομή του ελέγχου των επιχειρήσεων στις χώρες της Ν. Ασίας το 1997. Ο

<sup>6</sup> Το θέμα της συνολικής παραγωγικότητας και της διατηρησιμότητας των υψηλών ρυθμών αύξησης των ρυθμών ανάπτυξης στην περίπτωση των οικονομιών της Ν. Ασίας ήταν θέμα έντονης επιστημονικής αντιπαράθεσης και πριν την κρίση του 1997

<sup>7</sup> IMF Regional Economic Outlook, May 2008, Chapter 3, Convergence in Emerging Europe

<sup>8</sup> Pomerleano (1998)

παρακάτω πίνακας που βασίζεται στον Claessens (2004) είναι ενδεικτικός του ασφυκτικού ελέγχου των εισηγμένων εταιρειών. Η συντριπτική πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών βρισκόταν κάτω από τον μετοχικό έλεγχο των συγκεκριμένων οικογενειών και των κυβερνήσεων της εποχής εκείνης. Στην βιβλιογραφία μεταγενέστερα το φαινόμενο αναλύθηκε εκτενώς με τον όρο «παρεο-κρατικός καπιταλισμός<sup>9</sup>» (crony capitalism). (Πίνακας 1)

Πίνακας 1

Κατανομή ελέγχου των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο (Ν. Ασία 1996)						
Όριο δικαιωμάτων ψήφου μεγαλύτερου μετόχου	Αριθμός επιχειρήσεων στο δείγμα	Ποσοστό επιχειρήσεων κάτω από απόλυτο έλεγχο	Οικογένειες	Κυβέρνηση	Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα με ευρεία μετοχική βάση	Επιχειρήσεις με ευρεία μετοχική βάση
<b>Όριο = 10%</b>						
Χόγκ-Κόνγκ, Κίνα	330	99.4	84.7	3.7	7.1	23.9
Ινδονησία	178	99.4	89.6	10.2	3.8	16.8
Ιαπωνία	1240	58.0	13.1	1.1	38.5	5.3
Δύο της Κορέας	345	85.7	67.8	5.1	3.5	8.2
Μαλαισία	238	99.0	57.5	18.2	12.1	11.2
Φιλιππίνες	120	98.4	42.1	3.8	16.8	35.9
Σιγκαπούρη	221	98.8	62.0	23.8	10.8	12.2
Ταϊβάν, Κίνα	141	97.1	85.8	3	10.4	18.1
Ταϊλάνδη	167	97.9	56.5	7.5	12.0	21.1
<b>Όριο = 20%</b>						
Χόγκ-Κόνγκ, Κίνα	330	93.1	66.7	1.4	5.2	19.8
Ινδονησία	178	94.9	71.5	8.2	2	13.2
Ιαπωνία	1240	20.2	9.7	0.6	6.5	3.2
Δύο της Κορέας	345	58.8	48.4	1.6	0.7	6.1
Μαλαισία	238	89.6	67.2	13.4	2.3	6.7
Φιλιππίνες	120	80.9	44.8	2.1	7.5	28.7
Σιγκαπούρη	221	84.5	55.4	23.5	4.1	11.5
Ταϊβάν, Κίνα	141	73.7	48.2	2.8	5.3	17.4
Ταϊλάνδη	167	93.5	61.6	8	8.6	15.3

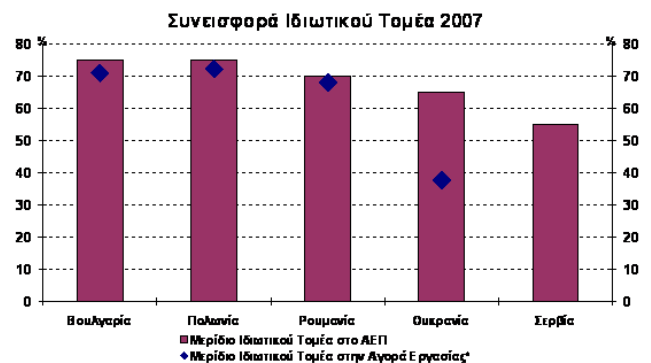
Πηγή: Perkins (2004), Claessens and others(1999)

Αυτό πρακτικά είχε ως αποτέλεσμα το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης και διαφάνειας να είναι ανεπαρκές. Επίσης, η Ασιατική κρίση αποκάλυψε την ύπαρξη του ηθικού κινδύνου (moral hazard). Αυτός προέκυπτε από την κυβερνητική παρέμβαση στην οικονομία. Αυτή ελάμβανε την μορφή της παροχής έμμεσης εγγύησης στην περίπτωση αποτυχίας (government bail-out) ή και ακόμα ύπαρξης κρατικής επιδότησης τις περισσότερες φορές. Αυτό όμως ωθούσε τις επιχειρήσεις να αναλάβουν υπέρμετρους επενδυτικούς κινδύνους<sup>10</sup>.

Αντίθετα, στην περίπτωση των χωρών της Νέας Ευρώπης παρατηρείται μια διαφορετική δομή στην οικονομία. Μετά την κατάρρευση των κομμουνιστικών καθεστώτων στις αρχές της δεκαετίας του 90, υπήρξε

μετάβαση από την σοσιαλιστική οικονομία στην οικονομία του συστήματος της αγοράς. Σε πολύ μεγάλο βαθμό αυτό πραγματοποιήθηκε μέσω ιδιωτικοποιήσεων. Εφαπτήριο για αυτό αποτέλεσαν οι άμεσες ξένες επενδύσεις. Η εικόνα που παρουσιάζει η Νέα Ευρώπη είναι διαφορετική μετά από πλέον μια δεκαετία μετάβασης στην οικονομία της αγοράς. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (ΕΤΑΑ) η συνεισφορά του ιδιωτικού τομέα στο ΑΕΠ στις περισσότερες χώρες της Νέας Ευρώπης ξεπερνούσε το 70%. Αυτό διαφοροποιεί την Νέα Ευρώπη σε σχέση με την Ν. Ασία, από την άποψη ότι τα κριτήρια των επιχειρηματικών αποφάσεων είναι κατά βάση ιδιωτικο-οικονομικά (Διάγραμμα 16).

Διάγραμμα 16



Πηγή: EBRD, Eurobank Research

Η πέμπτη διαφορά αφορά τη δομή ιδιοκτησίας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Σημαντικό χαρακτηριστικό της εξέλιξης είναι η επέκταση των τραπεζών προς την Νέα Ευρώπη. Αν και κάποτε υπό αμιγώς κρατική ιδιοκτησία, στην μετάβαση προς την οικονομία της αγοράς, οι κυβερνήσεις των χωρών της Νέας Ευρώπης ιδιωτικοποίησαν τα εγχώρια τραπεζικά συστήματα με συμμετοχή ξένων τραπεζών. Αυτό είχε ως συνέπεια οι ξένες τράπεζες -κυρίως Ευρωπαϊκές- να κατέχουν σημαντικά μερίδια αγοράς στις χώρες της Νέας Ευρώπης. Με εξαίρεση την Ουκρανία και την Τουρκία, τα μερίδια αγοράς υπερéβαιναν το 60% (σε κάποιες περιπτώσεις ανέρχονταν έως το 90%). Η εικόνα είναι τελείως αντίθετη στις χώρες της Ν. Ασίας.

Ο βαθμός ξένης ιδιοκτησίας των τραπεζικών συστημάτων των χωρών της ΝΑ Ασίας το 1997 ήταν

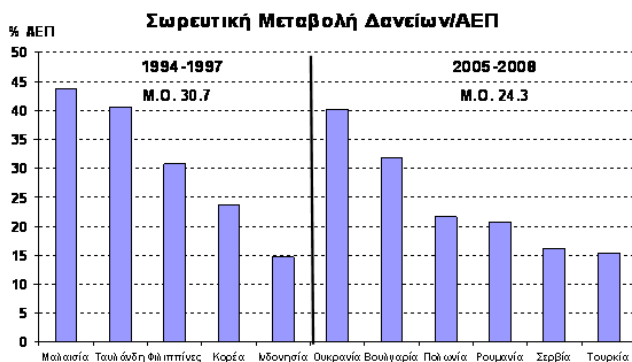
<sup>9</sup> Ο όρος χρησιμοποιήθηκε από τον Stanley Fischer (1998a). Press Release 98/17, Address by Michel Camdessus, Crisis in Emerging Market Economies the Road to Recovery, New York 15 September 1998.

<sup>10</sup> Εκτενείς βιβλιογραφικές αναφορές πάνω στο θέμα του ηθικού κινδύνου περιλαμβάνονται στους: Krugman 1998a, Greenspan (1998), Fischer (1998 b), Goldstein (1998) και Corsetti, Pesenti, Roubini (1998)

εξαιρετικά χαμηλός. Το μερίδιο αγοράς των ξένων τραπεζών ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών στη ΝΑ Ασία δεν ξεπερνούσε το 15% (Μαλαισία), ενώ υπήρχαν και περιπτώσεις που ήταν μηδενικό (Κορέα και Ταϊλάνδη). Η ξένη ιδιοκτησία στην Νέα Ευρώπη έδωσε πρόσβαση σε τεχνογνωσία και κεφάλαια. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα μεγαλύτερη κερδοφορία, αποτελεσματικότητα και καλύτερη θωράκιση του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η έκτη διαφορά αφορά το ύψος της πιστωτικής επέκτασης. Και στις δύο περιπτώσεις είχαμε ιδιαίτερα ταχεία πιστωτική επέκταση και στις δυο οικονομικές ζώνες. Οι σωρευτικές αυξήσεις για τα τρία τελευταία χρόνια εάν μετρηθούν ως ποσοστά του ΑΕΠ είναι συγκρίσιμες με τις χώρες της ΝΑ Ασίας (Διάγραμμα 17).

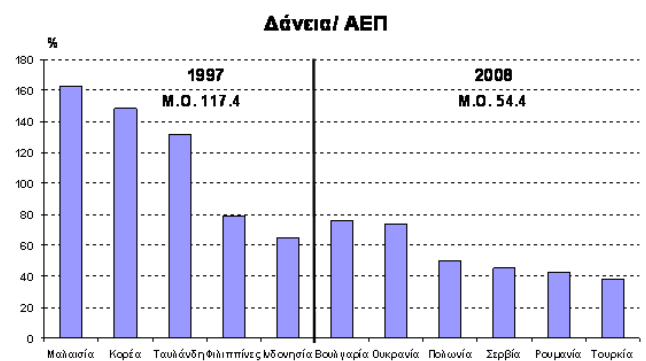
Διάγραμμα 17



Πηγή: Asian Development Bank, Κεντρικές Τράπεζες

Ωστόσο, το επίπεδο του δανεισμού ήταν μεγαλύτερο για τις χώρες της ΝΑ. Ασίας το 1997. Τα συνολικά δάνεια ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν πολύ μεγαλύτερα στις χώρες της Ν. Ασίας το 1997 από ότι στις χώρες της Νέας Ευρώπης (Διάγραμμα 18).

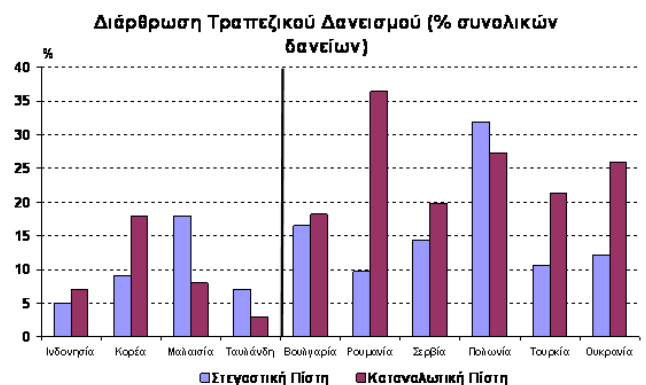
Διάγραμμα 18



Πηγή: Asian Development Bank, Κεντρικές Τράπεζες

Στην περίπτωση της Ασίας η πιστωτική επέκταση ήταν δανεισμός προς τις επιχειρήσεις και τον χρηματοπιστωτικό τομέα και όχι προς τα νοικοκυριά. Οι απαιτήσεις των ξένων τραπεζών στην περίπτωση της Νέας Ευρώπης είναι περίπου κατά το ήμισυ από τα νοικοκυριά. Η ύπαρξη του ξένου δανεισμού στους ισολογισμούς των νοικοκυριών τα εκθέτει εξίσου στον συναλλαγματικό κίνδυνο με τις επιχειρήσεις, ίσως και περισσότερο. Αυτό περιπλέκει το πρόβλημα γιατί το καθιστά αυτόματα και πολιτικό πρόβλημα (Διάγραμμα 19).

Διάγραμμα 19



Πηγή: Turner P. 2006, "Banking Systems in East Asia: Ten Years Later", Κεντρικές Τράπεζες, Eurobank Research

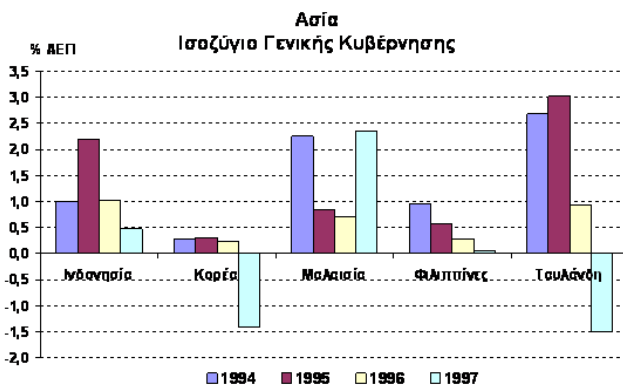
Η έβδομη διαφορά εντοπίζεται στο καθεστώς νομισματικής πολιτικής. Οι χώρες της Νέας Ευρώπης παρουσιάζουν ανομοιογένεια ως προς το καθεστώς της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Κάποιες χώρες έχουν καθεστώς ελεύθερης διακύμανσης (free float) άλλες καθεστώς ελεγχόμενης διακύμανσης (managed float), καθεστώτα Επιτροπής Συναλλάγματος (currency board),

ή de facto σταθερής ισοτιμίας (peg). Στην συντριπτική πλειοψηφία τους τα νομίσματα των χωρών είναι συνδεδεμένα με το Ευρώ.

Τα νομίσματα των χωρών της Ν Ασίας ήταν συνδεδεμένα με το δολάριο, το οποίο εκείνη την εποχή βρίσκονταν σε ανοδική πορεία. Τα επιτόκια των χωρών της Ν. Ασίας διατηρούνταν σε υψηλά επίπεδα, ώστε σε συνδυασμό με τις σταθερές ισοτιμίες να προσελκύονται κεφάλαια από το εξωτερικό. Τα κεφάλαια αυτά είχαν σε μεγάλο βαθμό βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

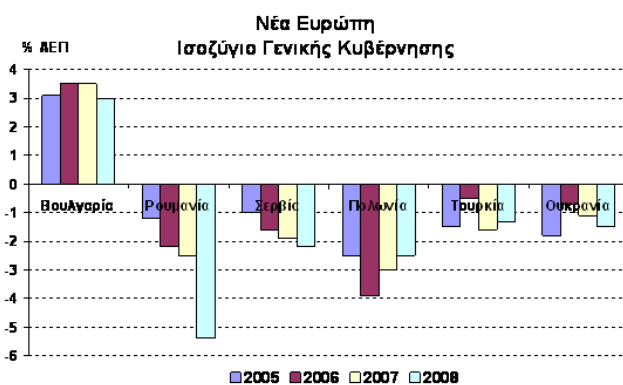
Η όγδοη διαφορά αφορά τη δημοσιονομική πολιτική: Οι χώρες της Νέας Ευρώπης ακολούθησαν ως επί το πλείστον επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Αντίθετα, οι χώρες της ΝΑ Ασίας διατηρούσαν πλεονασματικούς δημοσιονομικούς προϋπολογισμούς. (Διάγραμμα 20, 21)

**Διάγραμμα 20**



Πηγή: Asian Development Bank

**Διάγραμμα 21**



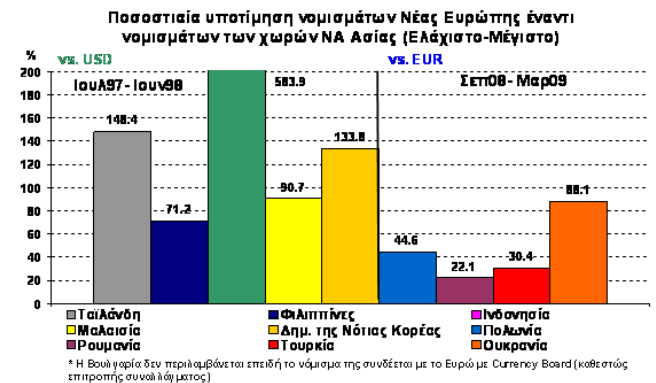
Πηγή: Eurostat, Υπ. Οικονομικών

## 2.2 Ομοιότητες και Διαφορές στην εκδήλωση της κρίσης και τα αναμενόμενα αποτελέσματα της

Το υποτίμημα αυτό εξετάζει τις ομοιότητες και τις διαφορές στην εκδήλωση της κρίσης καθώς και στα αποτελέσματα της. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι συγκρίσεις που γίνονται θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη ότι η παγκόσμια κρίση όπως και η κρίση στην Νέα Ευρώπη βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη. Ακόμα εξίσου σημαντικό είναι το γεγονός ότι δεν υπάρχει ιστορικό, πλην αυτής της μετάβασης στην οικονομία της αγοράς, ανάλογης κρίσης που να έπληξε σε ανάλογη κλίμακα και ενιαία όλη την περιοχή της Νέας Ευρώπης. Για τον λόγο αυτό στην περίπτωση των χωρών της Νέας Ευρώπης το άρθρο χρησιμοποιεί την ιστορική εμπειρία επεισοδίων του παρελθόντος από την κάθε μια χώρα ξεχωριστά.

Η ένατη διαφορά αφορά την έκταση της κρίσης. Η ποσοστιαία υποτίμηση που σημειώθηκε στα τοπικά νομίσματα (έναντι του δολαρίου που ήταν το νόμισμα αναφοράς την περίοδο εκείνη) κατά την διάρκεια της κρίσης στην Ν. Ασία ήταν πολύ μεγαλύτερη από αυτή που σημειώθηκε στα νομίσματα των χωρών της Νέας Ευρώπης (Διάγραμμα 22).

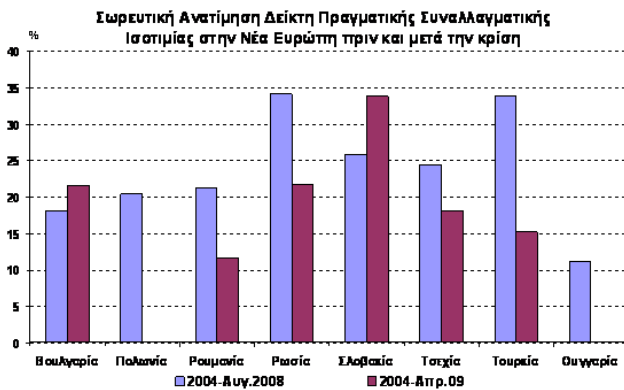
**Διάγραμμα 22**



Πηγή: Bloomberg

Η υποτίμηση των νομισμάτων μέσα στην περίοδο αυτή έχει διορθώσει αλλά όχι εξαλείψει πλήρως σε ορισμένες περιπτώσεις την πραγματική ανατίμηση των τοπικών νομισμάτων (Διάγραμμα 23).

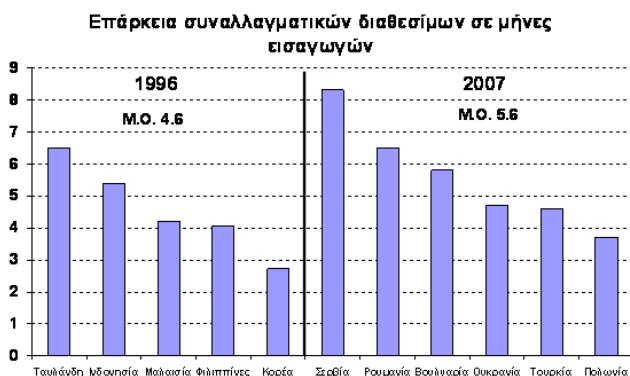
Διάγραμμα 23



Πηγή: IIF

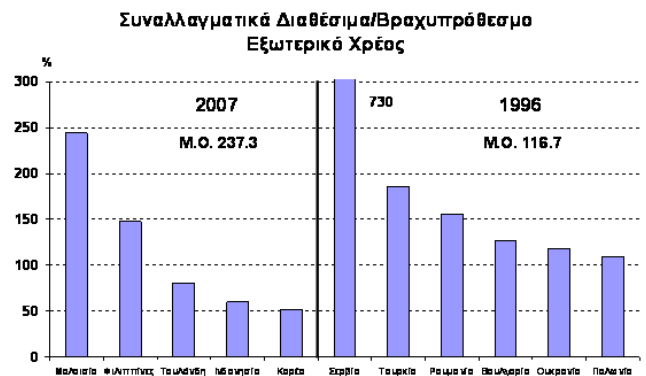
Η δέκατη διαφορά αφορά την επάρκεια των συναλλαγματικών διαθέσιμων. Τα συναλλαγματικά αποθέματα για την άμυνα του νομίσματος έναντι της κερδοσκοπίας στην Ασία την εποχή της κρίσης ήταν χαμηλότερα από τα αντίστοιχα των χωρών της Νέας Ευρώπης. Αυτό προκύπτει από δύο δείκτες. Ο πρώτος αφορά το ποσοστό του βραχυπρόθεσμου εξωτερικού χρέους το οποίο καλύπτουν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα το έτος πριν την κρίση. Ο δεύτερος αφορά τον αριθμό των μηνών που επαρκούν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα για να καλύψουν τις ανάγκες σε εισαγωγές. Σε κάθε περίπτωση η σύγκριση για τις χώρες της Νέας Ευρώπης είναι ευνοϊκή. (Διάγραμμα 24, 25).

Διάγραμμα 24



Πηγή: Asian Development Bank, Κεντρικές Τράπεζες

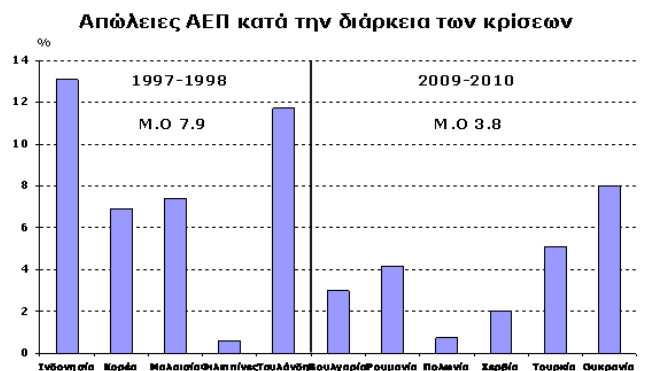
Διάγραμμα 25



Πηγή: Asian Development Bank, Κεντρικές Τράπεζες

Η ενδέκατη διαφορά αφορά τις απώλειες σε μονάδες ανάπτυξης. Οι απώλειες σε ποσοστιαίες μονάδες ΑΕΠ ήταν πολύ μεγαλύτερες στην περίπτωση της κρίσης στην Ασία σε σχέση με τις προσδοκώμενες στην Νέα Ευρώπη. Ο μέσος όρος των προσδοκώμενων απωλειών είναι σχεδόν ο μισός για τις χώρες της Νέας Ευρώπης. (Διάγραμμα 26).

Διάγραμμα 26



Πηγή: IMF, Eurobank Research

Η κρίση στην Νέα Ευρώπη έχει σημαντικότερο κόστος σε όρους ανάπτυξης σε δύο συγκεκριμένες περιπτώσεις. Η μία αφορά τις χώρες της Βαλτικής και η άλλη τις χώρες της Κοινοπολιτείας Ανεξαρτήτων Κρατών (Ρωσία και Ουκρανία) (Πίνακας 2)

Πίνακας 2

Ρυθμός Ανάπτυξης ΑΕΠ (%)*			
	2008	2009	2010
Αναδυόμενη Ευρώπη	2,9	-3,7	0,8
Βαλτικές	-0,7	-10,6	-2,3
Κεντρική Ευρώπη	3,8	-1,3	0,9
Νότια και Νοτιοανατολική Ευρώπη	6,1	-3,6	-0,2
Κοινοπολιτεία Ανεξαρτήτων Κρατών	5,5	-5,1	1,2
	1997	1998	1999
Ασία 5**	3,9	-8,4	3,2

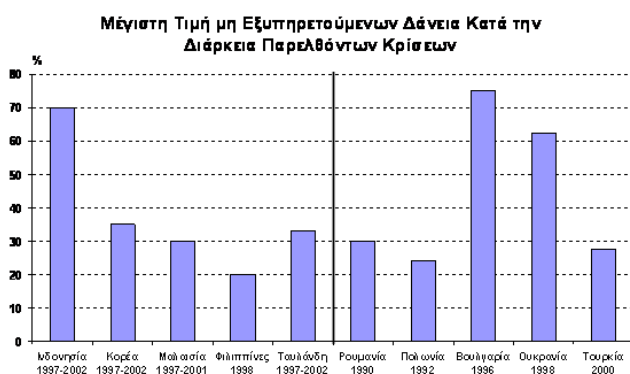
\* Κατηγοριοποίηση των χωρών σύμφωνα με τους ορισμούς του IMF  
 \*\*Βιετνάμ, Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Ταϊλάνδη

Πηγή: World Economic Outlook, IMF

Μια άλλη σημαντική παράμετρο υπό εξέταση αποτελούν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Το ύψος των μη εξυπηρετούμενων δανείων στην περίπτωση των χωρών της Ν. Ασίας το 1997 ήταν ήδη υψηλό πριν την εκδήλωση της κρίσης. Αυτό σε πολύ μεγάλο βαθμό αντανακλούσε τους εύθραυστους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Το αποτέλεσμα ήταν το σωρευτικό ύψος των μη εξυπηρετούμενων δανείων ως ποσοστό των συνολικών δανείων μέσα στην επόμενη τριετία-τετραετία να ανέλθει κατά μέσο όρο 30% για τις περισσότερες χώρες. Στην περίπτωση της Ινδονησίας το αντίστοιχο μέγεθος ξεπέρασε το 70%. Σε αντίστοιχα ιστορικά επεισόδια των χωρών της Νέας Ευρώπης τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια έφθασαν σε αντίστοιχα επίπεδα (Διάγραμμα 27).

Διάγραμμα 27



Πηγή: IMF, Laeven and Valencia, Eurobank Research

Η δωδέκατη διαφορά αφορά την αντιμετώπιση της κρίσης. Η ίδια η εμπειρία του παρελθόντος από την

Ασιατική κρίση αποδεικνύεται ιδιαίτερα διδακτική στην αντιμετώπιση της τωρινής κρίσης. Προς αυτή την κατεύθυνση η αρωγή των διεθνών οργανισμών προς την Ανατολική Ευρώπη ήταν άμεση. Ακόμα και οι όροι χορήγησης της βοήθειας δεν έχουν το ίδιο βαθμό αυστηρότητας που εμπεριείχαν τα προγράμματα βοήθειας το 1997.

Για παράδειγμα, μέσα στους όρους χορήγησης της βοήθειας προς την Ανατολική Ευρώπη δεν υπάρχει η αυστηρή δημοσιονομική προσαρμογή που επιβλήθηκε στις χώρες της Ν. Ασίας. Τα εργαλεία αντιμετώπισης της κρίσης είναι επίσης περισσότερα αυτή τη φορά. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να μην δημιουργηθεί το ίδιο ανατροφοδοτούμενο έλλειμμα εμπιστοσύνης και να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα κατάρρευσης.

Μια σημαντική παράμετρος είναι ότι οι χώρες μέλη της ΕΕ είναι παραλήπτες σημαντικών εισροών από την ΕΕ. Τα κονδύλια έχουν είτε την μορφή προ-ενταξιακής βοήθειας είτε προέρχονται από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ. Ο χρονικός ορίζοντας των εισφορών εκτείνεται μέχρι το 2013. Το θέμα αυτό έχει και άλλη μία πτυχή. Οι χώρες της Νέας Ευρώπης έχουν εναλλακτική πρόσβαση στην ΕΕ-ΕΚΤ ως δανειστές εσχάτης ανάγκης εκτός από το ΔΝΤ. Η επιλογή αυτή δεν ήταν διαθέσιμη για τις χώρες της Ασίας το 1997. Η ύπαρξη της ΕΕ-ΕΚΤ είναι σημαντική όχι μόνο ως μια εναλλακτική πηγή παροχής κεφαλαιακής υποστήριξης αλλά και για την παροχή τεχνικής βοήθειας. Η συνεισφορά της ΕΚΤ (όσο και της Κεντρικής Τράπεζας της Ελβετίας SNB, στην παροχή ρευστότητας μέσω swaps προς την Πολωνία και την Ουγγαρία) είναι σημαντική.

Επίσης, η ίδια η ΕΕ συγχρηματοδοτεί μαζί με το ΔΝΤ και την Παγκόσμια Τράπεζα τα δάνεια στήριξης προς τις χώρες της Νέας Ευρώπης. Προς αυτή την κατεύθυνση υπάρχουν και οι χρηματοδοτικοί θεσμοί της Ευρωπαϊκής Επενδυτικής Τράπεζας (ΕΕΤ) και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (ΕΤΑΑ) που δραστηριοποιούνται στην περιοχή. Οι θεσμοί αυτοί, σε συνεργασία με την Παγκόσμια Τράπεζα, ήδη έχουν δεσμευτεί για την παροχή 24,5 δις Ευρώ για την στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα και

των επιχειρήσεων μέσω δανειακών γραμμών. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται αναλυτικά τα πακέτα χρηματοοικονομικής υποστήριξης από τους διεθνείς οργανισμούς από την αρχή της κρίσης μέχρι σήμερα (Ιούνιος 2009) . (Πίνακας 3)

**Πίνακας 3**

Πακέτα Χρηματοοικονομικής Υποστήριξης από Διεθνείς Οργανισμούς						
(δισ. δολάρια)	IMF	Τύπος IMF δανείου	Ευρωπαϊκή		Παγκόσμια	Σύνολο
			Επιτροπή	Τράπεζα	EBRD*	
Πολωνία	20.58	Flexible Credit Line	-	-	-	20.58
Ρουμανία	17.1	Stand-By Arrangement	6.6	1.35	1.35	26.4
Σερβία	4.0	Stand-By Arrangement	-	-	-	4.0
Ουγγαρία	15.7	Stand-By Arrangement	8.4	1.3	-	25.4
Ουκρανία	16.4	Stand-By Arrangement	-	0.5	-	16.9
Λετονία	2.35	Stand-By Arrangement	4.3	0.5	0.7**	7.85
Βοσνία & Ερζεγοβίνη	1.52	Stand-By Arrangement	-	-	-	1.52

\* Δεν περιλαμβάνει δάνεια που έχουν δοθεί για βελτίωση υποδομών  
 \*\* EBRD μαζί με Τσεχία, Εσθονία, Πολωνία

Συνοψίζοντας, διαπιστώνουμε ότι η πορεία των χωρών τόσο της Νέας Ευρώπης όσο και της Ν. Ασίας πριν τις κρίσεις έχουν αρκετά κοινά σημεία. Οι διαφορές δεν είναι πολλές, ωστόσο είναι ουσιαστικές και διακριτές. Οι ομοιότητες και οι διαφορές των οικονομιών της Νέας Ευρώπης το 2008 σε σχέση με αυτές των χωρών της ΝΑ Ασίας το 1997 παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα: (Πίνακας 4)



Πίνακας 4

Κριτήριο	Νέα Ευρώπη 2008	Ν. Ασία 1997
Παγκόσμια Οικονομία	Παγκόσμια Ύφεση	Ευνοϊκό παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον
Θεσμική συμμετοχή	Συμμετοχή στην ΕΕ-Προσδοκώμενη στην ΟΝΕ	-
Ποιότητα Διακυβέρνησης-Ρυθμιστικές Αρχές-Θεσμική επάρκεια	Δημοκρατικά εκλεγμένες κυβερνήσεις	Έλλειμμα δημοκρατίας και δημοκρατικών θεσμών
Επιχειρηματικό Περιβάλλον Αγορές Προϊόντων και Υπηρεσιών	Ιδιωτικός τομέας	Παρεοκρατικός καπιταλισμός
Lender of Last Resort Δανειστής έσχατης ανάγκης	ΕΕ, ΕΚΤ, IMF,	IMF
Μέσοι Ετήσιοι Ρυθμοί Ανάπτυξης (Τ-5, Τ)	7,2%	9,5%
Συναλλαγματικό Καθεστώς	Διάφορες μορφές-Σύνδεση κατά βάση με το Ευρώ	Σύνδεση με το Δολάριο
Νομισματική Πολιτική-Πραγματικά Επιτόκια	Επεκτατική-Αρνητικά Βουλγαρία, Ουκρανία, οι υπόλοιπες θετικά	Θετικά επιτόκια
Ελλείμματα Τρεχουσών Συναλλαγών (Τ)	12,2% (2008)	3,4% (1997)
Κεφαλαιακές Εισροές-Άμεσες Ξένες Επενδύσεις-Ποσοστό Κάλυψης Ελλειμμάτων από ΑΞΕ %	62% (2007)	22% (1996)
Εξωτερικό Χρέος (% ΑΕΠ)	62% (2007)	22% (1996)
Εισαγωγές+Εξαγωγές/ΑΕΠ	79,9% (2008)	80,0% (1997)
Επάρκεια Συναλλαγματικών Διαθεσίμων % ποσοστό εισαγωγών % βραχυπρόθεσμου εξωτερικού χρέους	5,6 (2007)	4,6 (1996)
	237,3 (2007)	116,7 (1996)
Μερίδιο αγοράς στο διεθνές εμπόριο	4%	17%
Βαθμός Τεχνολογικής Εξειδίκευσης εξαγωγών-Βαθμός Διαφοροποίησης Προορισμού Εξαγωγών	Ευρωπαϊκή Ένωση	Ιαπωνία
Πραγματικές Ισοτιμίες (REER)	Ανατιμημένες σε διψήφια ποσοστά	Ανατιμημένες σε μονοψήφια ποσοστά
Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	Δημοσιονομικά Ελλείμματα	Δημοσιονομικά Πλεονάσματα
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	Χαμηλό	Χαμηλό
Ιδιοκτησία Τραπεζικού Συστήματος	Ιδιωτική-Ξένες Τράπεζες προέλευσης κυρίως Δυτικής Ευρώπης	Εγχώρια Ιδιοκτησία
Δανειακή Έκθεση Ξένων τραπεζών	46,8% ΑΕΠ (2007)	17,2% ΑΕΠ (1997)
Πιστωτική Επέκταση (Αύξηση % ΑΕΠ)	54,4%	117,4%

### 3. Ποιοι είναι οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι για την περιοχή της Νέας Ευρώπης;

Οι χρηματοοικονομικές αγορές των χωρών της Νέας Ευρώπης επηρεάστηκαν άμεσα από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση το καλοκαίρι του 1997. Ωστόσο, η κρίση μεταδόθηκε στην πραγματική οικονομία μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman τον Σεπτέμβριο του 2008. Οι πραγματικές οικονομίες της Νέας Ευρώπης (NE) άρχισαν να βιώνουν τις αρνητικές συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης μέσα από δύο βασικά κανάλια: το κανάλι του χρηματοπιστωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένης της κινήσεως κεφαλαίων, και το κανάλι του διεθνούς εμπορίου. Η μετάδοση της κρίσης αντικατοπτρίστηκε στην επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών, την πτώση της πιστωτικής επέκτασης και της ανόδου των δανείων σε καθυστέρηση. Έτσι, όπως έχουν σήμερα διαμορφωθεί οι παγκόσμιες συνθήκες, οι κίνδυνοι βρίσκονται εν ισχύ για τη NE και, κατά συνέπεια, για τις τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην περιοχή.

Ο πρώτος κίνδυνος προέρχεται από την επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών. Το μοντέλο ανάπτυξης των οικονομιών τους βασίστηκε στο παρελθόν στις αθρόες εισροές κεφαλαίων που υποστήριξαν μια γρήγορη ανάπτυξη, γεγονός που συνέβαλλε στην δημιουργία τεράστιων ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και σημαντικού εξωτερικού - κυρίως ιδιωτικού - χρέους.

Τα μεγάλα εξωτερικά ελλείμματα σε συνδυασμό με το εξωτερικό χρέος που λήγει έφεραν στο προσκήνιο τις αυξημένες ανάγκες εξωτερικής αναχρηματοδότησης των χωρών της Νέας Ευρώπης. Επιπλέον, η στενότητα ρευστότητας, το κακό επενδυτικό κλίμα στις παγκόσμιες αγορές και η συνεπαγόμενη επιβράδυνση στην κίνηση κεφαλαίων προς τις χώρες αυτές δημιούργησαν την ανάγκη για άμεση εύρεση χρηματοδοτικών πόρων. Στις αρχές του έτους ήταν

πολύ ξεκάθαρο ότι οι χώρες θα δυσκολευτούν στη χρηματοδότηση των αναγκών τους μέσα στο 2009.

Η παρουσία του ΔΝΤ στην περιοχή λειτούργησε καταλυτικά. Η πιθανότητα μιας απότομης διακοπής των κεφαλαιακών εισροών έχει μειωθεί σημαντικά, αλλά δεν έχει εξαλειφθεί τελείως. Η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος παγκοσμίως και η παροχή των προγραμμάτων συνέβαλλε στην σταθεροποίηση των τοπικών νομισμάτων και αγορών.

Στον αντίποδα, η επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών έχει άμεση αρνητική επίπτωση στην οικονομική δραστηριότητα, λόγω της αδυναμίας χρηματοδότησης της εγχώριας κατανάλωσης και των εγχώριων επενδύσεων. Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας έχει αντίκτυπο στα δημοσιονομικά μεγέθη. Ο απορρέων κίνδυνος από την ύφεση συνίσταται στον δημοσιονομικό εκτροχιασμό, λόγω των χαμηλότερων εσόδων αλλά και των ανελαστικών δαπανών. Αυτό ενέχει τον κίνδυνο να χρειαστεί επιπρόσθετη χρηματοδότηση από το ΔΝΤ.

Ο δεύτερος κίνδυνος είναι να μην υπάρχει ορατή ανάκαμψη των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης. Αυτό υπονομεύει τις προσπάθειες για ανάκαμψη των οικονομιών και έξοδο από την ύφεση. Η πιστωτική επέκταση στην Νέα Ευρώπη βασίστηκε κατά κύριο λόγο στην εξωτερική χρηματοδότηση παρά στις εγχώριες καταθέσεις. Η επιδείνωση των συνθηκών εξωτερικής χρηματοδότησης είχε ως συνέπεια η πιστωτική επέκταση στις περισσότερες χώρες να σημειώσει τα πρώτα ορατά σημάδια κάμψης το φθινόπωρο του 2008. Η επιβράδυνση παρουσιάστηκε πιο έντονη στις χώρες όπου ο λόγος των εγχώριων δανείων προς τις εγχώριες καταθέσεις ήταν σημαντικά μεγαλύτερος της μονάδος. Στις περιπτώσεις των οικονομιών αυτών το κόστος δανεισμού αυξήθηκε πιο πολύ λόγω σκεπτικισμού των αγορών για την υγεία των μακροοικονομικών μεγεθών τους, γεγονός που αύξησε τα spreads τους. Ακόμα, η αναμενόμενη αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας και

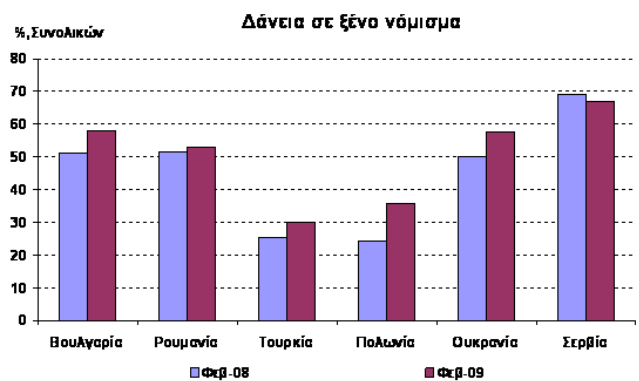
τα δάνεια σε ξένο νόμισμα ώθησαν τις τράπεζες να αυστηροποιήσουν τα κριτήρια δανεισμού. Ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης σημείωσε κατακόρυφη κάμψη ώστε να επικρατούν συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας στις εγχώριες αγορές.

Οι νομισματικές αρχές έχουν προχωρήσει σε σημαντική χαλάρωση της νομισματικής τους πολιτικής. Η μείωση όμως των εγχωρίων επιτοκίων δεν έχει μεταφραστεί σε μείωση του κόστους χρήματος για δάνεια σε τοπικό νόμισμα για τους καταναλωτές γιατί οι τράπεζες δεν μειώνουν αντίστοιχα τα επιτόκια δανεισμού.

Η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης μεταφράζεται σε λιγότερες επενδύσεις και λιγότερη κατανάλωση, και άρα επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Στο σημείο αυτό πρέπει να γίνει διαφοροποίηση για την περίπτωση των Βαλτικών χωρών. Η επίδραση του χαμηλότερου ρυθμού πιστωτικής επέκτασης είναι λιγότερο αρνητική για τις οικονομίες της ΝΕ, από ότι στην περίπτωση των χωρών της Βαλτικής, όπου οι ξένες τράπεζες, κυρίως Σουηδικές, σταμάτησαν την ροή του δανεισμού το 2007. Η ελαστικότητα της ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕΠ ως προς την πιστωτική επέκταση βρίσκεται στο ένα τρίτο σε σχέση με αυτή των Βαλτικών χωρών. Η παγκόσμια κρίση, με άλλα λόγια, βρήκε τις χώρες της ΝΕ σχετικά νωρίς στη πιστωτική έξαρση και με σημαντικά χαμηλότερη πιστωτική διείσδυση ώστε οι συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα είναι λιγότερο δραματικές.

Ο τρίτος κίνδυνος προέρχεται από τον δανεισμό των νοικοκυριών και επιχειρήσεων σε ξένο νόμισμα. Η προσδοκία της ένταξης στην Ευρωπαϊκή Ένωση και αργότερα στην Ευρωζώνη, ώθησε τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις των χωρών αυτών να αναλάβουν το ρίσκο δανεισμού με ελκυστικά μεν επιτόκια, αλλά σε ξένο νόμισμα. Οι υποτιμητικές τάσεις των τοπικών νομισμάτων διογκώνουν το πραγματικό κόστος δανεισμού, γιατί ένα σημαντικό ποσοστό των δανείων – περίπου το μισό σε πολλές χώρες - είναι σε ξένο νόμισμα (Διάγραμμα 28).

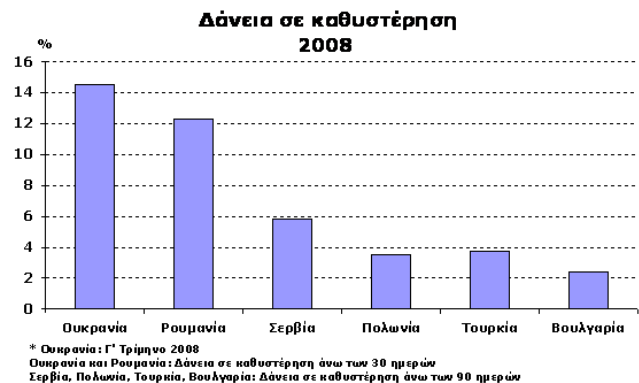
**Διάγραμμα 28**



Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες

Κατά συνέπεια, αναμένονται προβλήματα στην εξυπηρέτηση των δανείων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Αυτό που έχει παρατηρηθεί είναι αύξηση των δανείων σε καθυστέρηση<sup>11</sup>. Σύμφωνα με τα στοιχεία του 2008, τα δάνεια σε καθυστέρηση (άνω των 30 ημερών) είχαν ξεπεράσει το 10% σε δύο χώρες: στην Ουκρανία (14%) και στην Ρουμανία (12%). (Διάγραμμα 29)

**Διάγραμμα 29**



Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες

Τα προβλήματα, όμως αυτά, για τα τραπεζικά συστήματα των χωρών αυτών δεν είναι ανυπερέβλητα. Οι χώρες της ΝΕ διαθέτουν τραπεζικά συστήματα με ισχυρή κεφαλαιακή βάση, υψηλότερη από την αντίστοιχη στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης και των ΗΠΑ. (Διάγραμμα 30)

<sup>11</sup> Ο επίσημος ορισμός του ΔΝΤ για τα δάνεια σε καθυστέρηση είναι όσα δάνεια δεν εξυπηρετούνται για χρονικό διάστημα πάνω από 30 ημέρες. Ο αντίστοιχος ορισμός για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αφορά τα δάνεια που δεν εξυπηρετούνται για πάνω από 90 ημέρες.

**Διάγραμμα 30**

Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες, Eurobank Research

#### 4. Ποιες είναι οι μακροπρόθεσμες προκλήσεις από την παγκόσμια κρίση για την Νέα Ευρώπη; Έχει εξαντλήσει το αναπτυξιακό μοντέλο της Νέας Ευρώπης τη δυναμική του;

Όλοι οι αναλυτές οικονομολόγοι έχουν εστιάσει την προσοχή τους στις βραχυπρόθεσμους κινδύνους που απειλούν τις οικονομίες της Νέας Ευρώπης. Σκοπός της ενότητας είναι να αναδείξει ότι δεν υπάρχουν μόνο βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι αλλά και μακροπρόθεσμες προκλήσεις για τις χώρες της Νέας Ευρώπης από την χρηματοοικονομική κρίση.

Θεωρούμε ότι οι πιο σημαντικές μακροπρόθεσμες προκλήσεις που αντιμετωπίζουν είναι: Αναβίωση του οικονομικού εθνικισμού, πιθανή καθυστέρηση ένταξης στην Ευρωζώνη και την ΕΕ, αλλαγή μακροοικονομικών πολιτικών, οξυμένο ανταγωνισμό από άλλες περιοχές του πλανήτη στην προσέλκυση ξένων κεφαλαίων και κυρίως την επαναδιαπραγμάτευση του μοντέλου ανάπτυξης τους.

(α) Αναβίωση του οικονομικού εθνικισμού: Οι χώρες της Νέας Ευρώπης έχουν ωφεληθεί τα μέγιστα από το άνοιγμα των διεθνών αγορών. Η ίδια τους η ενσωμάτωση στην παγκόσμια οικονομία αποτέλεσε μέρος της ιστορίας της παγκοσμιοποίησης. Η οικονομική κρίση όμως απειλεί την διαδικασία

απελευθέρωσης του διεθνούς εμπορίου. Η οικονομική ιστορία διδάσκει ότι ο προστατευτισμός συνεισέφερε σε πολύ μεγάλο βαθμό στην διεθνή Ύφεση της περιόδου 1929-1933.

Ο προστατευτισμός λαμβάνει δύο ακόμα μορφές πέραν της άμεσης (επιβολή δασμών, επιδοτήσεις εγχώριων προϊόντων, ποσοτικοί περιορισμοί εισαγωγών). Πρώτον, οι κυβερνήσεις απαιτούν τα δημοσιονομικά πακέτα στήριξης των οικονομιών να κατευθύνονται στην ενίσχυση πρωτίστως των εγχώριων βιομηχανιών και επιχειρήσεων. Η δεύτερη μορφή αφορά τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Οι κυβερνήσεις των χωρών της Δ. Ευρώπης έχουν συνεισφέρει στην κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών των χωρών τους. Κατά συνέπεια, απαιτούν η ρευστότητα αυτή να κατευθύνεται προς την εγχώρια οικονομία και όχι για την ενίσχυση των θυγατρικών των τραπεζών τους που δραστηριοποιούνται στην ΝΕ.

(β) Καθυστέρηση ένταξης στην Ευρωζώνη και την ΕΕ: Οι περισσότερες χώρες της Νέας Ευρώπης εντάχθηκαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση με την διεύρυνση το 2004. Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση απειλεί να θέσει εκτός χρονοδιαγράμματος την ένταξη των νέων χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης στον ΜΣΙ2 και κατά συνέπεια στην Ευρωζώνη<sup>12</sup>. Από την μία πλευρά, μπορεί να μην εκπληρώνονται κάποια από τα κριτήρια. Για παράδειγμα, λόγω της οικονομικής κρίσης οι δημοσιονομικές επιδόσεις κάποιων νέων κρατών-μελών έχουν επιδεινωθεί ώστε πλέον να μην πληρούν το όριο του 3% που θέτει η συνθήκη του Μάαστριχτ για το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης. Από την άλλη πλευρά, το ζήτημα είναι εξίσου πολιτικό. Τα ισχυρότερα κράτη-μέλη μπορεί να είναι απρόθυμα να δεχθούν στους κόλπους της Ευρωζώνης κράτη-μέλη των οποίων οι οικονομίες διακρίνονται από μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες ή ατελή θεσμική και οικονομική σύγκλιση, ώστε να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα οι ανισορροπίες να μεγεθυνθούν εντός της ΟΝΕ.

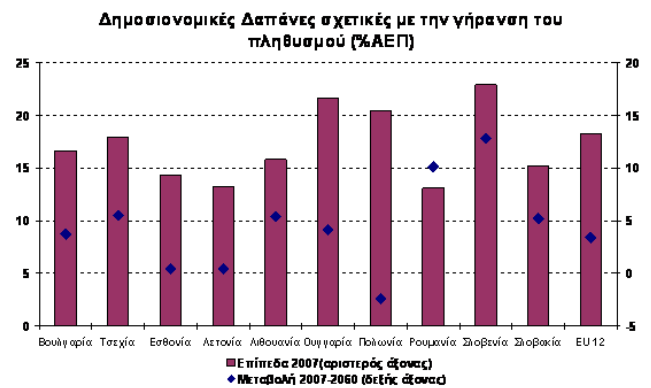
<sup>12</sup> Μόνο οι χώρες της Βαλτικής (Εσθονία, Λετονία, Λιθουανία) συμμετέχουν στο ΜΣΙ2.

(γ) Γήρανση του πληθυσμού: Η Νέα Ευρώπη είναι ανάμεσα στις περιοχές του κόσμου που θα αντιμετωπίζουν το οξύ πρόβλημα της γήρανσης του πληθυσμού. Σύμφωνα με την προβλέψεις της Παγκόσμιας Τράπεζας<sup>13</sup> οι περισσότερες χώρες της Νέας Ευρώπης θα υποστούν σημαντικές μειώσεις πληθυσμών μέχρι το 2025. Η «Τρίτη μετάβαση» (Third transition) όπως αποκαλείται χαρακτηριστικά είναι ένα μοναδικό φαινόμενο από πλευράς της οικονομικής ιστορίας. Θα είναι η πρώτη φορά κατά την οποία οικονομίες καλούνται να αντιμετωπίζουν τις προκλήσεις από την ταχύτατη γήρανση του πληθυσμού χωρίς ωστόσο να διαθέτουν υψηλό βιοτικό επίπεδο, και ενώ βρίσκονται στην διαδικασία ολοκλήρωσης της μετάβασης στην οικονομία της αγοράς και ανάπτυξης θεσμών

Η πρόκληση της γήρανσης του πληθυσμού συνεπάγεται σημαντικές συνέπειες τόσο για την ανάπτυξη, όσο και για τα δημοσιονομικά μεγέθη και την αγορά εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, η γήρανση του πληθυσμού συνεπάγεται χαμηλότερους δυνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης, υψηλά μελλοντικά δημοσιονομικά κόστη και δυσμενείς επιπτώσεις στην προσφορά ανθρώπινου δυναμικού. Αυτό συνεπάγεται ακόμα μεγαλύτερη ανάγκη για προώθηση των διαρθρωτικών αλλαγών οι οποίες θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους την συγκεκριμένη διάσταση.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξειδίκευσε πρόσφατα το επιπλέον δημοσιονομικό κόστος κατά χώρα. Το κόστος αυτό είναι μεγαλύτερο από το κόστος που θα επωμιστεί κατά μέσο όρο η Ευρωζώνη.

Διάγραμμα 31



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή<sup>14</sup>, Eurobank Research

(δ) Οξυμένος ανταγωνισμός στην προσέλκυση νέων κεφαλαίων: Η περιοχή της Νέας Ευρώπης ευνοήθηκε σημαντικά στο παρελθόν από τις κεφαλαιακές εισροές στις αναδυόμενες αγορές. Ειδικότερα η περιοχή της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης προσέλκυσε συνολικά 195 δις δολάρια άμεσες ξένες επενδύσεις κατά την τριετία 2005-2008. Το μέγεθος αυτό αντιπροσωπεύει ένα μερίδιο 18% στις συνολικές άμεσες ξένες επενδύσεις που κατευθύνθηκαν στις αναδυόμενες αγορές σε όλο τον πλανήτη.

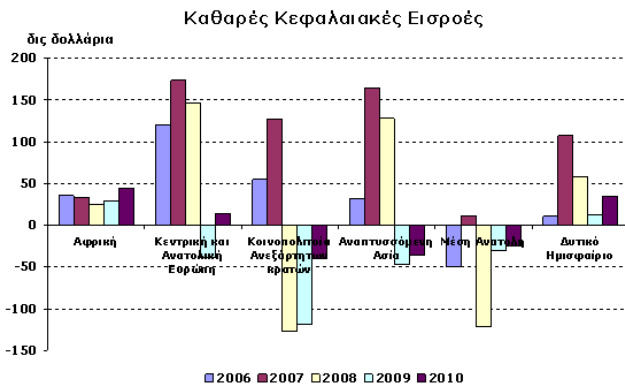
Η πρόβλεψη του ΔΝΤ<sup>15</sup> για τις συνολικές κεφαλαιακές εισροές στις αναδυόμενες αγορές είναι αρνητική για το 2009-2010. Η αντίστοιχη πρόβλεψη για τις άμεσες ξένες επενδύσεις είναι ότι θα πέσουν κατά 32%. Το μερίδιο αγοράς της περιοχής βαίνει μειούμενο (εκτιμάται σε 10% για το 2009) από τον εντεινόμενο ανταγωνισμό για την προσέλκυση νέων κεφαλαίων (Διάγραμμα 32, 33, 34, 35).

<sup>13</sup> World Bank (2007), Mukesh Chawla, Gordon Betcherman, Arup Banerji : From Red to Gray: The third transition of Ageing Population Eastern Europe's

<sup>14</sup> The 2009 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008-2060)

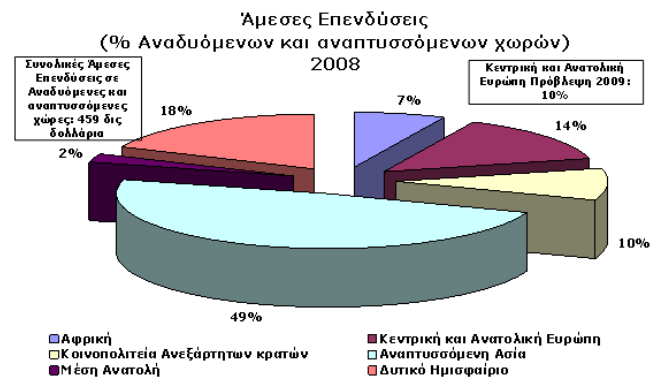
<sup>15</sup> World Economic Outlook, Απρίλιος 2009

Διάγραμμα 32



Πηγή: IMF, Eurobank Research

Διάγραμμα 35



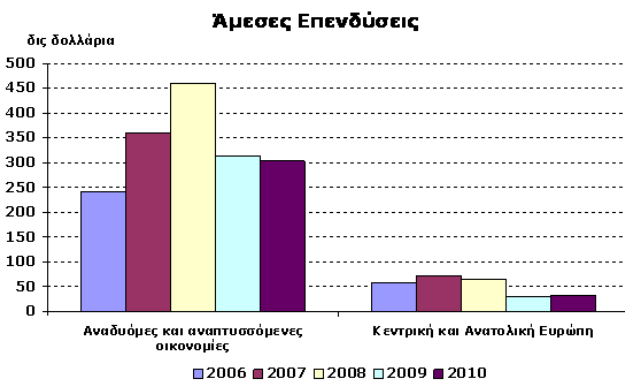
Πηγή: IMF, Eurobank Research

(ε) Επαναδιαπραγμάτευση του μοντέλου ανάπτυξης: Το μοντέλο ανάπτυξης των χωρών της Νέας Ευρώπης βασίστηκε στις ισχυρές κεφαλαιακές εισροές που προσέλκυαν οι χώρες αυτές την τελευταία δεκαετία.

Οι κεφαλαιακές εισροές ξεκίνησαν με το άνοιγμα των αγορών της Ανατολικής Ευρώπης και ενισχύθηκαν με την επικείμενη ένταξη των χωρών αυτών στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ευρωζώνη. Οι ισχυρές κεφαλαιακές εισροές είναι αίτιο και αποτέλεσμα των ισχυρών προοπτικών σύγκλισης των οικονομιών αυτών. Οι υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις κεφαλαίου που εξασφάλιζαν λόγω των παρθένων αγορών που εισερχόντουσαν αποτέλεσαν ισχυρό επενδυτικό κίνητρο.

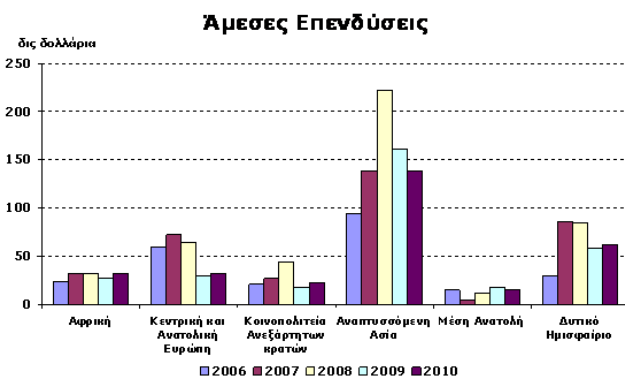
Από την άλλη πλευρά, το σχετικά χαμηλότερο επίπεδο αποταμίευσης, σε σχέση με τις υπόλοιπη Ευρωζώνη, αναπληρώθηκε από τις υψηλές εισροές ξένων κεφαλαίων. Επομένως, οι οικονομίες των χωρών της Νέας Ευρώπης παρουσιάζουν μεγαλύτερο βαθμό εξάρτησης από τις εισροές κεφαλαίων σε σχέση με την χώρας της Ν. Ασίας την εποχή της κρίσης. Επομένως, μια πιθανή επιβράδυνση ή αντιστροφή των κεφαλαιακών εισροών θα είχε σημαντικές συνέπειες στις αναπτυξιακές προοπτικές αυτών των χωρών, ιδίως αν συνοδεούντουσαν από χαλάρωση των διαθρωτικών αλλαγών τις οποίες ενισχύει η προοπτική συμμετοχής στην Ευρωζώνη ή η προσδοκία ένταξης στην ΕΕ.

Διάγραμμα 33



Πηγή: IMF, Eurobank Research

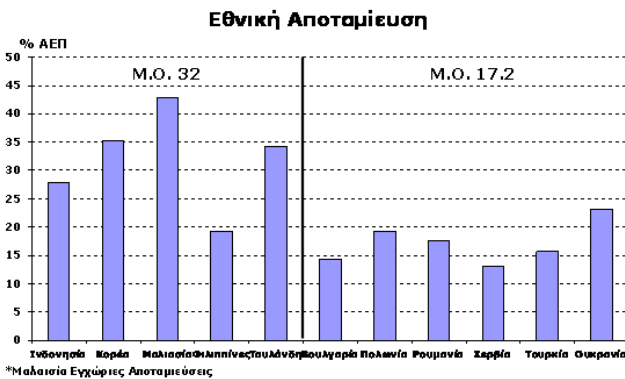
Διάγραμμα 34



Πηγή: IMF, Eurobank Research

Αντίθετα στις χώρες της Ν. Ασίας, το υψηλό επίπεδο εθνικής αποταμίευσης δημιούργησε την προσδοκία συνέχισης των υψηλών ρυθμών αύξησης των επενδύσεων ακόμα και στην περίπτωση που σημειώνονταν υποχώρηση των κεφαλαιακών εισροών (Διάγραμμα 36). Κατά συνέπεια, ο κίνδυνος καθίζησης των ρυθμών ανάπτυξης των οικονομιών της Νέας Ευρώπης στην περίπτωση υποχώρησης των κεφαλαιακών εισροών είναι πραγματικός.

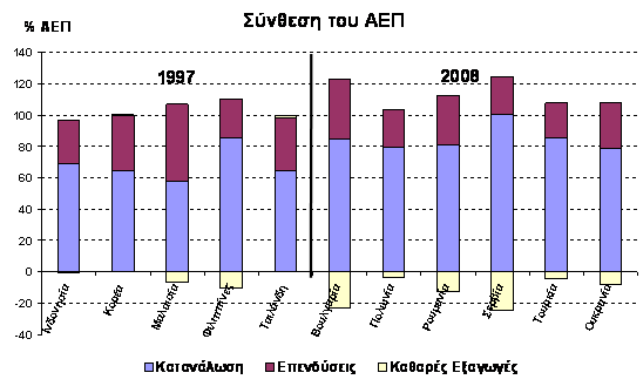
Διάγραμμα 36



Πηγή: Asian Development Bank, Κεντρικές Τράπεζες, Eurobank Research

Από την πλευρά της χρήσης τα κεφάλαια κατευθύνονταν στην υπέρμετρη ενίσχυση της εσωτερικής ζήτησης. Το **κέντρο βάρους** μετατοπίστηκε στην ενίσχυση πρωτίστως της κατανάλωσης και δευτερευόντως των επενδύσεων, φαινόμενο που διαφοροποιείται κατά χώρα. Η μεγάλη εσωτερική ζήτηση που δεν μπορεί να καλυφθεί από την εγχώρια παραγωγική βάση οδήγησε στην εκτόξευση των εισαγωγών και σε φαινόμενα υπερθέρμανσης των οικονομιών. Συνακόλουθο χαρακτηριστικό της υπερθέρμανσης των οικονομιών ήταν και η δημιουργία μεγάλων εμπορικών ελλειμμάτων και κατά συνέπεια και μη διατηρήσιμων (unsustainable) ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Έτσι έφθασε η εσωτερική ζήτηση να ξεπερνάει το ΑΕΠ κάθε χώρας (Διάγραμμα 37).

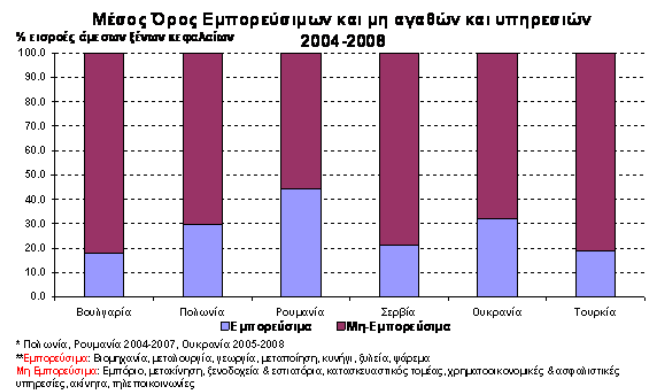
Διάγραμμα 37



Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες, Asian Development Bank

Επίσης, στην δημιουργία των ανισοροπιών αυτών συνέβαλλε και η κατεύθυνση των κεφαλαιακών εισροών και σε **επενδύσεις σε τομείς μη διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων** (non-tradables). Η ανάλυση των στοιχείων της κλαδικής κατεύθυνσης των άμεσων ξένων επενδύσεων για το χρονικό διάστημα 2004-2008 το επιβεβαιώνει (Διάγραμμα 38). Μεγάλο μέρος των ξένων επενδύσεων κατευθύνθηκαν σε κλάδους που εξυπηρετούν την εγχώρια αγορά. Το μειονέκτημα τους όμως συνίσταται στο ότι δεν συνεισφέρουν στην αύξηση των εξαγωγών διότι δεν διευρύνουν την εξαγωγική βάση των τοπικών οικονομιών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιων επενδύσεων αποτελούν οι επενδύσεις στον τομέα των ακινήτων (real estate). Το συμπέρασμα αυτό υποστηρίζεται και από την Sorsa (2007) στην ανάλυση για την Νοτιανατολική Ευρώπη.

Διάγραμμα 38



Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες, Eurobank Research

Η βιβλιογραφία<sup>16</sup> έχει καταδείξει εμπειρικά ότι η αναπτυξιακοί ρυθμοί είναι περισσότερο διατηρήσιμοι στις οικονομίες όπου υπάρχουν ισχυροί κλάδοι εμπορεύσιμων προϊόντων. Κατά συνέπεια, η παρούσα κρίση θέτει το υπάρχον μοντέλο ανάπτυξης υπό κρίση. Η παγκόσμια κρίση αν και επιφέρει βραχυπρόθεσμα την επιβράδυνση των εισαγωγών, αναδεικνύει την ανάγκη γενικότερης διαφοροποίησης του αναπτυξιακού προτύπου, ώστε να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα και να συρρικνωθούν τα εξωτερικά ελλείμματα.

Ο επαναπροσδιορισμός θα πρέπει να στοχεύει στο να γίνει το μοντέλο ανάπτυξης πιο ισορροπημένο. Η ύφεση από μόνη της δεν πρόκειται να αποκαταστήσει την ισορροπία μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής ζήτησης ως συνθήκη για διατηρήσιμη ανάπτυξη.

## 4.2. Προτάσεις Πολιτικής

Δεδομένων αυτών των προκλήσεων, οι επιλογές κυβερνητικής πολιτικής θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν τους παρακάτω άξονες δράσης:

- Αύξηση Εξωστρέφειας: Οι οικονομίες των χωρών της Νέας Ευρώπης δεν είναι περισσότερο ανοικτές στο διεθνές εμπόριο απ' ό,τι οι χώρες της Ν. Ασίας το 1997. Τα μερίδια αγοράς των χωρών της Νέας Ευρώπης στο παγκόσμιο εμπόριο, αν και αυξανόμενα τα τελευταία χρόνια, είναι σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Η ιστορική εμπειρία έδειξε ότι μεγάλες υποτιμήσεις των εγχώριων νομισμάτων σε συνδυασμό με το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον ανέδειξαν τις εξαγωγές σε μοχλό ανάπτυξης για τις χώρες της Ν. Ασίας (Διάγραμμα 39).
- Στροφή από την Κατανάλωση προς την ενίσχυση των Δημοσίων Επενδύσεων: Μεγάλο μέρος των δημοσιονομικών δαπανών των χωρών της Νέας Ευρώπης κατευθύνεται σε αμιγώς καταναλωτικούς σκοπούς. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι χώρες της Νέας Ευρώπης να

υστερούν στο θέμα της ποιότητας των υποδομών τους, στοιχείο απαραίτητο για την ενίσχυση του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης (Διάγραμμα 40).

- Εμβάθυνση αγορών χρήματος και κεφαλαίου: Οι εγχώριες αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι ρηχές<sup>17</sup>. Η δημιουργία νέων προϊόντων (πχ. Παράγωγα προϊόντα συναλλάγματος) θα μπορούσε να μειώσει τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους και να προσδώσει νέα δυναμική στην ανάπτυξη. Αυτό θα πρέπει να γίνει με τέτοιο τρόπο ο οποίος δεν θα δίνει κίνητρα κερδοσκοπίας αλλά θα διευκολύνει την άριστη κατανομή των πόρων.
- Αποτελεσματικότερο συντονισμό των μακροοικονομικών πολιτικών: Παρά το γεγονός ότι η προοπτική ένταξης λειτούργησε ως μηχανισμός προσανατολισμού των μακροοικονομικών πολιτικών, απαιτείται ενίσχυση της προσπάθειας ώστε οι στόχοι πολιτικής να είναι συμβατοί μεταξύ τους. Η δημοσιονομική πολιτική την περίοδο πριν την κρίση στις περισσότερες χώρες της Νέας Ευρώπης ήταν σε πολύ μεγάλο βαθμό προ-κυκλική (pro-cyclical). Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να τροφοδοτεί τις μακροοικονομικές ανισορροπίες τις οποίες προσπαθούσε να αμβλύνει η ασκούμενη νομισματική πολιτική.
- Επιτάχυνση διαρθρωτικών αλλαγών: Στο τμήμα 2 αναδείχθηκε η σημασία της υψηλής παραγωγικότητας ως συντελεστής των εξαιρετικών οικονομικών επιδόσεων των χωρών της ΝΕ. Η διατήρηση των υψηλών ρυθμών αύξησης της παραγωγικότητας είναι μια πρόκληση που αντιμετωπίζουν οι οικονομίες των χωρών της ΝΕ<sup>18</sup>. Η επιτάχυνση των διαρθρωτικών αλλαγών στις αγορές προϊόντων και εργασίας θα συμβάλει καθοριστικά σε αυτή την κατεύθυνση. Η

<sup>17</sup> Η βιβλιογραφία έχει αναδείξει την σημασία της αδυναμίας έκδοσης χρέους στο εγχώριο νόμισμα για την ανάπτυξη στις αναδυόμενες αγορές με τον όρο «Original Sin» (βλ. Hausman 2003)

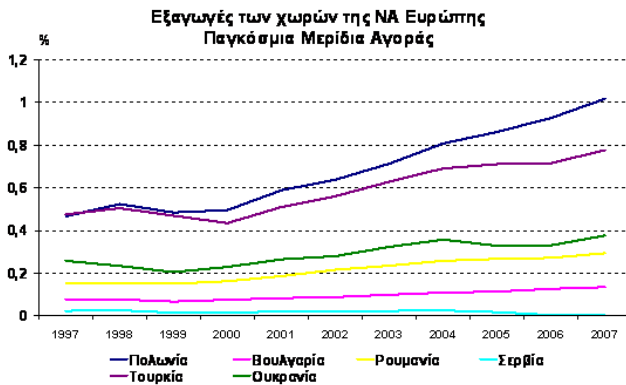
<sup>18</sup> Fabrizio S., Leigh D. and Mody A. (2009)

<sup>16</sup> Johnson (2006), Rodrik (2006)



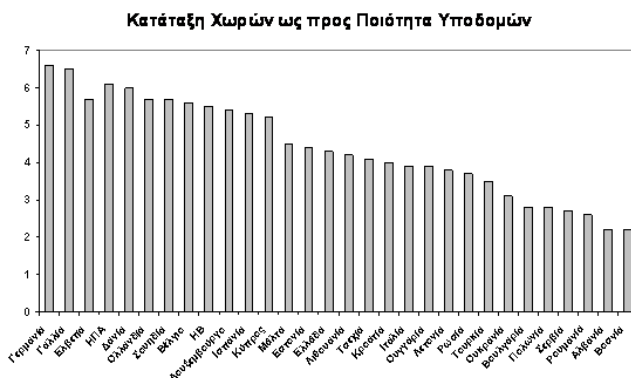
ολοκλήρωση της μετάβασης των οικονομιών της ΝΕ προς το μοντέλο της οικονομίας της αγοράς θα επιτευχθεί μέσω της πλήρους εναρμόνισης της νομοθεσίας τους με το Ευρωπαϊκό δίκαιο, της ισχυροποίησης των θεσμών και αποτελεσματικότερης ενσωμάτωσης τους στην παγκόσμια αγορά.

**Διάγραμμα 39**



Πηγή: IMF DOTS, Eurobank Research

**Διάγραμμα 40**



Πηγή: WEF, Eurobank Research

## 5. Συμπεράσματα

Οι οικονομίες των χωρών της Νέας Ευρώπης αποδείχθηκαν ευάλωτες στην μετάδοση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης στην Ευρώπη. Η πορεία των χωρών της Νέας Ευρώπης έχει αρκετά κοινά σημεία με αυτές της Ν. Ασίας το 1997. Ωστόσο παρουσιάζουν και αρκετά συγκριτικά πλεονεκτήματα σε σχέση με αυτές, τα οποία απορρέουν από την συμμετοχή τους ή την σύνδεσή τους με την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η μακροπρόθεσμη δέσμευση των ξένων κατά βάση επενδυτών στην Νέα Ευρώπη σε αντίθεση με την Ασία το 1997, έχει αποτρέψει μαζικές κεφαλαιακές εκροές. Η έγκαιρη παρέμβαση των διεθνών οργανισμών έχει αποτρέψει ένα ντόμινο κατάρρευσης. Αυτό μας κάνει αισιόδοξους ότι η παρούσα κρίση δεν θα ανακόψει την διαδικασία σύγκλισης των οικονομιών της Νέας Ευρώπης με την υπόλοιπη Ευρώπη.

Από την άλλη πλευρά, οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι στους οποίους όλοι οι αναλυτές έχουν εστιάσει την προσοχή τους δεν έχουν εκλείψει. Οι κυριότεροι από αυτούς είναι: πιθανή επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών, καθυστέρηση ανάκαμψης της πιστωτικής επέκτασης, και δυσχέρειες στην εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

Ωστόσο, σημαντικότερες των βραχυπρόθεσμων κινδύνων είναι οι μακροπρόθεσμες προκλήσεις που θα επαναπροσδιορίσουν το οικονομικό γίνεσθαι στις χώρες της Νέας Ευρώπης. Η παγκόσμια οικονομική κρίση θέτει σε δοκιμασία κατ' ουσία το μοντέλο ανάπτυξης της Νέας Ευρώπης. Ακόμα και όταν θα έχει τελειώσει η κρίση και θα έχουν ξεπεραστεί οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι στους οποίους όλοι έχουν εστιάσει την προσοχή τους, οι χώρες της Ν. Ευρώπης πρέπει να αντιμετωπίσουν τον οικονομικό προστατευτισμό, την πιθανή ανάσχεση της ενταξιακής προοπτικής, την γήρανση του πληθυσμού, την μειωμένη διαθεσιμότητα των κεφαλαιακών εισροών προς τις περιφερειακές αγορές και γενικότερα την εμπέδωση ενός πιο ισόρροπου μοντέλου ανάπτυξης προς άρση των εξωτερικών ανισορροπιών.

Τέλος, οι χώρες αυτές διαθέτουν το αναπτυξιακό δυναμικό, θεσμούς και ισχυρό κίνητρο ανάπτυξης. Επομένως, υπάρχουν οι προϋποθέσεις ώστε να αποκτήσει ξανά δυναμική η διαδικασία σύγκλισης των οικονομιών της Νέας Ευρώπης με την υπόλοιπη Ευρωζώνη.

## Βιβλιογραφία

### Ξενόγλωσση

- Aghevi B. (1999)**, "The Asian Crisis: Causes and Remedies" IMF, Finance and Development
- Arvai S., Driessen K. and Otter- Robe I. (2009)**, "Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion within Europe", IMF Working Paper
- Berglof E. (2008)**, "The Financial Crisis in Emerging Markets: Lessons for Global and Not-So-Global Financial Architecture," Conference: Preventing the next Financial Crisis, Columbia University.
- Corsetti Giancarlo, Pesenti Paolo and Roubini Nouriel (1998)**, "What caused the Asian Currency and Financial Crisis?" Part I: a Macroeconomic Overview, NBER, Working Paper 6833
- Corsetti Giancarlo, Pesenti Paolo and Roubini Nouriel (1998)**, "What caused the Asian Currency and Financial Crisis?" Part II: The Policy Debate, NBER, Working Paper 6834
- Chawla M., Betcherman G., Banerji A. (2007)**, "From Red to Gray: The third transition of Ageing Population Eastern Europe's", World Bank
- Chinn M. (2005)** "A Primer on Real Effective Exchange Rates: Determinants, Overvaluation, Trade Flows and Competitive Devaluation" NBER, Working Paper 11521
- Eichengreen B., Hausman R. and Panizza U. (2003)**, "Currency Mismatches, Debt Intolerances and Original Sin: Why are They Not the Same and Why it Matters" NBER, Working Paper 10036
- Eichengreen B., Hausman R. and Panizza U. (2004)**, "The Pain of Original Sin" in Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann (eds.) "Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Markets Economies" Chicago : University of Chicago Press
- Eichengreen B., Hausman R. and Panizza U. (2005)**, "The Mystery of Original Sin" in Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann (eds.) "Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Markets Economies" Chicago : University of Chicago Press
- Fabrizio S., Leigh D. and Mody A. (2009)**, "The Second Transition: Eastern Europe in Perspective" IMF Working Paper
- Goldstein, Morris (1998)**, "The Asian financial crisis: causes, cures and systematic implications" Policy Analyses in International Economics No.55, Washington, DC: Institute for International Economics
- Hausmann R., Rodrik R., Velasco A. (2005)**: "Growth Diagnostics", Kennedy School of Management, Harvard University working paper
- IMF, World Economic Outlook (2009)**, "Crisis and Recovery"
- IMF, Regional Economic Outlook (April 2008)**, "Europe Reassessing Risks",
- Johnson, S., J. Ostry and A. Subramanian, (2006)**, "Africa's Growth Prospects: Benchmarking the Constraints," IMF Working Paper, (Washington, DC: International Monetary Fund)
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi (2008)**, "Governance Matters VI: Aggregate and Individual Governance Indicators for 1996-2007. World Bank Policy Research Department Working Paper No. 4654
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi (2007a)**. "The Worldwide Governance Indicators Project: Answering the Critics". World Bank Policy Research Department Working Paper No. 4149.
- Krugman, Paul**, "What happened to Asia?" January 1998, <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>
- Krugman, Paul**, "Will Asia Bounce Back?" March, 1998a
- Krugman, Paul**, "The Confidence Game: How Washington Worsened Asia's Crash," The New Republic, October 5, 1998b.
- Laeven and Valencia**, "Systemic Banking Crises: A New Database", November 2008
- O.Arratibel, F.Heinz, R.Martin, M.Przybyla, L.Randanowicz, R.Serafini and T.Zumer (2007)** "Determinants of Growth in the central and Eastern European EU Members States – A Production Function Approach" European Central Bank, Occasional Paper 61
- Maechler A.M. and Lian Ong L. (2009)**, "Foreign Banks in CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound?" IMF Working Paper
- Pomerleano, Michael (1998)**, "The East Asia crisis and corporate finances-The untold micro story". Emerging Markets Quarterly
- Rodrik, D., (2006)**, "Industrial Development: Stylized Facts and Policies." Manuscript
- Radelet S. and Sachs J. (1998)**, "The Onset of the East Asian Financial Crisis" NBER, Working Paper No. 6680
- Schadler S., Mody A., Abdiad A. and Leigh D. (2007)**, "Growth in the Central and Eastern European Countries of the European Union" IMF Occasional Paper Nr 252
- Sirtaine S. and Skamnelos I. (2007)**, "Credit Growth in Emerging Europe: A Cause for Stability Concerns?" The World Bank, Policy Research Working Paper
- Sorsa P., Bakker B., Duenwald C., Maechler A. and Tiffin A. (2007)**, "Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe – How Much Cause for Concern" IMF, Working Paper
- The 2009 Ageing Report**: "Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008-2060)", working document for European Commission
- Turner P. (2006)**, "Banking Systems in East Asia: Ten Years Later", paper prepared for Asian Economic Policy Review conference on "Ten Years after the Asian crisis: what have we learned or not learned?"
- World Bank**, Ease of Doing Business, (2009)

### Ελληνόγλωσση

- Ανασασάτος Τ. (2008)**, Η Ελληνική Νομισματική Πολιτική και τα Διδάγματα για τις Χώρες της Νέας Ευρώπης, Eurobank Research, Τεύχος 10, Δεκέμβριος 2008

# Eurobank EFG Economic Research Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων

## Περιοδικές εκδόσεις και έρευνες:



**New Europe:**

**Οικονομία & Αγορές/ Economy & Markets**

**Global Economic & Market Outlook:**



**Τριμηνιαία αγγλική έκδοση για τις χώρες της Νέα Ευρώπης.**

**Μηνιαία έκδοση με θέματα για την ελληνική και παγκόσμια οικονομία (ελληνική και αγγλική).**

**Τριμηνιαία αγγλική έκδοση για την ανάλυση της διεθνούς οικονομίας και των αγορών και τη χάραξη νέων επενδυτικών στρατηγικών.**



**Περισσότερες ερευνητικές εκδόσεις διαθέσιμες στην ιστοσελίδα:**

**<http://www.eurobank.gr/research>**