

## Perifereia | Regional Integration: Politics, Economics, Governance

Vol 16, No 16 (2023)

Perifereia | Regional Integration: Politics, Economics, Governance - Structural Transitions and Polycrisis in the Global Economy: Challenges for Regional Economic Integration

Autumn | Φθινόπωρο 2023 Issue | Τεύχος 16

**ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑ**  
**REGIONAL INTEGRATION**  
politics economics governance

ΣΗΜΕΙΩΜΑ  
ΤΩΝ ΔΙΕΥΘΥΝΤΩΝ  
ΣΥΝΤΑΞΗΣ

Η «Περιφέρεια» αλλάζει

SPECIAL ISSUE  
ΕΙΔΙΚΟ ΑΦΙΕΡΩΜΑ

«Δομικές μεταβάσεις και πολυκρίσεις στην παγκόσμια οικονομία: Προκλήσεις για την περιφερειακή ολοκλήρωση»  
Κωνσταντίνος Ι. Χαζάκης & Μαρία-Νεφέλη Μάλλιου  
Η αντιμετώπιση των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας COVID-19 από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα  
Sotiris Petropoulos Global turbulence, emerging powers and the regional integration potential in the Global South  
Γιώργος Ανδρέου Το ενεργειακό τρίλημμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην εποχή των πολυκρίσεων

RESEARCH ARTICLES  
ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΑΡΘΡΑ

Αιμιλία Βλάχη Η Ανθεκτικότητα του ελληνικού τουρισμού και οι μετά την κρίση αναδιαρθρώσεις του ξενοδοχειακού κλάδου  
Yiorgos Ioannidis & Dimitris Giakoulas The impact of inflation on SMEs: Evidence from a survey on Greek SMEs

POLICY PAPER  
ΚΕΙΜΕΝΟ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Andrea Ribeiro Hoffmann EU-LAC relations after the 2023 EU-CELAC Summit: what now?

Επιστημονική επιθεώρηση για την περιφερειακή ολοκλήρωση-πολιτική, οικονομία & διακυβέρνηση

### How the European Central Bank responded to the COVID-19 pandemic

Maria-Nefeli Malliou, Konstantinos Hazakis

doi: [10.12681/ri.35844](https://doi.org/10.12681/ri.35844)

Copyright © 2023, Maria-Nefeli Malliou, Konstantinos Hazakis



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

#### To cite this article:

Malliou, M.-N., & Hazakis, K. (2023). How the European Central Bank responded to the COVID-19 pandemic. *Perifereia | Regional Integration: Politics, Economics, Governance*, 16(16), 11–31. <https://doi.org/10.12681/ri.35844>

## Η αντιμετώπιση των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας COVID-19 από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Κωνσταντίνος Ι. Χαζάκης, Καθηγητής,

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης

Μαρία-Νεφέλη Μάλλιου, Υποψήφια Διδάκτωρ,

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης

### Περίληψη

Το άρθρο εξετάζει τον ρόλο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στην πανδημία COVID-19 και διερευνά τις βασικές πτυχές της πολιτικής που εφάρμοσε στην κρίση. Πιο συγκεκριμένα, εστιάζει στα νομισματικά εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν από την ΕΚΤ και ιδίως στην υλοποίηση του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (PEPP), καθώς και στην σύγκριση μεταξύ του PEPP και των άμεσων νομισματικών συναλλαγών (OMT). Το κείμενο διερευνά, επίσης, τους λόγους για τους οποίους οι OMT δεν χρησιμοποιήθηκαν στην περίπτωση της COVID-19 και εξετάζει κατά πόσον οι αλλαγές στην πολιτική της ΕΚΤ κατά την πανδημία, συνιστούν αλλαγή παραδείγματος (paradigm shift) στην ευρωπαϊκή νομισματική ολοκλήρωση.

**Λέξεις κλειδιά:** Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Νομισματικά Εργαλεία, Νομισματική Πολιτική, Επιπτώσεις Πολιτικής

## How the European Central Bank responded to the COVID-19 pandemic

Konstantinos Hazakis, Professor

Department of Economics, Democritus University of Thrace, [kchazaki@econ.duth.gr](mailto:kchazaki@econ.duth.gr)

Maria-Nefeli Malliou,

Department of Economics, Democritus University of Thrace, [mmalliou@econ.duth.gr](mailto:mmalliou@econ.duth.gr)

### Abstract

The article examines the role of the European Central Bank (ECB) during the COVID-19 pandemic and explores the key aspects of the policy implemented by the ECB during the crisis. Specifically, it focuses on the monetary tools used by the ECB, particularly the implementation of the Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) and compares it with the Outright Monetary Transactions (OMT). The text also discusses the reasons why the OMT were not utilised in the case of COVID-19 and examines whether the changes in the ECB's policy during the pandemic constitute a paradigm shift in the European monetary integration.

**Keywords:** European Central Bank, Monetary Instrument, Monetary Policy, Policy Effects

## 1. Εισαγωγή

Η πανδημία Covid-19 επηρέασε κάθε πτυχή της οικονομικής δραστηριότητας και οργάνωσης. Εκτός από τις οδυνηρές ανθρώπινες απώλειες, οι διαταραχές στις οικονομικές, εμπορικές και παραγωγικές δομές ήταν σοβαρές και άμεσες. Η διακοπή της παραγωγικής και εμπορικής δράσης για μεγάλα χρονικά διαστήματα, οι ταξιδιωτικοί περιορισμοί, η διαταραχή της εφοδιαστικής αλυσίδας, καθώς και η μείωση απασχόλησης ήταν μόνο μερικές από τις επιπτώσεις της COVID-19.

Οι ευρωπαϊκές χώρες επλήγησαν από την πανδημία COVID-19 καταγράφοντας σημαντική μείωση του ΑΕΠ, των επενδύσεων και του εμπορίου. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είχε ουσιαστικό ρόλο στη διαχείριση της κρίσης και έπραξε ό,τι χρειαζόταν ώστε να προστατεύσει το ευρώ, εφαρμόζοντας μέτρα νομισματικής πολιτικής που αποσκοπούσαν στην σταθεροποίηση των αγορών και στη στήριξη των παραγωγικών δομών της Ευρωζώνης.

Το άρθρο εξετάζει τον ρόλο της ΕΚΤ στην πανδημία COVID-19 και διερευνά τις βασικές πτυχές της πολιτικής της ΕΚΤ στην κρίση. Πιο συγκεκριμένα, εστιάζει στα νομισματικά εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν από την ΕΚΤ και ιδίως στην υλοποίηση του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), καθώς και στην σύγκριση μεταξύ του PEPP και των άμεσων νομισματικών συναλλαγών (Outright Monetary Transactions – OMT), ενός νομισματικού εργαλείου που εισήχθη κατά την διάρκεια της κρίσης δημόσιου χρέους της Ευρωζώνης το 2012. Το κείμενο διερευνά, επίσης, τους λόγους για τους οποίους οι OMT δεν χρησιμοποιήθηκαν στην περίπτωση της κρίσης COVID-19 και εξετάζει κατά πόσον οι αλλαγές στην πολιτική της ΕΚΤ κατά την πανδημία, συνιστούν αλλαγή παραδείγματος (paradigm shift) στην ευρωπαϊκή νομισματική ολοκλήρωση, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι δεν πρόκειται για αλλαγή παραδείγματος.

Το παρόν κείμενο εξετάζοντας, σε πρωταρχικό στάδιο, την επίπτωση της πανδημίας στην διαδικασία της ευρωπαϊκής νομισματικής ολοκλήρωσης, στοχεύει να αναδείξει την σημασία των κρίσεων τόσο για τη διαδικασία καθαυτή όσο και για τις αλλαγές που επέρχονται στην νομισματική πολιτική, ιδίως σε θεσμικό επίπεδο. Η περαιτέρω μελέτη και εις βάθος ανάλυση των ζητημάτων αυτών κρίνεται απαραίτητη για την ορθότερη και πληρέστερη κατανόηση των αλλαγών και των δυναμικών που προκύπτουν από αυτές στη νομισματική πολιτική σε περιόδους κρίσεων.

Η δομή του κειμένου είναι η εξής: αρχικά πραγματοποιείται θεωρητική επισκόπηση του ζητήματος κατά τη διάρκεια των κρίσεων. Η επόμενη ενότητα αναφέρεται στα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την ελαχιστοποίηση των επιπτώσεων της πανδημίας στην Ευρωζώνη. Η τρίτη ενότητα επικεντρώνεται στη διερεύνηση και αξιολόγηση των αλλαγών που παρατηρήθηκαν στη δράση της ΕΚΤ. Η τέταρτη ενότητα εξετάζει τους λόγους για τους οποίους η ΕΚΤ δεν χρησιμοποίησε τις OMT και επέλεξε να δημιουργήσει το PEPP. Η πέμπτη ενότητα εξηγεί γιατί δεν υπάρχει αλλαγή παραδείγματος στην στρατηγική της ΕΚΤ. Η τελευταία ενότητα καταλήγει σε συμπερασματικές σκέψεις για τη δράση της ΕΚΤ κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

## 2. Θεωρητική επισκόπηση του ζητήματος

Μια από τις πιο διάσημες ρήσεις του Jean Monnet (1978, σ. 41) είναι ότι «η Ευρώπη θα σφυρηλατηθεί μέσα σε κρίσεις και θα είναι το άθροισμα των λύσεων που θα υιοθετηθούν για αυτές τις κρίσεις». Μια κρίση μπορεί να αποτελέσει όχι μόνο ευκαιρία για αλλαγές, (Jones & Baumgartner 2002, Falkner 2016), αλλά και ευκαιρία μάθησης. Η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) αντιμετώπισε πολλές κρίσεις, με διαφορετικά χαρακτηριστικά και επιπτώσεις που οδήγησαν σε αναγκαίες προσαρμογές στόχων, μεθόδων και εργαλείων πολιτικής. Πως νοηματοδοτείται όμως η αλλαγή παραδείγματος στις κοινωνικές επιστήμες;

Ο Hall (1993) ανέλυσε την μεταβολή παραδείγματος χρησιμοποιώντας τις έννοιες της μάθησης και της αλλαγής, οι οποίες εξετάζουν την σχέση μεταξύ ιδεών και χάραξης πολιτικής. Όρισε τη μάθηση ως «μια σκόπιμη προσπάθεια προσαρμογής των στόχων ή των τεχνικών της πολιτικής, ως απάντηση στην προηγούμενη εμπειρία και στις νέες πληροφορίες» (Hall 1993:278). Η μάθηση μπορεί να επηρεάσει τη χάραξη πολιτικής σε διαφορετικά επίπεδα, οδηγώντας σε τρεις τάξεις αλλαγής (Hall 1993): η αλλαγή πρώτης τάξης αναφέρεται σε προσαρμογές στη ρύθμιση των υφιστάμενων μέσων πολιτικής, ενώ οι αλλαγές δεύτερης και τρίτης τάξης αφορούν αλλαγές στα μέσα και στους στόχους της πολιτικής, αντίστοιχα. Αν και οι αλλαγές πρώτης και δεύτερης τάξης συνδέονται με σταδιακές, συνήθεις προσαρμογές πολιτικής, ο Hall τόνισε ότι η αλλαγή τρίτης τάξης είναι πιο σύνθετη και αντιπροσωπεύει μια σημαντική και ριζική μεταμόρφωση.

Οι αλλαγές πρώτης και δεύτερης τάξης μπορούν να θεωρηθούν ως συνηθισμένες διαδικασίες δημιουργίας πολιτικής και περιλαμβάνουν προσαρμογές που τονίζουν την συνέχεια αντί για διακυμάνσεις στην πολιτική (Kuhn 1962), συνδέονται δε με σταδιακές, συνήθεις προσαρμογές πολιτικής, σε αντιδιαστολή με την αλλαγή τρίτης τάξης.

Η αλλαγή τρίτης τάξης του Hall αφορά σημαντικές αλλαγές σε θεμελιώδεις νόρμες και αρχές που συχνά χαρακτηρίζονται ως «αλλαγή παραδείγματος» (“paradigm shift”) (Hall 1993: 279) ή αυτό που αναφέρει η Schmidt (2011) ως «υποκείμενες φιλοσοφίες της δημόσιας πολιτικής» («underlying philosophies of public policy»). Αυτές οι «υποκείμενες φιλοσοφίες» είναι σημαντικές έννοιες που σπανίως αμφισβητούνται με την εξαίρεση κρίσεων μεγάλης έντασης (Schmidt 2011).

Οι Schmidt και Thatcher (2013) υπογραμμίζουν ότι σε στιγμές κρίσης, η αλλαγή πραγματοποιείται σταδιακά και όχι ως ριζικός μετασχηματισμός, με νέες ιδέες να οικοδομούνται πάνω σε παλιές. Έτσι, η αλλαγή παραδείγματος δεν είναι μια διαδικασία που συντελείται πάντα σε μία μοναδική στιγμή της ιστορίας, αλλά μάλλον μια μακροχρόνια διαδικασία, κατά την διάρκεια της οποίας το υπάρχον παράδειγμα αμφισβητείται και το νέο προσπαθεί να εδραιωθεί προσλαμβάνοντας θεσμικά χαρακτηριστικά, αλλά και την δέουσα νομιμοποίηση (Χαζάκης 2020).

Ωστόσο, για την αλλαγή παραδείγματος δεν αρκούν μόνο οι αλλαγές σε επίπεδο μέσων πολιτικής, στόχων πολιτικής και ιδεολογίας. Σύμφωνα με τον Mackintosh (2014) η εδραίωση ενός νέου παραδείγματος, το οποίο θα διακρίνεται για τη μονιμότητα και τη σταθερότητά του, προωθείται με συγκεκριμένες

δράσεις και πράξεις. Οι εξαγγελίες περί υιοθέτησης νέων νορμών ή νέας ιδεολογικής προσέγγισης είναι κενές νοήματος εάν δεν συνοδεύονται από πραξεολογία που αμφισβητεί τα κίνητρα, την αποτελεσματικότητα και τη νομιμοποίηση ενός συγκεκριμένου καθεστώτος μίας θεματικής περιοχής της οικονομικής δράσης.

Κατά τον Mackintosh (2014) ιδιαίτερο ρόλο διαδραματίζει η αποφασιστικότητα της ηγεσίας για άμεση ανάληψη δράσης προς την κατεύθυνση της αλλαγής, σε αντίθεση με τους Schmidt και Thatcher (2013), που όπως αναφέρθηκε κρίνουν ότι μια διαδικασία αλλαγής υλοποιείται σε μακρύ χρονικό διάστημα. Εκ του αποτελέσματος των κρίσεων φαίνεται ότι και οι δύο συλλογιστικές έχουν στοιχεία αλήθειας, καθώς η αλλαγή παραδείγματος σε κανονικές συνθήκες, δηλαδή σε ομαλές κοινωνικές περιόδους με ευημερία, λαμβάνει χώρα αργά και επίπονα με την άνθιση νέων ιδεών, κάνοντας μικρά βήματα, τα οποία θα οδηγήσουν σε ένα νέο καθεστώς, ενώ όταν υπάρξει ένα απρόβλεπτο συμβάν συστημικού επιπέδου, τότε δημιουργείται η ευκαιρία για την άμεση εφαρμογή του νέου παραδείγματος. Κάθε κρίση αποτελεί μια ιδιαίτερη κατάσταση κατά την οποία όλα και όλοι στην πολιτική και στους θεσμούς τελούν υπό αμφισβήτηση. Σε αυτή την συγκυρία το σύστημα λήψης αποφάσεων σε κάθε θεματική περιοχή καλείται να λάβει αποφάσεις που έχουν απόδοση και αποτέλεσμα ακροβατώντας μεταξύ των υφιστάμενων αρχών του παλιού παραδείγματος και των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων που αυτό πρέπει να υποστεί. Εάν οι αρχές και οι νόρμες διατηρούνται, υπάρχει κατ' εξαίρεση δράση για αποκατάσταση της τρωθείσας ισορροπίας, εάν, όμως, η κρίση επιμένει, τότε η κατ' εξαίρεση δράση δίνει, ομαλά ή μη, την θέση της στη θεμελιώδη αλλαγή, η οποία στη σταθεροποίηση της μακροπρόθεσμα προσλαμβάνει θεσμικά χαρακτηριστικά.

Οι Delputte και Orbie (2020) αναγνωρίζουν τρεις απαραίτητες προϋποθέσεις που προηγούνται μιας τόσο ριζικής αλλαγής που οδηγεί σε αλλαγή παραδείγματος. Η πρώτη προϋπόθεση είναι η δυσαρέσκεια για τα αποτελέσματα της υφιστάμενης πολιτικής, η οποία εξομαλύνεται με την εισαγωγή αλλαγών στην πολιτική ως απάντηση στην αποτυχία της υφιστάμενης πολιτικής. Η δεύτερη προϋπόθεση είναι οι απόψεις των ειδικών όσον αφορά τις ιδέες ενός νέου παραδείγματος. Ύστερα από μια ή ακόμα και συνεχόμενες αποτυχίες στην υφιστάμενη πολιτική, οι αξιωματούχοι της κυβέρνησης αρχίζουν να αναζητούν εναλλακτικές προσεγγίσεις, ώστε να αποφύγουν τα λάθη που τους οδήγησαν σε αυτές τις αποτυχίες και γίνονται δεκτικοί σε νέες ιδέες. Τέλος, η αλλαγή παραδείγματος προϋποθέτει μια πολύ κρίσιμη αλλαγή, την αλλαγή στην εξουσία. Οι υποστηρικτές του νέου παραδείγματος πρέπει να αποκτήσουν την εξουσία για να εδραιώσουν την θεσμοθέτηση του νέου παραδείγματος μέσω νέων πολιτικών και εργαλείων (Hall 1993: 280).

Στην θεματική περιοχή της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ έχουν διαμορφωθεί δύο διαφορετικές προσεγγίσεις επί του ζητήματος της αλλαγής παραδείγματος λόγω κρίσεων.

Ορισμένοι συγγραφείς υπογραμμίζουν ότι η κρίση COVID-19 αποκάλυψε, για ακόμη μια φορά, τις αδυναμίες του ευρωπαϊκού πλαισίου διαχείρισης κρίσεων,

τις ατέλειες της ΟΝΕ και τις ελλείψεις που υπάρχουν στην διαδικασία εκμάθησης και προσαρμογής (Dunlop & Radaelli 2010, Matthijs & Blyth 2018, Ladi & Tsarouchas 2020), σε ασύμμετρες οικονομικές διαταραχές και απειλές. Η καθυστερημένη αντίδραση της ΕΚΤ στις προηγούμενες κρίσεις της Ευρωζώνης επικρίθηκε έντονα και εν μέρει ερμηνεύεται από τον υψηλό βαθμό πολιτικοποίησης κατά τη διάρκεια της κρίσης δημόσιου χρέους, την αρχική απροθυμία των κρατών-μελών της Ευρωζώνης να συνεργαστούν και να διασώσουν τα κράτη-μέλη που βρισκόταν στα πρόθυρα της χρεοκοπίας, καθώς και από την έλλειψη εμπειρίας της ΕΚΤ σε τέτοια γεγονότα.

Σύμφωνα με άλλους μελετητές (Quaglia & Verdun 2022), η αντίδραση της ΕΚΤ στην πανδημία COVID-19 ήταν αποτελεσματική (Morelli & Seghezza 2021) εδραζόμενη σε ισχυρά νομισματικά μέτρα με άμεση διαδικασία μάθησης και προσαρμογής σε αντίθεση με ό,τι συνέβη στο παρελθόν. Οι ίδιοι επισημαίνουν ότι ο δημοσιονομικός-νομισματικός συντονισμός κατά την διάρκεια της κρίσης COVID-19 ήταν σημαντικός. Τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης συμφώνησαν στην αναστολή των δημοσιονομικών κανόνων (δηλ. δημόσιο έλλειμμα κάτω του 3% και χρέος κάτω του 60% του ΑΕΠ) και υιοθέτησαν αποτελεσματικά πακέτα δημοσιονομικών κινήτρων (π.χ. την στήριξη εργαζομένων - SURE).

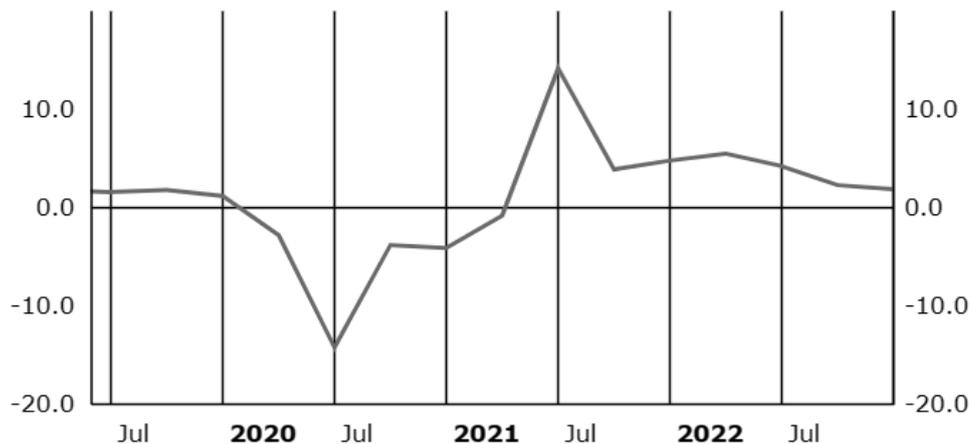
Μπορεί ωστόσο η πρωτοφανής νομισματική παρέμβαση να αποτελέσει αλλαγή παραδείγματος στην Ευρωζώνη;

### **3. Οι επιπτώσεις της COVID-19 στην Ευρωζώνη**

#### **3.1 Εξέλιξη μακροοικονομικών μεγεθών**

Η πανδημία της COVID-19 είχε σημαντικές αρνητικές εκροές στο εμπόριο, στην απασχόληση και στην οικονομική ανάπτυξη. Τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης ήρθαν αντιμέτωπα με ένα πρωτόγνωρο και ταυτόχρονο σοκ προσφοράς και ζήτησης, λόγω των αποκλεισμών και περιορισμών στην οικονομική δραστηριότητα, καθώς και λόγω της μειωμένης καταναλωτικής ζήτησης (Gros 2020). Σε αντίθεση με τις προηγούμενες κρίσεις στην Ευρωζώνη, η πανδημία COVID-19 ήταν ένα εξωγενές σοκ, με συμμετρικές διαταραχές και υφεσιακό χαρακτήρα (Botta et al. 2020), όπως επιβεβαιώνουν και τα βασικά οικονομικά μεγέθη της Ευρωζώνης..

Κατά την διάρκεια του πρώτου κύματος COVID-19 στις αρχές του 2020, μία μεγάλη ομάδα ευρωπαϊκών χωρών αποφάσισε να επιβάλει χρονικά προσδιορισμένη παύση οικονομικής δράσης και τη σχεδόν πλήρη διακοπή των οικονομικών και κοινωνικών συναλλαγών. Ενδεικτικές είναι οι επιπτώσεις της πρώτης каранτίνας το 2020 στο ΑΕΠ της Ευρωζώνης σε τρέχουσες τιμές, με μείωση 14,2% το δεύτερο τρίμηνο του 2020.

**Διάγραμμα 1.****Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της Ευρωζώνης σε τιμές αγοράς**

Πηγή: ΕΚΤ (Ημερομηνία πρόσβασης: 29/04/2023)

Ο πραγματικός ρυθμός του ΑΕΠ το 2020 μειώθηκε κατά 6,1%, με την Ισπανία, την Ελλάδα και την Ιταλία να σημειώνουν τη μεγαλύτερη πτώση, πιθανώς λόγω των απωλειών στην τουριστική δράση. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ανέκαμψε το 2021, για να υποστεί νέα πτώση το 2022 που προκλήθηκε από την εισβολή της Ρωσικής Ομοσπονδίας στην Ουκρανία (Πίνακας 1).

**Πίνακας 1.**  
**Ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ - όγκος**

Κράτος-μέλος	2019	2020	2021	2022
Ευρωζώνη - 19	1,6%	-6,1%	5,3%	3,5%
Αυστρία	1,5%	-6,5%	4,6%	5,0%
Βέλγιο	2,2%	-5,4%	6,1%	3,1%
Κύπρος	5,5%	-4,4%	6,6%	5,6%
Εσθονία	3,7%	-0,6%	8,0%	-1,3%
Φινλανδία	1,2%	-2,4%	3,0%	2,1%
Γαλλία	1,8%	-7,8%	6,8%	2,6%
Γερμανία	1,1%	-3,7%	2,6%	1,8%
Ελλάδα	1,9%	-9,0%	8,4%	5,9%
Ιρλανδία	5,4%	6,2%	13,6%	12,0%
Ιταλία	0,5%	-9,0%	7,0%	3,7%
Λετονία	2,6%	-2,2%	4,1%	2,0%
Λιθουανία	4,6%	0,0%	6,0%	1,9%
Λουξεμβούργο	2,3%	-0,8%	5,1%	1,5%
Μάλτα	7,0%	-8,6%	11,8%	6,9%
Κάτω Χώρες	2,0%	-3,9%	4,9%	4,5%
Πορτογαλία	2,7%	-8,3%	5,5%	6,7%
Σλοβακία	2,5%	-3,4%	3,0%	1,7%
Σλοβενία	3,5%	-4,3%	8,2%	5,4%
Ισπανία	2,0%	-11,3%	5,5%	5,5%

Πηγή: Eurostat (Ημερομηνία πρόσβασης: 29/04/2023)

Το δημόσιο έλλειμμα στην Ευρωζώνη είχε εξίσου σημαντική επιδείνωση κατά -7,1% το 2020, με την Ισπανία, τη Μάλτα, την Ιταλία, την Ελλάδα και το Βέλγιο να εμφανίζουν τα υψηλότερα ποσοστά στην Ευρωζώνη το 2020, τα οποία διατηρήθηκαν και το 2021 (Πίνακας 2).

**Πίνακας 2.**  
**Δημόσιο έλλειμμα/πλεόνασμα**

Κράτος-μέλος	2019	2020	2021	2022
Ευρωζώνη - 19	-0,6%	-7,1%	-5,3%	-3,6%
Αυστρία	0,6%	-8,0%	-5,8%	-3,2%
Βέλγιο	-2,0%	-9,0%	-5,5%	-3,9%
Κύπρος	1,3%	-5,8%	-2,0%	2,1%
Εσθονία	0,1%	-5,5%	-2,4%	-0,9%
Φινλανδία	-0,9%	-5,6%	-2,8%	-0,9%
Γαλλία	-3,1%	-9,0%	-6,5%	-4,7%
Γερμανία	1,5%	-4,3%	-3,7%	-2,6%
Ελλάδα	0,9%	-9,7%	-7,1%	-2,3%
Ιρλανδία	0,5%	-5,0%	-1,6%	1,6%
Ιταλία	-1,5%	-9,7%	-9,0%	-8,0%
Λετονία	-0,6%	-4,4%	-7,1%	-4,4%
Λιθουανία	0,5%	-6,5%	-1,2%	-0,6%
Λουξεμβούργο	2,2%	-3,4%	0,7%	0,2%
Μάλτα	0,5%	-9,7%	-7,8%	-5,8%
Κάτω Χώρες	1,8%	-3,7%	-2,4%	0,0%
Πορτογαλία	0,1%	-5,8%	-2,9%	-0,4%
Σλοβακία	-1,2%	-5,4%	-5,4%	-2,0%
Σλοβενία	0,7%	-7,7%	-4,6%	-3,0%
Ισπανία	2,0%	-11,3%	5,5%	5,5%

Πηγή: Eurostat (Ημερομηνία πρόσβασης: 29/04/2023)

Οι επιπτώσεις της COVID-19 στην ανεργία μετριάστηκαν από την άμεση και στοχευμένη δημοσιονομική παρέμβαση με μικρή αύξηση από 7,6% το 2019 σε 8,0% το 2020, σε 7,7% το 2021 και σε 6,8% το 2022. Η Γερμανία κατέγραψε το χαμηλότερο ποσοστό ανεργίας μεταξύ των κρατών-μελών το 2019 (3,0%), σημειώνοντας μια μικρή αύξηση της τάξης του 0,7% το 2020. Η Ελλάδα κατέγραψε το υψηλότερο ποσοστό ανεργίας μεταξύ των κρατών-μελών το 2019 (17,9%), με υποχώρηση στο 14,7% το 2021 και στο 12,5% το 2022.

Ωστόσο, ορισμένα κράτη-μέλη παρουσίασαν σημαντική αύξηση των ποσοστών ανεργίας τους από το 2019 έως το 2020, όπως η Εσθονία (από 4,5% σε 6,9%), η Λετονία (από 6,3% σε 8,1%), η Λιθουανία (από 6,3% σε 8,5%) και η Ισπανία (από 14,1% σε 15,5%). Από την άλλη πλευρά, ορισμένα κράτη-μέλη παρουσίασαν μείωση των ποσοστών ανεργίας τους το 2020 όπως η Μάλτα (από 3,6% σε 4,4%), οι Κάτω Χώρες (από 4,4% σε 4,9%) και η Σλοβενία (από 4,4% σε 5,0%).

**Πίνακας 3.**  
**Συνολικό ποσοστό ανεργίας**

Κράτος-μέλος	2019	2020	2021	2022
Ευρωζώνη - 19	7,6%	8,0%	7,7%	6,8%
Αυστρία	4,8%	6,0%	6,2%	4,8%
Βέλγιο	5,5%	5,8%	6,3%	5,6%
Κύπρος	7,1%	7,6%	7,5%	6,8%
Εσθονία	4,5%	6,9%	6,2%	5,6%
Φινλανδία	6,8%	7,7%	7,7%	6,8%
Γαλλία	8,4%	8,0%	7,9%	7,3%
Γερμανία	3,0%	3,7%	3,7%	3,1%
Ελλάδα	17,9%	17,6%	14,7%	12,5%
Ιρλανδία	5,0%	5,9%	6,2%	4,5%
Ιταλία	9,9%	9,3%	9,5%	8,1%
Λετονία	6,3%	8,1%	7,6%	6,9%
Λιθουανία	6,3%	8,5%	7,1%	6,0%
Λουξεμβούργο	5,6%	6,8%	5,3%	4,6%
Μάλτα	3,6%	4,4%	3,4%	2,9%
Κάτω Χώρες	4,4%	4,9%	4,2%	3,5%
Πορτογαλία	6,7%	7,0%	6,6%	6,0%
Σλοβακία	5,7%	6,7%	6,8%	6,1%
Σλοβενία	4,4%	5,0%	4,8%	4,0%
Ισπανία	14,1%	15,5%	14,8%	12,9%

### 3.2 Πώς ανταποκρίθηκε η ΕΚΤ στην πανδημία

Αντιμέτωπη με μια πρωτόγνωρη οικονομική αβεβαιότητα η ΕΚΤ, όπως κάθε κεντρική τράπεζα, έπρεπε να δράσει γρήγορα και να χρησιμοποιήσει κάθε διαθέσιμο νομισματικό εργαλείο. Τα επιτόκια δεν αποτελούσαν επιλογή, δεδομένου ότι βρίσκονταν ήδη σε χαμηλά επίπεδα. Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ αντέδρασε με αγορές στοιχείων ενεργητικού και έκτακτο δανεισμό των τραπεζών.

Όσον αφορά τον νομισματικό βραχίονα, στις 12 Μαρτίου 2020, η ΕΚΤ έλαβε την απόφαση να συνεχίσει το πρόγραμμα αγοράς στοιχείων ενεργητικού (Asset Purchase Programme - APP), προχωρώντας σε αγορές χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ύψους 20 δισεκατομμυρίων ευρώ κάθε μήνα. Επιπλέον, το πρόγραμμα ενισχύθηκε με συνολική προσωρινή αγορά ύψους 120 δισεκ. ευρώ για το έτος 2020. Στόχος του APP ήταν η αύξηση της διαθεσιμότητας ρευστότητας και η στήριξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Σχεδόν μια εβδομάδα αργότερα, στις 18 Μαρτίου 2020, η ΕΚΤ εγκαινίασε το PEPP. Στόχος αυτού του προγράμματος ήταν να παράσχει στις χώρες της Ευρωζώνης μεγαλύτερη δημοσιονομική ευελιξία για τη στήριξη των οικονομιών τους, με μεταβιβαστικές πληρωμές στα νοικοκυριά και στήριξη των εθνικών προϋπολογισμών. Αρχικά, το συνολικό ποσό για το PEPP ορίστηκε σε 750 δισεκ. ευρώ και οι αγορές των ίδιων τύπων περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνονται στο APP (κυρίως κρατικών τίτλων) επρόκειτο να πραγματοποιηθούν μέχρι το τέλος του 2020.

Ωστόσο, ενώ το PEPP φαινόταν να είναι μια επέκταση του APP, υπήρχε μια σημαντική διαφορά όσον αφορά την ευελιξία χρήσης του. Η μηνιαία κατανομή των αγορών κρατικών τίτλων του PEPP μεταξύ των διαφόρων χωρών της ΕΕ μπορούσε να αποκλίνει από τον κανόνα του "capital-key", ο οποίος απαιτεί οι αγορές να κατανέμονται με βάση το μέγεθος της οικονομίας κάθε χώρας. Η ΕΚΤ ενίσχυσε το PEPP δύο φορές, πρώτα τον Ιούνιο του 2020 και στη συνέχεια τον Δεκέμβριο του 2020. Τον Ιούνιο, το συνολικό ποσό του προγράμματος αυξήθηκε σε 1.350 δισεκατομμύρια ευρώ και το χρονικό πλαίσιο παρατάθηκε τουλάχιστον μέχρι το τέλος Ιουνίου 2021 ή μέχρι το τέλος των επιπτώσεων της πανδημίας στις οικονομίες της Ευρωζώνης. Η επανεπένδυση των πληρωμών κεφαλαίου που έληγαν από τίτλους που αγοράστηκαν στο πλαίσιο του PEPP παρατάθηκε, επίσης, μέχρι το τέλος του 2022. Τον Δεκέμβριο, το συνολικό ποσό του προγράμματος αυξήθηκε σε 1.850 δις. ευρώ και το χρονικό πλαίσιο παρατάθηκε τουλάχιστον μέχρι το τέλος Μαρτίου 2022 ή μέχρι να λήξουν οι αρνητικές οικονομικές επιπτώσεις του COVID-19. Επιπλέον, η επανεπένδυση των πληρωμών κεφαλαίου από τίτλους που αγοράστηκαν στο πλαίσιο του PEPP παρατάθηκε έως το τέλος του 2023.

Επιπρόσθετα, για την υποστήριξη του τραπεζικού διαύλου, η ΕΚΤ δημιούργησε ένα προσωρινό πρόγραμμα στοχευμένων πράξεων πιο ουσιαστικής αναχρηματοδότησης (Longer-Term Refinancing Operations - LTRO). Το προσωρινό πρόγραμμα LTRO δημιουργήθηκε ως βραχυπρόθεσμη λύση για την παροχή ρευστότητας στις ευρωπαϊκές τράπεζες πριν από την έναρξη του ενισχυμένου προγράμματος στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Temporary

Longer-Term Refinancing Operations - T-LTRO III) στις 24 Ιουνίου 2020. Το προσωρινό πρόγραμμα LTRO ακολούθησε παρόμοια προσέγγιση με εκείνη που ανέλαβε η ΕΚΤ το 2011 και το 2012, παρέχοντας ρευστότητα στις τράπεζες με σταθερό επιτόκιο ίσο με το μέσο επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων  $-0,50\%$ .

Τον Απρίλιο του 2020, η ΕΚΤ ανακοίνωσε την θέσπιση του έκτακτου προγράμματος στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης λόγω πανδημίας (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations - PE-LTRO), με στόχο την παροχή ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα με αρνητικό επιτόκιο  $-0,25\%$ . Το PE-LTRO βασίστηκε σε επτά πράξεις αναχρηματοδότησης που προγραμματίστηκαν μεταξύ Μαΐου και Ιουνίου 2020, με ημερομηνία λήξης τον Σεπτέμβριο του 2021. Αργότερα προστέθηκαν και υλοποιήθηκαν το 2021 επιπλέον τέσσερις πράξεις με διάρκεια ενός έτους.

Το T-LTRO III ήταν μια ενισχυμένη εκδοχή του προγράμματος που ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο του 2019, με στόχο την παροχή τριετούς αναχρηματοδότησης στον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα. Το πρόγραμμα αυτό προσέφερε ρευστότητα στις τράπεζες για έως και το  $50\%$  του επιλέξιμου δανειακού τους αποθέματος που διατηρούσαν στους ισολογισμούς τους στο τέλος Φεβρουαρίου 2019. Επιπλέον, το πρόγραμμα χαλάρωσε τις απαιτήσεις παροχής εξασφαλίσεων για τις τράπεζες μέχρι τον Ιούνιο του 2021.

Κατά τη συνεδρίαση της 10ης Δεκεμβρίου 2020, το πρόγραμμα T-LTRO III ενισχύθηκε περαιτέρω. Η ΕΚΤ ανακοίνωσε την διενέργεια τριών πρόσθετων πράξεων αναχρηματοδότησης που πραγματοποιήθηκαν από τον Ιούνιο έως τον Δεκέμβριο του 2021. Επίσης, παράτεινε τα ευνοϊκά επιτόκια και τους όρους παροχής ασφαλειών μέχρι τον Ιούνιο του 2022 και αύξησε το μέγιστο ποσό αναχρηματοδότησης που μπορούσαν να δανειστούν οι ευρωπαϊκές τράπεζες, με το όριο να τίθεται στο  $55\%$  του αποθέματος των επιλέξιμων δανείων τους.

Τα προαναφερθέντα μέτρα εφαρμόστηκαν για να βοηθήσουν στη στήριξη του τραπεζικού τομέα και να διασφαλίσουν ότι υπάρχει επαρκής ρευστότητα για τις προκλήσεις που έθεσε η πανδημία COVID-19. Ένα ενδιαφέρον ερώτημα σχετικά με την απάντηση της ΕΚΤ στην COVID-19 ήταν γιατί η ΕΚΤ αποφάσισε να δημιουργήσει το PEPP αντί να χρησιμοποιήσει τις OMT, ένα νομισματικό εργαλείο που είχε ήδη καθιερωθεί το 2012, με απεριόριστη αγοραστική ικανότητα. Για να απαντήσουμε σε αυτό το ερώτημα, πρέπει να εμβαθύνουμε στα βασικά χαρακτηριστικά των δύο προγραμμάτων και να εξηγήσουμε τη δυναμική τους.

## 4. Οι λόγοι δημιουργίας του PEPP αντί των OMT

### 4.1 Το πρόγραμμα των OMT

Το πρόγραμμα OMT ανακοινώθηκε επίσημα το 2012 κατά την διάρκεια της κρίσης δημόσιου χρέους της Ευρωζώνης, με κύριο σκοπό την αντιμετώπιση των κερδοσκοπικών επιθέσεων στις χώρες της Ευρωζώνης και στις αγορές ομολόγων (Lombardi & Moschella 2016, Verdun 2017). Μέσω του προγράμματος OMT, η ΕΚΤ

δύναται να αγοράσει απεριόριστο ποσό κρατικών ομολόγων μιας συγκεκριμένης χώρας (ή περισσότερων χωρών), που δεν έχει τη δυνατότητα να δανειστεί από τις αγορές, στη δευτερογενή αγορά, υπό την προϋπόθεση ότι το κράτος-μέλος δικαιούχος θα συμφωνήσει σε ένα πρόγραμμα προληπτικών μέτρων ή μεταρρυθμίσεων με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ). Η ΕΚΤ δύναται να αγοράσει κρατικά ομόλογα που εκδίδονται από το κράτος-μέλος δικαιούχος εφόσον τηρούνται οι προϋποθέσεις και οι συμφωνίες στο πλαίσιο του ΕΜΣ.

Η ΕΚΤ ήταν προσεκτική με την δημιουργία ενός τόσο ισχυρού νομισματικού εργαλείου, καθώς δεν ήθελε να παραβιάσει το καταστατικό της και κυρίως την απαγόρευση της άμεσης νομισματικής χρηματοδότησης. Έτσι, η επισυναπτόμενη αιρεσιμότητα (conditionality) και η συμμετοχή του ΕΜΣ αποσκοπούσε στα εξής: πρώτον, να διασφαλίσει την αποφυγή του ηθικού κινδύνου (moral hazard) λόγω του φόβου της ανεξέλεγκτης έκδοσης χρέους από τις κυβερνήσεις της Ευρωζώνης (Krampf 2016) και δεύτερον, να εγγυηθεί την απαιτούμενη πολιτική στήριξη από τις δημοκρατικά εκλεγμένες κυβερνήσεις (McNamara 2012), καθώς οι αγορές αυτές θα μπορούσαν να δημιουργήσουν διανεμητικά αποτελέσματα.

Αναφορικά με το ενδεχόμενο ύπαρξης ηθικού κινδύνου, εφόσον η ΕΚΤ με τις OMT δύναται να αναλάβει τον ρόλο του de facto δανειστή έσχατης προσφυγής για τα κράτη-μέλη (Buiters & Rahbari, 2012, De Grauwe & Ji, 2015, Micossi 2015), θα έπρεπε να θέσει κάποιους όρους για την αποφυγή αρνητικών εκρμών (Draghi 2012). Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή εάν οι OMT χρησιμοποιούνταν δίχως καμία δικλείδα ασφαλείας έναντι ηθικού κινδύνου, τα κράτη θα ήταν πιθανότερο να εμφανίσουν μεγάλα δημόσια ελλείμματα, έχοντας άνευ όρων πρόσβαση στις OMT, και συνεπώς, θα αγνοούσαν τους δημοσιονομικούς κανόνες της ONE. Στην πράξη, βέβαια, αποδείχθηκε ότι ούτε η απαγόρευση της άμεσης νομισματικής χρηματοδότησης μπόρεσε να διασφαλίσει τη δημοσιονομική πειθαρχία σε όλα τα κράτη-μέλη, ούτε η de facto δράση της ΕΚΤ ως δανειστή έσχατης προσφυγής συνεπαγόταν παραβίαση των δημοσιονομικών κανόνων και μη συνετή έκδοση χρέους.

Επιπλέον, οι OMT απαιτούσαν τη νομιμοποίηση τους από τις εκλεγμένες κυβερνήσεις, επειδή τέτοια νομισματικά εργαλεία θα μπορούσαν να έχουν διανεμητικές επιπτώσεις σε άλλα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης (McNamara 2012, Jones & Matthijs 2019) επηρεάζοντας αρνητικά ή θετικά τις οικονομίες τους. Με αυτή την συλλογιστική, αποφασίστηκε η έγκριση κάθε προγράμματος του ΕΜΣ, που αποτελεί τη βασική προϋπόθεση για την χρήση των OMT, να έχει την ομόφωνη γνώμη των υπουργών Οικονομικών των κρατών-μελών της Ευρωζώνης. Η ομόφωνη έγκριση μπορεί να θεωρηθεί ότι προσφέρει σημαντική νομιμοποίηση, καθώς τα κράτη-μέλη συμφωνούν εξ αρχής ότι είναι διατεθειμένα να αναλάβουν το κόστος των ενδεχόμενων αναδιανεμητικών επιπτώσεων. Στην πραγματικότητα, βέβαια, αυτή η ομοφωνία απαιτεί πολλές διαπραγματεύσεις, συμβιβασμούς, πιθανόν ακόμα και διαπραγματευτικές ανταλλαγές, που αυξάνουν τον βαθμό πολιτικοποίησης τόσο του ΕΜΣ όσο και των OMT. Επιπροσθέτως, σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημανθεί ότι ο υψηλός βαθμός πολιτικοποίησης, όπως και η σκληρή στάση που υιοθέτησαν κάποια κράτη-μέλη της Ευρωζώνης κατά

την διάρκεια των προγενέστερων κρίσεων θα μπορούσαν να ερμηνευτούν από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης και ιδίως την ασυμμετρία δυνάμεων που υπάρχουν εντός της ΟΝΕ (για πληρέστερη ανάλυση του πώς οι ασύμμετρες δυνάμεις επηρεάζουν την διαδικασία της ευρωπαϊκής νομισματικής ολοκλήρωσης δείτε Maris & Sklias 2020).

Από την αρχή ήταν σαφές ότι το ενδιαφέρον της ΕΚΤ αφορούσε αποκλειστικά τις βραχυπρόθεσμες λήξεις (short-term maturities) (Draghi 2012), καθώς η ΕΚΤ εστίαζε στις εύθραυστες οικονομίες της Ευρωζώνης (Yiangou et al. 2013). Το πρόγραμμα OMT, αποσκοπούσε να καθυστερήσει τους θεσμικούς επενδυτές καθώς η θέληση παρέμβασης στην αγορά κρατικών ομολόγων σε μια κρίση ρευστότητας ήταν ικανή να σταθεροποιήσει τις αγορές, να μειώσει τα spreads και να εμπνεύσει εμπιστοσύνη (De Grauwe & Ji 2021).

#### **4.2. Γιατί η ΕΚΤ αποφάσισε να δημιουργήσει το PEPP και να μην χρησιμοποιήσει τις OMT;**

Η πανδημία COVID-19 δημιούργησε έντονες αρνητικές εκροές, καθώς δεν υπήρχε βεβαιότητα και προβλεψιμότητα στο οικονομικό περιβάλλον. Ως εκ τούτου, ο χρόνος για διαπραγματεύσεις ήταν περιορισμένος και εξαιρετικά σημαντικός. Ήταν σαφές ότι χρειαζόταν μια συντονισμένη δημοσιονομική και νομισματική αντίδραση (Jones 2020) προκειμένου να προστατευθεί η Ευρωζώνη και να στηριχθούν τα κράτη-μέλη, που αγωνίζονταν να ξεπεράσουν μια διπλή κρίση, στον τομέα της δημόσιας υγείας και της οικονομίας.

Οι συζητήσεις για τους τρόπους ανάσχεσης των επιπτώσεων της πανδημίας ξεκίνησαν με προτάσεις για τη χρήση του ΕΜΣ και των OMT, αλλά σύντομα η επιλογή αυτή απορρίφθηκε. Οι ενστάσεις των κρατών-μελών επικεντρώθηκαν στην αποτελεσματικότητα και στην αξιοπιστία του ΕΜΣ, λόγω της περιορισμένης δανειοδοτικής ικανότητας του, καθώς και του γεγονότος ότι η χρήση τόσο των εργαλείων του ΕΜΣ όσο και των OMT συνοδεύεται από αυστηρά προγράμματα μεταρρυθμίσεων και συγκεκριμένους όρους (Havlik et al. 2021). Η εμπειρία της Ελλάδας, η οποία είχε λάβει χρηματοδοτική βοήθεια από τον ΕΜΣ κατά την διάρκεια της κρίσης χρέους της, είχε συγκεκριμένα στοιχεία μάθησης και προσαρμογής για την λειτουργία της Ευρωζώνης. Η επιβολή συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής, ανεξάρτητα από τα δομικά χαρακτηριστικά της οικονομίας, οδήγησε σε μια πρωτοφανή ύφεση με έντονες πολιτικές επιπτώσεις. Με αυτό το παράδειγμα κατά νου τα κράτη-μέλη απέφυγαν να χρησιμοποιήσουν τον ΕΜΣ για να αντιμετωπίσουν την πανδημία και κατ' επέκταση να επωφεληθούν από τις OMT, ανησυχώντας πιθανόν για τις δεσμεύσεις που θα αναλάμβαναν στο πλαίσιο ενός προγράμματος λιτότητας και μεταρρυθμίσεων που θα μπορούσε να οδηγήσει σε μακροχρόνια ύφεση τις οικονομίες τους.

Επιπροσθέτως, οι OMT ενδέχεται να μην ήταν αποτελεσματικές για την αντιμετώπιση της πανδημίας COVID-19, καθώς η σχεδίαση τους είχε επικεντρωθεί

στην αντιμετώπιση ζητημάτων φερεγγυότητας των κρατών-μελών με υψηλούς δείκτες χρέους. Με άλλα λόγια, οι OMT σχεδιάστηκαν για να παρέμβουν σε κατάσταση κρίσης, όπου δεν αποτελεί μια κατάσταση εξαίρεσης, όπως ήταν η περίπτωση της πανδημίας, αλλά μάλλον το αποτέλεσμα κακής διαχείρισης της δημοσιονομικής πολιτικής των κρατών-μελών. Ωστόσο, το 2020 κανείς δεν γνώριζε τον πραγματικό αντίκτυπο του σοκ της πανδημίας στην οικονομία μακροπρόθεσμα, συνεπώς η χρήση των OMT, σε συνδυασμό με τον ΕΜΣ, θα μπορούσε να έχει ελλιπή απόδοση.

Αντιμετωπίζοντας ένα εξωγενές και συμμετρικό αρνητικό σοκ, τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης προτίμησαν ένα άλλο εργαλείο χωρίς μνημόνια δημοσιονομικής προσαρμογής και εποπτεία από την Τρόικα<sup>1</sup>. Η ΕΚΤ σχεδίασε ένα νομισματικό εργαλείο που θα μπορούσε να συνδράμει στις προσπάθειες των κρατών να διαχειριστούν και να μετριάσουν τις επιπτώσεις που προκλήθηκαν από την πανδημία, διασφαλίζοντας παράλληλα την αποτελεσματική λειτουργία του νομισματικού μηχανισμού μετάδοσης. Αξιοποιώντας τη γνώση που απέκτησε από τις προηγούμενες κρίσεις, η ΕΚΤ απέφυγε μια αμφιλεγόμενη λύση και δρομολόγησε ένα απλό νομισματικό εργαλείο χωρίς όρους συσταλτικής πολιτικής, αιρεσιμότητας και δημοσιονομικής πειθαρχίας.

Με την δημιουργία του PEPP αποδεικνύεται ότι η διαδικασία της μάθησης είναι σημαντική στην υλοποίηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Όπως εύστοχα υποστήριξε η διοικήτρια της ΕΚΤ Κ. Λαγκάρντ «μαθαίνοντας από τα διδάγματα του παρελθόντος, η Ευρώπη κινήθηκε προς ένα νέο μοντέλο αντιμετώπισης των κρίσεων: ένα μοντέλο που βασίζεται στην στρατηγική αυτονομία, τον συντονισμό της πολιτικής και την προσέγγιση της Ένωσης».

Το σχόλιο αυτό συνοψίζει απόλυτα τους λόγους για τους οποίους η ΕΚΤ αποφάσισε να δημιουργήσει το PEPP ως απάντηση στην κρίση COVID-19, αντί να αξιοποιήσει τις OMT. Πρώτον, υπογραμμίζει την ανάγκη στρατηγικού συντονισμού και αμοιβαίας συνδρομής λόγω της αλληλεξάρτησης μεταξύ των κρατών-μελών της Ευρωζώνης. Δεύτερον, δίνει έμφαση στην ικανότητα της ΕΚΤ να χρησιμοποιεί τα νομισματικά εργαλεία διακριτικά και αυτόνομα, χωρίς όρους. Η κρίση της πανδημίας COVID-19 απαιτούσε μία άμεση και κατάλληλα σχεδιασμένη νομισματική απάντηση χωρίς αστερίσκους, ως εκ τούτου, η ΕΚΤ ανακοίνωσε σοφά τη συνέχιση των υφιστάμενων προγραμμάτων της και τη θέσπιση νέων σχετικά ευέλικτων προγραμμάτων, ιδίως του PEPP, θωρακίζοντας την Ευρωζώνη και ταυτόχρονα υπερασπιζόμενη τη νομισματική της κυριαρχία.

Εξίσου σημαντικός είναι ο συντονισμός της πολιτικής στην Ευρωζώνη, όπως αποδεικνύουν και οι προηγούμενες κρίσεις. Στο παρελθόν, οι κυβερνήσεις της Ευρωζώνης, θέλοντας να αποφύγουν αρνητικές προεκλογικές επιπτώσεις ή την κριτική στο εσωτερικό των χωρών τους, ήταν απρόθυμες να συμφωνήσουν

<sup>1</sup> Η «Τρόικα» αναφέρεται στην ομάδα τριών θεσμικών οργάνων που διαδραμάτισαν βασικό ρόλο στην παροχή χρηματοδοτικής βοήθειας και στην επιβολή όρων οικονομικής πολιτικής στις χώρες διάσωσης: η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ).

σε μέτρα που θα προσέφεραν οικονομική αλληλεγγύη στα «αφερέγγυα» κράτη-μέλη. Σε αυτό το περιβάλλον, η αδράνειά τους παράτεινε την κρίση και είχε ως αποτέλεσμα την ενίσχυση του λαϊκισμού και του ευρωσκεπτικισμού. Τέλος, δεν πρέπει να παραβλέπει κανείς ότι, ενώ η ΕΚΤ καταστατικά έχει αναλάβει την διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, την τελευταία δεκαετία ολόενα και ενισχύεται η άποψη ότι η μονομερής εστίαση στον πληθωρισμό έρχεται σε σύγκρουση με την ανάγκη για οικονομική ανάπτυξη. Η πανδημία COVID-19 αναζωπύρωσε τη συζήτηση αναφορικά με τη βέλτιστη ισορροπία δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής στην Ευρωζώνη.

## 5. Δημιουργεί η δράση της ΕΚΤ προϋποθέσεις αλλαγής παραδείγματος στην Ευρωζώνη;

**Η** κρίση του χρέους, καθώς και η κρίση COVID-19 αποτέλεσαν σημαντικές στιγμές για τη μάθηση και την προσαρμογή στην οικονομική διακυβέρνηση της Ευρωζώνης. Η ΕΚΤ, προκειμένου να είναι σε θέση να ασκεί την καταστατική αποστολή της για τη σταθερότητα των τιμών, απαγορεύεται να παρέχει άμεση νομισματική χρηματοδότηση στα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης. Η απαγόρευση αυτή διασφαλίζει την επικράτηση της νομισματικής έναντι της δημοσιονομικής κυριαρχίας (Sargent & Wallace 1981), ένα βασικό χαρακτηριστικό της ΕΚΤ που βασίστηκε στην ιδέα της αποφυγής του ηθικού κινδύνου στην ΟΝΕ. Επιπλέον, η ΕΚΤ ήταν ξεκάθαρα στο ότι οι δημοσιονομικοί κανόνες της ΕΕ πρέπει να ακολουθούνται χωρίς παρεκκλίσεις.

Ωστόσο, το 2012 αμφισβητήθηκαν τα όρια της απαγόρευσης της νομισματικής χρηματοδότησης, καθώς η ΕΚΤ έπρεπε να συνδράμει τα κράτη για την αποφυγή συστημικής κρίσης στην Ευρωζώνη. Τόσο ο κύριος στόχος της αποστολής της ΕΚΤ, δηλαδή η σταθερότητα των τιμών, όσο και η συνοχή της Ευρωζώνης βρισκόταν σε κίνδυνο. Η ΕΚΤ, παρά τις ανησυχίες για την πολιτικοποίησή της, αποφάσισε να καλύψει το κενό στρατηγικής ηγεσίας στην ΟΝΕ και ενεπλάκη στη διαχείριση της κρίσης. Προσπαθώντας να διασφαλίσει τη φήμη της και την ανεξαρτησία της από τους εντολείς της, η ΕΚΤ διαπραγματεύτηκε με επιτυχία τη δημιουργία των OMT με αντάλλαγμα: (α) μια ρήτρα αιρεσιμότητας μέσω ενός προγράμματος του ΕΜΣ για το ωφελούμενο κράτος-μέλος, συμπεριλαμβανομένης της υιοθέτησης μέτρων λιτότητας (σύμφωνα με το τότε δόγμα της δημοσιονομικής πειθαρχίας) και (β) τη δημιουργία της τραπεζικής ένωσης, αποδεικνύοντας με αυτόν τον τρόπο την νομισματική της κυριαρχία (Mabbett & Schelkle 2019) και διασφαλίζοντας τη σταθερότητα των τιμών μέσω του μηχανισμού νομισματικής μετάδοσης.

Κατά την διάρκεια της πανδημίας COVID-19, τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης συμφώνησαν σε μια σειρά προστατευτικών μέτρων για τις οικονομίες τους και συντόνισαν τις δημοσιονομικές τους πολιτικές με την ΕΚΤ. Η ΕΚΤ συνέχισε να επιδιώκει και να υπερασπίζεται την ανεξαρτησία της, καθώς και την αυτονομία

από τους εντολείς της. Ωστόσο, αυτή την φορά η ΕΚΤ αξιοποίησε την εμπειρία της από τις προηγούμενες κρίσεις και δεν υποστήριξε την πολιτική «μιας λύσης για όλους». Η ΕΚΤ, αν και δεν άλλαξε την ιεράρχηση των στόχων της, στήριξε την οικονομική ανάκαμψη των κρατών-μελών της επιδεικνύοντας ευελιξία όσον αφορά την πρόσβαση στα νομισματικά της εργαλεία για την πανδημία COVID-19.

Η ευελιξία αυτή, ωστόσο, δεν πληροί τα κριτήρια μιας αλλαγής παραδείγματος ή μιας αλλαγής τρίτης τάξης, σύμφωνα με την περιγραφή του Hall (1993) για μια ριζική μετάβαση σε ένα νέο καθεστώς. Το ευρωπαϊκό νομισματικό καθεστώς κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19 παρέμεινε στον πυρήνα του αμετάβλητο όσον αφορά τον βασικό στόχο του πληθωρισμού, με ορισμένες αλλαγές δεύτερης τάξης, όπως η διαφοροποίηση των κριτηρίων πρόσβασης στα εργαλεία της πανδημίας. Οι αλλαγές αυτές προέκυψαν από την εμπειρία της ΕΚΤ από τις προηγούμενες κρίσεις (μάθηση) και αντανακλούσαν όχι μόνο την ανάγκη αντίδρασης στην πανδημία COVID-19, αλλά και τη διόρθωση χαρακτηριστικών των υφιστάμενων εργαλείων της (π.χ. αιρεσιμότητα) (Hall 1993) προκειμένου να αποφευχθεί η πολιτικοποίηση των αποφάσεών της.

Παρότι η ΕΚΤ χαλάρωσε τις απαιτήσεις της αναφορικά με τους όρους συμμετοχής των κρατών-μελών στα προγράμματα αγοράς κρατικών ομολόγων από τη δευτερογενή αγορά και δεν επέμεινε στη χρήση του ΕΜΣ, η στάση της ως προς τον ρόλο της στη διαχείριση της κρίσης της πανδημίας δεν παρουσιάζει τα χαρακτηριστικά μιας ριζικής αλλαγής που αντιστοιχεί σε αλλαγή τρίτης τάξης βάσει της κατηγοριοποίησης του Hall. Η ΕΚΤ παρέμεινε στο παρασκήνιο μέχρις ότου τα κράτη-μέλη αποφασίσουν πώς θα διαχειριστούν τις οικονομικές επιπτώσεις σε δημοσιονομικό επίπεδο κι έπειτα ανακοίνωσε το PEPP, επιβεβαιώνοντας τον υποστηρικτικό ρόλο της στην αντιμετώπιση της πανδημίας, χωρίς να αναβαθμιστεί σε κύριο διαχειριστή αυτής της κρίσης. Συνεπώς, έλαβε χώρα προσαρμογή των εργαλείων της, ώστε να ανταποκριθεί στην συγκυρία της πανδημίας, χωρίς, όμως, να αλλάξει τους στόχους και τον καταστατικό της ρόλο.

Επιπλέον, οι αλλαγές που συντελέστηκαν κατά την πανδημία δεν ήταν αποτέλεσμα μακροχρόνιων διεργασιών, ώστε να μεταβάλουν ριζικά το ισχύον νομισματικό καθεστώς. Η Ευρωζώνη βρέθηκε σε μια κατάσταση εξαίρεσης, σε μια ιδιαίτερη υγειονομική και οικονομική κρίση, όμως, με την παύση της έκτακτης κατάστασης το νομισματικό καθεστώς της πέρασε στην «κανονική» του λειτουργία, χωρίς να έχει μεταβληθεί ουσιαστικά. Πρόκειται, λοιπόν, για δράσεις κατ' εξαίρεση, ώστε να αντιμετωπιστούν οι απρόβλεπτες θεσμικά διαταραχές που θέτουν σε κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία και συνοχή της Ευρωζώνης.

Η κρίση της Ευρωζώνης επέτρεψε στην ΕΚΤ να πειραματιστεί με την κατ' εξαίρεση παρέμβαση κεύσσιανού τύπου και να επαναπροσδιορίσει σε ένα βαθμό τα όρια της νομισματικής χρηματοδότησης και του δανειστή έσχατης προσφυγής στην ΟΝΕ. Η νομισματική χρηματοδότηση από την πίσω πόρτα, μέσω της δευτερογενούς αγοράς, νομιμοποιήθηκε από το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο, το οποίο κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα νέα νομισματικά μέσα και εργαλεία της ΕΚΤ (OMT και PSPP) είναι συμβατά με την εντολή της, υπήρξε, όμως, παρέμβαση έκτακτη και χρονικά προσδιορισμένη.

## 6. Συμπερασματικές σκέψεις

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, η ΕΚΤ χρειάστηκε να διαχειριστεί πολλές κρίσεις με διαφορετικά χαρακτηριστικά και επιπτώσεις για την ΟΝΕ. Αναμφίβολα, η πανδημία COVID-19 ήταν μια *sui generis* κρίση, η οποία απαιτούσε ταχεία και επαρκή αντίδραση, ώστε να μετριαστούν οι επιπτώσεις στην οικονομία και στην κοινωνία. Η ΕΚΤ, αξιοποιώντας την εμπειρία που απέκτησε από τις προηγούμενες κρίσεις, μπόρεσε να ανταποκριθεί ταχύτατα στην πανδημία και σε συντονισμό με τους εντολείς της να ελαχιστοποιήσει τις επιπτώσεις στην οικονομία της Ευρωζώνης.

Υπό αυτές τις συνθήκες, η ΕΚΤ προστάτευσε για άλλη μια φορά την Ευρωζώνη, συγχρονηζόμενη, όμως, με τις δημοσιονομικές πολιτικές των κρατών-μελών της. Η συνεργασία μεταξύ της ΕΚΤ και των κυβερνήσεων, παραμέρισε τις ανησυχίες σχετικά με τον κίνδυνο και κατέστησε τη βοήθεια υπό αιρεσιμότητα άνευ σημασίας σε περιόδους έκτακτης και απρόβλεπτης κρίσης. Όταν υπάρχει έλευση των τελευταίων προκρίνεται η ευελιξία των εργαλείων και των μέσων προκειμένου να διασωθεί η λειτουργικότητα της Ευρωζώνης. Παρόλο που προσαρμόστηκε στις νέες προκλήσεις, επεκτείνοντας και ενισχύοντας τα νομισματικά της εργαλεία για την διαχείριση της κρίσης, δεν φαίνεται να υπήρξε μια αλλαγή καθοριστικής σημασίας για τη νομισματική πολιτική στην Ευρωζώνη, ικανή να χαρακτηριστεί ως αλλαγή παραδείγματος.

Η δημιουργία του PEPP και η ευελιξία πρόσβασης στα νομισματικά εργαλεία της ΕΚΤ κατά την πανδημία εντάσσονται στην αλλαγή δεύτερης τάξης βάσει της τυπολογίας του Hall, δηλαδή αποτελούν αλλαγές στα μέσα της ΕΚΤ. Το νομισματικό καθεστώς της Ευρωζώνης κατά την πανδημία δεν υπέστη κάποια ριζική μεταμόρφωση και δεν ετέθη σε νέες γνωσιοκεντρικές βάσεις. Αντιθέτως, φαίνεται ότι τέθηκε προσωρινά σε μία κατάσταση εξαιρέσης, κατά την οποία έγιναν απαραίτητες προσαρμογές στα νομισματικά μέσα και εργαλεία χωρίς, ωστόσο, να αλλάξουν ουσιαδώς τους στόχους της ΕΚΤ. Οι νέες προκλήσεις που θέτει ο υψηλός πληθωρισμός σε συνδυασμό με την επανεκτίμηση των δημοσιονομικών κανόνων της ΟΝΕ θα εντείνουν τη συζήτηση για αλλαγές στο καταστατικό της ΕΚΤ, αλλά και για παγιοποίηση χρήσης ευέλικτων εργαλείων αντιμετώπισης κρίσεων.

Επιπροσθέτως, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ΕΚΤ φαίνεται να έχει αξιοποιήσει τα μαθήματα των τελευταίων κρίσεων και έχει υιοθετήσει μια πιο ενεργητική στάση τα τελευταία έτη. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ασχολία της ΕΚΤ με το ζήτημα της κλιματικής αλλαγής και της μετάβασης σε μια οικονομία μηδενικών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα. Το 2021 η ΕΚΤ εγκαινίασε το Κέντρο Κλιματικής Αλλαγής, με στόχο την μελέτη των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής στην οικονομία και την υποστήριξη της ΕΚΤ στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, αλλά και χάραξης της στρατηγικής της λαμβάνοντας υπόψη το ζήτημα αυτό. Η ενασχόληση της ΕΚΤ με το ζήτημα της κλιματικής αλλαγής θα πρέπει να εξεταστεί σε μεγαλύτερο βάθος, ώστε να διερευνηθεί ο τρόπος προσέγγισης των ενδεχόμενων προκλήσεων στην Ευρωζώνη, καθώς και να αξιολογηθεί η αλλαγή

από το δόγμα της ουδετερότητας στις αγορές (market neutrality) στην αποδοτικότητα των αγορών (market efficiency) (Schnabel 2021). Η αλλαγή αυτού του δόγματος, σε συνδυασμό με την συμμετοχή της ΕΚΤ στη διαχείριση της κλιματικής αλλαγής, ενδέχεται να αποτελεί μια εξαιρετική περιπτώσιολογική μελέτη αναφορικά με την αλλαγή παραδείγματος στην ευρωπαϊκή νομισματική πολιτική, όπως και στη δυναμική της ευρωπαϊκής νομισματικής ολοκλήρωσης εν γένει.

## Βιβλιογραφικές αναφορές

- Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., Messori, M., 2022. The European Monetary Policy Responses During the Pandemic Crisis. *Open Econ Rev* 33, 657–675. <https://doi.org/10.1007/s11079-022-09665-7>
- Bonatti, L., Fracasso, A., & Tamborini, R. 2020. Rethinking monetary and fiscal policy in the post-COVID Euro Area. Monetary Dialogue Papers, European Parliament.
- Botta, A., Caverzasi, E., & Russo, A., 2020. Fighting the COVID-19 emergency and re-launching the European economy: debt monetization and recovery bonds.
- Buiter, W., Rahbari, E., 2012. The European Central Bank as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone: The ECB as lender of last resort. *JCMS: Journal of Common Market Studies* 50, 6–35. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5965.2012.02275.x>
- Capano, G. (2019) 'Reconceptualizing layering—From mode of institutional change to mode of institutional design: Types and outputs', *Public Administration*, 97(3), pp. 590–604. Available at: <https://doi.org/10.1111/padm.12583>
- Delputte, S., Orbie, J., 2020. Paradigm Shift or Reinventing the Wheel? Towards a Research Agenda on Change and Continuity in EU Development Policy. *JCER* 16, 233–255. <https://doi.org/10.30950/jcer.v16i2.1084>
- De Grauwe, P., Ji, Y., 2015. Correcting for the Eurozone Design Failures: The Role of the ECB. *Journal of European Integration* 37, 739–754. <https://doi.org/10.1080/07036337.2015.1079370>
- De Grauwe, P., Ji, Y., 2022. The fragility of the Eurozone: Has it disappeared? *Journal of International Money and Finance* 120, 102546. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102546>
- Draghi, M. 2012. Introductory statement to the press conference (with Q&A). <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>
- Dunlop, C., Radaelli, C.M., 2010. Systematizing Policy Learning. *SSRN Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1666298>

- Falkner, G., 2016. The EU's current crisis and its policy effects: research design and comparative findings. *Journal of European Integration* 38, 219–235. <https://doi.org/10.1080/07036337.2016.1140154>
- Hall, P.A., 1993. 'Policy Paradigms, Social Learning, and the State: The Case of Economic Policymaking in Britain', *Comparative Politics*, 25(3), p. 275. <https://doi.org/10.2307/422246>
- Havlik, A., Heinemann, F., Helbig, S., Nover, J., 2022. Dispelling the shadow of fiscal dominance? Fiscal and monetary announcement effects for euro area sovereign spreads in the corona pandemic. *Journal of International Money and Finance* 122, 102578. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102578>
- Hazakis, K., 2020. The Impact of Disintegration Dynamics on EU Trade Policy: An Institutional Analysis. Centre for Global Political Economy Working Paper Series
- Hazakis, K.J., 2022. Is there a way out of the crisis? Macroeconomic challenges for Greece after the Covid-19 pandemic. *European Politics and Society* 23, 490–504. <https://doi.org/10.1080/23745118.2021.1895554>
- Hobolt, S.B., Wratil, C., 2015. Public opinion and the crisis: the dynamics of support for the euro. *Journal of European Public Policy* 22, 238–256. <https://doi.org/10.1080/13501763.2014.994022>
- Jones, B.D., and F.r. Baumgartner. 2002. Punctuations, ideas, and public policy. In *Policy dynamics* eds. F.r. Baumgartner and B.D. Jones, 293–306. Chicago, Il: The University of Chicago Press
- Jones, E., 2020. COVID-19 and the EU Economy: Try Again, Fail Better. *Survival* 62, 81–100. <https://doi.org/10.1080/00396338.2020.1792124>
- Jones, E., Matthijs, M., 2019. Rethinking Central-Bank Independence. *Journal of Democracy* 30, 127–141. <https://doi.org/10.1353/jod.2019.0030>
- Krampf, A., 2016. From transparency to ambiguity: the impact of the ECB's unconventional policies on the EMU. *Journal of European Integration* 38, 455–471. <https://doi.org/10.1080/07036337.2016.1160078>
- Kuhn, T. S. 1962. *The structure of scientific revolutions*. Chicago: University of Chicago Press.
- Ladi, S., Tsarouhas, D., 2020. EU economic governance and Covid-19: policy learning and windows of opportunity. *Journal of European Integration* 42, 1041–1056. <https://doi.org/10.1080/07036337.2020.1852231>
- Lagarde, C. n.d. *Europe's response to the crisis*. Available at <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200723~c06fafabb6.en.html>

- Lombardi, D., Moschella, M., 2016. The government bond buying programmes of the European Central Bank: an analysis of their policy settings. *Journal of European Public Policy* 23, 851–870. <https://doi.org/10.1080/13501763.2015.1069374>
- Mabbett, D., Schelkle, W., 2019. Independent or lonely? Central banking in crisis. *Review of International Political Economy* 26, 436–460. <https://doi.org/10.1080/09692290.2018.1554539>
- Mahoney, J., Thelen, K., 2010. "A Theory of Gradual Institutional Change." In *Explaining Institutional Change*, edited by Mahoney James, Thelen Kathleen, 1–37. New York: Cambridge University Press.
- Mackintosh, S.P.M., 2014. Crises and Paradigm Shift. *Political Quarterly* 85, 406–412. <https://doi.org/10.1111/1467-923X.12115>
- Maris, G., & Sklias, P., 2020. European integration and asymmetric power: Dynamics and change in the EMU. *European Politics and Society*, 21(5), 634–649
- McNamara, K., 2012. Banking on Legitimacy: The ECB and the Euro Zone Crisis. *Georgetown Journal of International Affairs*, 13(2), 143–150. <https://doi.org/10.1177%2F0010414016633227>
- Micossi, S., 2015. The Monetary Policy of the European Central Bank (2002–2015). CEPS Special Report, No. 109 / May 2015, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2613352>
- Monnet, J., 1978. *Memoirs* (R. Mayne, Trans.). Doubleday and Company
- Morelli, P., Seghezza, E., 2021. Why was the ECB's reaction to Covid-19 crisis faster than after the 2008 financial crash? *Journal of Policy Modeling* 43, 1–14. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2020.12.002>
- Nedergaard, P., Snaith, H., 2015. 'As I Drifted on a River I Could Not Control': The Unintended Ordoliberal Consequences of the Eurozone Crisis. *Gender, Work And Organization* 53, 1094–1109. <https://doi.org/10.1111/jcms.12249>
- Quaglia, L., Verdun, A., 2023. Explaining the response of the ECB to the COVID-19 related economic crisis: inter-crisis and intra-crisis learning. *Journal of European Public Policy* 30, 635–654. <https://doi.org/10.1080/13501763.2022.2141300>
- Sargent, T. J., & Wallace, N., 1981. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, 1–17.
- Schmidt, V. A. 2011. 'Ideas and discourse in transformational political economic change in Europe'. In G. Skogstad (ed.), *Policy Paradigms, Transnationalism and Domestic Politics*. Toronto: Toronto University Press: 36–63.

- Schmidt, V. A. & Thatcher, M., 2013. Theorizing ideational continuity: the resilience of neo-liberal ideas in Europe. In: Schmidt, Vivien A. and Thatcher, Mark, (eds.) *Resilient Liberalism in Europe's Political Economy*. Cambridge University Press, Cambridge, UK, pp. 1-50. ISBN 9781107041530
- Schnabel, I., 2021., "From Market Neutrality to Market Efficiency." Welcome address at the ECB DG-Research Symposium "Climate Change, Financial Markets and Green Growth." Frankfurt, June 14
- Verdun, A., 2015. A historical institutionalist explanation of the EU's responses to the euro area financial crisis. *Journal of European Public Policy* 22, 219–237. <https://doi.org/10.1080/13501763.2014.994023>
- Verdun, A., 2017. Political leadership of the European Central Bank. *Journal of European Integration* 39, 207–221. <https://doi.org/10.1080/07036337.2016.1277715>
- Warlouzet, L., 2019. The EEC/EU as an Evolving Compromise between French Dirigism and German Ordoliberalism (1957–1995). *JCMS: Journal of Common Market Studies* 57, 77–93. <https://doi.org/10.1111/jcms.12817>
- Warren, T., 2020. Explaining the European Central Bank's limited reform ambition: ordoliberalism and asymmetric integration in the eurozone. *Journal of European Integration* 42, 263–279. <https://doi.org/10.1080/07036337.2019.1658753>
- Yiangou, J., O'keeffe, M., Glöckler, G., 2013. 'Tough Love': How the ECB's Monetary Financing Prohibition Pushes Deeper Euro Area Integration. *Journal of European Integration* 35, 223–237. <https://doi.org/10.1080/07036337.2013.774786>