



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



**ΕΥΠΑΘΕΙΑ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑΚΑ ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ:
ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΕΛΛΑΔΑΣ ΚΑΙ ΟΥΓΓΑΡΙΑΣ**

Σωτήριος Μαρσέλης

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

Αιγάλεω, Έτος 2023



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



**ΕΥΠΑΘΕΙΑ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑΚΑ ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ:
ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΕΛΛΑΔΑΣ ΚΑΙ ΟΥΓΓΑΡΙΑΣ**

Σωτήριος Μαρσέλης, Α.Μ.:20071

**Επιβλέπων Καθηγητής: Θεόδωρος Σταματόπουλος, Πανεπιστήμιο Δυτικής Αττικής,
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**

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

Αιγάλεω, Έτος 2023



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



**THE FRAGILITY OF EUROZONE AND THE GOVERNMENT
BOND SPREADS:
COMPARATIVE ANALYSIS OF GREECE AND HUNGARY**

Sotirios Marselis, R.N.:20071

Supervisor Professor: Theodoros Stamatopoulos, University of West Attica,
Department of Accounting and Finance

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

Aigaleo, Greece, Year 2023



Πανεπιστήμιο Δυτικής Αττικής

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



ΕΥΠΑΘΕΙΑ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑΚΑ ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ:

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΕΛΛΑΔΑΣ ΚΑΙ ΟΥΓΓΑΡΙΑΣ

Μέλη Εξεταστικής Επιτροπής

Εγκρίθηκε από την εξεταστική επιτροπή την 03/04/2023



A/α	ΟΝΟΜΑ ΕΠΩΝΥΜΟ	ΒΑΘΜΙΔΑ/ΙΔΙΟΤΗΤΑ	ΨΗΦΙΑΚΗ ΥΠΟΓΡΑΦΗ
1	ΘΕΟΔΩΡΟΣ ΣΤΑΜΑΤΟΠΟΥΛΟΣ	ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	
2	ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΠΑΝΑΓΟΥ	ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	
3	ΜΙΛΤΙΑΔΗΣ ΧΑΛΙΚΙΑΣ	ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	

ΔΗΛΩΣΗ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Ο/η κάτωθι υπογεγραμμένος ΜΑΡΣΕΛΗΣ ΣΩΤΗΡΙΟΣ του ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ, με αριθμό μητρώου 20071 φοιτητής του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών «Δημόσια Οικονομική και Πολιτική» του Τμήματος Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής της Σχολής Διοικητικών, Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Δυτικής Αττικής, δηλώνω ότι:

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

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

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

Ο Δηλών

ΣΩΤΗΡΙΟΣ ΜΑΡΣΕΛΗΣ



* Όνομα Επώνυμο/Ιδιότητα

Ψηφιακή Υπογραφή

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

Στην οικογένειά μου

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις ειλικρινείς και θερμές ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής εργασίας μου κ. Θεόδωρο Σταματόπουλο για τις σημαντικές συμβουλές, τις υποδείξεις και την πολύωρη ενασχόληση του ώστε να ολοκληρωθεί η παρούσα εργασία.

Επίσης θα ήθελα να πω ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένεια μου και ιδιαίτερα στη σύζυγό μου, που με προέτρεψε να μπω ξανά στην περιπέτεια της γνώσης, με βοήθησε υποστηρικτικά στην επιμέλεια των κειμένων μου και κάλυψε τις υποχρεώσεις μου όταν εγώ αφιέρωνα τις ώρες μου στη μελέτη.

ΕΥΠΑΘΕΙΑ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑΚΑ ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ:

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΕΛΛΑΔΑΣ ΚΑΙ ΟΥΓΓΑΡΙΑΣ

Περίληψη

Αναλύουμε την ευπάθεια της Ευρωζώνης, συγκρίνοντας το σχετικό κόστος κρατικού δανεισμού δύο σχετικά παρόμοιων οικονομιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την Ελλάδα με νόμισμα το ευρώ, και την Ουγγαρία «ανεξάρτητη» νομισματικά, με την έννοια ότι η κεντρική της τράπεζα ελέγχει το εθνικό νόμισμα στο οποίο η κυβέρνηση δανείζεται. Χρησιμοποιούμε οικονομετρική ανάλυση (ARDL υποδείγματα) για τη διερεύνηση των μακροχρόνιων σχέσεων ισορροπίας των ανοιγμάτων (spreads) των αποδόσεων των ομολόγων Ελλάδας και Ουγγαρίας, σε σχέση με τα αντίστοιχα αναφοράς της Γερμανίας. Θεμελιώνουμε θεωρητικά την εξειδίκευση των υποδειγμάτων μας ξεκινώντας με αναδρομή στην ιστορία ίδρυσης και λειτουργίας της Ευρωζώνης, και επικεντρώνοντας στην ανάλυση της ευπάθειας της ως ατελούς νομισματικής ένωσης, χώρες-μέλη της οποίας μπορούν οι αγορές να υποχρεώσουν σε χρεοκοπία με αυτοεκπληρούμενες κερδοσκοπικές επιθέσεις. Συγκρίνουμε τα ευρήματά μας με τη σύγχρονη θεωρία των νομισματικών ενώσεων περιλαμβανομένης της παραδοσιακής των Άριστων Νομισματικών Περιοχών. Από την οικονομετρική ανάλυση επιβεβαιώνεται η αντίθετη συναρτησιακή συμπεριφορά της συνάρτησης των spreads ως προς τον λόγο δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ, κοίλη για την Ελλάδα, στις περιόδους 2004Q4 – 2018Q4 και 2009Q1 -2021Q4, και κυρτή για την Ουγγαρία στην περίοδο 2011Q2 – 2021Q4 (που υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία). Βασικός περιορισμός της εργασίας είναι ότι συγκρίνουμε την ειδική περίπτωση Ελλάδας και Ουγγαρίας. Οι επιπτώσεις πολιτικής των ευρημάτων είναι σημαντικές αφού επιβεβαιώνουν την αρχική μας υπόθεση της ευπάθειας της Ευρωζώνης υποδεικνύοντας ότι πρέπει να προχωρήσει η θεσμική της ολοκλήρωση ώστε να γίνει πλήρης νομισματική ένωση (με υπερεθνική δημοσιονομική όπως νομισματική πολιτική και μάλιστα «διπλής εντολής», σταθερότητας τιμών και χρηματοοικονομική), για να αποκλείσει μελλοντικές νομισματικές επιθέσεις εναντίον των χωρών-μελών της και του ευρώ γενικότερα.

Σημαντικοί Όροι: Ευπάθεια Ευρωζώνης, Επιτοκιακό Περιθώριο Κρατικών Ομολόγων, Λόγος Δημοσίου Χρέους στο ΑΕΠ, Άριστες Νομισματικές Περιοχές, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Κρίση Χρέους Ευρωζώνης.

THE FRAGILITY OF EUROZONE AND THE GOVERNMENT BOND SPREADS: COMPARATIVE ANALYSIS OF GREECE AND HUNGARY

Abstract

This dissertation analyzes the vulnerability of the Eurozone by comparing the relative government borrowing of two similar European Union economies, Greece, which participates in the Eurozone Area, and Hungary, which is “independent” in monetary terms, using forint (HUF) as its national currency. We use econometric analysis (ARDL models) to investigate the long-term equilibrium relationships of spreads in the yield of government bonds of Greece and Hungary as compared to the reference rate (Germany). We describe the basic events that determined the history of the European Union as far as its founding and operation are concerned and focus our analysis in its vulnerability as an “incomplete” monetary union. We claim that countries of such a union can be forced to bankruptcy by capital markets, by self-fulfilling speculative attacks. We compare our findings with the modern theory of monetary unions including the traditional and endogenous theory of Optimal Currency Areas (OCA). The econometric analysis confirms the opposite functional behavior of the spreads to the Public Debt to GDP ratio. These functions were found to be statistically significant, first, concave in the case of Greece for the periods 2004Q4 – 2018Q4 and 2009Q1 – 2021Q4, and second, curved for Hungary for the period 2011Q2 – 2021Q4 (when data were available:). A key limitation in this dissertation is that we study the special case of Greece as compared to Hungary. The policy implications of our findings are important since they confirm our original hypothesis of the fragility of the Eurozone and in fact suggesting that the institutional integration must proceed to the end of becoming a fully monetary union. Only a complete Eurozone, including supranational fiscal policy (in addition of the monetary one with dual mandate -inflation as well as financial stability-), could prevent possible speculative attacks.

Keywords: Fragility of the Eurozone, Spread, Public debt to Gross Domestic Product ratio, Optimal Currency Areas, European Central Bank, Eurozone Debt Crisis.

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες	xiii
Περίληψη	xv
Abstract.....	xvii
Περιεχόμενα	xix
Κατάλογος Πινάκων.....	xxi
Κατάλογος Διαγραμμάτων.....	xxiii
Εισαγωγή	1
Κεφάλαιο 1 Η Χρηματοπιστωτική Κρίση και τα Επιτοκιακά Περιθώρια.....	3
1.1 Σκοπός της προτεινόμενης έρευνας	3
1.2 Σύντομη Τεκμηρίωση Σημαντικότητας.....	3
1.3 Βασικές Υποθέσεις Εργασίας	4
1.4 Ανακεφαλαίωση	5
Κεφάλαιο 2 Θεωρία Άριστων Νομισματικών Περιοχών και η Ευρωπαϊκή Εμπειρία.....	7
2.1 Εισαγωγή	7
2.2 Η αλλαγή της Ευρώπης και η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών.....	8
2.3 Οφέλη και προκλήσεις συμμετοχής στην οικονομική και νομισματική ένωση.....	11
2.4 Οικονομική διακυβέρνηση στην Ε.Ε: πριν το ξέσπασμα της κρίσης	13
2.5 Ανεπάρκειες του συστήματος οικονομικής διακυβέρνησης: η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση.....	15
2.6 Προβλήματα και δυσλειτουργίες της ευρωπαϊκής οικονομικής διακυβέρνησης.....	17
2.7 Ελλάδα: Η πορεία του χρέους εντός και εκτός Ευρωζώνης	19
2.8 Ουγγαρία: η πορεία του χρέους της πριν και μετά την οικονομική κρίση	22
2.9 Ανακεφαλαίωση	25
Κεφάλαιο 3 Συγκριτική Εμπειρική Διερεύνηση: Ελλάδα-Ουγγαρία.....	27
3.1 Εισαγωγή	27
3.2 Τα επιτοκιακά περιθώρια στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Σύγκριση με Ανεξάρτητες Οικονομίες.....	27
3.3 Συγκριτική ανάλυση Ελλάδας – Ουγγαρίας: Αγορά κρατικών ομολόγων.....	32
3.4 Συζήτηση	47
Συμπεράσματα.....	49
Βιβλιογραφία.....	55
Ελληνική Βιβλιογραφία	55
Ξένη Βιβλιογραφία.....	56

Κατάλογος Πινάκων

3.1 Βασικές στατιστικές των ερμηνευτικών του «ανοίγματος» αποδόσεων των Ελληνικών 10ετών ομολόγων από τα αντίστοιχα Γερμανικά	33
3.2 Συντελεστές συσχέτισης θεμελιωδών μεγεθών του Ελληνικού spread.....	35
3.3 Εκτιμήσεις μακροχρόνιων σχέσεων των Ελληνικών Spreads (περίοδος 2004Q4 – 2018Q4).....	37
3.4 Εκτιμήσεις μακροχρόνιων σχέσεων των Ελληνικών Spreads (Προ κρίσης 2008, 2000Q1 – 2008Q4)	38
3.5 Εκτιμήσεις μακροχρόνιων σχέσεων των Ελληνικών Spreads (Μετά κρίσης 2008, 2009Q1 - 2021Q4).....	39
3.6 Εκτιμήσεις μακροχρόνιων σχέσεων των Ελληνικών Spreads (Μετά κρίση 2008, 2009Q1 - 2021Q4).....	41
3.7 Συντελεστές συσχέτισης θεμελιωδών μεγεθών του Ουγγρικού spread	43
3.8 Εκτιμήσεις μακροχρόνιων σχέσεων των Ουγγρικών Spreads	45
3.9 Σύγκριση μέσων τιμών επιλεκτικών μεταβλητών	46

Κατάλογος Διαγραμμάτων

1.1 Επιτοκιακά Περιθώρια στην Ευρωζώνη	5
2.1 Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως % του ΑΕΠ.....	21
2.2 Χρέος και ΑΕΠ μετά την εισαγωγή στο Ευρώ	22
3.1 Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στην Ευρωζώνη.....	29
3.2 Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στην Ευρωζώνη με επισήμανση 3 τυπικών αποκλίσεων.....	29
3.3 Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στις Ανεξάρτητες οικονομίες	31
3.4 Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στην Ευρωζώνη, πριν και μετά το 2008.....	31
3.5 Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στις Ανεξάρτητες Οικονομίες, πριν και μετά το 2008	32

Εισαγωγή

Η χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007 - 2008 ανάγκασε τις κυβερνήσεις να προχωρήσουν σε γενναίες παρεμβάσεις για τη διάσωση των εγχώριων τραπεζικών συστημάτων και την τόνωση των οικονομιών που αντιμετώπιζαν έντονη ύφεση (De Grauwe and Ji, σελ. 15-36, 2013). Στην τρέχουσα συγκυρία η παγκόσμια οικονομία καλείται να αντιμετωπίσει τη διάσπαση της εφοδιαστικής αλυσίδας, η οποία είναι απότοκο της προηγούμενης διαιτίας κορονοϊού καθώς και της τρέχουσας ενεργειακής κρίσης, η οποία είναι άμεσα συνδεδεμένη με τα λάθη στρατηγικής για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής. Ο πόλεμος στην Ουκρανία έχει σαφώς συντείνει σε αυτή την κρίση και έχει επιφέρει βάσιμους φόβους επισιτιστικής κρίσης σε συνθήκες στασιμοπληθωρισμού, σε ΕΕ και ΗΠΑ.

Τα παραπάνω προβλήματα επιτείνονται από την εγγενή αρχιτεκτονική ατέλεια και τις κερδοσκοπικές συμπεριφορές στις χρηματαγορές σε περιβάλλον ελλιπούς ρύθμισης. Η Ευρωπαϊκή Ένωση, οι αρχές της οποίας ευαγγελίζονται την οικονομική και κοινωνική ευημερία για την Ένωση και τους πολίτες της, δεν μπόρεσε να προετοιμαστεί στην αντιμετώπιση των απαντών πληγμάτων.

Το θέμα που θα ερευνηθεί στην παρούσα εργασία είναι η επίπτωση στα επιτοκιακά περιθώρια της συμμετοχής σε μία Νομισματική Ένωση. Για το σκοπό αυτό βασιζόμαστε στο άρθρο των De Grauwe and Ji, (2013), «Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test» το οποίο και επεκτείνουμε. Σαν χώρα αναφοράς θα χρησιμοποιηθεί η Ελλάδα σε σχέση με μια χώρα που ασκεί ανεξάρτητη Νομισματική Πολιτική συγκρινόμενη επίσης με τις χώρες του λεγόμενου Ευρωπαϊκού Κέντρου και δη τη Γερμανία, τα επιτόκια των ομολόγων της οποίας αποτελούν συχνά βάση για τη διαμόρφωση των περιθωρίων των υπόλοιπων χωρών-μελών της ΕΕ. Η χώρα η οποία επιλέξαμε για σύγκριση των επιτοκιακών περιθωρίων είναι η Ουγγαρία. Μια χώρα μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά εκτός Ευρωζώνης με δυνατότητα να ασκήσει ανεξάρτητη νομισματική πολιτική. Μια χώρα η οποία είχε την εμπειρία του ΔΝΤ όπως και η Ελλάδα σε ύστερη φάση.

Η διάρθρωση της εργασίας έχει ως εξής: στο πρώτο κεφάλαιο κάνουμε μια σύντομη παρουσίαση της κρίσης χρέους και της πορείας των επιτοκιακών περιθωρίων. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύουμε την Θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών και την Ευρωπαϊκή Εμπειρία. Στο τρίτο κεφάλαιο προχωράμε στη Συγκριτική Εμπειρική Διερεύνηση των spreads και των παραγόντων που τα επηρεάζουν επικεντρώνοντας στις οικονομίες της Ελλάδας και της Ουγγαρίας.

Κεφάλαιο 1

Η Χρηματοπιστωτική Κρίση και τα Επιτοκιακά Περιθώρια

1.1 Σκοπός της προτεινόμενης έρευνας

Ο σκοπός της παρούσης έρευνας είναι να αναδείξει την αποτελεσματικότητα των μέτρων που υιοθετήθηκαν για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους της Ευρωζώνης της περιόδου 2010 – 2018 με υποκείμενο της έρευνας την Ελληνική Οικονομία. Ο ρόλος των προσδοκιών κι ειδικά των αυτοεκπληρούμενων, στις ατελείς ΝΕ και στις χώρες με ανεξάρτητη νομισματική πολιτική είναι σημαντικός στόχος της ανάλυσης και των εκτιμήσεων μας. Οι αγορές φαίνεται να αποτιμούν με διαφορετικό τρόπο τα ίδια μεγέθη (λ.χ. το λόγο Δημοσίου Χρέους προς Α.Ε.Π.) στις δύο περιπτώσεις.

1.2 Σύντομη Τεκμηρίωση Σημαντικότητας

Η πολιτική διαχείρισης του Δημοσίου Χρέους μέσα από τα μνημόνια, που υπογράφηκαν, το πακέτο οικονομικών μέτρων που εφαρμόστηκε και τελικά ο αντίκτυπος στην οικονομία και την κοινωνία καθόρισε την προσωπική και οικονομική ζωή των Ελλήνων για μια ολόκληρη δεκαετία.

Το βασικό χαρακτηριστικό της πολιτικής που ακολουθήθηκε ήταν η περιστολή των δαπανών και επομένως της ζήτησης. Έγιναν μειώσεις στο εισόδημα των Ελλήνων είτε με τη μορφή άμεσων μειώσεων στους μισθούς είτε μέσα από την επιβολή φορολογίας (π.χ. ΕΝΦΙΑ). Η βασική δικαιολογία ήταν η αύξηση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας μέσα από την περιστολή του κόστους. Ταυτόχρονα έγιναν προσπάθειες για τη μείωση του ρόλου του κράτους στην οικονομία και την αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Η προσπάθεια που φαίνεται ότι τελεσφόρησε λιγότερο απ' όλες (τουλάχιστον στην υπό εξέταση περίοδο) ήταν η μείωση της γραφειοκρατίας, η ανάπτυξη των απαραίτητων υποδομών και η ενίσχυση της επιχειρηματικότητας μέσα σε ένα σύγχρονο τεχνολογικό περιβάλλον καινοτομίας.

Βλέπουμε δηλαδή ότι δόθηκε το κύριο βάρος στην καθαρά δημοσιονομική εξυγίανση και διαχείριση και πολύ λιγότερο στον αναπτυξιακό – επενδυτικό βραχίονα της οικονομίας. Το αποτέλεσμα ήταν η μείωση του Α.Ε.Π και του κατά κεφαλήν εισοδήματος, η αποεπένδυση, η ανεργία και τελικά η απώλεια σχεδόν μιας δεκαετίας ανάπτυξης σε σχέση με άλλες άμεσα ανταγωνιστικές προς την Ελλάδα οικονομίες.

Από τη διαχείριση της κρίσης χρέους μπορούν να αντληθούν χρήσιμα συμπεράσματα για το παρόν και το μέλλον της ΕΕ συνολικά και των Χ-Μ. της Ευρωζώνης ειδικότερα,

ιδιαίτερα στην παρούσα ασταθή εποχή – όπως προαναφέρθηκε – μετά το τέλος του κορωνοϊού και ενώ στα σύνορα της ενωμένης Ευρώπης εξελίσσεται ο πόλεμος Ρωσίας – Ουκρανίας, ο οποίος έχει πολύ σημαντικές οικονομικές και πολιτικές επιπτώσεις στην Ένωση.

1.3 Βασικές Υποθέσεις Εργασίας

Οι χώρες μέλη μιας νομισματικής ένωσης (λ.χ. Ευρωπαϊκή Ένωση) συχνά αντιμετωπίζουν διαφορετικούς οικονομικούς κύκλους, έχουν ιδιαιτερότητες στο οικονομικό περιβάλλον τους και διαφορές στην υιοθέτηση – απορρόφηση τεχνολογικών ή οικονομικών εξελίξεων. Αυτές οι ενδεικτικές διαφορές οδηγούν σε διαφορετικές ανάγκες οικονομικών πολιτικών για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα την περίοδο της οικονομικής κρίσης 2009 – 2011, αλλά στην περίπτωση της Ελλάδας και σχεδόν για όλη τη δεκαετία 2010 – 2020, εφάρμοσε περιοριστική Νομισματική Πολιτική.

Οι νομισματικά ανεξάρτητες χώρες, υπό τους προβλεπόμενους από την οικονομική θεωρία περιορισμούς, έχουν την ευχέρεια να χαράξουν την προτιμώμενη πολιτική και κυρίως έχουν την ευχέρεια η Κεντρική τους Τράπεζα να έχει το ρόλο Τελικού Δανειστή για τη χώρα κι όχι μόνο για τις τράπεζες.

Υποθέτουμε ότι ο λόγος Δημοσίου Χρέους προς Α.Ε.Π. εντός της Ευρωζώνης επηρέασε την πορεία των περιθωρίων δανεισμού, όπως θα δείξουμε παρακάτω, ενώ σε χώρες, που δεν συμμετέχουν στη Νομισματική Ένωση δεν φαίνεται να έχει επηρεάσει σημαντικά το αξιόχρεο ή αλλιώς οι αγορές δεν θεώρησαν ότι υπάρχει κίνδυνος στάσης πληρωμών.

Το μείγμα οικονομικής πολιτικής αποπληθωρισμού που χρησιμοποιήθηκε στην περίπτωση της Ελλάδας – ταυτόχρονη περιοριστική Νομισματική και Δημοσιονομική πολιτική – ουσιαστικά απέκλειε την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους με αναπτυξιακές προοπτικές.

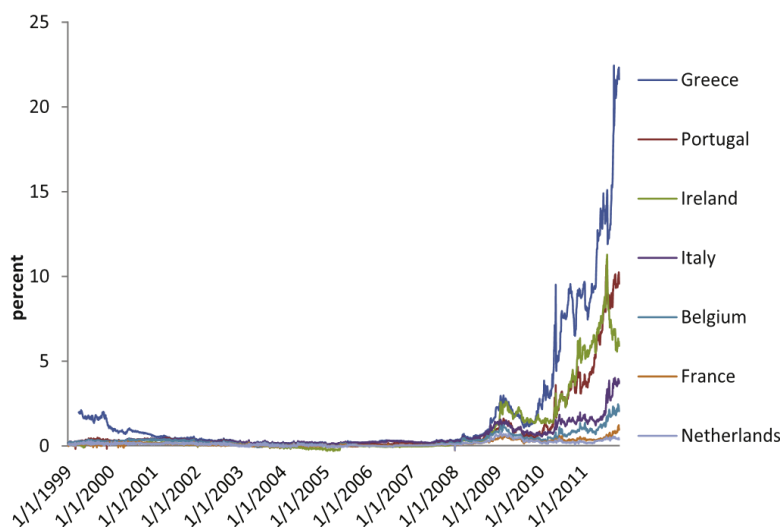
Υποθέτουμε επίσης ότι η Ευρωζώνη δεν είναι ΑΝΠ και θα προσπαθήσουμε να αναδείξουμε την ευπάθεια της.

Η κύρια υπόθεσή μας είναι ότι τα spreads Ελληνικών – Γερμανικών ομολόγων αναφοράς, δεν ερμηνεύονται μόνο από τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη, αλλά και από τον φόβο και πανικό των επενδυτών ή κερδοσκόπων (animal spirits), σε περιβάλλον ατελούς κι επομένως ευπαθούς ΝΕ.

Η χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε στον βιομηχανοποιημένο κόσμο το 2007 ανάγκασε τις κυβερνήσεις να σώσουν τα εγχώρια τραπεζικά τους συστήματα από την

κατάρρευση και να διατηρήσουν τις οικονομίες τους που γνώρισαν την πιο έντονη μεταπολεμική ύφεση. Ως αποτέλεσμα, αυτές οι κυβερνήσεις είδαν τα επίπεδα του χρέους τους να αυξάνονται δραματικά. (De Grauwe and Ji, σελ. 15-36, 2013).

Ενδιαφέρον επίσης παρουσιάζεται στο γεγονός ότι η αύξηση των δεικτών του χρέους προς το ΑΕΠ από το 2007 είναι σημαντικά ταχύτερη στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο από ό,τι στην Ευρωζώνη, τόσο που στο τέλος του 2011 οι ΗΠΑ ξεπέρασαν το χρέος της Ευρωζώνης προς το ΑΕΠ και το Ηνωμένο Βασίλειο ακολούθησε λίγο αργότερα. Ωστόσο, η Ευρωζώνη είναι αυτή που έχει βιώσει μια σοβαρή κρίση δημόσιου χρέους και όχι οι ΗΠΑ ούτε το Ηνωμένο Βασίλειο. Η σοβαρότητα της κρίσης δημόσιου χρέους στην Ευρωζώνη απεικονίζεται στο Διάγραμμα 1.1, το οποίο δείχνει τη θεαματική αύξηση των spreads μεγάλου αριθμού χωρών της Ευρωζώνης. Τα spreads ορίζονται ως οι διαφορές μεταξύ των επιτοκίων των 10ετών κρατικών ομολόγων κάθε χώρας και του γερμανικού κρατικού ομολόγου.



Πηγή: De Grauwe and Ji (2013)

Διάγραμμα 1.1

Επιτοκιακά Περιθώρια στην Ευρωζώνη (1999 – 2011)

Στο άρθρο των De Grauwe and Ji 2013, το οποίο έδωσε το έναυσμα για την παρούσα εργασία, αναπτύσσεται μια θεωρία για την ευθραυστότητα της Ευρωζώνης που εξηγεί γιατί οι χώρες που ανήκουν σε αυτή είναι πιο επιρρεπείς να βιώσουν μια κρίση δημόσιου χρέους από τις χώρες που δεν αποτελούν μέρος μιας νομισματικής ένωσης, ακόμη και όταν αυτές οι χώρες αντιμετωπίζουν χειρότερη δημοσιονομική κατάσταση.

1.4 Ανακεφαλαίωση

Όπως είδαμε παραπάνω το βασικό χαρακτηριστικό της πολιτικής που ακολουθήθηκε στην περίπτωση της Ελληνικής οικονομίας ήταν η περιστολή των δαπανών και επομένως της ζήτησης σε συνδυασμό με αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας και της μείωσης της

γραφειοκρατίας. Η τελευταία αυτή προσπάθεια φαίνεται ότι δεν έφερε τα αναμενόμενα αποτελέσματα οδηγώντας τη χώρα στην ύφεση μακριά από την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και της καινοτομίας.

Σε αυτό το πλαίσιο θα παρουσιάσουμε τις γενικές αρχές της θεωρίας των ΑΝΠ και θα εξετάσουμε τα χαρακτηριστικά της ΕΕ ως μιας Νομισματικής Ένωσης. Θεωρώντας την ΕΕ σαν ατελή ένωση τα προβλήματα των διαφορετικών οικονομικών κύκλων και των κερδοσκοπικών συμπεριφορών στις χρηματαγορές οδήγησαν τις χώρες της Ευρωπαϊκής περιφέρειας σε ύφεση και αδυναμία δανεισμού. Αντίθετα οι χώρες με ανεξάρτητη νομισματική πολιτική είχαν καλύτερη αντιμετώπιση όσον αφορά τα παραπάνω προβλήματα.

Ο σκοπός μας λοιπόν είναι να παράσχουμε μια περαιτέρω εμπειρική δοκιμή αυτής της θεωρίας. Στο 3^ο κεφάλαιο της εργασίας μέσα από τη στατιστική ανάλυση θα δείξουμε την πορεία των Ελληνικών spreads και θα επιχειρήσουμε σύγκριση με αυτά της Ουγγαρίας. Η περίοδος αναφοράς για την οποία συγκεντρώθηκαν στοιχεία από την βάση δεδομένων της REFINITIV / Eikon / datastream είναι τα έτη 2004 έως 2018 (για την Ουγγαρία τα διαθέσιμα στοιχεία ξεκινούν από το 2010). Η στατιστική επεξεργασία έγινε με το λογισμικό STATA. Θα πρέπει να τονιστεί εδώ ότι λόγω μικρής εμπειρίας του γράφοντος στη στατιστική ανάλυση, καθοριστική σε αυτό το κομμάτι ήταν η συμβολή του επιβλέποντος την εργασία καθηγητού κ. Σταματόπουλου.

Κεφάλαιο 2

Θεωρία Άριστων Νομισματικών Περιοχών και η Ευρωπαϊκή Εμπειρία

2.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο επιχειρούμε μια θεωρητική προσέγγιση σε σχέση με τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης σαν μια Νομισματική Ένωση. Παρουσιάζουμε τις βασικές αρχές λειτουργίας της με αναφορά στις βασικές συνθήκες που έθεσαν τα θεμέλια του ευρώ σαν ενιαίο νόμισμα. Επίσης αναφερόμαστε στο ρόλο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σαν ρυθμιστή της Νομισματικής πολιτικής της Ένωσης. Εξετάζουμε τα βασικά σημεία της θεωρίας των Άριστων Νομισματικών Περιοχών και προσπαθούμε να καθορίσουμε εάν αυτά πληρούνται στο πλαίσιο λειτουργίας της ΕΕ.

Βλέπουμε τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα από τη λειτουργία των ευρωπαϊκών θεσμών και πολιτικών. Ενδεικτικά πλεονεκτήματα μπορούν μεταξύ άλλων να θεωρηθούν η ύπαρξη ενιαίας αγοράς, η οποία ενθαρρύνει την εξειδίκευση και βελτίωση τεχνικών παραγωγής και ποιότητας, η σταθερότητα των τιμών μέσα από τις πολιτικές περιορισμού του πληθωρισμού και τέλος η μείωση του κόστους συναλλαγών και η συναλλαγματική σταθερότητα. Στον αντίποδα οι κυβερνήσεις εκχωρούν το συναλλαγματικό έλεγχο και τον πληθωρισμό σαν όπλα ανταγωνιστικότητας και αντιμετώπισης δημοσιονομικών δυσκολιών. Επίσης μειώνεται η ευελιξία ως προς την εφαρμογή αντικυκλικών πολιτικών, ιδιαίτερα μεταξύ χωρών με διαφορετική παραγωγική διάρθρωση.

Από την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, έχει δρομολογηθεί ένα σύνολο συστημάτων οικονομικής διακυβέρνησης, που αποσκοπεί στη σταθερότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΣΑ), το οποίο δίνει προτεραιότητα στον έλεγχο του πληθωρισμού έναντι της ανάπτυξης. Θα επιχειρήσουμε να δείξουμε ότι αυτή η πολιτική κατά την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης ήταν από τις αιτίες που συνετέλεσαν στη διεύρυνση των διαφορών και την ανάδειξη της ευθραυστότητας της ΕΕ, επιβεβαιώνοντας την υπόθεση ότι η ΕΕ δεν αποτελεί ΑΝΠ.

Στις τελευταίες δύο ενότητες του κεφαλαίου θα παρουσιάσουμε την Ελληνική και Ουγγρική οικονομία και ιδιαίτερα την πορεία και ιστορικότητα του χρέους, παράγοντα που όπως θα φανεί στο επόμενο κεφάλαιο επηρεάζει σημαντικά τα spreads των ομολόγων.

2.2 Η αλλαγή της Ευρώπης και η θεωρία των Αριστων Νομισματικών Περιοχών

Η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) είναι ένας διεθνής οργανισμός, μια οικονομική και πολιτική ένωση είκοσι επτά ευρωπαϊκών χωρών, με επίκεντρο την ευρώ-κεντρική οικονομική αναδιάρθρωση και τον τερματισμό των διακρατικών συγκρούσεων. Με την υπογραφή της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης τον Ιούνιο του 1987, τα 12 κράτη μέλη της ΕΟΚ αποφάσισαν να ολοκληρώσουν την εσωτερική τους αγορά έως τις 31 Δεκεμβρίου 1992. Το προηγούμενο έτος, τον Δεκέμβριο του 1991, αποφάσισαν στην ολλανδική πόλη του Μάαστριχτ, την νομισματική ένωση και την οικονομία της ενιαίας αγοράς, τη συνεργασία σε εσωτερικά και δικαστικά θέματα και μια πολιτική ασφάλειας μέσα από κοινή εξωτερική πολιτική, φέρνοντας έτσι τον μετασχηματισμό της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), συμπεριλαμβανομένης της Μεταρρυθμισμένης Ευρωπαϊκής Κοινότητας (Ε.Κ.). Το 1993, η Ένωση αριθμούσε 12 χώρες - μέλη.

Σήμερα, μια νέα οικονομική αλλά και πολιτική τάξη πραγμάτων επικρατεί στην ευρωπαϊκή ήπειρο, η οποία παίζει καταλυτικό ρόλο για την ίδρυση και την ανάπτυξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σημειωτέων, η Ευρωπαϊκή Ένωση των 27 μελών είναι μία από τις μεγαλύτερες οικονομικές και πολιτικές οντότητες στον κόσμο, με πληθυσμό άνω των 520 εκατομμυρίων κατοίκων ή περίπου το 7,3% του παγκόσμιου πληθυσμού.

Η Ευρώπη αλλάζει ραγδαία. Στα σχεδόν πενήντα χρόνια ύπαρξής της, η Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση (Ενιαία Αγορά - Ευρωπαϊκή Ένωση) έχει γίνει ένα εξαιρετικά περίπλοκο σύστημα που βασίζεται στις αρχές των δημοκρατικών θεσμών και της ελεύθερης συνεργασίας. Έχουν διαμορφωθεί κοινωνικοί κανόνες και κοινές αξίες. Από την 1η Ιανουαρίου 2002, 12 ευρωπαϊκές χώρες αντικατέστησαν τα εθνικά τους νομίσματα με το ευρώ και σύντομα πήραν σειρά και άλλες χώρες, οπότε σήμερα η ομάδα της ευρωζώνης έχει 19 χώρες. Συνεπώς, αναφορικά με το πεδίο της νομισματικής ανεξαρτησίας, όλες αυτές αποφάσισαν να εγκαταλείψουν την κυριαρχία τους, κρίνοντας ότι μπορούν να ωφεληθούν από την μετάβαση σε ένα κοινό νόμισμα και το περαιτέρω άνοιγμα των οικονομιών τους.

Σταθμοί στην ιστορία της ευρωζώνης περιλαμβάνουν την εισαγωγή ενός νέου κοινού νομίσματος, το οποίο υιοθέτησαν σταδιακά 19 χώρες, και την ίδρυση του θεσμικού οργάνου της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη διαχείριση του ευρώ, της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας**. Τον Ιούνιο του 1988, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επιβεβαίωσε τον στόχο της προοδευτικής εφαρμογής της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) και έδωσε εντολή στην Επιτροπή, υπό την προεδρία του τότε προέδρου της, Jacques Delors, να σχεδιάσει και να προτείνει μια μελέτη που θα οδηγούσε με συγκεκριμένα

βήματα προς την ένωση. Η Ελλάδα έγινε το 12ο μέλος της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης την 1η Ιανουαρίου 2001.

Μια ματιά στη συνολική λειτουργία της ΕΕ δείχνει ότι αν και η νομισματική πολιτική αποτελεί μια συγκεντρωτική άσκηση εξουσίας, για τη δημοσιονομική και φορολογική πολιτική υπερέχει τις περισσότερες φορές η εθνική διάσταση σχετικά με την κατανομή αρμοδιοτήτων μεταξύ ευρωπαϊκών και εθνικών αρχών (Τσούκαλης, 1998, σελ. 251 και 2004, σελ. 42). Συνεπώς, τα νομισματικά θέματα βρίσκονται και πάλι στο υψηλότερο επίπεδο της ευρωπαϊκής πολιτικής και η νομισματική ένωση είναι πλέον ταυτόσημη της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Οι διάφορες συζητήσεις έχουν να κάνουν κυρίως με το θεσμικό πλαίσιο της ΟΝΕ, αλλά γενικότερα τη διάρκεια και τη φύση της μεταβατικής περιόδου μέχρι το τελικό στάδιο.

Όλες οι χώρες μέλη της ΕΕ λαμβάνουν μέρος σε αυτό που ονομάζουμε ΟΝΕ και ενιαία αγορά. Διαμορφώνουν όλες τις οικονομικές πολιτικές για την υποστήριξη των στόχων της ΟΝΕ. Πολλές χώρες της ΕΕ έχουν γίνει πιο εξελιγμένες όσον αφορά την ολοκλήρωση και ως εκ τούτου έχουν υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα. Αυτές οι χώρες αποτελούν τη ζώνη του ευρώ και μαζί με αυτό εφαρμόζουν την πολιτική του ενιαίου νομίσματος που ακολουθεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Οι χώρες της ΕΕ που δεν αποτελούν μέρος της Ευρωζώνης διατηρούν τα νομίσματά τους και ακολουθούν τη δική τους νομισματική πολιτική. **Οι δύο βασικότεροι λόγοι για τους οποίους ορισμένα κράτη δεν υιοθετούν το ευρώ είναι:** είτε γιατί βασική προϋπόθεση, προκειμένου να μπουν στην ζώνη, είναι η τήρηση των κριτηρίων σύγκλισης είτε γιατί αποφάσισαν μέσω της «ρήτρας εξαίρεσης» της συνθήκης του Μάαστριχτ να μην λάβουν μέρος στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ, που αφορά την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος (Δανία, Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο έως την έξοδο του από την ΕΕ).

Όπως προαναφέρθηκε, η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.)** είναι ο φορέας που υπαγορεύει και εφαρμόζει την **οικονομική πολιτική** σε ολόκληρη την ευρωζώνη. Μέτοχοι αλλά και ιδιοκτήτες της Ε.Κ.Τ. είναι οι κεντρικές τράπεζες των 27 κρατών - μελών της ΕΕ. Διευθύνεται από ένα συμβούλιο έξι (6) τεχνοκρατών εκλεγμένων με επικεφαλής τον πρόεδρο, με τη συμμετοχή των προέδρων των κεντρικών τραπεζών - μελών της Ευρωζώνης. Βασικός στόχος της στρατηγικής της Ε.Κ.Τ. είναι η πολιτική της σταθερότητας των τιμών. Ο στόχος είναι να διατηρηθεί ο ετήσιος πληθωρισμός σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, κοντά στο 2% μεσοπρόθεσμα. Για να το πετύχει αυτό, η Ε.Κ.Τ. αξιολογεί τον κίνδυνο σταθερότητας των τιμών με βάση τους δύο πυλώνες της οικονομικής και νομισματικής ανάλυσης.

Ο πρώτος πυλώνας που εμπεριέχει την οικονομική ανάλυση, έχει ως στόχο την αξιολόγηση των παραγόντων που μεταβάλλουν τον πληθωρισμό, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μεσοπρόθεσμα. Υποστηρίζει ότι οι νόμοι της προσφοράς και της ζήτησης επηρεάζουν βραχυπρόθεσμα τις μεταβολές των τιμών σε αγαθά και υπηρεσίες.

Ο δεύτερος πυλώνας που συνδέεται με την νομισματική ανάλυση, επικεντρώνεται μέσο-μακροπρόθεσμα και συνδέει τη ρευστότητα και την προσφορά χρήματος με τα επίπεδα τιμών. Τα στοιχεία για τους δύο πυλώνες αξιολογούνται και διασταυρώνονται από το διοικητικό συμβούλιο της Ε.Κ.Τ. ώστε να επιτευχθεί ο βασικός στόχος της σταθερότητας των τιμών.

Σε αυτό το σημείο, κρίνεται σκόπιμο να γίνει αναφορά στη θεωρία της Άριστης Νομισματικής Περιοχής (ΑΝΠ) σύμφωνα με την οποία μια ομάδα κρατών, εσκεμμένα παραμερίζουν το εθνικό νόμισμα τους ώστε να ενταχθούν σε ένα ενιαίο, όπως για παράδειγμα το Δολάριο/Η.Π.Α. και το Ευρώ/ΕΕ. Σε αυτή τη θεωρία, μέσω του συνόλου των πολιτικών και οικονομικών κριτηρίων που τίθενται, αναγνωρίζεται ότι οι πιθανές συνέπειες της εγκατάλειψης του μέσου συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν επηρεάζουν εξ' ίσου όλα τα μέλη της νομισματικής ένωσης. Έτσι λοιπόν, με τον όρο Άριστες Νομισματικές Περιοχές εννοούμε τις χώρες που οι οικονομίες τους συνδέονται στενά μέσω του εμπορίου υπηρεσιών και αγαθών, καθώς και της κινητικότητας των παραγωγικών συντελεστών. Πρωτοπόρος της παραπάνω θεωρίας υπήρξε ο Robert A. Mundell, ένας από τους πρώτους οικονομολόγους που αντιτάχθηκαν στα «εθνικά νομισματικά συστήματα που συνδέονται με τις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες» (Mundell, 1961, σελ. 657). Κατά τη δημιουργία μίας νομισματικής περιοχής και προκειμένου αυτή να θεωρηθεί άριστη είναι βασικό να πληρούνται κάποια απαραίτητα κριτήρια, ώστε να αποφευχθούν αρνητικές επιπτώσεις τόσο για κάποιο ή κάποια από τα κράτη – μέλη όσο και συνολικά για την ένωση.

Τα βασικά αυτά κριτήρια είναι τα εξής (Krugman, Obstfeld, Melitz, 2016) :

- Πλήρης κινητικότητα αγαθών και υπηρεσιών αλλά και εργασίας και κεφαλαίων.
- Κοινή νομισματική πολιτική, η οποία εξασφαλίζει το χαμηλό ρυθμό πληθωρισμού και τη σταθερότητα.
- Ύπαρξη ομοιομορφίας των παραγωγικών δομών ώστε σε ενδεχόμενο κρίσης να μην είναι μεγάλες οι συνέπειες στην οικονομία μιας χώρας – μέλους και ελάχιστες οι συνέπειες για τα υπόλοιπα.
- Ύπαρξη ενός ενιαίου δημοσιονομικού συστήματος, το οποίο να αναδιανέμει τους πόρους προς τα κράτη – μέλη που αντιμετωπίζουν δημοσιονομικά προβλήματα.

Στην επόμενη υποενότητα, θα αναλύσουμε τα οφέλη καθώς και τις προκλήσεις που έχει να αντιμετωπίσει οποιαδήποτε χώρα συμμετέχει στην ενιαία νομισματική ένωση και θα δούμε σε ποια πεδία επαληθεύονται περισσότερο όσα προαναφέραμε και σε ποια λιγότερο.

2.3 Οφέλη και προκλήσεις συμμετοχής στην οικονομική και νομισματική ένωση

Το ευρώ συστήθηκε στον κόσμο τον Ιανουάριο του 1999 ως βασική και αναγκαία προϋπόθεση στη διαδικασία ενοποίησης των πολιτών και των κρατών της Ευρωπαϊκής ηπείρου. Οι εκφραστές **των πλεονεκτημάτων** αυτής της οικονομικής και πολιτικής συνεργασίας πίστευαν ότι η καθιέρωση ενός ενιαίου νομίσματος θα παίξει σημαντικό ρόλο στη δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς, όπου θα μπορούν να μετακινούνται ελεύθερα το κεφάλαιο, τα εμπορεύματα, το εργατικό δυναμικό και οι υπηρεσίες.

Η ικανότητα του οικονομικού συστήματος να χρησιμοποιεί την εξειδίκευση και την ανταλλαγή, καθορίζει την αποτελεσματικότητα της κατανομής των πόρων. Οι άνθρωποι μέσα από την επέκταση της ειρηνικής συνεργασίας αλλά και του καταμερισμού της εργασίας τους, βελτιώνουν το βιοτικό τους επίπεδο. Παρόλα αυτά, η εξειδίκευση επιτυγχάνεται μέσα από την επέκταση των αγορών, που σημαίνει ότι πρέπει να ξεπεραστούν τα εμπόδια στην ελεύθερη κυκλοφορία των εμπορευμάτων, του εργατικού δυναμικού αλλά και του κεφαλαίου.

Το ευρώ, λόγω της ευρείας αποδοχής του στον ευρωπαϊκό χώρο, βοήθησε στην μείωση του κόστους των συναλλαγών που προκύπτουν από τις ανταλλαγές υπηρεσιών και αγαθών, δίνοντας έτσι την δυνατότητα της ελεύθερης και εύκολης διακίνησης των εμπορευμάτων, της εργασίας και του κεφαλαίου, ανάμεσα στα κράτη μέλη της ΕΕ. Η ανάπτυξη του εμπορίου οφείλεται κατά κύριο λόγο στη χρήση του ενιαίου νομίσματος, η οποία αξιοποιήθηκε μέσα από τις διάφορες οικονομικές δραστηριότητες των επιχειρήσεων και των ιδιωτών των κρατών μελών, με αποτέλεσμα να αποκτήσουν συγκριτικά πλεονεκτήματα.

Ένα ακόμα πλεονέκτημα του ενιαίου νομίσματος, ήταν η μείωση των κινδύνων της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στο προηγούμενο σύστημα που ίσχυε με τις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι συνεχόμενες αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον, δυσκόλευαν το εμπόριο στις εισαγωγές και τις εξαγωγές. Για παράδειγμα, μία υποτίμηση 2% ενός νομίσματος μπορεί να φέρει σε δυσχαιρή θέση μια επιχείρηση που βασίζεται στο εξωτερικό εμπόριο και λειτουργεί με ένα περιθώριο κέρδους της τάξεως του 5%. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι εφικτό να μειωθεί και με άλλα χρηματοοικονομικά

εργαλεία, χωρίς όμως να αποφεύγεται το υψηλό κόστος των συναλλαγών που οδηγούν σε λιγότερα οφέλη στις οικονομικές συναλλαγές.

Ένα ακόμα θετικό του ευρώ, ήταν η εξάλειψη των συναλλαγματικών διαφορών, ως παράγοντας κόστους της επιχείρησης. Στο ενδεχόμενο που δεν υπήρχε ενιαίο νόμισμα, μια επιχείρηση από την Ελλάδα που εξάγει στην Γερμανία, θα λάμβανε μάρκα και θα πλήρωνε μισθούς σε δραχμές. Αυτό το γεγονός, οδηγεί τις επιχειρήσεις να μπαίνουν σε αγοραπωλησίες ξένων νομισμάτων. Μια ακόμα δυσάρεστη συνέπεια για την επιχείρηση, είναι ότι εξ' αιτίας της παρεμβολής του τραπεζικού συστήματος δημιουργείται διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς και τιμής πώλησης συναλλάγματος. Τα νομίσματα αγοράζονται σε χαμηλή τιμή από τις τράπεζες και πωλούνται σε υψηλότερη. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις που ασχολούνται με διεθνές εμπόριο και κατά συνέπεια συνάλλαγμα, να χάνουν από τις τράπεζες λόγω του περιθωρίου κέρδους τους, μέσω της διαδικασίας αγοραπωλησιών ξένων νομισμάτων.

Μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, δύσκολα χρησιμοποιείται ως μέσο εθνικής νομισματικής πολιτικής, προκειμένου να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα των εθνικών οικονομιών, μέσω των υποτιμήσεων του εθνικού νομίσματος. Στην περίπτωση του κυμαινόμενου συστήματος, η εκάστοτε κυβέρνηση χρησιμοποιεί σκόπιμα την υποτίμηση ως εργαλείο τόνωσης των εξαγωγών, έστω και βραχυπρόθεσμα. Αυτή η κίνηση, ωστόσο, έχει περιορισμένα αποτελέσματα, αφού ευνοεί μόνο τους εξαγωγείς και δυσχεραίνει τη θέση των εισαγωγέων αλλά και των καταναλωτών, λόγω της εγχώριας αύξησης των τιμών στα αγαθά. Σε ένα σύστημα το οποίο διέπεται από σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, η εξωτερική ανταγωνιστικότητα αγαθών και υπηρεσιών δεν είναι πλασματική και δεν δημιουργείται από τεχνητές υποτιμήσεις. Με αυτόν τον τρόπο, εξασφαλίζεται η ανταγωνιστικότητα στο διεθνές εμπόριο μέσω πραγματικών μεταρρυθμίσεων και όχι μέσω χειραγώγησης του εθνικού νομίσματος ώστε να ωφεληθούν μικρές ομάδες.

Με το ευρώ, κάθε κυβέρνηση των κρατών μελών της ευρωζώνης περιορίζεται πολύ στο να χρησιμοποιεί τον πληθωρισμό ως μια μέθοδο χρηματοδότησης του ελλείματος του προϋπολογισμού. Το μόνο που μπορούν να κάνουν είναι να ελέγχουν το ύψος των δημοσίων δαπανών, χωρίς αυτό να σημαίνει συνεχή αύξηση των φόρων. Συνεπώς, αυτοί οι περιορισμοί στις εξουσίες των κυβερνήσεων έχουν τον ρόλο της δικλείδας ασφαλείας, για τις οικονομίες ειδικά των νότιων χωρών της ΕΕ, όπως η Ελλάδα, οι οποίες πάντα είχαν πρόβλημα να πειθαρχήσουν δημοσιονομικά, κάτι που είναι απαραίτητο για την αρμονική λειτουργία της ευρωζώνης.

Κλείνοντας αναφορικά με τα οφέλη του ευρώ, να σημειώσουμε πως τα κριτήρια σύγκλισης που καθορίστηκαν για όλες τις χώρες της ευρωζώνης, είχαν ως στόχο να

εισάγουν μια ισχυρή πειθαρχία, κυρίως για τις χώρες που καθυστερούσαν να επιλύσουν ουσιαστικά τα δημοσιονομικά τους προβλήματα, μέσω της τεχνικής της εκτύπωσης εθνικού νομίσματος.

Κρίνοντας από τα οικονομικά γεγονότα της υπό εξέταση περιόδου, αποκαλύφθηκε και η άλλη όψη του ενιαίου νομίσματος, η οποία μπορεί να αποτελεί πρόκληση για την συμμετοχή αρκετών χωρών στη ζώνη του ευρώ.

Ο περιορισμός στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής ενός κυρίαρχου κράτους, προκαλεί αρκετές δυσκολίες στο εσωτερικό του, καθώς του αφαιρούνται χρήσιμα εργαλεία διόρθωσης των προβλημάτων της οικονομίας του.

Η δημοσιονομική πολιτική είναι εργαλείο για την αποφυγή της ύφεσης, τον περιορισμό του πληθωρισμού και τη βελτίωση της εθνικής οικονομίας μέσω παραγωγικών επενδύσεων. Επίσης, επιτυγχάνει στόχους που έχουν σχέση με την κοινωνική πολιτική, την περιφερειακή ανάπτυξη, τη δημιουργία των υποδομών και την εκβιομηχάνιση. Όπως γίνεται αντιληπτό λοιπόν, σε ένα καθεστώς ενιαίας νομισματικής πολιτικής και πιθανόν και δημοσιονομικής, δεν μπορεί να υπάρχει η επιθυμητή ευελιξία.

Πιο συγκεκριμένα, το Σύμφωνο Σταθερότητας, που εισήχθη το 1997 εν' όψει των διαδικασιών για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος, επιφέρει σημαντικούς περιορισμούς. Για έναν ισοσκελισμένο προϋπολογισμό, σε περίπτωση που υπάρξουν αυξήσεις δαπανών, απαιτούνται και αντίστοιχες αυξήσεις των εσόδων. Αυτό σημαίνει είτε αύξηση των φόρων είτε ανακατανομή των κονδυλίων. Επιπροσθέτως, μια μείωση της εξωτερικής ζήτησης για τις υπηρεσίες και τα προϊόντα σε ένα κράτος δεν μπορεί πλέον να διορθωθεί με το εργαλείο της υποτίμησης του εθνικού νομίσματος. Ακόμη, μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, που εφαρμόζεται προκειμένου να τονωθεί η εσωτερική ζήτηση, είναι επίσης αδύνατη. Σε μια τέτοια υπόθεση συνεπώς, το Σύμφωνο Σταθερότητας θα παραβιαζόταν λόγω αύξησης δημοσιονομικού ελλείματος (Κώντσας Σ., 2008).

2.4 Οικονομική διακυβέρνηση στην Ε.Ε: πριν το ξέσπασμα της κρίσης

Οικονομική Διακυβέρνηση, βάσει ορισμού Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, ορίζεται ένα σύστημα που αποτελείται από θεσμικά όργανα και συμπληρώνεται από διαδικασίες, θεσμοθετημένες από την ΕΕ, που έχουν ως στόχο τον οικονομικό συντονισμό των κρατών μελών της. Αυτός ο συντονισμός παίζει σημαντικό ρόλο στην κοινωνική και οικονομική πρόοδο της ΕΕ αλλά και των πολιτών της. Η κρίση του 2008, η οποία έπληξε τον δημοσιονομικό, χρηματοπιστωτικό και οικονομικό χώρο, έφερε στο προσκήνιο την ανάγκη ενός αποτελεσματικότερου συστήματος οικονομικής διακυβέρνησης από εκείνο

που εφαρμοζόταν μέχρι τότε. Απαραίτητα στάδια που θα βοηθήσουν περαιτέρω είναι τόσο ο συντονισμός αλλά και η εποπτεία των δημοσιονομικών και μακροοικονομικών πολιτικών, όσο και η δημιουργία ενός αυστηρού πλαισίου αντιμετώπισης και αποτροπής μελλοντικών τραπεζικών κρίσεων.

Από την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, έχει δρομολογηθεί ένα σύνολο συστημάτων οικονομικής διακυβέρνησης, που αποσκοπεί στη σταθερότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ιδίως της ζώνης του ευρώ, στη διατήρηση και ενίσχυση της αξιοπιστίας του ενιαίου νομίσματος και στην προώθηση της ανάπτυξης της ευρωπαϊκής αγοράς και οικονομίας. Ο ακρογωνιαίος λίθος αυτής της διακυβέρνησης είναι το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, που εφαρμόστηκε με τη Συνθήκη του Άμστερνταμ το 1997 και ενσωματώνει ουσιαστικά τα κριτήρια του Μάαστριχτ για να διασφαλίσει ότι τα κράτη μέλη που υιοθετούν ένα κοινό νόμισμα οφείλουν να είναι οικονομικά υγιή και δεν θα θέσουν σε κίνδυνο την ΟΝΕ. Τα πρότυπα αυτά αφορούν στη διατήρηση των ελλειμμάτων κάτω από το 3% του ΑΕΠ της χώρας και του χρέους κάτω από το 60% του ΑΕΠ (Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, 2017).

Όπως γίνεται αντιληπτό, ο κύριος σκοπός ήταν να αποτραπεί το υπερβολικό χρέος στα κράτη μέλη και μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική από μέρους τους που θα έθετε σε κίνδυνο την αντιπληθωριστική πολιτική της ΕΚΤ. Ταυτόχρονα, ο πληθωρισμός πρέπει να παραμείνει εντός μιας απόκλισης της τάξεως του 1,5% από το μέσο ποσοστό πληθωρισμού των τριών κρατών μελών με τις καλύτερες επιδόσεις. Αξιοσημείωτο είναι να αναφερθεί πως ήταν αρκετές οι φωνές οι οποίες υποστήριζαν πως η ΕΚΤ άργησε να ανταποκριθεί ασκώντας ποσοτική χαλάρωση στην κρίση του 2008, μένοντας πιστή στο πλάνο της έντονης αντιπληθωριστικής πολιτικής από τα χρόνια της δημιουργίας της. Αυτό φυσικά δεν αναιρεί το γεγονός ότι οι ασυμμετρίες μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης, ήρθαν να επιβαρύνουν περαιτέρω την καθυστέρηση αυτή, με αποτέλεσμα να δυσχεραίνει το έργο της ΕΚΤ ώστε να βρει την κατάλληλη νομισματική πολιτική για όλα τα κράτη μέλη της. Αυτό που ίσχυε με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) είναι ότι, παρόλο που η εποπτεία ήταν αυστηρότερη στις χώρες του κοινού νομίσματος λόγω της αλληλεξάρτησης μεταξύ τους, δέσμευε και τις χώρες που θα προσχωρούσαν σε μετέπειτα χρόνο στο ενιαίο νόμισμα. Όταν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έβλεπε σημαντικές παρεκκλίσεις στις υποχρεώσεις αναφορικά με το χρέος και το έλλειμμα των χωρών, τότε είχε κάθε δικαίωμα να προβεί σε συστάσεις προς την χώρα αυτή. Στη συνέχεια, η συγκεκριμένη χώρα υποχρεούταν να παρουσιάσει ένα μεταρρυθμιστικό πλάνο για την εξομάλυνση της κατάστασης, μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Σε περίπτωση που η χώρα δεν συμμορφωνόταν στις οδηγίες της

Επιτροπής, τότε ξεκινούσε η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, σύμφωνα με την οποία η χώρα επιτηρείται από τα αρμόδια θεσμικά όργανα και είναι υποχρεωμένη να θέσει σε εφαρμογή τα μέτρα τα οποία θα βοηθήσουν στη διόρθωση του δημοσίου χρέους και / ή του υψηλού ελλείμματος (Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους, 2014). Οι χώρες μέλη της ζώνης του Ευρώ είναι υποχρεωμένες κάθε χρόνο, να καταθέτουν ένα πρόγραμμα σταθερότητας και ανάπτυξης σε βάθος τριετίας, όπως και οι χώρες που βρίσκονται εκτός Ευρωζώνης ένα αντίστοιχο πρόγραμμα ανάπτυξης και σύγκλισης. Οι χώρες εκτός της Ευρωζώνης εξέτασαν εξ αρχής τη συμμόρφωση με τα παραπάνω δεδομένα, όχι μόνο επειδή πρέπει να πληρούν τα κριτήρια της Συνθήκης της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΕΕ) προκειμένου να ενταχθούν πλήρως στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση (με εξαίρεση την Ιρλανδία που εμπίπτει στη ρήτρα εξαίρεσης), αλλά και επειδή μέσω της κοινής αγοράς, δημιουργούνται οικονομικές διαταραχές από μια χώρα σε όλες τις υπόλοιπες. Παρόλα αυτά, οι κανόνες εξ αρχής αφορούσαν στην επιβολή οικονομικών κυρώσεων στις χώρες μέλη που βρίσκονται εντός της Ευρωζώνης (Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, 2017).

2.5 Ανεπάρκειες του συστήματος οικονομικής διακυβέρνησης: η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση

Από τις αρχές του 2005, το ΣΣΑ λειτούργησε αναποτελεσματικά κάτι που οδήγησε την Γερμανία και την Γαλλία στην επιτακτική αναθεώρηση του ώστε να μην τεθούν σε Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ) (Wolf, 2012). Αυτή η εξέλιξη οδήγησε αρκετές χώρες, μετά το 2008, να επικαλεστούν τις λεγόμενες ρήτρες εξαίρεσης από τη δημοσιονομική πειθαρχία, γεγονός που επηρέασε αρνητικά τους δημοσιονομικούς δείκτες και εμβάθυνε την κρίση. Ως επί το πλείστον, τα κράτη μέλη κατάφεραν να διατηρήσουν την αναλογία του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ σε σταθερό επίπεδο, αλλά δεν πέτυχαν την επιθυμητή μείωση αυτού του λόγου (είτε μειώνοντας το τεράστιο μέγεθος του χρέους είτε μέσω της οικονομικής ανάπτυξης). Ωστόσο, η δυνατότητα επιβολής μέτρων κυρώσεων δεν εφαρμόστηκε (Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους, 2014).

Με την έναρξη της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, η ευρωπαϊκή οικονομία φαίνεται εντελώς απροετοίμαστη να αντιμετωπίσει τις αναταράξεις που θα προκαλέσει, ειδικά σε ένα ευάλωτο κράτος μέλος όπως η Ελλάδα με υπερβολικό χρέος και διαρθρωτικά προβλήματα όπως η χαμηλή ανταγωνιστικότητα. Από αυτό το σημείο και μετά, έγινε σαφές ότι χρειαζόταν καλύτερος οικονομικός συντονισμός και αυστηρότερος έλεγχος και πειθαρχία. Ο κύριος λόγος που το ΣΣΑ απέτυχε αναφορικά με τους στόχους του, ήταν ότι τα κράτη μέλη παρέμεναν κυρίαρχα στην εφαρμογή των δημοσιονομικών

τους πολιτικών και αποδεικνύεται ότι, όταν το επέτρεπαν οι συνθήκες, δεν ακολουθούσαν τους κανόνες που θέτει το ΣΣΑ. Αυτή η στάση ενισχύθηκε και από την έλλειψη ενεργοποίησης του προγραμματισμένου συστήματος κυρώσεων, το οποίο τελικά κατέστη αναξιόπιστο.

Η κρίση ήταν ήδη αισθητή στα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ το 2009, όχι όμως μόνο σε αυτά, αλλά στην ουσία ως το αποκορύφωμα άλλων επιμέρους κρίσεων μικρότερης έντασης, όπως τραπεζικές, χρηματοπιστωτικές και κρίσεις χρέους. Η συνεχόμενη καταστρατήγηση του ΣΣΑ αλλά και οι οικονομικές αποκλίσεις των κρατών μελών όλα αυτά τα χρόνια, ήταν επόμενο να έχουν συνέπειες στο ζήτημα της αναστροφής του οικονομικού κύκλου. Τα δεδομένα αυτά τα οποία αγνοήθηκαν εντελώς από εκείνους που διαχειρίζονταν την οικονομική πολιτική, οδήγησαν το ΣΣΑ σε ένα τέλμα, από το 2005. Σε περιβάλλον νομισματικής ένωσης, οι οικονομικές δραστηριότητες των κρατών μελών πρέπει να είναι ευέλικτες ώστε να προσαρμόζονται ανά πάσα στιγμή σε μεταβολές της οικονομίας. Στην ΕΕ δεν συνέβη ποτέ αυτό, λόγω των μεγάλων αποκλίσεων που όχι μόνο δεν διορθώνονταν ανάμεσα στα κράτη μέλη αλλά αυξάνονταν. Οι δείκτες οι οποίοι απέκλιναν ήταν ο πληθωρισμός, οι μισθοί, η ανεργία, η παραγωγικότητα και όπως γίνεται αντιληπτό σε μια φάση αντιστροφής του οικονομικού κύκλου, θα ήταν εξαιρετικά δύσκολη η άσκηση μιας ενιαίας και αποτελεσματικής πολιτικής από μέρους της ΕΚΤ. Εξαιτίας των αποκλίσεων αυτών, σε καταστάσεις κρίσεων, τα κράτη ήταν αναμενόμενο πως θα αναζητούσαν διαφορετικές πολιτικές νομισματικής πολιτικής, όπως για παράδειγμα περιοριστική - αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική ή τονωτική επεκτατική πολιτική για ενίσχυση της ανάπτυξης κτλ.

Η Lehman Brothers και άλλες τράπεζες αντιμετώπισαν σοβαρά προβλήματα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ το 2007, επειδή είχαν αναλάβει πολλά στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου. Οι χρεοκοπίες που σημειώθηκαν στην οικονομία των ΗΠΑ δεν μπορούσαν να μην επηρεάσουν τις ευρωπαϊκές οικονομίες με καθυστέρηση περίπου ενός έτους. Οι τράπεζες σε όλο τον κόσμο έπρεπε να σταματήσουν να δανείζουν η μία την άλλη και το τραπεζικό σύστημα στο σύνολό του επιβραδύνθηκε, μόλις χτύπησε η οικονομική κρίση. Οι ευρωπαϊκές χώρες, τόσο εντός όσο και εκτός της Ευρωζώνης, ανέλαβαν γρήγορα μέτρα για να στηρίζουν τις τράπεζές τους παρέχοντας εγγυήσεις και άμεσες ενέσεις κεφαλαίου, προκειμένου να τις αποτρέψουν από την κατάρρευση και την πτώση πολλών μακροοικονομικών μεγεθών.

Ορισμένες από τις χώρες της ΕΕ δεν κατάφεραν να ανταποκριθούν στο ΣΣΑ, και αύξησαν τα ελλείμματά τους λόγω της οικονομικής περιστασης. Επίσης, η αύξηση του δημοσίου χρέους και η στήριξη των τραπεζών με χρήμα, εκτροχίασε τα δημοσιονομικά

μεγέθη της χώρας. Το 2009, παρά τις επιμέρους προσπάθειες κάθε κράτους μέλους, η ευρωπαϊκή οικονομία πέρασε σε βαθιά ύφεση. Στη συνέχεια, οι χώρες της ΕΕ προσπάθησαν να θεσπίσουν επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές που θα βελτιώναν την οικονομία. Ωστόσο, δεν μπόρεσαν όλες οι χώρες να συνεχίσουν αυτές τις πολιτικές για μεγάλο χρονικό διάστημα. Πολλές από αυτές είχαν μεγάλη πιθανότητα αθέτησης του χρέους τους (όπως η Ελλάδα και η Πορτογαλία) και το δημόσιο χρέος τους θεωρήθηκε μη βιώσιμο.

Οι χώρες που έχουν χάσει την εμπιστοσύνη των διεθνών αγορών και των οποίων το χρέος δεν θεωρείται πλέον διαχειρίσιμο, συχνά πρέπει να πληρώνουν υψηλότερα επιτόκια στα δάνειά τους (De Grauwe, 2011). Αυτό καθιστά αδύνατο για τη χώρα να βρει αγοραστές για τα ομόλογά της, με αποτέλεσμα να φύγουν από την αγορά. Το ίδιο συνέβη σε ορισμένες χώρες της ΕΕ, όπου τα επιτόκια για τις αγορές κρατικών ομολόγων ήταν τόσο υψηλά που οι χώρες δεν μπορούσαν να δανειστούν από τη χρηματοπιστωτική αγορά. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σημειώνει ότι η κρίση ρευστότητας και αξιοπιστίας επηρέασε όλη την Ευρώπη, όχι μόνο τις χώρες που βιώνουν την κρίση. Πολλές τράπεζες της Ευρωζώνης κατείχαν ομόλογα των χωρών με τη χαμηλότερη οικονομική ευημερία, γεγονός που προκάλεσε ερωτηματικά για το μέλλον της Ευρωζώνης και ολόκληρης της ΕΕ (European Commission, 2017).

Σε αυτό το σημείο να πούμε πως, παρά την κρίση που χτύπησε την Ευρωζώνη λόγω της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης που συνέβη σε παγκόσμιο επίπεδο, τα κράτη μέλη φέρουν και εκείνα ένα σημαντικό μερίδιο ευθύνης όπως και το σύστημα οικονομικής διακυβέρνησης, καθώς η κρίση αυτή εξελίχθηκε και σε άλλα είδη και έγινε μόνιμη κατάσταση, ειδικότερα λόγω των σοβαρών δυσλειτουργιών του εν λόγω συστήματος (Wolf, 2012).

2.6 Προβλήματα και δυσλειτουργίες της ευρωπαϊκής οικονομικής διακυβέρνησης

Κατά την ανάλυση της κρίσης που αντιμετώπισε η ΕΕ, η Ευρωζώνη και ορισμένες χώρες μέλη, είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι η Ευρωζώνη μπορεί να μην ήταν μια Άριστη Νομισματική Περιοχή (ΑΝΠ) εξ αρχής, με βάση τα κριτήρια που αναφέραμε σε προηγούμενη ενότητα.

Πολλά στοιχεία εξέλιπαν και εξακολουθούν να εκλείπουν για να θεωρηθεί ο ευρωπαϊκός νομισματικός χώρος, μια ΑΝΠ, όπως είναι τα χαμηλά επίπεδα που αφορούν την κινητικότητα της εργασίας και την ευελιξία των μισθών, παρά το γεγονός πως αρχικά θεωρήθηκε ότι υπάρχει ένας σημαντικός βαθμός ενοποίησης.

Όπως σημείωσε και ο Schelkle (2012), το λάθος που έκανε η ΕΕ στην στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της, ήταν ότι στόχευε αποκλειστικά στη διατήρηση του χαμηλού πληθωρισμού έως το 2% ενώ ταυτόχρονα η μείωση της ανεργίας και η οικονομική μεγέθυνση περνούσαν σε δεύτερη μοίρα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να καθυστερήσει σημαντικά να αντιδράσει με μια ποσοτική χαλάρωση στην κρίση, χρησιμοποιώντας εργαλεία αντικυκλικής πολιτικής. Σε αυτήν την πορεία της ΕΚΤ έπαιξε σημαντικό ρόλο η πολιτική της Γερμανίας, η οποία είχε ως βασικό μέλημα της την σταθερότητα των τιμών (Παπαστάμκος και Κότιος, 2011).

Ταυτόχρονα τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης, λόγω των δημοσιονομικών περιορισμών, δεν μπορούσαν να ασκήσουν μακροοικονομικές αντικυκλικές πολιτικές. Από αυτό συνάγεται ότι τα κράτη, σε περιόδους ύφεσης, δεν μπορούν να υποστηρίξουν τις οικονομίες τους κατά το δοκούν.

Όταν μια χώρα βρίσκεται σε περίοδο κρίσης ή εάν τα εξωτερικά χρέη καταρρέουν, η κυβέρνηση πρέπει να εφαρμόσει αντιδημοφιλείς πολιτικές που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις κοινωνικές πτυχές της χώρας. Αυτές οι πολιτικές μπορούν να προκαλέσουν μεγάλη δημόσια δυσαρέσκεια και εάν οι πολίτες είναι σε θέση να συντονιστούν και να προκαλέσουν έντονες αντιδράσεις, μπορούν να καταστήσουν τις πολιτικές αναποτελεσματικές, καθώς δεν επιθυμούν να επηρεαστούν από το επιπλέον βάρος.

Δεν υπάρχει ομοσπονδιακό σύστημα στην ΕΕ, επομένως δεν υπάρχει ενιαία δημοσιονομική πολιτική για όλα τα μέλη. Οι χώρες της ΕΕ έχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ τους, γεγονός που καθιστά πολύ δύσκολη την εκτέλεση ενός ομοσπονδιακού προϋπολογισμού. Ακόμα κι αν ήταν επιθυμητό, ο προϋπολογισμός για την ΕΕ είναι αρκετά μικρός και δεν θα μπορούσε να κρατήσει έναν αντικυκλικό σχεδιασμό.

Πριν από την κρίση, υπήρχε ένα λάθος στη νομισματική πολιτική και στο σύστημα οικονομικής διακυβέρνησης που είχε σημαντικές επιπτώσεις τα επόμενα χρόνια. Ο λόγος είναι ότι δεν υπήρχε πραγματική οικονομική ένωση όπως πρότεινε η ΟΝΕ, αλλά τα κράτη εξακολουθούσαν να έχουν τις δικές τους εθνικές πολιτικές για το εισόδημα, την κοινωνική πολιτική και τη δημοσιονομική διακυβέρνηση. Αν και τα πεδία αυτά ήταν εντός των δυνατοτήτων των κρατών μελών, δεν υπήρχε πραγματική οικονομική ένωση.

Οι Παπαστάμκος και Κότιος (2011) αναφέρουν ότι η μεταβίβαση κυριαρχίας στον νομισματικό τομέα δεν συνέβη παράλληλα με ίσες κινήσεις στον οικονομικό τομέα. Σύμφωνα με τον Eichengreen (2009), ο οποίος χαρακτηριστικά τονίζει πως οι σχεδιαστές της ευρωπαϊκής οικονομικής διακυβέρνησης ήταν αφελείς στην υπόθεση ότι τέτοιοι κανόνες συντονισμού θα τηρούνταν και εκτός ευνοϊκών οικονομικών περιόδων,

ειδικότερα πριν από την κρίση, όπου πίστευαν ότι ο χαμηλός πληθωρισμός και οι δημοσιονομικοί περιορισμοί που επέβαλε το ΣΣΑ θα ήταν αρκετοί για να αποτρέψουν οικονομικούς τριγμούς στην Ευρώπη.

Ωστόσο, αφενός, αυτές οι χώρες δεν ακολουθούν τους κανόνες του ΣΣΑ για πολλά χρόνια, και αφετέρου, η κρίση του 2008 ήρθε από έξω και όχι από την ΕΕ, οπότε είναι απλώς η ασυμμετρία μεταξύ των χωρών που έκανε την κατάσταση πιο δύσκολη. Τότε έγινε σαφές ότι το σύστημα οικονομικής διακυβέρνησης δεν παρείχε μηχανισμό αντιμετώπισης κρίσεων. Αυτό μπορεί να έγινε συνειδητά για να στείλει στους επενδυτές το μήνυμα ότι μια κρίση στην ευρωπαϊκή περιοχή είναι απίθανη.

Επιπλέον, η σημασία των μεταφορών εισοδήματος από τις πιο ευνοημένες χώρες της ζώνης του ευρώ στις λιγότερο ευνοημένες, αγνοείται εντελώς. Οι χώρες με αδύναμες οικονομίες και μεγάλα ελλείμματα ισοζυγίου πληρωμών θεωρείται ότι πρέπει να φέρουν το πλήρες βάρος των διορθωτικών μέτρων χωρίς τη βοήθεια της διεθνούς αγοράς για οικονομική υποστήριξη (Wolf, 2012). Η ευρωζώνη δεν είναι μια δημοσιονομική ένωση, ούτε έχει μηχανισμό μεταφοράς εσόδων, γιατί δεν υπάρχει πρόθεση να γίνει κάτι τέτοιο.

Τα ατοπήματα στον σχεδιασμό της οικονομικής διακυβέρνησης πριν από την κρίση δεν σταμάτησαν εκεί. Με την παραίτηση από τη νομισματική και συναλλαγματική κυριαρχία, τα κράτη μέλη της ευρωζώνης χάνουν τη δυνατότητα να αναζητήσουν ρευστότητα από τις κεντρικές τους τράπεζες, χωρίς το σύστημα να παρέχει σε αντάλλαγμα κάποιου είδους «δανειστή έσχατης ανάγκης». Δηλαδή, τα κράτη μέλη εξαρτώνται πλήρως από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, οπότε αν σταματήσουν να δανειζούν, το κράτος έχει μόνο ως λύση τον εξωτερικό δανεισμό ή τη χρεοκοπία (De Grauwe, 2011). Η ΕΚΤ δεν επιτρέπεται να χορηγεί απευθείας δάνεια σε χώρες μέλη και η νομισματική της πολιτική επηρεάζεται σαφώς από τον αντιπληθωριστικό στόχο της, αλλά και από τις κρατικές ασυμμετρίες, που την καθιστούν αργή στην ανταπόκριση σε περιόδους οικονομικής κρίσης, σαν του 2008.

2.7 Ελλάδα: Η πορεία του χρέους εντός και εκτός Ευρωζώνης

Σε αυτή την υποενότητα, εξετάζουμε την πορεία του δημόσιου χρέους της Ελλάδας για να κατανοήσουμε τη μετάβασή του από τη δραχμή στο ενιαίο νόμισμα και όχι μόνο.

Πρώτον, αξίζει να σημειωθεί ότι το δημόσιο χρέος το 1974 ήταν 115 δισ. δραχμές ή 22% του ΑΕΠ. Μετά το τέλος των επτά ετών δικτατορίας, η επόμενη κυβέρνηση επιδίωξε να ανοικοδομήσει τη χώρα έπειτα από μια περίοδο επίμονης έντασης. Η ανοικοδόμηση αφορά σχεδόν εξ ολοκλήρου επενδύσεις, την εκτέλεση μεγάλων έργων υποδομής όπως του Μόρνου, των εθνικών οδών, σημαντικών έργων υποδομής στην Αττική,

αποχετεύσεις, κεντρικούς δρόμους, αποκατάσταση ζημιών από τους σεισμούς του 1978 και του 1981 κλπ. Μέχρι το 1981 και την κατάρρευση της μεταπολιτευτικής κυβέρνησης, ο δανεισμός προς την Ελλάδα ήταν ελάχιστος και το τελικό εξωτερικό δημόσιο χρέος ήταν μόλις 672 δισ. δραχμές, ή 29,7% του ΑΕΠ (Στρατόπουλος, 2016).

Η ελληνική κυβέρνηση 1981-1989 ώθησε τη χώρα στον δρόμο του δανεισμού με σκοπό την τόνωση της εσωτερικής κατανάλωσης. Η νέα κυβέρνηση ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 1981 και αύξησε το χρέος της Ελλάδας στο 65,7% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος της μέχρι το 1990, ήτοι στα 9.200 δισεκατομμύρια δραχμές και το 1990 έφθασε στα 11.000 δισεκατομμύρια δραχμές, δηλαδή 80,7% του ΑΕΠ (Δηλανάς, 2015). Ο λόγος για την τρέχουσα κρίση χρέους είναι ότι η ελληνική οικονομία βγήκε από την αποσταθεροποίηση λόγω της σύγκλισης της ΕΟΚ. Η σταθεροποίηση της Ελληνικής Οικονομίας θα μείωνε το δημόσιο χρέος και θα βοηθούσε στο να ενταχθεί η χώρα στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), κάτι το οποίο όπως αντιλαμβάνεται κάποιος, έπαιξε σημαντικό ρόλο στη σημερινή κρίση χρέους (Στρατόπουλος, 2016).

Η τρίτη περίοδος διακυβέρνησης της Ελλάδας, ξεκίνησε το 1990 και τελείωσε το 1993. Κατά τη διάρκεια αυτής της τρίτης περιόδου, η Ελλάδα πήρε νέα δάνεια για να αποπληρώσει προηγούμενα δάνεια. Η συνεχής ροή κεφαλαίων από το εξωτερικό, αύξησε σημαντικά το δημόσιο χρέος. Την εποχή εκείνη, το δημόσιο χρέος ήταν 23.440 δις δραχμές ή 68,8 δισεκατομμύρια ευρώ, λαμβάνοντας υπόψιν μας την τότε συναλλαγματική ισοτιμία (Α. Ξένος, 2017). Η τέταρτη κυβερνητική περίοδος ξεκίνησε το 1993 έως το 2004, στην οποία το δημόσιο χρέος σχεδόν τριπλασιάστηκε. Αυξήθηκε από 68,8 δις. ευρώ σε 170,1 δις. ευρώ. Αυτή η αύξηση του χρέους οφείλεται στην ανατροφοδότησή του. Με άλλα λόγια, καταβλήθηκαν νέα δάνεια στην κυβέρνηση για την αποπληρωμή παλαιότερων δανείων.

Η ελληνική κρίση χρέους ήταν εμφανής από την αρχή της μεταπολιτευτικής εποχής (Στρατόπουλος, 2016). Η κυβέρνηση του 2004, παρέλαβε τη χώρα με δημόσιο χρέος 170 δις. Επιπλέον, οι Ολυμπιακοί Αγώνες που χρειάζονταν οικονομική κάλυψη, καθώς και ο εκσυγχρονισμός των αμυντικών συστημάτων, οδήγησαν σε μια υπερδιόγκωση του χρέους στα 270 δις ευρώ. Σε αυτό το σημείο, να τονίσουμε πως η Ελλάδα παραβίασε τα κριτήρια του 3% για έλλειμμα από το 2001 έως το 2005, τα οποία περιέχονται στο Σύμφωνο Σταθερότητας, τα οποία κρίνονταν απαραίτητα για την διασφάλιση της ομαλής ένταξης στην ευρωζώνη των κρατών μελών της ΟΝΕ (Στρατόπουλος, 2016).

Κλείνοντας την ιστορική αναδρομή της αστάθειας του δημόσιου χρέους της Ελλάδας, η οποία αποτυπώνεται και στο παρακάτω Διάγραμμα 2.1, αξίζει να αναφερθεί ότι ακόμη και μετά το κραχ του 2008, το χρέος συνέχισε να έχει ανοδική πορεία. Συγκεκριμένα, το

χρέος έφτασε τα 315 δισ. ευρώ το 2010 και τον Μάιο του ίδιου έτους, η Ελλάδα έλαβε 110 δισ. ευρώ επίσημη βοήθεια, εκ των οποίων τα 30 δισ ήταν από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και τα υπόλοιπα 80 δισ από τις ευρωπαϊκές χώρες υπογράφοντας το πρώτο σχέδιο οικονομικής προσαρμογής ή αλλιώς, Μνημόνιο (Δηλανάς, 2015).



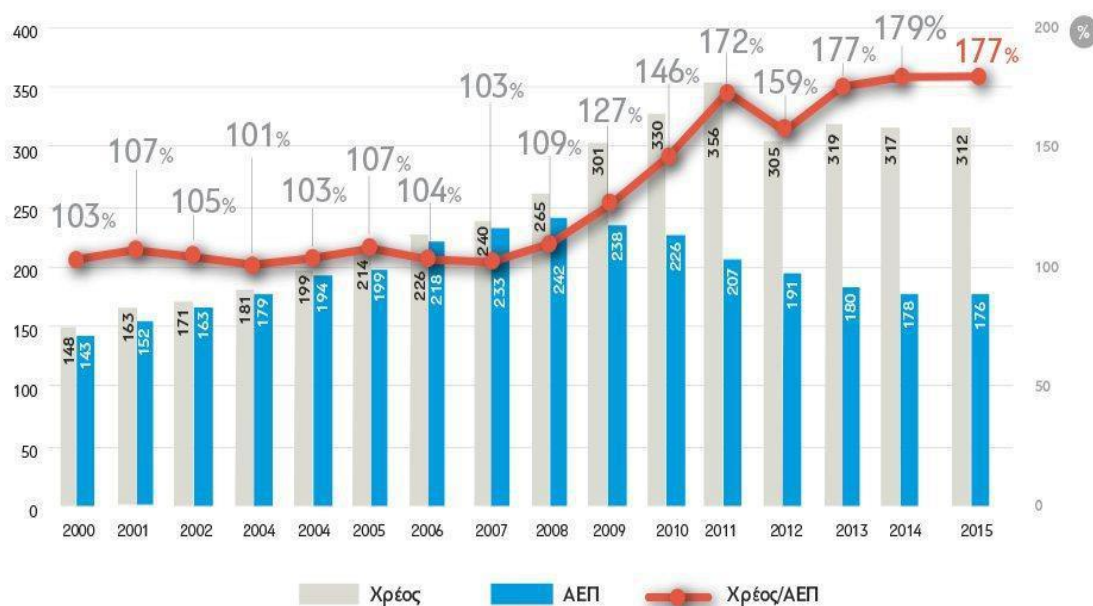
Πηγή: Τσιπλάκος Αριστείδης (2010)

Διάγραμμα 2.1

Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως % του ΑΕΠ

Η αποτυχία της ελληνικής οικονομίας να ανακάμψει και να μειώσει το χρέος αποδίδεται συχνά στην είσοδο της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ το 2001. Φυσικά, αυτή η άποψη έρχεται σε αντίθεση με το γεγονός ότι προέκυψαν οι συνέπειες της εισαγωγής του ευρώ μετά το 2008. Συνεπώς, είναι σωστό να χωρίσουμε το 2001-2015 σε δύο υποπεριόδους, δηλαδή 2001-2007 και 2008-2015. Όπως δείχνει το Διάγραμμα 2.2, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ παρέμεινε περίπου σταθερός μεταξύ 2001 και 2007. Την περίοδο αυτή η Ελλάδα αναπτυσσόταν με γοργούς και δυνατούς ρυθμούς, με αποτέλεσμα η αύξηση του ΑΕΠ να εξισορροπεί την αύξηση του χρέους εντός των προβλεπόμενων μεγεθών ή περίπου στο 100% του ΑΕΠ. Παρόλα αυτά, αυτή η περίοδος που θα μπορούσε εύκολα να χαρακτηριστεί και ως χάριτος για την ελληνική οικονομία, φαίνεται να έχει τελειώσει το 2007. Η αυγή του 2008 είδε το χρέος να συνεχίζει να αυξάνεται σημαντικά, ενώ το ΑΕΠ άρχισε να μειώνεται. Όπως απεικονίζεται λοιπόν και στο Διάγραμμα 2.2, από το 2009 και έπειτα το μέγεθος του προβλήματος φαίνεται να διπλασιάζεται. Πιο

συγκεκριμένα, μια μικρότερη οικονομία έρχεται να επιβαρυνθεί με ένα αρκετά μεγαλύτερο χρέος (Στρατόπουλος, 2016).



Πηγή: Γιώργος Στρατόπουλος (2016)

Διάγραμμα 2.2

Χρέος και ΑΕΠ μετά την εισαγωγή στο Ευρώ

Από τη σύστασή του το 1824, το ελληνικό κράτος πάλευε πάντα να διατηρήσει την οικονομική ανεξαρτησία του. Φαίνεται μάλιστα ότι έχει δανειστεί συνεχώς κεφάλαια για να ξεπληρωθούν παλαιότερα χρέη. Αυτό δημιούργησε έναν φαύλο κύκλο υπερδανεισμού που οδήγησε σε αύξηση του δημόσιου χρέους μόλις η Ελλάδα εντάχθηκε στην Ευρωζώνη. Όπως φαίνεται παραπάνω, στο Διάγραμμα 2.2, αυτό το ποσοστό δημόσιου χρέους αυξήθηκε στο 179% το 2014. Αυτό προκλήθηκε από το αυξημένο κόστος ζωής, την εξάλειψη ανταγωνισμού σε εισαγωγές και εξαγωγές, καθώς και το τέλος της διαδικασίας παραγωγής.

2.8 Ουγγαρία: η πορεία του χρέους της πριν και μετά την οικονομική κρίση

Κατά τη διάρκεια της μετάβασής τους προς τις «οικονομίες των αγορών», χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, όπως η Ουγγαρία, αντιμετώπισαν σημαντικές προκλήσεις όσον αφορά τη μείωση των δαπανών τους, ενώ προσπαθούσαν να ευθυγραμμιστούν με τη Δύση. Αυτό οφειλόταν στο γεγονός ότι προσπαθούσαν να το πετύχουν, ενώ ταυτόχρονα περιόριζαν τις συνήθειες τους (Orenstein, σελ. 374 – 400,

2013). Πριν από την κρίση, τόσο οι καπιταλιστικές όσο και οι κομμουνιστικές κυβερνήσεις ενθάρρυναν την κατανάλωση ακόμα και με δανεισμό. Αυτό δημιούργησε δημοσιονομικά ελλείμματα άνω του 10% τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης. Επιπλέον, υπήρξαν οικονομικά κίνητρα για την αύξηση των μισθών και την προσφορά επιδοτήσεων στεγαστικών δανείων. Αυτά τα κίνητρα οφείλονταν σε έναν συνδυασμό επιθυμιών να επιτευχθούν τα δυτικά πρότυπα διαβίωσης και στο γεγονός ότι τα περισσότερα στεγαστικά δάνεια (το 85% το 2007), ήταν εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα (Myant, Drahoakupil, & Lesay 2013, Orenstein, σελ. 383 – 410, 2013).

Η Ουγγαρία εντάχθηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση το 2004, αν και πληρούσε μόνο ένα από τα κριτήρια του Μάαστριχτ. Το δημόσιο χρέος της ήταν 57,6%, που ήταν λίγο κάτω από το αποδεκτό όριο στο 60% (Dandashly & Verdun, 2009). Η Ουγγαρία ήταν επίσης μεταξύ της ομάδας των χωρών που εκδήλωσαν ενδιαφέρον για ένταξη στην Ευρωζώνη το συντομότερο δυνατό, το 2006, αλλά στη συνέχεια αυτή η ημερομηνία μετατέθηκε αργότερα το 2008 (Dean, σελ. 759 – 767, 2004), χωρίς όμως τελικά να προχωρήσει η ένταξη.

Μια μελέτη των Dandashly και Verdun το 2009 έδειξε ότι η Ουγγαρία θα μπορούσε να ωφεληθεί πολύ από την υιοθέτηση του ευρώ στη μακροοικονομική της θέση. Ωστόσο, η κυβέρνησή της δεν εφάρμοσε τις απαραίτητες πολιτικές για την υιοθέτησή του. Οι κυβερνώντες αν και υποσχέθηκαν πολιτικές παροχών, εφάρμοσαν μέτρα λιτότητας που βοήθησαν στη μείωση του δημόσιου χρέους και στη διακοπή της ανάπτυξής του το 2007. Ωστόσο, αυτά τα μέτρα προκάλεσαν και οικονομική στασιμότητα.

Η κρίση αποδυνάμωσε το φιορίνι, μειώνοντας σταδιακά την ικανότητα των κατόχων στεγαστικών δανείων και άλλων να αποπληρώνουν δάνεια σε ξένα νομίσματα. Για να ανακόψει την πτώση του φιορινιού, η κυβέρνηση δέχθηκε δάνεια 20 δισεκατομμυρίων ευρώ από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Παγκόσμια Τράπεζα και την Ευρωπαϊκή Ένωση και δεσμεύτηκε να διπλασιάσει τη λιτότητα με περικοπές μισθών και συντάξεων καθώς και την κατάργηση του 13^{ου} μισθού των δημοσίων υπαλλήλων, μεταξύ άλλων μέτρων (Cordero, σελ. 1 – 30, 2009).

Το οικονομικό και εμπορικό άνοιγμα της Ουγγαρίας φαίνεται να την καθιστά ευάλωτη στην εξάπλωση της κρίσης (Connolly, σελ. 35-67, 2012). Επιπλέον, οι προ-κυκλικές πολιτικές λιτότητας που εισήγαγαν το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Ευρωπαϊκή Ένωση όχι μόνο απέτυχαν να βελτιώσουν τις βραχυπρόθεσμες οικονομικές συνθήκες, αλλά επιδείνωσαν επίσης το πολιτικό κλίμα στη χώρα, όπου η αυξανόμενη ανεργία και ο πληθωρισμός έχουν καταστήσει την κατάσταση χειρότερη για τους πολίτες της χώρας.

Η ουγγρική οικονομία έχει υποστεί πολλά προβλήματα από το 2006. Επηρεάστηκε ιδιαίτερα από την παγκόσμια κρίση του 2008, όταν το φιορίνι υποτιμήθηκε έναντι του ευρώ (Sobják, 2013). Περαιτέρω ζητήματα προκλήθηκαν από κερδοσκοπικές πιέσεις στο φιορίνι το 2008. Σε απάντηση, η Magyar Nemzeti Bank αύξησε τα επιτόκια και παρενέβη στην αγορά συναλλάγματος (Walter, 2016). Παρά τις προσπάθειες αυτές, το φιορίνι συνέχισε να υποτιμάται, υποχωρώντας κατά 10% έναντι του ευρώ μόλις σταμάτησε η πιστωτική επέκταση. Τον Οκτώβριο του 2008, η Ουγγαρία δέχθηκε βοήθεια από πολλούς οργανισμούς, συμπεριλαμβανομένων του ΔΝΤ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Walter, 2016). Η Ουγγαρία συνήψε συμφωνία για ανταλλαγή κεφαλαίων, δημοσιονομική εξυγίανση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, αυτή η συμφωνία προκάλεσε σημαντικό πόνο στη χώρα. Το ποσοστό ανεργίας της αυξήθηκε, οι μισθοί μειώθηκαν και το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά 7% το 2009 (Walter, 2016). Έκτοτε, η Ουγγαρία ήταν σε υπερβολικό έλλειμμα σύμφωνα με το ΣΣΑ, από το 2004 έως το 2013, και το δημόσιο χρέος είχε ξεπεράσει το 80% του ΑΕΠ από το 2009 (Karo et al., 2017).

Η δεύτερη οικονομική κρίση του έθνους ξεκίνησε με την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας και από τους τρεις βασικούς οίκους αξιολόγησης. Αυτό συνέβη λόγω εξωτερικών αιτιών που σχετίζονται με τον πανικό που προήλθε από την ελληνική περίπτωση, καθώς και εσωτερικών αιτιών που σχετίζονται με σύγκρουση μεταξύ Κεντρικής Τράπεζας MNB και Κυβέρνησης (Sobják, 2013). Η τεχνοκρατική κυβέρνηση εφάρμοσε μέτρα λιτότητας και αυστηρές περικοπές δαπανών και επέβαλε τα μέτρα που ζητούσαν το ΔΝΤ και η ΕΕ ως όρο δανείου (Johnson and Barnes, σελ. 535 - 569, 2015). Όταν ο Βίκτορ Όρμπαν ανήλθε στην εξουσία, ακολούθησε μια πολιτική οικονομικού εθνικισμού. Πρόθεσή του ήταν να αναβάλει επ' αόριστον την ένταξη της Ουγγαρίας στην Ευρωζώνη, παρά τη δέσμευση να ενταχθεί σε αυτήν κατά την ένταξη στην ΕΕ το 2004 (Sinico, 2012).

Ήθελε να ενισχύσει τη νομισματική κυριαρχία της Ουγγαρίας και να δώσει προνομιακή μεταχείριση σε ορισμένες εθνικές οντότητες. Για να το πετύχει αυτό, εφάρμοσε μια πολιτική που μείωσε την επιρροή των ξένων τραπεζών και των νομισμάτων στην Ουγγαρία. Αυτό το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα θα αύξανε τον πολιτικό έλεγχο στη νομισματική πολιτική μειώνοντας την εξουσία της Κεντρικής Τράπεζας. Επιπλέον, σκόπευε να μετατοπίσει την οικονομική ευθύνη από υπερεθνικούς φορείς όπως το ΔΝΤ και η ΕΕ σε τοπικές εμπορικές τράπεζες, ελεγχόμενες από την MNB. Αυτή η πολιτική είχε σκοπό να δώσει στην Ουγγαρία μεγαλύτερη οικονομική ανεξαρτησία (Johnson and Barnes, σελ. 535 – 569, 2015).

Η εμπειρία της Ουγγαρίας έδωσε δύο ανεπιθύμητα μαθήματα για την ΕΕ (Johnson and Barnes, σελ. 535 – 569, 2015).

- Το πρώτο είναι ότι τα όργανα των Βρυξελλών δεν μπορούν να επιβάλουν αποτελεσματικά κυρώσεις σε κράτη μη μέλη της Ευρωζώνης που δεν τηρούν βασικές πολιτικές και οικονομικές προϋποθέσεις.
- Το δεύτερο είναι ότι το καθεστώς της Ουγγαρίας ως μη μέλους της Ευρωζώνης παρείχε στη χώρα σχετική οικονομική αυτονομία ώστε να εφαρμόσει πολιτικές οικονομικού εθνικισμού.

Το παράδειγμα της Ουγγαρίας στην εποχή μετά την κρίση έρχεται σε πλήρη αντίθεση με εκείνη που εφαρμόστηκε σε περιφερειακά κράτη της Ευρωζώνης όπως εκείνο της Ελλάδας, όπου δεν μπόρεσαν να χρησιμοποιήσουν τη νομισματική πολιτική για να προσαρμοστούν στις συνθήκες κρίσης και υπέφεραν από την εφαρμογή ενός επίπονου εξωτερικά επιβαλλόμενου προγράμματος λιτότητας. Αυτό δείχνει την ευπάθεια της δομής της ζώνης του ευρώ, καθώς και τη μεγάλη εσωτερική της αδυναμία και επιβεβαιώνει τις αποφάσεις άλλων χωρών εκτός ζώνης, όπως εκείνη της Ουγγαρίας, να αναβάλλουν σημαντικά την ένταξη τους (Johnson and Barnes, σελ. 535 – 569, 2015).

2.9 Ανακεφαλαίωση

Στις ενότητες που προηγήθηκαν παρουσιάστηκε η λειτουργία της ΕΕ σαν μια ένωση κρατών, τα οποία εκχώρησαν την κυριαρχία βασικών μακροοικονομικών εργαλείων στον κεντρικό γραφειοκρατικό οργανισμό που τα ίδια δημιούργησαν τις προηγούμενες δεκαετίες, προκειμένου να ωφεληθούν από συγκεκριμένα πλεονεκτήματα όπως αυτό της ενιαίας αγοράς και της σταθερότητας των τιμών.

Η πορεία των ετών έδειξε ότι ενώ το εγχείρημα ξεκίνησε μέσα σε γενική αισιοδοξία και φάνηκε ότι με συγκεκριμένες αμοιβαίες υποχωρήσεις θα μπορούσε να είναι επωφελές για όλους τελικά αυτό υπήρξε προβληματικό στην αντιμετώπιση της πρώτης σοβαρής κρίσης.

Φάνηκε ότι έχουν δημιουργηθεί οικονομίες τουλάχιστον δύο ταχυτήτων εάν όχι τριών. Τα πλεονεκτήματα που ευαγγελίζονταν στην έναρξη της προσπάθειας δεν ήταν τόσο ισχυρά ώστε να αντισταθμίσουν τα προβλήματα που προήλθαν από τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2009. Τελικά δείξαμε ότι η ΕΕ δεν αποτελεί μια ΑΝΠ. Οι αιτίες σίγουρα εδράζονται στο γεγονός ότι δεν πληρούνται όλα τα κριτήρια που έχουν τεθεί ώστε μια νομισματική ένωση να αποτελεί ΑΝΠ. Σίγουρα τα κράτη της περιφέρειας, όπως η Ελλάδα, ένιωσαν τις επιπτώσεις της ασυμμετρίας και πλήρωσαν ίσως δυσανάλογο τίμημα.

Φάνηκε από την αρχή ότι το βάρος είχε δοθεί στη συγκράτηση του πληθωρισμού και όχι στον άξονα της ανάπτυξης. Δεν έχει προβλεφθεί ένα ομοσπονδιακό σύστημα μεταφοράς πόρων, το οποίο αφ' ενός θα επιτρέψει την αποφυγή φαινομένων βαθιάς ύφεσης για οικονομίες με δομικά προβλήματα και αφ' ετέρου θα εμβαθύνει την ολοκλήρωση. Από την άλλη πλευρά οι οικονομίες της ΕΕ, οι οποίες δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ φαίνεται να μπορούν να είναι πιο ευέλικτες, να εκμεταλλεύονται καλύτερα τα πλεονεκτήματα της κοινής αγοράς και τελικά να μπορούν να αγνοούν «άβολους» κανόνες καθώς όπως προαναφέρθηκε τα όργανα των Βρυξελλών δεν μπορούν να επιβάλουν αποτελεσματικά κυρώσεις σε κράτη μη μέλη της Ευρωζώνης.

Στο επόμενο κεφάλαιο εξετάζουμε συγκριτικά τους προσδιοριστικούς παράγοντες των ανοιγμάτων (spreads) στις αποδόσεις Ελληνικών και Ουγγρικών δεκαετών κρατικών ομολόγων από τα αντίστοιχα της Γερμανίας. Στόχος είναι να συγκρίνουμε την ενδεχόμενη διαφορετική συμπεριφορά των αγορών απέναντι σε μια χώρα μέλος της Ευρωζώνης και σε μια αυτόνομη (standalone country) οικονομία μέλος της ΕΕ αλλά με δικό της νόμισμα, ο έλεγχος του οποίου απομακρύνει τους επίδοξους κερδοσκόπους.

Κεφάλαιο 3

Συγκριτική Εμπειρική Διερεύνηση: Ελλάδα-Ουγγαρία

3.1 Εισαγωγή

Στο τρέχον κεφάλαιο δοκιμάζουμε τις βασικές υποθέσεις εργασίας μας σε δύο βασικές ενότητες. Στην πρώτη ενότητα βασιζόμενοι στο άρθρο των De Grauwe and Ji (2013) βλέπουμε την κίνηση των spread στις χώρες της ευρωζώνης και σε ανεξάρτητες χώρες ώστε να εκτιμήσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν αυτή την κίνηση σε κάθε περίπτωση. Βασικοί συντελεστές ως προς την κίνηση των επιτοκιακών περιθωρίων φαίνεται να είναι τόσο ένα σύνολο μακροοικονομικών μεγεθών όσο και οι προσδοκίες της αγοράς για κάθε οικονομία. Δύο βασικοί παράγοντες είναι ο κίνδυνος χρεοκοπίας και ο συναλλαγματικός κίνδυνος.

Στη δεύτερη ενότητα με τη βοήθεια στατιστικής ανάλυσης χρονοσειρών συγκρίνουμε την κίνηση των επιτοκίων δύο χωρών μελών της Ευρωζώνης (Ελλάδα και Ουγγαρία) σε σχέση με το επιτόκιο αναφοράς (Γερμανία). Οι βασικοί καθοριστικοί παράγοντες φαίνεται να είναι ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ καθώς και ο λόγος του ακαθάριστου ισοζυγίου πληρωμών ή αλλιώς Δημοσιονομικός χώρος.

3.2 Τα επιτοκιακά περιθώρια στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Σύγκριση με Ανεξάρτητες Οικονομίες.

Με δεδομένη την *ετερογένεια* των οικονομιών που αποτελούν μια νομισματική ένωση και δη την Ευρωπαϊκή Ένωση μπορούμε εύκολα να αντιληφθούμε ότι ο αντίκτυπος μιας κρίσης θα είναι διαφορετικός για κάθε οικονομία. Επομένως, οι κρίσεις ρευστότητας σε μια νομισματική ένωση καθιστούν δυνατή την εμφάνιση πολλαπλών ισορροπιών. Οι χώρες που δεν έχουν την εμπιστοσύνη των αγορών αναγκάζονται σε μια *ανεπιθύμητη ισορροπία* που χαρακτηρίζεται από υψηλά επιτόκια και την ανάγκη επιβολής ισχυρών προγραμμάτων δημοσιονομικής λιτότητας που τελικά τις ωθούν σε βαθιά ύφεση. Αντίθετα, οι χώρες που απολαμβάνουν της εμπιστοσύνης των «χρηματοοικονομικών αγορών» (στο εξής, αγορών) γίνονται αποδέκτες εισροών ρευστότητας που μειώνουν το επιτόκιο και τονώνουν την οικονομία. Ωθούνται δηλαδή σε μια καλή ισορροπία (De Grauwe and Ji, 2013).

Όταν συμβαίνουν τέτοιες κινήσεις δυσπιστίας προς τις αδύναμες οικονομίες, τα spreads είναι πιθανό να αυξηθούν σημαντικά χωρίς μεγάλη μεταβολή των υποκείμενων θεμελιωδών μεγεθών που επηρεάζουν τη φερεγγυότητα της χώρας. Πιο συγκεκριμένα,

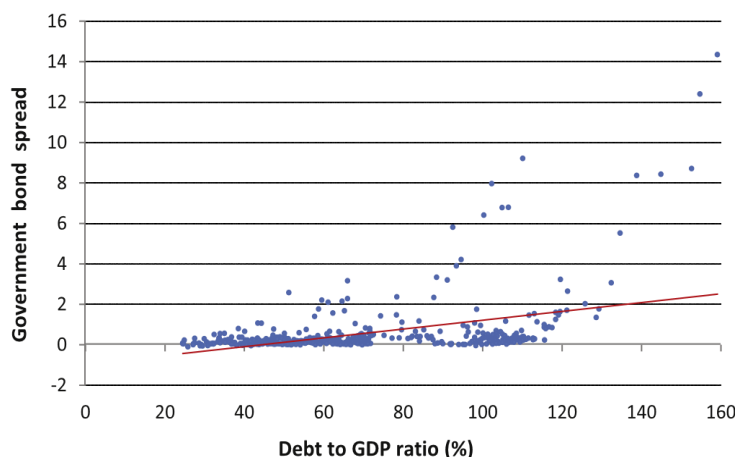
όταν οι προσδοκίες της αγοράς στρέφονται εναντίον μιας χώρας, τα spreads είναι πιθανό να παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις σε μικρές χρονικές περιόδους (συνήθως ανοδικές τάσεις).

Παρακάτω θα δείξουμε, περιγραφικά και οικονομετρικά, τους προσδιοριστικούς παράγοντες των spreads των αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων Ελλάδας και Ουγγαρίας, έναντι της Γερμανίας (στο εξής spreads), για την περίοδο 1995Q1-2021Q4. Το άρθρο στο οποίο βασιστήκαμε για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας παρουσιάζει ένα μοντέλο που εξηγεί τα spreads από ορισμένες θεμελιώδεις μεταβλητές. Σε ένα δεύτερο στάδιο οι δομικές ρήξεις στο μοντέλο καθορίζονται, έτσι ώστε να ελεγχθεί κατά πόσο η επεξηγηματική δύναμη του μοντέλου είναι έγκυρη. Τελικά, εισάγεται χρονικός παράγοντας στο μοντέλο (ψευδομεταβλητή γραμμικής χρονικής τάσης). Αυτό επιτρέπει τον εντοπισμό περιόδων αλλαγής τάσης κατά τις οποίες τα *συναισθήματα της αγοράς* απομακρύνουν τα spreads από τα υποκείμενα θεμελιώδη μεγέθη.

Προκειμένου ένα τέτοιο τεστ να είναι πειστικό, στην εργασία των De Grauwe and Ji συνεκτιμήθηκε μια ομάδα χωρών που δεν ανήκουν σε μια νομισματική ένωση. Για αυτές τις μεμονωμένες χώρες αναλύθηκε εάν παρατηρούνται παρόμοιες κινήσεις των spreads μακριά από τα υποκείμενα θεμελιώδη μεγέθη τους. Η θεωρία προβλέπει ότι τα χαρακτηριστικά κρίσης που παρουσιάζουμε δεν θα πρέπει να συμβαίνουν σε χώρες που έχουν τον πλήρη έλεγχο του νομίσματος στο οποίο εκδίδουν το χρέος τους.

Πριν από τη διεξαγωγή μιας αυστηρής οικονομετρικής ανάλυσης που εξηγεί τα spreads, είναι χρήσιμο να δούμε πώς έχουν εξελιχθεί τα spreads και οι λόγοι του χρέους προς το ΑΕΠ με την πάροδο του χρόνου στην Ευρωζώνη και στο δείγμα των αυτόνομων χωρών. Μια σημαντική μεταβλητή προς εξέταση είναι η σχέση μεταξύ των περιθωρίων και του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ, καθώς το τελευταίο είναι η πιο σημαντική θεμελιώδης μεταβλητή που επηρεάζει τα spreads (όπως θα γίνει σαφές από την οικονομετρική μας ανάλυση).

Αρχικά παρουσιάζουμε τη σχέση μεταξύ των περιθωρίων και των αναλογιών χρέους προς ΑΕΠ στην Ευρωζώνη. Αυτό γίνεται στο Διάγραμμα 3.1, το οποίο δείχνει τις διαφορές σε κάθετο άξονα και τους δείκτες χρέους προς ΑΕΠ στον οριζόντιο άξονα στις χώρες της Ευρωζώνης. Κάθε σημείο είναι μια συγκεκριμένη παρατήρηση μιας από τις χώρες σε ένα συγκεκριμένο τρίμηνο (δειγματική περίοδος 2000Q1–2011Q3). Σχεδιάζουμε επίσης μια ευθεία γραμμή που προκύπτει από μια απλή παλινδρόμηση της διαφοράς ως συνάρτηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ.

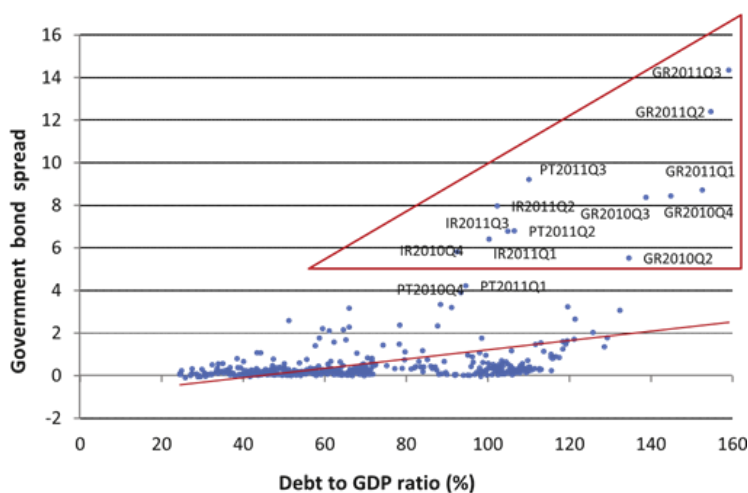


Πηγή: De Grauwe and Ji (2013) με στοιχεία Eurostat και Datastream

Διάγραμμα 3.1

Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στην Ευρωζώνη (2000Q1–2011Q3)

Παρατηρούμε πρώτα ότι υπάρχει μια θετική σχέση (που αντιπροσωπεύεται από τη θετική κλίση γραμμής παλινδρόμησης) μεταξύ του περιθωρίου και του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, δηλαδή τα υψηλότερα spread συνδέονται με υψηλότερους δείκτες χρέους προς ΑΕΠ. Μια δεύτερη παρατήρηση που πρέπει να γίνει από το Διάγραμμα 3.1 είναι ότι οι αποκλίσεις από τη γραμμή παλινδρόμησης φαίνεται να συμβαίνουν σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Αυτό φαίνεται στο Διάγραμμα 3.2, το οποίο είναι ίδιο με το Διάγραμμα 3.1, αλλά όπου έχουν επισημανθεί όλες οι παρατηρήσεις που είναι περισσότερες από 3 τυπικές αποκλίσεις από τον μέσο όρο σε ένα τρίγωνο.



Πηγή: De Grauwe and Ji (2013) με στοιχεία Eurostat και Datastream

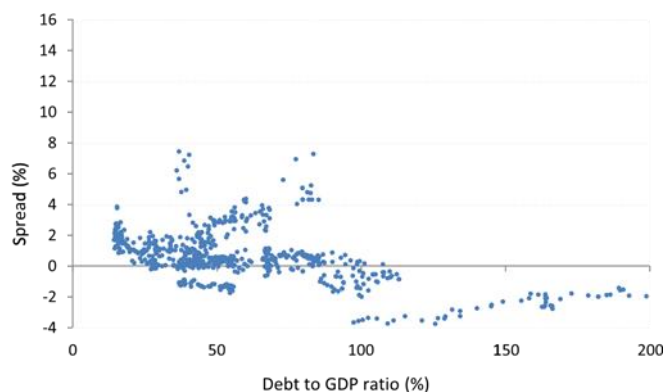
Διάγραμμα 3.2

Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στην Ευρωζώνη με επισημάνση 3 τυπικών αποκλίσεων (2000Q1–2011Q3)

Είναι εντυπωσιακό το γεγονός ότι όλες αυτές οι παρατηρήσεις αφορούν τρεις χώρες (Ελλάδα, Πορτογαλία και Ιρλανδία) και ότι αυτές οι παρατηρήσεις εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τον χρόνο, δηλαδή οι αποκλίσεις ξεκινούν σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή και στη συνέχεια συνεχίζουν να αυξάνονται τις επόμενες διαδοχικές περιόδους. Έτσι, οι δραματικές αυξήσεις των spreads που παρατηρούμε σε αυτές τις χώρες από το 2010 και μετά δεν φαίνεται να σχετίζονται πολύ με την αύξηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ κατά την ίδια περίοδο. Στη συνέχεια το μοντέλο των De Grauwe and Ji αναλύει εάν αυτά τα αποτελέσματα αντέχουν στον έλεγχο των οικονομετρικών δοκιμών και κατά πόσο συμβαίνουν οι ίδιες εξελίξεις σε «αυτόνομες» χώρες, δηλαδή σε χώρες που δεν αποτελούν μέρος μιας νομισματικής ένωσης και εκδίδουν χρέη σε δικά τους νομίσματα. Η επιλογή έγινε σε χώρες με κατά κεφαλήν ΑΕΠ 20.000\$ και άνω και πληθυσμό μεγαλύτερο από 5 εκατομμύρια. Υπάρχουν 14 «αυτόνομες» ανεπτυγμένες χώρες (Αυστραλία, Καναδάς, Τσεχία, Δανία, Ουγγαρία, Ιαπωνία, Νότια Κορέα, Νορβηγία, Πολωνία, Σιγκαπούρη, Σουηδία, Ελβετία, Ηνωμένο Βασίλειο και ΗΠΑ) σε αυτήν την ομάδα ελέγχου. Προκειμένου να γίνει η ανάλυση συγκρίσιμη με την ανάλυση για τις χώρες της Ευρωζώνης, επιλέχθηκε το ίδιο κρατικό ομόλογο χωρίς κίνδυνο, δηλαδή το γερμανικό κρατικό ομόλογο και υπολογίσθηκαν τα περιθώρια των επιτοκίων των 10ετών κρατικών ομολόγων.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι οι διαφορές μεταξύ «αυτόνομων» χωρών αντανακλούν όχι μόνο τον κίνδυνο χρεοκοπίας αλλά και τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Είναι μάλιστα πιθανό ότι ο τελευταίος κυριαρχεί στον κίνδυνο αθέτησης, καθώς οι συναλλαγματικές ισοτιμίες παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις, δημιουργώντας έτσι μεγάλους κινδύνους που προκύπτουν από αυτές τις διακυμάνσεις.

Οι γραφικές παραστάσεις των spreads και του χρέους προς το ΑΕΠ για τις ανεξάρτητες οικονομίες, με τον ίδιο τρόπο που έγινε για τις χώρες της Ευρωζώνης, φαίνονται στο Διάγραμμα 3.3.



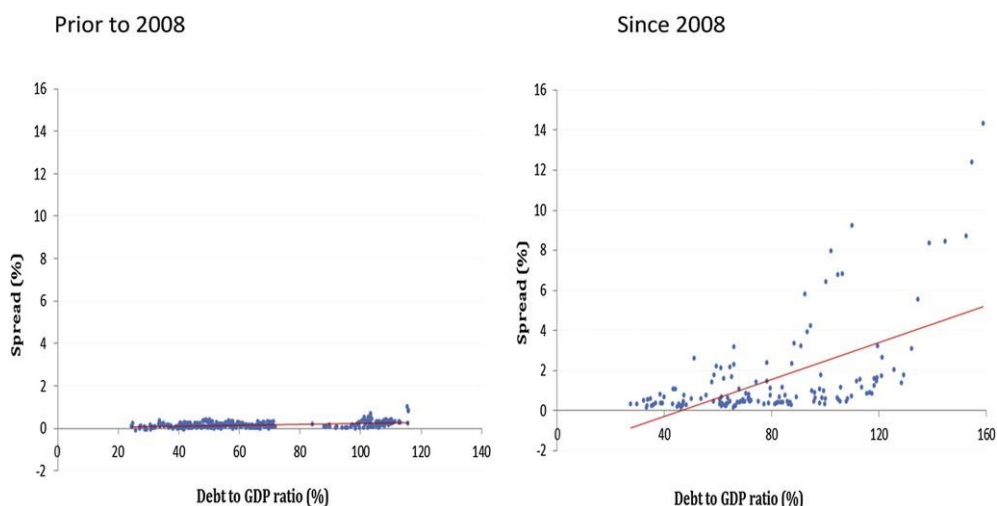
Πηγή: De Grauwe and Ji (2013) με στοιχεία ΟΟΣΑ και Datastream

Διάγραμμα 3.3

Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στις Ανεξάρτητες οικονομίες (2000Q1–2011Q3)

Συγκρίνοντας το Διάγραμμα 3.3 με το Διάγραμμα 3.2 των χωρών της Ευρωζώνης βρίσκουμε εντυπωσιακές διαφορές. Μια πρώτη διαφορά είναι ότι ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ φαίνεται να έχει πολύ ασθενή επίδραση στα spread. Δεύτερον και το πιο σημαντικό, δεν εντοπίζονται ξαφνικές και χρονικά εξαρτώμενες μεγάλες αποκλίσεις των περιθωρίων από τα θεμελιώδη. Όλες οι παρατηρήσεις, αν και βραχυπρόθεσμα ασταθείς, συγκεντρώνονται γύρω από κάποιο σταθερό αριθμό μεταξύ -4% και 8%.

Η αντίθεση μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης και του δείγματος των αυτόνομων χωρών εμφανίζεται και στην εμφάνιση διαρθρωτικών ρήξεων. Χωρίσαμε το δείγμα μεταξύ της περιόδου πριν και μετά την οικονομική κρίση. Τα αποτελέσματα φαίνονται στα Διαγράμματα 3.4 και 3.5.

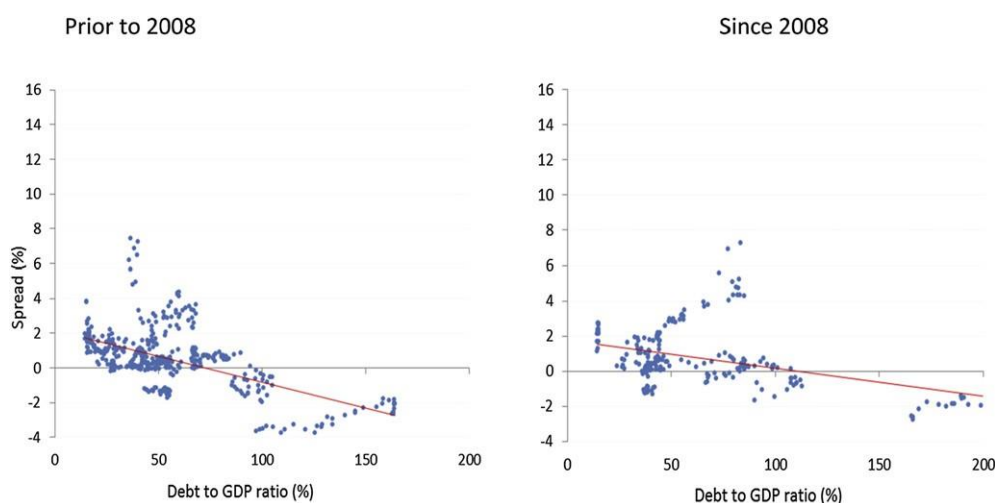


Πηγή: De Grauwe and Ji (2013) με στοιχεία Eurostat και Datastream

Διάγραμμα 3.4

Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στην Ευρωζώνη, πριν και μετά το 2008 (2000Q1–2011Q3)

Η πιο εντυπωσιακή διαφορά είναι ότι μια σημαντική απόκλιση στη σχέση μεταξύ των περιθωρίων και του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ φαίνεται να έχει σημειωθεί στην Ευρωζώνη. Ενώ πριν από την κρίση οι δείκτες χρέους προς ΑΕΠ στην Ευρωζώνη δεν φαίνεται να επηρέαζαν τα spread (παρά τη μεγάλη διακύμανση αυτών των δεικτών), μετά το 2008, η σχέση αυτή γίνεται αρκετά σημαντική. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τις ανεξάρτητες χώρες όπου η χρηματοπιστωτική κρίση δεν φαίνεται να έχει αλλάξει τη σχέση μεταξύ των περιθωρίων και των αναλογιών χρέους προς ΑΕΠ, δηλαδή φαίνεται ότι από την οικονομική κρίση η σχέση μεταξύ των περιθωρίων και των δεικτών χρέους προς ΑΕΠ παρέμεινε εξίσου αδύναμη για τις αυτόνομες χώρες.



Πηγή: De Grauwe and Ji (2013) με στοιχεία Eurostat και Datastream

Διάγραμμα 3.5

Λόγος Χρέους και Spread προς ΑΕΠ στις Ανεξάρτητες Οικονομίες, πριν και μετά το 2008 (2000Q1–2011Q3)

3.3 Συγκριτική ανάλυση Ελλάδας – Ουγγαρίας: Αγορά κρατικών ομολόγων¹

Μετά την παρουσίαση των βασικών ευρημάτων αναφορικά με την κίνηση των spreads των επιτοκίων τόσο στην Ευρωπαϊκή Ένωση όσο και σε ανεξάρτητες οικονομίες (De Grauwe and Ji, σελ. 15-36, 2013), εξειδικεύουμε την ανάλυση μας εκτιμώντας οικονομετρικά την μακροχρόνια (συνολοκληρωμένη) σχέση στα ανοίγματα αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων της Ελληνικής (ONE) και της Ουγγρικής («ανεξάρτητης» νομισματικά, standalone) οικονομίας, σε σχέση με τη Γερμανία (yields spread). Οι χρονοσειρές για την ανάλυση αυτή, τριμηνιαίας αθροιστικότητας, ελήφθησαν από την

¹ Στο κεφάλαιο αυτό καθοριστική υπήρξε η συμβολή του Καθηγητού Θ. Σταματόπουλου, επιβλέποντα αυτής της διπλωματικής εργασίας.

βάση δεδομένων REFINITIV/DATASTREAM στην οποία το ΠΑΔΑ διαθέτει ακαδημαϊκή άδεια πρόσβασης.

Εκτιμήσεις για την Ελληνική οικονομία

Ξεκινάμε με τα περιγραφικά στατιστικά που παρουσιάζουμε στους Πίνακες 3.1 (βασικές στατιστικές) και 3.2 (συσχετίσεις).

Πίνακας 3.1

Βασικές στατιστικές των θεμελιωδών ερμηνευτικών του «ανοίγματος» (spread) των αποδόσεων των Ελληνικών 10ετών κρατικών ομολόγων από τα αντίστοιχα Γερμανικά.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
gr_spr10ygr~r	99	.0410438	.0504289	.00152	.239795
gr_pudbtgdp	88	1.378196	.3395482	.97829	1.98314
gr_extdbtgdp	74	8.097559	2.559114	3.39992	12.60702
gr_grosbub~p	94	-.1040957	.2269582	-.827	.382
gr_primbub~p	94	.0172021	.0778126	-.296	.137
gr_accagdp	106	-3.273377	2.391113	-7.38	-.01
gr_fspudbt	88	3.052128	.9506383	1.831666	5.337317
gr_fsextdbt	74	18.34594	7.021618	6.948457	33.92986
gr_fsgrosbub	80	-.2980995	.2872134	-1.544616	.0257712
gr_fsprimbub	80	.0111105	.1746136	-.5808165	.2670944
gr_reerulc	109	88.34879	10.91062	64.493	102.981
gr_gdpgr	108	.0103194	.077368	-.1460197	.1743671

Σημείωση: όπου οι παραπάνω μεταβλητές ορίζονται ως εξής:

$gr_spr10ygrbyr$ = άνοιγμα των 10ετών Ελληνικών ομολόγων από τα αντίστοιχα Γερμανικά (αναλογία).

$gr_pudbtgdp$ = λόγος Ελληνικού δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ.

$gr_extdbtgdp$ = λόγος Ελληνικού εξωτερικού χρέους στο ΑΕΠ.

$gr_grosbubgdp$ = λόγος Ελληνικού ακαθάριστου δημοσιονομικού ισοζυγίου (κρατικού προϋπολογισμού) στο ΑΕΠ.

$gr_primbubgdp$ = λόγος Ελληνικού πρωτογενούς δημοσιονομικού ισοζυγίου (κρατικού προϋπολογισμού) στο ΑΕΠ.

$gr_accagdp$ = λόγος Ελληνικού συσσωρευμένου ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στο ΑΕΠ.

$gr_fspudbt$ = λόγος Ελληνικού δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» δημοσίου χρέους), όπου *δημοσιονομικός χώρος* = συνολικά έσοδα της γενικής κυβέρνησης στο ΑΕΠ της προηγούμενης 5ετίας για την εξομάλυνση του οικονομικού κύκλου.

$gr_fsextdbt$ = λόγος Ελληνικού εξωτερικού χρέους στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» εξωτερικού χρέους).

$gr_fsgrosbub$ = λόγος Ελληνικού ακαθάριστου ισοζυγίου στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» ακαθάριστου ισοζυγίου).

$gr_fsprimbub$ = λόγος Ελληνικού πρωτογενούς ισοζυγίου στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» πρωτογενούς ισοζυγίου).

$gr_reerulc$ = Ελληνικός δείκτης σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με αποπληθωριστή το μοναδιαίο κόστος εργασίας (ULC).

gr_gdpgr = ρυθμός μεγέθυνσης ΑΕΠ. Περίοδος δείγματος 1995Q1-2021Q4 άνιση για τις μεταβλητές.

Στον Πίνακα 3.1 παρατηρείται ότι το Ελληνικό δεκαετές ομόλογο συγκρινόμενο με το αντίστοιχο αναφοράς (Γερμανικό) παρουσιάζει μη-κανονική κατανομή και μεγάλη απόλυτη (από 0,15% έως και σχεδόν 24%) και σχετική ($CV \approx 1,22$)² μεταβλητότητα. Επομένως, ο δειγματικός μέσος δεν είναι αντιπροσωπευτικός της τάσης των παρατηρήσεων. Αυτό, *ceteris paribus*, θα μπορούσε να οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι το Ελληνικό ομόλογο ήταν μια επένδυση υψηλού κινδύνου. Ο μέσος του λόγου Ελληνικού δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ είναι $\bar{X} = 138\%$ όντας αντιπροσωπευτικός για την περίοδο αναφοράς.

Εξετάζοντας περαιτέρω το συνολικό εξωτερικό χρέος της Ελληνικής οικονομίας βλέπουμε ότι αυτό είναι πολλαπλάσιο του ΑΕΠ της χώρας κατά περίπου 8 φορές. Το μέγεθος αυτό σε σχέση και με το έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών συναλλαγών θα μας απασχολήσει και στη συνέχεια στον Πίνακα 3.3.

Ο λόγος του Ελληνικού πρωτογενούς δημοσιονομικού ισοζυγίου (κρατικού προϋπολογισμού) στο ΑΕΠ βλέπουμε ότι έχει μέσο $\bar{X} = 2\%$ αλλά λόγω υψηλής $s = 8\%$ δεν μπορεί να θεωρηθεί αξιόπιστος στην εκτίμηση της τάσης του.

Μια πολύ σημαντική μεταβλητή στον παραπάνω πίνακα είναι ο δείκτης σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με αποπληθωριστή το μοναδιαίο κόστος εργασίας (ULC). Αυτή η μεταβλητή δείχνει την πραγματική διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας σε όρους κόστους εργασίας. Το μέγεθος του μέσου $\bar{X} = 0,88$ με μικρή σχετική διασπορά μας ερμηνεύει την τάση για την υπόψη περίοδο (1995Q1-2021Q4) ότι το μοναδιαίο κόστος εργασίας στην Ελλάδα είναι κατά μέσο όρο 12% περίπου υψηλότερο των εμπορικών εταίρων μας. Επομένως, η χώρα μας αντιμετωπίζει έντονο ανταγωνισμό από τους εταίρους μας στο επίπεδο τιμών.

² η τυπική απόκλιση (s) είναι μεγαλύτερη του μέσου όρου (\bar{X}).

Ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ με μέσο $\bar{X} = 1\%$ περίπου και υψηλή διασπορά μάλλον παραπέμπει σε μακροχρόνια στασιμότητα (secular stagnation) που αντανακλά τα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα της μεταπρατικής Ελληνικής οικονομίας.

Πίνακας 3.2

Συντελεστές συσχέτισης θεμελιωδών μεγεθών του Ελληνικού spread

	gr_spr~r	gr_pud~p	gr_ext~p	gr_gro~p	gr_pri~p	gr_acc~p	gr_fsp~t
gr_spr10yg~r	1.0000						
gr_pudbtgdp	0.4431*	1.0000					
gr_extdbtgdp	0.3783*	0.9391*	1.0000				
gr_grosbub~p	-0.1485	0.1754	0.2918*	1.0000			
gr_primbub~p	-0.2168*	0.0708	0.2676*	0.4733*	1.0000		
gr_accagdp	-0.4851*	-0.9580*	-0.9818*	0.0737	0.2135*	1.0000	
gr_fspudbt	0.5829*	0.8416*	0.8493*	0.1409	-0.0773	-0.8826*	1.0000
gr_fsextdbt	0.4891*	0.7554*	0.8893*	0.2530*	0.1434	-0.8618*	0.9691*
gr_fsgrosbub	-0.2661*	0.1151	0.2191	0.9856*	0.6907*	-0.1437	0.0287
gr_fsprimbub	-0.2274*	0.0720	0.2545*	0.6741*	0.9921*	0.0827	-0.0732
gr_reerulc	-0.0546	-0.7638*	-0.8455*	-0.2508*	-0.5653*	0.5626*	-0.5216*
gr_gdpgr	-0.1252	-0.0487	-0.1689	0.3380*	0.1105	0.1852	-0.2400*

	gr_fse~t	gr_fsg~b	gr_fsp~b	gr_ree~c	gr_gdpgr
gr_fsextdbt	1.0000				
gr_fsgrosbub	0.1437	1.0000			
gr_fsprimbub	0.1350	0.7075*	1.0000		
gr_reerulc	-0.6139*	-0.4284*	-0.5802*	1.0000	
gr_gdpgr	-0.3117*	-0.0113	0.0303	-0.0037	1.0000

Σημείωση: οι αστερίσκοι (*) υποδεικνύουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές συσχετίσεων σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ή καλύτερο.

Ο παραπάνω Πίνακας 3.2 παρουσιάζει τη συσχέτιση, ανά ζεύγη, μεταξύ των βασικών μεγεθών, που εξετάστηκαν στην έρευνα μας και αφορούν στην πορεία του Ελληνικού spread και εν γένει στους παράγοντες που το επηρεάζουν. Βλέπουμε λοιπόν ότι οι βασικές μεταβλητές που στατιστικά σημαντικά *συσχετίζονται* (r) με το spread είναι:

1. Ο λόγος δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» δημοσίου χρέους) - gr_fspudbt με $r \approx 58\%$
2. Ο λόγος εξωτερικού χρέους στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» εξωτερικού χρέους) - gr_fsextdbt με $r \approx 48\%$
3. Ο λόγος δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ - gr_pudbtgdp με $r \approx 44\%$
4. Ο λόγος εξωτερικού χρέους στο ΑΕΠ - gr_extdbtgdp με $r \approx 38\%$

Παρατηρείται λοιπόν ότι, τα μεγέθη το δημόσιου και εξωτερικού χρέους της Ελλάδας (είτε στον δημοσιονομικό χώρο πρωτίστως, είτε κι εκτός αυτού) έχουν την υψηλότερη θετική συσχέτιση με τα spreads των ομολόγων. Η στατιστικά σημαντική και έντονη θετική αυτή συσχέτιση μεταφράζει το γεγονός ότι αυξανόμενων των υπόψη χρεών αυξάνει κι ο πιστωτικός τους κίνδυνος με αποτέλεσμα οι επενδυτές να ζητούν

υψηλότερους τόκους, όπως το νεοκλασικό υπόδειγμα της «πειθαρχίας της αγοράς» προβλέπει. Έτσι, *ceteris paribus*, καταγράφεται αύξηση στα επιτοκιακά περιθώρια.

Παρακάτω θα προσπαθήσουμε να τεκμηριώσουμε ότι η περίοδος της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 αποτέλεσε ορόσημο για την πορεία των spreads, καθώς από εκείνο το σημείο και μετά η αξιολόγηση των «τυφλών», ως τότε, αγορών για τον κίνδυνο αθέτησης πληρωμών κάθε χώρας μέλους της Ευρωζώνης (EZ) άλλαξε ριζικά. Το πρόβλημα της ευπάθειας των χωρών-μελών της EZ από κερδοσκοπικές επιθέσεις, αναδύεται αβίαστα (De Grauwe and Ji, σελ. 15-36, 2013).

Η διαρθρωτική μορφή του υποδείγματος που εκτιμήσαμε ως αυτοπαλίνδρομο κατανεμόμενων χρονικών υστερήσεων υπόδειγμα παλινδρόμησης [ARDL(1, jk)] με την διαδικασία συνολοκλήρωσης των Pesaran et al. (2001), δίνεται από την εξίσωση (1) ή σε μορφή υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος (ECM) από την (2).

$\Delta Y_t = a + \zeta Y_{t-1} + \sum_{k=1}^{nj} \beta_{t-k} \Delta X_{jt-k} + \lambda_{1j} X_{jt-1} + \lambda_{2j} X_{jt-1}^2 + \xi_t \varepsilon_{t-1} + \mu_t$	(1)
$\Delta Y_t = a + \lambda [Y_{t-1} - \gamma X_t - \delta X_t^2] + \beta \Delta X_t + e_t$	(2)

Όπου:

Y = η εξαρτημένη, δηλ. το spread ($gr_spr10ygybyr$, για το Ελληνικό σε σχέση με το Γερμανικό και $hn_spr10ygybyr$, για το αντίστοιχο Ουγγρικό). X_j = οι ερμηνευτικές μεταβλητές (ή το διάνυσμα X) όπως ορίστηκαν παραπάνω. Οι συντελεστές β_{t-k} εκφράζουν τις βραχυπρόθεσμες επιδράσεις που δεν μας ενδιαφέρουν στην εργασία αυτή. Αντίθετα, οι προς εκτίμηση συντελεστές λ (είτε πρώτου, είτε δεύτερου βαθμού) εκφράζουν τις μακροχρόνιες επιδράσεις των ερμηνευτικών στην εξαρτημένη των spreads (σχέσεις συνολοκλήρωσης) κι είναι αυτοί που μας ενδιαφέρουν εδώ.

Έτσι, στους Πίνακες 3.3, 3.4 και 3.5 δίνονται οι εκτιμήσεις των spreads (εξίσωση 2) για την Ελληνική περίπτωση (Πίνακας 3.3 για την συνολική περίοδο δείγματος, 2004Q4 – 2018Q4, Πίνακας 3.4. για την προ-ΠΧΚ-2008 περίοδο, δηλ., 2000Q1 – 2008Q4, και Πίνακας 3.5. για την μετα-ΠΧΚ-2008 περίοδο, δηλ., 2009Q1 – 2021Q4). Αντίστοιχα, στον Πίνακα 3.8 δίνονται οι εκτιμήσεις των spreads (εξίσωση 2) για την Ουγγρική περίπτωση. Εδώ λόγω έλλειψης παρατηρήσεων οι εκτιμήσεις μας αφορούν μόνο την περίοδο 2011Q2 – 2021Q4. Στους Πίνακες 3.6 και 3.7 δίνονται οι βασικές στατιστικές και η μήτρα συσχετίσεων, ανά ζεύγη μεταβλητών, αντίστοιχα, για την Ουγγρική οικονομία, κατ' αναλογία των 3.1 και 3.2 της Ελληνικής περίπτωσης.

Πίνακας 3.3

Εκτιμήσεις μακροχρόνιων [συνολοκλήρωσης ARDL Pesaran, Shin and Smith (2001)] σχέσεων των Ελληνικών Spreads (Συνολική περίοδος δείγματος 2004Q4 – 2018Q4)

ARDL(3,4,0,0,3) regression

Sample: 2004q4 - 2018q4

Number of obs = 57

R-squared = 0.8775

Adj R-squared = 0.8241

Log likelihood = 205.77988

Root MSE = 0.0079

D. gr_sprl0ygbyr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ADJ gr_sprl0ygbyr L1.	-.4695527	.059059	-7.95	0.000	-.5890108	-.3500946
LR gr_pudbtgdp	.9841489	.3919716	2.51	0.016	.1913114	1.776986
gr_pudbtgdp2	-.343993	.1385885	-2.48	0.017	-.6243148	-.0636713
gr_extdbtgdp	.0096096	.0040196	2.39	0.022	.0014791	.0177401
gr_fsprimbub	-.0017608	.0442222	-0.04	0.968	-.0912087	.087687
SR gr_sprl0ygbyr LD.	.3780189	.0923378	4.09	0.000	.191248	.5647898
L2D.	-.2263719	.0954231	-2.37	0.023	-.4193833	-.0333604
gr_pudbtgdp D1.	-.0547525	.0306626	-1.79	0.082	-.1167735	.0072685
LD.	-.0398877	.0318365	-1.25	0.218	-.1042832	.0245077
L2D.	-.053265	.0315853	-1.69	0.100	-.1171524	.0106223
L3D.	.0384796	.0312564	1.23	0.226	-.0247425	.1017017
gr_fsprimbub D1.	.0102925	.0212311	0.48	0.631	-.0326514	.0532363
LD.	.0530848	.0205203	2.59	0.014	.0115786	.0945909
L2D.	.0491413	.0158131	3.11	0.004	.0171564	.0811263
gr_reerulc d10accca	.0005296	.0004975	1.06	0.294	-.0004767	.0015358
d10extdbt	-.0833943	.0138757	-6.01	0.000	-.1114605	-.0553281
_cons	-.043271	.0075361	-5.74	0.000	-.0585141	-.0280279
	-.3759174	.1364724	-2.75	0.009	-.6519588	-.099876

Σημειώσεις: Η εκτίμηση είναι σε μορφή υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος (ECM). Μας ενδιαφέρει η μακροχρόνια σχέση (LR) που αποδείχθηκε σημαντική (bounds test) με $F=13.484$, $t=-7.951$ ακόμη και σε $\alpha=1\%$. Η ταχύτητα βραχυχρόνιας προσαρμογής στην μακροχρόνια ισορροπία φαίνεται σημαντική, αφού το 47% περίπου της απόστασης καλύπτεται στο τρέχον τρίμηνο. Το υπόδειγμα δείχνει (σχεδόν) καλή εξειδίκευση (δεν έχουν παραληφθεί σημαντικές ερμηνευτικές μεταβλητές -RESET-) με κρίσιμο μέγεθος ελέγχου $p=6,5\%$. Φαίνεται ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική δευτεροβάθμια κοίλη συνάρτηση των Ελληνικών spreads και max spread όταν $\Delta X/AΕΠ=143\%$ ($R=98-198\%$). Υπάρχουν προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας και πολυσυγραμμικότητας (μη-γραμμική σχέση) αλλά όχι αυτοσυσχέτιση μέχρι και 4^{ου} βαθμού.

Πίνακας 3.4

Εκτιμήσεις μακροχρόνιων [συνολοκλήρωσης ARDL Pesaran, Shin and Smith (2001)] σχέσεων των Ελληνικών Spreads (Προ-ΠΧΚ-2008, 2000Q1 – 2008Q4)

ARDL(1,3,4) regression

Sample: 2000q1 - 2008q4

Number of obs = 36

R-squared = 0.7941

Adj R-squared = 0.6997

Log likelihood = 205.26959

Root MSE = 0.0010

D. gr_spr10ygbyr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ADJ gr_spr10ygbyr L1.	-.2825534	.0964964	-2.93	0.007	-.4817121	-.0833947
LR gr_accagdp gr_fsprimbub	-.052736 -.0399363	.0151546 .0162011	-3.48 -2.47	0.002 0.021	-.0840136 -.0733737	-.0214585 -.0064989
SR gr_accagdp D1. LD. L2D.	.0121692 .0091244 .0066685	.0031148 .0020236 .00249	3.91 4.51 2.68	0.001 0.000 0.013	.0057405 .0049478 .0015294	.0185979 .013301 .0118076
gr_fsprimbub D1. LD. L2D. L3D.	.0144736 .0122787 .0041496 .0061855	.0041719 .0038894 .0034198 .0029288	3.47 3.16 1.21 2.11	0.002 0.004 0.237 0.045	.0058632 .0042513 -.0029087 .0001407	.0230841 .0203061 .0112078 .0122303
datevar _cons	-.0007846 .1201225	.0001498 .0235674	-5.24 5.10	0.000 0.000	-.0010938 .0714819	-.0004755 .1687631

Σημειώσεις: η εκτίμηση είναι σε μορφή υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος (ECM). Μας ενδιαφέρει η μακροχρόνια σχέση (LR) που αποδείχθηκε μη-σημαντική (bounds test) με $F=12,523$, $t=-2,928$ ακόμη και σε $\alpha=10\%$. Το υπόδειγμα δείχνει ότι έχουν παραληφθεί σημαντικές ερμηνευτικές μεταβλητές. Φαίνεται να υπάρχει στατιστικά σημαντική γραμμική σχέση των Ελληνικών spreads με το σωρευτικό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως λόγο στο ΑΕΠ, και του δημοσιονομικού χώρου για το πρωτογενές έλλειμμα. Εντούτοις, αυτές οι σχέσεις δεν είναι σταθερές μακροχρόνια. Υπάρχουν προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας και πολυσυγραμμικότητας (μη-γραμμική σχέση) αλλά όχι αυτοσυσχέτιση μέχρι και 4^{ου} βαθμού.

Πίνακας 3.5
Εκτιμήσεις μακροχρόνιων [συνολοκλήρωσης ARDL
Pesaran, Shin and Smith (2001)] σχέσεων των Ελληνικών Spreads
(Μετά – ΠΧΚ - 2008, 2009Q1 - 2021Q4)

ARDL(3,3,4,2) regression

Sample: 2009q1 - 2021q4	Number of obs	=	52
	R-squared	=	0.8236
	Adj R-squared	=	0.7354
Log likelihood = 175.63377	Root MSE	=	0.0102

D. gr_spr10ygbyr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ADJ						
gr_spr10ygbyr L1.	-.4482422	.0763282	-5.87	0.000	-.6033597	-.2931247
LR						
gr_pudbtgdp	1.535704	.2707834	5.67	0.000	.9854059	2.086002
grpudbtgdp2	-.5769082	.0932729	-6.19	0.000	-.7664615	-.387355
gr_extdbtgdp	.0232836	.0071104	3.27	0.002	.0088335	.0377337
SR						
gr_spr10ygbyr						
LD.	.5214447	.111945	4.66	0.000	.2939452	.7489443
L2D.	-.2270864	.1126332	-2.02	0.052	-.4559845	.0018118
gr_pudbtgdp						
D1.	.223879	.3581594	0.63	0.536	-.5039885	.9517465
LD.	-.5001635	.3489424	-1.43	0.161	-1.2093	.2089729
L2D.	-.919237	.4031987	-2.28	0.029	-1.738635	-.0998387
grpudbtgdp2						
D1.	-.0742878	.1116588	-0.67	0.510	-.3012058	.1526302
LD.	.1750374	.1119689	1.56	0.127	-.0525108	.4025855
L2D.	.299464	.1326827	2.26	0.031	.0298203	.5691077
L3D.	.0248781	.0087822	2.83	0.008	.0070305	.0427257
gr_extdbtgdp						
D1.	-.0049748	.0031907	-1.56	0.128	-.0114591	.0015096
LD.	-.0042702	.0026152	-1.63	0.112	-.0095849	.0010445
d10acceca	-.0651244	.0166423	-3.91	0.000	-.0989457	-.0313032
d10extdbt	-.0327704	.0089785	-3.65	0.001	-.051017	-.0145238
_cons	-.4992483	.1318341	-3.79	0.001	-.7671674	-.2313291

Σημειώσεις: η εκτίμηση είναι σε μορφή υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος (ECM). Μας ενδιαφέρει η μακροχρόνια σχέση (LR) που αποδείχθηκε σημαντική (bounds test) με $F=9,239$, $t=-5,873$ ακόμη και σε $\alpha=1\%$. Η ταχύτητα βραχυχρόνιας προσαρμογής στην μακροχρόνια ισορροπία φαίνεται σημαντική, αφού το 45% περίπου της απόστασης καλύπτεται στο τρέχον τρίμηνο. Το υπόδειγμα δείχνει καλή εξειδίκευση (δεν έχουν παραληφθεί σημαντικές ερμηνευτικές μεταβλητές -RESET-) με κρίσιμο μέγεθος ελέγχου $p=14,6\%$. Φαίνεται ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική δευτεροβάθμια κοίλη συνάρτηση των Ελληνικών spreads και max spread όταν Χρέος/ΑΕΠ=133% (R=98-198%), ενώ στην συνολική δειγματική περίοδο ήταν 143% (βλ. Πίνακα 3.3). Αξιοσημείωτο είναι ότι τώρα (από το 2009, την περίοδο της κρίσης του δημοσίου χρέους) δείχνει στατιστικά σημαντική κι η μεταβλητή του εξωτερικού χρέους ως % στο ΑΕΠ, κι όχι μόνο το δημόσιο χρέος αντίστοιχα. Δεν υπάρχουν προβλήματα ταυτόχρονης ετεροσκεδαστικότητας ενώ

έχουμε πολυσυγραμμικότητα (μη-γραμμική σχέση) αλλά όχι αυτοσυσχέτιση μέχρι και 4^ο βαθμού.

Παρατηρήσεις επί των εκτιμήσεων των μακροχρόνιων σχέσεων των Ελληνικών Spreads.

Είναι αξιοσημείωτο ότι εκτιμήθηκε στατιστικά σημαντική 2ου βαθμού, κοίλη εν προκειμένω, μακροχρόνια συνάρτηση (συνολοκλήρωσης) των spreads από τον λόγο δημόσιο χρέος στο ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΔΧ/ΑΕΠ), τόσο, για το σύνολο της περιόδου, όσο και για την μετα-ΠΧΚ-2008.

Η συνάρτηση αυτή, στο σύνολο της περιόδου (Πίνακας 3.1), εμφανίζει μέγιστο στο σημείο όπου (ΔΧ/ΑΕΠ) = 143%. Εκεί εμφανίζεται και το μέγιστο spread, περίπου 24%. Στη συνέχεια, ο λόγος (ΔΧ/ΑΕΠ) συνεχίζει να αυξάνει αλλά πλέον το spread δεν ακολουθεί ανοδική πορεία, αντίθετα αποκλιμακώνεται.

Θεωρούμε ότι η αιτία για αυτήν την πορεία εδράζεται στο γεγονός ότι η Ελλάδα εισήλθε στο Ταμείο Ευρωπαϊκής Σταθερότητας (ESM). Με αυτό τον τρόπο πλέον τα Ελληνικά ομόλογα αγοράζονταν από την ΕΚΤ για τον ESM και πλέον ο δανεισμός έχει τα χαρακτηριστικά διακρατικού χρέους και δεν αφορά στην «ελεύθερη» αγορά ομολόγων.

Η περίοδος πριν την χρηματοοικονομική κρίση (2000-2008) είναι, όπως έχει επισημανθεί και παραπάνω, περίοδος κατά την οποία οι αγορές δεν επηρεάζονται σημαντικά από το εξωτερικό ή δημόσιο χρέος των δανειζόμενων χωρών θεωρώντας την *Ευρωζώνη ουσιαστικά ενιαία οικονομία* και δεν υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση. Έτσι δεν επιβάλλεται ασφάλιστρο ρευστότητας στα επιτόκια δανεισμού. Για την Ελλάδα την προ-ΠΧΚ-2008 περίοδο (Πίνακας 3.2) ο βασικός παράγοντας, ο οποίος επηρεάζει το spread φαίνεται να είναι το σωρευμένο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) και το εξωτερικό χρέος (ΕΧ). Οι εκτιμήσεις των στατιστικά σημαντικών αυτών συντελεστών έχουν αρνητικό πρόσημο, αντίθετα με τα αναμενόμενα από την οικονομική θεωρία. Δηλαδή, ενώ αυξάνονται είτε τα σωρευμένα ελλείμματα του ΙΤΣ και το ΕΧ φαίνεται ότι οι αγορές κυριαρχούνται από αισθήματα «ευφορίας», κατά Keynes, για τις προοπτικές της Ευρωζώνης και αντί να αυξάνουν τις απαιτήσεις τους για τον αυξανόμενο πιστωτικό κίνδυνο, τις μειώνουν. Έτσι, φαίνεται μακροχρόνιο αρνητική σχέση αντί της θεωρητικά ορθής, θετικής.

Από την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης και μετά οι αγορές μεταστρέφουν τα αισθήματά τους σε «πανικό», επίσης κατά Keynes, και υπερ-αντιδρούν (overshooting). Η κάθε οικονομία αξιολογείται με βάση τα δικά της μακροοικονομικά δεδομένα και τιμολογούν τον κίνδυνο αθέτησης ανάλογα. Έτσι, για την Ελληνική οικονομία βλέπουμε ότι η στατιστικά σημαντική δευτεροβάθμια (κοίλη) συνάρτηση των spread ως προς τον λόγο ($\Delta X/\text{ΑΕΠ}$) παρουσιάζει μέγιστο όταν ($\Delta X/\text{ΑΕΠ}$) = 133%, μικρότερο από αυτό της συνολικής περιόδου (143%), δηλ. απαιτητικότερες τώρα οι «αγορές» αφού φοβούνται ότι θα χάσουν τα κεφάλαιά τους (probable default of the Greek government). Στο μέγιστο αυτό, το συνολικό χρέος είναι 3,27 φορές το ΑΕΠ της χώρας. Οι αγορές βρίσκονται σε πανικό και ουσιαστικά έχουν προεξοφλήσει τη χρεοκοπία. Στη συνέχεια βέβαια μέσω των μνημονίων (ΕΚΤ, ΕΕπ, ΔΝΤ) για τη διαχείριση του ΔX της Ελλάδας, αφού οι αγορές «πειθάρχησαν» την Ευρωπαϊκή εκτελεστική εξουσία με θύμα τους Έλληνες, ακολούθησε η αποκλιμάκωση των επιτοκίων όπως καταγράφεται από τις εκτιμήσεις της κοίλης συνάρτησης των spreads στον Πίνακα 3.3.

Αξίζει να σημειωθεί ότι και την περίοδο αυτή στατιστικά σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας των spreads αποδείχθηκε (Πίνακας 3.3) το εξωτερικό χρέος της χώρας μας.

Εκτιμήσεις για την Ουγγρική οικονομία

Τα περιγραφικά στατιστικά για την Ουγγρική οικονομία παρουσιάζονται παρακάτω στους Πίνακες 3.6 (βασικές στατιστικές) και 3.7 (συσχετίσεις).

Πίνακας 3.6

Βασικές στατιστικές των θεμελιωδών ερμηνευτικών του «ανοίγματος» (spread) των αποδόσεων των Ουγγρικών 10ετών κρατικών ομολόγων από τα αντίστοιχα Γερμανικά

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
hn_spr10yg~r	49	.0193745	.0145554	.001256	.059218
hn_pudbtgdp	107	.6967479	.0906641	.52291	.84659
hn_extdbtgdp	110	1.103699	.597572	.1627069	2.254862
hn_pusectb~p	107	-.023028	.029586	-.162	.057
hn_netbubgdp	106	.0131509	.0086661	.005	.053
hn_accagdp	110	-1.459455	.7292347	-2.87	-.11
hn_fspudbt	94	.0157598	.0019199	.0117521	.0198352
hn_fsextdbt	94	.0281475	.0105017	.006834	.0485744
hn_fspusec~l	94	-.000054	.0006894	-.0038466	.0013179
hn_fsnetbub	94	.0002397	.0000868	.0001132	.0005511
hn_reerulc	108	92.56488	12.56039	65.9833	119.6993
hn_gdpgr	109	.0290234	.1006783	-.1904253	.195234

Σημείωση: για τον ορισμό των μεταβλητών βλ. Σημείωση Πίνακα 3.1 με ανάλογη λογική όπου *gr* (Ελλάδα) εδώ *hn* (Ουγγαρία). Μόνη διαφορά στο ακαθάριστο ισοζύγιο του κρατικού προϋπολογισμού που εδώ είναι *hn_pusectbalgdp* = ... του δημόσιου τομέα (προσεγγιστικά «ακαθάριστο») και *hn_netbubgdp* = ... καθαρό (προσεγγιστικά «πρωτογενές»). Περίοδος δείγματος 1995Q1-2021Q4 άνιση για τις μεταβλητές. Έτσι έχουμε τα παρακάτω μεγέθη:

hn_spr10ygybr = άνοιγμα των 10ετών Ουγγρικών ομολόγων από τα αντίστοιχα Γερμανικά (αναλογία).

hn_pudbtgdp = λόγος Ουγγρικού δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ.

hn_extdbtgdp = λόγος Ουγγρικού εξωτερικού χρέους στο ΑΕΠ.

hn_pusectbalgdp = λόγος Ουγγρικού ακαθάριστου δημοσιονομικού ισοζυγίου (κρατικού προϋπολογισμού) στο ΑΕΠ.

hn_pusectbalgdp = λόγος Ουγγρικού πρωτογενούς δημοσιονομικού ισοζυγίου (κρατικού προϋπολογισμού) στο ΑΕΠ.

hn_accagdp = λόγος Ουγγρικού συσσωρευμένου ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στο ΑΕΠ.

hn_fspudbt = λόγος Ουγγρικού δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» δημοσίου χρέους), όπου *δημοσιονομικός χώρος* = συνολικά έσοδα της γενικής κυβέρνησης στο ΑΕΠ της προηγούμενης 5ετίας για την εξομάλυνση του οικονομικού κύκλου.

hn_fsextdbt = λόγος Ουγγρικού εξωτερικού χρέους στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» εξωτερικού χρέους).

hn_fsgrosbub = λόγος Ουγγρικού ακαθάριστου ισοζυγίου στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» ακαθάριστου ισοζυγίου).

hn_fsprimbub = λόγος Ουγγρικού πρωτογενούς ισοζυγίου στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» πρωτογενούς ισοζυγίου).

hn_reerulc = Ουγγρικός δείκτης σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με αποπληθωριστή το μοναδιαίο κόστος εργασίας (ULC).

hn_gdpgr = ρυθμός μεγέθυνσης ΑΕΠ. Περίοδος δείγματος 1995Q1-2021Q4 άνιση για τις μεταβλητές.

Το Ουγγρικό δεκαετές ομόλογο συγκρινόμενο με το αντίστοιχο αναφοράς (Γερμανικό) παρουσιάζει, όπως και το Ελληνικό μη κανονική κατανομή και μεγάλη μεταβλητότητα από 0,12% έως και 59%, Η τυπική απόκλιση (s) εδώ είναι μικρότερη του μέσου όρου (\bar{X}), επομένως σε σχέση με τα στοιχεία για την Ελλάδα φαίνεται ότι οι τυχόν προβλέψεις του μοντέλου είναι πιο αξιόπιστες. Βέβαια η μεταβλητότητα καθιστά και αυτή την επένδυση υψηλού ρίσκου. Ο μέσος όρος του λόγου του Ουγγρικού δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ είναι στο 69% όντας αντιπροσωπευτικός για τα έτη αναφοράς. Εξετάζοντας το συνολικό εξωτερικό χρέος της Ουγγρικής οικονομίας βλέπουμε ότι αυτό είναι περίπου ίσο με το ΑΕΠ της χώρας (110%). Αντίστοιχα ο δείκτης σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με αποπληθωριστή το μοναδιαίο κόστος εργασίας (ULC) δεν απέχει πολύ από αυτόν της Ελληνικής οικονομίας καθώς βρίσκεται κατά μέσο όρο στο 92%. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι και η Ουγγρική οικονομία παρουσιάζει παρόμοια προβλήματα ανταγωνιστικότητας σε σχέση με τους εταίρους. Και στην περίπτωση της Ουγγαρίας, όπως και στην Ελλάδα ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ δεν μπορεί να ερμηνευθεί αξιόπιστα καθώς και εδώ παρατηρούμε μεγάλη μεταβλητότητα με την τυπική απόκλιση στο 10% και το μέσο όρο στο 2,9%.

Πίνακας 3.7

Συντελεστές συσχέτισης θεμελιωδών μεγεθών του Ουγγρικού spread

	hn_spr~r	hn_pud~p	hn_ext~p	hn_pus~p	hn_net~p	hn_acc~p	hn_fsp~t
hn_spr10yg~r	1.0000						
hn_pudbtgdp	0.5431*	1.0000					
hn_extdbtgdp	0.6083*	0.6636*	1.0000				
hn_pusectb~p	0.1285	-0.0697	-0.0566	1.0000			
hn_netbubgdp	0.5817*	-0.1312	-0.5739*	0.0996	1.0000		
hn_accagdp	-0.6793*	-0.3443*	-0.8671*	0.0308	0.5036*	1.0000	
hn_fspudbt	0.3153*	0.8986*	0.6585*	-0.0997	-0.4592*	-0.3309*	1.0000
hn_fsextdbt	0.6277*	0.8401*	0.9896*	-0.0073	-0.3038*	-0.7850*	0.7165*
hn_fspusec~l	0.1246	-0.0935	0.0092	0.9981*	0.1686	-0.0523	-0.1060
hn_fsnetbub	0.5697*	-0.4896*	-0.3645*	0.1634	0.9834*	0.0172	-0.4780*
hn_reerulc	0.4590*	0.1146	0.6645*	-0.0525	-0.6826*	-0.8182*	0.2037
hn_gdpgr	-0.0110	-0.0521	-0.2338*	0.1565	-0.0166	0.2422*	0.1181
	hn_fse~t	hn_fsp~l	hn_fsn~b	hn_ree~c	hn_gdpgr		
hn_fsextdbt	1.0000						
hn_fspusec~l	0.0091	1.0000					
hn_fsnetbub	-0.3771*	0.1543	1.0000				
hn_reerulc	0.4593*	-0.0013	-0.4180*	1.0000			
hn_gdpgr	-0.1621	0.1043	-0.0842	-0.1106	1.0000		

Σημείωση: οι αστερίσκοι (*) υποδεικνύουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές συσχέτισεων σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ή καλύτερο.

Ο Πίνακας 3.7 παρουσιάζει τη συσχέτιση μεταξύ των βασικών μεγεθών της Ουγγρικής οικονομίας. Σε σχέση με τα spread των δεκαετών ομολόγων παρατηρούμε ότι αυτά επηρεάζονται από τα ίδια μεγέθη, που είδαμε και για το Ελληνικό ομόλογο. Βλέπουμε λοιπόν ότι οι βασικές μεταβλητές που στατιστικά σημαντικά *συσχετίζονται* (r) με το spread είναι:

1. Ο λόγος του Ουγγρικού σωρευτικού ελλείμματος του ΙΤΣ στο ΑΕΠ - $hn_accagdp$ – (68%).
2. Ο λόγος του Ουγγρικού εξωτερικού χρέους στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» εξωτερικού χρέους) - $hn_fsextdbt$ – (63%).
3. Ο λόγος του Ουγγρικού εξωτερικού χρέους στο ΑΕΠ - $hn_extdbtgdpr$ - (61% συσχέτιση),
4. Ο λόγος του Ουγγρικού ακαθάριστου ισοζυγίου κρατικού προϋπολογισμού στο ΑΕΠ προς την φορολογική βάση (ή «δημοσιονομικός χώρος» ακαθάριστου ισοζυγίου κρατικού προϋπολογισμού) - $hn_fsnetbub$ – (57%), και
5. Ο λόγος του Ουγγρικού δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ ($\Delta X/\text{ΑΕΠ}$) - $hn_rudbtgdpr$ – (54% συσχέτιση).

Επιπλέον πρέπει να σημειώσουμε ότι σε αντίθεση με την Ελλάδα, όπου ορισμένα μεγέθη παρουσιάζουν αρνητική συσχέτιση με την πορεία των spread, εδώ όλα τα μεγέθη που εξετάζονται έχουν θετική συσχέτιση, με εξαίρεση το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ). Δηλαδή και πάλι βλέπουμε ότι όλα τα βασικά μεγέθη, που σχετίζονται με το εξωτερικό χρέος της Ουγγαρίας (δημόσιο ή συνολικό) έχουν σημαντική θετική επίδραση στα spreads των ομολόγων, αλλά ο λόγος $\Delta X/\text{ΑΕΠ}$ την μικρότερη.

Το Ουγγρικό δεκαετές ομόλογο συγκρινόμενο με το αντίστοιχο αναφοράς (Γερμανικό) παρουσιάζει, όπως και το Ελληνικό μη κανονική κατανομή και μεγάλη απόλυτη (από 0,12% έως και 59%) και σχετική ($CV \approx 0,75$) μεταβλητότητα.

Εκτιμήθηκε ότι στην περίοδο του δείγματος (2011 – 2021) υπάρχει στενή σχέση μεταξύ της πορείας των spread και του λόγου δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ ($\Delta X/\text{ΑΕΠ}$). Ωστόσο αντίθετα με την περίπτωση της Ελλάδας η συνάρτηση του Ουγγρικού ομολόγου είναι κυρτή, εμφανίζοντας ελάχιστο στο σημείο όπου ο λόγος $\Delta X/\text{ΑΕΠ}$ είναι στο 71%. Εκεί εμφανίζεται το ελάχιστο spread, περίπου στο 1,26%. Όταν ο λόγος ($\Delta X/\text{ΑΕΠ}$) αυξάνει πέραν του παραπάνω μεγέθους οι αγορές φαίνεται να τιμολογούν τον κίνδυνο αθέτησης αυξάνοντας το ασφάλιστρο κινδύνου. Όπως και την Ελληνική οικονομία έτσι και στην περίπτωση της Ουγγαρίας εκτιμήθηκε στατιστικά σημαντική 2^{ου} βαθμού,

μακροχρόνια συνάρτηση (συνολοκλήρωσης) των spreads από τον λόγο ΔΧ/ΑΕΠ για όλη την υπό εξέταση περίοδο.

Πίνακας 3.8

Εκτιμήσεις μακροχρόνιων [συνολοκλήρωσης ARDL Pesaran, Shin and Smith (2001)] σχέσεων των Ουγγρικών Spreads (συνολική δειγματική περίοδος, 2011Q2 – 2021Q4)

ARDL(3,1,2,2) regression

Sample: 2011q2 - 2021q4	Number of obs	=	43
	R-squared	=	0.7237
	Adj R-squared	=	0.5999
Log likelihood = 202.81343	Root MSE	=	0.0026

D. hn_spr10ygbyr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ADJ hn_spr10ygbyr L1.	-.3189133	.0723791	-4.41	0.000	-.4669452	-.1708815
LR hn_pudbtgdp	-2.492481	1.158633	-2.15	0.040	-4.862151	-.1228108
hn_pudbtgdp2	1.759265	.7900197	2.23	0.034	.1434932	3.375037
hn_gdpgr	-.0698983	.0414129	-1.69	0.102	-.1545973	.0148007
SR hn_spr10ygbyr LD.	.6757428	.1314573	5.14	0.000	.4068824	.9446032
L2D.	.2324576	.1583059	1.47	0.153	-.0913143	.5562295
hn_pudbtgdp D1.	.607082	.4528315	1.34	0.190	-.3190624	1.533226
hn_pudbtgdp2 D1.	-.4043465	.2961706	-1.37	0.183	-1.010083	.2013904
LD.	-.0370423	.0140344	-2.64	0.013	-.0657458	-.0083388
hn_gdpgr D1.	.0173498	.0092992	1.87	0.072	-.0016693	.0363688
LD.	.0065446	.0047827	1.37	0.182	-.0032371	.0163263
d10q213q4	.0062	.0025921	2.39	0.023	.0008984	.0115015
hn_reerulc	-.0001055	.0001815	-0.58	0.566	-.0004768	.0002659
_cons	.2938531	.1238338	2.37	0.024	.0405846	.5471216

Σημειώσεις: η εκτίμηση είναι σε μορφή υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος (ECM). Μας ενδιαφέρει η μακροχρόνια σχέση (LR) που αποδείχθηκε σημαντική (bounds test) με $F=6.529$, $t=-4.406$ σε $\alpha=5\%$. Η ταχύτητα βραχυχρόνιας προσαρμογής στην μακροχρόνια ισορροπία φαίνεται μάλλον μικρή, αφού το 32% περίπου της απόστασης καλύπτεται στο τρέχον τρίμηνο. Το υπόδειγμα δείχνει πολύ καλή εξειδίκευση (δεν έχουν παραληφθεί σημαντικές ερμηνευτικές μεταβλητές -RESET-) με κρίσιμο μέγεθος ελέγχου $p=71,8\%$. Φαίνεται ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική δευτεροβάθμια κυρτή (αντίθετα με της

Ελλάδας που εκτιμήθηκε κοίλη) συνάρτηση των Ουγγρικών spreads με τον αντίστοιχο λόγο ΔΧ/ΑΕΠ, με min spread όταν (ΔΧ/ΑΕΠ)=71% (R=52-85%). Αξιοσημείωτο είναι ότι δείχνει στατιστικά ασήμαντη (την περίοδο της κρίσης δημοσίου χρέους της Ευρωζώνης, 2010 - 2013) η μεταβλητή των σχετικών τιμών ως εξωγενής (hn_reerule). Δεν υπάρχουν προβλήματα ταυτόχρονης ετεροσκεδαστικότητας ενώ έχουμε πολυσυγραμμικότητα (μη-γραμμική σχέση) αλλά όχι αυτοσυσχέτιση μέχρι και 4^ο βαθμού.

Παρατηρήσεις επί των εκτιμήσεων των μακροχρόνιων σχέσεων των Ουγγρικών Spreads.

Εκτιμήθηκε ότι στην περίοδο του δείγματος (2011 – 2021) υπάρχει στενή σχέση μεταξύ της πορείας των spread και του λόγου (ΔΧ/ΑΕΠ). Ωστόσο αντίθετα με την περίπτωση της Ελλάδας η συνάρτηση του Ουγγρικού ομολόγου εμφανίζει ελάχιστο στο σημείο όπου ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ είναι στο 71%. Εκεί εμφανίζεται το ελάχιστο spread, περίπου στο 1,26%. Όταν ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ αυξάνει πέραν του παραπάνω μεγέθους οι αγορές φαίνεται να τιμολογούν τον κίνδυνο αθέτησης αυξάνοντας το ασφάλιστρο κινδύνου.

Αυτή η διαφορά είναι αξιοπρόσεκτη καθώς παρατηρούμε ότι τα γενικά μακροοικονομικά μεγέθη της Ουγγρικής οικονομίας είναι καλύτερα από αυτά της Ελληνικής. Παρακάτω παραθέτουμε μια ενδεικτική σύγκριση των μέσων όρων κάποιων από αυτά τα μεγέθη:

Πίνακας 3.9
Σύγκριση μέσων τιμών επιλεκτικών μεταβλητών

Σύμβολο Μεταβλητής	Ορισμοί Μεταβλητών	Ελλάδα	Ουγγαρία
pubdtgdp	Λόγος Δημοσίου χρέους στο ΑΕΠ	1,378	0,697
extdbtgdp	Λόγος εξωτερικού χρέους στο ΑΕΠ	8,098	1,103
fspudbt	Δημοσιονομικός χώρος Δημοσίου χρέους.	3,052	0,158
fsextdbt	Δημοσιονομικός χώρος εξωτερικού χρέους.	18,346	0,282
accagdp	Λόγος συσσωρευμένου ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στο ΑΕΠ.	-3,273	-1,459

3.4 Συζήτηση

Η παραπάνω ανάλυση κατέδειξε ότι υπάρχει σαφής διαφοροποίηση στον τρόπο που οι αγορές αντιμετώπισαν χώρες που ήταν μέλη νομισματικής ένωσης, όπως η Ελλάδα, σε σχέση με εκείνες, όπως η Ουγγαρία, που εφαρμόζαν «ανεξάρτητη» νομισματική πολιτική, με την έννοια ότι είχαν κεντρικές τράπεζες που ήλεγχαν το νόμισμα στο οποίο εξέδιδαν τα κρατικά τους χρέη σε ομόλογα. Σύμφωνα με τη θεωρία όπως παρουσιάστηκε στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου υπάρχει σαφής συσχέτιση μεταξύ βασικών μακροοικονομικών δεικτών και κίνησης των spread. Με την εισαγωγή της χρονικής παραμέτρου φάνηκε ότι για συγκεκριμένες χώρες, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα η κίνηση μακριά από τα επιτόκια βάσης ήταν ιδιαίτερα έντονη. Φυσικά αυτό το γεγονός αποτύπωνε και την ψυχολογία των αγορών τη δεδομένη στιγμή, όπου είχε ουσιαστικά προεξοφληθεί η χρεοκοπία της Ελληνικής οικονομίας. Μάλιστα το σημείο καμπής όπου οι αγορές έγιναν πιο ευαίσθητες όσον αφορά τα θεμελιώδη μεγέθη των κρατών της Ευρωζώνης ήταν το 2008, με την έκρηξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Αντίθετα στις ανεξάρτητες οικονομίες, όπως στο δείγμα μας την Ουγγαρία, οι προσδοκίες δεν φαίνεται να άλλαξαν και η κίνηση των επιτοκίων παρέμεινε σχετικά σταθερή χωρίς μεγάλες διακυμάνσεις.

Στο δεύτερο μέρος του κεφαλαίου η οικονομετρική ανάλυση επιβεβαίωσε τα μεγέθη, τα οποία επηρεάζουν την κίνηση των spreads, δηλαδή τον λόγο χρέους προς ΑΕΠ καθώς και τον Δημοσιονομικό χώρο. Συγκρίνοντας την Ελλάδα με την Ουγγαρία είδαμε αντίθετη συμπεριφορά των spreads ως προς τον λόγο ($\Delta X/AΕΠ$). Στη μεν Ουγγαρία, ανεξάρτητη νομισματικά, αυτά κινούνται καθοδικά μέχρι του ορίου ($\Delta X/AΕΠ$)=71% και μετά στρέφουν ανοδικά.

Αντίθετα στην Ελλάδα, μέλος της ΕΖ, η συνάρτηση του spread ως προς τον λόγο $\Delta X/AΕΠ$ εκτιμήθηκε κοίλη, δηλ. αύξουσα μέχρι του σημείου, είτε, ($\Delta X/AΕΠ$)=143% για το σύνολο της περιόδου 2004-2018, είτε, ($\Delta X/AΕΠ$)=133%, για την περίοδο της κρίσης χρέους της ΕΖ και μετά από αυτήν 2009-2021, και στην συνέχεια φθίνουσα. Εξετάζοντας την αποκλιμάκωση σε σχέση με το χρόνο και τις πολιτικές εξελίξεις αυτή συνέβη όταν η Ελλάδα εντάχθηκε στον ΕSM, εξασφαλίζοντας δανεισμό με ευνοϊκούς όρους.

Προχωρώντας μάλιστα σε μια απλή σύγκριση των μεγεθών των οικονομιών Ελλάδας και Ουγγαρίας (Πίνακας 3.9), βλέπουμε ότι η Ουγγαρία έχει γενικά καλύτερες μακροοικονομικές επιδόσεις και αυτό το γεγονός θα ήταν αναμενόμενο να αντικατοπτρίζεται πλήρως και στο επιτοκιακό περιθώριο των δεκαετών ομολόγων των

δύο χωρών. Αυτό πραγματικά συμβαίνει μέχρι το χρονικό σημείο όπου η Ελληνική οικονομία μέσω του ESM εισέρχεται σε καθεστώς επιτήρησης αλλά και ευνοϊκής χρηματοδότησης. Από εκείνο το σημείο και μετά υπάρχει αποκλιμάκωση των επιτοκίων (spreads). Αντίθετα η Ουγγρική οικονομία είχε σαν όπλο στην αντιμετώπιση των αγορών, μέσω των επιτοκίων που ζητούσαν, τον έλεγχο της ρευστότητας από την Κεντρική Τράπεζα της, και την ευχέρεια να λειτουργεί σαν Δανειστής Έσχατης Ανάγκης. Βέβαια, όπως είδαμε και παραπάνω, χρειάστηκε και σε αυτή την περίπτωση η παρέμβαση του ΔΝΤ και η σχετική επιτροπεία που αυτό επέβαλε.

Συμπεράσματα

Οι πιο κοινές θεμελιώδεις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε για την ανάλυση μας και τη σύγκριση μεταξύ των 2 οικονομιών είναι αυτές που μετρούν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Συγκεκριμένα μας απασχόλησαν κυρίως 2 έννοιες, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ και ο «δημοσιονομικός χώρος». Επιπλέον, χρησιμοποιούμε το συσσωρευμένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, καθώς και την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία σε όρους μοναδιαίου κόστους εργασίας. Οι επιπτώσεις αυτών των θεμελιωδών μεταβλητών, όπως εκτιμήθηκαν, στα spreads μπορούν να περιγραφούν ως εξής:

Όταν ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αυξάνεται, το βάρος της εξυπηρέτησης του χρέους αυξάνεται, οδηγώντας σε αυξανόμενη πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων. Αυτό με τη σειρά του οδηγεί σε αύξηση του spread, το οποίο λειτουργεί σαν ένα ασφάλιστρο κινδύνου που απαιτούν οι επενδυτές έτσι ώστε να αναλάβουν τον αυξημένο κίνδυνο αθέτησης. Όπως είδαμε από την παραπάνω ανάλυση την περίοδο πριν την χρηματοοικονομική κρίση οι αγορές δεν αξιολογούσαν σαν σημαντικές τις παραπάνω μεταβλητές, για τις χώρες μέλη της Ευρωζώνης. Ουσιαστικά η υπόθεση εργασίας ήταν ότι για κάθε χώρα μέλος τα ομόλογα είναι εγγυημένα από την ΕΚΤ, παρά το γεγονός ότι κάτι τέτοιο απαγορευόταν θεσμικά από την συνθήκη της ΕΕ (Μάαστριχτ).

Ως «δημοσιονομικός χώρος» ορίζεται η αναλογία του δημόσιου χρέους προς τα συνολικά φορολογικά έσοδα. Οι Aizenman και Hutchinson (2012) υποστηρίζουν ότι αυτό είναι ένα καλύτερο μέτρο για τη βιωσιμότητα του χρέους από το λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ.

Η θέση του ισοζυγίου πληρωμών έχει παρόμοια επίδραση στα spread. Τα συσσωρευμένα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών θα πρέπει να ερμηνεύονται ως αυξήσεις στο καθαρό εξωτερικό χρέος της χώρας συνολικά (ιδιώτες και μόνιμοι κάτοικοι). Έτσι κατά μία έννοια αυξάνεται ο κίνδυνος χρεοκοπίας της κυβέρνησης για τον ακόλουθο λόγο: Εάν η αύξηση του καθαρού εξωτερικού χρέους προκύψει από τις υπερβολικές δαπάνες του ιδιωτικού τομέα, θα οδηγήσει σε κίνδυνο χρεοκοπίας του ιδιωτικού τομέα. Για να καταλάβουμε την έννοια του καθαρού εξωτερικού χρέους μιας χώρας, χρησιμοποιούμε τον συσσωρευμένο δείκτη τρεχουσών συναλλαγών του ΑΕΠ αυτής της χώρας. Υπολογίζεται ως το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που συσσωρεύτηκε σε όλη την περίοδο διαιρεμένο με το επίπεδο του ΑΕΠ του (De Grauwe and Ji, 2013).

Η ανάλυση μας έδειξε μια αντίθετη συναρτησιακή συμπεριφορά των spread στις δύο οικονομίες, ως προς τον λόγο ΔΧ/ΑΕΠ [Ελλάδα (κοίλη) και Ουγγαρία (κυρτή)]. Για μεν την Ελλάδα βλέπουμε ότι η συνάρτηση των spreads ως προς το ΔΧ/ΑΕΠ, είναι κοίλη και παρουσιάζει μέγιστο, στο επίπεδο όπου το χρέος είναι στο 133% (143%) του ΑΕΠ την περίοδο της κρίσης χρέους και μετά από αυτήν 2009 - 21 (2004-2018). Εκεί το spread των δεκαετών ομολόγων έφτασε στο 24%. Αντίθετα, για την Ουγγαρία βλέπουμε ότι η συνάρτηση είναι κυρτή και έχει ελάχιστο όταν (ΔΧ/ΑΕΠ)=71,8%. Στο σημείο αυτό το spread των δεκαετών ομολόγων είναι στο 1,26%. Οι αγορές φαίνεται να τιμολογούν το Ουγγρικό ομόλογο με ασφάλιστρο κινδύνου πάνω από αυτό το επίπεδο.

Στην περίπτωση της Ελλάδας υπήρξε ράλι ανόδου των επιτοκιακών περιθωρίων στην περίοδο της κρίσης χρέους της Ευρωζώνης (2009-2015) αλλά καθόλου πριν από αυτήν (2000-2008). Η κοιλότητα της συνάρτησης των spreads ως προς το ΔΧ/ΑΕΠ χαρακτηρίζει τα επιτόκια να αποκλιμακώνονται ενώ συνεχίζει η αύξηση του λόγου. Η εξήγηση σύμφωνα με την οποία τα spread ακολούθησαν πτωτική πορεία είναι απλή. Η Ελληνική οικονομία εντάχθηκε στον μηχανισμό του ESM και δέχθηκε την εποπτεία της τρόικας. Η λύση στην κρίση χρέους που βίωνε η Ελλάδα ήταν πολιτική και πλέον ο δανεισμός μετατοπίστηκε από την αγορά ομολόγων στη διακρατική συμφωνία μέσω των κεφαλαίων του ESM και του ΔΝΤ. Η διάσωση της Ελλάδας και άλλων περιφερειακών χωρών αφορούσε το ευρώ σαν νόμισμα και την Ευρωπαϊκή Ένωση σαν ευπαθή Νομισματική Περιοχή. Η πραγματική σύγκλιση όμως των οικονομιών δεν είχε επιτευχθεί μέχρι εκείνο το σημείο και φαίνεται ότι τα μνημόνια και η οικονομική πολιτική που αυτά επέβαλαν δεν ήταν η συνταγή που θα την πραγμάτωνε στο μέλλον.

Στην περίπτωση της Ουγγαρίας, οι οικονομικές επιδόσεις ήταν καλύτερες από αυτές της Ελλάδας στην υπό εξέταση περίοδο αν και θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το κοινωνικό κόστος ήταν βαρύ και η οικονομική ανάπτυξη αναιμική. Παρατηρήσαμε ότι οι αγορές επέβαλαν ένα ασφάλιστρο κινδύνου, το οποίο όμως σε καμία περίπτωση δεν οδήγησε τα spread στα ύψη που έφτασαν στο Ελληνικό ομόλογο. Αυτό το αποτέλεσμα επιβεβαιώνει την υπόθεση της ευθραυστότητας ή ευπάθειας της Ευρωζώνης, δηλαδή οι αγορές φαίνεται να είναι λιγότερο ανεκτικές απέναντι σε μεγάλες συσσωρεύσεις δημόσιου χρέους στην Ευρωζώνη από ό,τι στις «ανεξάρτητες» νομισματικά χώρες. Προφανώς σημαντικό ρόλο παίζει το γεγονός ότι στην περίπτωση της Ευρωζώνης και μέχρι τουλάχιστον την ένταξη της Ελλάδας στο μηχανισμό ESM, οι ανεξάρτητες οικονομίες είχαν την εγγύηση της Κεντρικής Τράπεζας τους σαν τελικού δανειστή, κάτι που από το καταστατικό της ΕΚΤ απαγορευόταν.

Έτσι, η ιστορία της Ευρωζώνης είναι επίσης μια ιστορία αυτοεκπληρούμενων κρίσεων χρέους, που με τη σειρά τους οδηγούν σε πολλαπλές ισορροπίες. Οι χώρες που πλήττονται από κρίση ρευστότητας αναγκάζονται να εφαρμόσουν αυστηρά μέτρα λιτότητας που τις αναγκάζουν σε κατάρρευση όταν περνούν μια ύφεση, αποδεικνύοντας έτσι την αναποτελεσματικότητα των προγραμμάτων λιτότητας. Υπάρχει κίνδυνος ο συνδυασμός υψηλών επιτοκίων και βαθιάς ύφεσης να μετατρέψουν την κρίση ρευστότητας σε κρίση φερεγγυότητας. Στη συνέχεια πλήττεται ο κοινωνικός ιστός και το πρόβλημα επιτείνεται εάν δεν ληφθούν αναπτυξιακά μέτρα ώστε να ξεφύγει η οικονομία από το σπирάλ του θανάτου.

Σε έναν αλληλεξαρτώμενο κόσμο, που οι οικονομίες κυριαρχούνται από τις αγορές (MDE³), και τα spread είναι στενά συνδεδεμένα με τα υποκείμενα θεμελιώδη μεγέθη, όπως ο λόγος χρέους προς το ΑΕΠ και ο δημοσιονομικός χώρος, η μόνη επιλογή που έχουν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής για τη μείωση των περιθωρίων είναι να βελτιώσουν τα θεμελιώδη μεγέθη. Αυτό συνεπάγεται μέτρα που στοχεύουν στη μείωση του χρέους. Φυσικά εάν υπάρχουν αυστηρές δεσμεύσεις ως προς τη δημόσια κατανάλωση και τις δημόσιες επενδύσεις η κατάσταση γίνεται ακόμη δυσκολότερη.

Η Ελλάδα, η οποία είχε συσσωρεύσει μη βιώσιμα επίπεδα χρέους και ελλείμματος αντιμετώπισε υψηλά spreads, τα οποία επιτάθηκαν και από κερδοσκοπικές επιθέσεις, αλλά οι άλλες χώρες της Ευρωζώνης που επλήγησαν από την κρίση χρέους δεν ήταν σε χειρότερη δημοσιονομική θέση από τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, χώρες που φυσικά έμειναν στο απυρόβλητο, ως ανεξάρτητες νομισματικά.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν αποτελεί Άριστη Νομισματική Περιοχή. Τα κριτήρια ANΠ δεν πληρούνται. Συγκεκριμένα η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού είναι χαμηλή, κι ο όγκος του ενδοκοινοτικού εμπορίου δεν είναι παντού υψηλός, υπάρχει ανομοιομορφία των παραγωγικών δομών μεταξύ των χωρών του κέντρου και αυτών της περιφέρειας, ενώ, δεν προβλέφθηκε ενιαίος υπερεθνικός δημοσιονομικός προϋπολογισμός και σύστημα, το οποίο να αναδιανέμει τους πόρους προς τα κράτη μέλη σε περιόδους ασύμμετρων διαταραχών.

Οι σημαντικές διαφορές μεταξύ των οικονομιών των χωρών μελών καθιστά αναγκαία την ύπαρξη αντικυκλικών πολιτικών ώστε να υπάρχει εξισορρόπηση στα συχνά προβλήματα που ανακύπτουν. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω της ύπαρξης ενός ενιαίου προϋπολογισμού, ο οποίος να καλύπτει τέτοιου είδους ανάγκες. Στην

³ Market dominated economies.

παρούσα φάση ακόμα κι αν ήταν επιθυμητό, ο προϋπολογισμός για την ΕΕ είναι αρκετά μικρός και δεν θα μπορούσε να καλύψει έναν αντικυκλικό σχεδιασμό. Ελπίδα αποτελεί το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας που συνιστά μετά την κρίση της πανδημίας Covid-19 θετική εξέλιξη στην προοπτική της δημοσιονομικής ολοκλήρωσης.

Η σημασία των μεταβιβάσεων εισοδήματος από τις πιο ευνοημένες χώρες της ζώνης του ευρώ στις λιγότερο ευνοημένες, δεν μπορεί να αγνοείται συνεχώς. Αυτό θα απαιτούσε ένα τολμηρό βήμα προς την πραγματική Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση, την εμπάθυνση της Δημοσιονομικής Ένωσης. Σκεπτόμενοι ένα παράδειγμα σαν αυτό των ΗΠΑ, όπου οι ομοσπονδιακοί πόροι μπορούν να μεταφερθούν για την άσκηση οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής από μια πολιτεία σε άλλη και όπου ο ομοσπονδιακός προϋπολογισμός μπορεί να καλύψει τέτοιες ανάγκες, καταλαβαίνουμε το όφελος που θα μπορούσε να προκύψει για την ΕΕ, έστω ως συνομοσπονδία, από την υιοθέτηση παρόμοιων πολιτικών.

Προς το παρόν η ανάγκη αυτή δεν φαίνεται να έχει ωριμάσει και υπάρχουν σημαντικά πολιτικά εμπόδια στην εμπέδωση της Ευρωπαϊκής συνείδησης όχι μόνο σε επίπεδο πολιτικών ηγεσιών αλλά και σε επίπεδο λαών.

Η χρηματοπιστωτική κρίση κατέδειξε για ακόμη μια φορά τα καθυστερημένα αντανάκλαστα της ηγεσίας της ΕΕ. Δηλώσεις και πράξεις όπως αυτές του ακτιβιστή Μάριο Ντράγκι το 2012 πως θα κάνει ότι χρειάζεται για να προστατευθεί το ευρώ και η συνακόλουθη έμπρακτη στήριξη στην Ελλάδα άλλαξε την ψυχολογία των αγορών και έδειξε πως πρέπει να αντιμετωπιστεί θεσμικά το πρόβλημα. Ωστόσο επαναλαμβάνουμε ότι κατά την άποψη μας όσο οι κινήσεις αυτές περιορίζονται σε μέτρα μόνο νομισματικής πολιτικής δεν μπορεί να είναι αποτελεσματικές, εκτός της λειτουργίας της ΕΚΤ ως δανειστή έσχατης ανάγκης (έστω υπό προϋποθέσεις). Η εμπάθυνση προς την δημοσιονομική ολοκλήρωση είναι απαραίτητη για την επιτυχία του οράματος της Ενωμένης Ευρώπης.

Χωρίς αποκατάσταση της Ευρωζώνης σε πλήρη ΝΕ, η τρέχουσα μορφή της ατελούς ΝΕ που έχει ακόμη σήμερα, δεν μπορεί να αποτρέψει μελλοντικές κερδοσκοπικές επιθέσεις κι επομένως η ιστορία λέει ότι αν δεν αλλάξει θα διαλυθεί.

Στη σημερινή πραγματικότητα η Ευρώπη αντιμετωπίζει νέες προκλήσεις. Η μετά COVID-19 εποχή απαιτεί συντονισμένη δράση σε πλείστα όσα πεδία του πολιτικού βίου. Ο πόλεμος Ρωσίας – Ουκρανίας στη γειτονιά της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η ενεργειακή κρίση, το σπάσιμο της εφοδιαστικής αλυσίδας, η απειλή επισιτιστικής κρίσης και ο

παρεπόμενος πληθωρισμός είναι σοβαρές δομικές προκλήσεις στην τρέχουσα ατζέντα των ηγετών. Ο κίνδυνος διάχυσης των προβλημάτων αυτών εντός της ΕΕ και η δημιουργία ανεξέλεγκτης αλυσιδωτής αντίδρασης πρέπει να αντιμετωπιστεί από την Ευρωπαϊκή ηγεσία σήμερα. Η λύση δεν φαίνεται εύκολη και σίγουρα δεν μπορεί να αφορά ένα περιβάλλον, στο οποίο η κάθε χώρα ανεξάρτητα από το οικονομικό μέγεθος της, θα επιβάλει ή θα μπλοκάρει αποφάσεις με βάση κοντόφθαλμα εθνικά συμφέροντα.

Βιβλιογραφία

Ελληνική Βιβλιογραφία

- Τσούκαλης, Λ. (2004), Ποια Ευρώπη;, Εκδόσεις Ποταμός
- Τσούκαλης, Λ. (1997), Η νέα ευρωπαϊκή οικονομία στο κατώφλι του 21^{ου} αιώνα, Εκδόσεις Παπαζήσης
- Βουλή των Ελλήνων, Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους (2014), Ενδιάμεση Έκθεση: Η νέα Οικονομική Διακυβέρνηση στη Ζώνη του Ευρώ και η Ελλάδα. Οι μηχανισμοί εποπτείας και αλληλεγγύης υπό όρους μετά το Μνημόνιο, Αθήνα: Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους.
- Δηλανάς, Α. (2015), Η εξέλιξη του δημόσιου χρέους από το 1974 έως το 2010, Διαθέσιμο στο: <http://www.rodiaki.gr/article/309428/h-exelixh-toy-dhmosioy-xreoy-s-apo-to-1974-ews-to-2010>.
- Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2017), Οικονομική Διακυβέρνηση. Διαθέσιμο στο: http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.4.html.
- Κώντσας, Σ. (2008), Οι επιδράσεις του ευρώ στις επενδύσεις & την ανάπτυξη στις χώρες της Ε.Ε. και στην ελληνική οικονομία, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- Ξένος, Α. (2017), ένθετο «Χρήμα, Δάνεια και Χρέη», τεύχος 189 του περιοδικού «Τρίτο Μάτι». Διαθέσιμο στο: <http://www.cna.gr/stories/to-elliniko-xreos-kai-i-istoria-tou/>.
- Παπαστάμκος, Γ. και Κότιος, Α. (2011), Η κρίση της Ευρωζώνης. Κρίση του συστήματος ή της πολιτικής;. Διαθέσιμο στο: <https://tinyurl.com/ydyh72mh>.
- Στρατόπουλος, Γ. (2016), Η ανατομία του δημόσιου χρέους. Διαθέσιμο στο: <http://www.protagon.gr/epikairo-tita/poioi-einai-oi-megaloi-prwtagwnistes-tis-krisis-44341082501>.
- Τσιπλάκος, Α. (2010), Επιστημονικό Μάρκετινγκ, τεύχους Απριλίου, Διαθέσιμο στο: <https://www.insurancedaily.gr/η-διαχρονική-εξέλιξη-του-δημόσιου-χρέ/>.

Ξένη Βιβλιογραφία

- Aizenman J., Hutchison, Yothin J. (2013), What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0261560612001908>
- Connolly, R. (2012), The Determinants of the Economic Crisis in Post-Socialist Europe. *Europe - Asia Studies*, 64(1). Διαθέσιμο στο: <https://doi.org/10.1080/09668136.2012.635474>
- Cordero, J. A. (2009), The IMF's Stand-by Arrangements and the Economic Downturn in Eastern Europe, (September), Retrieved from <http://www.cepr.net>
- Dandashly, A., Verdun, A. (2009), The Domestic Politics of Euro Adoption in the Czech Republic, The Domestic Politics of Euro Adoption in the Czech Republic , Hungary and Poland.
- De Grauwe P., Ji Y. (2013), Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test, *Journal of International Money and Finance* 34 15–36. Διαθέσιμο στο https://www.researchgate.net/publication/254397991_Self-Fulfilling_Crises_in_the_Eurozone_An_Empirical_Test
- De Grauwe, P. (2011), Managing a fragile Eurozone, *Voxeu.org*. Διαθέσιμο στο: <http://voxeu.org/article/managing-fragile-eurozone>.
- Dean, J. W. (2004), Adopting the Euro: Tradeoffs and challenges facing the new EU-ten. *Journal of Policy Modeling*, 26 (7 SPEC.ISS.). Διαθέσιμο στο: <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2004.08.002>
- Eichengreen, B. (2009), Was the euro a mistake?, *VoxEU*. Διαθέσιμο στο: <http://voxeu.org/index.php?q=node/2815>
- European Commission (2017), Design failures in the Eurozone - can they be fixed?, *EU Publications*, Διαθέσιμο στο: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/ecp491_en.htm
- Johnson, J., Barnes, A. (2015), Financial nationalism and its international enablers: The Hungarian experience. *Review of International Political Economy*, 22(3), 535–569. Διαθέσιμο στο: <https://doi.org/10.1080/09692290.2014.919336>
- Karo, E., Kattel, R., Raudla, R. (2017), Searching for Exits from the Great Recession: Coordination of Fiscal Consolidation and Growth Enhancing Innovation Policies in Central and Eastern Europe. *Europe - Asia Studies*, 69(7), 1009–1026. Διαθέσιμο στο: <https://doi.org/10.1080/09668136.2017.1376183>

- Krugman Paul R., Obstfeld M., Melitz M. (2014). *International Economics: Theory and Policy* (10th Edition), Pearson Series in Economics
- Mundell Robert A. (1961). *A Theory of Optimum Currency Areas*.
- Mursa, G. (2013), *Euro – Advantages and disadvantages CES*, Working Papers. Διαθέσιμο στο: http://ceswp.uaic.ro/articles/CESWP2014_VI3_MUR.pdf .
- Myant, M., Drahokoupil, J., Lesay, I. (2013), *The Political Economy of Crisis Management in East-Central European Countries*. *Europe - Asia Studies*, 65(3).
- Orenstein, M. A. (2013), *Reassessing the neo-liberal development model in Central and Eastern Europe*. In V. A. Schmidt & M. Thatcher (Eds.), *Resilient Liberalism in Europe's Political Economy*. Cambridge: Cambridge University Press. Διαθέσιμο στο: <https://doi.org/10.1017/CBO9781139857086.017>
- Schelkle, W. (2012), *Good Governance in crisis or a good crisis for governance? A comparison of the EU and the US*. *Review of International Political Economy*, 19 (1).
- Sobják, A. (2013), *From the Periphery to the Core? Central Europe and the Economic Crisis*, *The Polish Institute of International Affairs* , Policy Paper Vol. 7 (55).
- Walter, S. (2016), *Crisis Politics in Europe: Why Austerity Is Easier To Implement in Some Countries Than in Others*. *Comparative Political Studies*, 49(7), 841–873. Διαθέσιμο στο: <https://doi.org/10.1177/0010414015617967>
- Wolf, M. (2012), *Why the Eurozone Crisis is Not Over*, *Financial Times*. Διαθέσιμο στο: <https://www.ft.com/content/74acaf5c-79f2-11e2-9dad-00144feabdc0?mhq5j=e5> .