



**ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ**

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ»

(APPLIED ECONOMICS AND REGIONAL DEVELOPMENT)

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: «ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ»



ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Στατιστικές Εκτιμήσεις για τις Οικονομικές Επιπτώσεις σε περίπτωση Χρεοκοπίας μέσα σε μία Νομισματική Ένωση: Η περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης»

Μεταπτυχιακός Φοιτητής: Σαρής Νικόλαος (Α.Μ. 0814Μ031)

Επιβλέπων Καθηγητής: Ρίτσαρντσον Στέφανος-Κλάιβ

ΑΘΗΝΑ, ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2016

Δήλωση για Copyright

«Η διπλωματική αυτή αποτελεί προσωπική εργασία και εκπονήθηκε αποκλειστικά και μόνο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Σπουδών στην κατεύθυνση «Εφαρμοσμένων Οικονομικών και Διοίκησης».

Περίληψη

Στην παρούσα διπλωματική εργασία παρουσιάζεται και αναλύεται εκτενώς το θέμα της χρεοκοπίας ενός κράτους και των επιπτώσεων που έχει η χρεοκοπία αυτή για μία χώρα και, συγκεκριμένα, για μία νομισματική ένωση όπως είναι οι χώρες της Ευρωζώνης και αποτελεί τμήμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η έννοια της χρεοκοπίας έχει αποκτήσει τα τελευταία χρόνια ιδιαίτερο περιεχόμενο καθώς οι συνεχόμενες αστάθειες στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη ολόκληρων χωρών καθώς και οι αστάθειες που παρατηρούνται στον πολιτικό και κοινωνικό χώρο έχουν ανατρέψει τις ισορροπίες στην άριστη διαχείριση και κατανομή των περιορισμένων πόρων της κοινωνίας. Ως αποτέλεσμα, κράτη που είναι ιδιαίτερα ευάλωτα σε αυτές τις συνθήκες να αδυνατούν να αποπληρώνουν, τις περισσότερες φορές τουλάχιστον, μέρος από τις πληρωμές τους προς τους δανειστές ή πιστωτές τους, εντείνοντας περισσότερο τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων τους και κατ' επέκταση αυξάνοντας περισσότερο τη πιθανότητα μιας επερχόμενης χρεοκοπίας.

Ο βασικός λόγος για τον οποίο μια χρεοκοπία αποτελεί ένα δυσβάσταχτο γεγονός για ένα κράτος είναι ότι χάνει την εμπιστοσύνη και την φερεγγυότητα του απέναντι τόσο στους πιστωτές του όσο και στους πολίτες του. Επίσης, ως πόρισμα του προηγούμενου, το κράτος αποκλείεται από περαιτέρω δανειοδοτήσεις στις αγορές ενώ αυξάνεται το κόστος των κεφαλαίων (το επιτόκιο) με το οποίο δανείζεται από το εξωτερικό ή/και από τον ιδιωτικό και τραπεζικό τομέα. Επίσης, η χρεοκοπία αποφέρει βαρύτερες συνέπειες για τους πολίτες καθώς μειώνονται τα εισοδήματά τους λόγω πτώσης των αποταμιεύσεων που οφείλεται στην δημιουργία τραπεζικών πανικών ή φαινομένων μαζικής απόσυρσης καταθέσεων.

Η χρεοκοπία αποτελεί μεγάλο κίνδυνο ιδιαίτερα σε χώρες που ανήκουν σε νομισματική ένωση καθώς το κοινό νόμισμα επηρεάζει αυτόματα όλες τις χώρες-μέλη και κατ' επέκταση το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Οι περιπτώσεις τόσο της Ευρωπαϊκής όσο και της Ελληνικής κρίσης χρέους αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα, με την Ελλάδα να βρίσκεται στο προσκήνιο καθώς το 2015 αθέτησε τις υποχρεώσεις της.

Με βάση τις ανωτέρω περιπτώσεις, η εμπειρική έρευνα που πραγματοποιήθηκε σε αυτή τη περίπτωση είχε ως στόχο την εκτίμηση των πιθανοτήτων χρεοκοπίας στις χώρες της Ευρωζώνης, εξετάζοντας ένα δείγμα 17 από τις συνολικά 19 χώρες της ένωσης για τη περίοδο 1995-2014. Χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο logit σταθερών επιδράσεων με εξαρτημένη μεταβλητή τη πιθανότητα χρεοκοπίας για κάθε χώρα και ανεξάρτητες μεταβλητές οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες, προέκυψε ότι ο κίνδυνος χρεοκοπίας σχετίζεται περισσότερο με το χρέος της κυβέρνησης (θετικά) και με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ (αρνητικά) ενώ, οι πιθανότητες χρεοκοπίας εμφανίστηκαν στα ίδια περίπου επίπεδα σε όλες τις εξεταζόμενες χώρες. Συνεπώς, αυτό σημαίνει ότι η πρόβλεψη τους ήταν ανέφικτη λόγω του ότι οι οικονομίες αυτές δεν επηρεάζονται, ως επί το πλείστον, από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη τους.

Λέξεις-Κλειδιά: χρεοκοπία, νομισματική ένωση, Ευρωπαϊκή κρίση χρέους, Ελληνική κρίση χρέους, Ευρωζώνη, παράγοντες χρεοκοπίας, πιθανότητες χρεοκοπίας

Abstract

The present dissertation presents and extensively discusses the issue of the sovereign default of a state as well as the impact of this sovereign default for a country and, in particular, for a currency union such as the euro-zone countries, part of the European Union. The concept of sovereign default, in recent years, has acquired a particular meaning, as the continuous instability in the economic fundamentals of entire countries and instabilities observed in the political and social space have upset the balance in the effective management and allocation of limited resources of society. As a result, countries that are particularly vulnerable in these conditions fail to repay, at least in most cases, part of their payments to their lenders or creditors, intensifying the risks of default of their obligations and, thereby, further increasing the likelihood of an upcoming sovereign default.

The main reason why a sovereign default is an unbearable fact for a state is that it loses trust and credibility towards both creditors and its own citizens. Also, as a corollary of the previous, the state is excluded from further lending while the cost of capital (the interest rate), which is borrowed from abroad or from the private and banking sector increases. Also, a sovereign default has serious consequences for citizens as it reduces income due to a fall in savings because of mass withdrawal of deposits.

The sovereign default is a major risk especially in countries belonging to a monetary union, as a single currency affects automatically all the member countries as well as the global economic system. The cases of both the European and the Greek debt crisis are prime examples, with Greece at the forefront since in 2015 it failed to fulfill its obligations.

Based on the above cases, the empirical research conducted in this case was to estimate the probability of default in the Euro zone countries, examining a sample of 17 out of a total of 19 countries of the Euro zone for the period 1995-2014. Using a logit model with fixed effects with dependent variable the probability of default for each country and independent variables economic and political factors, the analysis showed that the sovereign default risk is correlated more with the debt of government (positive) and the GDP growth rate (negative), while default probabilities were observed at around the same levels in all the countries concerned. Consequently, this means that prediction was impossible because these economies are not affected, basically by the economic fundamentals.

Keywords: sovereign default, currency union, European debt crisis, Greek debt crisis, euro zone, default determinants, default probabilities

Σελίδα Αφιέρωσης

*Η παρούσα διπλωματική εργασία
είναι αφιερωμένη
στον αγαπημένο μου πατέρα*

Πίνακας Περιεχομένων

Δήλωση για Copyright	ii
Περίληψη	iii
Abstract	iv
Σελίδα Αφιέρωσης	v
Κατάλογος Διαγραμμάτων.....	vii
Κατάλογος Πινάκων	viii
Εισαγωγή	ix
Ευχαριστίες	x
1 Σκοπός και Σημαντικότητα Διπλωματικής Εργασίας.....	1
2 Επισκόπηση της Βιβλιογραφίας	4
2.1 Η έννοια της χρεοκοπίας-πτώχευσης ενός κράτους.....	4
2.2 Η έννοια της νομισματικής ένωσης: Οφέλη και κόστη	6
2.3 Κατηγορίες Νομισματικών Ενώσεων	9
2.4 Η χρεοκοπία σε μια χώρα.....	11
2.5 Έρευνα και μελέτες που συνδέονται με τους παράγοντες που οδηγούν σε χρεοκοπία μιας νομισματικής ένωσης	15
2.6 Μελέτη περίπτωσης της Ευρωπαϊκής και της Ελληνικής κρίσης χρέους.....	20
2.6.1 Η Ευρωπαϊκή κρίση χρέους	20
2.6.2 Η Ελληνική κρίση χρέους.....	30
3 Μέθοδος και Εργαλεία.....	33
3.1 Συλλογή Δεδομένων.....	33
3.2 Ορισμός μεταβλητών	34
3.3 Οικονομετρικό μοντέλο	36
3.4 Ανάλυση δεδομένων	37
4 Ευρήματα	39
4.1 Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών.....	39
4.2 Οικονομετρικό μοντέλο	42
5 Συζήτηση και Συμπεράσματα	46
Βιβλιογραφία	50
Βιογραφικό σημείωμα	59

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Εξέλιξη του δημόσιου χρέους της Ισπανίας και της Ιρλανδίας ως % του ΑΕΠ (1995-2013)	24
Διάγραμμα 2: Εξέλιξη των δημοσιονομικών πλεονασμάτων/ελλειμμάτων της Ισπανίας και της Ιρλανδίας ως % του ΑΕΠ (1995-2013).....	25
Διάγραμμα 3: Εξέλιξη του δημόσιου χρέους ως % του ΑΕΠ της Πορτογαλίας και της Ιταλίας, 1995-2013	26
Διάγραμμα 4: Εξέλιξη των δημοσιονομικών πλεονασμάτων/ελλειμμάτων της Ιταλίας και της Πορτογαλίας ως % του ΑΕΠ, 1995-2013	27
Διάγραμμα 5: Εξέλιξη του δημόσιου χρέους της Ελλάδας ως % του ΑΕΠ, 1995-2013	28
Διάγραμμα 6: Εξέλιξη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων/πλεονασμάτων της Ελλάδας ως % του ΑΕΠ, 1995-2013.....	29

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών (1995-2014).....	40
Πίνακας 2: Αποτελέσματα παλινδρόμησης για την πρόβλεψη της πιθανότητας χρεοκοπίας	43
Πίνακας 3: Προβλεπόμενες από το μοντέλο πιθανότητες χρεοκοπίας ανά χώρα	44

Εισαγωγή

Οι συνθήκες του οικονομικού περιβάλλοντος που επικρατούν τη σήμερον ημέρα, όπως άλλωστε και σε κάθε κοινωνία, άλλοτε είναι θετικά και άλλοτε αρνητικά εξελίξιμες. Αυτό σημαίνει ότι πάντα υπάρχουν περίοδοι όπου η οικονομική δραστηριότητα μιας χώρας ή μιας ολόκληρης ομάδας χωρών αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου ενώ σε άλλες περιόδους η οικονομική δραστηριότητα παρουσιάζει φθίνουσες τάσεις, όπως συμβαίνει με τη σημερινή οικονομική ύφεση που κυριαρχεί σε ολόκληρο τον πλανήτη και μαστίζει ένα μεγάλο μέρος του πληθυσμού, με την έννοια ότι το βιοτικό τους επίπεδο μειώνεται εξαιτίας της μείωσης της ποσότητας του παραγόμενου προϊόντος στην οικονομία, καθώς και της μείωσης του γενικού επιπέδου τιμών και της αύξησης της ανεργίας (Mankiw, 2001, Mankiw & Taylor, 2010). Η αντίθετη μεταβολή στα μεγέθη αυτά παρατηρείται όταν η οικονομική δραστηριότητα αυξάνεται, δηλαδή υπεισέρχεται σε μία φάση οικονομικής ανόδου ή άνθησης (Abel, Bernanke, & Croushore, 2010).

Τα παραπάνω αποτελούν ιδιαίτερο αντικείμενο ανάλυσης κάτω από το πρίσμα των θεωριών περί οικονομικών κύκλων (business cycles) τις οποίες έχουν αναπτύξει διάφοροι θεωρητικοί που έχουν ασχοληθεί με το θέμα, όπως οι Joseph Schumpeter, Paul Samuelson, Richard Goodwin, John Maynard Keynes, Irving Fischer, Hyman Minsky, Finn E. Kydland, Edward C. Prescott κ.α. Ένας οικονομικός κύκλος γενικώς, είναι η καθοδική και η ανοδική κίνηση της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας γύρω από τη μακροπρόθεσμη τάση ανάπτυξης του. Οι διακυμάνσεις αυτές συνήθως αναφέρονται σε διαχρονικές αλλαγές μεταξύ των περιόδων όπου παρατηρείται σχετικά ταχεία οικονομική ανάπτυξη και των περιόδων σχετικής στασιμότητας, οι οποίες έχουν μεγάλο αντίκτυπο στο σύνολο της οικονομίας ανάλογα με το πόσο έντονες είναι (Abel, Bernanke, & Croushore, 2010).

Οι οικονομολόγοι πιστεύουν γενικά ότι ο αντιπληθωρισμός (deflation) είναι ένα πρόβλημα σε μια σύγχρονη οικονομία, διότι αυξάνει την πραγματική αξία του χρέους, και μπορεί να επιδεινώσει την ύφεση και να οδηγήσει σε μια αντιπληθωριστική σπείρα (deflationary spiral) η οποία θα επιβαρύνει ακόμη περισσότερο το χρέος μιας οικονομίας. Η αντιπληθωριστική σπείρα είναι μια κατάσταση κατά την οποία η πτώση στο γενικό επίπεδο των τιμών οδηγεί σε μείωση της παραγωγής, η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε μείωση των μισθών και της ζήτησης και σε περαιτέρω μείωση των τιμών (Abel, Bernanke, & Croushore, 2010). Δεδομένου ότι οι μειώσεις στο γενικό επίπεδο των τιμών κάτω από το μηδέν αποκαλούνται αντιπληθωρισμός, μια αντιπληθωριστική σπείρα συμβαίνει όταν οι μειώσεις στις τιμές οδηγούν σε ένα φαύλο κύκλο, όπου ένα πρόβλημα επιδεινώνεται συνεχώς. Τέλος, ένα άλλο οικονομικό παράδειγμα αυτής της αρχής είναι το φαινόμενο του τραπεζικού πανικού (bank run) όπου ένας μεγάλος αριθμός ατόμων αποσύρουν μαζικά τις καταθέσεις τους για τον λόγο ότι φοβούνται επερχόμενη πτώχευση μιας τράπεζας ή, στη χειρότερη, πτώχευση ή χρεοκοπία του κράτους που αποτελεί μία ιδιαίτερα δυσμενής κατάσταση για μία τράπεζα ή χώρα καθώς αδυνατεί να ανταποκριθεί στις εσωτερικές και εξωτερικές της υποχρεώσεις (Krugman & Wells, 2009, Abel, Bernanke, & Croushore, 2010).

Ευχαριστίες

Πριν την παρουσίαση του κυρίου μέρους της παρούσας διπλωματικής εργασίας, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους ανθρώπους τους οποίους γνώρισα και συνεργάστηκα μαζί τους κατά τη διάρκεια της εκπαιδευτικής μου πορείας στο πανεπιστήμιο. Καταρχάς, θα ήθελα πρώτα απ' όλα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής μου εργασίας, κύριο Στέφανο-Κλάιβ Ρίτσαρντσον, για την πολύτιμη συνεισφορά του πάνω στην επίβλεψη της εργασίας μου αλλά και την καθοδήγηση και την εμπιστοσύνη την οποία μου έδειξε κατά τη διάρκεια εκπόνησης αυτής της εργασίας. Επίσης, ιδιαίτερες ευχαριστίες θέλω να απευθύνω στους καθηγητές Γρηγόριο Σιουρούνη και Σταύρο Ντεγιαννάκη που δέχτηκαν να είναι στην τριμελή επιτροπή αξιολόγησης της εργασίας μου αλλά και για την μεγάλη πνευματική εμπειρία τους πάνω στα θέματα της στατιστικής, της οικονομετρίας και της διεθνούς οικονομικής ανάλυσης, οι γνώσεις των οποίων με βοήθησαν να επιλέξω το συγκεκριμένο θέμα. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την οικογένεια μου, τη μητέρα μου και την αδερφή μου για την όλη στήριξη και το κουράγιο που μου πρόσφεραν για την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου. Δεν παραλείπω φυσικά τις ιδιαίτερες ευχαριστίες στον αποβιώσαντα πατέρα μου, στον οποίο και αφιερώνω την εργασία αυτή.

1 Σκοπός και Σημαντικότητα Διπλωματικής Εργασίας

Εκ πρώτης όψεως, το φαινόμενο της χρεοκοπίας ίσως να φαντάζει σε πολλούς ως το πλέον δυσάρεστο οικονομικό γεγονός σε μία χώρα, μιας και η αδυναμία εκπλήρωσης των εσωτερικών και εξωτερικών της υποχρεώσεων είναι ένα βασικό πρόβλημα αναποτελεσματικής διαχείρισης του οικονομικού, πολιτικού και κοινωνικού περιβάλλοντος. Πράγματι, οι συνέπειες είναι βαρύτερες καθώς σε μία τέτοια περίπτωση η χώρα χάνει την εμπιστοσύνη της απέναντι στους δανειστές της, οι πολίτες βιώνουν επώδυνες οικονομικές και κοινωνικές συνθήκες και το νομισματικό και πιστωτικό της σύστημα καταρρέει. Επομένως, η χρεοκοπία σίγουρα συνεπάγεται ένα μεγάλο κόστος για μία χώρα ή μια ομάδα χωρών (π.χ. Ευρωπαϊκή Ένωση) (Das, Papaioannou, & Trebesch, 2009, Kolb, 2011).

Πόσο δαπανηρή είναι όμως η χρεοκοπία για τη χώρα που αθετεί τις υποχρεώσεις της (default); Πως μπορούν να περιοριστούν αυτά τα κόστη που επωμίζεται το κοινωνικό σύνολο; Αυτά είναι κρίσιμα ερωτήματα που απασχολούν έντονα τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής για την αντιμετώπιση μιας κρίσης χρέους. Έτσι, για τον υπολογισμό του κόστους που έχει η χρεοκοπία στην κοινωνία, είναι αναγκαίο να ληφθεί υπόψη το που μπορεί και σε τι κατάσταση πρέπει να φτάσει μία χώρα έτσι ώστε να αποφύγει τη χρεοκοπία. Η κατανόηση των πηγών του κόστους αυτού, δηλαδή των αιτιών που δημιουργούν μία κρίση χρέους, είναι ζωτικής σημασίας για το μετριασμό του και τη βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς (Das, Papaioannou, & Trebesch, 2009, Kolb, 2011).

Τα τελευταία χρόνια, προκειμένου να αποφευχθεί μια χρεοκοπία, οι κυβερνήσεις έχουν δώσει σκληρές πολιτικές μάχες για να μειώσουν τις πληρωμές συντάξεων ή/και μισθών του δημοσίου, έχουν αναβάλλει επενδύσεις ή διακινδύνευσαν την ομαλή λειτουργία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, πιέζοντας τις τράπεζες να αποπληρώνουν ένα μεγάλο μέρος του δημοσίου χρέους. Οι κυβερνήσεις ήταν πρόθυμες να πράξουν όλα αυτά για να αποφύγουν τη χρεοκοπία, διότι θεωρείται ότι είναι εξαιρετικά δαπανηρή όπως αναφέρθηκε παραπάνω. Ωστόσο, η κατανόηση της προέλευσης αυτών των δαπανών ήταν δύσκολη. Ένας λόγος είναι ότι οι συμβάσεις του δημόσιου χρέους διαφέρουν από τις συμβάσεις του εταιρικού χρέους, κυρίως επειδή το νομικό τους πλαίσιο είναι ασθενέστερο (Krugman & Wells, 2009). Η νομική εφαρμοσιμότητα των συμβάσεων του δημόσιου χρέους είναι πολύ πιο περιορισμένη. Ο κάτοχος της σύμβασης του εταιρικού χρέους έχει μία νομικά ισχυρή απαίτηση επί των περιουσιακών στοιχείων του εταιρικού δανειολήπτη και, σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων, ο δανειστής έχει το δικαίωμα να αναλάβει δράση κατά του οφειλέτη στο πλαίσιο του πτωχευτικού κώδικα. Κάτι τέτοιο δεν ισχύει στη περίπτωση των συμβάσεων δημόσιου χρέους. Τα κυρίαρχα κράτη είναι σχετικά ανεπηρέαστα από τις διαδικασίες πτώχευσης και μόνο ελάχιστα από τα περιουσιακά τους στοιχεία θα μπορούσαν να κατασχεθούν σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής. Επιπλέον, η συντριπτική πλειονότητα των συμβάσεων του δημόσιου χρέους δεν είναι εξασφαλισμένες. Λαμβάνοντας υπόψη αυτό το νομικό πλαίσιο, φαίνεται ότι μια χρεοκοπία δεν θα πρέπει να είναι τόσο πολύ δαπανηρή αλλά υπάρχει κάποιος αντίλογος σε αυτό το θέμα (Das, Papaioannou, & Trebesch, 2009, Kolb, 2011).

Έχοντας παρουσιάσει τα παραπάνω στοιχεία σχετικά με τη χρεοκοπία που παρατηρείται σε μία χώρα και το υπόβαθρο της έρευνας αυτής, όπως περιγράφεται από τη θεωρία οικονομικών κύκλων, προκύπτει ότι το αντικείμενο της παρούσας έρευνας είναι να αναλύσει στατιστικά τις οικονομικές επιπτώσεις που παρατηρούνται σε περίπτωση χρεοκοπίας, εξετάζοντας την περίπτωση μιας νομισματικής ένωσης και, ειδικότερα, αυτή της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δηλαδή της Ευρωζώνης. Έτσι, ο αντικειμενικός σκοπός της διπλωματικής αυτής εργασίας αποκρυσταλλώνεται στην ακόλουθη πρόταση: **"Κριτική ανάλυση των οικονομικών επιπτώσεων που ανακύπτουν μέσα σε μία νομισματική ένωση, όπως αυτή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ή Ευρωζώνης), σε περίπτωση χρεοκοπίας"**.

Η διπλωματική εργασία αυτή δομείται σε έξι κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο είναι η παρούσα Εισαγωγή όπου αρχικά παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο της έρευνας, έπειτα ορισμένα γενικά στοιχεία για τη μελέτη της χρεοκοπίας χωρών, καθώς και ο σκοπός και οι στόχοι της έρευνας αυτής, όπως και η σπουδαιότητα της.

Το δεύτερο κεφάλαιο θα παρουσιάσει το Θεωρητικό μέρος της διπλωματικής, εξετάζοντας τόσο τη γενικότερη θεωρητική ανάλυση που ισχύει για την μελέτη της χρεοκοπίας αλλά και της νομισματικής ένωσης όσο και την υπάρχουσα βιβλιογραφία που έχει ασχοληθεί με το θέμα αυτό. Επιπλέον, η μελέτη περίπτωσης της Ευρωπαϊκής κρίσης χρέους κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική, όπως και μια αναφορά στην ελληνική πραγματικότητα. Το τρίτο κεφάλαιο της εργασίας αποτελείται από τη παρουσίαση της Μεθοδολογίας που χρησιμοποιήθηκε στην έρευνα αυτή. Ειδικότερα, θα αναφερθούν το είδος και ο τρόπος με τον οποίο συλλέχθηκαν τα δεδομένα, ο ορισμός και η περιγραφή των βασικών μεταβλητών, καθώς και το οικονομετρικό μοντέλο και η ανάλυση δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν.

Το τέταρτο κεφάλαιο αποτυπώνει τα σημαντικότερα Αποτελέσματα τα οποία προέκυψαν από την ανάλυση που ακολουθήθηκε, με βάση την μεθοδολογία και το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκαν.

Το πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο αποτελεί το κομμάτι της Συζήτησης στο οποίο αρχικά, θα περιγραφούν και θα ερμηνευθούν τα κύρια ευρήματα που προέκυψαν από το κεφάλαιο των αποτελεσμάτων και κατόπιν τα ευρήματα αυτά θα συγκριθούν με τα αντίστοιχα ευρήματα άλλων ερευνών. Επίσης, το κεφάλαιο αυτό αποτελείται από τα Συμπεράσματα στα οποία κατέληξε η έρευνα αυτή. Παρουσιάζοντας αρχικά τα κύρια συμπεράσματα της έρευνας, θα διατυπωθούν στη συνέχεια ορισμένες προτάσεις οι οποίες θα έχουν να κάνουν τόσο με την πρακτική εφαρμογή των αποτελεσμάτων όσο και με τη μελλοντική έρευνα. Η συμπερίληψη των περιορισμών της έρευνας χρήζει επίσης ιδιαίτερης σημασίας ώστε να αναφερθούν τα βασικά μειονεκτήματα της.

Η έρευνα αυτή σχετικά με τη μελέτη των οικονομικών συνεπειών που συνεπάγεται μία χρεοκοπία σε μία χώρα, πόσο μάλλον σε μία νομισματική ένωση όπου επηρεάζονται περισσότερες από μία χώρες, κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική τη περίοδο που διανύουμε, καθώς, με την οικονομική κρίση να μαστίζει ένα αρκετά μεγάλο μέρος του παγκοσμίου πληθυσμού, το φαινόμενο της χρεοκοπίας χωρών έχει γίνει πιο επικείμενο από ποτέ. Η γενικότερη αστάθεια που παρατηρείται στο παγκόσμιο οικονομικό, πολιτικό και κοινωνικό περιβάλλον εξαιτίας της εμφάνισης της οικονομικής ύφεσης είναι εμφανής από τη στιγμή που οξύνονται τα προβλήματα της άνισης διανομής του εισοδήματος, περιορίζεται η παραγωγή και, εν τέλει, κλιμακώνονται διάφορα αντικοινωνικά φαινόμενα που πλήττουν την ζωή του

ανθρώπου, όπως π.χ. ο Εμφύλιος πόλεμος στη Συρία (International Labour Office, 2011, CSIS, 2015).

Η αναφορά στην νομισματική ένωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δηλαδή της Ευρωζώνης, δεν είναι τυχαία καθώς η χρεοκοπία σε μια ένωση χωρών με κοινό νόμισμα έχει βαρύτερες συνέπειες για όλες τις χώρες που συμμετέχουν. Στο επίκεντρο του δημοσίου διαλόγου όχι μόνο στην Ευρώπη αλλά και σε όλο τον κόσμο γενικότερα είναι τους τελευταίους μήνες η Ελλάδα η οποία στις 30 Ιουνίου του 2015 έγινε η πρώτη ανεπτυγμένη χώρα που απέτυχε να εξασφαλίσει την αποπληρωμή της δόσης του δανείου στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) ύψους 1,7 δις δολαρίων (CNN, 2015, The Wall Street Journal, 2015).

Συνεπώς, η Ελλάδα αθέτησε την υποχρέωση αυτή (default) και έτσι εμφανίστηκαν στο προσκήνιο θέματα εξόδου της χώρας από την Ευρωζώνη, φαινόμενο που έγινε γνωστό με τον όρο "GREXIT" (Cros, 2015)^{1 2}. Στην ένταση του φαινομένου αυτού συνετέλεσε επίσης και το διάγγελμα του Πρωθυπουργού της Ελλάδας Αλέξη Τσίπρα για την διενέργεια δημοψηφίσματος στις 5 Ιουλίου του 2015, όπου έδωσε την εντολή στον λαό να αποφασίσει αν θα αποδεχθεί ή όχι τους όρους του σχεδίου συμφωνίας της χώρας με τους θεσμούς της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ), το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) για ένα τρίτο μνημόνιο. Το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος ήταν αρνητικό, δηλαδή κατά των ανωτέρω όρων, παρόλα αυτά η συμφωνία για το νέο μνημόνιο επετεύχθη στις 13 Ιουλίου 2015 (Durden, 2015, Huffington Post, 2015).

Από τη συνοπτική παράθεση των γεγονότων αυτών, ιδίως αυτών της Ελλάδας, γίνεται φανερό ότι το θέμα με το οποίο πραγματεύεται η παρούσα εργασία είναι εξαιρετικά επίκαιρο και σίγουρα τα συμπεράσματα τα οποία προκύπτουν είναι σημαντικά τόσο για το παρόν όσο και για τη μελλοντική εξέλιξη που δύναται να υπάρξει στην Ελλάδα, την Ευρωζώνη και τον κόσμο γενικότερα.

¹ Τα θέματα περί "Grexit" ουσιαστικά είχαν εμφανιστεί από τη στιγμή που τα ηνία της χώρας ανέλαβε η Κυβέρνηση του Αλέξη Τσίπρα στις εκλογές της 25ης Ιανουαρίου 2015, εφόσον οι πολιτικές της νέας κυβέρνησης δεν συμβάδιζαν με εκείνες των εταίρων της (Harari, 2015).

² Η λέξη "GREXIT" προέρχεται από τη σύνδεση των λέξεων Greece(=Ελλάδα) και Exit(=Εξοδος) (Investopedia, 2015).

2 Επισκόπηση της Βιβλιογραφίας

Στο προηγούμενο εισαγωγικό κεφάλαιο έγινε μία προσπάθεια για να καθορισθεί η έννοια της χρεοκοπίας ή πτώχευσης ενός κράτους, μέσα από τη παράθεση κάποιων γενικών στοιχείων και πληροφοριών, καθώς και από το γενικότερο θεωρητικό υπόβαθρο από το οποίο μπορούν να προκύψουν, που είναι η θεωρία των οικονομικών κύκλων. Υπενθυμίζεται σε αυτό το σημείο ότι η ανάλυση για τους οικονομικούς κύκλους αναφέρθηκε διότι, στις φάσεις οικονομικής ύφεσης, το γενικότερο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας μειώνεται. Αν αυτή η μείωση είναι υπερβολικά μεγάλη ώστε να παρατηρείται καθίζηση στη παραγωγή και επιδείνωση των φαινομένων της ανεργίας και του αντιπληθωρισμού, τότε υπάρχει κίνδυνος για μία χώρα να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο της χρεοκοπίας (Mankiw, 2001, Krugman & Wells, 2009, Abel, Bernanke, & Croushore, 2010, Meiners, 2012). Ομοίως, ο αντιπληθωρισμός, η μείωση δηλαδή του γενικού επιπέδου τιμών, συμβάλλει σημαντικά στην αύξηση του χρέους της οικονομίας καθώς προκαλεί πτώση στο επίπεδο των μισθών και της ζήτησης με συνέπεια το εθνικό εισόδημα να περιορίζεται σημαντικά (Meiners, 2012).

Τα στοιχεία αυτά αποτελούν μία καλή αφετηρία για την θεωρητική ανάλυση των οικονομικών επιπτώσεων μιας χρεοκοπίας, ιδίως σε μία νομισματική ένωση. Στο κεφάλαιο αυτό θα οριστούν οι έννοιες της χρεοκοπίας και της νομισματικής ένωσης και θα παρουσιαστεί η σχετική θεωρία και μελέτες που σχετίζονται με το εν λόγω θέμα.

2.1 Η έννοια της χρεοκοπίας-πτώχευσης ενός κράτους

Όταν γίνεται λόγος για την έννοια 'χρεοκοπία' ή 'πτώχευση', πρέπει να διευκρινιστεί κατ' αρχάς για τι είδους θεσμός (π.χ. επιχείρηση, κράτος) χαρακτηρίζεται από αυτή την κατάσταση. Ειδικότερα, όταν γίνεται λόγος για την χρεοκοπία μιας επιχείρησης (Bankruptcy), αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση αυτή αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της προς τους πιστωτές της (π.χ. προμηθευτές, τράπεζες, κράτος), με αποτέλεσμα τα περιουσιακά της στοιχεία να τελούνται υπό κατάσχεση και τη συνακόλουθη εκποίηση τους για την αποφυγή του πανικού των πιστωτών και την εξασφάλιση των οφειλόμενων χρημάτων τους (Kolb, 2011).

Μία παρόμοια λογική ακολουθείται και στη χρεοκοπία ενός κράτους (Sovereign Default), όπου όμως εδώ αναφέρεται στο δημόσιο χρέος με την έννοια των οφειλών που έχει η Κυβέρνηση μιας χώρας προς άλλους πιστωτές της (συνήθως άλλες χώρες ή/και τράπεζες ή/και ιδιωτικούς οργανισμούς) και ως συνέπεια αθετεί (default) τις υποχρεώσεις της προς κάλυψη των οφειλών αυτών. Γενικώς, υπάρχουν διάφοροι ορισμοί της χρεοκοπίας (Chancellor, 2010). Σύμφωνα με τον Peter (2002), η χρεοκοπία είναι μία κατάσταση στην οποία μια προγραμματισμένη περίοδος εξυπηρέτησης του χρέους δεν καταβάλλεται πέραν της περιόδου χάριτος που καθορίζεται στη σύμβαση του χρέους. Δεύτερον, οι πιστωτικοί οργανισμοί αξιολόγησης θεωρούν μία "τεχνική" χρεοκοπία μία κατάσταση στην οποία το κράτος κάνει μια προσφορά αναδιάρθρωσης προς τους δανειστές του, το οποίο περιέχει όρους λιγότερο ευνοϊκούς από ότι το αρχικό χρέος.

Επιπλέον, η χρεοκοπία δεν συνεπάγεται αναγκαστικά συνολική αποκήρυξη του χρέους. Οι περισσότερες περιπτώσεις χρεοκοπίας ακολουθούνται από έναν συμβιβασμό μεταξύ των πιστωτών και της κυβέρνησης-οφειλέτη (Sturzenegger &

Zettelmeyer, 2005, Chancellor, 2010). Ο συμβιβασμός αυτός μπορεί να λάβει τη μορφή μιας ανταλλαγής χρέους ή αναδιάρθρωσης αυτού. Το νέο κύμα πληρωμών που υπόσχεται η κυβέρνηση συνήθως περιλαμβάνει ένα συνδυασμό χαμηλότερου κεφαλαίου, μείωσης των πληρωμών τόκων και μεγαλύτερης διάρκειας αυτών (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2005, Chancellor, 2010). Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας καθορίζουν τη διάρκεια μίας επερχόμενης χρεοκοπίας το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της αθέτησης και όταν το χρέος αναδιαρθρωθεί (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2005, Chancellor, 2010).

Επίσης, οι Borensztein & Panizza (2008) αναφέρουν ότι το δημόσιο χρέος είναι διαφορετικό από το ιδιωτικό χρέος, επειδή οι πιστωτές στη πρώτη περίπτωση δεν έχουν μια καλά καθορισμένη απαίτηση επί των περιουσιακών στοιχείων του κράτους. Η έλλειψη μιας διαδικασίας για την εφαρμογή των συμβάσεων του δημόσιου χρέους οφείλεται εν μέρει στην αρχή της ασυλίας. Ωστόσο, σχετίζεται επίσης με το γεγονός ότι, ακόμη και όταν οι πιστωτές λάβουν ευνοϊκές για τους ίδιους και για το κράτος αποφάσεις, δεν μπορούν να αποδίδουν τα περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται εντός των συνόρων της χώρας που αθετεί τις υποχρεώσεις της και στην πραγματικότητα έχουν ελάχιστη επιρροή στην απόκτηση περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται στο εξωτερικό (Borensztein & Panizza, 2008).

Με έναν γενικότερο πάντως ορισμό, η **χρεοκοπία (sovereign default)** ενός κράτους είναι η αδυναμία ή η άρνηση της κυβέρνησης να αποπληρώσει το χρέος της στο ακέραιο³. Η διακοπή των οφειλόμενων πληρωμών μπορεί να συνοδεύεται είτε από επίσημο διάγγελμα της κυβέρνησης να μην πληρώσει ολόκληρο ή ένα ορισμένο ποσό από τα χρέη της, είτε μπορεί να μην δημοσιοποιηθεί. Ένας οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας λαμβάνει υπόψη τις αποδόσεις της χώρας όσον αφορά το κεφάλαιο, τους τόκους, τις εξωτερικές και διαδικαστικές αθετήσεις των υποχρεώσεων της, τις αδυναμίες της να συμμορφωθεί με τους όρους των ομολόγων ή άλλων τίτλων χρέους που επιβάλλονται από την συμφωνία δανειοδότησης (Tomz & Wright, 2010).

Εάν οι πιθανοί δανειστές ή αγοραστές ομολόγων αρχίζουν να υποψιάζονται ότι μια κυβέρνηση μπορεί να μην έχει τη δυνατότητα να εξοφλήσει το χρέος της, μπορεί να απαιτήσει ένα υψηλό επιτόκιο ως αποζημίωση για τον κίνδυνο της αθέτησης αυτής. Μια δραματική αύξηση του επιτοκίου που αντιμετωπίζει η κυβέρνηση, λόγω του φόβου ότι δεν θα μπορέσει να εξοφλήσει το χρέος της, μερικές φορές αποκαλείται και ως **κρίση χρέους (sovereign debt crisis)** (Reinhart & Rogoff, 2013). Οι κυβερνήσεις μπορεί να είναι ιδιαίτερα ευάλωτες σε μια κρίση χρέους, όταν βασίζονται σε χρηματοδότηση μέσω βραχυπρόθεσμων ομολόγων, δεδομένου ότι αυτό δημιουργεί μια κατάσταση αναντιστοιχίας μεταξύ της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης των ομολόγων τους και της μακροπρόθεσμης αξίας του ενεργητικού της φορολογικής τους βάσης (Reinhart & Rogoff, 2013).

Τη σημερινή περίοδο, μια κυβέρνηση η οποία έχει αθετήσει τις υποχρεώσεις της και αντιμετωπίζει τον κίνδυνο χρεοκοπίας της μπορεί να αποκλειστεί εξολοκλήρου από την περαιτέρω δανειοδότηση από τους πιστωτές της, ή μερικά από τα περιουσιακά της στοιχεία που βρίσκονται στο εξωτερικό μπορούν να κατασχεθούν (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2005, Tomz & Wright, 2010). Επίσης, ενδέχεται να αντιμετωπίσει πολιτικές πιέσεις από τους κατόχους ομολόγων στο εσωτερικό της χώρας για να αποπληρώσει το χρέος της. Ως εκ τούτου, οι κυβερνήσεις σπάνια αθετούν τις

³ Βλέπε English Dictionary: <http://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/default>

υποχρεώσεις τους για το σύνολο της αξίας του χρέους τους. Αντίθετα, συχνά προβαίνουν σε διαπραγματεύσεις με τους κατόχους ομολόγων (ομολογιούχους) να συμφωνήσουν σε μια καθυστέρηση πληρωμής (αναδιάρθρωση του χρέους) ή μία μερική μείωση του χρέους τους (διαγραφή ενός τμήματος του χρέους), που αποκαλείται συχνά και ως 'κούρεμα χρέους' (debt haircut) (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2005, Tomz & Wright, 2010).

Στο πλαίσιο αυτό, ορισμένοι οικονομολόγοι (Frizli, 2010, Roubini, 2010) υποστηρίζουν ότι, στην περίπτωση έντονης κρίσης αφερεγγυότητας, μπορεί να είναι σκόπιμο για τις ρυθμιστικές αρχές και τους υπερεθνικούς δανειστές να εφαρμόσουν προληπτικά την ομαλή αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους μιας χώρας που ονομάζεται επίσης και «ελεγχόμενη χρεοκοπία» (controlled default). Ένας από αυτούς τους υπερεθνικούς δανειστές είναι και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (International Monetary Fund) το οποίο συχνά προσφέρεται για την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους. Για να εξασφαλιστεί ότι οι πόροι θα είναι διαθέσιμοι για να αποπληρωθεί το υπόλοιπο μέρος του δημόσιου χρέους, το ΔΝΤ χορηγεί δάνεια υπό όρους που πρέπει να τηρήσει η δανειζόμενη χώρα, όπως είναι η μείωση της διαφθοράς, η επιβολή μέτρων λιτότητας (austerity measures), όπως η μείωση των μη κερδοφόρων υπηρεσιών του δημόσιου τομέα ή περικοπή των δημοσίων δαπανών, η αύξηση των φόρων, η περικοπή μισθών και συντάξεων κ.α. (Borensztein & Panizza, 2008, Chancellor, 2010, Reinhart & Rogoff, 2013).

Συνεπώς, προκύπτει ότι η έννοια της χρεοκοπίας ή πτώχευσης ενός κράτους εμπεριέχει πολλά και ενδιαφέροντα ζητήματα για τα οποία έχουν διατυπωθεί αρκετοί ορισμοί, καθένας από τους οποίους θίγει το θέμα από διαφορετική σκοπιά. Ακόμη όμως δεν έχει εξεταστεί η έννοια της χρεοκοπίας σε ένα σύνολο χωρών, όταν μάλιστα αυτές βρίσκονται σε μία ενιαία ζώνη κοινού νομίσματος ή απλά, νομισματικής ένωσης. Αυτή η περίπτωση θα αναλυθεί παρακάτω, πρώτα όμως θα πρέπει να προσεγγισθεί εννοιολογικά η έννοια μιας νομισματικής ένωσης, αναλύοντας τόσο τα οφέλη όσο και τα κόστη της, παράλληλα με την παρουσίαση των κυριότερων κατηγοριών νομισματικών ενώσεων.

2.2 Η έννοια της νομισματικής ένωσης: Οφέλη και κόστη

Τη σήμερον ημέρα, με την ανάπτυξη φαινομένων όπως η παγκοσμιοποίηση και η συνεχής αλληλεξάρτηση μεταξύ των κρατών σε όλο τον πλανήτη, είναι συχνό το φαινόμενο ανασχηματισμού των κρατών αυτών και προσπάθειας συνεργασίας και αλληλεγγύης μεταξύ τους ώστε να επιτύχουν κοινούς στόχους. Στη προσπάθεια αυτή, δημιουργούν μία ενιαία ένωση κρατών, όπως είναι η Ευρωπαϊκή Ένωση, η οποία προωθεί τη συνεργασία, την δικαιοσύνη και την ελευθερία των πολιτών των κρατών-μελών. Συχνά μάλιστα, παρατηρείται ένα συγκεκριμένο σύνολο από χώρες να δημιουργούν και ένα ενιαίο νόμισμα μεταξύ τους για τη διευκόλυνση των μεταξύ τους συναλλαγών. Αυτή είναι η περίπτωση της δημιουργίας μιας νομισματικής ένωσης (Dellas & Tavlas, 2009).

Μία **νομισματική ένωση (currency/monetary union)** αποτελείται από ένα σύνολο δύο ή περισσότερων κρατών τα οποία κατέχουν το ίδιο νόμισμα, χωρίς όμως να έχουν κατ' ανάγκη πλήρη οικονομική ενσωμάτωση (Alesina & Barro, 2002, Engel & Rose, 2002, IMF, 2004). Το χαρακτηριστικότερο παράδειγμα μιας νομισματικής

ένωσης είναι η Οικονομική και Νομισματική Ένωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ONE), η οποία αποτελείται από μια οικονομική ένωση (δηλαδή κοινή αγορά και τελωνειακή ένωση) με μια νομισματική ένωση, όπου το ενιαίο νόμισμα είναι το ευρώ (€), γι' αυτό και συχνά η ένωση αυτή αποκαλείται και **Ευρωζώνη (Eurozone)**. Η Ευρωζώνη αποτελεί τμήμα της ONE, καθώς περιλαμβάνει μόνο τις χώρες που έχουν κοινό νόμισμα το ευρώ και όχι τις λοιπές χώρες της Ε.Ε. Η ONE διαφέρει από μια απλή νομισματική ένωση (π.χ. η Λατινική Νομισματική Ένωση τον 19ο αιώνα) καθώς η τελευταία δεν περιλαμβάνει και την οικονομική σκοπιά, δηλαδή τη δημιουργία μιας κοινής αγοράς όπου όλα τα άτομα, αγαθά, υπηρεσίες και κεφάλαια μπορούν να κυκλοφορούν ελεύθερα σε όλα τα κράτη-μέλη (Commission of the European Communities, 1990, Bae & Bailey, 2003)⁴.

Μια νομισματική ένωση θυμίζει κατά κάποιο τρόπο ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, σύμφωνα με το οποίο οι χώρες διατηρούν διακριτά εθνικά νομίσματα, αλλά συμφωνούν να αναπροσαρμόσουν τη σχετική προσφορά αυτών προκειμένου να διατηρηθεί μια επιθυμητή τιμή συναλλάγματος. Ειδικότερα, μια νομισματική ένωση είναι μια ακραία μορφή ενός καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών διότι, πρώτον, οι χώρες στρέφονται σε ένα νέο νόμισμα, το κόστος της εγκατάλειψης του νέου συστήματος είναι πολύ υψηλότερο από ό, τι για ένα τυπικό καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας και δίνει στους ανθρώπους μεγαλύτερη εμπιστοσύνη ότι το σύστημα μπορεί και έχει τη δυνατότητα να διαρκέσει για μεγάλο χρονικό διάστημα (Epoch & Krueger, 2002, Portone, 2004, Ngo, 2012). Δεύτερον, η νομισματική ένωση εξαλείφει τα κόστη συναλλαγών με τα οποία οι άνθρωποι επιβαρύνονται όταν πρέπει να ανταλλάξουν τα νομίσματα κατά τη διενέργεια διεθνών συναλλαγών. Τα καθεστώτα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας ήταν ευρέως κοινά σε όλη την πρόσφατη ιστορία (Epoch & Krueger, 2002, Portone, 2004, Ngo, 2012). Για παράδειγμα, οι Ηνωμένες Πολιτείες συμμετείχαν σε ένα τέτοιο καθεστώς από το 1940 μέχρι το 1973. Επιπλέον, αρκετές ευρωπαϊκές χώρες συμμετείχαν, όπως αναφέρθηκε, στη λεγόμενη Λατινική Νομισματική Ένωση, προτού δημιουργηθεί η Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Επιπροσθέτως, ακόμη και πολλές μικρές ή φτωχές χώρες (π.χ. Μπελίζε, Μπουτάν, Μποτσουάνα, κ.α.) καθόριζαν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες τους με τα νομίσματα των κυριότερων εμπορικών εταίρων (Bae & Bailey, 2003).

Οι προηγούμενες νομισματικές ενώσεις πριν από τη σημερινή Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση είναι σχετικά σπάνιες. Από το 1865 μέχρι τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο, τα τέσσερα μέλη της Λατινικής Νομισματικής Ένωσης, δηλαδή η Γαλλία, το Βέλγιο, η Ιταλία και η Ελβετία έδωσαν τη δυνατότητα να κυκλοφορούν κέρματα και χαρτονομίσματα σε ολόκληρη την Ένωση (Mundell, 1961, Bae & Bailey, 2003). Το Λουξεμβούργο μοιραζόταν ένα νόμισμα με το Βέλγιο από το 1992 μέχρι το σχηματισμό της ευρύτερης Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης. Επιπλέον, πολλές πρώην αποικίες, όπως η ζώνη του φράγκου στη Δυτική Αφρική ή άλλες μικρές φτωχές χώρες (π.χ. Ισημερινός και Παναμάς) ενέκριναν το νόμισμα ενός μεγάλου και ισχυρού εμπορικού εταίρου. Όμως, ο σχηματισμός της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης από μια ομάδα μεγάλων και πλούσιων χωρών αποτελεί ένα πρωτοφανές πείραμα σε διεθνείς νομισματικές ρυθμίσεις (Bae & Bailey, 2003, Bordo, 2004).

⁴ Η ΛΝΕ ήταν μια απλή νομισματική ένωση καθώς στόχος ήταν να ενοποιήσει διάφορα ευρωπαϊκά νομίσματα σε ένα ενιαίο νόμισμα το οποίο θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί από όλα τα κράτη μέλη, χωρίς όμως να υπάρχει ελευθερία διακίνησης ατόμων, αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων (Bae & Bailey, 2003).

Στο πλαίσιο αυτό, ο σχηματισμός μιας νομισματικής ένωσης συνεπάγεται τόσο οφέλη όσο και κόστη. Ένα πρώτο σημαντικό όφελος από τη δημιουργία μιας νομισματικής ένωσης είναι ότι οι χώρες δεν χρειάζεται πλέον να ανησυχούν για μη αναμενόμενες μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας τους (Enoch & Krueger, 2002, Portone, 2004, Ngo, 2012). Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι από τη στιγμή που υιοθετείται κοινό νόμισμα, η συναλλαγματική ισοτιμία παύει να υφίσταται μεταξύ των χωρών-μελών αλλά καθορίζεται σε ένα ενιαίο επίπεδο και αυτό σημαίνει ότι οι εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών-μελών δεν αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο ανατίμησης ή υποτίμησης του νομίσματος, εκτός εάν οι συναλλαγές πραγματοποιούνται με άλλες χώρες που δεν ανήκουν στην νομισματική αυτή ένωση και έχουν έτσι διαφορετικό νόμισμα. Η συναλλαγματική ισοτιμία στη περίπτωση αυτή έχει νόημα μόνο όταν συνδέεται με χώρες που δεν ανήκουν στην νομισματική αυτή ένωση και έχουν κατ' αυτόν τον τρόπο διαφορετικό νόμισμα. Μια νομισματική ένωση, όπως κάθε καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, εξαλείφει τον κίνδυνο αυτό. Μία από τις συνέπειες αυτού είναι η προώθηση του εμπορίου μεταξύ των μελών της νομισματικής ένωσης (Enoch & Krueger, 2002, Portone, 2004, Ngo, 2012).

Το ίδιο επιχείρημα μπορεί να υποστηριχθεί και για τις διεθνείς επενδύσεις. Εάν π.χ. ένας Ευρωπαίος επενδυτής σκέφτεται να αγοράσει μια εταιρεία κατασκευής ηλεκτρονικών υπολογιστών στις Ηνωμένες Πολιτείες, η αξία των κερδών που μετατρέπεται από δολάρια σε ευρώ είναι αβέβαιη. Από την άλλη πλευρά, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών θα μπορούσαν να κάνουν τη διεθνή επένδυση πιο ελκυστική, δεδομένου ότι μπορούν να χρησιμοποιηθούν στρατηγικά για την μείωση του κόστους παραγωγής. Παρά το γεγονός ότι η συνολική θεωρητική επίδραση στις επενδύσεις είναι ασαφείς, το διεθνές εμπόριο και οι επενδύσεις είναι ιδιαίτερα επωφελή για την κοινωνία. Στο βαθμό που η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών τείνει να αποθαρρύνει τον όγκο του εμπορίου και των επενδύσεων, αυτό μπορεί να δώσει μια λογική εξήγηση για τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας (Enoch & Krueger, 2002, Portone, 2004, Ngo, 2012).

Παρόλα αυτά, πρέπει να τονιστεί ότι μια νομισματική ένωση προχωρεί πέρα από τον απλό καθορισμό της συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς φαίνεται να προσφέρει πολλά πρόσθετα οφέλη. Για παράδειγμα, μια νομισματική ένωση εξαλείφει την ανάγκη μεταξύ δύο ή και περισσότερων χωρών για την ανταλλαγή νομισμάτων και καταβολής των σχετικών δαπανών για συναλλαγές. Στη πράξη έχει αποδειχθεί ότι, ενώ η απλή μείωση της αβεβαιότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν μπορεί να επηρεάσει αισθητά το εμπόριο, η πλήρης υιοθέτηση κοινού νομίσματος μπορεί να ενθαρρύνει το εμπόριο πολύ περισσότερο, περίπου στο διπλάσιο σύμφωνα με πολλές εκτιμήσεις. Όμως, δεν είναι ακόμη γνωστό αν αυτά τα μεγάλα αποτελέσματα αντανakλούν άμεσα στη μείωση του κόστους των συναλλαγών (Enoch & Krueger, 2002, Portone, 2004, Ngo, 2012).

Σε σύγκριση όμως με τα παραπάνω οφέλη που προσφέρει μια νομισματική ένωση, κυριαρχούν και αρκετά κόστη, με χαρακτηριστικότερο το κόστος της απώλειας του ελέγχου επί της εθνικής νομισματικής πολιτικής. Οι χώρες των οποίων οι κυβερνήσεις ελέγχουν την δική τους προσφορά χρήματος, συνήθως χρησιμοποιούν τη νομισματική πολιτική για να επηρεάσουν το επίπεδο της δραστηριότητας στην οικονομία της χώρας (Enoch & Krueger, 2002, Portone, 2004, Ngo, 2012). Όταν, για παράδειγμα, οι Ηνωμένες Πολιτείες εισέρχονται στην φάση της ύφεσης σε έναν οικονομικό κύκλο, η ανάπτυξη επιβραδύνεται και η ανεργία αυξάνεται. Στη περίπτωση αυτή, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (ή αλλιώς Fed) αυξάνει την

προσφορά χρήματος σε κυκλοφορία, προκειμένου να μειώσει το επιτόκιο. Με τη σειρά του, ένα χαμηλότερο επιτόκιο, το οποίο μειώνει το κόστος δανεισμού, ενθαρρύνει την κατανάλωση και τις επενδυτικές δαπάνες, αυξάνει τη παραγωγή και αντιμετωπίζει κατ' αυτόν τον τρόπο τα προβλήματα που δημιουργεί η ύφεση. Αντίθετα, όταν οι Ηνωμένες Πολιτείες εισέρχονται σε μια φάση οικονομικής άνθησης με υψηλό πληθωρισμό, επιδιώκουν μία νομισματική πολιτική αντίθετη προς τη προηγούμενη, δηλαδή μείωση της προσφοράς χρήματος ώστε να αυξηθούν τα επιτόκια και να αποθαρρυνθούν η κατανάλωση και οι επενδύσεις. Συνεπώς, επειδή μια νομισματική ένωση έχει μόνο ένα κοινό νόμισμα, θα πρέπει οι χώρες-μέλη που την αποτελούν να συμφωνήσουν σε μια ενιαία νομισματική πολιτική για την αντιμετώπιση των οικονομικών κύκλων σε πολλές χώρες (Enoch & Krueger, 2002, Portone, 2004, Ngo, 2012).

Τέλος, το κατά πόσο δαπανηρή είναι η απώλεια που περιγράφηκε εξαρτάται από τα θεσμικά χαρακτηριστικά των συγκεκριμένων χωρών (Bae & Bailey, 2003, Bordo, 2004). Αν, για παράδειγμα, η Γερμανία και η Ελλάδα τείνουν να έχουν οικονομική ύφεση την ίδια χρονική στιγμή, έχουν τη δυνατότητα να συμφωνούν πιο συχνά σε μια ενιαία νομισματική πολιτική που εξυπηρετεί τις ανάγκες και των δύο χωρών ταυτόχρονα. Ακόμη όμως και αν η Γερμανία έχει μια άνθηση, όταν η Ελλάδα έχει μια ύφεση, αυτή η ασυμμετρία μπορεί να αντιμετωπιστεί εάν οι άνεργοι νεαρής ηλικίας στην Ελλάδα μεταναστεύσουν προς την Γερμανία για να αναπληρώσουν τις όποιες κενές θέσεις εργασίας υπάρχουν εκεί. Ένας άλλος τρόπος για να μετριαστεί αυτή η ασυμμετρία είναι αν η Γερμανία μεταφέρει εισόδημα για να στηρίξει τους άνεργους Έλληνες κατά τη διάρκεια της ύφεσης στην Ελλάδα και αντίστροφα, κατά καιρούς ύφεσης στην Γερμανία.

2.3 Κατηγορίες Νομισματικών Ενώσεων

Από τη παραπάνω ανάλυση έχει καταστεί σαφές ότι μια νομισματική ένωση είναι μια κατάσταση κατά την οποία δύο ή περισσότερες χώρες επιλέγουν να χρησιμοποιούν το ίδιο νόμισμα. Μία ένωση του τύπου αυτού μπορεί να δομηθεί με διάφορους τρόπους, από την άδεια χρήση του νομίσματος μαζί με τη χρήση του εθνικού νομίσματος της κάθε συμμετέχουσας χώρας μέχρι και τη συμφωνία στην αλλαγή του νομισματικού συστήματος της κάθε χώρας, προκειμένου να χρησιμοποιήσουν ένα κεντρικό νόμισμα στις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές που πραγματοποιούνται από όλες τις χώρες-μέλη (Alesina & Barro, 2002, Bank for International Settlements, 2003).

Υπάρχουν ουσιαστικά τρεις διαφορετικοί τύποι νομισματικών ενώσεων που έχουν κατά καιρούς μελετηθεί ή εξεταστεί στη σύγχρονη κοινωνία. Ο πιο βασικός τύπος είναι γνωστός ως η *άτυπη ένωση (informal union)*. Αυτός ο τύπος ένωσης θεωρείται ο πιο απλοϊκός, δεδομένου ότι υπάρχει πλήρης υιοθέτηση ενός από τα νομίσματα που εκδίδονται από μία χώρα-μέλος για χρήση από όλες τις χώρες που συμμετέχουν στην εν λόγω ένωση. Ένα από τα πιο συνηθισμένα παραδείγματα αυτής της προσέγγισης έχει να κάνει με τις χώρες που θεωρούνται μέλη του Ηνωμένου Βασιλείου. Σε αυτή τη περίπτωση, οι χώρες χρησιμοποιούν τη λίρα στερλίνα ως το κοινό νόμισμα επιλογής (Alesina & Barro, 2002, Bank for International Settlements, 2003).

Ένας δεύτερος τύπος νομισματικής ένωσης είναι εκείνος που διαμετρικά είναι αντίθετος από την άτυπη ένωση και είναι η *τυπική ένωση (formal union)*. Σε αυτόν τον τύπο νομισματικής ένωσης, οι συμμετέχουσες χώρες συμφωνούν, όπως και σε καθεστώς άτυπης ένωσης, να υιοθετήσουν ένα ξένο νόμισμα, για χρήση σε κάθε μία από τις χώρες-μέλη. Η διαφορά με την άτυπη ένωση είναι ότι η χρήση του εν λόγω ξένου νομίσματος στην τυπική ένωση πραγματοποιείται σε συνδυασμό με το εγχώριο νόμισμα που υιοθετείται σε καθεμία από τις χώρες-μέλη. Μια τυπική ένωση τίθεται σε εφαρμογή με διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες μεταξύ των κρατών-μελών που συμβάλλουν στον καθορισμό των όρων χρήσης για το καθορισμό του ξένου νομίσματος που θα υιοθετήσουν, ενώ επιβεβαιώνουν ακόμη ότι κάθε χώρα μπορεί και θα συνεχίσει να κάνει χρήση του δικού της νομίσματος εντός των συνόρων της (Alesina & Barro, 2002, Bank for International Settlements, 2003).

Τέλος, ο τρίτος και ο τελευταίος τύπος νομισματικής ένωσης είναι αυτός που αποκαλείται συχνά ως *τυπική ένωση με κοινή πολιτική (formal with common policy)*. Ο τύπος αυτός ένωσης περιλαμβάνει όλες τις χώρες που συμμετέχουν στην Ένωση, οι οποίες αναπτύσσουν μια κοινή νομισματική πολιτική η οποία με τη σειρά της περιλαμβάνει τη δημιουργία μιας συμφωνημένης διαδικασίας για την υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος για ολόκληρη την Ένωση. Αυτή η ένωση διαφέρει από την απλή τυπική ένωση, δεδομένου ότι ένα ολόκληρο νέο νόμισμα έχει δημιουργηθεί για τη μελλοντική χρήση του και όχι απλώς για να επιβεβαιώσει τη χρήση ενός τύπου νομίσματος που υπάρχει ήδη μεταξύ της συλλογικής (Alesina & Barro, 2002, Bank for International Settlements, 2003). Η περίπτωση της Ευρωζώνης είναι το πλέον χαρακτηριστικότερο παράδειγμα στον συγκεκριμένο τύπο ένωσης.

Συνεπώς, κλείνοντας την ενότητα αυτή, παρακάτω παρουσιάζονται οι κυριότερες κατηγορίες νομισματικών ενώσεων κατά σειρά ίδρυσης τους χρονολογικά:

1. **Ένωση Δολαρίου ΗΠΑ (U.S. Dollar Union)-1904**: Άτυπη ένωση η οποία περιλαμβάνει τις ΗΠΑ και ορισμένα υπερπόντια εδάφη της (Αμερικανική Σαμόα, Νησιά Μάρσαλ, Μικρονησία και άλλες), της Κεντρικής (Παναμάς, Ελ Σαλβαδόρ, Πουέρτο Ρίκο) και της Λατινικής Αμερικής (Εκουαδόρ) ⁵.
2. **Ένωση ελβετικού φράγκου (Swiss Franc Union)-1920**: Άτυπη ένωση στην οποία συμμετέχουν η Ελβετία και το Λιχτενστάιν.
3. **Ισραηλινό Σέκελ-1927/1986**: Άτυπη ένωση όπου συμμετέχουν το Ισραήλ και η Παλαιστίνη.
4. **Ένωση λίρας-στερλίνας (Pound Sterling Union)-1939**: Άτυπη ένωση αλλά σε κάποιο βαθμό, συμμετέχουν το Ηνωμένο Βασίλειο (Αγγλία, Ουαλία, Σκωτία, Βόρεια Ιρλανδία) καθώς και χώρες στα υπερπόντια εδάφη (π.χ. Νησιά Φόκλαντ, Γιβραλτάρ, Αγία Ελένη κλπ) και μη αυτόνομες χώρες (Νήσος του Μαν, Γκουέρνεσεϊ, Τζέρσεϊ) ⁶.
5. **Γαλλικό Φράγκο CFA-1945**: Τυπική ένωση με κοινή πολιτική η οποία ισχύει για τις αφρικανικές χώρες-αποικίες της Γαλλίας όπως Ακτή Ελεφαντοστού, Σενεγάλη, Τόγκο, Καμερούν, Μπενίν, Μπουρκίνα Φάσο και άλλες.

⁵ εκτός των νησιωτικών περιοχών της Καραϊβικής Θάλασσας οι οποίες αποτελούν τυπική ένωση.

⁶ Τα τραπεζογραμμάτια του Ηνωμένου Βασιλείου αποτελούν νόμιμο χρήμα σε περιοχές εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου. Τα τοπικά νομίσματα είναι συνδεδεμένα με τη στερλίνα, αλλά όχι κατ' ανάγκη αποδεκτά στο Ηνωμένο Βασίλειο (Alesina & Barro, 2002).

6. **Γαλλικό Φράγκο CFP-1945:** Τυπική ένωση με κοινή πολιτική η οποία περιλαμβάνει τα υπερπόντια εδάφη που είναι αποικίες της Γαλλίας, δηλαδή τη Γαλλική Πολυνησία, τη Νέα Καληδονία και τις νήσους Ουαλίσ και Φουτούνα.
7. **Δολάριο Ανατολικής Καραϊβικής-1965:** Αποτελεί τυπική ένωση με κοινή πολιτική η οποία περιλαμβάνει τις χώρες της Ανατολικής Καραϊβικής, όπως την Αγία Λουκία, Αντίγκουα και Μπαρμπούντα, Ντομίνικα, Γρενάδα, κλπ.
8. **Αυστραλιανό Δολάριο-1966:** Άτυπη ένωση η οποία περιλαμβάνει χώρες της Ωκεανίας, όπως Αυστραλία, Κιριμπάτι, Ναούρου, Τουβαλού, Νήσος των Χριστουγέννων κλπ.
9. **Δολάριο Νέας Ζηλανδίας-1967:** Άτυπη ένωση όπως και η προηγούμενη και περιλαμβάνει, πέρα από τη Νέα Ζηλανδία, μη ανεξάρτητες χώρες όπως Νησιά Κουκ, Νησιά Πίτκαιρν, Νιούε κλπ.
10. **Ινδική Ρουπία-1974:** Άτυπη ένωση στην οποία συμμετέχουν η Ινδία, το Μπουτάν και το Νεπάλ.
11. **Δολάριο Χόνγκ Κόνγκ-1977:** Άτυπη ένωση όπου περιλαμβάνει το Χόνγκ Κόνγκ και τη Διοικητική Περιοχή του Μακάο στη Κίνα.
12. **Τουρκική Λίρα-1983:** Άτυπη ένωση η οποία περιλαμβάνει τη Τουρκία και τις περιοχές της Κύπρου που τελούν υπό τουρκικό καθεστώς, όπως ένα μέρος της Λευκωσίας, Κερύνεια, Αμμόχωστος κλπ.
13. **Ευρώ ή Ευρωζώνη-1999:** Αποτελεί τη πλέον μεγαλύτερη τυπική ένωση χωρών με κοινή πολιτική η οποία περιλαμβάνει τις εξής χώρες: Αυστρία (1999), Βέλγιο (1999), Φινλανδία (1999), Γαλλία (1999), Γερμανία (1999), Ιρλανδία (1999), Ιταλία (1999), Λουξεμβούργο (1999), Ολλανδία (1999), Πορτογαλία (1999), Ισπανία (1999), Ελλάδα (2001), Σλοβενία (2007), Κύπρος (2008), Μάλτα (2008), Σλοβακία (2009), Εσθονία (2011), Λετονία (2014) και Λιθουανία (2015) και
14. **Ρωσικό Ρούβλι-2008:** Άτυπη ένωση η οποία περιλαμβάνει τη Ρωσία, την Αμπχαζία και τη Νότια Οσσετία⁷.

2.4 Η χρεοκοπία σε μια χώρα

Η χρεοκοπία δεν αποτελεί ένα καινούργιο χαρακτηριστικό των χρηματοπιστωτικών αγορών, αλλά η συχνότητά με την οποία εμφανίζεται είναι ευρέως διαδεδομένη αν κοιτάξει κάποιος διάφορα ιστορικά δεδομένα. Για παράδειγμα, η Ισπανία έχει αθετήσει τις υποχρεώσεις της έξι φορές μεταξύ των περιόδων 1550 και 1650, ενώ η Γαλλία αθέτησε οκτώ φορές μεταξύ του 1550 και του 1800. Σε μία μελέτη από τους Tomz & Wright (2010) καταγράφονται περίπου 250 χρεοκοπίες σε 106 χώρες μεταξύ της περιόδου 1820-2004. Επιπλέον, στη μελέτη αυτή συμπεραίνεται ότι δεν υπάρχουν προφανείς λόγοι που να αποκλείουν την εμφάνιση των φαινομένων χρεοκοπίας στο μέλλον. Στο πλαίσιο αυτό, οι Sturzenegger & Zettelmeyer (2006) εξηγούν ότι τα φαινόμενα χρεοκοπίας έχουν συμβεί σε χρονικές περιόδους οι οποίες αντιστοιχούν στη φάση όπου η οικονομική δραστηριότητα αρχίζει και συρρικνώνεται, δηλαδή μετά τη φάση της οικονομικής άνθησης σε διεθνείς ροές κεφαλαίων. Το ερώτημα επομένως που προκύπτει εδώ είναι ποιες οι συνέπειες που έχει μία επερχόμενη χρεοκοπία σε μία χώρα και στη κοινωνία γενικότερα.

⁷ περιοχή μεταξύ της Ρωσίας και της Γεωργίας.

Ο προσδιορισμός του κόστους μιας χρεοκοπίας είναι απαραίτητο εργαλείο για την κατανόηση του γιατί παρατηρούνται συχνά φαινόμενα χρεοκοπίας και μάλιστα ως φαινόμενα που συχνά επικρατούν μεταξύ διαφόρων άλλων. Σε διαφορετική περίπτωση, αν η χρεοκοπία δε συμπεριελάμβανε κανένα κόστος για τη χώρα και τη κοινωνία γενικότερα, τότε σε κάθε περίπτωση, οποιαδήποτε χώρα αδυνατούσε να εκπληρώσει μερικές μόνο από τις υποχρεώσεις της θα κήρυττε άμεσα πτώχευση και έπειτα η δραστηριότητα της θα ξεκινούσε από το μηδέν. Ως αποτέλεσμα αυτής της συμπεριφοράς, οι δανειστές δεν θα δάνειζαν καθόλου στις χώρες που αντιμετωπίζουν κινδύνους χρεοκοπίας και άρα δε θα υπήρχε καθόλου εξωτερικό χρέος και, κατ' επέκταση, αθέτηση των υποχρεώσεων της δανειζόμενης χώρας. Δηλαδή, για να υπάρχει ένα εξωτερικό χρέος, είναι απαραίτητο ότι, τουλάχιστον σε ορισμένες περιπτώσεις, θα ήταν πιο δαπανηρό για μία χώρα να χρεοκοπήσει από το να ξεπληρώσει με διάφορους τρόπους το χρέος της. Ομοίως, για να υπάρχει χρεοκοπία, είναι απαραίτητο ότι, τουλάχιστον σε ορισμένες περιπτώσεις, θα ήταν πιο δαπανηρό για μία χώρα να εξοφλήσει το χρέος της από το να κηρύξει πτώχευση (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2005, Sturzenegger & Zettelmeyer, 2006, Tomz & Wright, 2010).

Επομένως, επειδή μία χώρα-οφειλέτρια έχει τη δυνατότητα να χρεοκοπήσει χωρίς να επωμιστεί με το ίδιο κόστος όπως και οι χώρες-πιστωτές της, η ακαδημαϊκή έρευνα για το εξωτερικό χρέος ασχολήθηκε κυρίως με την δικαιολόγηση της ύπαρξης του δημόσιου χρέους. Η βιβλιογραφία σε γενικές γραμμές συμφωνεί ότι πρέπει να υπάρχει κάποιο είδος κόστους που να συνδέεται με την χρεοκοπία αλλά υπάρχουν μεγάλες διαφορές ως προς το ποιο πραγματικά είναι το κόστος.

Τα κόστη μιας χρεοκοπίας είναι πολύπλοκα και δεν είναι εύκολο να μετρηθούν. Αυτή και μόνο η παρατήρηση καθιστά την επιλογή της αθέτησης ή όχι μια δύσκολη περίπτωση, η οποία πρέπει να βασίζεται σε εκτεταμένη ανάλυση κόστους-οφέλους. Κατά τα πρώτα σημεία της ιστορίας όπου παρατηρήθηκε η χρεοκοπία, το κόστος της αθέτησης αποτελούσε συχνά αφορμή για συρράξεις μεταξύ χωρών. Κατά τη διάρκεια των αποικιακών χρόνων του 19ου αιώνα, οι μεγάλες δυνάμεις της εποχής (Βρετανία, ΗΠΑ κλπ) χρησιμοποιούσαν στρατιωτική βία στις "διαπραγματεύσεις" τους με τους δανειολήπτες. Για παράδειγμα, η Μ. Βρετανία χρησιμοποίησε τις στρατιωτικές της δυνάμεις προκειμένου να εισβάλλει τόσο στην Κωνσταντινούπολη το 1872 όσο και στην Αίγυπτο το 1882 με αφορμή την αδυναμία αποπληρωμής του χρέους των τελευταίων προς τη πρώτη, ως ο βασικός πιστωτής εκείνης της εποχής. Επίσης, οι ΗΠΑ χρησιμοποίησαν επίσης την αποπληρωμή του χρέους ως αφορμή για τη διαμάχη της χώρας με τη Βενεζουέλα, που ξεκίνησε το 1890 και την κατάληψη της Αϊτής το 1915 (Reinhart & Rogoff, 2013).

Η χρήση στρατιωτικών δυνάμεων ωστόσο δεν προερχόταν μόνο για τους πιστωτές. Οι οφειλέτριες χώρες επίσης χρησιμοποιούσαν στρατιωτικές δυνάμεις, ή τουλάχιστον την ικανότητά τους να κάνουν χρήση στρατιωτικής βίας όταν αυτές χρεοκοπούσαν. Καθ' όλη τη διάρκεια του 16ου, 17ου και 18ου αιώνα, μεγάλες χώρες-οφειλέτες όπως η Γαλλία και η Ισπανία, οι οποίες κατείχαν μεγάλες στρατιωτικές δυνάμεις, δεν ανησυχούσαν σχεδόν καθόλου από επερχόμενη εισβολή των άλλων χωρών-πιστωτών, εάν επρόκειτο να αποκηρύξουν το χρέος τους. Γι' αυτό και οι εγχώριοι δανειστές αντιμετώπιζαν ένα αβέβαιο καθεστώς αποπληρωμής, όταν δάνειζαν προς τις χώρες αυτές (Reinhart & Rogoff, 2013). Επομένως, όπως μπορεί να αναλογιστεί κανείς από την πιο πρόσφατη ιστορία της χρεοκοπίας χωρών, είναι προφανές ότι η χρήση στρατιωτικών δυνάμεων έχει πλέον ξεπεραστεί στη σύγχρονη εποχή και δεν αποτελεί λύση τουλάχιστον για τα περισσότερα κράτη στον πλανήτη. Αυτό ίσως οφείλεται στο

γεγονός ότι η κοινωνία έχει γίνει πιο πολιτισμένη, αλλά ίσως ένας εξίσου πιθανός λόγος είναι ότι το κόστος χρήσης στρατιωτικών δυνάμεων κατά τις διαπραγματεύσεις χωρών σχετικά με το δημόσιο χρέος τους υπερβαίνει σημαντικά το κόστος από άλλες λύσεις, όπως για παράδειγμα με την αναδιάρθρωση ή με εφαρμογή μέτρων λιτότητας.

Υπάρχουν συνήθως δύο είδη κόστους που συνδέονται με την χρεοκοπία και για τα οποία έχει δοθεί μεγάλη προσοχή από τη διεθνή βιβλιογραφία. Πρόκειται για το λεγόμενο "κόστος φήμης", που συνδέεται με την αξιολόγηση μίας χώρας ως «κακός οφειλέτης» (reputational costs) από διάφορους θεσμούς και το κόστος που προκύπτει από την άμεση επιβολή κυρώσεων από τις χώρες-πιστωτές (sanctions costs). Υπάρχουν βεβαίως και άλλα είδη κόστους που θα αναφερθούν στη συνέχεια. Μία σημαντική μελέτη από τους Eaton & Gersovitz (1981) υποστηρίζει ότι αυτό που κάνει μία χώρα να εξοφλεί τα χρέη της είναι ο κίνδυνος για τη θεώρηση της ως φυγόδικη (defaulter) σε περίπτωση που αδυνατεί να αποπληρώσει το χρέος της. Εάν μία χώρα αποκτά μία "φήμη" ως φυγόδικη, συνήθως αντιμετωπίζει μια χαμηλότερη βαθμολόγηση σχετικά με την πιστοληπτική της ικανότητα, πράγμα που οδηγεί σε υψηλότερο κόστος δανεισμού ενώ, σε ακραίες περιπτώσεις, οι δανειστές αποκλείουν την μελλοντική πρόσβαση της στις αγορές κεφαλαίων για τον περαιτέρω δανεισμό της. Η μελέτη των Eaton & Gersovitz υποθέτει ότι η τιμωρία αθέτησης των υποχρεώσεων σηματοδοτεί μόνιμο αποκλεισμό από τις αγορές κεφαλαίων, μια υπόθεση που σίγουρα αποτελεί αντικείμενο αμφισβήτησης.

Έτσι, οι Bulow & Rogoff (1989) υποστηρίζουν ότι το κόστος φήμης από μόνο του δεν είναι αρκετό για να αναγκάσει τις χώρες να αποπληρώσουν το χρέος τους. Σε αυτό το πλαίσιο, συμπεριλαμβάνουν και περιπτώσεις χωρών που μπορούν να δανειστούν μέσω της ένταξης τους σε διαπραγματεύσεις για συμβάσεις αποπληρωμής χρέους. Σε αυτές τις συμβάσεις, οι πιστωτές δεν επιβάλλουν άλλες κυρώσεις σε μία οφειλέτρια χώρα, πέρα από τον αποκλεισμό της από μελλοντικό δανεισμό. Στην ανάλυσή τους δείχνουν ότι, σε κάποιες περιπτώσεις, μπορεί να είναι κατάλληλο για μια χώρα η οποία έχει υπογράψει συμβάσεις για αποπληρωμή να κηρύξει πτώχευση και να χρησιμοποιήσει έτσι τα κεφάλαια που προοριζόταν για αποπληρωμές προς επένδυση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Σε περίπτωση που γίνει κάτι τέτοιο, η χώρα αυτή θα μπορούσε να βρίσκεται σε καλύτερη κατάσταση όταν λαμβάνει τόκους επί των επενδύσεών της από ότι αν εκπληρώσει τις δανειακές υποχρεώσεις της. Βάσει της ανάλυσης αυτής, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι πιστωτές θα πρέπει να είναι σε θέση να επιβάλουν άμεσα κυρώσεις στους κρατικούς δανειολήπτες, όπως με τη χρήση ενός εμπορικού εμπάργκο ή "πάγωμα" των περιουσιακών στοιχείων, για να καταστεί δυνατός ο εξωτερικός δανεισμός (Bulow & Rogoff, 1989).

Ο English (1996) διεξήγαγε μια λεπτομερή ανάλυση για τις περιπτώσεις χρεοκοπίας στις Πολιτείες των ΗΠΑ στη δεκαετία του 1840, έτσι ώστε να δοκιμάσει διαφορετικά μοντέλα του δημόσιου χρέους. Ο ίδιος επισημαίνει ότι το Σύνταγμα των ΗΠΑ εμπόδισε τους ξένους πιστωτές από τη λήψη πληρωμών κατά τα ομοσπονδιακά δικαστήρια και, καθώς οι πολιτείες ήταν μέρος μιας ισχυρής Ένωσης, ήταν προφυλαγμένες από τις άμεσες κυρώσεις από τους πιστωτές τους. Βασιζόμενος στη μελέτη των Bulow & Rogoff, υποστήριξε ότι κάτι τέτοιο θα έπρεπε να οδηγήσει τα κράτη στην άμεση χρεοκοπία τους, αλλά στην πραγματικότητα τα περισσότερα κράτη εξόφλησαν τα χρέη τους. Ως εκ τούτου, ο English καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, στην πράξη, η απειλή του αποκλεισμού από τον διεθνή δανεισμό είναι επαρκής για να αναγκάσουν τις δανειζόμενες χώρες να αποπληρώσουν τα χρέη τους. Οι άμεσες κυρώσεις δεν φαίνεται να έχουν σημαντική επίδραση στην προσπάθεια

εξαναγκασμού των οφειλετών για αποπληρωμή του χρέους τους. Επίσης, συμπεραίνεται ότι στα χρόνια που οδηγούν μέχρι τον Εμφύλιο Πόλεμο, τα κράτη που αποπλήρωσαν τα χρέη τους ήταν σε θέση να δανείζονται διεθνώς, ενώ εκείνα που δεν είχαν ακόμη εξοφλήσει τα δάνεια τους δεν ήταν σε θέση να πράξουν αναλόγως (English, 1996).

Ένα τρίτο είδος κόστους που μπορεί να προκύψει από την πτώχευση ενός κράτους είναι το λεγόμενο 'εγχώριο κόστος' (domestic cost). Ο Sturzenegger (2004) διαπιστώνει ότι οι χρεοκοπίες συνοδεύονται από μείωση του ρυθμού ανάπτυξης κατά περίπου 0,6 ποσοστιαίες μονάδες. Εάν μάλιστα η χρεοκοπία συνοδεύεται από μια τραπεζική κρίση, η πτώση αυτή ανέρχεται στις 2,2 ποσοστιαίες μονάδες. Αυτό μπορεί να σημαίνει ότι μια χρεοκοπία θα οδηγήσει σε απώλειες στην παραγωγή, και η μείωση της παραγωγής μπορεί να οδηγήσει σε προβλήματα αντιμετώπισης του χρέους.

Ένα τέταρτο και τελευταίο είδος κόστους είναι το λεγόμενο 'πολιτικό κόστος' μιας χρεοκοπίας. Το κόστος αυτό διαφέρει από τα άλλα είδη κόστους που αναφέρθηκαν παραπάνω στο γεγονός ότι δεν επηρεάζει άμεσα το σύνολο της οικονομίας. Αντίθετα, επηρεάζει τους πολιτικούς ηγέτες που λαμβάνουν τις αποφάσεις για το αν θα προχωρήσουν σε επίσημη χρεοκοπία του κράτους ή όχι. Το χειρότερο σενάριο για μία κυβέρνηση στη περίπτωση αυτή είναι, φυσικά, αν αναγκαστεί να παραιτηθεί, ως συνέπεια των ενεργειών της. Αυτό καθιστά την απόφαση της πτώχευσης ή όχι ως μια απόφαση που αποτελείται από δύο στοιχεία. Το πρώτο στοιχείο αφορά την οικονομία και το τι είναι καλύτερο για 'αυτήν και το δεύτερο αφορά μόνο τους υφιστάμενους πολιτικούς ηγέτες. Το τελευταίο αυτό στοιχείο μπορεί βεβαίως να δημιουργήσει ενδεχόμενη στρέβλωση στην λήψη των αποφάσεων, διότι η κυβέρνηση δεν μπορεί να κάνει μόνο ό,τι είναι καλύτερο για τη χώρα, αλλά και ό,τι είναι καλύτερο για τον εαυτό της, με την πολιτική έννοια (Citron & Nickelsburg, 1987, Cole & Kehoe, 1998, Block & Vaaler, 2004, Kohlscheen, 2010). Συγκεκριμένες μελέτες έχουν δείξει ότι η εγγύτητα των εκλογών, η αύξηση στους δείκτες της πολιτικής αστάθειας, οι αλλαγές στους διοικητές των κεντρικών τραπεζών ή τον Υπουργό Οικονομικών και η παρουσία ενός προεδρικού δημοκρατικού καθεστώτος αντί του κοινοβουλευτικού δημοκρατικού, συνδέονται με υψηλότερες πιθανότητες χρεοκοπίας (Papaioannou & Siourounis, 2008). Οι πολιτικοί δείκτες μπορεί να είναι σημαντικοί μόνο λόγω της συσχέτισης τους με τις οικονομικές μεταβλητές (όπως η συσσώρευση του χρέους), αλλά, ακόμη και όταν ελέγχονται για τέτοιες μεταβλητές, τα αποτελέσματα αυτά εξακολουθούν να ισχύουν (Citron & Nickelsburg, 1987, Cole & Kehoe, 1998, Block & Vaaler, 2004, Papaioannou & Siourounis, 2008, Kohlscheen, 2010).

Συνεπώς, η παραπάνω συζήτηση καταδεικνύει ότι το κόστος της αθέτησης είναι πολύπλοκο. Η έρευνα που έχει γίνει έως τώρα δεν παρέχει καμία σαφή απάντηση ως προς το ποιο πραγματικά είναι το κόστος της αθέτησης, αλλά τουλάχιστον οι περισσότερες μελέτες δείχνουν ότι μια χρεοκοπία πρέπει να είναι ιδιαίτερα δαπανηρή αλλιώς δεν θα υπήρχε κανένας λόγος ύπαρξης του εξωτερικού χρέους.

2.5 Έρευνα και μελέτες που συνδέονται με τους παράγοντες που οδηγούν σε χρεοκοπία μιας νομισματικής ένωσης

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 και ιδιαίτερα μετά την έναρξη της κρίσης χρέους το 1982 στη Λατινική Αμερική, μια αρκετά εκτεταμένη θεωρητική και εμπειρική βιβλιογραφία έχει αναπτυχθεί σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της χρεοκοπίας ενός κράτους. Κάποιοι θεωρητικοί χρησιμοποιούν την έννοια της "ανάλυσης του κινδύνου χρεοκοπίας μιας χώρας" για να περιγράψουν τη διαδικασία αναγνώρισης των οικονομικών και πολιτικών παραγόντων, καθώς και τη χρήση αυτών για να διαμορφώσουν κάποια ειδική γνώμη σχετικά με την πιθανότητα χρεοκοπίας μιας αναπτυσσόμενης χώρας, η οποία αντιμετωπίζει προβλήματα τις εξωτερικής αποπληρωμής του χρέους της.

Κατ' αρχάς, μελέτες όπως των Eaton & Gersovitz (1981) και Bulow & Rogoff (1989), διαπιστώνουν ότι οι επιβαρύνσεις που προκαλούνται από τα προβλήματα αυτά επιβάλλονται ως κυρώσεις εκ μέρους των πιστωτών. Δύο κύρια είδη κόστους που επιβάλλονται από τους πιστωτές έχουν αναλυθεί στη βιβλιογραφία: ο αποκλεισμός του κράτους από τις διεθνείς πιστωτικές αγορές και διάφορες άλλες κυρώσεις, όπως π.χ. εμπορικές κυρώσεις.

Επιπλέον, άλλες μελέτες όπως των Cole & Kehoe (1998) και Sandleris (2008) θεωρούν ότι το κόστος που επωμίζεται μία χώρα από τη χρεοκοπία σχετίζεται με το περιεχόμενο των πληροφοριών που υπάρχουν για τη χρεοκοπία. Η χρεοκοπία αποκαλύπτει συχνά πληροφορίες οι οποίες επηρεάζουν τις προσδοκίες των ενδιαφερομένων μερών. Επίσης, σχετικές έρευνες από τους Broner & Ventura (2011) και Gennaioli et al. (2011), καταλήγουν στο ότι οι επιβαρύνσεις της χρεοκοπίας σχετίζονται με εγχώριους παράγοντες και κυρίως από την κατοχή κρατικών ομολόγων. Οι κάτοχοι εγχώριων κρατικών ομολόγων επηρεάζονται αρνητικά από μία χρεοκοπία καθώς η κυβέρνηση δεν μπορεί να κάνει διάκριση υπέρ τους σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων της και δεν είναι σε θέση να τους αποζημιώσει επαρκώς.

Στη πράξη, υπάρχουν αρκετά εμπειρικά στοιχεία που αναφέρουν για τις επιπτώσεις μίας χρεοκοπίας στο διεθνές εμπόριο, τις ξένες άμεσες επενδύσεις και τις ξένες και εγχώριες πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα. Οι Martinez & Sandleris (2011) δείχνουν ότι, λαμβανομένων υπόψη των προτύπων της παρακμής του εμπορίου, είναι απίθανο ότι αυτές οι μειώσεις στο επίπεδο του εμπορίου προήλθαν από εμπορικές κυρώσεις. Οι Fuentes και Saravia (2010) δείχνουν ότι στον απόηχο της χρεοκοπίας, υπάρχουν στοιχεία και από τη μείωση στο επίπεδο των άμεσων ξένων επενδύσεων. Οι Arteta & Hale (2008) από την άλλη διαπίστωσαν επίσης ότι κατά τη διάρκεια της επαναδιαπραγμάτευσης του χρέους, παρατηρείται μια πρόσθετη μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας πάνω από 20% κατά μέσο όρο, η οποία διαρκεί περισσότερο από δύο χρόνια μετά την επίτευξη της συμφωνίας αναδιάρθρωσης. Επίσης, οι Gennaioli et al. (2013) διαπίστωσαν ότι μια χρεοκοπία δημιουργεί μια πτώση 8,6% στις πιστωτικές αγορές.

Σε αυτό το πλαίσιο, οι Gelos et al. (2011), καθώς και οι Alessandro et al. (2011) καταλήγουν στο ότι η διάρκεια του αποκλεισμού είναι συνήθως βραχύβια. Η μέση διάρκεια της περιόδου από μία χρεοκοπία στην εκ νέου πρόσβαση στις διεθνείς πιστωτικές αγορές ήταν περίπου τέσσερα έτη και έξι μήνες κατά την περίοδο 1980-2000, αλλά η διάρκεια αυτή μειώθηκε στη δεκαετία του 1990. Τα στοιχεία για τα

υψηλά κόστη δανεισμού για τις χώρες που πτωχεύουν δεν οδηγούν σε ένα και μόνο συμπέρασμα καθώς, από τη μία φαίνεται να υπάρχει αύξηση του κόστους δανεισμού αμέσως μετά την αναδιάρθρωση του χρέους, αλλά, από την άλλη, αυτά τα κόστη να εξαλείφονται μετά από 2 χρόνια, καθώς τότε, τα εν λόγω υψηλά κόστη δανεισμού φαίνεται να είναι σχετικά μικρά.

Σχετικά με την επιλογή των κατάλληλων παραγόντων που σχετίζονται με τη χρεοκοπία στη διάρκεια μίας κρίσης, τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι η πιθανότητα μιας κρίσης χρέους συσχετίζεται θετικά με τα υψηλότερα επίπεδα του συνολικού και του βραχυπρόθεσμου χρέους μιας χώρας, όπως έδειξαν και οι έρευνες των McFadden et al., (1985) και Detragiache & Spilimbergo (2001) αντίστοιχα, ενώ συσχετίζεται αρνητικά με μία αύξηση του ΑΕΠ (Sturzenegger, 2004), καθώς και με το επίπεδο των διεθνών συναλλαγματικών αποθεμάτων (Dooley, 2000). Επιπλέον, η χρεοκοπία σχετίζεται επίσης περισσότερο έντονα με ευμετάβλητες και επίμονες διακυμάνσεις της παραγωγής (Catao & Sutton, 2002), ενώ λιγότερο έντονα σχετίζεται με το άνοιγμα μίας χώρας προς το διεθνές εμπόριο (Cavallo & Frankel, 2008), τις πολιτικές συνθήκες (Manasse et al., 2003), το ιστορικό χρεοκοπίας (Reinhart et al., 2003) και ο βαθμός μετάδοσης της χρεοκοπίας στις άλλες χώρες (Eichengreen et al., 1996).

Στο σύνολό τους, τα εν λόγω άρθρα συμβάλλουν στην κατανόηση των δυνατοτήτων πρόβλεψης της κρίσης χρέους, τα οποία με τη σειρά τους, μπορούν να ταξινομηθούν στους εξής παράγοντες χρεοκοπίας (McFadden et al, 1985, Eichengreen et al., 1996, Dooley, 2000, Detragiache & Spilimbergo, 2001, Catao & Sutton, 2002, Reinhart, Rogoff, & Savastano, 2003, Manasse, Roubini, & Schimmelpfennig, 2003, Sturzenegger, 2004, Cavallo & Frankel, 2008):

- 1) Κίνδυνος φερεγγυότητας, που περιλαμβάνει μεταβλητές του συνολικού αποθέματος κεφαλαίου και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, όπως διεθνή αποθέματα, ροές κεφαλαίων, οι άμεσες ξένες επενδύσεις, πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, κλπ, καθώς και μεταβλητές που σχετίζονται με το χρέος, όπως δημόσιο εξωτερικό χρέος, συνολικό εξωτερικό χρέος, βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος, κλπ
- 2) Κίνδυνος ρευστότητας, που περιλαμβάνει μεταβλητές όπως βραχυπρόθεσμο χρέος των διαθεσίμων, την εξυπηρέτηση του χρέους σε σχέση με τα αποθέματα ή/και τις εξαγωγές, τα διαθέσιμα κατηγορίας M2 κλπ.
- 3) Μακροοικονομικό κίνδυνος, μετρούμενος με μεταβλητές όπως αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, πληθωρισμός, ανατίμηση και αποτίμηση συναλλαγματικών ισοτιμιών, διεθνή επιτόκια κλπ
- 4) Πολιτικός κίνδυνος, μετρούμενος με θεσμικούς και διαρθρωτικούς παράγοντες, όπως π.χ. το διεθνές άνοιγμα των αγορών κεφαλαίων, η οικονομική απελευθέρωση, το βαθμό πολιτικής αστάθειας κλπ και
- 5) Συστημικός κίνδυνος, που είναι η μεταβλητή που σχετίζεται με την μετάδοση (contagion) και συνήθως προσδιορίζεται από τον αριθμό άλλων κρίσεων χρέους σε άλλες χώρες, εστιάζοντας στη γεωγραφική θέση των χωρών. Ο ορισμός αυτός είναι σύμφωνος με τους Eichengreen et al. (1996), οι οποίοι καθορίζουν τη μετάδοση ως μια περίπτωση όπου, γνωρίζοντας ότι υπάρχει μία κρίση χρέους σε άλλη χώρα, αυξάνεται επίσης η πιθανότητα μιας κρίσης χρέους στην χώρα αναφοράς, ακόμη και όταν ληφθούν υπόψη οι βασικές αρχές μιας χώρας.

Όσον αφορά τα διάφορα εμπειρικά μοντέλα που έχουν κατά καιρούς χρησιμοποιηθεί, υπάρχουν διαφορετικές προσεγγίσεις που έχουν διερευνηθεί με βάση τις φιλοσοφικές παραδοχές σχετικά με τη φύση της χρεοκοπίας. Μία προσέγγιση βασίζεται σε μοντέλα 'μειωμένης μορφής' (reduced-form models), στα οποία υποθέτουν ότι η χρεοκοπία είναι ένα απρόσιτο και απροσδόκητο γεγονός του οποίου η πιθανότητα καθορίζεται μέσω μιας στοχαστικής διαδικασίας (Duffie et al., 2003). Μια άλλη προσέγγιση βασίζεται σε διαρθρωτικά μοντέλα (structural models), στα οποία η χρεοκοπία διαμορφώνεται ως ένα γενεσιουργό γεγονός, που βασίζεται στην φερεγγυότητα (Garen et al., 2005). Τέλος, μια τρίτη μέθοδος περιγράφει διάφορα στατιστικά μοντέλα, των οποίων στόχος είναι κυρίως η πρόβλεψη της χρεοκοπίας με έναν τρόπο που αυτή συνδέεται ελαφρά με τη θεωρία. Στη περίπτωση αυτή, η βιβλιογραφία είναι εκτεταμένη και επικεντρώνεται στα μοντέλα logit/probit, στις μεθόδους ταξινόμησης, δηλαδή την ανάλυση συστάδων και διακριτική ανάλυση και τη χρήση τεχνητών νευρωνικών δικτύων και προσεγγίσεις 'σημάτων' (signal approaches) που περιλαμβάνουν την αναλογία θορύβου προς σήματος (noise-to-signal ratio) και την ανάλυση δένδρων παλινδρόμησης (regression tree analysis) (Duffie et al., 2003, Garen et al., 2005).

Όσον αφορά τα μοντέλα logit/probit, οι McFadden et al. (1985) χρησιμοποιούν και τα δύο μοντέλα ενώ οι Oral et al. (1992) εισάγουν ένα γενικευμένο μοντέλο logit που συνδέει την αξιολόγηση του κινδύνου χρεοκοπίας της χώρας με πολιτικο-οικονομικούς δείκτες. Επιπλέον, οι Ciarlone & Trebesch (2005) εφαρμόζουν ένα πολυωνυμικό μοντέλο για την διερεύνηση ενός δείγματος αναδυόμενων αγορών για τη περίοδο 1980 - 2002 στο οποίο η πρόβλεψη της κρίσης εκτιμήθηκε κατά 76%. Επιπλέον, οι Fuertes & Kalotychou (2006) αποδεικνύουν ότι σε περιόδους εκτός δείγματος, απλά συγκεντρωτικά μοντέλα logit ξεπερνούν τις σύνθετες εξειδικεύσεις του μοντέλου logit, όταν χρησιμοποιούνται δεδομένα σε μορφή πάνελ (panel data), δηλαδή δεδομένα που χρησιμοποιούν τόσο διαστρωματικά στοιχεία (για ένα συγκεκριμένο έτος) όσο και στοιχεία χρονοσειρών (για πολλά έτη).

Όσον αφορά τις μεθόδους ταξινόμησης, οι Frank & Cline (1971) και Taffler & Abassi (1984) εφάρμοσαν μία διακριτική ανάλυση για τη πρόβλεψη του αν μια χώρα θα αντιμετωπίσει δυσκολίες στην εξυπηρέτηση του χρέους της, ενώ ο Fioramanti (2008) χρησιμοποιεί τεχνητά νευρωνικά δίκτυα για την υλοποίηση ενός μοντέλου 'συστήματος έγκαιρης προειδοποίησης' (Early Warning System-EWS) για τον προσδιορισμό της κρίσης του δημοσίου χρέους τα επόμενα χρόνια⁸.

Όσον αφορά τις προσεγγίσεις σημάτων, οι Kaminsky et al. (1998) εισάγουν την προσέγγιση της αναλογίας θορύβου προς σήμα, που χρησιμοποιείται επίσης από τους Goldstein et al. (2000), και Alessi & Detken (2011). Αντίθετα, οι Manasse et al. (2003) και Manasse & Roubini (2009) προτείνουν την ανάλυση παλινδρόμησης δένδρου για την εφαρμογή συστημάτων EWS για την κρίση του χρέους και

⁸ Τα συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης αποτελούν σημαντικό στοιχείο για τη μείωση του κινδύνου σε μεγάλες 'συμφορές' σε μια οικονομία. Αποτρέπουν την απώλεια ζωής και μειώνουν τις οικονομικές και υλικές επιπτώσεις των συμφορών αυτών σε μια κοινωνία. Για να είναι αποτελεσματικά, τα συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης πρέπει να εμπλέκουν ενεργά τις κοινωνίες που κινδυνεύουν π.χ. από μία χρεοκοπία, τη διευκόλυνση της δημόσιας εκπαίδευσης και της ευαισθητοποίησης των κινδύνων, την αποτελεσματική διάδοση των γεγονότων σχετικά με την επερχόμενη συμφορά και τη διασφάλιση του ότι υπάρχει μία κατάσταση ετοιμότητας από πλευράς των πολιτών και του κράτους γενικότερα (Kaminsky, Lizondo, & Reinhart, 1998; Goldstein, Kaminsky, & Reinhart, 2000; Alessi & Detken, 2011).

διαπιστώνουν ότι ενώ από τη μία πλευρά, τα δέντρα παλινδρόμησης δείχνουν πολύ ισχυρή ικανότητα πρόβλεψης των κρίσεων, από την άλλη ωστόσο, στέλνουν λανθασμένα προειδοποιητικά σήματα σε σχέση με το μοντέλο logit.

Σύμφωνα με τους Manasse & Roubini (2009), παρατηρούνται τα ακόλουθα τρία βασικά είδη κινδύνων:

- φερεγγυότητας, που χαρακτηρίζεται από το υψηλό εξωτερικό χρέος προς το ΑΕΠ μαζί με νομισματικές ή δημοσιονομικές ανισορροπίες, καθώς και με μεγάλες ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης,
- έλλειψης ρευστότητας, που προσδιορίζεται από μέτρια επίπεδα του χρέους, αλλά με βραχυπρόθεσμο χρέος άνω του 130% των διαθεσίμων σε συνδυασμό με την πολιτική αβεβαιότητα και
- συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι οποίες προκύπτουν από το συνδυασμό της χαμηλής ανάπτυξης και τις σχετικά σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Εξετάζοντας ένα άλλο σκέλος της βιβλιογραφίας με πιο πρόσφατες έρευνες, διαπιστώνεται ότι η χρεοκοπία οφείλεται, σχεδόν αποκλειστικά, σε τοπικούς παράγοντες ή παράγοντες μιας συγκεκριμένης χώρας. Οι Duffie et al. (2003) δείχνουν ότι τα επίσημα συναλλαγματικά αποθέματα, καθώς και ο πολιτικός κίνδυνος της χώρας διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Σύμφωνα με αυτή τη διαπίστωση, οι Bekaert et al. (2014) συμπεραίνουν ότι ο κρατικός πιστωτικός κίνδυνος αυξάνει παράλληλα με τον πολιτικό κίνδυνο, ενώ οι Cosset & Jeanneret (2014) δείχνουν ότι οι χώρες με καλύτερο σύστημα διακυβέρνησης έχουν μικρότερο κίνδυνο χρεοκοπίας ή αθέτησης των υποχρεώσεων τους προς τους πιστωτές. Στα πλαίσια αυτά, οι Hilscher και Nosbusch (2010) συμπεραίνουν ότι η αστάθεια των όρων του εμπορίου αυξάνει τα spreads μεταξύ των επιτοκίων δανεισμού των χωρών, ενώ οι Eichler & Maltritz (2013) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η μείωση της οικονομικής ανάπτυξης και η μεγαλύτερη διαφάνεια, μετρούμενες από το άθροισμα των εξαγωγών και των εισαγωγών προς το ΑΕΠ, αυξάνουν τον κίνδυνο χρεοκοπίας μιας χώρας.

Επιπλέον, ορισμένες άλλες έρευνες της βιβλιογραφίας σχετικές με το θέμα αναδεικνύουν τον ρόλο της δημοσιονομικής διάστασης ως καθοριστικού παράγοντα του κινδύνου χρεοκοπίας μιας χώρας. Ο Maltritz (2012) διαπιστώνει ότι οι πλέον πιθανοί οδηγοί των αποδόσεων των spreads σε μία χώρα είναι κατά κύριο λόγο δημοσιονομικές μεταβλητές όπως το ισοζύγιο του κρατικού προϋπολογισμού και το επίπεδο του χρέους. Επιπλέον, οι Eichler & Maltritz (2013) δείχνουν ότι το υψηλότερο συνολικό χρέος αυξάνει τον βραχυχρόνιο κίνδυνο χρεοκοπίας, ενώ ο καθαρός δανεισμός, το εμπορικό ισοζύγιο και το επιτόκιο δανεισμού οδηγούν σε μακροπρόθεσμο κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων. Σε μια άλλη πρόσφατη μελέτη, οι Ghosh et al. (2013) προτείνουν ένα νέο φορολογικό μέτρο που εξηγεί τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων και των τιμών στα CDS (Credit Default Swaps), δηλαδή των Συμβάσεων Ανταλλαγής Κινδύνου Αθέτησης⁹.

⁹ Η σύμβαση ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης είναι μία σύμβαση ανταλλαγής μεταξύ ενός χρεώστη και ενός πισωτή, όπου ο χρεώστης αυτής πραγματοποιεί έναν αριθμό πληρωμών προς τον αντισυμβαλλόμενο πωλητή ή πισωτή και ο πρώτος δέχεται σε αντάλλαγμα μία εφάπαξ πληρωμή σε περίπτωση που κάποιο πιστωτικό μέσο όπως π.χ. ένα δάνειο ή ένα ομόλογο χαρακτηριστεί από υψηλό

Επίσης, ο κίνδυνος χρεοκοπίας φαίνεται επίσης να είναι σχετικά υψηλότερος στις χώρες που σε προηγούμενα χρόνια έχουν ήδη αθετήσει τις υποχρεώσεις τους τουλάχιστον μία φορά. Το ιστορικό χρεοκοπίας, το οποίο συνήθως μετράται ως μία ψευδομεταβλητή (dummy) σε εμπειρικά μοντέλα και δείχνει αν μία χώρα έχει αθετήσει τις υποχρεώσεις της στο παρελθόν, τείνει να μειώνει την πιστοληπτική ικανότητα μίας χώρας (Hill et al., 2010) και να αυξάνει τα spread των ομολόγων της (Genberg & Sulstarova, 2008, Hilscher & Nosbusch, 2010, Maltritz & Molchanov, 2013). Αυτά τα ευρήματα είναι συνεπή με τους Reinhart et al. (2003), που δείχνουν ότι το ιστορικό χρεοκοπίας μιας χώρας αυξάνει τον κίνδυνο μιας μελλοντικής χρεοκοπίας. Ως εκ τούτου, η αγορά αντιλαμβάνεται τις χώρες οι οποίες στο παρελθόν έχουν χρεοκοπήσει ως ιδιαίτερα ριποκίνδυνες, διότι αυτές οι χώρες συμπεριφέρονται σαν αφερέγγυες με έναν τρόπο που δεν μπορεί να εξηγηθεί από τα βασικά οικονομικά μεγέθη τους.

Ο κίνδυνος χρεοκοπίας φαίνεται επίσης να εξαρτάται όχι μόνο από τα χαρακτηριστικά μιας χώρας, αλλά και από τις παγκόσμιες οικονομικές συνθήκες. Για παράδειγμα, αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι η αύξηση των διαταραχών στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, οδηγούν σε μία αύξηση του κόστους των κρατικών ομολόγων (Remolona et al., 2007, Pan & Singleton, 2008). Επίσης, οι Longstaff et al. (2011) δείχνουν ότι τα spreads σχετίζονται γενικά με τις αμερικανικές μετοχές, τις αγορές ομολόγων υψηλής απόδοσης, τα παγκόσμια ασφάλιστρα κινδύνου και τις ροές κεφαλαίων από ότι στις τοπικές συνθήκες μιας χώρας. Ομοίως, ο Maltritz (2012) δείχνει ότι οι παγκόσμιες συνθήκες χρηματοδότησης, όπως μετρώνται από το επιτόκιο των ΗΠΑ και της αγοράς, επηρεάζουν το επίπεδο των αποδόσεων των spreads. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Georgoutsos & Mygiakis (2013) τονίζουν επίσης την επίδραση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των δεικτών αγοράς σχετικά με τα spreads, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης. Ο Augustin (2013) διαπιστώνει επίσης ότι οι παγκόσμιοι παράγοντες είναι ιδιαίτερα σημαντικοί για τις μεταβολές των spreads των κρατικών ομολόγων, όταν η χρονική διάρθρωση των CDS είναι θετική. Επιπλέον, οι Borri & Verdelhan (2011) παρέχουν αποδεικτικά στοιχεία ότι το επίπεδο των spreads των κρατικών ομολόγων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την τιμή του κινδύνου αθέτησης, η οποία αυξάνει όταν η χώρα αναφοράς παρουσιάζει υψηλότερο βαθμό συσχέτισης με την χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ. Οι Du & Schreger (2013) συγκρίνουν τα spreads σε τοπικό νόμισμα και σε δολάρια ΗΠΑ και διαπιστώνουν ότι η διαφορά των spread οφείλεται περισσότερο σε παγκόσμιους παράγοντες. Τέλος, οι Badaoui et al. (2013) και Monfort & Renne (2014) παρέχουν ισχυρές ενδείξεις ότι τα credit spreads δεν συνδέονται μόνο με τον πιστωτικό κίνδυνο, αλλά και με το επίπεδο της ρευστότητας της παγκόσμιας οικονομίας.

Τέλος, μια άλλη σημαντική διάσταση της αγοράς δημόσιου χρέους είναι το νόμισμα στο οποίο εκφράζονται. Σύμφωνα με την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS), πάνω από το 92% των εκκρεμών διεθνών χρεογράφων εκφράζονταν σε μόλις τέσσερα νομίσματα στο τέλος του 2012: το ευρώ, το δολάριο ΗΠΑ, η στερλίνα και το γιεν Ιαπωνίας. Οι χώρες που έχουν τα νομίσματα αυτά αποτελούν ένα μεγάλο ποσοστό της παγκόσμιας εξάπλωσης του χρέους σε άλλες χώρες. Ωστόσο, περίπου 20,187 δισεκατομμύρια δολάρια των χρεωστικών τίτλων σε αυτά τα τέσσερα νομίσματα (ευρώ, δολάρια ΗΠΑ, λίρες και γιεν), στην πραγματικότητα έχουν εκδοθεί

κίνδυνο αθέτησης του χρεώστη που εκδίδει το σχετικό ομόλογο ή παίρνει το αντίστοιχο δάνειο (Altman, 2011).

από άλλες χώρες, αποτελώντας κατά συνέπεια αυτό που αναφέρεται ως «το χρέος σε ξένο νόμισμα» (Badaoui, Cathcart, & El-Jahel, 2013, Monfort & Renne, 2014).

Οι περισσότερες αναδυόμενες χώρες δανείζονται από τις διεθνείς αγορές σε ξένο νόμισμα. Οι Eichengreen & Hausmann (1999) αποκαλούν αυτό το φαινόμενο ως το «προπατορικό αμάρτημα», το οποίο προκύπτει για δύο βασικούς λόγους. Κατ'αρχάς, μια κυβέρνηση μπορεί να χρειαστεί να αυξήσει τη χρηματοδότηση της σε ξένο νόμισμα για την ενίσχυση των διεθνών αποθεματικών της. Δεύτερον, μπορεί να αναγκαστεί να λάβει υπόψη μόνο τον δανεισμό της σε ξένο νόμισμα, λόγω της αδυναμίας της να εκδώσει το χρέος εγχώριου νομίσματος στην τοπική αγορά ή στη διεθνή αγορά (Hausmann et al., 2001).

Κατά συνέπεια, με τη παρουσία του διεθνούς κόστους των συναλλαγών, οι επενδυτές διεθνώς δεν θα είναι πρόθυμοι να κατέχουν ένα χαρτοφυλάκιο του νομίσματος που εκδίδεται από «μικρές χώρες» (Hausmann et al., 2001). Σύμφωνα με τους Hausmann & Panizza (2003), η αδυναμία μίας χώρας να δανειστεί στο δικό της νόμισμα εξηγείται κυρίως από το μέγεθος της οικονομίας της, το οποίο και καθορίζει και το βαθμό της τοπικής αγοράς χρέους. Οι χώρες με σημαντική οικονομία, συνεπώς, ευνοούνται σε σχέση με άλλες χώρες, διότι μπορούν να δανειστούν από το εξωτερικό με το δικό τους νόμισμα. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις χώρες για τις οποίες το νόμισμα χρησιμοποιείται ως διεθνές αποθεματικό από άλλες κεντρικές τράπεζες, το οποίο αποτελεί και τη περίπτωση για τις περισσότερες αναπτυγμένες οικονομίες σήμερα (Hausmann et al., 2001, Hausmann & Panizza, 2003).

Συνολικά, η υπάρχουσα βιβλιογραφία έχει αναδείξει τη σημασία των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών μίας χώρας, των παγκόσμιων παραγόντων και την ικανότητα να εκδίδει χρέος σε τοπικό νόμισμα ως προσδιοριστικούς παράγοντες της χρεοκοπίας, πέρα από τη διάκριση που κάνουν άλλες μελέτες σε σχέση με το είδος του κινδύνου χρεοκοπίας, όπως πολιτικός, αφερεγγυότητας, ρευστότητας κλπ.

2.6 Μελέτη περίπτωσης της Ευρωπαϊκής και της Ελληνικής κρίσης χρέους

2.6.1 Η Ευρωπαϊκή κρίση χρέους

Μια κυβέρνηση, της οποίας το χρέος είναι εκφρασμένο σε δικό της νόμισμα, δεν αντιμετωπίζει συνήθως υψηλές πιθανότητες χρεοκοπίας. Σε περίπτωση που υπάρχει αφερεγγυότητα, η οποία δημιουργείται συνήθως από απροσδόκητες δαπάνες ή έλλειψη εσόδων, η χώρα μπορεί πάντα να αποκαταστήσει την φερεγγυότητα της προς το κοινό με υποτίμηση του χρέους της μέσω ενός μη αναμενόμενου πληθωρισμού. Μία νομισματική ένωση εξαλείφει αυτά τα μέσα, εκτός αν η Ένωση αυτή δεν είναι διατεθειμένη να θυσιάσει τη σταθερότητα των τιμών για την αποκατάσταση της φερεγγυότητας για μια συγκεκριμένη χώρα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει ως πρωταρχικό της μέλημα και ύψιστη προτεραιότητα τη σταθερότητα των τιμών στις χώρες ως σύνολο και δεν επιδιώκει να πετύχει τη κατάλληλη δημοσιονομική φερεγγυότητα για μία συγκεκριμένη χώρα καθώς σε εκείνη τη περίπτωση, θα διευρυνθούν περισσότερο οι ανισότητες μεταξύ της χώρας αυτής και των υπόλοιπων

κρατών-μελών (Sargent & Wallace, 1981, Masciandaro, Pansini, & Quintyn, 2011, Reinhart & Rogoff, 2013).

Οι πρωτεργάτες της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης ή, αλλιώς της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) εξέφρασαν από την αρχή την ανησυχία τους ότι μία δημοσιονομική αφερεγγυότητα θα μπορούσε να προκαλέσει προβλήματα στην ορθή λειτουργία της νομισματικής αυτής ένωσης. Επεδίωξαν μάλιστα να αντισταθμίσουν τις απώλειες μέσων νομισματικής πολιτικής που εφαρμόζονταν σε μία μεμονωμένη χώρα με πιο συνετές δημοσιονομικές πολιτικές, θέτοντας κάποια όρια για το μέγεθος των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους (Masciandaro, Pansini, & Quintyn, 2011, Beker, 2014). Ωστόσο, η παγκόσμια οικονομική κρίση και η ύφεση, η οποία ξέσπασε το 2007 στις ΗΠΑ και εξαπλώθηκε το 2008 και στην Ευρώπη, είχε εξαιρετικά αρνητικές συνέπειες για τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος, με σχεδόν όλες τις χώρες να ξεφεύγουν από τα όρια του χρέους και των ελλειμμάτων που προβλέπονταν από την Ευρωζώνη. Το 2009 και το 2010, τα επιτόκια σε ορισμένες χώρες σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά απομακρύνθηκαν πάρα πολύ και κατ' επέκταση διευρύνθηκαν τα αντίστοιχα spread, αντανακλώντας την ανησυχία της παγκόσμιας αγοράς ότι οι χώρες αυτές θα είχαν περισσότερες πιθανότητες να αντιμετωπίσουν μια επερχόμενη χρεοκοπία (Beker, 2014).

Ενώ η ζώνη του ευρώ έχει βρεθεί σε δύσκολη θέση τα τελευταία χρόνια λόγω της οικονομικής ύφεσης, αξίζει να ειπωθεί ότι η νομισματική κρίση στην Ευρώπη δεν αποτελεί ένα τωρινό φαινόμενο όπου, σε μια "στιγμή αδυναμίας", η ένωση βρέθηκε αντιμετώπιση με προβλήματα ρευστότητας και φερεγγυότητας (Bordo, 1993, Siklos, 2012). Καθ' όλη την περίοδο που ακολούθησε μετά τη κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods το 1971, η Ευρώπη κατέβαλε ισχυρές προσπάθειες για να δημιουργήσει ένα σταθερό πλαίσιο ρύθμισης των συναλλαγματικών ισοτιμιών των χωρών-μελών της¹⁰. Ειδικότερα, η ONE, που είχε ως στόχο να διατηρήσει τα νομίσματα σε προκαθορισμένα επίπεδα, ήταν ιδιαίτερα ευάλωτη σε συχνές νομισματικές κρίσεις και ανακατατάξεις που οφείλονταν κυρίως σε προβλήματα ανισότητας και δημοσιονομικής διαφοροποίησης των κρατών-μελών (Bordo, 1993, Siklos, 2012).

Η εποχή πριν από την ONE χαρακτηριζόταν ιδιαίτερα από συχνές διακυμάνσεις των νομισματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ουσιαστικά, οι διακυμάνσεις καθορίζονταν από δύο παράγοντες: τις δημοσιονομικές εξελίξεις και τις εξελίξεις του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κάθε χώρας (Krugman, 1979, Obstfeld, 1986).

Όσον αφορά τις δημοσιονομικές εξελίξεις, οι υποτιμήσεις και ο συνακόλουθος πληθωρισμός που δημιουργήθηκε λόγω αύξησης της ζήτησης (εξαιτίας του

¹⁰ Το σύστημα του Bretton Woods αποτέλεσε ένα νομισματικό σύστημα διεθνών σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των νομισμάτων χωρών που ανήκαν στο σύστημα αυτό, με το αμερικανικό δολάριο να είναι άμεσα μετατρέψιμο σε χρυσό. Δημιουργήθηκε μετά το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, το 1944 και το όνομα του προήλθε από την ομώνυμη πόλη Μπρετόν Γουντς στη πολιτεία New Hampshire των ΗΠΑ (Bordo, 1993). Εκεί έγινε η Νομισματική και Χρηματοοικονομική Διάσκεψη 44 χωρών από τη πλευρά των Συμμάχων (ΗΠΑ, ΕΣΣΔ, Ηνωμένο Βασίλειο, κ.α., οι οποίες είχαν βγει νικήτριες από τον πόλεμο αυτό κατά των χωρών του Άξονα (Γερμανία, Ιαπωνία, Ιταλία, Ρουμανία κ.α.). Το σύστημα αυτό αντικατέστησε τον κανόνα του χρυσού που ίσχυε τα προηγούμενα χρόνια προς μεγαλύτερη διευκόλυνση της ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου. Τελικά, το 1971 το Bretton Woods καταργήθηκε ως συνέπεια της αύξησης της παγκόσμιας ζήτησης για χρυσό εκείνη την εποχή (Bordo, 1993).

φθηνότερου νομίσματος) διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην πρόληψη μεγάλων επιβαρύνσεων του δημόσιου χρέους στις χώρες της Ευρώπης που ήταν αντιμέτωπες με χρεοκοπία. Η απουσία ενός χαμηλού πληθωρισμού κατέστησε επίσης ευκολότερο το έργο για τις κεντρικές τράπεζες να παίξουν ένα ρόλο ως αγοραστές δημοσίου χρέους έσχατης ανάγκης. Έτσι, ενώ οι πιθανοί αγοραστές του Ευρωπαϊκού δημοσίου χρέους πριν από την υιοθέτηση του ευρώ έπρεπε να λάβουν υπόψη την υποτίμηση και τους κινδύνους πληθωρισμού, οι απώλειες εξαιτίας μιας απροσδόκητης χρεοκοπίας της ένωσης, γενικά θεωρούνταν ένα φαινόμενο με χαμηλό κίνδυνο εμφάνισης του (Krugman, 1979, Obstfeld, 1986).

Με την δημιουργία της Ευρωζώνης όμως το 1999, τα πράγματα άλλαξαν ριζικά. Η υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος, σίγουρα εμπόδισε μια χώρα-μέλος από το να βιώσει μία κρίση σε αυτή την ένωση καθώς το νόμισμα της εξαρτιόταν από τους θεσμούς αυτής, όμως περιόρισε σημαντικά την λεγόμενη «βαλβίδα ασφαλείας» που προβλεπόταν από μία χώρα για την αντιμετώπιση μιας κρίσης δημοσίου χρέους (Goodhart, 1998, Sims, 1999). Ίσως προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι η βιβλιογραφία σχετικά με την ONE κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 γενικά αφιέρωσε λίγη προσοχή στις δυνατότητες της χρεοκοπίας εντός της Ευρωζώνης και τις απειλές που αυτή θα μπορούσε να παρουσιάσει για τη βιωσιμότητα του ενιαίου νομίσματος (Goodhart, 1998, Sims, 1999).

Αναζητώντας στη βιβλιογραφία σχετικά με την ONE τη δεκαετία του 1990, μπορεί κανείς να βρει σχετικά λίγα παραδείγματα των οικονομολόγων που ασχολήθηκαν με το γεγονός ότι τα δημοσιονομικά προβλήματα και η απουσία ενός κυρίαρχου δανειστή έκτακτης ανάγκης θα μπορούσαν να υπονομεύσουν το νόμισμα του ευρώ. Δύο σημαντικές εξαιρέσεις βέβαια σε αυτόν τον τομέα ήταν οι έρευνες από τον Charles Goodhart (1998) και τον Chris Sims (1999).

Από τη μία πλευρά, ο Goodhart (1998) τόνισε ότι η ONE θα βιώσει «ένα άνευ προηγουμένου διαζύγιο μεταξύ των βασικών νομισματικών και δημοσιονομικών αρχών». Υποστήριξε επίσης ότι τα επιχειρήματα υπέρ ενός κοινού νομίσματος βασίζονταν στην θεωρία της βέλτιστης νομισματικής ζώνης, ήταν ανεπαρκή, επειδή η θεωρία αυτή «δεν είναι σε θέση να δικαιολογήσει επαρκώς τη στενή σχέση μεταξύ της εθνικής κυριαρχίας και των νομισματικών περιοχών της ένωσης, μια σχέση που εμμένει σημαντικά μέσα από την πορεία της δημιουργίας και της διάλυσης, των ομόσπονδων κρατών».

Από την άλλη πλευρά, ο Sims (1999) πρότεινε ένα σενάριο που προσαρμόζεται καλά με τις εξελίξεις των τελευταίων ετών. Συγκεκριμένα, υποστήριξε ότι αν μια χώρα είναι σε μία κρίσιμη οικονομική καμπή καθώς παρατηρεί τα επιτόκια της να αυξάνονται αισθητά υψηλότερα από αυτά των άλλων κρατών-μελών της ONE, και ότι με αυτόν τον τρόπο βρίσκεται αντιμέτωπη με υψηλό κίνδυνο χρεοκοπίας, φαίνεται πολύ πιθανό ότι θα αποχωρήσει από την ONE και, κατά συνέπεια, θα επαναφέρει το ανεξάρτητο νομισματικό σύστημα που είχε προτού ενταχθεί στην ευρωζώνη. Θα αναβιώσει έτσι την επιλογή μιας ομαλής, ομοιόμορφης και μερικής χρεοκοπίας μέσω πληθωριστικών χρηματοδοτήσεων και την υποτίμηση του νομίσματος της. Εάν πάλι οι αγορές χαρακτηρίζονται από κάποια πίστη σε αυτό το σενάριο, θα αντιδράσουν σε μία δημοσιονομική διαταραχή ενός μέλους της ONE με τον τρόπο που αντέδρασαν σε μια εύθραυστη δέσμευση για μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, όπως στο Bretton Woods (Dornbusch, 1997). Η άνοδος των επιτοκίων για το δημόσιο χρέος θα οδηγήσει τις τιμές της αγοράς στα ύψη,

αυξάνοντας περαιτέρω την δημοσιονομική ανεπάρκεια και δυσπραγία, με τόσο ραγδαίους ρυθμούς οι οποίοι, εν τέλει, θα οδηγήσουν σε κρίση χρέους ολόκληρης της νομισματικής ένωσης (Dornbusch, 1997, Sims, 1999).

Σε γενικές γραμμές, πάντως, οι προβλέψεις ότι τα προβλήματα του δημόσιου χρέους θα μπορούσαν να προκαλέσουν σοβαρές δυσκολίες για το ευρώ σπάνια προβάλλονται κατά τη περίοδο 1990-1999 ή τα πρώτα χρόνια ύπαρξης της ΟΝΕ (Dornbusch, 1997, Goodhart, 1998, Sims, 1999).

Μία δεκαετία αργότερα, οι πρώτοι μήνες της χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξεκίνησε το 2007 λόγω μιας ιδιαίτερης ανησυχίας που εκφράστηκε για τα προνομιακά ενυπόθηκα δάνεια στις ΗΠΑ, χαρακτηρίστηκαν από μία έντονη δημόσια συζήτηση από τους ευρωπαίους πολιτικούς σχετικά με το πώς η κρίση κατέδειξε την αδυναμία των Αγγλοσαξονικών χρηματοοικονομικών μοντέλων να αντιμετωπίσουν τη κατάσταση αυτή. Ωστόσο, γρήγορα έγινε φανερό ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν πολλούς επίδοξους αγοραστές των δανείων αυτών και ότι αυτές οι τράπεζες είχαν εκδώσει πολλά δάνεια αμφιβόλου ποιότητας ως προς την αποπληρωμή τους (Dungey, Dwyer, & Flavin, 2011).

Η παγκόσμια ύφεση που προκλήθηκε από την χρηματοπιστωτική κρίση τα επόμενα χρόνια έπληξε έντονα και την οικονομία της Ευρώπης και οδήγησε σε σημαντική επιδείνωση των δημοσιονομικών μεγεθών. Επιπλέον, η κρίση αυτή επέφερε μια παγκόσμια επαναξιολόγηση των κινδύνων και των τραπεζικών μοντέλων που βασίζονται στην υψηλή μόχλευση και των επενδύσεων με υψηλό βαθμό κινδύνου (Dungey, Dwyer, & Flavin, 2011).

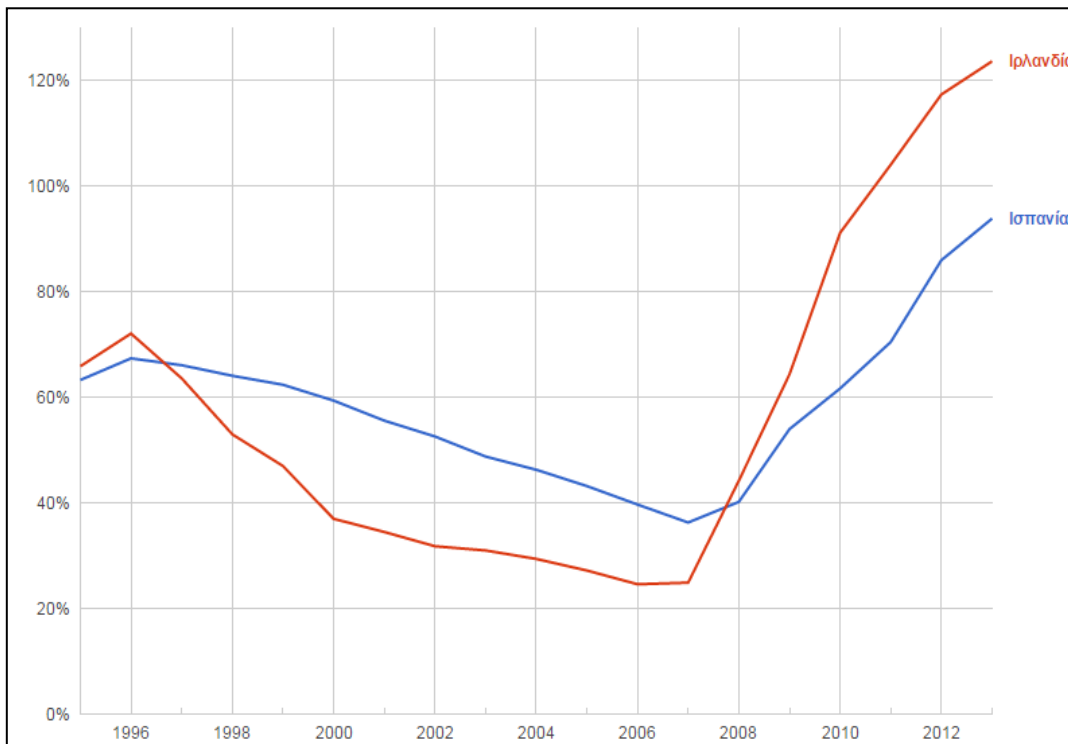
Οι πιστωτές, κυρίως επενδυτές και τράπεζες εκτός ΕΕ, που ήταν σε ιδιαίτερα ευνοϊκή θέση τα προηγούμενα χρόνια να δανείζουν στις τράπεζες της Ευρώπης, κατά τη κρίση έπαψαν να νιώθουν ενθουσιώδεις για να συνεχίσουν να δανείζουν σε οικονομίες της Ευρώπης με υψηλά επίπεδα χρέους και βαθιά ύφεση. Οι κυβερνήσεις, οι οποίες κατάφεραν να διασωθούν από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τους, άσκησαν πίεση στις τράπεζες ώστε να μειωθούν ως προς το μέγεθος τους και, ειδικότερα, να γίνουν περικοπές στον δανεισμό από το εξωτερικό (Kouretas, 2012). Το αποτέλεσμα που προέκυψε μετά από αυτό ήταν μια πιστωτική κρίση που παραμένει σε ισχύ μέχρι και σήμερα. Είναι σημαντικό βεβαίως ότι η διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης στη ζώνη του ευρώ αντιστράφηκε τα τελευταία χρόνια με το πιστωτικό κόστος για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στα διάφορα κράτη μέλη να αποκλίνει αρκετά έντονα μετά το 2008 (Kouretas, 2012).

Ο συνδυασμός τόσο της βαθιάς ύφεσης όσο και της πιστωτικής κρίσης επηρέασαν αρνητικά όλα τα μέλη της ζώνης του ευρώ αλλά, ωστόσο, οι συνέπειες ήταν εξαιρετικά ασύμμετρες. Συγκεκριμένα, οι χώρες με υψηλά επίπεδα χρέους και έντονη εξάρτηση από πιστωτές του ιδιωτικού τομέα (private creditors) επλήγησαν περισσότερο σε σχέση με χώρες με χαμηλά επίπεδα χρέους και έντονη εξάρτηση από πιστωτές του δημόσιου τομέα (Kouretas, 2012).

Σε αυτό το πλαίσιο, η Ισπανία και η Ιρλανδία, οι οποίες τη περίοδο πριν τη κρίση είχαν επιτύχει δημοσιονομικά πλεονάσματα, χαρακτηρίστηκαν από μία δραματική κατάρρευση των αγορών ακινήτων, ενώ τα έσοδα τους από τον τομέα των κατασκευών μετατράπηκαν σε έξοδα μέσα λίγο χρονικό διάστημα. Ειδικότερα, στην Ισπανία το δημοσιονομικό πλεόνασμα ύψους 2% του ΑΕΠ το 2007 μετατράπηκε γρήγορα σε έλλειμμα ύψους 11% το 2009 ενώ στην Ιρλανδία, ο ισοσκελισμένος

προϋπολογισμός που υπήρχε το 2008 κατέληξε σε έλλειμμα 13% το 2009 (Whelan, 2010, OECD, 2014). Η εξέλιξη τόσο του δημόσιου χρέους όσο και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων των δύο χωρών παρουσιάζονται στα παρακάτω σχήματα.

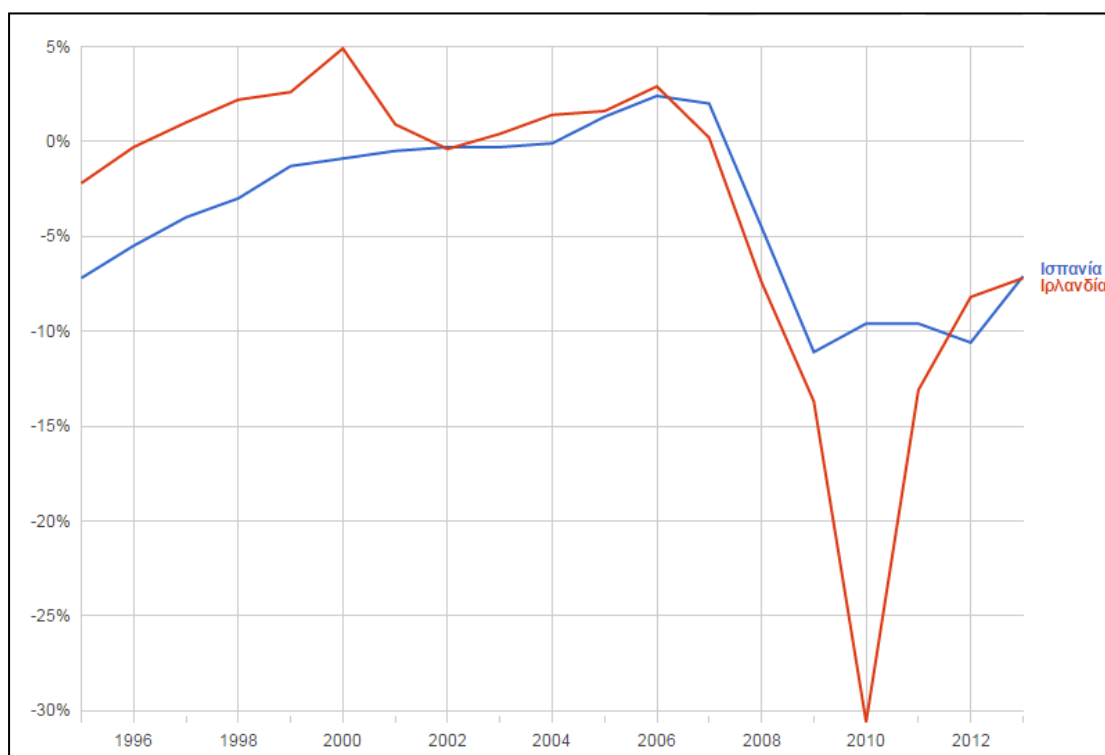
Διάγραμμα 1: Εξέλιξη του δημόσιου χρέους της Ισπανίας και της Ιρλανδίας ως % του ΑΕΠ (1995-2013)



Πηγή: Google Public Data, δεδομένα προερχόμενα από Eurostat

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 1, το δημόσιο χρέος της Ισπανίας και της Ιρλανδίας τη περίοδο 1995-2007 μειωνόταν σταθερά και μάλιστα το χρέος της Ιρλανδίας (από το 1997 μέχρι το 2007) ήταν μικρότερο από αυτό της Ισπανίας. Με τη κρίση όμως, το χρέος και των δύο χωρών εκτινάχθηκε στα ύψη και περισσότερο αυτό της Ιρλανδίας, κυρίως λόγω του ότι εξαντλήθηκαν γρήγορα τα χρήματα από τα δημόσια ταμεία της.

Διάγραμμα 2: Εξέλιξη των δημοσιονομικών πλεονασμάτων/ελλειμμάτων της Ισπανίας και της Ιρλανδίας ως % του ΑΕΠ (1995-2013)



Πηγή: Google Public Data, δεδομένα από Eurostat

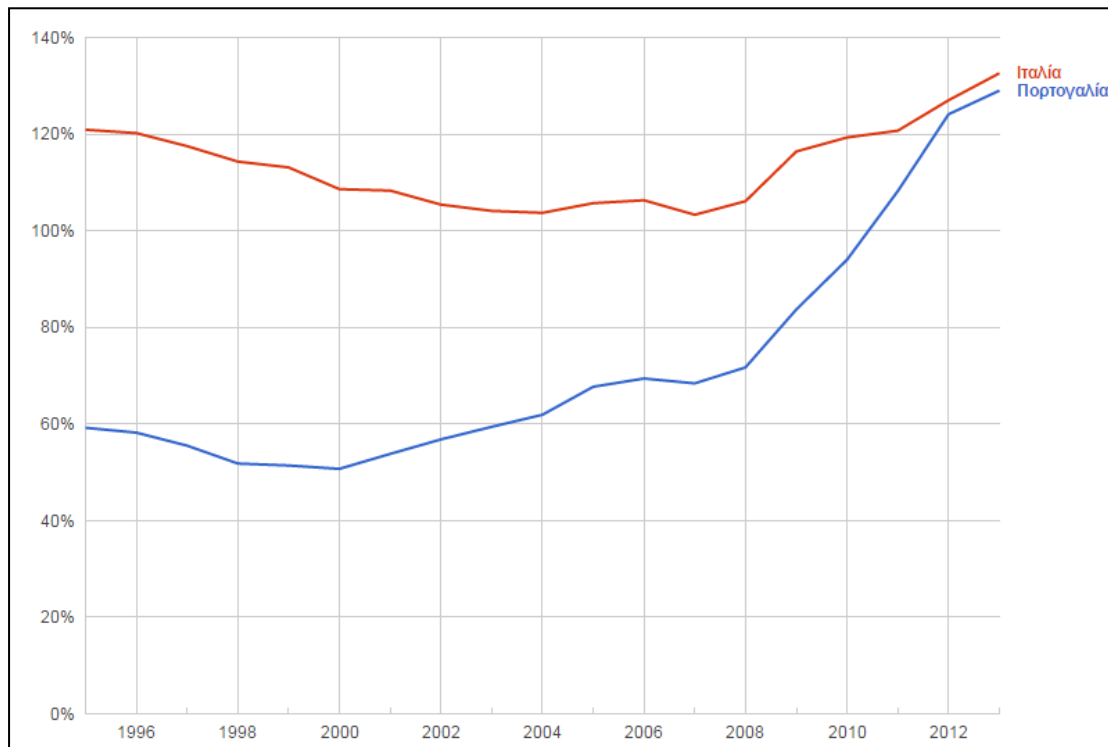
Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 2, η Ιρλανδία τη περίοδο 1995-2006 είχε δημοσιονομικά πλεονάσματα, ενώ το 2007 πέτυχε ισοσκελισμένο προϋπολογισμό σε αντίθεση με την Ισπανία, η οποία ξεκίνησε τη περίοδο αυτή με δημοσιονομικό έλλειμμα (περίπου 7 με 8% του ΑΕΠ), το 2002 πέτυχε ισοσκελισμό του προϋπολογισμού της ο οποίος διατηρήθηκε μέχρι και το 2004. Στη συνέχεια σημείωσε πάλι δημοσιονομικά πλεονάσματα για να καταλήξει από το 2007 μέχρι το 2009 σε απότομη διεύρυνση των ελλειμμάτων της. Η αύξηση όμως των ελλειμμάτων ήταν ακόμη πιο δραματική για την Ιρλανδία καθώς το 2010 ξεπέρασε το 30% του ΑΕΠ ενώ με την προσφυγή της στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης το έλλειμμα αυτό μειώθηκε αισθητά σε 7% το 2013, περίπου το ίδιο με αυτό της Ισπανίας.

Με τον τεράστιο αριθμό επισφαλών δανείων από τις τράπεζες της Ιρλανδίας, οι προσπάθειες της ιρλανδικής κυβέρνησης να χρησιμοποιήσει δημόσιο χρήμα για την αποπληρωμή των ιδιωτών πιστωτών τραπεζών συνέβαλαν στην εξάντληση των χρηματικών πόρων από τα δημόσια ταμεία της χώρας. Επιπροσθέτως, οι ανησυχίες για τον τραπεζικό τομέα της Ισπανίας προκάλεσαν εξίσου σοβαρές συνέπειες με αρνητικό αντίκτυπο στην πιστοληπτική ικανότητα της χώρας (Whelan, 2010).

Επίσης, άλλες χώρες όπως η Πορτογαλία και η Ιταλία, επίσης επλήγησαν σημαντικά από την κρίση λόγω των επικείμενων αδυναμιών ή επειδή η χαμηλή δημοσιονομική απόδοση πριν από την κρίση οξύνθηκαν ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια της κρίσης αυτής. Η Πορτογαλία δεν είχε ιδιαίτερα οικονομική άνθηση κατά τα πρώτα χρόνια του ευρώ ενώ είχε ανησυχητικά υψηλό δημόσιο χρέος και δημοσιονομικά ελλείματα λίγο πριν τη κρίση, τα οποία στη συνέχεια επιδεινώθηκαν δραματικά (Kouretas, 2012). Όσον

αφορά την Ιταλία, το δημόσιο έλλειμμα της δεν έχει αυξηθεί τόσο όσο εκείνο των άλλων χωρών, αλλά η κρίση προκάλεσε μια δραματική αύξηση του δείκτη χρέους της χώρας κατά 120% τη περίοδο 2008-2009. Οι εξελίξεις στο χρέος και στον προϋπολογισμό των χωρών αυτών παρουσιάζονται στα διαγράμματα 3 και 4.

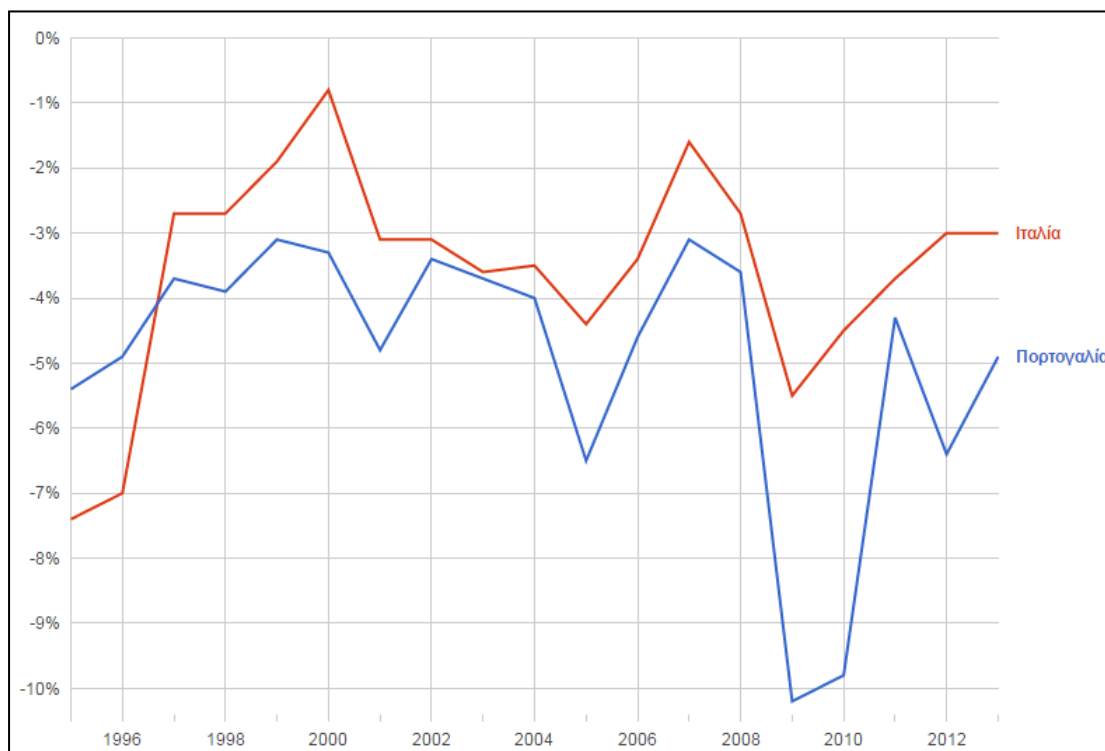
Διάγραμμα 3: Εξέλιξη του δημόσιου χρέους ως % του ΑΕΠ της Πορτογαλίας και της Ιταλίας, 1995-2013



Πηγή: Google Public Data, δεδομένα από Eurostat

Στο διάγραμμα 3 είναι φανερό ότι η Ιταλία έχει υψηλότερο δημόσιο χρέος όλα αυτά τα χρόνια σε σχέση με τη Πορτογαλία, παρ' όλα αυτά, κυρίως από το 2004 και μετά, το χρέος της Πορτογαλίας αρχίζει να αυξάνεται σταθερά και το 2008 αρχίζει και αυξάνεται δραματικά ώστε το 2013 να προσεγγίσει αρκετά το μέγεθος του δημοσίου χρέους της Ιταλίας (132,6% του ΑΕΠ για την Ιταλία το 2013 έναντι 129% της Πορτογαλίας το ίδιο έτος).

Διάγραμμα 4: Εξέλιξη των δημοσιονομικών πλεονασμάτων/ελλειμμάτων της Ιταλίας και της Πορτογαλίας ως % του ΑΕΠ, 1995-2013

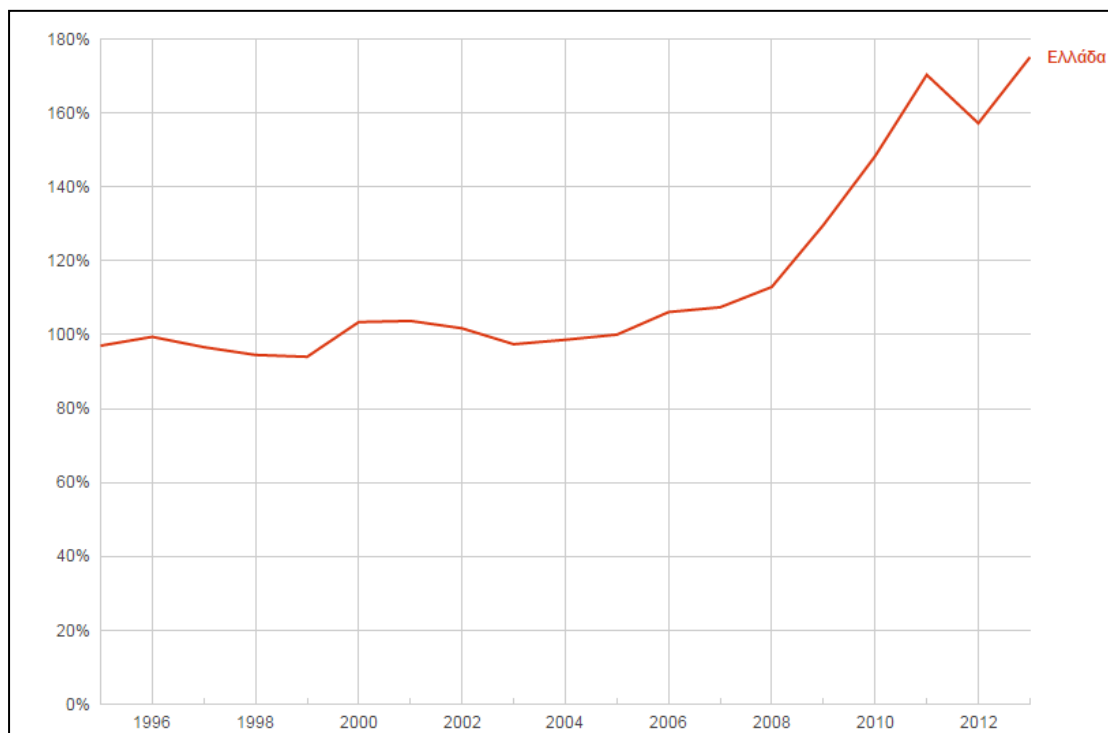


Πηγή: Google Public Data, δεδομένα από Eurostat

Όπως προκύπτει από το διάγραμμα 4, οι δύο εν λόγω χώρες εμφανίζουν μόνο δημοσιονομικά ελλείμματα τη περίοδο αναφοράς και λίγο πολύ κινούνται στα ίδια επίπεδα. Εξαίρεση αποτελεί η περίοδος 2008-2010 όπου το έλλειμμα της Πορτογαλίας αυξήθηκε αλματωδώς σε σχέση με της Ιταλίας και επαναφέρθηκε στα αρχικά επίπεδα το 2011. Το 2013, το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ιταλίας είναι 3% ενώ της Πορτογαλίας περίπου 5% του ΑΕΠ.

Τελευταία και ίσως πιο σημαντική περίπτωση χώρας η οποία επλήγησε ιδιαίτερα έντονα από την οικονομική κρίση ήταν η Ελλάδα. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος που δημοσιοποιήθηκαν από την ελληνική κυβέρνηση πριν από την κρίση ήταν υπερβολικά υψηλά λόγω των τεράστιων δαπανών που προορίζονταν για δημόσια έργα και υποδομές (π.χ. Αεροδρόμιο "Ελευθέριος Βενιζέλος", Αττική Οδός, Μετρό Αθήνας, κλπ), καθώς και έργα για τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004 που φιλοξενήθηκαν στην Αθήνα. Εν συνεχεία, η κυβέρνηση του ΠΑΣΟΚ που εξελέγη τον Οκτώβριο του 2009 παραδέχθηκε ότι τα επίσημα στοιχεία υποτιμούσαν πλήρως την έκταση του ελληνικού δημοσίου χρέους (Kouretas & Vlamis, 2010, Kouretas, 2012). Το έλλειμμα του 2009 το οποίο δηλώθηκε στα επίσημα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών ως 5% ΑΕΠ, στη πραγματικότητα ήταν περίπου 15,6%, ενώ ο δείκτης χρέους για το 2009 αναθεωρήθηκε προς τα πάνω από 113% έως 130% του ΑΕΠ. Τα δεδομένα της Ελλάδας σχετικά με το δημόσιο χρέος και το δημοσιονομικό έλλειμμα της παρουσιάζονται στα διαγράμματα 5 και 6.

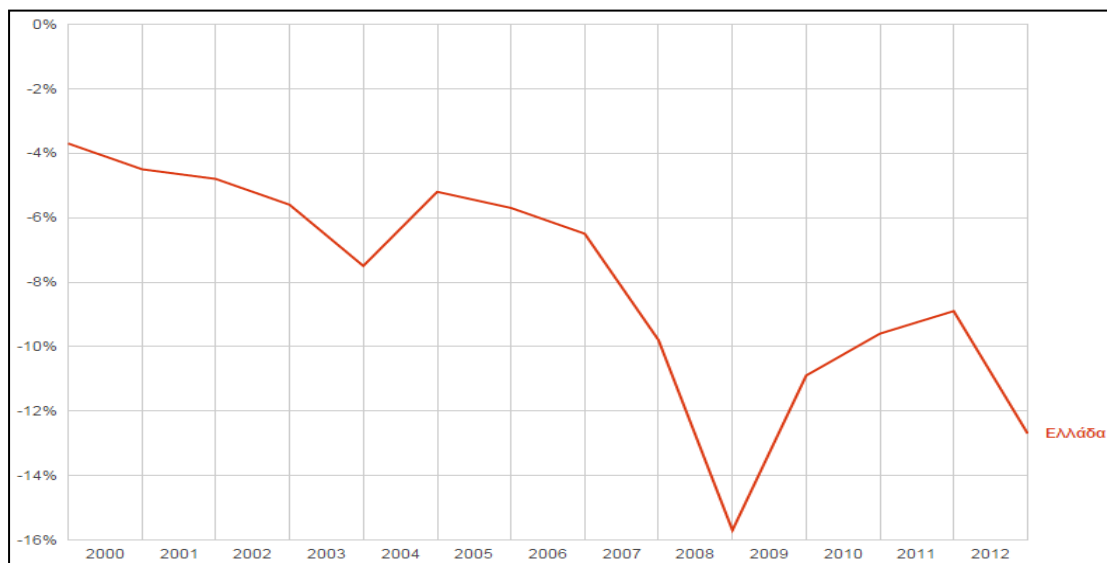
Διάγραμμα 5: Εξέλιξη του δημόσιου χρέους της Ελλάδας ως % του ΑΕΠ, 1995-2013



Πηγή: Google Public Data, δεδομένα από Eurostat

Από το διάγραμμα 5 είναι ξεκάθαρο ότι το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ήταν περίπου 100% όλα τα έτη για τη περίοδο 1995-2005, όμως από το 2006 και μετά αυξήθηκε δραματικά, φτάνοντας στο 170,3% του ΑΕΠ το 2011 και 175,3% το 2013, το υψηλότερο ίσως ποσοστό που έχει επιτύχει ποτέ η χώρα στην ιστορία της.

Διάγραμμα 6: Εξέλιξη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων/πλεονασμάτων της Ελλάδας ως % του ΑΕΠ, 1995-2013



Πηγή: Google Public Data, δεδομένα από Eurostat

Σχετικά με το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας, το οποίο είναι μόνιμο σε αυτή τη περίοδο, προκύπτει ότι η διεύρυνση του είχε ήδη ξεκινήσει από το 1995 μέχρι και το 2003, ενώ ύστερα, μετά από μία μικρή περίοδο μείωσης του αυξήθηκε δραματικά, φτάνοντας στο 16% περίπου του ΑΕΠ το 2009. Με την προσφυγή όμως της χώρας στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης και την εφαρμογή των μέτρων λιτότητας, το έλλειμμα μειώθηκε σημαντικά σε 8,9% το 2012, όμως το 2013 αυξήθηκε και πάλι σε 13% περίπου, αντανακλώντας την αδυναμία της χώρας να αποπληρώσει τις οφειλές της στους ξένους πιστωτές της.

Από τη στιγμή που η πραγματική έκταση του προβλήματος του δημόσιου χρέους της Ελλάδας κατέστη σαφής, οι χρηματοπιστωτικές αγορές άρχισαν να ανησυχούν ότι η Ελλάδα ήταν αντιμέτωπη με έναν υψηλό κίνδυνο αδυναμίας αποπληρωμής των οφειλών της. Ως συνέπεια, οι αποδόσεις των τόκων των δανείων άρχισαν να αυξάνονται στα τέλη του 2009 και στις αρχές του 2010, με αποτέλεσμα η Ελλάδα να αδυνατεί πλέον να δανειστεί από τις ξένες αγορές (Kouretas & Vlamis, 2010, Kouretas, 2012).

2.6.2 Η Ελληνική κρίση χρέους

Από την ανάλυση της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους, κατέστη σαφές ότι η χρεοκοπία δεν έγινε επικείμενη στη ζώνη του ευρώ με τον τρόπο που πολλοί είχαν προβλέψει. Στη περίπτωση της Ελλάδας, μέχρι τις αρχές του 2010, ήταν σαφές ότι η ελληνική κρίση επρόκειτο να οδηγήσει είτε σε μια γρήγορη χρεοκοπία της χώρας είτε σε κάποιο πρόγραμμα διάσωσης της, με κόστος όμως την ανάληψη σκληρών δεσμεύσεων και την εφαρμογή μέτρων λιτότητας (Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013, Ardagna & Caselli, 2014). Εν τέλει, η Ελλάδα κατέφυγε στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης το 2010 με την αποδοχή ενός μνημονίου, ενώ η ΕΚΤ αγόρασε ελληνικά ομόλογα ως μια προσπάθεια πρόσθετης χρηματοδότησης της χώρας. Η ελληνική χρεοκοπία πάντως, συνέβη επειδή το μέγεθος της αφερεγγυότητας της χώρας αποδείχθηκε ότι είναι τεράστιο και επειδή έγινε πολιτικά αδύνατο για τις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν αυτό το τεράστιο κενό στο ελληνικό δημόσιο (Λώλος, 2011).

Ένα μεγάλο μέρος των μελετών των οικονομικών δυσκολιών με τις οποίες ήρθε αντιμέτωπη η Ελλάδα τα τελευταία χρόνια επικεντρώθηκαν στα πολιτικά προβλήματα της εφαρμογής του προγράμματος λιτότητας που σχεδιάστηκε ως προϋπόθεση της διάσωσης της χώρας από την ΕΕ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Η αλήθεια είναι ότι η ελληνική κυβέρνηση έθεσε σε εφαρμογή ένα ακραίο πρόγραμμα λιτότητας με δραματικές αυξήσεις στη φορολογία και απότομες περικοπές στις δημόσιες δαπάνες της. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα το πρωτογενές έλλειμμα της χώρας να μειωθεί από 10,6% του ΑΕΠ το 2009 σε 2,4% του ΑΕΠ το 2011 (Λώλος, 2011)¹¹. Ωστόσο, καθώς η ελληνική οικονομία αδυνατούσε να εξυπηρετήσει το δημόσιο χρέος της και οι χρεωστικοί τόκοι της συσσωρεύονταν όλο και περισσότερο, το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής που υιοθετήθηκε το 2010 δεν είχε τα αναμενόμενα αποτελέσματα και οι προβλέψεις για την αναλογία χρέους-ΑΕΠ αυξήθηκε ακόμη περισσότερο (Woods, 2014).

Λόγω όμως του μεγάλου αριθμού των ελληνικών κρατικών ομολόγων που κατέχονταν από τον ιδιωτικό τομέα και αποπληρώθηκαν το 2010, καθώς επίσης και ότι το ΔΝΤ είχε διαμορφώσει ένα ειδικό καθεστώς προτιμώμενου πιστωτή, κατέστη σαφές στους ηγέτες της ευρωζώνης ότι η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (private sector involvement-PSI) για την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους της Ελλάδας τη περίοδο 2011-2012 για την αποτροπή μιας χρεοκοπίας ήταν ιδιαίτερα σημαντική καθώς σε αντίθετη περίπτωση τα χρήματα που θα λάμβαναν οι ιδιώτες κάτοχοι ελληνικών κρατικών ομολόγων θα ήταν πολύ λιγότερα απ' όσα είχαν δανείσει στη χώρα (Βαρουφάκης, Πατώκος, Τσερκέζης, & Κουτσοπέτρος, 2011, Κότιος, Γαλανός, & Ρουκανάς, 2012, Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013, Τράπεζα της Ελλάδος, 2014).

Έτσι, η περίοδος από τον Ιούλιο του 2011 της συμφωνίας για την υλοποίηση του PSI προς την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους τον Μάρτιο του 2012 περιείχε μια σειρά από ανατροπές και ανισορροπίες αναφορικά με τον τρόπο εφαρμογής του σχεδίου αυτού, αλλά το βασικό γεγονός αυτής της περιόδου ήταν ότι η αναδιάρθρωση του χρέους έλαβε χώρα σε μια χώρα της ζώνης του ευρώ χωρίς να προκαλέσει την έξοδο της χώρας αυτής από την ευρωζώνη. Επιπλέον, με την αξιοσημείωτη εξαίρεση

¹¹ Πρωτογενές έλλειμμα είναι το έλλειμμα που προκύπτει εφόσον αφαιρεθούν οι τόκοι αποπληρωμής των δανείων για την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους (Abel, Bernanke, & Croushore, 2010).

της Κύπρου, η ελληνική χρεοκοπία εκείνη τη περίοδο δεν προκάλεσε συστημικά οικονομικά προβλήματα σε άλλα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ (Βαρουφάκης, Πατώκος, Τσερκέζης, & Κουτσοπέτρος, 2011, Κότιος, Γαλανός, & Ρουκανάς, 2012, Zettlemeyer, Trebesch, & Gulati, 2013, Τράπεζα της Ελλάδος, 2014).

Ένας από τους λόγους που η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους μέσω του PSI δεν προκάλεσε οικονομική δυσχέρεια στις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ είναι ότι το ποσό του ελληνικού δημόσιου χρέους που διακρατούνταν από τις τράπεζες σε άλλες χώρες δεν ήταν τόσο υψηλό. Ίσως πιο ενδιαφέρον είναι ο περίεργος ρόλος που έπαιξαν τα κρατικά CDS. Οι Zettlemeyer et al. (2013) τονίζουν ότι τα στοιχεία που συγκεντρώθηκαν από το Depository Trust & Clearing Corporation αναφέρουν ότι ο καθαρός νομισματικός όγκος των ελληνικών CDS ήταν μόνο 7 δις € στα τέλη του 2009 και ύστερα μειώθηκε κάτω από 2,5 δις € στις αρχές του 2012. Αυτές είναι μικρές τιμές σε σύγκριση με το μέγεθος του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ζώνης του ευρώ.

Επομένως, το πρώτο πακέτο διάσωσης το 2010 διακόπηκε από την ανάγκη για ένα μεγαλύτερο δεύτερο πακέτο διάσωσης το 2012 (Δεύτερο Μνημόνιο). Συνολικά, το πρώτο πακέτο διάσωσης της χώρας προσέφερε 73,0 δις € (52,9 εκατομμύρια € από άλλες χώρες της Ευρωζώνης και 20,1 δις € από το ΔΝΤ) (Zettlemeyer, Trebesch, & Gulati, 2013).

Το δεύτερο πρόγραμμα διάσωσης εφαρμόστηκε τον Μάρτιο του 2012. Έτσι, μέχρι και τη στιγμή που το κόμμα του ΣΥΡΙΖΑ ανέβηκε στην πολιτική εξουσία στις εθνικές εκλογές τον Ιανουάριο του 2015, συνολικά 142,7 εκατομμύρια € είχαν παρασχεθεί στην Ελλάδα (130,9 δις € από άλλες χώρες της Ευρωζώνης και 11,8 δις € από το ΔΝΤ) (Harari, 2015).

Ένα σημαντικό μέρος των κονδυλίων διάσωσης προορίστηκαν για την εξυπηρέτηση του ελληνικού χρέους. Μια σημαντική ερευνητική ανάλυση από την ιστοσελίδα MacroPolis, η οποία παρέχει λεπτομερή ανάλυση σχετικά με τις ελληνικές πολιτικές και τις οικονομικές εξελίξεις, υπολογίζει ότι «περίπου το ήμισυ της χρηματοδότησης - περίπου 120 δις € προορίζονταν για την εξυπηρέτηση του χρέους.» Επίσης, 35 δις € χρησιμοποιήθηκαν για τις απομειώσεις του χρέους του ιδιωτικού τομέα κατά την περίοδο εφαρμογής του δεύτερου πακέτου διάσωσης το 2012, ενώ 48 δισεκατομμύρια € χρησιμοποιήθηκαν για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών, ενώ περίπου 27 δισεκατομμύρια €, δηλαδή το 11% της συνολικής χρηματοδότησης, προορίστηκαν για την κάλυψη των αναγκών λειτουργίας του ελληνικού κράτους (Harari, 2015).

Εν τέλει, από το δεύτερο πακέτο διάσωσης της χώρας, 7,2 δις € ήταν διαθέσιμα στην Ελλάδα έπειτα από τις δαπάνες που αναφέρθηκαν παραπάνω, όντας εγκεκριμένα από την Ευρωζώνη, το ΔΝΤ και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα πριν από το τέλος του Ιουνίου 2015. Όμως, η αδυναμία της ελληνικής κυβέρνησης και των πιστωτών της για να συμφωνήσουν για το τι νέα μέτρα θα έπρεπε να θεσπιστούν στην Ελλάδα με αντάλλαγμα την πρόσθετη χρηματοδότηση της οδήγησε στη λήξη του δεύτερου πακέτου διάσωσης χωρίς η Ελλάδα να λάβει πρόσθετη χρηματοδότηση με αποτέλεσμα να αθετήσει τις οφειλές της (Harari, 2015).

Συνεπώς, το γεγονός αυτό ανάγκασε την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) να "παγώσει" την έκτακτη χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών μέσω του μηχανισμού ELA (Emergency Liquidity Assistance) και οδήγησε την ελληνική

κυβέρνηση να επιβάλει ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls) για να διασφαλίσει τα χρήματα εντός των τραπεζών, έτσι ώστε να αποφευχθεί μία επερχόμενη κατάρρευση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος (Harari, 2015)¹². Με τη σειρά τους, τα capital controls περιόρισαν σημαντικά τις συναλλαγές με το εξωτερικό ενώ οι τράπεζες παρέμειναν κλειστές για περίπου τρεις εβδομάδες. Όλα αυτά τα γεγονότα είχαν σοβαρές αρνητικές συνέπειες για την οικονομία, η οποία εκτιμάται ότι σίγουρα βρίσκεται ακόμη σε βαθιά ύφεση. Τελικά, με τη συμφωνία ενός τρίτου πακέτου διάσωσης της χώρας (τρίτο Μνημόνιο) στις 13 Ιουλίου 2015, με την χορήγηση 86 δις € από την Ευρωζώνη, μείωσε, τουλάχιστον, τη βραχυπρόθεσμη πιθανότητα της χώρας να χρεοκοπήσει και συνάμα να εξέλθει από την ευρωζώνη. Παρ' όλα αυτά, πολλοί πιστεύουν ότι ένα «Grexit» παραμένει ακόμη στο προσκήνιο (Harari, 2015).

¹² Οι έλεγχοι κεφαλαίων ή, όπως έχουν επικρατήσει να λέγονται σήμερα, capital controls, επιβλήθηκαν ως αποτέλεσμα της μαζικής απόσυρσης καταθέσεων των πολιτών, οι οποίοι αντιλήφθηκαν την αδυναμία πρόσθετης χρηματοδότησης της χώρας από τους ευρωπαίους εταίρους και έτσι άρχισαν να κάνουν συνεχόμενες αναλήψεις από τις τραπεζικές τους καταθέσεις για την κάλυψη των προσωπικών τους αναγκών (Buss, 2013). Αυτό είναι γνωστό ως φαινόμενο του 'τραπεζικού πανικού', φαινόμενο που στην οικονομική ιστορία έχει προηγούμενο, με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα την Μεγάλη Κρίση του 1929 στις τράπεζες των ΗΠΑ.

3 Μέθοδος και Εργαλεία

Στο παρόν κεφάλαιο επιδιώκεται η παρουσίαση του γενικότερου μεθοδολογικού πλαισίου πάνω στο οποίο βασίζεται η παρούσα έρευνα. Ειδικότερα, στην αρχή παρουσιάζονται οι πηγές από τις οποίες προήλθαν τα δεδομένα, έπειτα ο ορισμός των μεταβλητών, στη συνέχεια η εμπειρική ανάλυση που ακολουθήθηκε για τη μέτρηση των μεταβλητών αυτών και, τέλος, ο τρόπος ανάλυσης των δεδομένων.

3.1 Συλλογή Δεδομένων

Η παρούσα διπλωματική εργασία στηρίχθηκε σε εμπειρική ανάλυση για τον προσδιορισμό στατιστικών εκτιμήσεων των οικονομικών επιπτώσεων που έχει η χρεοκοπία, εξετάζοντας τη περίπτωση της Ευρωζώνης. Με άλλα λόγια, ο σκοπός της ανάλυσης αυτής ήταν να εξεταστούν οι βασικές αιτίες οι οποίες δημιουργούν υψηλούς κινδύνους χρεοκοπίας για το δείγμα που επιλέχθηκε εδώ, εκτιμώντας παράλληλα και τις οικονομικές επιπτώσεις τους σύμφωνα με τον υπολογισμό των πιθανοτήτων χρεοκοπίας για κάθε χώρα της Ευρωζώνης. Αυτό έγινε έτσι ώστε να διαπιστωθεί το ποιες χώρες της Ευρωζώνης αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας και αν αυτή η λογική ισχύει για τη συγκεκριμένη ανάλυση.

Επομένως, για την διεξαγωγή της εν λόγω ανάλυσης, επιλέχθηκαν 14 μεταβλητές για κάθε χώρα, οι οποίες έχουν κατά κύριο λόγο οικονομικό και πολιτικό περιεχόμενο, εξετάζοντας τη χρονική περίοδο από το 1995 έως το 2014 σε ετήσια βάση. Η κύρια ιδέα για τη συλλογή τέτοιων δεδομένων βασίστηκε στα άρθρα των Peter (2002) και Manasse & Roubini (2009) ενώ το εργαλείο ανάλυσης στον Peter (2002). Τέλος, τα δεδομένα συλλέχθηκαν ταυτόχρονα από επίσημες στατιστικές πηγές οι οποίες είναι οι εξής:

1. Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank),
2. Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat),
3. Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (OECD).

ενώ για ορισμένα δεδομένα μεταβλητών που δεν ήταν διαθέσιμα στις παραπάνω πηγές, χρησιμοποιήθηκαν και οι διεθνείς βάσεις δεδομένων 'Knoema.com' και 'The Global Economy.com'.

Σύμφωνα με αυτές τις πηγές, επελέγησαν συγκεκριμένα δεδομένα τα οποία θα παρουσιαστούν παρακάτω. Σημειωτέον ότι η ανάλυση περιελάμβανε 17 από τις συνολικά 19 χώρες της Ευρωζώνης σήμερα, καθώς δεν συμπεριέλαβε το Λουξεμβούργο και τη Λιθουανία λόγω ανεπάρκειας στα στοιχεία των ακόλουθων μεταβλητών.

3.2 Ορισμός μεταβλητών

Ειδικότερα, οι μεταβλητές που επιλέχθηκαν για το συγκεκριμένο δείγμα ήταν οι ακόλουθες:

Βαθμός κινδύνου χρεοκοπίας μιας χώρας: Αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή της ανάλυσης αυτής και παριστάνεται με μία ψευδομεταβλητή (dummy), η οποία λαμβάνει τη τιμή 1 αν ο κίνδυνος χρεοκοπίας μιας χώρας είναι υψηλός και με 0 αν ο κίνδυνος αυτός είναι χαμηλός για ένα συγκεκριμένο έτος. Τα δεδομένα για αυτή τη μεταβλητή προήλθαν από τον συνδυασμό πληροφοριών σχετικά με τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης (Standard & Poor's, Moody's και Fitch) για το εν λόγω διάστημα.

Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (ως % του ΑΕΠ): Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (Current Account Balance) αποτελεί τη μία από τις ανεξάρτητες μεταβλητές που επιλέχθηκαν και το οποίο εκφράζεται σε ποσοστό του ΑΕΠ. Είναι ένας πίνακας ο οποίος απεικονίζει το επίπεδο συναλλαγών μιας χώρας με το εξωτερικό σε σχέση με τις εισαγωγές και εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Αν οι εισαγωγές είναι μεγαλύτερες από τις εξαγωγές, τότε το Ισοζύγιο είναι αρνητικό και εμφανίζει έλλειμμα ενώ όταν οι εξαγωγές είναι μεγαλύτερες από τις εισαγωγές, το ισοζύγιο είναι θετικό και η χώρα εμφανίζει δημοσιονομικό πλεόνασμα (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: Eurostat, 'Knoema.com' και 'The Global Economy.com').

Χρέος Κυβέρνησης (ως % του ΑΕΠ): Αποτελεί το χρέος το οποίο προέρχεται από τη Κεντρική Κυβέρνηση μιας χώρας. Είναι δηλαδή η ακαθάριστη αξία των υποχρεώσεων της κυβέρνησης μείον το ποσό των ιδίων κεφαλαίων και χρηματοοικονομικών παραγώγων που κατέχονται από την κυβέρνηση (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: World Bank, Eurostat, 'The Global Economy.com').

Εξαγωγές Αγαθών και Υπηρεσιών (ως % του ΑΕΠ): Αποτελεί το ένα σκέλος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και εκφράζει τον συνολικό αριθμό των αγαθών και υπηρεσιών που πουλήθηκαν και αγοράστηκαν από καταναλωτές, επιχειρήσεις και το Δημόσιο στο εξωτερικό (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: Eurostat, 'The Global Economy.com').

Εισαγωγές Αγαθών και Υπηρεσιών (ως % του ΑΕΠ): Είναι το άλλο σκέλος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το οποίο περιλαμβάνει τον συνολικό αριθμό των αγαθών και υπηρεσιών που αγοράστηκαν από καταναλωτές και επιχειρήσεις στην εγχώρια οικονομία από το εξωτερικό (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: Eurostat, 'The Global Economy.com').

Άμεσες Ξένες Επενδύσεις, καθαρές εισροές (ως % του ΑΕΠ): Οι άμεσες ξένες επενδύσεις αφορούν τις άμεσες καθαρές ροές επενδύσεων κεφαλαίου σε μια οικονομία. Είναι το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων, της επανεπένδυσης των κερδών, και άλλων κεφαλαίων. Οι άμεσες επενδύσεις αποτελούν κατηγορία των διασυννοριακών επενδύσεων που συνδέονται με τον τόπο κατοικίας σε μια οικονομία, ασκώντας έλεγχο ή σημαντικό βαθμό επιρροής στη διαχείριση της επιχείρησης η οποία έχει την έδρα της σε χώρα του εξωτερικού (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: World Bank, OECD, 'Knoema.com').

Μεταβολή ΑΕΠ (%): Εκφράζει τη μεταβολή του ΑΕΠ στη διάρκεια του χρόνου. Το ΑΕΠ είναι η παραγωγή όλων των τελικών αγαθών και υπηρεσιών που παράγονται σε

μια χώρα σε μια συγκεκριμένη περίοδο, π.χ. ένα τρίμηνο, ένα έτος κλπ (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: World Bank, OECD, 'Knoema.com')

Πληθωρισμός (%): Ο πληθωρισμός εκφράζει τη τάση αύξησης του γενικού επιπέδου τιμών σε μια οικονομία και μετράται σε ποσοστιαία αύξηση ή μείωση του επιπέδου αυτού (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: Eurostat, OECD, 'Knoema.com', 'The Global Economy.com').

Ανεργία (ως % του εργατικού δυναμικού): Η ανεργία εκφράζει τον συνολικό αριθμό εκείνων των ατόμων τα οποία δεν έχουν δουλειά αλλά συμμετέχουν ενεργά στη διαδικασία εύρεσης μιας νέας. Το εργατικό δυναμικό αποτελεί το άθροισμα τόσο των ανέργων όσο και των απασχολούμενων (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: Eurostat, OECD, 'Knoema.com', 'The Global Economy.com').

Πραγματική Συναλλαγματική Ισοτιμία (σε σταθερές τιμές 2010): είναι η αγοραστική δύναμη ενός νομίσματος σε σχέση με ένα άλλο για αγαθά και υπηρεσίες, τις οποίες οι τιμές για το 2010 επελέγησαν ως έτος βάσης (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: World Bank, Eurostat).

Εγχώριες Πιστώσεις στον Ιδιωτικό Τομέα (% ΑΕΠ): αναφέρεται σε οικονομικούς πόρους που παρέχονται στον ιδιωτικό τομέα από χρηματοδοτικές εταιρείες, όπως μέσω δανείων, αγορές μη μετοχικών κινητών αξιών, εμπορικών πιστώσεων και άλλων εισπρακτέων λογαριασμών (Πηγές δεδομένων μεταβλητής: Eurostat, 'Knoema.com').

Δείκτης Πολιτικής Σταθερότητας: Αποτελεί έναν δείκτη της αξιοπιστίας και της ακεραιότητας του σημερινού καθεστώτος της κυβέρνησης μιας χώρας (κρίσιμες τιμές δείκτη: -2,5 (πλήρης αστάθεια) - +2,5 (πλήρης σταθερότητα), οι οποίες καθορίζονται από την Παγκόσμια Τράπεζα) (Πηγή δεδομένων μεταβλητής: World Bank).

Δείκτης "Φωνή και Λογοδοσία" (Voice and Accountability): Αντικατοπτρίζει τον βαθμό στον οποίο οι πολίτες μιας χώρας είναι σε θέση να συμμετέχουν στην επιλογή της κυβέρνησής τους, καθώς και την ελευθερία της έκφρασης, την ελευθερία του συνεταιρίζεσθαι, και την ελεύθερη πρόσβαση στα μέσα ενημέρωσης (κρίσιμες τιμές δείκτη: (-2,5 - +2,5), οι οποίες καθορίζονται από την Παγκόσμια Τράπεζα) (Πηγή δεδομένων μεταβλητής: World Bank).

Δείκτης Ελέγχου Διαφθοράς: Αντικατοπτρίζει τις αντιλήψεις για το βαθμό στον οποίο ασκείται δημόσια εξουσία για ιδιωτικό όφελος, καθώς και «σύλληψη» του κράτους από την ελίτ και ιδιωτικά συμφέροντα (κρίσιμες τιμές δείκτη: (-2,5 - +2,5), οι οποίες καθορίζονται από την Παγκόσμια Τράπεζα) (Πηγή δεδομένων μεταβλητής: World Bank).

Δείκτης Αποτελεσματικότητας Κυβέρνησης: Αντικατοπτρίζει τις αντιλήψεις για την ποιότητα των δημόσιων υπηρεσιών, το βαθμό ανεξαρτησίας της από πολιτικές πιέσεις, τη ποιότητα της διαμόρφωσης και εφαρμογής πολιτικής και την αξιοπιστία της δέσμευσης της κυβέρνησης σε τέτοιες πολιτικές (κρίσιμες τιμές δείκτη: (-2,5 - +2,5), οι οποίες καθορίζονται από την Παγκόσμια Τράπεζα) (Πηγή δεδομένων μεταβλητής: World Bank).

3.3 Οικονομετρικό μοντέλο

Για την ανάλυση των παραπάνω δεδομένων έτσι ώστε να εκτιμηθούν οι πιθανότητες χρεοκοπίας μιας χώρας, χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό μοντέλο **Logit**. Το μοντέλο αυτό ανήκει στη κατηγορία των λογιστικών κατανομών στις οποίες οι παλινδρομήσεις με τη μέθοδο μεγίστης πιθανοφάνειας (maximum likelihood method) περιλαμβάνουν εξαρτημένη μεταβλητή η οποία είναι κατηγορική, δηλαδή κωδικοποιείται με συγκεκριμένους αριθμούς για το αν ισχύει μια κατάσταση ή όχι και ανεξάρτητες (συνεχείς ή ασυνεχείς) μεταβλητές. Η συνηθέστερη περίπτωση είναι με τους αριθμούς 1 ή 0, όπου το 1 δηλώνει ότι μια κατάσταση ισχύει ενώ το 0 ότι δεν ισχύει, λειτουργώντας ως μια ψευδομεταβλητή (dummy variable).

Έτσι, με βάση το μοντέλο αυτό, υποθέτουμε ότι η πιθανότητα (στη συγκεκριμένη περίπτωση η πιθανότητα χρεοκοπίας μιας χώρας) μπορεί να εκφραστεί με την ακόλουθη λογιστική συνάρτηση (logistic function) (Gujarati, 2008):

$$P_i = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 \dots \beta_k X_k}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 \dots \beta_k X_k}}$$

όπου P είναι η πιθανότητα χρεοκοπίας για τη χώρα i ($i=1,2,\dots,17$) το έτος t ($t=1995, 1996,\dots,2014$), X_1, X_2,\dots, X_k οι ανεξάρτητες μεταβλητές και $\beta_0, \beta_1, \beta_2,\dots, \beta_k$ οι παράμετροι προς εκτίμηση.

Σε αυτή τη περίπτωση, αυτό που παρατηρούμε δεν είναι η πιθανότητα P_i αλλά το αποτέλεσμα της ψευδομεταβλητής ότι $Y=1$, αν η χώρα i χρεοκόπησε σε ένα συγκεκριμένο έτος και $Y=0$ αν η χώρα i δεν χρεοκόπησε σε ένα συγκεκριμένο έτος. Συγκεκριμένα, η Y ακολουθεί τη κατανομή Bernoulli με παράμετρο p , έτσι έχουμε ότι (Gujarati, 2008):

$$P(Y=1)=p$$

$$P(Y=0)=1-P(Y=1)=1-p$$

Έτσι, υποθέτοντας ότι $f_i(Y_i)$ είναι η πιθανότητα ότι $Y_i=1$ ή $Y_i=0$, η συνδυασμένη πιθανότητα για τις τιμές που λαμβάνει η Y για όλες τις παρατηρήσεις δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$$f(Y_1, Y_2, \dots, Y_n) = \prod_1^n f_i(Y_i) = \prod_1^n P_i^{Y_i} (1 - P_i)^{1-Y_i}$$

όπου Π είναι ο τελεστής γινομένου (product operator). Η παραπάνω εξίσωση ονομάζεται συνάρτηση πιθανοφάνειας του δείγματος (sample likelihood function) για όλες τις n παρατηρήσεις (Gujarati, 2008).

Η παραπάνω εξίσωση δεν μπορεί να εκτιμηθεί με τη κλασική μέθοδο της παραγωγής όπως συνηθίζεται γι' αυτό και λαμβάνουμε τον φυσικό λογάριθμο της συνάρτησης αυτής απ' όπου και προκύπτει η λογαριθμική συνάρτηση πιθανοφάνειας του δείγματος. Η διαδικασία αυτή παρουσιάζεται αμέσως παρακάτω (Gujarati, 2008):

$$\begin{aligned}
\mathbf{logf}(Y_1, Y_2, \dots, Y_n) &= \sum_1^n [Y_i \mathbf{log} P_i + (1 - Y_i) \mathbf{log}(1 - P_i)] \\
&= \sum_1^n [Y_i \mathbf{log} P_i - Y_i \mathbf{log}(1 - P_i) + \mathbf{log}(1 - P_i)] \\
&= \sum_1^n \left[Y_i \mathbf{log} \left(\frac{P_i}{1 - P_i} \right) \right] + \sum_1^n \mathbf{log}(1 - P_i)
\end{aligned}$$

Συνεπώς, με βάση τη πρώτη σχέση που περιγράφηκε είναι εύκολο να δειχθεί ότι (Gujarati, 2008):

$$(1 - P_i) = \frac{1}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 \dots \beta_k X_k}}$$

και άρα

$$\mathbf{log} \left(\frac{P_i}{1 - P_i} \right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 \dots \beta_k X_k$$

Χρησιμοποιώντας τις δύο παραπάνω εξισώσεις, μπορούμε να γράψουμε ότι η λογαριθμική συνάρτηση πιθανοφάνειας προς εκτίμηση είναι η ακόλουθη:

$$\mathbf{logf}(Y_1, Y_2, \dots, Y_n) = \sum_1^n [Y_i(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 \dots \beta_k X_k)] - \sum_1^n \mathbf{log}(1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 \dots \beta_k X_k})$$

Το παραπάνω μοντέλο προσαρμόζεται και εκτιμάται με τη μέθοδο της μέγιστης πιθανοφάνειας (maximum likelihood). Ο στόχος εδώ είναι να μεγιστοποιηθεί η παραπάνω συνάρτηση πιθανοφάνειας μέσω της εκτίμησης εκείνων των παραμέτρων έτσι ώστε η πιθανότητα της Y να είναι όσο το δυνατόν υψηλότερη (Gujarati, 2008).

3.4 Ανάλυση δεδομένων

Για την ανάλυση των παραπάνω δεδομένων χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό πρόγραμμα STATA. Αρχικά, για τη καθεμία μεταβλητή εξήχθησαν τα περιγραφικά στατιστικά τα οποία αναφέρονται στον μέσο, τη τυπική απόκλιση, και άλλα σημαντικά μεγέθη. Εν συνεχεία, χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό μοντέλο που παρουσιάστηκε για την εκτίμηση των βασικότερων προσδιοριστικών παραγόντων που επηρεάζουν τη πιθανότητα μιας επερχόμενης χρεοκοπίας σε μία χώρα. Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι, λόγω του ότι χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα σε μορφή panel (δηλαδή συνδυασμός διαστρωματικών και χρονολογικών δεδομένων), εμφανίζονται δύο ειδών επιδράσεις: οι σταθερές (fixed) και οι τυχαίες (random). Οι σταθερές δηλώνουν ότι τα δεδομένα που επιλέχθηκαν παραμένουν σταθερά διαχρονικά για κάθε χώρα ενώ οι τυχαίες ότι μεταβάλλονται διαχρονικά. Η ανάλυση περιελάμβανε παλινδρομήσεις και των δύο επιδράσεων στο μοντέλο logit και από αυτές επιλέχθηκε η ανάλυση με τις σταθερές επιδράσεις, βασισμένη στα κριτήρια Akaike και Bayesian, όπου η χαμηλότερη τιμή και των δύο υποδηλώνει καλύτερη προσαρμοστικότητα του μοντέλου στα εν λόγω δεδομένα.

Επίσης, για τη παλινδρόμηση μέσω του logit διενεργήθηκε πρώτα έλεγχος πολυσυγγραμμικότητας με το κριτήριο VIF, ώστε να ελεγχθεί ποιες μεταβλητές εμφανίζουν πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας, δηλαδή μεγάλης συσχέτισης μεταξύ τους, κάτι που είναι ανεπιθύμητο στην οικονομετρική ανάλυση. Όσες μεταβλητές εμφάνισαν το πρόβλημα αυτό αφαιρέθηκαν από την παλινδρόμηση.

Τέλος, υπολογίσθηκαν μέσω in-sample forecasting οι πιθανότητες χρεοκοπίας κάθε χώρας της Ευρωζώνης. Ο βασικός στόχος εδώ είναι να ελεγχθεί αν το χρησιμοποιούμενο μοντέλο στην εκτίμηση αυτών έχει ή όχι επεξηγηματική δύναμη, δηλαδή αν μπορεί να προβλέψει σωστά τις πιθανότητες χρεοκοπίας για κάθε χώρα.

4 Ευρήματα

Στο κεφάλαιο αυτό, ο στόχος είναι να διεξαχθεί οικονομετρική ανάλυση, με απώτερο σκοπό τον προσδιορισμό των πιθανοτήτων χρεοκοπίας που αποδίδει το προτεινόμενο μοντέλο για κάθε χώρα της Ευρωζώνης ξεχωριστά. Αρχικά, κρίθηκε σημαντικό να εξαχθούν τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών που αποτελούν μέρος του προβλήματος. Έπειτα, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του μοντέλου, το οποίο και εκτιμήθηκε με το μοντέλο logit προσαρμοσμένο σε πάνελ δεδομένα, λαμβάνοντας υπόψη τις σταθερές επιδράσεις κάθε χώρας ξεχωριστά. Τέλος, διενεργούνται προβλέψεις της πιθανότητας χρεοκοπίας για κάθε χώρα ξεχωριστά.

4.1 Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών

Στο σημείο αυτό παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών για το διάστημα εξέτασης, 1995-2014. Ειδικότερα, παρουσιάζονται ο μέσος όρος, η τυπική απόκλιση, η διάμεσος, η μέγιστη και η ελάχιστη τιμή για κάθε μεταβλητή.

Πίνακας 1: Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών (1995-2014)

Περιγραφικά στατιστικά					
	Μέση τιμή	Τυπική απόκλιση	Διάμεση τιμή	Ελάχιστη τιμή	Μέγιστη τιμή
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-1,59	5.39	-0,98	-20,9	10.99
Χρέος κυβέρνησης (%ΑΕΠ)	61.63	33.72	59.28	4.09	177.1
Εξαγωγές αγαθών κι υπηρεσιών (%ΑΕΠ)	50.80	22.71	47.13	14.29	113.71
Εισαγωγές αγαθών κι υπηρεσιών (%ΑΕΠ)	49.38	21.65	48.6	18.82	98.42
Άμεσες ξένες επενδύσεις, καθαρές εισροές (%ΑΕΠ)	6.97	14.93	2.99	-20,2	173.45
Μεταβολή ΑΕΠ	2.42	3.57	2.61	-14,72	11.9
Πληθωρισμός	3.03	3.26	2.37	-4,48	28.78
Ανεργία (% εργατικού δυναμικού)	9.21	4.48	8.4	2.1	27.2
Πραγματική Συναλλαγματική ισοτιμία (100=2010)	94.89	11.02	98.14	47.17	118.43
Πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα (%ΑΕΠ)	89.29	48.40	85.5	1.1	268.1
Δείκτης Πολιτικής Σταθερότητας	0.85	0.43	0.86	-0,47	1.7
Φωνή και Λογοδοσία	1.20	0.26	1.18	0.56	1.81
Έλεγχος διαφθοράς	1.15	0.71	1.23	-0,85	2.59
Αποτελεσματικότητα κυβέρνησης	1.27	0.52	1.22	0.15	2.26

Όπως είναι φανερό στον παραπάνω πίνακα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατά μέσο όρο το διάστημα εξετάσης μοιάζει να είναι αρνητικό (-1.59%). Το ίδιο ισχύει και για τη διάμεση τιμή (-0.98%). Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι -20.9%, ενώ η μέγιστη 10.99%. Η ελάχιστη τιμή αποδίδεται στη Λεττονία, το έτος 2006, ενώ η μέγιστη τιμή στην Ολλανδία, το 2013. Συνολικά, δηλαδή, οι χώρες της Ευρωζώνης το διάστημα αυτό, μοιάζουν να έχουν χαμηλότερες εξαγωγές σε σχέση με τις εισαγωγές τους.

Ως προς το χρέος της κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ, η μέση τιμή ανέρχεται σε 61.63%, ενώ η διάμεση τιμή σε 59.28%. Η ελάχιστη τιμή είναι 4.09% και αποδίδεται στην Εσθονία το 2001, ενώ η μέγιστη τιμή είναι 177.1% και αποδίδεται στην Ελλάδα, το έτος 2014.

Ως προς τις εξαγωγές αγαθών κι υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ, αυτές ανέρχονται κατά μέσο όρο σε 50.8%, με διάμεση τιμή 47.13%. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 14.29% και προέρχεται από την Ελλάδα το έτος 1996 και η μέγιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 113.71% και προέρχεται από την Ιρλανδία το έτος 2014.

Οι εισαγωγές των αγαθών κι υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ ανέρχονται κατά μέσο όρο σε 49.38%, με διάμεση τιμή 48.6%. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 18.82% και προέρχεται από την Αυστρία το έτος 1997 και η μέγιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 98.42% και προέρχεται από τη Μάλτα, το έτος 2000.

Οι άμεσες ξένες επενδύσεις ανέρχονται κατά μέσο όρο σε 6.97% ως ποσοστό του ΑΕΠ, με διάμεση τιμή 2.99%. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι -20.2%, που σημαίνει ότι υπάρχουν καθαρές εκροές αντί για εισροές και προέρχεται από τη Μάλτα το έτος 2014, ενώ η μέγιστη παρατηρούμενη τιμή ανέρχεται σε 174.35% και προέρχεται επίσης από τη Μάλτα, το έτος 2008. Κατά συνέπεια, η Μάλτα στην αρχή της κρίσης φαίνεται πως είχε καθαρές εισροές άμεσων ξένων επενδύσεων σε ποσοστό άνω του ΑΕΠ της, ενώ το έτος 2014, η κατάσταση αντιστράφηκε, όντας εκείνη που διενεργεί άμεσες ξένες επενδύσεις.

Η μεταβολή του ΑΕΠ είναι κατά μέσο όρο θετική και ανέρχεται σε 2.42%, με διάμεση τιμή 2.62%. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι -14.72% και προέρχεται από την Εσθονία το έτος 2009, ενώ η μέγιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 11.9% και προέρχεται από τη Λεττονία το έτος 2006.

Ο πληθωρισμός, κατά μέσο όρο ανέρχεται σε 3.03%. με διάμεση τιμή 2.37%. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι -4,48% και η μέγιστη 28,78%. Η ελάχιστη τιμή προέρχεται από την Ιρλανδία, το 2007, ενώ η μέγιστη από την Εσθονία το 2015.

Η ανεργία, ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 9.21%, με διάμεση τιμή 8.4%. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 2.1% και προέρχεται από την Ολλανδία το έτος 2001, ενώ η μέγιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 27.2% και προέρχεται από την Ελλάδα, το έτος 2013. Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία σε τιμές του έτους 2010, ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 94.89, ενώ η διάμεση τιμή είναι 98.14. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 47.17 και προέρχεται από την Εσθονία το έτος 1999, ενώ η μέγιστη παρατηρούμενη 118.43 και προέρχεται από τη Γερμανία το έτος 1995.

Το ποσοστό των πιστώσεων στον ιδιωτικό τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 89.29%, με διάμεση τιμή 85.5%. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή

είναι 1.1% και προέρχεται από τη Σλοβακία το έτος 2004, ενώ η μέγιστη 268.1% και προέρχεται από τη Μάλτα το έτος 2007. Ο Δείκτης Πολιτικής Σταθερότητας ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 0.85, με διάμεση τιμή 0.86. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι -0.47 και προέρχεται από την Ισπανία το έτος 2008, ενώ η μέγιστη παρατηρούμενη 1.7 και προέρχεται από την Αυστρία το έτος 1995. Δεδομένου του εύρους των τιμών που δίνει η Παγκόσμια Τράπεζα για το δείκτη (-2.5, 2.5), φαίνεται πως οι χώρες της Ευρωζώνης παρουσιάζουν τόσο χαρακτηριστικά χαμηλής πολιτικής σταθερότητας, όσο και χαρακτηριστικά υψηλής πολιτικής σταθερότητας. Ο Δείκτης Voice and Accountability, που μετρά το ποσοστό συμμετοχής των πολιτών σε ζητήματα πολιτικής, ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 1.20, με διάμεση τιμή 1.18. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 0.56 και προέρχεται από την Ελλάδα το έτος 2013 και η μέγιστη 1.81 και προέρχεται από τη Φινλανδία το έτος 2001.

Ως προς το δείκτη ελέγχου διαφθοράς, αυτός ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 1.15, με διάμεση τιμή 1.23. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι -0.85 και προέρχεται από την Ιταλία το έτος 2014 και η μέγιστη 2.59 και προέρχονται από τη Φινλανδία το έτος 2000. Τέλος, ως προς την αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης, κατά μέσο όρο ανέρχεται σε 1.27, με διάμεση τιμή 1.22. Η ελάχιστη παρατηρούμενη τιμή είναι 0.15 και προέρχεται από τη Λεττονία το 1997 και η μέγιστη 2.26 και προέρχεται από τη Φινλανδία το 2002. Όπως φαίνεται από τα παραπάνω, η Ευρωζώνη αποτελείται από ανομοιογενείς χώρες, ως προς όλες τις μεταβλητές που εξετάστηκαν.

4.2 Οικονομετρικό μοντέλο

Στο σημείο αυτό, έχοντας περιγράψει τις ανεξάρτητες μεταβλητές, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του τελικού μοντέλου. Η μέθοδος με την οποία αναλύθηκε το μοντέλο, ήταν το logit, με σταθερές επιδράσεις. Εν γένει τα πάνελ δεδομένα, εμφανίζουν δύο ειδών επιδράσεις. Είτε σταθερές, οι οποίες όπως υποδηλώνει και το όνομά τους παραμένουν σταθερές διαχρονικά για κάθε χώρα στην προκειμένη περίπτωση, είτε τυχαίες, που μεταβάλλονται διαχρονικά. Για την επιλογή μεταξύ των σταθερών και των τυχαίων επιδράσεων, έπειτα από τις παλινδρομήσεις εξήχθησαν τα κριτήρια πληροφόρησης Akaike και Bayesian. Όπως προέκυψε, τόσο το Akaike, όσο και το Bayesian κριτήριο ήταν υψηλότερα στην περίπτωση της παλινδρόμησης τυχαίων επιδράσεων. Κατά συνέπεια, το μοντέλο που παρέχει περισσότερο ποιοτική πληροφόρηση είναι το logit, προσαρμοσμένο με σταθερές επιδράσεις κάθε χώρας.

Αξίζει στο σημείο αυτό να αναφερθεί, πως τρέχοντας την παλινδρόμηση σταθερών επιδράσεων με όλες τις μεταβλητές, προέκυψε θέμα πολυσυγγραμμικότητας. Ειδικότερα, το στατιστικό VIF, είχε μέση τιμή 33.66, η οποία είναι άνω του 1 κι άρα κρίνεται ως αρκετά υψηλή. Οι μεταβλητές με VIF άνω του 30 δεν συμπεριλήφθηκαν στο τελικό μοντέλο. Αυτές ήταν ο δείκτης voice and accountability, οι εξαγωγές και οι εισαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, η αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης και ο έλεγχος της διαφθοράς. Επιπλέον, καθώς η περίοδος εξέτασης περιλαμβάνει και τα έτη της κρίσης, δημιουργήθηκε μία ψευδομεταβλητή που λαμβάνει τιμή 1 για την περίοδο της κρίσης και 0 πριν την κρίση. Τα αποτελέσματα του μοντέλου παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 2: Αποτελέσματα παλινδρόμησης για την πρόβλεψη της πιθανότητας χρεοκοπίας

Παλινδρόμηση logit σταθερών επιδράσεων			
	B	z	P z >z
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	0.04	0.30	0.76
Χρέος κυβέρνησης	0.15	3.62	<0.001
Δείκτης Πολιτικής Σταθερότητας	0.10	0.05	0.96
Άμεσες Ξένες Επενδύσεις	0.006	0.19	0.85
Μεταβολή ΑΕΠ	-1,41	-5,39	<0.001
Πληθωρισμός	0.07	0.69	0.49
Ανεργία	-0,23	-1,05	0.29
Πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα	0.01	0.51	0.61
Κρίση	-1,32	-1,50	0.13
Prob>chi2	0.000		
Log-likelihood	-24,23		

Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, η παλινδρόμηση είναι συνολικά στατιστικά σημαντική (Prob>chi2). Στη πρώτη στήλη παρουσιάζονται οι παράμετροι B της κάθε μεταβλητής, στη δεύτερη στήλη ο έλεγχος με την z κατανομή (τυποποιημένη κανονική κατανομή, δηλαδή $Z \sim N(0,1)$, όπου $Z = \frac{b_i}{SE(b_i)}$, όπου b ο

συντελεστής της μεταβλητής i και SE(b_i) το τυπικό σφάλμα του συντελεστή) και στη τρίτη στήλη παρουσιάζονται οι τιμές πιθανότητας (P|z|>z) των τιμών της z. Από τους συντελεστές, στατιστικά σημαντικοί είναι το χρέος της κυβέρνησης (B=0.15, $p < 0.001$), καθώς και η μεταβολή του ΑΕΠ (B=-1.41, $p < 0.001$). Σύμφωνα με τα πρόσημα των συντελεστών, μία αύξηση του χρέους της κυβέρνησης φαίνεται πως αυξάνει την πιθανότητα χρεοκοπίας, ενώ η αύξηση του ΑΕΠ μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας. Εξάγοντας εκ νέου το στατιστικό VIF για την παλινδρόμηση, προέκυψε πως η μέση τιμή του είναι 3.09, που είναι άνω της μονάδας, αλλά εντούτοις σε κανένα συντελεστή δεν βρέθηκε το VIF να είναι υψηλότερο του 30. Άρα, δεν έγινε κάποια άλλη αλλαγή. Έπειτα από την παλινδρόμηση, κρίθηκε σημαντικό να διενεργηθούν in-sample προβλέψεις των πιθανοτήτων χρεοκοπίας. Δεδομένου ότι είναι γνωστό ποιες χώρες έχουν ζητήσει βοήθεια από το ΔΝΤ και την Ευρωζώνη το διάστημα 1995-2014 (Λεττονία το 2008, Κύπρος το 2013, Ιρλανδία το 2010, η Πορτογαλία το 2011 και η Ισπανία το 2009, Ελλάδα το 2010), αλλά και ότι η Ελλάδα χρεοκόπησε το 2015, μπορούν να συγκριθούν οι πιθανότητες που εξάγει το μοντέλο με το τι συνέβη πράγματι. Έτσι, μπορεί να τεκμηριωθεί το αν το μοντέλο έχει επεξηγηματική δύναμη.

Πίνακας 3: Προβλεπόμενες από το μοντέλο πιθανότητες χρεοκοπίας ανά χώρα

Πιθανότητες χρεοκοπίας ανά χώρα (2008-2014)					
	Μέση τιμή	Διάμεση τιμή	Ελάχιστη τιμή	Μέγιστη τιμή	Τυπική απόκλιση
Αυστρία	0.14	0.007	0.0002	0.94	0.35
Βέλγιο	0.03	0.006	0.001	0.11	0.04
Κύπρος	0.14	0.0003	0.0001	0.98	0.37
Εσθονία	0.14	0.0001	0.0005	0.99	0.38
Φινλανδία	0.14	0.0002	0.0003	0.99	0.38
Γαλλία	0.14	0.09	0.001	0.55	0.20
Γερμανία	0.14	0.003	0.00004	0.99	0.38
Ελλάδα	0.14	0.002	0.00002	0.98	0.37
Ιρλανδία	0.14	0.004	0.0007	0.58	0.23
Ιταλία	0.14	0.003	0.0003	0.91	0.34
Λεττονία	0.14	0.00003	0.00001	0.99	0.38
Μάλτα	0.06	0.0003	0.0004	0.45	0.17
Ολλανδία	0.14	0.004	0.0008	0.79	0.29
Πορτογαλία	0.14	0.002	0.00002	0.97	0.36
Σλοβακία	0.14	0.0002	0.00002	0.99	0.37
Σλοβενία	0.14	0.0001	0.00001	0.98	0.37
Ισπανία	0.14	0.03	0.0002	0.83	0.30

Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, για τις περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης, τόσο η μέση όσο και διάμεση πιθανότητα βρίσκονται πολύ κοντά μεταξύ τους. Επιπλέον, τόσο οι μέγιστες όσο και ελάχιστες πιθανότητες που δίνονται από το μοντέλο μοιάζουν να ακολουθούν παρόμοια πορεία. Εξαιρούνται μόνο μερικές χώρες. Αυτές είναι το Βέλγιο, με μέση πιθανότητα 3%, διάμεση πιθανότητα 0.6%, ελάχιστη τιμή 0.01% και μέγιστη τιμή 11%, η Ιρλανδία, που αν και παρουσιάζει μέση και διάμεση τιμή παρόμοια με αυτή των υπολοίπων χωρών, η μέγιστη πιθανότητα που της έχει αποδοθεί είναι 58%, η Γαλλία, η οποία επίσης ενώ έχει παρόμοια μέση και διάμεση πιθανότητα έχει μέγιστη προβλεπόμενη πιθανότητα 55% και η Μάλτα, με μέση πιθανότητα 6%, διάμεση πιθανότητα 0.03% και μέγιστη πιθανότητα 45%. Αξιοσημείωτο είναι ότι η Γερμανία, η οποία καθ' όλη τη περίοδο αναφοράς παρουσίασε συγκριτικά καλύτερα αποτελέσματα στα εν λόγω μεγέθη της, εμφανίζεται με μία μέγιστη τιμή χρεοκοπίας 99% και αυτό συνέβη το 2009, μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και την εξάπλωση της στην Ευρώπη. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η χώρα σημείωσε μια απότομη πτώση στον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ της, από 1,08% το 2008 σε -5,62% το 2009 και άρα αυτό, με βάση το μοντέλο, φαίνεται να επηρέασε κατά πολύ τη κατάσταση της χώρας ώστε οι δυσκολίες που προκλήθηκαν λόγω πτώσης του εθνικού εισοδήματος να οδήγησε σε μια 'τεχνητή χρεοκοπία' της χώρας.

Συνολικά, λοιπόν, το μοντέλο δε φαίνεται να μπορεί να προβλέψει σε σημαντικό βαθμό την πιθανότητα χρεοκοπίας μίας χώρας, καθώς τόσο οι μέσες όσο και οι

διάμεσες πιθανότητες παραμένουν χαμηλές κατά το διάστημα της κρίσης, παρά το ότι κάποιες από αυτές αντιμετώπισαν δυσκολίες. Παρά το ότι σε κάποιες περιόδους προβλέπει υψηλές πιθανότητες χρεοκοπίας για χώρες που όντως βρέθηκαν σε δυσμενή θέση το διάστημα αυτό, εντούτοις αποδίδει υψηλές πιθανότητες χρεοκοπίας και σε χώρες που δεν είχαν κάποιο ουσιαστικό πρόβλημα (π.χ. Γερμανία, Γαλλία, Αυστρία, Σλοβακία) ούτως ώστε να οδηγηθούν στη χρεοκοπία. Αυτό το αποτέλεσμα υποδηλώνει πως τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας δεν είναι σε θέση να προβλέψουν επιτυχώς τις πιθανότητες χρεοκοπίας.

5 Συζήτηση και Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τη προηγούμενη ανάλυση καταλήγουν σε ορισμένα συμπεράσματα τα οποία είναι αρκετά χρήσιμα και αναδεικνύουν ίσως τη σημαντικότητα εκπόνησης μιας τέτοιας εργασίας πάνω στο εν λόγω θέμα.

Καταρχάς, από την ανάλυση παλινδρόμησης μεταξύ της χρεοκοπίας και των προσδιοριστικών παραγόντων που την επηρεάζουν προέκυψε ότι οι σημαντικότεροι είναι το χρέος της κυβέρνησης και η ποσοστιαία μεταβολή του ΑΕΠ. Τα πρόσθετα των συντελεστών του κάθε παράγοντα έχουν νόημα καθώς, στο μεν χρέος της κυβέρνησης μιας χώρας, η αύξηση του ενθαρρύνει ακόμη περισσότερο την αύξηση των πιθανοτήτων χρεοκοπίας ενώ στη δε μεταβολή του ΑΕΠ, μια ενδεχόμενη αύξηση θα τείνει να δημιουργεί επιπλέον εθνικό εισόδημα το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τη κυβέρνηση για να αποπληρώσει τουλάχιστον ένα μέρος από το συνολικό της χρέος και αυτό οδηγεί σε μείωση της πιθανότητας χρεοκοπίας. Το συμπέρασμα αυτό φαίνεται ότι επιβεβαιώνει τα αντίστοιχα συμπεράσματα των μελετών McFadden et al., (1985), Detragiache & Spilimbergo (2001), Peter (2002) και Sturzenegger (2004), καθώς και των Eichler & Maltritz (2013) όπου οι τρεις πρώτες μελέτες, μαζί με τη τελευταία, επιβεβαιώνουν ότι το χρέος συσχετίζεται θετικά με την αύξηση των πιθανοτήτων χρεοκοπίας σε μία χώρα ενώ η τέταρτη μελέτη διαπιστώνει την αρνητική σχέση μεταξύ της πιθανότητας χρεοκοπίας και της θετικής μεταβολής στο συνολικό ΑΕΠ της χώρας. Βέβαια, τα συμπεράσματα δεν είναι πλήρως όμοια με αυτά του Peter (2002) καθώς διαπίστωσε ότι οι κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της χρεοκοπίας έχουν να κάνουν με πολιτικούς κινδύνους, δυνατότητα αποπληρωμής τους χρέους μιας χώρας, κ.α., πέραν της μεταβλητότητας του κατά κεφαλήν εισοδήματος. Παρόλο που καθεμία από τις μελέτες αυτές χρησιμοποιεί διαφορετική μεθοδολογική προσέγγιση και διαφορετικά κριτήρια και μεταβλητές επί του θέματος, εντούτοις επιβεβαιώνεται ότι η συσσώρευση συνεχών δημοσιονομικών ελλειμμάτων προς μεγέθυνση του συνολικού χρέους μιας χώρας πράγματι οδηγεί σε υψηλές πιθανότητες χρεοκοπίας από τη στιγμή που από κάποιο σημείο και έπειτα, το χρέος αυτό μπορεί να καταστεί μη βιώσιμο για μία χώρα, όπως συνέβη και με τη περίπτωση της Ελλάδας το 2009, όπου η τότε κυβέρνηση αναγκάστηκε να προσχωρήσει στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο για την αναδιάρθρωση του χρέους της.

Παρόλα αυτά, τα ευρήματα που εξήχθησαν σε αυτή τη περίπτωση έρχονται σε αντίθεση με τη μελέτη του Dooley (2000) στην οποία διαπιστώθηκε ότι το επίπεδο των διεθνών συναλλαγματικών αποθεμάτων είναι ίσως ο πιο καθοριστικός παράγοντας για την αύξηση της πιθανότητας χρεοκοπίας μιας χώρας. Αυτό συμβαίνει διότι αν μειωθούν τα διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα μιας χώρας, όλο και λιγότερα περιουσιακά στοιχεία είναι διαθέσιμα από τη κυβέρνηση για την εξυπηρέτηση των διεθνών πληρωμών της. Επιπροσθέτως, το συμπέρασμα που προέκυψε δεν φαίνεται να έχει σχέση με τα αποτελέσματα άλλων ερευνών (Citron & Nickelsburg, 1987, Cole & Kehoe, 1998, Block & Vaaler, 2004, Papaioannou & Siourounis, 2008, Kohlscheen, 2010) οι οποίες, αν και με διαφορετική μεθοδολογική προσέγγιση, κριτήρια, δεδομένα και περιπτώσεις, διαπιστώνουν ότι οι πολιτικοί παράγοντες είναι οι βασικοί υπεύθυνοι για την αύξηση των πιθανοτήτων χρεοκοπίας. Οι πολιτικοί παράγοντες που εξετάστηκαν σε αυτή την εργασία δεν φαίνεται να επηρεάζουν, άμεσα τουλάχιστον, την αύξηση των πιθανοτήτων χρεοκοπίας. Αυτό ίσως εξηγείται από το γεγονός ότι οι χώρες της Ευρωζώνης, όντας μία νομισματική

ένωση, έχει δημιουργήσει ανεξάρτητους υπερεθνικούς θεσμούς (π.χ. ΕΚΤ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή κ.α.) οι οποίοι έχουν τη δυνατότητα να διαχειρίζονται τα νομισματικά και δημοσιονομικά μεγέθη των χωρών-μελών της ζώνης με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο, επεμβαίνοντας σε καταστάσεις έντονης πολιτικής αστάθειας, διαφθοράς και περιορισμού της ελευθερίας. Και αυτό γιατί η Ένωση έχει δημιουργηθεί με στόχο την προώθηση της ενότητας, της ελευθερίας και της ισότητας μεταξύ των χωρών-μελών. Αντίθετα, σε χώρες που δεν ανήκουν σε κάποια ένωση, οι πολιτικοί παράγοντες ίσως διαδραματίζουν επίσης σημαντικό ρόλο στην ενδεχόμενη χρεοκοπία τους. Επιπλέον, μπορεί να ειπωθεί ότι τα συγκεκριμένα αποτελέσματα που εξήχθησαν επιβεβαιώνουν τους ισχυρισμούς της μελέτης των Eichler & Maltritz (2013) ότι ο κίνδυνος χρεοκοπίας αυξάνεται με τη μείωση της οικονομικής ανάπτυξης. Από τη στιγμή που η οικονομική ανάπτυξη μιας χώρα εκφράζεται, ως επί το πλείστον, με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, επιβεβαιώνεται ότι τα ευρήματα της μελέτης αυτής συνδέονται στενά με αυτά της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επίσης, υπάρχει στενή σχέση με τα συμπεράσματα των Duffie et al. (2003), υποστηρίζοντας ότι η πιθανότητα χρεοκοπίας μιας χώρας μπορεί να εκτιμηθεί καλύτερα χρησιμοποιώντας μοντέλα στοχαστικής διαδικασίας. Αν και υπάρχουν διαφορετικοί τρόποι εκτίμησης των πιθανοτήτων αυτών, η στοχαστικότητα στα οικονομετρικά υποδείγματα υποδηλώνει την σύνδεση της θεωρίας με τη πραγματικότητα. Εντούτοις, στα πλαίσια αυτά, η ισχύς της σύνδεσης αυτής διαφέρει σε κάθε στοχαστικό μοντέλο επιλογής για τη συγκεκριμένη περίπτωση. Οι ακαδημαϊκοί που χρησιμοποίησαν μοντέλα logit και probit (McFadden et al., 1985, Oral et al., 1992) διαπιστώνουν ότι δεν είναι μόνο οι οικονομικοί παράγοντες που σχετίζονται με την ενδεχόμενη χρεοκοπία μιας χώρας αλλά και οι πολιτικοί, γι' αυτό και τα αποτελέσματα που εξήχθησαν εδώ συνδέονται μερικώς με τις εν λόγω έρευνες. Αντίθετα, τα αποτελέσματα αυτά, σε συνδυασμό με τους Manasse & Roubini (2009), διαμορφώνουν την αντίληψη ότι ο κίνδυνος χρεοκοπίας που σχετίζεται με μείωση στο ΑΕΠ ή τη συσσώρευση χρέους είναι κίνδυνος φερεγγυότητας και αυτό προκύπτει πράγματι από τη στιγμή που μία χώρα χάνει την εμπιστοσύνη της προς τους εταίρους της με επερχόμενη χρεοκοπία της.

Αναφορικά τώρα με την εκτίμηση των πιθανοτήτων χρεοκοπίας, το ίδιο το μοντέλο έδειξε ότι, με εξαίρεση το Βέλγιο και τη Μάλτα, οι υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης χαρακτηρίζονται από έναν σχετικά υψηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας και μάλιστα αυτός τείνει να διαμορφώνεται στα ίδια περίπου επίπεδα για κάθε χώρα. Έτσι, αυτόματα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η χρήση του συγκεκριμένου μοντέλου για τη περίπτωση των χωρών της Ευρωζώνης δεν έχει επεξηγηματική δύναμη, δηλαδή δεν έχει καλή προβλεπτικότητα. Κι αυτό συμβαίνει επειδή χώρες που πρόσφατα βρέθηκαν σε δυσμενή οικονομική θέση, όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Κύπρος και η Πορτογαλία, θα τείνουν, υποκειμενικά, να παρουσιάζουν υψηλότερες πιθανότητες χρεοκοπίας λόγω των βαρύτερων επιπτώσεων που είχε η ευρωπαϊκή κρίση χρέους στις χώρες αυτές. Αντικειμενικά, θα μπορούσαν να εμφανίσουν υψηλότερες πιθανότητες χρεοκοπίας λαμβάνοντας υπόψη και την πιστοληπτική τους αξιολόγηση από τους σχετικούς οίκους (Moody's, S&P, Fitch). Για την Ελλάδα συγκεκριμένα, ο οίκος Fitch τον Μάρτιο του 2012 υποβάθμισε τη χώρα στη κατηγορία RD (Restricted Default), η οποία δηλώνει μια αρκετά υψηλή πιθανότητα χρεοκοπίας (Κότιος, Γαλανός, & Ρουκανάς, 2012). Η διαπίστωση αυτή είναι η ίδια με τις μελέτες των Reinhart et al. (2003), Genberg & Sulstarova, (2008), Hilscher & Nosbusch (2010) και Maltritz & Molchanov (2013) οι οποίες προτείνουν ότι και το ιστορικό χρεοκοπίας μιας χώρας διαδραματίζει επίσης σημαντικό ρόλο για την αύξηση των πιθανοτήτων

χρεοκοπίας εφόσον επηρεάζονται έντονα από τις μεταβολές της παγκόσμιας οικονομίας και είναι συχνά επιρρεπείς σε αυτό το φαινόμενο. Χαρακτηριστική περίπτωση εδώ αποτελεί η Ελλάδα η οποία το 2015 πρόσθεσε στη 'λίστα' της ακόμη μία χρεοκοπία, την έκτη συνολικά στην ιστορία της και προκύπτει ότι το φαινόμενο αυτό παρουσιάζει μια κυκλική πορεία.

Επομένως, το γενικότερο συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η πρόβλεψη των πιθανοτήτων χρεοκοπίας για τις χώρες της Ευρωζώνης δεν είναι ακριβής διότι αρκετές χώρες της ένωσης αυτής, όπως η Γαλλία, η Γερμανία, η Ολλανδία, το Βέλγιο, η Μάλτα και άλλες, καθ' όλη τη περίοδο αναφοράς, δεν παρουσίασαν ποτέ ιδιαίτερο πρόβλημα χρεοκοπίας ενώ οι αξιολογήσεις από τους οίκους ήταν από καλές έως άριστες. Σε αυτή τη περίπτωση, προκύπτει ότι ο λόγος της αδυναμίας πρόβλεψης των πιθανοτήτων χρεοκοπίας είναι ότι, στο σύνολο τους, οι χώρες της Ευρωζώνης παρουσιάζουν διαχρονικά σχετική ευστάθεια στα θεμελιώδη οικονομικά τους στοιχεία καθώς οι χρηματοπιστωτικές και άλλες αγορές στις οποίες συμμετέχουν εντός ένωσης είναι αποτελεσματικές και καλύτερα οργανωμένες και διαρθρωμένες σε σχέση με χώρες οι οποίες είτε δε συμμετέχουν σε κάποια νομισματική ένωση είτε είναι ιδιαίτερα ευάλωτες σε οικονομικούς, πολιτικούς και άλλους παράγοντες. Οι περιπτώσεις της Αργεντινής, της Ουρουγουάης και, γενικότερα, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής, της Νοτιοανατολικής Ασίας και της Αφρικής είναι χαρακτηριστικά παραδείγματα χωρών που τις προηγούμενες δεκαετίες ήταν υπερχρεωμένες καθώς ήταν και είναι περισσότερο εκτεθειμένες στον διεθνή ανταγωνισμό, κάτι που προκαλεί μείωση στην οικονομική ανάπτυξη τους και αυξάνει το συνολικό τους χρέος από τα δάνεια των εταίρων, μειώνοντας έτσι την φερεγγυότητα και την εμπιστοσύνη της προς τους πολίτες της και τους εταίρους της.

Σε αυτό το σημείο επομένως, με βάση τα συμπεράσματα που προέκυψαν, γίνεται φανερό ότι το συνολικό χρέος της κυβέρνησης μιας χώρας αλλά και το ΑΕΠ της πρέπει να τους δοθούν ιδιαίτερη προσοχή στο μέλλον από οικονομολόγους και ακαδημαϊκούς καθώς είναι παράγοντες οι οποίοι εμφανίζονται συχνότερα στο προσκήνιο ως αιτίες αύξησης του κινδύνου χρεοκοπίας μιας χώρας. Βέβαια, αυτό δε σημαίνει ότι θα πρέπει να αγνοήσουν άλλους παράγοντες όπως πολιτική διαφθορά, συναλλαγματικά διαθέσιμα, ισοζύγιο πληρωμών, πληθωρισμό, ανεργία κλπ καθώς είναι εξίσου σπουδαία μεγέθη αξιολόγησης της οικονομικής ευημερίας μιας χώρας αλλά το κυβερνητικό χρέος και ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έχουν πιο άμεσο αντίκτυπο στην χρεοκοπία απ' ότι οι λοιποί παράγοντες. Η Ελλάδα συγκεκριμένα, μετά την αθέτηση των υποχρεώσεων της στους εταίρους της και την υπογραφή του τρίτου μνημονίου το καλοκαίρι του 2015, θα πρέπει να δώσει ιδιαίτερο βάρος στην όσο το δυνατόν καλύτερη εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους της αλλά και στην ενίσχυση του εθνικού εισοδήματος της μέσω του τουρισμού και της ναυτιλίας. Στα υφιστάμενα επίπεδα, θα ήταν προτιμότερο η χώρα να συνεργαστεί με τους ευρωπαϊούς εταίρους της προκειμένου να πετύχει βιώσιμα επίπεδα χρέους τα οποία θα οδηγήσουν σε μείωση του κινδύνου χρεοκοπίας. Παράλληλα, αξιοποιώντας τους παραγωγικούς της πόρους στους τομείς της ναυτιλίας και του τουρισμού, θα έχει τη δυνατότητα να αυξήσει το εισόδημα της και να διαθέσει ένα μέρος από αυτά για την εξυπηρέτηση του χρέους της. Παρά το γεγονός ότι τα μέτρα λιτότητας του τρίτου Μνημονίου δυσχεραίνουν περισσότερο το βιοτικό επίπεδο της πλειοψηφίας τουλάχιστον των Ελλήνων, εντούτοις χρειάζεται χρόνος και υπομονή ώστε να επανέλθει η χώρα σε τροχιά οικονομικής άνθησης.

Από την πλευρά της Ευρωζώνης ως σύνολο, οι περισσότερο αναπτυγμένες χώρες όπως η Γαλλία, η Γερμανία, η Ολλανδία, και άλλες θα πρέπει να συνεργάζονται στενά με τις χώρες που αντιμετωπίζουν προβλήματα στην ανάπτυξη τους και να αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες οι οποίες θα ενθαρρύνουν την ελευθερία και την δικαιοσύνη στην ευρωζώνη. Πρέπει επίσης να ενσταλάξουν την ιδέα ότι οι από κοινού συμφωνίες και διαπραγματεύσεις μεταξύ χωρών συνεπάγονται τόσο οφέλη όσο και κόστη. Τα κόστη θα τείνουν να επιβαρύνουν τη θέση ορισμένων χωρών σε κάποιους τομείς για μια συγκεκριμένη περίοδο αλλά μακροχρόνια, θα τείνουν να μετατραπούν σε οφέλη που θα οδηγήσουν στη διαμόρφωση μιας νέας κατάστασης όπου οι κίνδυνοι χρεοκοπίας θα αντιμετωπίζονται με αποτελεσματικότερο τρόπο.

Τέλος, αναφορικά με τη συγκεκριμένη έρευνα, αξίζει να αναφερθούν ορισμένοι περιορισμοί της οι οποίοι ίσως να μην ήταν ιδιαίτερα εμφανείς στις προηγούμενες σελίδες. Κατ' αρχάς, ο βασικός περιορισμός της έρευνας αυτής είναι ότι τα δεδομένα για τα έτη πριν το 1995 ήταν αρκετά περιορισμένα για το δείγμα των χωρών της Ευρωζώνης με αποτέλεσμα ο αριθμός των παρατηρήσεων να είναι μικρότερος. Επιπλέον, ένα άλλο σημαντικό μειονέκτημα είναι ότι η ανάλυση αυτή συμπεριέλαβε μόνο ένα μοντέλο στοχαστικής διαδικασίας για τη συγκεκριμένη περίπτωση, δηλαδή το logit και όχι έναν συνδυασμό από δύο ή/και περισσότερα μοντέλα όπως logit, probit, EWS, νευρωτικά δίκτυα κλπ. Επίσης, εκλείπει η σύγκριση μεταξύ δύο ή περισσότερων νομισματικών ενώσεων (π.χ. Ευρώ με Αμερικανικό Δολάριο, Ευρώ με Λίρα ή Στερλίνα) σχετικά με τις πιθανότητες χρεοκοπίας τους. Στηριζόμενοι στα εν λόγω μειονεκτήματα, η μελλοντική έρευνα που προσδοκάται να ασχοληθεί με το συγκεκριμένο θέμα θα πρέπει να επεκτείνει το πεδίο εφαρμογής της, είτε με την διεύρυνση της χρονικής περιόδου (εφόσον βέβαια αυτό καλύπτεται από τα υπάρχοντα δεδομένα), είτε με ταυτόχρονη χρήση περισσότερων μοντέλων στοχαστικής διαδικασίας είτε με σύγκριση μεταξύ δύο ή περισσότερων νομισματικών ενώσεων σχετικά με τις πιθανότητες ή τους κινδύνους χρεοκοπίας των χωρών που τις απαρτίζουν. Πάντως, σύμφωνα με μία μελέτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής η οποία δημοσιεύθηκε πριν από λίγες ημέρες με τίτλο "*Fiscal Sustainability Report*", διαπιστώνεται ότι συνολικά 11 χώρες-μέλη της Ε.Ε. τους τελευταίους μήνες αντιμετωπίζουν υψηλό κίνδυνο σε σχέση με τη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους τους. Οι χώρες αυτές, όσον αφορά την Ευρωζώνη, είναι η Γαλλία, η Ιταλία, το Βέλγιο, η Ιρλανδία, η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Σλοβενία και η Φινλανδία. Ειδικότερα, εκτιμάται ότι σε 10 χρόνια από σήμερα το χρέος τους θα είναι αρκετά υψηλό ώστε ο κίνδυνος χρεοκοπίας τους να είναι περισσότερο επικείμενος από ποτέ (European Commission, 2016). Οι εκτιμήσεις αυτές αφορούν δείκτες για την προσεχή διετία και ουσιαστικά δηλώνουν ότι σε μια δεκαετία ίσως η συγκεκριμένη ανάλυση να έχει περισσότερη επεξηγηματική δύναμη καθώς τότε οι χώρες αυτές μπορεί να καταστούν περισσότερο ευάλωτες ως προς τα θεμελιώδη οικονομικά τους μεγέθη. Στις περιπτώσεις της Ελλάδας και της Κύπρου, δεν διατυπώνεται κάποια ειδική εκτίμηση για την πορεία της οικονομίας τους στο εν λόγω χρονικό διάστημα.

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση

1. Alesina, A., & Barro, R. J. (2002). Currency Unions. *Quarterly Journal of Economics* , 117, σσ. 409-436.
2. Alessandro, M., Sandleris, G., & Van Der Ghote, A. (2011). *Sovereign Defaults and The Political Economy Of Market Reaccess*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 15, 2015, από UTDT WP: <http://economics.mit.edu/files/7626>
3. Alessi, L., & Detken, C. (2011). Quasi Real Time Early Warning Indicators for Costly Asset Price Boom/Bust Cycles: A Role for Global Liquidity. *European Journal of Political Economy* , 27, σσ. 520-533.
4. Altman, E. (2011). *Transparent and Unique Sovereign Default Risk Assessment*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 4, 2015, από <http://people.stern.nyu.edu/ealtman/Sovereign%20Default%20Risk%20Assessment.pdf>
5. Ardagna, S., & Caselli, F. (2014). *The Political Economy of the Greek Debt Crisis: A Tale of Two Bailouts*. Retrieved November 10, 2014, from <http://personal.lse.ac.uk/casellif/papers/greece.pdf>
6. Arteta, C., & Hale, G. (2006). Sovereign Debt Crises and Credit to the Private Sector. *Journal of International Economics* , 74, σσ. 53-69.
7. Augustin, P. (2013). *The Term Structure of CDS Spreads and Sovereign Credit Risk*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 3, 2015, από <http://moore.sc.edu/UserFiles/moore/Documents/Finance/FIC/25.TheTermStructureofCDSSpreadsandSovereignCreditRisk.pdf>
8. Badaoui, S., Cathcart, L., & El-Jahel, L. (2013). Do Sovereign Credit Default Swaps Represent a Clean Measure of Sovereign Default Risk? A Factor Model Approach. *Journal of Banking & Finance* , 37, σσ. 2392–2407.
9. Bae, K., & Bailey, W. (2003). *The Latin Monetary Union: Some Evidence on Europe's Failed Common Currency*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 28, 2015, από <https://courses.cit.cornell.edu/wbb1/papers/Bae%20Bailey%20LMU-2003.0707.pdf>
10. Bank for International Settlements. (2003). *Regional currency areas and the use of foreign currencies*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 30, 2015, από <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap17.pdf>
11. Bekaert, G., Harvey, C., Lundblad, C., & Siegel, S. (2014). Political risk spreads. *Journal of International Business Studies* , 45, σσ. 471–493.
12. Beker, V. (2014). The European Debt Crisis: Causes and Consequences. *Stock & Forex Trading* , 3 (2), σσ. 1-9.

13. Block, S., & Vaaler, P. M. (2004). The Price of Democracy: Sovereign Risk Ratings, Bond Spreads and Political Business Cycles in Developing Countries. *Journal of International Money and Finance* , 23 (6), σσ. 917-946.
14. Bordo, M. (1993). *The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 5, 2015, από <http://www.nber.org/chapters/c6867.pdf>
15. Bordo, M. (2004). *The United States as a Monetary Union and the Euro: A Historical Perspective*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 28, 2015, από <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2004/5/cj24n1-2-15.pdf>
16. Borensztein, E., & Panizza, U. (2008). *The Costs of Sovereign Default* . Ανάκτηση Οκτώβριος 1, 2015, από <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf>
17. Borri, N., & Verdelhan, A. (2011). *Sovereign Risk Premia*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 3, 2015, από https://econ.duke.edu/uploads/assets/Workshop%20Papers/Macro%20&%20International/SovereignRiskPremia_March_2011.pdf
18. Broner, F., Martin, A., & Ventura, J. (2011). Sovereign Risk and Secondary Markets. *American Economic Review* , 100 (4), σσ. 1-34.
19. Bulow, J., & Rogoff, K. (1989). Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? *American Economic Review* , 79, σσ. 43-50.
20. Buss, A. (2013). *Capital Controls and International Financial Stability A Dynamic General Equilibrium Analysis in Incomplete Markets*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 4, 2015, από <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1578.pdf?66336ba5ac25ed61d2d4dfcbda3d17ef>
21. Catao, L., & Sutton, B. (2002). *Sovereign Defaults: The Role of Volatility*. IMF Working Paper 02/149.
22. Cavallo, E. A., & Frankel, J. A. (2008). Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality. *Journal of International Money and Finance* , 27, σσ. 1430-1452.
23. Chancellor, E. (2010). *Reflections on the Sovereign Debt Crisis*. Ανάκτηση Οκτώβριος 1, 2015, από <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/files/2010/07/chancellor.pdf>
24. Ciarlone, A., & Trebeschi, G. (2005). *A Multinomial Approach to Early Warning Systems for Debt Crises*. Ανάκτηση Νοέμβριος 30, 2015, από http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2006/2006-0588/tema_588.pdf
25. Citron, J., & Nickelsburg, G. (1987). Country Risk and Political Instability. *Journal of Development Economics* , 25 (2), σσ. 385-392.

26. CNN. (2015). *Greece defaults on \$1.7 billion IMF payment*. Ανάκτηση Αύγουστος 29, 2015, από <http://money.cnn.com/2015/06/30/news/economy/greece-imf-default/>
27. Cole, H., & Kehoe, P. (1998). Models of Sovereign Debt: Partial versus General Reputations. *International Economic Review* , 39, σσ. 55-70.
28. Commission of the European Communities. (1990). *Economic and Monetary Union*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 28, 2015, από http://aei.pitt.edu/1015/1/monetary_SEC_90_1659.pdf
29. Cosset, J.-C., & Jeanneret, A. (2014). Sovereign Credit Risk and Government Effectiveness. *Working Paper HEC Montréal* , σσ. 1-64.
30. Cros, D. (2015). *Grexit 2015: A primer*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 1, 2015, από <http://www.ceps.eu/system/files/Grexit%202015.pdf>
31. CSIS. (2015). *2015 Global Forecasts*. Ανάκτηση Αύγουστος 28, 2015, από http://csis.org/files/publication/141110_Cohen_GlobalForecast2015_Web.pdf
32. Das, U., Papaioannou, M., & Trebesch, C. (2009). *Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 17, 2015, από International Monetary Fund: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1010.pdf>
33. Dellas, H., & Tavlas, G. (2009). *An Optimum-Currency-Area Odyssey*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 27, 2015, από <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2009102.pdf>
34. Detragiache, E., & Spilimbergo, A. (2001). *Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation*. IMF Working Paper 01/2.
35. Dooley, M. (2000). A Model of Crises in Emerging Markets. *The Economic Journal* , 110, σσ. 256-272.
36. Dornbusch, R. (1997). Fiscal Aspects of Monetary Integration. *American Economic Review* , 87 (2), σσ. 221-223.
37. Du, W., & Schreger, J. (2015). *Local Currency Sovereign Risk*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 4, 2015, από http://scholar.harvard.edu/files/schreger/files/du_schreger_local_currency_sovereign_risk_0.pdf
38. Duffie, D., Pedersen, L., & Singleton, K. (2003). Modeling Sovereign Yield Spreads: A Case Study of Russian Debt. *Journal of Finance* , 58, σσ. 119-159.
39. Dungey, M., Dwyer, G., & Flavin, T. (2011). *Systematic and Liquidity Risk in Subprime-Mortgage Backed Securities*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 11, 2015, από <https://www.frbatlanta.org/-/media/Documents/research/publications/wp/2011/wp1115.pdf>

40. Durden, T. (2015). *New Greek Proposal Backtracks To Pre-Referendum Draft, Does Not Request Debt Haircut*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 1, 2015, από <http://www.zerohedge.com/news/2015-07-09/new-greek-proposal-backtracks-pre-referendum-draft-does-not-request-debt-haircut-ful>
41. Eaton, J., & Gersovitz, M. (1981). Debt With Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. *Review of Economic Studies* , 48, σσ. 289-309.
42. Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). *Exchange rates and financial fragility*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 1, 2015, από <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1999/s99eich.pdf>
43. Eichengreen, B., Rose, A., & Wyplosz, C. (1996). Contagious Currency Crises: First Tests. *Scandinavian Journal of Economics* , 98, σσ. 463-484.
44. Eichler, S., & Maltritz, D. (2013). The Term Structure of Sovereign Default Risk in EMU Member Countries and its Determinants. *Journal of Banking & Finance* , 37, σσ. 1810-1816.
45. Engel, C., & Rose, A. (2002). Currency Unions and International Integration. *Journal of Money Credit and Banking* , 34 (4), σσ. 1067-1089.
46. English, W. (1996). Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840s. *The American Economic Review* , 86 (1), σσ. 259-275.
47. Enoch, C., & Krueger, R. (2002). *Currency Unions: Key Variables, Definitions, Measurement, and Statistical Improvement*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 28, 2015, από <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb32j.pdf>
48. European Commission. (2016). *Fiscal Sustainability Report*. Ανάκτηση Ιανουάριος 25, 2015, από http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf
49. Fioramanti, M. (2008). Predicting Sovereign Debt Crises Using Artificial Neural Networks: A Comparative Approach . *Journal of Financial Stability* , 4 (2), σσ. 149-164.
50. Frank, C., & Cline, W. (1971). Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis. *Journal of International Economics* , 1, σσ. 327-344.
51. Frizli, M. (2010). *The Ideological and Political Roots of the EU Debt Crisis*. Ανάκτηση Οκτώβριος 1, 2015, από http://www.canadianeuropean.com/yahoo_site_admin/assets/docs/Greece_the_EU_Debt_Crisis_VN_Al-Nahar_Feb-March_2010.7383827.pdf
52. Fuentes, M., & Saravia, D. (2010). Sovereign Defaulters: Do International Capital Markets Punish Them? *Journal of Development Economics* , 91, σσ. 336-347.

53. Fuertes, A., & Kalotychou, E. (2006). Early Warning Systems for Sovereign Debt Crises: The Role of Heterogeneity. *Computational Statistics and Data Analysis* , 51, σσ. 1420-1441.
54. Gapen, M., Gray, D., Lim, C., & Xiao, Y. (2005). *Measuring and Analyzing Sovereign Risk with Contingent Claims*. IMF Working Paper 05/155.
55. Gelos, G., Sahay, R., & Sandleris, G. (2011). Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access? *Journal of International Economics* , 83 (2), σσ. 243-254.
56. Genberg, H., & Sulstarova, A. (2008). Macroeconomic Volatility, Debt Dynamics, and Sovereign Interest Rate Spreads. *Journal of International Money and Finance* , 27, σσ. 26–39.
57. Gennaioli, N., Martin, A., & Rossi, S. (2013). Sovereign Default, Domestic Banks and Financial Institutions. *Journal of Finance* , 69 (2), σσ. 1-50.
58. Georgoutsos, D., & Migiakis, P. (2013). Heterogeneity of the Determinants of Euro-area Sovereign Bond Spreads; What Does it Tell us About Financial Stability? *Journal of Banking & Finance* , 37, σσ. 4650–4664.
59. Ghosh, A., Ostry, J., & Qureshi, M. (2013). Fiscal Space and Sovereign Risk Pricing in a Currency Union. *Journal of International Money and Finance* , 34, σσ. 131-163.
60. Goldstein, M., Kaminsky, G., & Reinhart, C. (2000). *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 2, 2015, από https://mpra.ub.uni-muenchen.de/13629/1/MPRA_paper_13629.pdf
61. Goodhart, C. (1998). The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas. *European Journal of Political Economy*, 14, σσ. 407-432.
62. Gujarati, D. (2008). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill.
63. Harari, D. (2015). *Greek debt crisis: background and developments in 2015* . Ανάκτηση Οκτώβριος 10, 2015, από <http://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/SN07114/SN07114.pdf>
64. Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). On the Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation. *Journal of International Money and Finance* , 22, σσ. 957–990.
65. Hausmann, R., Panizza, U., & Stein, E. (2001). Why Do Countries Float the Way they Float? *Journal of Development Economics* , 66, σσ. 387-414.
66. Hayashi, F. (2000). *Econometrics*. Princeton University Press.

67. Hill, P., Brooks, R., & Faff, R. (2010). Variations in Sovereign Credit Quality Assessments Across Rating Agencies. *Journal of Banking and Finance* , 34 (6), σσ. 1327-1343.
68. Hilscher, J., & Nosbusch, Y. (2010). Determinants of Sovereign Risk: macroeconomic fundamentals and the pricing of sovereign debt. *Review of Finance* , 14, σσ. 235-262.
69. Huffington Post. (2015). *German-Led Eurozone Launching Coup Against Greek Government*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 1, 2015, από http://www.huffingtonpost.com/2015/07/12/thisisacoup_n_7781736.html
70. IMF. (2004). *Definition of Currency Union*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 27, 2015, από <https://www.imf.org/external/np/sta/bop/pdf/cuteg1.pdf>
71. International Labour Office. (2011). *The Global Crisis: Causes, Responses and Challenges*. Ανάκτηση Αύγουστος 28, 2015, από http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/@dgreports/@dcomm/@publ/documents/publication/wcms_155824.pdf
72. Investopedia. (2015). *Definition of 'Grexit'*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 1, 2015, από <http://www.investopedia.com/terms/g/grexit.asp>
73. Kaminsky, G. L., Lizondo, S., & Reinhart, C. (1998). Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers* , 45, σσ. 1-48.
74. Kohlscheen, E. (2010). Sovereign Risk: Constitutions Rule. *Oxford Economic Papers* , 62 (1), σσ. 62-85.
75. Kolb, R. (2011). *Sovereign Debt: From Safety to Default*. Wiley.
76. Kouretas, G. (2012). *The Greek Debt Crisis: Origins and Implications*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 14, 2015, από <https://www.frbatlanta.org/-/media/Documents/news/conferences/2011/sovereign-debt/papers/Kouretas.pdf>.
77. Kouretas, P., & Vlamis, P. (2010). The Greek Crisis: Causes and Implications. *Journal of Panoeconomicus* , 4, σσ. 391-404.
78. Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking* , 11 (3), σσ. 311-325.
79. Longstaff, F., Pan, J., Pedersen, L., & Singleton, K. (2011). How Sovereign is Sovereign Credit Risk?. *American Economic Journal: Macroeconomics* , 3, σσ. 75-103.
80. Maltritz, D. (2012). Determinants of Sovereign Yield Spreads in the Eurozone: a Bayesian Approach. *Journal of International Money and Finance* , 31, σσ. 657–672.
81. Maltritz, D., & Molchanov, A. (2013). Analyzing Determinants of Bond Yield Spreads with Bayesian Model Averaging. *Journal of Banking & Finance* , 37, σσ. 5275–5284.

82. Manasse, P., & Roubini, N. (2009). Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises. *Journal of International Economics* , 78, σσ. 192-205.
83. Manasse, P., Roubini, N., & Schimmelpfennig, A. (2003). *Predicting Sovereign Debt Crises*. IMF Working Paper, 03/221.
84. Martinez, A., & Sandleris, G. (2011). Is it Punishment? Sovereign Defaults and the Decline in Trade. *Journal of International Money and Finance* , 30, σσ. 909-930.
85. Masciandaro, D., Pansini, R., & Quintyn, M. (2011). *The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?* Ανάκτηση Νοέμβριος 26, 2015, από <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11261.pdf>
86. McFadden, D., Eckaus, R., Feder, G., Hajivassiliou, V., & O'Connell, S. (1985). Is There Life after Debt? An Econometric Analysis of the Creditworthiness of Developing Countries. Στο A. Smith, & J. Cuddington, *International Debt and the Developing Countries* (σσ. 179-209), World Bank.
87. Meiners, C. (2012). *Money Growth and Inflation*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 28, 2015, από <http://economics.uta.edu/facpages/Meiners/Economics/53053.pdf>
88. Monfort, A., & Renne, J. (2014). *Decomposing Euro-area sovereign spreads: credit and liquidity risks*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 4, 2015, από https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_041492.pdf
89. Mundell, R. (1961). The Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review* , 51, σσ. 717-725.
90. Ngo, K. (2012). *Benefits, Costs, and Feasibility of a Monetary Union for the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN)*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 28, 2015, από <http://www.michiganjb.org/issues/61/text61b.pdf>
91. Obstfeld, M. (1986). Rational and Self-fulfilling Balance-of-payments Crises. *American Economic Review* , 76 (1), σσ. 72-81.
92. OECD. (2014). *Economic Surveys Spain*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 14, 2015, από <http://www.oecd.org/eco/surveys/Spain-Overview-2014.pdf>
93. Oral, M., Kettani, O., Cosset, J., & Daouas, M. (1992). An Estimation Model for Country Risk Rating. *International Journal of Forecasting* , 8, σσ. 583-593.
94. Pan, J., & Singleton, K. (2008). Default and Recovery Implicit in the Term Structure of Sovereign CDS Spreads. *Journal of Finance* , 63, σσ. 2345–2384.
95. Papaioannou, E., & Siourounis, G. (2008). Democratization and Growth. *The Economic Journal* , 118 (532), σσ. 1520-1551.
96. Peter, M. (2002). *Estimating Default Probabilities of Emerging Market Sovereigns: A New Look at a Not-So-New Literature*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος

- 1, 2015, από http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international_economics/shared/international_economics/publications/working%20papers/2002/HEI_WP06-2002.pdf
97. Portone, D. (2004). *The Costs and Benefits of the Euro In European Monetary Union Countries* . Ανάκτηση Σεπτέμβριος 28, 2015, από https://www.unc.edu/~salemi/Econ006/Portone_2004.pdf
98. Reinhart, C., & Rogoff, K. (2013). *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten* . Ανάκτηση Οκτώβριος 1, 2015, από <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13266.pdf>
99. Reinhart, C., Rogoff, K., & Savastano, M. (2003). Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity* , 1, σσ. 1-74.
100. Remolona, E., Scatigna, M., & Wu, E. (2007). Interpreting Sovereign Spreads. *BIS Quarterly Review* , σσ. 27-39.
101. Roubini, N. (2010). *Greece's Best Option is an Orderly Default*. Ανάκτηση Οκτώβριος 1, 2015, από <http://www.ft.com/cms/s/0/a3874e80-82e8-11df-8b15-00144feabdc0.html#axzz3pxfIN3wN>
102. Sandleris, G. (2008). Sovereign Defaults: Information, Investment and Credit. *Journal of International Economics* , 76 (2), σσ. 267-275.
103. Sargent, T., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* , σσ. 1-17.
104. Siklos, P. (2012). *From Bretton Woods to the Euro: How Policy-Maker Overreach Fosters Economic Crises*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 10, 2015, από CIGI Papers: <https://www.cigionline.org/sites/default/files/no7.pdf>
105. Sims, C. (1999). The Precarious Fiscal Foundations of EMU. *De Economist* , 147 (4), σσ. 415-436.
106. Sturzenegger, F. (2004). Toolkit for the Analysis of Debt Problems. *Journal of Restructuring Finance* , 1, σσ. 201-203.
107. Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2005). Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings. *IMF Working Paper 05/137*. Ανάκτηση από IMF Working Paper.
108. Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2006). *Has the Legal Threat to Sovereign Debt Restructuring Become Real?* Ανάκτηση Οκτώβριος 10, 2015, από <https://ideas.repec.org/p/udt/wp/sdt/legalthreat.html>
109. Taffler, R., & Abassi, B. (1984). Country risk: A Model for Predicting Debt Servicing Problems in Developing Countries. *Journal of the Royal Statistical Society* , Series A, 147 (4), σσ. 541-568.
110. The Wall Street Journal. (2015). *Greece Defaults on IMF Loan Despite New Push for Bailout Aid*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 1, 2015, από

<http://www.wsj.com/articles/some-greek-banks-to-open-for-pensioners-1435653433>

111. Tomz, M., & Wright, M. (2010). *Sovereign Theft: Theory and Evidence about Sovereign Default and Expropriation*. Ανάκτηση Οκτώβριος 1, 2015, από <https://web.stanford.edu/~tomz/pubs/TomzWright2010.pdf>
112. Whelan, K. (2010). Policy Lessons from Ireland's Latest Depression. *Economic and Social Review*, 41, σσ. 225-254.
113. Woods, S. (2014). *The Greek Sovereign Debt Crisis: Politics and Economics in the Eurozone*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 14, 2015, από <https://jsis.washington.edu/hellenic/file/Shelby%20Woods%20Thesis%20copy.pdf>
114. Zettelmeyer, J., Trebesch, C., & Gulati, M. (2013). *The Greek debt restructuring: an autopsy*. Ανάκτηση Οκτώβριος 10, 2015, από <http://economicpolicy.oxfordjournals.org/content/economicpolicy/28/75/513.full.pdf>

Ελληνόγλωσση

115. Abel, A., Bernanke, B., & Croushore, D. (2010). *Μακροοικονομική* (2η εκδ.). Κριτική.
116. Krugman, P., & Wells, R. (2009). *Μακροοικονομική*. Επίκεντρο.
117. Mankiw, N. (2001). *Μακροοικονομική Θεωρία* (4η εκδ.). Gutenberg.
118. Mankiw, G., & Taylor, M. (2010). *Αρχές Οικονομικής Θεωρίας* (Τόμ. Α'). Gutenberg.
119. Βαβούρας, Ι., & Μανωλάς, Γ. (2006). *Εισαγωγή στις μακροοικονομικές έννοιες*. Παπαζήση.
120. Βαρουφάκης, Γ., Πατώκος, Τ., Τσερκέζης, Λ., & Κουτσοπέτρος, Χ. (2011). *Η Οικονομική Κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011*. [Ανάκτηση Δεκέμβριος 2, 2015, από http://www.inegsee.gr/wp-content/uploads/2014/04/files/study-17.pdf](http://www.inegsee.gr/wp-content/uploads/2014/04/files/study-17.pdf)
121. Κότιος, Α., Γαλανός, Α., & Ρουκανάς, Σ. (2012). *Η Ελληνική Κρίση και η Κρίση του Συστήματος Διακυβέρνησης της Ευρωζώνης*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 1, 2015, από http://www.prd.uth.gr/uploads/discussion_papers/2012/uth-prd-dp-2012-01_gr.pdf
122. Λώλος, Σ. (2011). Η Ιστορία του Χρέους από το 1974: Πως Επηρεάστηκε η Μαύρη Τρύπα της Οικονομίας σε κάθε Περίοδο Διακυβέρνησης. ΤΑ ΝΕΑ ΣΑΒΒΑΤΟΚΥΡΙΑΚΟ, 1-2 Οκτωβρίου 2011.
123. Τράπεζα της Ελλάδος. (2014). *Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης*. Ανάκτηση Δεκέμβριος 12, 2015, από <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/>

Βιογραφικό σημείωμα

ΠΡΟΣΩΠΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Νικόλαος Σαρρής

Σελήνης, 14, 141 21 Αθήνα (Ελλάδα)

210 2753471 6992189487

nikotsaras@windowslive.com

Windows live nikotsaras

Φύλο Άρρεν | Ημερομηνία γέννησης 29/12/1992 | Εθνικότητα Ελληνική

ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΣΠΟΥΔΕΣ

Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης/ Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών «Εφαρμοσμένων Οικονομικών και Περιφερειακής Ανάπτυξης»,
Κατεύθυνση «Εφαρμοσμένων Οικονομικών και Διοίκησης»

ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗ ΚΑΙ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ

Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης

Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Αθήνα

- Οικονομική Επιστήμη
- Περιφερειακή Επιστήμη
- Ποσοτική Ανάλυση

ΑΤΟΜΙΚΕΣ ΔΕΞΙΟΤΗΤΕΣ

Μητρική γλώσσα Ελληνικά

Λοιπές γλώσσες

Αγγλικά

ΚΑΤΑΝΟΗΣΗ		ΟΜΙΛΙΑ		ΓΡΑΦΗ
Προφορική	Γραπτή (ανάγνωση)	Επικοινωνία	Προφορική έκφραση	
C1	C1	C1	C2	C2

Examination for the Certificate of Proficiency in English (ECPE), Πανεπιστήμιο Michigan

Επίπεδα: A1/2: Βασικός χρήστης - B1/2: Ανεξάρτητος χρήστης - C1/2: Έμπειρος χρήστης
Κοινό Ευρωπαϊκό Πλαίσιο Αναφοράς για Γλώσσες

Δεξιότητες πληροφορικής

- Γνώση Η/Υ, καλός χειρισμός του Microsoft Office και του Διαδικτύου

ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Τιμητικές διακρίσεις και
βραβεία

Υπότροφος Εσωτερικού ΙΚΥ στο 1ο και 2ο έτος σπουδών (αναμένονται αποτελέσματα και για το 3ο έτος)

Σεμινάρια

Παρακολούθηση του Προγράμματος Σεμιναρίων του Ερευνητικού Εργαστηρίου 2015, Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης