



**ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ
ΣΧΟΛΗ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ
ΦΥΣΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**«ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΗ ΠΡΟΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗ σε ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΕΣ
και την ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»**

ΤΙΤΛΟΣ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
«Αποδόσεις 10ετων κυβερνητικών ομολόγων στην ζώνη του Ευρώ για την
περίοδο 1995-2015. Κερδισμένοι και χαμένοι »

ΔΙΑΣΑΚΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ: 09110011

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Α. Χριστόπουλος

ΑΘΗΝΑ, 31/ 03 / 2016

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα της μεταπτυχιακής μου εργασίας, κύριο Απόστολο Γ. Χριστόπουλο, Διδάκτωρ Οικονομικών Επιστημών του τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Αθηνών, για τις κατευθυντήριες αρχές που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας και την καθοριστική συμβολή του στην ολοκλήρωση αυτής.

Ένα μεγάλο ευχαριστώ στον συνάδελφο κο Ζαχαράτο Κοσμά για την παραχώρηση των δεδομένων.

Τέλος, θέλω να ευχαριστήσω θερμά την οικογένειά μου για την ηθική συμπαράσταση όχι μόνο κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της πτυχιακής μου εργασίας αλλά και καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

Περίληψη

Η ευρωζώνη έχει αρχίσει να παρουσιάζει τα πρώτα δειλά σημάδια οικονομικής ανάπτυξης, αλλά αναλυτές, ακαδημαϊκοί και πολιτικοί παγκοσμίως προειδοποιούν ότι η κρίση που μαίνεται την περιοχή την τελευταία πενταετία, και πλέον, δεν έχει τελειώσει. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να συμβάλει στη ενεργή και εξελισσόμενη συζήτηση για το μέλλον του Ευρώ και της Ευρωζώνης. Η έρευνα επικεντρώνεται στη διαχρονική μελέτη της διακύμανσης των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων των χωρών της ευρωζώνης, την περίοδο 1995-2015. Συγκεκριμένα μελετάται η εξέλιξη της απόδοσης των κρατικών ομολόγων πριν την είσοδο του ευρώ, τα πρώτα χρόνια της ένωσης, κατά τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης και κατά τη διάρκεια της κρίσης της ευρωζώνης. Εξετάζεται επιπρόσθετα η από κοινού διακύμανσή τους ανά χρονική περίοδο και η αλληλεξάρτηση των αποδόσεων μεταξύ των υπό μελέτη χωρών. Τέλος μελετώνται προτάσεις για την επίλυση της κρίσης, την αποφυγή μελλοντικών κρίσεων και την αποτελεσματικότερη λειτουργία της ευρωζώνης.

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες.....	2
Περίληψη.....	3
Εισαγωγή	5
Βιβλιογραφική επισκόπηση.....	6
Κεφάλαιο 1.....	7
1. Επισκόπηση νομισματικού και δημοσιονομικού πλαισίου στην Ευρωζώνη	7
1.1. Ευρωζώνη	7
1.2. Πλεονεκτήματα νομισματικής ένωσης	7
1.3. Νομισματική πολιτική.....	9
1.4. Δημοσιονομική πολιτική.....	10
1.5. Μειονεκτήματα της νομισματικής ένωσης	11
Κεφάλαιο 2.....	12
2. Επισκόπηση της χρηματοοικονομικής κρίσης και της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη - αιτίες - αποτελέσματα	12
2.1. Χρηματοοικονομική κρίση	12
2.2. Κρίση χρέους στην Ευρωζώνη.....	14
Κεφάλαιο 3.....	18
3. Στατιστική ανάλυση	18
3.1. Παρουσίαση δεδομένων	18
3.2. Διαγραμματική απεικόνιση-Περιγραφικά στοιχεία	18
3.3. Έλεγχος μέσων (Welch One-way ANOVAS).....	19
3.4. Πολυμεταβλητή Ανάλυση (MANOVA)	21
3.5. Συμπεράσματα	22
Κεφάλαιο 4.....	23
4. Προτεινόμενες λύσεις	23
4.1 Ανταγωνιστικότητα.....	23
4.2 Κανόνες λειτουργίας	24
4.3 Κρατικό χρέος	25
Βιβλιογραφία	27

Εισαγωγή

Τα κρατικά ομόλογα έχουν βαρύνουσα σημασία, καθώς χρησιμοποιούνται ως σημείο αναφοράς για κάθε επένδυση, ενώ η απόδοση τους στη δευτερογενή αγορά αντικατοπτρίζει την αξιολόγηση του κράτους – εκδότη. Η ερμηνεία της διακύμανσης της απόδοσης του ιστορικά μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικά συμπεράσματα.

Από την πλευρά των αγοραστών-επενδυτών θεωρείται το πιο ασφαλές στοιχείο του χαρτοφυλακίου, το στοιχείο εκείνο με τον λιγότερο δυνατό κίνδυνο. Οποιαδήποτε άλλη επένδυση συγκρίνεται άμεσα μαζί του, στον ίδιο χρονικό ορίζοντα, προκειμένου να διαπιστωθεί αν η επένδυση αξίζει να πραγματοποιηθεί. Η διακράτηση οποιουδήποτε άλλου στοιχείου ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου θα πρέπει να έχει μεγαλύτερη απόδοση, έναντι του επιπλέον αναλαμβανόμενου ρίσκου.

Από την πλευρά των δανειστών – κρατών, το επιτόκιο αντιπροσωπεύει την πιθανότητα χρεοκοπίας του ίδιου του κράτους, είναι η απόδοση που απαιτεί η αγορά προκειμένου να αναλάβει τον κίνδυνο. Χαμηλή απόδοση αντιστοιχεί σε μεγάλη ζήτηση για τα ομόλογα του κράτους - εκδότη και συνεπάγεται χαμηλό κόστος δανεισμού και διαχείρισης του κρατικού χρέους. Αντίθετα υψηλή απόδοση σημαίνει σημαντική επιβάρυνση στον προϋπολογισμό του κράτους με επιπλέον τόκους. Όταν η ζητούμενη απόδοση από την αγορά ξεπεράσει κάποιο συγκεκριμένο όριο, καθίσταται αδύνατο για το κράτος να αναχρηματοδοτήσει το χρέος του, με συνέπεια είτε χρεοκοπία, είτε διάσωση μέσω ενός δανειστή της τελευταίας στιγμής. Ο δανειστής αυτός θα μπορούσε να είναι η κεντρική τράπεζα ή στην περίπτωση της ευρωζώνης, που αυτό δεν είναι εφικτό, τα υπόλοιπα μέλη της ένωσης μέσω των πακέτων διάσωσης.

Η παρούσα μελέτη εξετάζει τη διακύμανση των ομολόγων από πλευράς κρατών-εκδοτών ανά χρονική περίοδο για τη ζώνη του ευρώ. Επιχειρεί να διαπιστώσει τον τρόπο που η μεταβολή της χρονικής περιόδου επηρεάζει τη μεταβλητότητα των ομολόγων και να εντοπίσει τις μεταξύ τους διαφορές. Ειδικότερα, με αφετηρία την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, εξετάζεται ποιες χώρες έχουν βελτιώσει τη θέση τους στην αγορά ομολόγων πετυχαίνοντας χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού και το αντίστροφο.

Η δομή της εργασίας χωρίζεται σε τέσσερις ενότητες. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία επισκόπηση του νομισματικού και δημοσιονομικού πλαισίου που διέπει την Ευρωζώνη. Η αναφορά στον ισχύον πλαίσιο κρίνεται απαραίτητη καθώς σημαντικό μέρος των στρεβλώσεων και της ανισορροπίας στην αγορά ομολόγων έχει ως βάση το κοινό νόμισμα και την στρατηγική επιλογή των κρατών να εγκαταλείψουν τα εθνικά τους νομίσματα. Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται η χρηματοοικονομική κρίση του 2007 και η μετέπειτα κρίση χρέους στην ευρωζώνη, τα αίτια τους και οι συνέπειες τους στην παγκόσμια οικονομία. Οι εν λόγω κρίσεις αποτελούν ορόσημα στην πορεία του κοινού νομίσματος και αποτελούν σημαντικές διακριτές περιόδους για την εξέταση της διακύμανσης των κρατικών ομολόγων. Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται η ανάλυση των δεδομένων και η παρουσίαση των αποτελεσμάτων, ενώ στο τέταρτο κεφάλαιο εξετάζονται λύσεις εξόδου από την κρίση.

Βιβλιογραφική επισκόπηση

Η σημασία της κρίσης στην ευρωζώνη για την παγκόσμια οικονομία και η βαρύτητα του δεκαετούς κρατικού ομολόγου καθιστά το θέμα ιδιαίτερα δημοφιλές στους ερευνητές ανά τον κόσμο και την σχετική βιβλιογραφία πλούσια.

Αρκετές μελέτες εστιάζουν στην εκτίμηση της απόδοσης των κρατικών ομολόγων με βάση τρεις παράγοντες, τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο ρευστότητας και την τάση αποφυγής του κινδύνου από τους επενδυτές. Οι Barrios et al. (2009) έδειξαν ότι σε περίοδο κρίσης τα μακροοικονομικά μιας χώρας, όπως το έλλειμμα και το χρέος, έχουν βαρύνουσα σημασία στην απόδοση των κυβερνητικών ομολόγων.

Οι Schuknecht et al. (2010) έδειξαν την σημασία των μακροοικονομικών στην μεταβλητότητα των ομολόγων αλλά και την αναβάθμιση της θέσης των γερμανικών ομολόγων, ως επενδύσεις με μηδενικό κίνδυνο μετά την χρηματοοικονομική κρίση.

Αρκετές είναι και οι μελέτες για την σύνδεση και αλληλεξάρτηση των οικονομιών της Ευρωζώνης στην περίοδο της κρίσης, συχνά διακρίνοντας δύο ομάδες χωρών, τις χώρες της περιφέρειας (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία) και της χώρας του πυρήνα (Αυστρία, Ολλανδία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία). Οι Antonakakis και Vergos (2012) μελέτησαν τη μετάδοση της μεταβλητότητας στην απόδοση των ομολόγων για τις χώρες της ευρωζώνης κατά την κρίση χρέους. Έδειξαν ότι η διάχυση της μεταβλητότητας είναι μεγαλύτερη ανάμεσα στις χώρες της περιφέρειας από ότι στις χώρες του πυρήνα. Επιπρόσθετα έδειξαν εμφανής κατεύθυνση της μεταβλητότητας από τις χώρες της περιφέρειας σε αυτές του πυρήνα. Ο Antonakakis (2012) μελέτησε την συσχέτιση της μεταβλητότητας των spread των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης και κατά πόσο η πιστοληπτική υποβάθμιση των χωρών της ευρωζώνης από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης επηρεάζει τη συσχέτιση αυτή. Διέκρινε, όσον αφορά την συν-μεταβλητότητα, ότι οι χώρες του πυρήνα έχουν ισχυρή συσχέτιση στην διακύμανση των ομολόγων τους ενώ οι χώρες της περιφέρειας χαμηλότερη. Οι υποβαθμίσεις κατά τη διάρκεια της κρίσης επηρέασαν αρνητικά την συσχέτιση στην πρώτη ομάδα χωρών και θετικά στη δεύτερη.

Ο Basci (2015) μελέτησε την αλληλεξάρτηση (cointegration) στην απόδοση των δεκαετών ομολόγων ΗΠΑ, Ιαπωνία, Ηνωμένου Βασιλείου, Καναδά, Αυστραλίας, Ευρωζώνης και έδειξε ότι η ζώνη του Ευρώ είναι μοναδική και δεν σχετίζεται με τις υπόλοιπες χώρες.

Κεφάλαιο 1

1. Επισκόπηση νομισματικού και δημοσιονομικού πλαισίου στην Ευρωζώνη

1.1. Ευρωζώνη¹

Η ευρωζώνη είναι μια νομισματική και οικονομική ένωση αποτελούμενη από 19 κράτη μέλη της ευρωπαϊκής ένωσης τα οποία έχουν καταργήσει το εθνικό τους νόμισμα και υιοθετήσει το Ευρώ ως το επίσημο, κοινό νόμισμα. Τα κράτη αυτά είναι η Αυστρία, το Βέλγιο, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ελλάδα, η Εσθονία, η Ισπανία, η Ιταλία, η Ιρλανδία, η Κύπρος, η Λετονία, το Λουξεμβούργο, η Μάλτα, η Ολλανδία, η Πορτογαλία, η Σλοβακία, η Σλοβενία, η Λιθουανία και η Φινλανδία.

Το ευρώ τέθηκε σε κυκλοφορία την 1η Ιανουαρίου 2002 αλλά είχε ήδη αρχίσει να χρησιμοποιείται λογιστικά από την 1η Ιανουαρίου 1999. Το κοινό αυτό νόμισμα δεν αποτελεί απλώς το νόμισμα των χωρών της ευρωζώνης. Έχει έντονη διεθνή παρουσία ήδη από την εισαγωγή του και έχει επιβάλει την παρουσία του ως σημαντικό διεθνές νόμισμα, καταλαμβάνοντας έτσι τη δεύτερη θέση παγκοσμίως μετά το δολάριο ΗΠΑ.

1.2. Πλεονεκτήματα νομισματικής ένωσης²³

Τα οφέλη ενός κοινού νομίσματος είναι πολλά και σημαντικά, τόσο για τα κράτη μέλη της ένωσης, όσο και για τους πολίτες των κρατών αυτών.

Ένα πρώτο όφελος είναι η εξάλειψη του κόστους μετατροπής των νομισμάτων μεταξύ των χωρών της ένωσης. Το κόστος των εμπορικών και χρηματοοικονομικών συναλλαγών είναι χαμηλότερο, κάνοντας τη διακίνηση αγαθών, υπηρεσιών, προσώπων και κεφαλαίου ευκολότερη. Η ύπαρξη ενιαίου νομίσματος εξασφαλίζει διαφάνεια των τιμών και τονώνει τον ανταγωνισμό στις επιχειρήσεις με άμεσο όφελος για τους καταναλωτές. Για της επιχειρήσεις παρέχεται πρόσβαση σε ευρύτερη αγορά, ενώ για τους καταναλωτές περισσότερες επιλογές σε προϊόντα και υπηρεσίες. Επιπρόσθετα η έλλειψη συναλλαγματικών διακυμάνσεων συνεισφέρει στην μείωση της αβεβαιότητας και της ασφάλειας των συναλλαγών, ενθαρρύνοντας το διασυνοριακό εμπόριο και τις επενδύσεις.

Για τα κράτη μέλη εξαλείφεται η ανάγκη τήρησης συναλλαγματικών διαθεσίμων και μειώνεται, θεωρητικά πάντα, η πιθανότητα κερδοσκοπικών κινήσεων. Η οργάνωση και διαχείριση πληροφοριών, οι διακρατικές συναλλαγές, γίνονται απλούστερες και αποδοτικότερες.

¹ <http://europa.eu>

² <http://europa.eu>

³ Κώντσας Σ. (2008)

Σχεδιάγραμμα 1 : Η ζώνη του Ευρώ, Πηγή : eurora.eu



1.3. Νομισματική πολιτική⁴

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.) είναι το όργανο που εφαρμόζει και ασκεί την οικονομική πολιτική για όλη την περιοχή της ευρωζώνης. Οι ιδιοκτήτες και οι μέτοχοι της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας είναι οι κεντρικές τράπεζες των 28 κρατών-μελών της ΕΕ. Η Ε.Κ.Τ. διευθύνεται από ένα συμβούλιο 6 αιρετών τεχνοκρατών με επικεφαλής τον πρόεδρο, ενώ συμμετέχουν επίσης οι πρόεδροι των κεντρικών τραπεζών – μελών της Ευρωζώνης.

Ο κύριος στόχος της πολιτικής της Ε.Κ.Τ. είναι η σταθερότητα των τιμών⁵. Επιδιώκεται η διατήρηση του ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού κάτω αλλά κοντά στο 2% μεσοπρόθεσμα για τη σύνολο της ζώνης του ευρώ. Προκειμένου να επιτύχει το στόχο αυτό το διοικητικό συμβούλιο της Ε.Κ.Τ. αξιολογεί τους κινδύνους για την σταθερότητα των τιμών με βάση δύο πυλώνες, την οικονομική και τη νομισματική ανάλυση (σχεδιάγραμμα 2).

Ο πρώτος πυλώνας, η οικονομική ανάλυση, στοχεύει στην αξιολόγηση των βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων παραγόντων μεταβολής του πληθωρισμού. Βασίζεται στο γεγονός ότι βραχυπρόθεσμα οι μεταβολές των τιμών επηρεάζονται σημαντικά από τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών. Οι βασικές οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές, που αποτελούν αντικείμενο αυτής της ανάλυσης, περιλαμβάνουν την εξέλιξη της συνολικής παραγωγής, τη συνολική ζήτηση και τις συνιστώσες της, τις συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων και εργασίας, ένα ευρύ φάσμα δεικτών τιμών και κόστους, την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, το ισοζύγιο πληρωμών, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και την καθαρή θέση τομέων της ζώνης του ευρώ.

Ο δεύτερος πυλώνας, η νομισματική ανάλυση, εστιάζει σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα και στηρίζεται στη σύνδεση της ρευστότητας και της προσφοράς χρήματος με το επίπεδο των τιμών. Τα δεδομένα των δύο πυλώνων διασταυρώνονται και αξιολογούνται από το διοικητικό συμβούλιο της Ε.Κ.Τ. προκειμένου να επιτευχθεί ο πρωταρχικός στόχος της σταθερότητας των τιμών.

⁴ <https://www.ecb.europa.eu>

⁵ Οι δύο κάθετες γραμμές στο σύμβολο του Ευρώ (€) συμβολίζουν την σταθερότητα των τιμών.



Σχεδιάγραμμα 2: Η Στρατηγική Νομισματική Πολιτική της ΕΚΤ προσανατολισμένη στη σταθερότητα των τιμών, *The Monetary Policy of the ECB (2011)*

1.4. Δημοσιονομική πολιτική⁶

Δημοσιονομική πολιτική είναι η πολιτική ρύθμισης των δαπανών και των εσόδων του δημοσίου. Η επιλογή της δημοσιονομικής πολιτικής που θα ακολουθηθεί έχει βαρύνουσα σημασία, καθώς επηρεάζει άμεσα την οικονομική ανάπτυξη, τον πληθωρισμό, την ανεργία και το βιοτικό επίπεδο των πολιτών. Βασικά εργαλεία της αποτελούν η αυξομείωση των φόρων (άμεσων ή έμμεσων), ελλείματα/πλεονάσματα στον προϋπολογισμό και η ρύθμιση του επιπέδου του κρατικού χρέους.

Στα πλαίσια της ευρωπαϊκής ένωσης έχει συμφωνηθεί ένα πλαίσιο κανονισμών, που διέπει τα κράτη μέλη και έρχεται σε συμφωνία με την ισχύουσα νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη. Αυτό περιλαμβάνει :

- ✚ Την απαγόρευση χρηματοδότησης από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (άρθρο 123 της Συνθήκης λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης),
- ✚ Την απαγόρευση προνομιακής πρόσβασης σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (άρθρο 124 της Συνθήκης λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης),
- ✚ Τον όρο «no-bail-out clause» (άρθρο 125 της Συνθήκης λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης),
- ✚ Τη λήψη δημοσιονομικών μέτρων προκειμένου να αποφευχθούν υπερβολικά δημοσιονομικά ελλείματα. (άρθρο 125 της Συνθήκης λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης)

⁶ <https://www.ecb.europa.eu>

- ✚ Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (βασισμένο στα άρθρα 121 & 126 της Συνθήκης λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης).
- ✚ Την υιοθέτηση ενός ισοσκελισμένου προϋπολογισμού σε εθνικό επίπεδο.

Σχετικά με το υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμα, σημείο αναφοράς για το έλλειμα της γενικής κυβέρνησης είναι το 3% και σε ότι αφορά το ποσοστό χρέους, ανώτατο όριο ορίζεται το 60% ως ποσοστό του Εθνικού Ακαθάριστου Προϊόντος (ΑΕΠ). Σε περίπτωση υπέρβασης των ποσοστών αυτών το κράτος μέλος δύναται να υποστεί κυρώσεις. Αρμόδιο όργανο να αποφασίσει για τις κυρώσεις είναι το ECOFIN μετά από σχετική εισήγηση της Commission.

Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης είναι ένα πλαίσιο δημοσιονομικών κανόνων σε συνέχεια της συνθήκης και αποτελεί ουσιαστικό τμήμα του μακροοικονομικού πλαισίου της Νομισματικής Ένωσης. Μέσα από μια διαδικασία προληπτικής εποπτείας παρέχει μεσοπρόθεσμους στόχους και κατευθύνσεις, προκειμένου τα κράτη μέλη να αντιμετωπίσουν τις συνήθεις κυκλικές διακυμάνσεις, χωρίς υπέρβαση του ορίου του 3% του ΑΕΠ για το δημόσιο έλλειμμα.

1.5. Μειονεκτήματα της νομισματικής ένωσης⁷

Η δημιουργία κανόνων και η εφαρμογή περιορισμών στην άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής ενός κυρίαρχου κράτους έχει ιδιαίτερες δυσκολίες, καθώς αφαιρούνται από το κράτος τα βασικά εργαλεία παρέμβασης και διόρθωσης προβλημάτων της οικονομίας του. Η δημοσιονομική πολιτική μίας χώρας μπορεί να επιδιώκει συγκυριακούς στόχους. Τέτοιοι είναι η αποφυγή της ύφεσης, ο περιορισμός του πληθωρισμού ή και στόχοι διαρθρωτικής βελτίωσης της εθνικής οικονομίας μέσω των παραγωγικών επενδύσεων. Επιπρόσθετα, μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής επιτυγχάνονται ειδικοί στόχοι όπως η περιφερειακή ανάπτυξη, η κοινωνική πολιτική, η εκβιομηχάνιση, η δημιουργία υποδομών. Σε καθεστώς ενιαίας δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, στα πλαίσια της νομισματικής ένωσης, μπορεί να υπάρξει ελάχιστη έως και καθόλου ευελιξία στις ιδιαίτερες επιδιώξεις ενός μεμονωμένου κράτους – μέλους.

Ειδικότερα, ο συνδυασμός του ευρώ και του Συμφώνου Σταθερότητας έχει ως συνέπεια σημαντικούς περιορισμούς. Ενδεχόμενες αυξήσεις δαπανών απαιτούν αντίστοιχες αυξήσεις στα έσοδα του προϋπολογισμού εφόσον αυτός πρέπει να είναι περίπου ισοσκελισμένος. Αυτό συνεπάγεται είτε αυξημένη φορολόγηση είτε ισοδύναμα με ανακατανομή των κονδυλίων του προϋπολογισμού.

Επιπρόσθετα, τυχόν μείωση της εξωτερικής ζήτησης για προϊόντα και υπηρεσίες ενός κράτους δεν μπορεί να αποκατασταθεί με υποτίμηση του εθνικού νομίσματος. Η επιλογή επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής με δραστική αύξηση δαπανών και μείωση φόρων προκειμένου να ενισχυθεί η εσωτερική ζήτηση επίσης δεν είναι εφικτή. Σε μια τέτοια περίπτωση το δημοσιονομικό έλλειμα θα αυξανόταν, παραβιάζοντας έτσι το σύμφωνο σταθερότητας .

⁷ Κώντσας Σ. (2008)

Κεφάλαιο 2

2. Επισκόπηση της χρηματοοικονομικής κρίσης και της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη – αιτίες – αποτελέσματα

2.1. Χρηματοοικονομική κρίση⁸

Η χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία εκδηλώθηκε αρχικά στις ΗΠΑ τον Αύγουστο του 2007 και επιδεινώθηκε ραγδαία το φθινόπωρο του 2008 με την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, μετεξελίχθηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση στο περιβάλλον των στενά διασυνδεδεμένων οικονομιών, προκαλώντας τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση από τη δεκαετία του 1930 και σοβαρή δημοσιονομική επιδείνωση στις περισσότερες χώρες.

Οι επιπτώσεις ήταν δυσμενείς για όλες τις οικονομίες του πλανήτη. Μέσα στο έτος 2008 οι απώλειες στα διεθνή χρηματιστήρια ξεπέρασαν τα 16 τρισεκατομμύρια δολάρια, ενώ το 2009 η παγκόσμια οικονομία κατέγραψε αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης για πρώτη φορά στη μεταπολεμική περίοδο. Οι περισσότερες προηγμένες οικονομίες εισήλθαν σε βαθιά ύφεση και ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στις αναδυόμενες οικονομίες σημείωσε σημαντική επιβράδυνση (Σχεδιάγραμμα 3). Όλες οι χώρες της ζώνης του ευρώ κατέγραψαν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ. Το κόστος του χρήματος εκτοξεύθηκε πυροδοτώντας στην συνέχεια παγκόσμια κρίση ρευστότητας. Το εξωτερικό εμπόριο κατέρρευσε και για πρώτη φορά τα τελευταία τριάντα χρόνια, μειώθηκε η κατανάλωση.

Αίτια της Χρηματοοικονομικής Κρίσης⁹

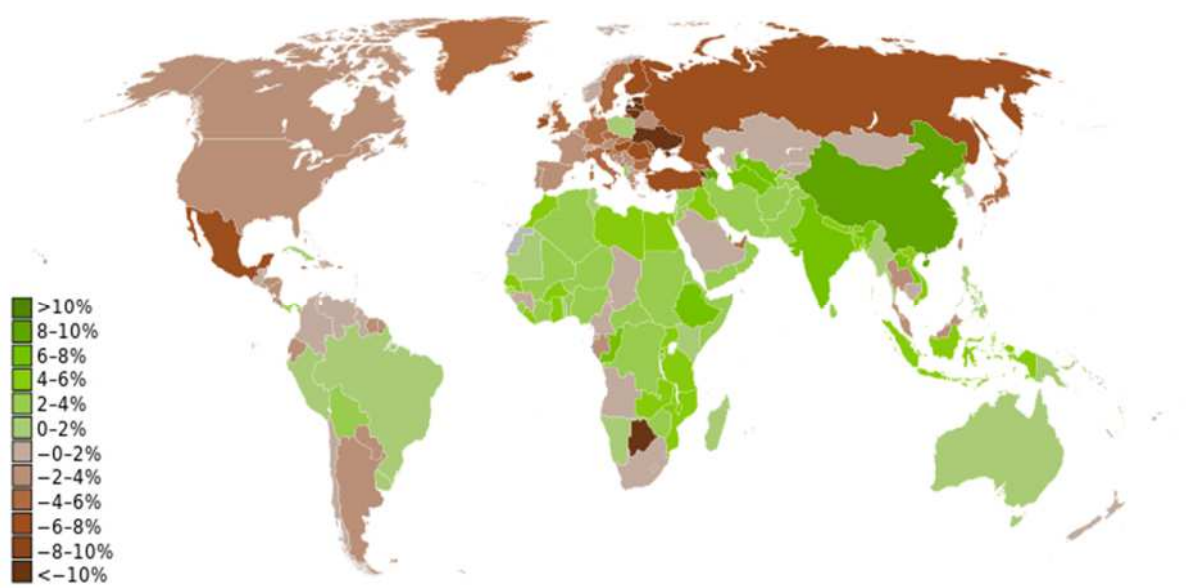
Τα χαμηλά επιτόκια, η μεγάλη ρευστότητα και τα χαλαρά κριτήρια χρηματοδότησης των τραπεζών στις αρχές της δεκαετίας, οδήγησαν σε μια εκρηκτική αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης νοικοκυριών, θεσμικών, χρηματοπιστωτικών οργανισμών και εταιρειών και τη ραγδαία διάδοση των δομημένων προϊόντων, κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, τη Μεγάλη Βρετανία και την Ευρώπη, που οδήγησαν σε επιταχυνόμενη αύξηση των τιμών των κινητών και των ακινήτων αξιών παγκοσμίως, φαινόμενα που δεν συνάντησαν, όμως, την ανησυχία ή την οργανωμένη αντίδραση των εποπτικών και νομισματικών αρχών.

Επιπλέον, τα πολύ χαμηλά πραγματικά αλλά και ονομαστικά επιτόκια που έφθασαν κοντά στο 1% το 2006, από 4.5% στις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας, είχαν ως αποτέλεσμα οι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές είτε να επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις μέσω απόκτησης δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων υψηλού κινδύνου, είτε να δανείζονται με ευνοϊκούς όρους για ανάπτυξη κινητών και ακινήτων αξιών, τροφοδοτώντας τις τιμές και τον ανοδικό κερδοσκοπικό κύκλο.

⁸ «Το χρονικό της μεγάλης κρίσης» Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013

⁹ Eurobank EFG Economic Research: Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές

Παράλληλα, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί για να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους και για να βελτιώσουν τη κερδοφορία τους, άρχισαν να προσφέρουν πολύπλοκα δομημένα προϊόντα με υποσχόμενες υψηλότερες αποδόσεις, να δημιουργούν νέες αγορές (π.χ. τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων, over-the counter παράγωγα) για την κάλυψη ή και μεταφορά σε τρίτους των κινδύνων και να χαλαρώνουν τα κριτήρια τραπεζικών χρηματοδοτήσεων ειδικότερα στις ΗΠΑ στον τομέα των στεγαστικών δανείων. Επιπλέον, σε αυτό το περιβάλλον, αναπτύχθηκαν ταχύτατα νέοι κερδοσκοπικοί οργανισμοί, χαλαρά εποπτευόμενοι (π.χ. hedge funds, SIVs), ενώ οι διεθνείς τράπεζες άρχισαν να κερδοσκοπούν για δικό τους λογαριασμό, επιτείνοντας την ένταση της παγκόσμιας κερδοσκοπίας.



Σχεδιάγραμμα 3: Παγκόσμιος χάρτης με την πραγματική αύξηση του ΑΕΠ για το 2009. CIA world factbook estimates

Μέτρα για την αντιμετώπιση της κρίσης¹⁰

Οι κεντρικές τράπεζες, προκειμένου να αποσοβήσουν την επερχόμενη κατάρρευση της οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, προέβησαν σε συντονισμένες μειώσεις επιτοκίων και ενέσεις ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α., πέραν της μείωσης του επιτοκίου, προχώρησε σε παροχή άφθονης ρευστότητας στην οικονομία με την αγορά κρατικών και μη ομολόγων και τον δανεισμό τους με ενέχυρο σε ευρεία κλίμακα. Οι κυβερνήσεις, σχεδόν όλων των κρατών αντέδρασαν με την παροχή εγγυήσεων στους καταθέτες, προκειμένου να αποφευχθεί η εκδήλωση πανικού, και την ενεργοποίηση ιδιαίτερα υψηλών πακέτων διάσωσης των εγχωρίων τραπεζών. Στα πακέτα διάσωσης περιλαμβάνονταν κρατικοποιήσεις, μέτρα ενίσχυσης της κεφαλαιακής βάσης, καθώς και την απομάκρυνση των τοξικών στοιχείων του ενεργητικού τους.

¹⁰ Eurobank EFG Economic Research: Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές

Είναι φανερό ότι στρατηγική επιλογή διεθνώς για την αντιμετώπιση της κρίσης ήταν η εφαρμογή μέτρων επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, με τη δημιουργία σημαντικών ελλειμμάτων και την αύξηση του χρέους. Η πολιτική αυτή εφαρμόστηκε σε μικρότερη κλίμακα στην Ευρώπη, λόγω περιορισμών που επιβάλλονται από το σύμφωνο σταθερότητας και τον φόβο του πληθωρισμού, ενώ επικρίθηκε από τις Η.Π.Α. ως μη επαρκής για την αντιμετώπιση της κρίσης.

2.2. Κρίση χρέους στην Ευρωζώνη¹¹

Ο απόηχος της χρηματοοικονομικής κρίσης βρήκε τα περισσότερα κράτη της Ευρωζώνης σε δυσμενέστερη δημοσιονομική θέση. Ήδη από τα τέλη του 2009 δημιουργήθηκαν μεταξύ των επενδυτών φόβοι πτώχευσης, ως αποτέλεσμα του αυξανόμενου ύψους ιδιωτικού και δημόσιου χρέους σε όλο τον κόσμο. Η διαπίστωση τον Νοέμβριο του 2009, ότι το δημόσιο έλλειμα της Ελλάδας θα είναι διπλάσιο από αυτό που υπολογιζόταν (12,7% του ΑΕΠ), ήταν το γεγονός που πυροδότησε τη σκανδάλη. Η κρίση χρέους στην ευρωζώνη ξέσπασε τον Μάιο του 2010 όταν η Ελλάδα, μη μπορώντας να εξυπηρετήσει το δημόσιο χρέος της μέσω των αγορών, κατέφυγε στη σύναψη δάνειου - πακέτου διάσωσης με τα υπόλοιπα μέλη της ευρωζώνης και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Ακολούθησαν πακέτα διάσωσης για την Ιρλανδία τον Νοέμβριο του 2010 και την Πορτογαλία τον Μάιο του 2011.

Η κρίση κλιμακώθηκε το 2011, όταν στο στόχαστρο των αγορών μπήκε η Ιταλία, η τρίτη μεγαλύτερη οικονομία της Ευρωζώνης, λόγω του υψηλού δημόσιου χρέους της. Στις αρχές του 2012 οι οίκοι αξιολόγησης προχώρησαν σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας εννέα χωρών της Ευρωζώνης, μεταξύ των οποίων η Γαλλία. Ακολούθησε δεύτερο πακέτο διάσωσης για την Ελλάδα συνοδευόμενο από κούρεμα χρέους, το οποίο και αποτέλεσε πιστωτικό γεγονός, ενώ δύο ακόμα χώρες της ευρωζώνης, η Ισπανία και η Κύπρος, έλαβαν επίσημη οικονομική βοήθεια.

Σημαντικό ορόσημο στην αποκλιμάκωση της κρίσης ήταν η απόφαση της κεντρικής ευρωπαϊκής τράπεζας τον Αύγουστο του 2012, παρά τις ενστάσεις και την αντίθεση της Γερμανίας, να θέσει σε λειτουργία τον μηχανισμό επαναγοράς ομολόγων (OMT). Πρόκειται για ένα πρόγραμμα, σύμφωνα με το οποίο η τράπεζα παρεμβαίνει άμεσα και απεριόριστα στη δευτερογενή αγορά, εφόσον πληρούνται κάποιες συγκεκριμένες προϋποθέσεις, αγοράζοντας κρατικά ομόλογα. Παρόλο που ο συγκεκριμένος μηχανισμός δεν έχει χρησιμοποιηθεί μέχρι σήμερα, η ανακοίνωση του και μόνο καθυσάχασε τις αγορές καθώς θεωρήθηκε από τους επενδυτές ως δίχτυ ασφαλείας έναντι του χειρότερου σεναρίου.

Μολονότι η οικονομία της Ευρωζώνης αρχίζει να δείχνει δειλά σημάδια ανάπτυξης και οι χώρες που έλαβαν οικονομική βοήθεια, με εξαίρεση την Ελλάδα η οποία χρειάστηκε και τρίτο πακέτο διάσωσης, μπόρεσαν να επιστρέψουν ξανά στις αγορές, η κρίση δεν έχει τελειώσει και συνεχίζεται στις μέρες μας.

¹¹ Rebooting the Eurozone: Step 1 – Agreeing a Crisis narrative, CEPR Policy Insight 85

Επιταχυντές-πολλαπλασιαστές της κρίσης ¹²¹³

Οι λόγοι που οδήγησαν σε πακέτα διάσωσης ποικίλουν από χώρα σε χώρα. Σε Ιρλανδία, Ισπανία και Κύπρο το δημόσιο χρέος διογκώθηκε ως αποτέλεσμα της διάσωσης των τραπεζικών συστημάτων, ενώ σε Ελλάδα και Πορτογαλία το ήδη υψηλό δημόσιο χρέος έφτασε σε μη διαχειρήσιμο επίπεδο με απευθείας δανεισμό της κεντρικής κυβέρνησης. Το αποτέλεσμα παρόλα αυτά ήταν το ίδιο, κατέστη αδύνατο για κάποιες χώρες της ευρωζώνης να αναχρηματοδοτήσουν το δημόσιο χρέος τους μέσω των αγορών και χρειάστηκε να καταφύγουν σε βοήθεια τρίτων μερών. Τα πραγματικά αίτια της κρίσης θα πρέπει να αναζητηθούν στην ίδια τη δομή και τη λειτουργία της ευρωζώνης.

Αρχικά θα πρέπει να αναφερθούμε στους δημοσιονομικούς περιορισμούς που ισχύουν σε οποιαδήποτε νομισματική ένωση (βλέπε 1.5). Τα κράτη μέλη δεν μπορούν να τυπώσουν χρήμα και να χρηματοδοτήσουν τα ελλείματα τους, ενώ και η επιλογή της υποτίμησης του εθνικού νομίσματος δεν είναι εφικτή. Η αφαίρεση των εργαλείων αυτών δρα πολλαπλασιαστικά στις πραγματικές αιτίες της κρίσης, καθώς αποτελούν τις πρώτες κινήσεις διαχείρισης κρίσεων από τα κράτη.

Η δομή της ευρωζώνης ως νομισματικής ένωσης χωρίς παράλληλα και δημοσιονομική ένωση συνεισέφερε ουσιαστικά στην κρίση. Η σύγκληση που προηγήθηκε της εισόδου του ευρώ, δεν είχε τα επιθυμητά αποτελέσματα ενώ και τα κριτήρια ένταξης στην ευρωζώνη αποδείχθηκαν μη επαρκή και δεν ακολουθήθηκαν με συνέπεια. Αποτέλεσμα ήταν η ένωση πολύ διαφορετικών μεταξύ τους οικονομιών. Η πορεία της ένωσης μέχρι την κρίση δεν έθεσε ως στόχο να αμβλύνει τις ανισοροπίες αλλά αντίθετα, προώθησε τον ανταγωνισμό ανάμεσα στις χώρες – μέλη. Ανταγωνισμό για προσφορά καλύτερων όρων προσέλκυσης κεφαλαίων και επενδύσεων καθώς και ανταγωνισμό για καλύτερες συνθήκες προώθησης των εξαγωγών τους, συχνά με χρήση ευνοϊκότερων φορολογικών και λειτουργικών ρυθμίσεων, εντείνοντας τις διαφορές. Η κρίση ανέδειξε με τον πιο πειστικό τρόπο τις διαφορές αυτές, καθώς χώρες με σοβαρές μακροοικονομικές ανισοροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες δεν διέθεταν την απαιτούμενη αντοχή και ευελιξία για να αντιμετωπίσουν αυτοδύναμα τις επιπτώσεις της, ενώ χώρες με υγιή βασικά οικονομικά κατόρθωσαν σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα να βρεθούν εκ νέου σε τροχιά ανάπτυξης.

Επιπρόσθετα, η ίδια η Ευρωζώνη δεν είχε προβλέψει μηχανισμούς αντιμετώπισης κρίσεων, δεν είχε προβλέψει κανόνες και μέτρα ικανά να αποτρέψουν ή να επιλύσουν προβλήματα στην χρηματοδότηση των κρατών – μελών της. Όσον αφορά το χειρισμό της κρίσης από τους ευρωπαίους ηγέτες, έγιναν λάθη. Οι αποφάσεις ήταν διστακτικές, άτολμες και χρονικά καθυστερημένες, ενώ δεν κατάφεραν να κατευνάσουν τις αγορές και τους επενδυτές ανά τον κόσμο.

¹² Rebooting the Eurozone: Step 1 – Agreeing a Crisis narrative, CEPR Policy Insight 85

¹³ The crisis in the euro area: an analytic overview, Special Conference Paper Bank of Greece

Αίτια της Κρίσης ¹⁴¹⁵

Εστιάζοντας στις πραγματικές αιτίες της κρίσης θα πρέπει να σταθούμε στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Δεν μπορεί να χαρακτηριστεί σύμπτωση ότι όλες οι χώρες που χρειάστηκαν οικονομική βοήθεια έτρεχαν τα προηγούμενα χρόνια μεγάλα ελλείματα τρεχουσών συναλλαγών. Η νομισματική πολιτική των μειωμένων επιτοκίων στην ευρωζώνη, ιστορικά χαμηλά για την περιοχή, ευνόησε τις βιομηχανικές χώρες του βορρά να μεγεθύνουν το εμπορικό τους πλεόνασμα. Η σταθερότητα των τιμών, η έλλειψη πληθωριστικών πιέσεων και η εφορία από την δημιουργία της ένωσης οδήγησε σε αύξηση της αγοραστικής δύναμης των χωρών της περιφέρειας και κατευθύνθηκε εξολοκλήρου στις κατανάλωση. Μέσα σε λίγα χρόνια από την υιοθέτηση του ευρώ η Γερμανία κατέκτησε την πρώτη θέση στον κόσμο σε εξαγωγές χάρη στον ευρωπαϊκό νότο και στα υπόλοιπα κράτη της Ευρωζώνης, αφού σε αυτά στηρίχτηκε το μεγαλύτερο ποσοστό της ανάπτυξης των εξαγωγών της.

Το κεφάλαιο ακολούθησε την αντίθετη πορεία από αυτή των αγαθών. Με την είσοδο του ευρώ παρατηρήθηκαν μεγάλες χρηματικές ροές από τις χώρες του βορρά, καθώς και από το εξωτερικό, στις χώρες του νότου. Η ύπαρξη κοινού νομίσματος, η απουσία ελέγχων και περιορισμών διευκόλυνε τις ροές αυτές. Οι επενδυτές και ο ιδιωτικός τομέας ανά τον κόσμο διέκριναν στις χώρες της περιφέρειας ευκαιρίες διείσδυσης σε νέες αγορές και προοπτική ανάπτυξης μεγαλύτερη από τις κορεσμένες οικονομίες του βορρά. Η ένταξη στην ένωση ήταν αρκετή για να μηδενίσει το επενδυτικό ρίσκο και να αντιμετωπιστούν οι χώρες της περιφέρειας ως ίσες. Όταν ο παράγοντας ρίσκο ήρθε στο προσκήνιο, με την έναρξη της κρίσης, τα κεφάλαια που είχαν επενδυθεί αποσύρθηκαν μαζικά, δημιουργώντας τεράστια προβλήματα ρευστότητας στις χώρες του νότου. Μερίδιο ευθύνης φέρουν σαφώς και οι κυβερνήσεις των χωρών αυτών, καθώς χωρίς στοχευμένη πολιτική το «φθινό» χρήμα επενδύθηκε σε μη παραγωγικούς τομείς, όπως η αγορά ακινήτων και η εμπορική κατανάλωση.

Την δεκαετία που προηγήθηκε της κρίσης και με την είσοδο του ευρώ, όλα τα κράτη μέλη της ευρωζώνης απολάμβαναν ιδιαίτερα χαμηλά επιτόκια δανεισμού μέσω των αγορών, ακόμα και χώρες με μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες σχεδόν μηδένισαν τα spread των ομολόγων τους έναντι των ισχυρών της κοινότητας. Παρόλο που οι περισσότερες χώρες συμμορφώθηκαν με το σύμφωνο σταθερότητας και δεν προχώρησαν σε συσσώρευση του δημοσίου χρέους, αντίθετα υπήρξε μια μικρή μείωση του συνολικού χρέους της ζώνης του ευρώ, η εξοικονόμηση από τους τόκους δεν πέρασε στην πραγματική οικονομία. Εξαιρέσεις αποτελούν η Ελλάδα και η Πορτογαλία που αύξησαν τον δανεισμό τους και μοιραία ήταν οι πρώτες χώρες που στοχοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Μεγάλο μερίδιο ευθύνης για την κρίση, τη σφοδρότητα και την ταχεία μετάδοση της έχει το τραπεζικό σύστημα στην ευρωζώνη και ο τρόπος που αυτό είναι δομημένο. Τα χρόνια πριν την κρίση οι τράπεζες γιγαντώθηκαν και ξεπέρασαν σε μερικές περιπτώσεις το ΑΕΠ των χωρών τους. Η έλλειψη περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων επέτρεψαν μεγάλες ροές κεφαλαίων τόσο ενδοκοινοτικά όσο και από το εξωτερικό,

¹⁴ Rebooting the Eurozone: Step 1 – Agreeing a Crisis narrative, CEPR Policy Insight 85

¹⁵ Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009. Eurobank EFG Economic Research

εντείνοντας τις ανισοροπίες ανάμεσα στα κράτη της ευρωζώνης. Η προσφορά χρήματος και η χαλαρή πολιτική δανειοδότησης των τραπεζών δημιούργησε φούσκες στην αγορά ακινήτων.

Χωρίς κανόνες λειτουργίας και εποπτείας, οι τράπεζες βρέθηκαν να είναι υποκεφαλαιοποιημένες και να αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας και χρέους όταν ξέσπασε η κρίση. Εν μέρει λόγω επισφαλών δανείων, εν μέρει λόγω της κατάρρευσης της κτηματαγοράς, εν μέρει λόγω της αύξησης του κόστους δανεισμού, το ενεργητικό των τραπεζών μειώθηκε δραματικά. Οι κυβερνήσεις αναγκάστηκαν να διασώσουν τις τράπεζες, μεταφέροντας το ιδιωτικό χρέος στο δημόσιο, μετατρέποντας εν τέλει το πρόβλημα των τραπεζών σε πρόβλημα δημοσίου χρέους.

Το πρόβλημα του τραπεζικού συστήματος έχει και άλλη όψη. Οι κυβερνήσεις των χωρών της ευρωζώνης εφόσον δεν είχαν την δυνατότητα δανεισμού απευθείας από την κεντρική τράπεζα, βρήκαν αγοραστές για τα ομόλογα τους στα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα και οι ευρωπαϊκές τράπεζες απέκτησαν σημαντικό τμήμα του δημόσιου χρέους. Η πρακτική αυτή προσθέτει επιπλέον μόχλευση στο, ήδη βεβαρυμμένο από υποεκτιμημένους κινδύνους, πιστωτικό σύστημα. Ο κίνδυνος χρεωκοπίας του κράτους μετατρέπεται και σε κίνδυνο χρεωκοπίας του τραπεζικού συστήματος και ανάποδα.

Κεφάλαιο 3

3. Στατιστική ανάλυση

3.1. Παρουσίαση δεδομένων

Η έρευνα επικεντρώνεται στη μελέτη της διακύμανσης των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων την περίοδο 1995-2015. Για τον σκοπό αυτό έχει επιλεγθεί το 10ετές κρατικό ομόλογο των χωρών της ευρωζώνης, ενώ αντιπαρατίθενται και τα δεκαετή χωρών εκτός ευρωζώνης για συγκριτικούς λόγους. Συγκεκριμένα μελετώνται τα ομόλογα των χωρών Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία, Ιρλανδία, Ολλανδία, η Πορτογαλία, Φινλανδία και των ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο και Σουηδία αντίστοιχα. Τα δεδομένα είναι οι μηνιαίες αποδόσεις της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων, σύμφωνα με την τιμή κλεισίματος.

Τα δεδομένα έχουν χωριστεί σε τέσσερις χρονικές περιόδους:

✚	Εθνικά νομίσματα	31/12/95 – 31/01/02
✚	Τα πρώτα χρόνια του ευρώ	28/02/02 – 31/07/07
✚	Χρηματοοικονομική κρίση	31/08/07 – 31/03/10
✚	Κρίση χρέους	30/04/10 - 31/12/15

3.2. Διαγραμματική απεικόνιση-Περιγραφικά στοιχεία

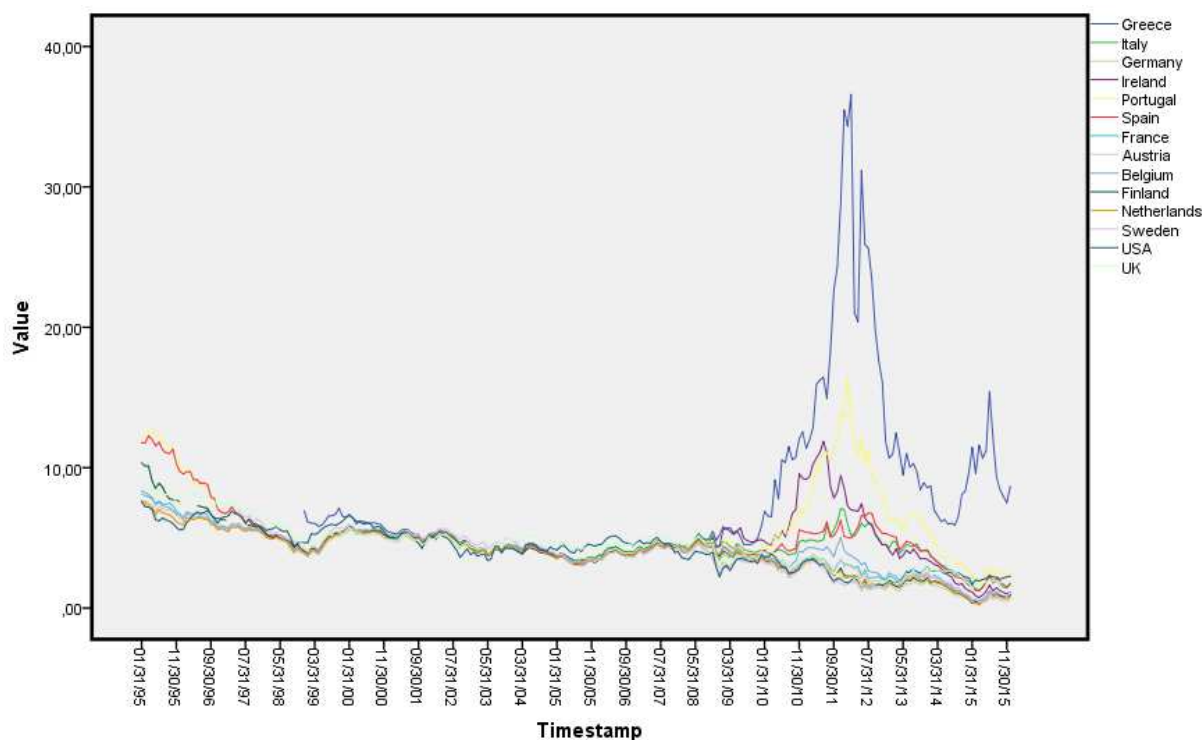
Η διακύμανση της απόδοσης των ομολόγων για την υπό εξέταση χρονική περίοδο παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα (Σχεδιάγραμμα 4). Στο Παράρτημα παρατίθενται πίνακες με τα περιγραφικά στοιχεία των υπό εξέταση χωρών ανά χρονική περίοδο (πίνακες 1-14).

Παρατηρούμε ότι κατά την περίοδο των εθνικών νομισμάτων τα spread των αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων είναι μικρά μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, ενώ και η διακύμανση της απόδοσης τους βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα. Την μεγαλύτερη μέση απόδοση έχουν η Πορτογαλία και η Ισπανία με 6,7% & 6,62% (πίνακες 5,6) αντίστοιχα ενώ την μικρότερη η Ιρλανδία με 5,01% (πίνακας 4).

Κατά τη μετάβαση στα πρώτα χρόνια του ευρώ τα spread μεταξύ των αποδόσεων μικραίνουν περεταίρω. Είναι χαρακτηριστικό ότι όλες οι χώρες της ευρωζώνης έχουν μέσες αποδόσεις την συγκεκριμένη περίοδο από 4,02% (Γερμανία -πίνακας 3) έως 4,26% (Ελλάδα- πίνακας 1), τα όποια spread πρακτικά μηδενίζονται. Επιπρόσθετα η διακύμανση παραμένει χαμηλή για την περίοδο.

Την χρονική περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης οι αποδόσεις αρχίζουν να διαφοροποιούνται και τα spread μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης να μεγαλώνουν. Την χαμηλότερη απόδοση για την περίοδο έχει η Γερμανία με 3,66% ενώ την μεγαλύτερη η Ελλάδα με 5,09%.

Την χρονική περίοδο της κρίσης χρέους οι διαφορές στις αποδόσεις των ομολόγων είναι σημαντικές μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης. Η Γερμανία, η Φιλανδία και η Ολλανδία πετυχαίνουν μέσα επιτόκια δανεισμού μικρότερα του 2% (πίνακες 3,10,11) ενώ η Πορτογαλία και η Ελλάδα δανείζονται με επιτόκια 6,58% & 13,6% αντίστοιχα κατά μέσο όρο (πίνακες 1,5). Επιπρόσθετα παρατηρούμε ότι η μεταβλητότητα των αποδόσεων κατά την περίοδο αυξάνεται σημαντικά για τις περισσότερες υπό εξέταση χώρες.



Σχεδιάγραμμα 4: απόδοση 10ετών κυβερνητικών ομολόγων των επιλεγμένων χωρών για το διάστημα 1995-2015

3.3. Έλεγχος μέσων (Welch One-way ANOVAS)

Ακολουθούν έλεγχοι προκειμένου να δείξουμε ποιοι μέσοι διαφέρουν στατιστικά σημαντικά.

Έλεγχος υποθέσεων

Λόγω της φύσης των δεδομένων η υπόθεση της ανεξαρτησίας των παρατηρήσεων σε αρκετές περιπτώσεις παραβιάζεται, κυρίως όσον αφορά τη διακύμανση, καθώς οι παρατηρήσεις εμφανίζονται σε ομάδες, συνήθως μεγάλες μεταβολές ακολουθούνται κατά κανόνα από μεγάλες μεταβολές και αντίστοιχα για μικρές. Το πρόβλημα είναι δομικό αλλά δεν επηρεάζει σημαντικά τους ελέγχους για διαφορές των μέσων ανά περίοδο.

Το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας (πίνακας 15) που παρουσιάζουν τα δεδομένα, η διακύμανση δεν παραμένει σταθερή ανάμεσα στα επίπεδα της περιόδου, μπορεί να αντιμετωπιστεί με εφαρμογή της μεθόδου Welch One-way ANOVA.

Ένα ακόμα πρόβλημα είναι η απόκλιση των δεδομένων από την κανονική κατανομή (πίνακας 17), ένα φαινόμενο εξαιρετικά διαδεδομένο στις χρηματοοικονομικές χρονοσειρές. Συγκεκριμένα, παρατηρώντας τους πίνακες περιγραφικών στοιχείων, εμφανίζονται φαινόμενα ασυμμετρίας και λεπτοκύρτωσης (ύπαρξη ακραίων τιμών), κυρίως στην περίοδο της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. Παρόλα αυτά η μέθοδος είναι ανθεκτική στα φαινόμενα αυτά και τα όποια συμπεράσματα παραμένουν σημαντικά με μία μικρή αύξηση λαθών τύπου I.

Αποτελέσματα

Εμφανίζεται στατιστικά σημαντική διαφορά της απόδοσης των 10ετών ομολόγων για όλες τις εξεταζόμενες χώρες ανάμεσα στα επίπεδα της χρονικής περιόδου, Welch one-way ANOVA, $p < .000$ (πίνακας 16)

Προκειμένου να διαπιστώσουμε μεταξύ ποιων μέσων παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές διαφορές εφαρμόζουμε post hoc ανάλυση με τη μέθοδο Games –Howell που δεν προϋποθέτει ισότητα των διακυμάνσεων μεταξύ των επιπέδων της χρονικής περιόδου (πίνακας 18).

✚ Εθνικά νομίσματα → Κοινό νόμισμα

Όλοι οι μέσοι διαφέρουν στατιστικά σημαντικά. Κατά τη μετάβαση από τα εθνικά νομίσματα στο Ευρώ όλες οι υπό εξέταση χώρες πέτυχαν σημαντική μείωση στην απόδοση των δεκαετών ομολόγων τους και αντίστοιχη εξοικονόμηση στο κόστος δανεισμού. Η Ισπανία και η Πορτογαλία κατάφεραν να μειώσουν το μέσο επιτόκιο δανεισμού τους πάνω από 2,5 ποσοστιαίες μονάδες τα πρώτα χρόνια του Ευρώ, ενώ οι περισσότερες χώρες της ευρωζώνης πέτυχαν μείωση από 1-1,5 μονάδες.

✚ Κοινό νόμισμα → Χρηματοοικονομική κρίση

Από τις χώρες της ευρωζώνης μόνο οι μέσοι της Ελλάδας και της Ιρλανδίας διαφέρουν στατιστικά σημαντικά. Συγκεκριμένα για την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης τα επιτόκια δανεισμού των δύο αυτών χωρών σημείωσαν αύξηση 0,84 και 0,55 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα, οι υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης διατήρησαν τα, ήδη μειωμένα, επιτόκια τους αμετάβλητα. Εξαιρετικά ενδιαφέρον είναι ότι και οι τρεις υπό εξέταση χώρες εκτός της ζώνης του Ευρώ (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Σουηδία) εμφάνισαν κατά την περίοδο της κρίσης στατιστικά σημαντική, περεταίρω, μείωση του κόστους δανεισμού τους. Προφανώς η απευθείας πρόσβαση των χωρών αυτών στην κεντρική τους τράπεζα και η επεκτατική τους δημοσιονομική πολιτική αξιολογήθηκε θετικά από τους επενδυτές. Είναι αξιοσημείωτο ότι μολονότι η κρίση ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες και οι συνέπειες ήταν σφοδρές για όλα τα μεγέθη της οικονομίας της, οι αγορές θεώρησαν ότι το ρίσκο δανεισμού στις ΗΠΑ είναι ακόμα μικρότερο.

🚩 Κοινό νόμισμα → Κρίση χρέους

Κατά την κρίση χρέους οι ανισορροπίες στην αγορά κρατικών ομολόγων γίνονται αισθητές μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης. Κατά την κρίση τα επιτόκια δανεισμού μέσω των 10ετών ομολόγων αυξήθηκαν στατιστικά σημαντικά για Ελλάδα και Πορτογαλία, 9,35! και 2,45 μονάδες βάσης αντίστοιχα. Για Ιταλία, Ιρλανδία και Ισπανία δεν υπήρξαν στατιστικά σημαντικές διαφοροποιήσεις. Οι υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης πέτυχαν σημαντική μείωση των επιτοκίων δανεισμού από 1,5 έως 2 μονάδες βάσης, ενώ η μεγαλύτερη μείωση ήταν στα 10ετή της Γερμανία με 2,39. Και οι τρεις υπό εξέταση χώρες εκτός ευρωζώνης μείωσαν το κόστος δανεισμού τους περισσότερο από 2 μονάδες βάσης.

3.4. Πολυμεταβλητή Ανάλυση (MANOVA)

Στην προηγούμενη ενότητα μελετήσαμε πως οι μέσοι των αποδόσεων των 10ετων ομολόγων μεταβάλλονται ανά χρονική περίοδο (univariate effects). Προκειμένου να έχουμε εικόνα για τον αντίκτυπο των επιπέδων της χρονικής περιόδου στον συνδυασμό των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων όλων των χωρών (multivariate effect) θα πρέπει να προχωρήσουμε σε πολυμεταβλητή ανάλυση.

Έλεγχος υποθέσεων

Η μέθοδος προϋποθέτει την κανονική κατανομή ή μικρή απόκλιση των εξαρτημένων μεταβλητών (αποδόσεις 10ετών ομολόγων). Για τους ίδιους λόγους με την προηγούμενη ανάλυση (κυρίως λόγω της απουσίας πλατυκυρτώσης) θεωρούμε ότι παρά την απουσία κανονικότητας η μέθοδος είναι αποτελεσματική.

Προκειμένου να έχουμε όσο το δυνατόν περισσότερο στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα θα πρέπει ο αριθμός των εξαρτημένων μεταβλητών να είναι ο μικρότερος δυνατός, η συσχέτιση των μεταβλητών να είναι γραμμικά ισχυρή αλλά όχι πάρα πολύ ισχυρή¹⁶ και να αποφύγουμε τις ακραίες τιμές (πίνακας . Παρατηρούμε πολύ ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ των χωρών Γερμανία, Γαλλία, Αυστρία, Βέλγιο, Φιλανδία, Ολλανδία και επιλέγουμε να κρατήσουμε στην ανάλυση μόνο την Γερμανία. Ισχυρά θετική συσχέτιση υπάρχει και μεταξύ Πορτογαλίας και Ελλάδας, επιλέγουμε την Πορτογαλία (με σκοπό να αποφύγουμε και τις ακραίες τιμές της Ελλάδας). Τέλος ισχυρά θετική συσχέτιση εμφανίζεται και στις 3 χώρες της μελέτης εκτός Ευρωζώνης, θα επιλέξουμε της ΗΠΑ.

Τέλος, θα πρέπει να υπάρχει ομοσκεδαστικότητα στις συνδιακυμάνσεις των εξαρτημένων μεταβλητών ανάμεσα στα επίπεδα της ανεξάρτητης. Παρατηρούμε από τον πίνακα συνδιακυμάνσεων (covariance matrix, πίνακας 20) ότι η υπόθεση παραβιάζεται μόνο στην περίοδο της κρίσης χρέους, λόγω των μεγάλων διαφορών της Πορτογαλίας έναντι των ΗΠΑ και Γερμανία.

¹⁶ Tabachnick and Fidell (2007)

Αποτελέσματα

Μία πολυμεταβλητή ανάλυση πραγματοποιήθηκε προκειμένου να ελέγξουμε την υπόθεση ότι θα υπάρχουν διαφορές στους μέσους της απόδοσης των δεκαετών ομολόγων των υπό εξέταση χωρών ανάμεσα στα επίπεδα της χρονικής περιόδου. Διαπιστώθηκε ένα στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα (MANOVA effect) , Pillais' Trace = 1.6, $p < .000$ (πίνακας 21).

Επιπρόσθετα το ποσοστό της μεταβλητότητας στις τιμές των ομολόγων που εξηγείται από την χρονική περίοδο εκτιμήθηκε σε 53,3%.

3.5. Συμπεράσματα

Η εισαγωγή του κοινού νομίσματος αξιολογήθηκε θετικά από τις αγορές και οδήγησε σε σημαντική εξοικονόμηση πόρων, λόγω της μείωσης του κόστους δανεισμού, για το σύνολο των χωρών της ευρωζώνης.

Παρόλα αυτά η κρίση ανέδειξε τις διαφορές μεταξύ των χωρών της ένωσης και οδήγησε σε μεγάλες στρεβλώσεις στην αγορά ομολόγων, εντείνοντας τις διαφορές. Τα κράτη της ένωσης χωρίστηκαν σε δύο μεγάλες κατηγορίες, τις δημοσιονομικά ισχυρές χώρες του πυρήνα της ένωσης και τις αδύναμες της περιφέρειας. Οι αγορές στοχοποίησαν τις χώρες της περιφέρειας εκτινάσσοντας το κόστος δανεισμού ενώ παράλληλα οι χώρες του πυρήνα λειτούργησαν σαν ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο πετυχαίνοντας ακόμα μικρότερα κόστη δανεισμού.

Η αλληλεγγύη μεταξύ των χωρών της ένωσης περιορίστηκε στην παροχή δανείων στις χώρες της περιφέρειας με επιτόκια της τάξης του 5%, την στιγμή που οι χώρες του πυρήνα δανείζονταν με επιτόκια πολύ κοντά στο 0. Ήδη από το τέλος του 2015 το ένα τρίτο περίπου της συνολικής αξίας 6,4 τρις ευρώ των τίτλων, που καταγράφει ο δείκτης του Bloomberg για τα κρατικά ομόλογα της Ευρωζώνης, έχει αρνητικές αποδόσεις¹⁷. Εμφανίζεται δηλαδή το παράδοξο, στα πλαίσια της αλληλεγγύης, χώρες της ευρωζώνης να κερδοσκοπούν, δανείζοντας με σημαντικά υψηλότερα επιτόκια από ότι δανείζονται, τις υπό διάσωση χώρες. Χαρακτηριστική είναι η δήλωση του επικεφαλής του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), Κλάους Ρεγκλινγκ σε συνέντευξή του στο γερμανικό περιοδικό Focus, ότι η Γερμανία έχει καταγράψει πολύ μεγάλα κέρδη από τα πακέτα στήριξης προς την Ελλάδα.

Προκειμένου η ένωση να καταστεί αποτελεσματική και αποδοτική για το σύνολο των μελών της θα πρέπει η αγορά ομολόγων να έρθει σε ισορροπία. Τα οφέλη του κοινού νομίσματος είναι απαραίτητο να κατανεμηθούν ισοδύναμα στα κράτη μέλη. Οι χώρες που ωφελούνται περισσότερο θα πρέπει να προχωρήσουν σε τομές προκειμένου να ενισχύσουν τη σύγκλιση αλλά και να διατηρήσουν τα οφέλη τους από την ένωση. Στο επόμενο κεφάλαιο μελετώνται λύσεις προς αυτή την κατεύθυνση.

¹⁷ Ναυτεμπορική «Αρνητικές αποδόσεις για κρατικά ομόλογα χωρών της Ευρωζώνης, σύμφωνα με το Bloomberg» (2015)

Κεφάλαιο 4

4. Προτεινόμενες λύσεις

Η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη είναι από παράδειγμα της πολυπλοκότητας και της αλληλεξάρτησης που υπάρχει στη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα. Πρόκειται για μία συνεχώς μεταλλασσόμενη κρίση που αναμένεται να διαρκέσει πολλά χρόνια, με βαρύνουσες επιπτώσεις στην ευημερία των κρατών και των λαών του συνόλου της Ευρώπης και όχι μόνο της ένωσης. Ξεκίνησε ως κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος λόγω της ύφεσης που εισήχθη με τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, εξελίχθηκε σε κρίση ρευστότητας στις χώρες της περιφέρειας, μετεξελίχθηκε σε κρίση χρέους και φερεγγυότητας των κρατών αυτών και πλέον απειλεί την ίδια την ύπαρξη της Ευρωζώνης¹⁸.

Η αντιμετώπιση της κρίσης στηρίχθηκε σε πολιτικές λιτότητας και αυστηρής πειθαρχίας που εφαρμόστηκαν με συνέπεια αλλά χωρίς αποτέλεσμα. Η Ευρώπη και οι ηγέτες της οφείλουν να εξετάσουν διαφορετικές λύσεις χωρίς εξάρτηση και εμμονές σε αντιλήψεις και πρακτικές του παρελθόντος καθώς το ίδιο το οικοδόμημα της ευρωζώνης βρίσκεται σε κίνδυνο. Πρωταρχικός στόχος θα πρέπει να είναι η ευημερία των λαών και η επιστροφή στην ανάπτυξη, η σύγκλιση μεταξύ των διαφορετικών κρατών και η εξάλειψη των οικονομικών και άλλων ανισορροπιών. Οι ευρωπαίοι ηγέτες οφείλουν να μείνουν πιστοί στο όραμα των ιδρυτών της κοινότητας για απόκτηση ευρωπαϊκής ταυτότητας.

4.1 Ανταγωνιστικότητα

Πρωταρχικός στόχος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας είναι η σταθερότητα των τιμών και η διατήρηση του ετήσιου πληθωρισμού στα επίπεδα του 2%. Η συγκεκριμένη στόχευση είναι αποτέλεσμα της επιμονής της Γερμανίας κυρίως, υπό τον μη ρεαλιστικό, ιστορικό φόβο πληθωρισμού. Στην πράξη, τα περασμένα χρόνια, η ευρωζώνη βιώνει παρατεταμένα χαμηλά ποσοστά πληθωρισμού και συνεχείς, προς τα κάτω, αποκλίσεις από τον στόχο του 2%, με αποτέλεσμα να βρίσκεται σήμερα σε τροχιά αποπληθωρισμού. Φαινόμενα αποπληθωρισμού έχουν άμεσες επιπτώσεις στην ζήτηση, μειώνουν την κατανάλωση και βαθαίνουν την ύφεση. Επιπρόσθετα, ο αποπληθωρισμός επηρεάζει αρνητικά την απασχόληση, καθιστά δυσκολότερη την αποπληρωμή χρεών και οδηγεί σε μειωμένες ροές προς τα κρατικά ταμεία¹⁹.

Τα μακροοικονομικά οφέλη του, ελεγχόμενα, χαμηλού ρυθμού πληθωρισμού είναι γνωστά και σημαντικά, η αγοραστική δύναμη των καταναλωτών αυξάνεται, η αποπληρωμή χρεών γίνεται ευκολότερη, ενώ μεγεθύνεται η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας συνολικά. Το πρόβλημα είναι ότι η ανταγωνιστικότητα βρίσκεται σε ανισορροπία μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, παρόμοια πολιτική για όλα τα κράτη μέλη μεγενθύνει τις όποιες διαφορές.

¹⁸ Shambaugh J. (2012) The Euro's Three Crises

¹⁹ Ναυτεμπορική «Αποπληθωρισμός: Γιατί συνιστά απειλή για την Ευρωζώνη» (2014)

Η ΕΚΤ θα πρέπει να υιοθετήσει πολιτική υψηλότερου πληθωρισμού για τις χώρες με μεγάλα εμπορικά πλεονάσματα και ελεγχόμενα σταθερού χαμηλού πληθωρισμού για τις χώρες με ελλείματα. Για πάνω από μια δεκαετία η Γερμανία εφαρμόζει πολιτική μηδενικών αυξήσεων στους μισθούς παρά τα τεράστια εμπορικά πλεονάσματα. Προκειμένου να συμβάλει στην ανταγωνιστικότητα του συνόλου της ένωσης, της οποίας ηγείται, οφείλει να μοιράσει μέρος των εμπορικών κερδών στους εργαζομένους μέσω της αύξησης των μισθών²⁰. Η επακόλουθη αύξηση της κατανάλωσης θα οδηγήσει σε ανάπτυξη για τις χώρες με πλεονάσματα και θα συμβάλει αποτελεσματικά στην ανταγωνιστικότητα των περιφερειακών οικονομιών. Η σύγκλιση της ανταγωνιστικότητας σε μια ένωση είναι κρίσιμη και το πιο αποτελεσματικό εργαλείο είναι η ακολουθούμενη νομισματική πολιτική, μέσω της οποίας ελέγχονται τα επίπεδα του πληθωρισμού.

4.2 Κανόνες λειτουργίας

Παράλληλα με την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος τα κράτη θέσπισαν δημοσιονομικούς κανόνες, οι οποίοι περιεγράφηκαν μεταξύ άλλων στο σύμφωνο σταθερότητας. Στην πράξη οι ίδιες οι χώρες κατάργησαν τους κανόνες όταν η Γερμανία και η Γαλλία αρνήθηκαν το 2003/4 να μειώσουν τα δημοσιονομικά ελλείματά τους. Η αναθεώρηση του συμφώνου το 2005 εισήγαγε ρήτρες εξαιρέσεων από τα κριτήρια δημοσιονομικής πειθαρχίας, με αποτέλεσμα οι περισσότερες χώρες να κάνουν χρήση αυτών. Η εφαρμογή των κανόνων και τον προβλεπόμενων κυρώσεων καθόλη τη λειτουργία της ένωσης υπήρξε εξαιρετικά ελαστική²¹.

Τα ισχυρά δημοσιονομικά είναι προϋπόθεση για την καλή λειτουργία της ένωσης, η μείωση του χρέους και των ελλειμάτων είναι στη σωστή κατεύθυνση και η πιστή εφαρμογή τους είναι επιτακτική. Η απόκλιση από τους στόχους πλήττει κυρίως την εμπιστοσύνη μεταξύ των εταίρων και υποσκάπτουν τις δυνατότητες αλληλεγγύης. Τα κράτη δεν μπορούν να παραβιάζουν συστηματικά τους κοινούς κανόνες στηριζόμενα στην ευρωστία των πειθαρχημένων εταίρων. Θα πρέπει να θεσπιστούν μηχανισμοί παρακολούθησης και τήρησης των κανόνων που έχουν αποφασιστεί συλλογικά, ακόμα και αν αυτό συνεπάγεται μερική παραχώρηση της εθνικής κυριαρχίας του κράτους μέλους.

Πέραν των κοινών δημοσιονομικών στόχων, απαραίτητη είναι η σύγκλιση και σε διαφορετικές πτυχές της οικονομίας προκειμένου να καμφθούν οι ανισοροπίες. Η εταιρική φορολογία είναι μία από αυτές. Η ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων στα πλαίσια λειτουργίας της ένωσης παρότρυνε τις επιχειρήσεις να μεταφέρουν τα κέρδη τους στη χώρα με τη μικρότερη φορολογία. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των κρατών για τους καλύτερους όρους προσέλκυσης κεφαλαίου εντείνει τις ανισοροπίες, είναι προς το συμφέρον της ένωσης η εναρμόνιση της φορολογίας των επιχειρήσεων.

²⁰ Κότιος Α. Γαλανός Γ. και Ρουκανάς Σ. (2012)

²¹ Κότιος Α. Γαλανός Γ. και Ρουκανάς Σ. (2012)

Βήματα είναι αναγκαίο να γίνουν και στην καταπολέμηση της φοροδιαφυγής. Τα κράτη μέλη θα πρέπει να δεσμευτούν για διαφάνεια και την αυτόματη ανταλλαγή πληροφοριών τόσο επί των προσωπικών όσο και επί των εταιρικών εισοδημάτων. Επιπρόσθετα, η δυνατότητα φοροδιαφυγής μέσω υπεράκτιων εταιριών (offshore) και η ύπαρξη φορολογικών παραδείσων πρέπει να αντιμετωπιστεί.

4.3 Κρατικό χρέος

Η αδυναμία των χωρών που χτυπήθηκαν από την κρίση να δανειστούν καλύφθηκε με την παροχή πακέτων βοήθειας, τη συνδρομή δηλαδή των υπολοίπων κρατών της ευρωζώνης και του ΔΝΤ. Η λύση πάραυτα παραμένει προσωρινή και έκτακτη, δεν αντιμετωπίστηκε ούτε το επίπεδο του χρέους, ούτε οι δυσμενείς όροι δανεισμού από τις αγορές. Σε μία υγιή δημοσιονομικά ένωση θα πρέπει το χρέος να είναι βιώσιμο προκειμένου να εξυπηρετείται ομαλά.

Στο προηγούμενο κεφάλαιο μελετήθηκαν αναλυτικά οι διαφορές στα επιτόκια δανεισμού μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης ανά χρονική περίοδο. Καθύσταται σαφές ότι προαπαιτούμενο της σύγκλισης είναι οι διαφορές στα spread των ομολόγων των κρατών μελών να μηδενιστούν ή έστω να περιοριστούν σημαντικά. Ο ισοσκελισμός του εμπορικού ισοζυγίου ή ακόμα και η δημιουργία πρωτογενούς πλεονάσματος για τις χώρες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα χρέους δεν αρκούν, καθώς εάν οι πληρωμές των τόκων υπερβαίνουν το πρωτογενές πλεόνασμα οδηγήσουν σε νέα ελλείματα και νέο χρέος. Πρόκειται για ένα φαύλο κύκλο που οδηγεί σε αδυναμία πληρωμής στο μέλλον.

Είναι απαραίτητη η θεσμοθέτηση μηχανισμών αλληλεγγύης μεταξύ των μελών της νομισματικής ένωσης. Τα κράτη που απολαμβάνουν χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού από τις αγορές λόγω της ένωσης θα πρέπει να συνδράμουν στις χώρες που αντιμετωπίζουν προβλήματα δανεισμού. Η ιδέα δεν είναι καινούργια, παρόμοιοι εξισωτικοί μηχανισμοί έχουν θεσμοθετηθεί σε όλα τα ομόσπονδα κράτη και νομισματικές ενώσεις, όπως για παράδειγμα στις ΗΠΑ.

Ο βέλτιστος τρόπος επίλυσης του προβλήματος και εξισορρόπησης των επιτοκίων δανεισμού φαντάζει η έκδοση κοινού ομολόγου για όλα τα κράτη της ένωσης. Η συζήτηση για έκδοση ευρωομόλογου είναι συνεχής και προϋπάρχει της ίδιας της ευρωζώνης, όμως πλέον ενέργειες προς αυτήν την κατεύθυνση είναι επιτακτική. Οι χώρες που απολαμβάνουν χαμηλά επιτόκια δανεισμού από τις αγορές, με κύριο εκφραστή τη Γερμανία, αντιδρούν υπό τον φόβο μεγαλύτερης δημοσιονομικής απόκλισης των χωρών της περιφέρειας που θα οδηγήσει σε επιπρόσθετα κεφάλαια διάσωσης.²²

Τα οφέλη από την έκδοση κοινού ομολόγου είναι πολυδιάστατα και σημαντικά για όλα τα κράτη μέλη ενώ τα αρνητικά περιορίζονται σε ένα και μοναδικό, τον ηθικό κίνδυνο εκμετάλλευσης των χαμηλότερων επιτοκίων δανεισμού για μεγαλύτερη δημοσιονομική απόκλιση. Η αντιμετώπιση του ηθικού κινδύνου μπορεί να γίνει μόνο

²² De Grauwe P. (2009) 'Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond'

με αυστηρά δημοσιονομικά μέτρα τα οποία θα εξετάστηκαν στην επόμενη ενότητα. Εστιάζοντας συνοπτικά στα θετικά ²³:

- ✚ Η τρέχουσα κρίση χρέους θα αμβλυθεί σημαντικά καθώς με την εγγύηση ισχυρών πιστοληπτικά χωρών η διακύμανση και η μεταβλητότητα στην απόδοση των ομολόγων θα μειωθεί δραστικά για το σύνολο της ένωσης
- ✚ Θα προληφθούν μελλοντικές κρίσεις καθώς οποιαδήποτε αποτίμηση πιστοληπτικής ικανότητας από τους επενδυτές θα αφορά το σύνολο της ευρωζώνης και όχι μεμονωμένα κράτη.
- ✚ Θα διευκολυνθεί σημαντικά η εφαρμογή και η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής.
- ✚ Το ενιαίο ομόλογο θα είναι υψηλής πιστωτικής ποιότητας και μεγάλης ρευστότητας. Με τα χαρακτηριστικά αυτά μπορεί να αποτελέσει σημείο αναφοράς για τις επενδύσεις παγκοσμίως.
- ✚ Όπως αναλύθηκε στις αιτίες της κρίσης οι ευρωπαϊκές τράπεζες διακρατούν σημαντικό μέρος του χρέους των χωρών τους. Με την εισαγωγή Ευρωομολόγου θα θωρακιστεί το τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης καθώς οι τράπεζες θα προσθέσουν στο ενεργητικό τους υψηλής ποιότητας περιουσιακά στοιχεία.
- ✚ Η υψηλή ρευστότητα και ο χαμηλός κίνδυνος θα θέσει το ευρωομόλογο σε ευθεία σύγκριση με το δολάριο ενισχύοντας τη χρήση του Ευρώ ως αποταμιευτικού νομίσματος παγκοσμίως.

Όσον αφορά την έκταση της χρήσης του ευρωομολόγου μια ισορροπημένη προσέγγιση, είναι η υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων σε ποσοστό 60% του ΑΕΠ του κάθε κράτους μέλους, συνεπές προς το σύμφωνο σταθερότητας αλλά και του γενικά αποδεκτού μακροοικονομικά ποσοστού χρέους²⁴. Η δανειοδότηση του κάθε μέλους θα φτάνει κατά ανώτατο στο ποσοστό αυτό και θα άρεται αυτόματα εφόσον δεν τηρούνται οι δεσμεύσεις και κανόνες που θα συμφωνηθούν συλλογικά.

Αναφορικά με το υφιστάμενο επίπεδο του χρέους, τη δεύτερη παράμετρο του προβλήματος, ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα είναι η πρόταση του γερμανικού συμβουλίου οικονομικών εμπειρογνομόνων, όπως παρουσιάστηκε στην ετήσια έκθεσή του για το 2011/12²⁵. Συγκεκριμένα προτείνεται η ίδρυση ενός ταμείου απόσβεσης χρέους, το οποίο θα συγκεντρώνει το δημόσιο χρέος που υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ των μεμονωμένων κρατών μελών της ευρωζώνης. Κάθε συμμετέχουσα χώρα θα αναλαμβάνει την αποπληρωμή του μεταφερθέντος χρέους εντός μίας προκαθορισμένης περιόδου. Το ταμείο θα εκδίδει ομόλογα υψηλής πιστωτικής ποιότητας, καθώς θα έχει τη στήριξη όλων των χωρών της ευρωζώνης, και τα έσοδα του ταμείου θα χρησιμοποιούνται για την διαχείριση του υφιστάμενου χρέους. Το αποτέλεσμα θα είναι η εξασφάλιση των δανειακών αναγκών κάθε κράτους μέλους, χωρίς την ανάγκη πρόσβασης στις αγορές, με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους.

²³ ΠΡΑΣΙΝΟ ΒΙΒΛΙΟ σχετικά με τη σκοπιμότητα εισαγωγής Ομολόγων Σταθερότητας

²⁴ Delpla, J. και von Weizsäcker, J. (2010)

²⁵ <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrsgutachten.html>, παράγραφοι 9-13 και 184-197

Βιβλιογραφία

- ❖ Shambaugh J. (2012) The Euro's Three Crises, Georgetown University.
- ❖ Lane P. (2012) The European Sovereign Debt Crisis, The Journal of Economic Perspectives
- ❖ Basci E. (2015) Yield Spreads on Government Benchmark Bonds: Cross Country Evidence, Procedia Economics and Finance
- ❖ De Grauwe P. (2009) 'Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond', Intereconomics
- ❖ Antonakakis N. (2012) Dynamic Correlations of Sovereign Bond Yield Spreads in the Euro zone and the Role of Credit Rating Agencies Downgrades, University of Portsmouth.
- ❖ Antonakakis N. , Vergos K. (2012) Sovereign Bond Yield Spillovers in the Euro Zone During the Financial and Debt Crisis, University of Portsmouth.
- ❖ Proksová, Bohdalová (2015) Bond Yield Spreads in the Eurozone, University of Iași
- ❖ Κώντσας Σ. (2008) «Οι επιδράσεις του ευρώ στις επενδύσεις & την ανάπτυξη στις χώρες της Ε.Ε. και στην ελληνική οικονομία», διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- ❖ Κότιος Α. Γαλανός Γ. και Ρουκανάς Σ. (2012) «Η Ελληνική Κρίση και η Κρίση του Συστήματος Διακυβέρνησης της Ευρωζώνης», Σειρά Ερευνητικών Εργασιών
- ❖ Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009. Eurobank EFG Economic Research: Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές
- ❖ Το χρονικό της μεγάλης κρίσης - Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013
- ❖ The crisis in the euro area: an analytic overview, Special Conference Paper Bank of Greece
- ❖ Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds (2011) European Commission
- ❖ Rebooting the Eurozone: Step 1 – Agreeing a Crisis narrative, CEPR Policy Insight 85
- ❖ A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt, CEPR Report
- ❖ Paul De Grauwe, Yuemei Ji (2014) Disappearing government bond spreads in the eurozone – Back to normal?, CEPS Working Document
- ❖ Government bond risk premiums in the EU revisited the impact of the financial crisis, working paper series No 1152, ECB
- ❖ Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis, Economic Papers 388 | November 2009, European Commission
- ❖ Baldwin R, Giavazzi F (2015) «The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions»

Διαδίκτυο

<http://europa.eu>

<https://www.ecb.europa.eu>

<http://www.europarl.europa.eu/>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Descriptives

Greece

Period	Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	5,9174	,09029
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,7345
		Upper Bound	6,1004
	5% Trimmed Mean	5,9110	
	Median	6,0325	
	Variance	,310	
	Std. Deviation	,55657	
	Minimum	4,85	
	Maximum	7,13	
	Range	2,27	
	Interquartile Range	,89	
	Skewness	,099	,383
	Kurtosis	-,690	,750
	euro currency	Mean	4,2593
95% Confidence Interval for Mean		Lower Bound	4,1332
		Upper Bound	4,3855
5% Trimmed Mean		4,2418	
Median		4,2560	
Variance		,263	
Std. Deviation		,51315	
Minimum		3,32	
Maximum		5,57	
Range		2,26	
Interquartile Range		,57	
Skewness		,496	,295
Kurtosis		,317	,582
financial crisis		Mean	5,0986
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,8570
		Upper Bound	5,3401
	5% Trimmed Mean	5,0501	
	Median	4,9595	
	Variance	,449	
	Std. Deviation	,66987	
	Minimum	4,30	
	Maximum	6,89	
	Range	2,59	
	Interquartile Range	,91	
	Skewness	1,146	,414
	Kurtosis	,801	,809
	debt crisis	Mean	13,6072
95% Confidence Interval for Mean		Lower Bound	11,8241
		Upper Bound	15,3903
5% Trimmed Mean		12,8466	
Median		11,0160	
Variance		55,093	
Std. Deviation		7,42248	
Minimum		5,90	
Maximum		36,59	
Range		30,70	
Interquartile Range		7,53	
Skewness		1,575	,289
Kurtosis		1,922	,570

Πίνακας 1

Descriptives

Italy

Period		Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	5,1844	,07941	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,0233	
		Upper Bound	5,3454	
	5% Trimmed Mean	5,2189		
	Median	5,2641		
	Variance	,233		
	Std. Deviation	,48305		
	Minimum	3,89		
	Maximum	5,78		
	Range	1,90		
	Interquartile Range	,47		
	Skewness	-1,263	,388	
	Kurtosis	,951	,759	
euro currency	Mean	4,2346	,06092	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,1129	
		Upper Bound	4,3563	
	5% Trimmed Mean	4,2167		
	Median	4,2140		
	Variance	,245		
	Std. Deviation	,49492		
	Minimum	3,35		
	Maximum	5,51		
	Range	2,16		
	Interquartile Range	,54		
	Skewness	,470	,295	
	Kurtosis	,293	,582	
financial crisis	Mean	4,4529	,06086	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,3288	
		Upper Bound	4,5770	
	5% Trimmed Mean	4,4425		
	Median	4,4385		
	Variance	,119		
	Std. Deviation	,34426		
	Minimum	3,88		
	Maximum	5,23		
	Range	1,35		
	Interquartile Range	,51		
	Skewness	,351	,414	
	Kurtosis	-,298	,809	
debt crisis	Mean	3,9541	,18073	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,5934	
		Upper Bound	4,3147	
	5% Trimmed Mean	3,9483		
	Median	4,1630		
	Variance	2,254		
	Std. Deviation	1,50128		
	Minimum	1,25		
	Maximum	7,08		
	Range	5,83		
	Interquartile Range	2,30		
	Skewness	-,201	,289	
	Kurtosis	-,790	,570	

Πίνακας 2

Descriptives

Germany

Period		Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	5,3845	,09486	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,1959	
		Upper Bound	5,5731	
	5% Trimmed Mean	5,3690		
	Median	5,2300		
	Variance	,765		
	Std. Deviation	,87454		
	Minimum	3,64		
	Maximum	7,44		
	Range	3,81		
	Interquartile Range	1,12		
	Skewness	,267	,261	
	Kurtosis	-,349	,517	
euro currency	Mean	4,0252	,05950	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,9064	
		Upper Bound	4,1440	
	5% Trimmed Mean	4,0097		
	Median	4,0184		
	Variance	,234		
	Std. Deviation	,48337		
	Minimum	3,15		
	Maximum	5,24		
	Range	2,09		
	Interquartile Range	,61		
	Skewness	,403	,295	
	Kurtosis	,182	,582	
financial crisis	Mean	3,6692	,09239	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,4807	
		Upper Bound	3,8576	
	5% Trimmed Mean	3,6586		
	Median	3,4840		
	Variance	,273		
	Std. Deviation	,52265		
	Minimum	2,95		
	Maximum	4,63		
	Range	1,68		
	Interquartile Range	,96		
	Skewness	,244	,414	
	Kurtosis	-1,527	,809	
debt crisis	Mean	1,6377	,09912	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	1,4399	
		Upper Bound	1,8355	
	5% Trimmed Mean	1,6234		
	Median	1,6270		
	Variance	,678		
	Std. Deviation	,82335		
	Minimum	,19		
	Maximum	3,36		
	Range	3,18		
	Interquartile Range	1,11		
	Skewness	,288	,289	
	Kurtosis	-,617	,570	

Πίνακας 3

Descriptives

Ireland

Period		Statistic	Std. Error
national currencies	Mean	5,0126	,07189
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,8679
		Upper Bound	5,1572
	5% Trimmed Mean	5,0330	
	Median	5,1055	
	Variance	,248	
	Std. Deviation	,49810	
	Minimum	3,87	
	Maximum	5,79	
	Range	1,92	
	Interquartile Range	,67	
	Skewness	-,780	,343
	Kurtosis	-,254	,674
euro currency	Mean	4,2259	,06909
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,0871
		Upper Bound	4,3647
	5% Trimmed Mean	4,2042	
	Median	4,1300	
	Variance	,243	
	Std. Deviation	,49342	
	Minimum	3,30	
	Maximum	5,50	
	Range	2,20	
	Interquartile Range	,48	
	Skewness	,923	,333
	Kurtosis	,708	,656
financial crisis	Mean	4,7713	,07744
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,6134
		Upper Bound	4,9293
	5% Trimmed Mean	4,7538	
	Median	4,7085	
	Variance	,192	
	Std. Deviation	,43807	
	Minimum	4,14	
	Maximum	5,71	
	Range	1,58	
	Interquartile Range	,55	
	Skewness	,794	,414
	Kurtosis	-,141	,809
debt crisis	Mean	4,8608	,37090
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,1207
		Upper Bound	5,6010
	5% Trimmed Mean	4,7275	
	Median	4,2030	
	Variance	9,492	
	Std. Deviation	3,08091	
	Minimum	,76	
	Maximum	11,87	
	Range	11,11	
	Interquartile Range	4,99	
	Skewness	,515	,289
	Kurtosis	-,756	,570

Πίνακας 4

Descriptives

Portugal

Period		Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	6,7063	,26616	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	6,1770	
		Upper Bound	7,2356	
	5% Trimmed Mean	6,5327		
	Median	5,6030		
	Variance	6,022		
	Std. Deviation	2,45391		
	Minimum	3,87		
	Maximum	12,65		
	Range	8,78		
	Interquartile Range	2,58		
	Skewness	1,249	,261	
	Kurtosis	,299	,517	
euro currency	Mean	4,1406	,06580	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,0091	
		Upper Bound	4,2720	
	5% Trimmed Mean	4,1217		
	Median	4,1020		
	Variance	,286		
	Std. Deviation	,53458		
	Minimum	3,13		
	Maximum	5,47		
	Range	2,34		
	Interquartile Range	,58		
	Skewness	,503	,295	
	Kurtosis	,220	,582	
financial crisis	Mean	4,3832	,05979	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,2612	
		Upper Bound	4,5051	
	5% Trimmed Mean	4,3837		
	Median	4,4120		
	Variance	,114		
	Std. Deviation	,33825		
	Minimum	3,76		
	Maximum	5,08		
	Range	1,32		
	Interquartile Range	,49		
	Skewness	-,212	,414	
	Kurtosis	-,556	,809	
debt crisis	Mean	6,5862	,42677	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,7346	
		Upper Bound	7,4378	
	5% Trimmed Mean	6,4007		
	Median	6,1670		
	Variance	12,567		
	Std. Deviation	3,54506		
	Minimum	1,71		
	Maximum	16,42		
	Range	14,71		
	Interquartile Range	5,92		
	Skewness	,665	,289	
	Kurtosis	-,297	,570	

Πίνακας 5

Descriptives

Spain

Period		Statistic	Std. Error
national currencies	Mean	6,6291	,25520
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	6,1216
		Upper Bound	7,1366
	5% Trimmed Mean	6,4761	
	Median	5,5080	
	Variance	5,536	
	Std. Deviation	2,35284	
	Minimum	3,85	
	Maximum	12,28	
	Range	8,43	
	Interquartile Range	2,78	
	Skewness	1,145	,261
	Kurtosis	,004	,517
euro currency	Mean	4,0655	,06539
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,9350
		Upper Bound	4,1961
	5% Trimmed Mean	4,0475	
	Median	4,0370	
	Variance	,282	
	Std. Deviation	,53120	
	Minimum	3,08	
	Maximum	5,43	
	Range	2,35	
	Interquartile Range	,59	
	Skewness	,500	,295
	Kurtosis	,367	,582
financial crisis	Mean	4,1978	,05555
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,0845
		Upper Bound	4,3110
	5% Trimmed Mean	4,1874	
	Median	4,1850	
	Variance	,099	
	Std. Deviation	,31424	
	Minimum	3,75	
	Maximum	4,90	
	Range	1,15	
	Interquartile Range	,52	
	Skewness	,229	,414
	Kurtosis	-,894	,809
debt crisis	Mean	4,0949	,19274
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,7103
		Upper Bound	4,4795
	5% Trimmed Mean	4,1044	
	Median	4,3220	
	Variance	2,563	
	Std. Deviation	1,60101	
	Minimum	1,23	
	Maximum	6,78	
	Range	5,55	
	Interquartile Range	2,93	
	Skewness	-,348	,289
	Kurtosis	-1,095	,570

Πίνακας 6

Descriptives

France

Period		Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	5,5573	,11162	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,3354	
		Upper Bound	5,7793	
	5% Trimmed Mean	5,5179		
	Median	5,3455		
	Variance	1,059		
	Std. Deviation	1,02905		
	Minimum	3,71		
	Maximum	8,12		
	Range	4,40		
	Interquartile Range	1,10		
	Skewness	,725	,261	
	Kurtosis	,128	,517	
euro currency	Mean	4,0675	,06146	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,9447	
		Upper Bound	4,1902	
	5% Trimmed Mean	4,0497		
	Median	4,0620		
	Variance	,249		
	Std. Deviation	,49928		
	Minimum	3,18		
	Maximum	5,33		
	Range	2,15		
	Interquartile Range	,60		
	Skewness	,467	,295	
	Kurtosis	,238	,582	
financial crisis	Mean	3,9491	,07513	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,7959	
		Upper Bound	4,1023	
	5% Trimmed Mean	3,9346		
	Median	3,8870		
	Variance	,181		
	Std. Deviation	,42501		
	Minimum	3,41		
	Maximum	4,83		
	Range	1,41		
	Interquartile Range	,77		
	Skewness	,279	,414	
	Kurtosis	-1,308	,809	
debt crisis	Mean	2,1958	,10928	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	1,9777	
		Upper Bound	2,4138	
	5% Trimmed Mean	2,2096		
	Median	2,2300		
	Variance	,824		
	Std. Deviation	,90771		
	Minimum	,48		
	Maximum	3,72		
	Range	3,24		
	Interquartile Range	1,55		
	Skewness	-,274	,289	
	Kurtosis	-,963	,570	

Πίνακας 7

Descriptives

Austria

Period		Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	5,5886	,09536	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,3990	
		Upper Bound	5,7782	
	5% Trimmed Mean	5,5697		
	Median	5,5290		
	Variance	,773		
	Std. Deviation	,87916		
	Minimum	3,82		
	Maximum	7,67		
	Range	3,85		
	Interquartile Range	1,06		
	Skewness	,379	,261	
	Kurtosis	-,149	,517	
euro currency	Mean	4,0647	,06675	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,9313	
		Upper Bound	4,1980	
	5% Trimmed Mean	4,0434		
	Median	4,0435		
	Variance	,285		
	Std. Deviation	,53401		
	Minimum	3,12		
	Maximum	5,43		
	Range	2,31		
	Interquartile Range	,61		
	Skewness	,584	,299	
	Kurtosis	,382	,590	
financial crisis	Mean	4,1111	,06709	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,9741	
		Upper Bound	4,2481	
	5% Trimmed Mean	4,1068		
	Median	4,1400		
	Variance	,140		
	Std. Deviation	,37352		
	Minimum	3,47		
	Maximum	4,89		
	Range	1,42		
	Interquartile Range	,65		
	Skewness	-,007	,421	
	Kurtosis	-,854	,821	
debt crisis	Mean	2,0963	,11647	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	1,8639	
		Upper Bound	2,3287	
	5% Trimmed Mean	2,1021		
	Median	1,9950		
	Variance	,936		
	Std. Deviation	,96744		
	Minimum	,32		
	Maximum	3,83		
	Range	3,51		
	Interquartile Range	1,67		
	Skewness	-,039	,289	
	Kurtosis	-1,011	,570	

Πίνακας 8

Descriptives

Belgium

Period		Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	5,6903	,10704	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,4774	
		Upper Bound	5,9032	
	5% Trimmed Mean	5,6460		
	Median	5,5598		
	Variance	,974		
	Std. Deviation	,98685		
	Minimum	3,89		
	Maximum	8,35		
	Range	4,45		
	Interquartile Range	1,09		
	Skewness	,692	,261	
	Kurtosis	,294	,517	
euro currency	Mean	4,1161	,06496	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,9864	
		Upper Bound	4,2458	
	5% Trimmed Mean	4,0949		
	Median	4,0845		
	Variance	,278		
	Std. Deviation	,52772		
	Minimum	3,21		
	Maximum	5,47		
	Range	2,26		
	Interquartile Range	,65		
	Skewness	,551	,295	
	Kurtosis	,300	,582	
financial crisis	Mean	4,1483	,07096	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,0035	
		Upper Bound	4,2930	
	5% Trimmed Mean	4,1407		
	Median	4,2420		
	Variance	,161		
	Std. Deviation	,40144		
	Minimum	3,55		
	Maximum	4,98		
	Range	1,43		
	Interquartile Range	,72		
	Skewness	,098	,414	
	Kurtosis	-1,131	,809	
debt crisis	Mean	2,5385	,14673	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	2,2457	
		Upper Bound	2,8313	
	5% Trimmed Mean	2,5359		
	Median	2,5250		
	Variance	1,486		
	Std. Deviation	1,21886		
	Minimum	,45		
	Maximum	5,04		
	Range	4,59		
	Interquartile Range	2,13		
	Skewness	-,009	,289	
	Kurtosis	-1,046	,570	

Πίνακας 9

Descriptives

Finland

Period		Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	5,6897	,19288	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,3042	
		Upper Bound	6,0753	
	5% Trimmed Mean	5,5358		
	Median	5,2400		
	Variance	2,344		
	Std. Deviation	1,53094		
	Minimum	3,87		
	Maximum	10,34		
	Range	6,47		
	Interquartile Range	,60		
	Skewness	1,768	,302	
	Kurtosis	2,403	,595	
euro currency	Mean	4,0635	,06797	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,9278	
		Upper Bound	4,1993	
	5% Trimmed Mean	4,0457		
	Median	4,0595		
	Variance	,305		
	Std. Deviation	,55223		
	Minimum	3,05		
	Maximum	5,41		
	Range	2,36		
	Interquartile Range	,59		
	Skewness	,447	,295	
	Kurtosis	,254	,582	
financial crisis	Mean	3,9910	,07746	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,8330	
		Upper Bound	4,1490	
	5% Trimmed Mean	3,9852		
	Median	3,9920		
	Variance	,192		
	Std. Deviation	,43817		
	Minimum	3,25		
	Maximum	4,89		
	Range	1,64		
	Interquartile Range	,82		
	Skewness	,133	,414	
	Kurtosis	-1,062	,809	
debt crisis	Mean	1,8885	,10447	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	1,6800	
		Upper Bound	2,0969	
	5% Trimmed Mean	1,8856		
	Median	1,8720		
	Variance	,753		
	Std. Deviation	,86779		
	Minimum	,33		
	Maximum	3,58		
	Range	3,25		
	Interquartile Range	1,33		
	Skewness	,108	,289	
	Kurtosis	-,830	,570	

Πίνακας 10

Descriptives

Netherlands

Period		Statistic	Std. Error
national currencies	Mean	5,4495	,09107
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,2683
		Upper Bound	5,6306
	5% Trimmed Mean	5,4260	
	Median	5,3670	
	Variance	,705	
	Std. Deviation	,83965	
	Minimum	3,76	
	Maximum	7,59	
	Range	3,83	
	Interquartile Range	,95	
	Skewness	,421	,261
	Kurtosis	,108	,517
euro currency	Mean	4,0559	,06427
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,9276
		Upper Bound	4,1843
	5% Trimmed Mean	4,0365	
	Median	4,0395	
	Variance	,273	
	Std. Deviation	,52217	
	Minimum	3,13	
	Maximum	5,39	
	Range	2,25	
	Interquartile Range	,62	
	Skewness	,485	,295
	Kurtosis	,291	,582
financial crisis	Mean	3,9712	,07472
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,8188
		Upper Bound	4,1236
	5% Trimmed Mean	3,9632	
	Median	3,9925	
	Variance	,179	
	Std. Deviation	,42271	
	Minimum	3,33	
	Maximum	4,81	
	Range	1,48	
	Interquartile Range	,79	
	Skewness	,124	,414
	Kurtosis	-1,265	,809
debt crisis	Mean	1,9130	,10440
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	1,7047
		Upper Bound	2,1213
	5% Trimmed Mean	1,9118	
	Median	1,8770	
	Variance	,752	
	Std. Deviation	,86723	
	Minimum	,26	
	Maximum	3,65	
	Range	3,39	
	Interquartile Range	1,25	
	Skewness	,016	,289
	Kurtosis	-,729	,570

Πίνακας 11

Descriptives

Sweden

Period		Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	5,3061	,08411	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,1377	
		Upper Bound	5,4746	
	5% Trimmed Mean	5,2910		
	Median	5,3050		
	Variance	,403		
	Std. Deviation	,63501		
	Minimum	3,99		
	Maximum	7,06		
	Range	3,07		
	Interquartile Range	,76		
	Skewness	,439	,316	
	Kurtosis	,455	,623	
euro currency	Mean	4,2466	,08490	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,0770	
		Upper Bound	4,4162	
	5% Trimmed Mean	4,2375		
	Median	4,2675		
	Variance	,476		
	Std. Deviation	,68975		
	Minimum	3,00		
	Maximum	5,68		
	Range	2,68		
	Interquartile Range	,96		
	Skewness	,138	,295	
	Kurtosis	-,598	,582	
financial crisis	Mean	3,6330	,09626	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,4367	
		Upper Bound	3,8293	
	5% Trimmed Mean	3,6452		
	Median	3,4970		
	Variance	,296		
	Std. Deviation	,54451		
	Minimum	2,43		
	Maximum	4,52		
	Range	2,08		
	Interquartile Range	,96		
	Skewness	-,121	,414	
	Kurtosis	-,986	,809	
debt crisis	Mean	1,8681	,09356	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	1,6815	
		Upper Bound	2,0548	
	5% Trimmed Mean	1,8617		
	Median	1,8580		
	Variance	,604		
	Std. Deviation	,77715		
	Minimum	,43		
	Maximum	3,35		
	Range	2,92		
	Interquartile Range	1,05		
	Skewness	,053	,289	
	Kurtosis	-,695	,570	

Πίνακας 12

Descriptives

USA

Period		Statistic	Std. Error
national currencies	Mean	5,8548	,07805
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,6996
		Upper Bound	6,0100
	5% Trimmed Mean	5,8544	
	Median	5,8810	
	Variance	,518	
	Std. Deviation	,71954	
	Minimum	4,24	
	Maximum	7,58	
	Range	3,34	
	Interquartile Range	1,03	
	Skewness	-,083	,261
	Kurtosis	-,482	,517
euro currency	Mean	4,3916	,05348
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,2847
		Upper Bound	4,4984
	5% Trimmed Mean	4,3947	
	Median	4,4043	
	Variance	,189	
	Std. Deviation	,43450	
	Minimum	3,37	
	Maximum	5,41	
	Range	2,03	
	Interquartile Range	,57	
	Skewness	-,026	,295
	Kurtosis	-,365	,582
financial crisis	Mean	3,5919	,09278
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,4027
		Upper Bound	3,7811
	5% Trimmed Mean	3,6045	
	Median	3,5924	
	Variance	,275	
	Std. Deviation	,52485	
	Minimum	2,22	
	Maximum	4,59	
	Range	2,38	
	Interquartile Range	,63	
	Skewness	-,361	,414
	Kurtosis	,573	,809
debt crisis	Mean	2,3674	,06439
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	2,2389
		Upper Bound	2,4959
	5% Trimmed Mean	2,3507	
	Median	2,2747	
	Variance	,286	
	Std. Deviation	,53487	
	Minimum	1,47	
	Maximum	3,66	
	Range	2,19	
	Interquartile Range	,74	
	Skewness	,455	,289
	Kurtosis	-,469	,570

Πίνακας 13

Descriptives

UK

Period		Statistic	Std. Error	
national currencies	Mean	6,2041	,14584	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	5,9141	
		Upper Bound	6,4941	
	5% Trimmed Mean	6,1732		
	Median	5,7180		
	Variance	1,808		
	Std. Deviation	1,34460		
	Minimum	4,17		
	Maximum	8,64		
	Range	4,47		
	Interquartile Range	2,47		
	Skewness	,380	,261	
	Kurtosis	-1,400	,517	
euro currency	Mean	4,6680	,04234	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	4,5834	
		Upper Bound	4,7525	
	5% Trimmed Mean	4,6623		
	Median	4,6092		
	Variance	,118		
	Std. Deviation	,34394		
	Minimum	4,06		
	Maximum	5,45		
	Range	1,39		
	Interquartile Range	,60		
	Skewness	,195	,295	
	Kurtosis	-,836	,582	
financial crisis	Mean	4,1566	,10595	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	3,9405	
		Upper Bound	4,3727	
	5% Trimmed Mean	4,1640		
	Median	4,0220		
	Variance	,359		
	Std. Deviation	,59932		
	Minimum	3,02		
	Maximum	5,13		
	Range	2,11		
	Interquartile Range	,97		
	Skewness	,016	,414	
	Kurtosis	-1,174	,809	
debt crisis	Mean	2,4164	,07859	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	2,2596	
		Upper Bound	2,5732	
	5% Trimmed Mean	2,3962		
	Median	2,3590		
	Variance	,426		
	Std. Deviation	,65279		
	Minimum	1,33		
	Maximum	3,91		
	Range	2,58		
	Interquartile Range	,96		
	Skewness	,509	,289	
	Kurtosis	-,728	,570	

Πίνακας 14

Test of Homogeneity of Variances

	Levene Statistic	df1	df2	Sig.
Greece	52,891	3	201	,000
Italy	38,741	3	200	,000
Germany	8,237	3	248	,000
Ireland	71,061	3	196	,000
Portugal	45,073	3	248	,000
Spain	44,972	3	248	,000
France	11,292	3	248	,000
Austria	12,477	3	245	,000
Belgium	17,944	3	248	,000
Finland	12,758	3	226	,000
Netherlands	7,835	3	248	,000
Sweden	1,879	3	220	,134
USA	6,366	3	248	,000
UK	79,276	3	248	,000

Πίνακας 15

Robust Tests of Equality of Means

		Statistic ^a	df1	df2	Sig.
Greece	Welch	107,558	3	91,677	,000
Italy	Welch	33,852	3	101,236	,000
Germany	Welch	254,114	3	114,239	,000
Ireland	Welch	21,678	3	103,825	,000
Portugal	Welch	38,343	3	132,322	,000
Spain	Welch	31,395	3	134,122	,000
France	Welch	154,466	3	122,215	,000
Austria	Welch	178,027	3	124,574	,000
Belgium	Welch	106,653	3	125,441	,000
Finland	Welch	148,076	3	114,611	,000
Netherlands	Welch	215,540	3	121,865	,000
Sweden	Welch	255,244	3	108,837	,000
USA	Welch	421,777	3	110,442	,000
UK	Welch	270,439	3	104,040	,000

a. Asymptotically F distributed.

Πίνακας 16

Tests of Normality

	Period	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Greece	national currencies	,107	38	,200*	,972	38	,461
	euro currency	,100	66	,096	,964	66	,053
	financial crisis	,152	32	,059	,885	32	,003
	debt crisis	,238	69	,000	,812	69	,000
Italy	national currencies	,194	37	,001	,866	37	,000
	euro currency	,089	66	,200*	,967	66	,075
	financial crisis	,103	32	,200*	,969	32	,475
	debt crisis	,118	69	,019	,954	69	,012
Germany	national currencies	,083	85	,200*	,979	85	,183
	euro currency	,069	66	,200*	,973	66	,160
	financial crisis	,205	32	,002	,891	32	,004
	debt crisis	,092	69	,200*	,965	69	,049
Ireland	national currencies	,148	48	,010	,924	48	,004
	euro currency	,144	51	,010	,926	51	,003
	financial crisis	,126	32	,200*	,924	32	,026
	debt crisis	,104	69	,062	,936	69	,002
Portugal	national currencies	,239	85	,000	,805	85	,000
	euro currency	,099	66	,174	,968	66	,082
	financial crisis	,122	32	,200*	,964	32	,345
	debt crisis	,115	69	,024	,936	69	,002
Spain	national currencies	,238	85	,000	,818	85	,000
	euro currency	,080	66	,200*	,968	66	,082
	financial crisis	,109	32	,200*	,945	32	,106
	debt crisis	,139	69	,002	,928	69	,001
France	national currencies	,160	85	,000	,937	85	,000
	euro currency	,063	66	,200*	,970	66	,106
	financial crisis	,170	32	,019	,908	32	,010
	debt crisis	,097	69	,178	,951	69	,008
Austria	national currencies	,110	85	,013	,970	85	,043
	euro currency	,085	64	,200*	,960	64	,037
	financial crisis	,079	31	,200*	,971	31	,548
	debt crisis	,083	69	,200*	,963	69	,037
Belgium	national currencies	,135	85	,001	,951	85	,003
	euro currency	,080	66	,200*	,964	66	,053
	financial crisis	,140	32	,114	,942	32	,085
	debt crisis	,106	69	,053	,956	69	,016
Finland	national currencies	,301	63	,000	,755	63	,000
	euro currency	,085	66	,200*	,966	66	,069
	financial crisis	,130	32	,187	,959	32	,254
	debt crisis	,078	69	,200*	,970	69	,099
Netherlands	national currencies	,098	85	,044	,973	85	,067
	euro currency	,071	66	,200*	,966	66	,070
	financial crisis	,145	32	,085	,938	32	,066
	debt crisis	,074	69	,200*	,974	69	,157
Sweden	national currencies	,105	57	,177	,976	57	,303
	euro currency	,057	66	,200*	,980	66	,347
	financial crisis	,137	32	,132	,944	32	,099
	debt crisis	,069	69	,200*	,973	69	,149
USA	national currencies	,055	85	,200*	,991	85	,825
	euro currency	,047	66	,200*	,993	66	,978
	financial crisis	,099	32	,200*	,976	32	,663
	debt crisis	,091	69	,200*	,968	69	,070
UK	national currencies	,175	85	,000	,891	85	,000
	euro currency	,077	66	,200*	,972	66	,147
	financial crisis	,131	32	,176	,942	32	,087
	debt crisis	,131	69	,005	,946	69	,005

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Πίνακας 17

Multiple Comparisons

Games-Howell							
Dependent Variable			Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
Greece	national currencies	euro currency	1,65807*	,11019	,000	1,3683	1,9479
		financial crisis	,81886*	,14891	,000	,4254	1,2123
		debt crisis	-7,68978*	,89811	,000	-10,0540	-5,3256
	euro currency	national currencies	-1,65807*	,11019	,000	-1,9479	-1,3683
		financial crisis	-,83921*	,13421	,000	-1,1961	-,4824
		debt crisis	-9,34785*	,89579	,000	-11,7065	-6,9892
	financial crisis	national currencies	-,81886*	,14891	,000	-1,2123	-,4254
		euro currency	,83921*	,13421	,000	,4824	1,1961
		debt crisis	-8,50864*	,90137	,000	-10,8806	-6,1367
	debt crisis	national currencies	7,68978*	,89811	,000	5,3256	10,0540
		euro currency	9,34785*	,89579	,000	6,9892	11,7065
		financial crisis	8,50864*	,90137	,000	6,1367	10,8806
Italy	national currencies	euro currency	,94978*	,10009	,000	,6869	1,2127
		financial crisis	,73149*	,10005	,000	,4677	,9953
		debt crisis	1,23028*	,19741	,000	,7136	1,7470
	euro currency	national currencies	-,94978*	,10009	,000	-1,2127	-,6869
		financial crisis	-,21828	,08611	,062	-,4440	,0074
		debt crisis	-,28051	,19072	,460	-,2195	,7805
	financial crisis	national currencies	-,73149*	,10005	,000	-,9953	-,4677
		euro currency	,21828	,08611	,062	-,0074	,4440
		debt crisis	,49879	,19070	,051	-,0013	,9989
	debt crisis	national currencies	-1,23028*	,19741	,000	-1,7470	-,7136
		euro currency	-,28051	,19072	,460	-,7805	,2195
		financial crisis	-,49879	,19070	,051	-,9989	,0013
Germany	national currencies	euro currency	1,35933*	,11197	,000	1,0681	1,6506
		financial crisis	1,71536*	,13242	,000	1,3689	2,0618
		debt crisis	3,74684*	,13720	,000	3,3904	4,1033
	euro currency	national currencies	-1,35933*	,11197	,000	-1,6506	-1,0681
		financial crisis	,35603*	,10989	,010	,0653	,6468
		debt crisis	2,38751*	,11561	,000	2,0860	2,6891
	financial crisis	national currencies	-1,71536*	,13242	,000	-2,0618	-1,3689
		euro currency	-,35603*	,10989	,010	-,6468	-,0653
		debt crisis	2,03148*	,13550	,000	1,6767	2,3862
	debt crisis	national currencies	-3,74684*	,13720	,000	-4,1033	-3,3904
		euro currency	-2,38751*	,11561	,000	-2,6891	-2,0860
		financial crisis	-2,03148*	,13550	,000	-2,3862	-1,6767
Ireland	national currencies	euro currency	,78666*	,09971	,000	,5260	1,0473
		financial crisis	,24127	,10567	,112	-,0366	,5192
		debt crisis	,15174	,37780	,978	-,8416	1,1450
	euro currency	national currencies	-,78666*	,09971	,000	-1,0473	-,5260
		financial crisis	-,54539*	,10378	,000	-,8184	-,2724
		debt crisis	-,63492	,37728	,340	-1,6270	,3571
	financial crisis	national currencies	-,24127	,10567	,112	-,5192	,0366
		euro currency	,54539*	,10378	,000	,2724	,8184
		debt crisis	-,08953	,37890	,995	-1,0855	,9064
	debt crisis	national currencies	-,15174	,37780	,978	-1,1450	,8416
		euro currency	,63492	,37728	,340	-,3571	1,6270
		financial crisis	,08953	,37890	,995	-,9064	1,0855
Portugal	national currencies	euro currency	2,56577*	,27418	,000	1,8487	3,2829
		financial crisis	2,32314*	,27280	,000	1,6093	3,0369
		debt crisis	,12016	,50297	,995	-1,1908	1,4311
	euro currency	national currencies	-2,56577*	,27418	,000	-3,2829	-1,8487
		financial crisis	-,24263*	,08891	,038	-,4754	-,0098
		debt crisis	-2,44561*	,43182	,000	-3,5816	-1,3096
	financial crisis	national currencies	-2,32314*	,27280	,000	-3,0369	-1,6093
		euro currency	,24263*	,08891	,038	,0098	,4754
		debt crisis	-2,20299*	,43094	,000	-3,3369	-1,0691
	debt crisis	national currencies	-,12016	,50297	,995	-1,4311	1,1908
		euro currency	2,44561*	,43182	,000	1,3096	3,5816
		financial crisis	2,20299*	,43094	,000	1,0691	3,3369

(σελίδα 1/3)

Spain	national currencies	euro currency	2,56358*	,26344	,000	1,8746	3,2525
		financial crisis	2,43138*	,26118	,000	1,7479	3,1148
		debt crisis	2,53422*	,31981	,000	1,7032	3,3652
	euro currency	national currencies	-2,56358*	,26344	,000	-3,2525	-1,8746
		financial crisis	-1,3220	,08580	,418	-,3567	,0923
		debt crisis	-,02937	,20353	,999	-,5629	,5042
	financial crisis	national currencies	-2,43138*	,26118	,000	-3,1148	-1,7479
		euro currency	,13220	,08580	,418	-,0923	,3567
		debt crisis	,10284	,20058	,956	-,4237	,6293
	debt crisis	national currencies	-2,53422*	,31981	,000	-3,3652	-1,7032
		euro currency	,02937	,20353	,999	-,5042	,5629
		financial crisis	-,10284	,20058	,956	-,6293	,4237
France	national currencies	euro currency	1,48986*	,12742	,000	1,1582	1,8216
		financial crisis	1,60822*	,13455	,000	1,2574	1,9590
		debt crisis	3,36155*	,15620	,000	2,9558	3,7674
	euro currency	national currencies	-1,48986*	,12742	,000	-1,8216	-1,1582
		financial crisis	,11836	,09707	,617	-,1370	,3737
		debt crisis	1,87170*	,12537	,000	1,5445	2,1989
	financial crisis	national currencies	-1,60822*	,13455	,000	-1,9590	-1,2574
		euro currency	-,11836	,09707	,617	-,3737	,1370
		debt crisis	1,75333*	,13261	,000	1,4068	2,0999
	debt crisis	national currencies	-3,36155*	,15620	,000	-3,7674	-2,9558
		euro currency	-1,87170*	,12537	,000	-2,1989	-1,5445
		financial crisis	-1,75333*	,13261	,000	-2,0999	-1,4068
Austria	national currencies	euro currency	1,52393*	,11640	,000	1,2213	1,8266
		financial crisis	1,47746*	,11659	,000	1,1734	1,7816
		debt crisis	3,49229*	,15052	,000	3,1009	3,8837
	euro currency	national currencies	-1,52393*	,11640	,000	-1,8266	-1,2213
		financial crisis	-,04647	,09464	,961	-,2947	,2018
		debt crisis	1,96836*	,13424	,000	1,6180	2,3187
	financial crisis	national currencies	-1,47746*	,11659	,000	-1,7816	-1,1734
		euro currency	,04647	,09464	,961	-,2018	,2947
		debt crisis	2,01483*	,13441	,000	1,6634	2,3662
	debt crisis	national currencies	-3,49229*	,15052	,000	-3,8837	-3,1009
		euro currency	-1,96836*	,13424	,000	-2,3187	-1,6180
		financial crisis	-2,01483*	,13441	,000	-2,3662	-1,6634
Belgium	national currencies	euro currency	1,57421*	,12521	,000	1,2485	1,9000
		financial crisis	1,54205*	,12843	,000	1,2072	1,8769
		debt crisis	3,15183*	,18163	,000	2,6791	3,6245
	euro currency	national currencies	-1,57421*	,12521	,000	-1,9000	-1,2485
		financial crisis	-,03216	,09621	,987	-,2847	,2204
		debt crisis	1,57762*	,16047	,000	1,1579	1,9974
	financial crisis	national currencies	-1,54205*	,12843	,000	-1,8769	-1,2072
		euro currency	,03216	,09621	,987	-,2204	,2847
		debt crisis	1,60978*	,16299	,000	1,1833	2,0362
	debt crisis	national currencies	-3,15183*	,18163	,000	-3,6245	-2,6791
		euro currency	-1,57762*	,16047	,000	-1,9974	-1,1579
		financial crisis	-1,60978*	,16299	,000	-2,0362	-1,1833
Finland	national currencies	euro currency	1,62620*	,20451	,000	1,0892	2,1632
		financial crisis	1,69875*	,20785	,000	1,1533	2,2442
		debt crisis	3,80128*	,21936	,000	3,2278	4,3748
	euro currency	national currencies	-1,62620*	,20451	,000	-2,1632	-1,0892
		financial crisis	-,07255	,10305	,895	-,1982	,3433
		debt crisis	2,17508*	,12464	,000	1,8502	2,5000
	financial crisis	national currencies	-1,69875*	,20785	,000	-2,2442	-1,1533
		euro currency	-,07255	,10305	,895	-,3433	,1982
		debt crisis	2,10254*	,13005	,000	1,7626	2,4424
	debt crisis	national currencies	-3,80128*	,21936	,000	-4,3748	-3,2278
		euro currency	-2,17508*	,12464	,000	-2,5000	-1,8502
		financial crisis	-2,10254*	,13005	,000	-2,4424	-1,7626

(σελίδα 2/3)

Netherlands	national currencies	euro currency	1,39353*	,11147	,000	1,1038	1,6833
		financial crisis	1,47830*	,11781	,000	1,1708	1,7858
		debt crisis	3,53647*	,13854	,000	3,1763	3,8966
	euro currency	national currencies	-1,39353*	,11147	,000	-1,6833	-1,1038
		financial crisis	,08477	,09857	,825	-,1743	,3438
		debt crisis	2,14294*	,12260	,000	1,8232	2,4627
	financial crisis	national currencies	-1,47830*	,11781	,000	-1,7858	-1,1708
		euro currency	-,08477	,09857	,825	-,3438	,1743
		debt crisis	2,05817*	,12839	,000	1,7226	2,3937
	debt crisis	national currencies	-3,53647*	,13854	,000	-3,8966	-3,1763
		euro currency	-2,14294*	,12260	,000	-2,4627	-1,8232
		financial crisis	-2,05817*	,12839	,000	-2,3937	-1,7226
Sweden	national currencies	euro currency	1,05955*	,11951	,000	,7482	1,3709
		financial crisis	1,67317*	,12783	,000	1,3371	2,0093
		debt crisis	3,43800*	,12581	,000	3,1104	3,7656
	euro currency	national currencies	-1,05955*	,11951	,000	-1,3709	-,7482
		financial crisis	,61362*	,12835	,000	,2765	,9508
		debt crisis	2,37845*	,12634	,000	2,0497	2,7072
	financial crisis	national currencies	-1,67317*	,12783	,000	-2,0093	-1,3371
		euro currency	-,61362*	,12835	,000	-,9508	-,2765
		debt crisis	1,76482*	,13423	,000	1,4129	2,1167
	debt crisis	national currencies	-3,43800*	,12581	,000	-3,7656	-3,1104
		euro currency	-2,37845*	,12634	,000	-2,7072	-2,0497
		financial crisis	-1,76482*	,13423	,000	-2,1167	-1,4129
USA	national currencies	euro currency	1,46329*	,09461	,000	1,2173	1,7093
		financial crisis	2,26293*	,12124	,000	1,9445	2,5814
		debt crisis	3,48742*	,10118	,000	3,2246	3,7503
	euro currency	national currencies	-1,46329*	,09461	,000	-1,7093	-1,2173
		financial crisis	-,79964*	,10709	,000	,5155	1,0838
		debt crisis	2,02414*	,08371	,000	1,8063	2,2420
	financial crisis	national currencies	-2,26293*	,12124	,000	-2,5814	-1,9445
		euro currency	-,79964*	,10709	,000	-1,0838	-,5155
		debt crisis	1,22450*	,11294	,000	,9263	1,5227
	debt crisis	national currencies	-3,48742*	,10118	,000	-3,7503	-3,2246
		euro currency	-2,02414*	,08371	,000	-2,2420	-1,8063
		financial crisis	-1,22450*	,11294	,000	-1,5227	-,9263
UK	national currencies	euro currency	1,53614*	,15186	,000	1,1392	1,9331
		financial crisis	2,04748*	,18026	,000	1,5773	2,5176
		debt crisis	3,78771*	,16567	,000	3,3564	4,2190
	euro currency	national currencies	-1,53614*	,15186	,000	-1,9331	-1,1392
		financial crisis	,51135*	,11409	,000	,2059	,8168
		debt crisis	2,25158*	,08926	,000	2,0185	2,4847
	financial crisis	national currencies	-2,04748*	,18026	,000	-2,5176	-1,5773
		euro currency	-,51135*	,11409	,000	-,8168	-,2059
		debt crisis	1,74023*	,13191	,000	1,3925	2,0880
	debt crisis	national currencies	-3,78771*	,16567	,000	-4,2190	-3,3564
		euro currency	-2,25158*	,08926	,000	-2,4847	-2,0185
		financial crisis	-1,74023*	,13191	,000	-2,0880	-1,3925

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

(σελίδα 3/3)

Πίνακας 18

Correlations

	Greece	Italy	Germany	Ireland	Portugal	Spain	France	Austria	Belgium	Finland	Netherlands	Sweden	USA	UK
Greece														
Pearson Correlation	1	,279**	-,153**	,445**	,854**	,328**	-,390**	-,401**	-,337**	-,482**	-,483**	-,547**	-,594**	-,653**
Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,001	,000	,000	,000	,000	,000
N	205	204	205	190	205	205	205	202	205	205	205	205	205	205
Italy														
Pearson Correlation	,279**	1	,481**	,740**	,667**	,956**	,705**	,801**	,801**	,625**	,637**	,545**	,367**	,399**
Sig. (2-tailed)	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	204	204	204	189	204	204	204	201	204	204	204	204	204	204
Germany														
Pearson Correlation	-,153**	,481**	1	,279**	,257**	,706**	,945**	,908**	,960**	,974**	,996**	,981**	,938**	,960**
Sig. (2-tailed)	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205
Ireland														
Pearson Correlation	,445**	,740**	,279**	1	,765**	,772**	,390**	,393**	,542**	,322**	,327**	,220**	,080**	,132**
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,062**
N	190	189	200	200	200	200	200	197	200	200	200	200	200	200
Portugal														
Pearson Correlation	,854**	,667**	,257**	,765**	1	,786**	,401**	,354**	,488**	,287**	,292**	-,122**	-,154**	,257**
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,069**	,049**	,000
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205
Spain														
Pearson Correlation	,328**	,956**	,706**	,786**	,786**	1	,801**	,823**	,823**	,966**	,973**	,910**	,855**	,904**
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205
France														
Pearson Correlation	-,401**	,686**	,989**	,393**	,354**	,757**	,994**	1	,988**	,988**	,991**	,962**	,898**	,943**
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	202	201	249	197	249	249	249	249	249	227	249	221	249	249
Austria														
Pearson Correlation	-,237**	,801**	,960**	,542**	,488**	,823**	,988**	,983**	1	,966**	,973**	,910**	,855**	,904**
Sig. (2-tailed)	,001	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,000
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205
Belgium														
Pearson Correlation	-,482**	,625**	,974**	,322**	,287**	,763**	,979**	,979**	,965**	1	,980**	,973**	,893**	,956**
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205
Finland														
Pearson Correlation	-,483**	,637**	,996**	,327**	,292**	,726**	,991**	,996**	,973**	,980**	1	,972**	,920**	,945**
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205
Netherlands														
Pearson Correlation	-,547**	,545**	,981**	,220**	-,122**	,534**	,962**	,910**	,910**	,973**	,972**	1	,916**	,965**
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,000
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205
Sweden														
Pearson Correlation	-,594**	,367**	,938**	,080**	,124**	,495**	,898**	,901**	,855**	,893**	,930**	,916**	1	,941**
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,000
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205
USA														
Pearson Correlation	-,653**	,399**	,960**	,133**	,257**	,724**	,943**	,933**	,904**	,916**	,945**	,945**	,941**	1
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205
UK														
Pearson Correlation														
Sig. (2-tailed)														
N	205	204	205	200	205	205	205	204	205	205	205	204	205	205

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
 * . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Inter-Item Covariance Matrix

Period		Italy	Germany	Ireland	Portugal	Spain	USA
national currencies	Italy	,233	,223	,235	,233	,227	,152
	Germany	,223	,217	,229	,225	,219	,166
	Ireland	,235	,229	,243	,237	,231	,182
	Portugal	,233	,225	,237	,235	,228	,170
	Spain	,227	,219	,231	,228	,223	,164
	USA	,152	,166	,182	,170	,164	,339
euro currency	Italy	,181	,178	,206	,194	,195	,078
	Germany	,178	,178	,205	,192	,194	,062
	Ireland	,206	,205	,243	,226	,228	,064
	Portugal	,194	,192	,226	,212	,212	,073
	Spain	,195	,194	,228	,212	,215	,062
	USA	,078	,062	,064	,073	,062	,225
financial crisis	Italy	,119	,124	,024	,096	,099	,052
	Germany	,124	,273	-,086	,107	,136	,208
	Ireland	,024	-,086	,192	,032	,011	-,083
	Portugal	,096	,107	,032	,114	,095	,072
	Spain	,099	,136	,011	,095	,099	,091
	USA	,052	,208	-,083	,072	,091	,275
debt crisis	Italy	2,254	,804	3,772	4,903	2,302	-,020
	Germany	,804	,678	2,168	1,573	,892	,302
	Ireland	3,772	2,168	9,492	8,866	4,034	,533
	Portugal	4,903	1,573	8,866	12,567	4,810	-,245
	Spain	2,302	,892	4,034	4,810	2,563	,003
	USA	-,020	,302	,533	-,245	,003	,286

Πίνακας 20

Multivariate Tests^a

Effect		Value	F	Hypothesis df	Error df	Sig.	Partial Eta Squared
Intercept	Pillai's Trace	,988	2553,508 ^b	6,000	180,000	,000	,988
	Wilks' Lambda	,012	2553,508 ^b	6,000	180,000	,000	,988
	Hotelling's Trace	85,117	2553,508 ^b	6,000	180,000	,000	,988
	Roy's Largest Root	85,117	2553,508 ^b	6,000	180,000	,000	,988
Period	Pillai's Trace	1,600	34,678	18,000	546,000	,000	,533
	Wilks' Lambda	,032	67,562	18,000	509,602	,000	,683
	Hotelling's Trace	12,677	125,830	18,000	536,000	,000	,809
	Roy's Largest Root	11,300	342,780 ^c	6,000	182,000	,000	,919

a. Design: Intercept + Period

b. Exact statistic

c. The statistic is an upper bound on F that yields a lower bound on the significance level.

Πίνακας 21

