

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

«Η κρίση της Ευρωζώνης: Εξωτερικό έναντι Δημοσίου Χρέους.»

Διπλωματική Εργασία
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του
Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική
από την

Μπλάφα Ευσταθία

Ηράκλειο

2017

Δήλωση αυθεντικότητας

«Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

Σελίδα Τριμελούς Εξεταστικής Επιτροπής

«Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή, η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Καθηγητής Θ. Β. Σταματόπουλος (Επιβλέπων)
- Καθηγητής Δ. Τερζάκης(Μέλος)
- Αν. Καθηγητής Σ. Αρβανίτης (Μέλος)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα».

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (E-ONE) στις αρχές της δεκαετίας του 2000 συνιστά μια άκρως ενδιαφέρουσα εξέλιξη, με βασικό χαρακτηριστικό την ελεύθερη κινητικότητα κεφαλαίων στις χώρες – μέλη.

Σε μελέτη των Feldstein – Horioka, το 1980, απέδειξαν ότι τα μεγέθη, εθνική αποταμίευση και επενδύσεις, συσχετίζονται ανάλογα με το μέγεθος, την αυτάρκεια και το βαθμό κινητικότητας κεφαλαίων σε μια οικονομία. Έτσι κατέληξαν ότι η ανάπτυξη μιας χώρας συνδέεται περισσότερο με την άνοδο της εγχώριας αποταμίευσης, προκαλώντας ανάλογη έκπληξη μιας και αυτό αφήνει σε δευτερεύοντα ρόλο τη σημασία των ξένων επενδύσεων. Για αυτό το λόγο το πλαίσιο που παρουσίασαν ονομάζεται γρίφος των Feldstein – Horioka (Feldstain – Horiokapuzzle).

Εστιάζοντας στην ελληνική οικονομία που βρισκόταν υπό δεκαετίες υπό καθεστώς ελλειμάτων τόσο στο δημοσιονομικό ισοζύγιο όσο και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (δίδυμα ελλείματα), είναι εύλογο η εξέταση της ισχύος και των συνεπειών του γρίφου Feldstein – Horioka να έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Η μελέτη αυτού του σημείου, είναι το κεντρικό αντικείμενο της παρούσας εργασίας.

Ολοκληρώνοντας την διπλωματική μου εργασία νοιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω από καρδιάς τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Σταματόπουλο Θεόδωρο για την υπομονή και την άρτια επιστημονική του συμβολή τόσο κατά την διάρκεια συγγραφής της εργασίας αυτής, όσο και σε όλη την διάρκεια σπουδών μου στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα.

*Αφιερώνεται στον πατέρα μου..
για όλα όσα μου πρόσφερε
και για αυτά που δεν πρόλαβε να δει..*

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	4
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	7
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	8
ABSTRACT	10
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	13
ΠΕΡΙ ΤΗΣ ΑΤΕΛΟΥΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΈΝΩΣΗΣ	13
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ.....	13
1.2 ΟΙ ΔΥΟ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΚΥΡΙΑΡΧΕΣ ΣΧΟΛΕΣ ΣΚΕΨΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΕΝΩΣΕΩΝ	15
1.3 ΑΣΥΜΜΕΤΡΕΣ ΔΙΑΤΑΡΑΧΕΣ, ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΈΝΩΣΗ.....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	23
ΚΥΚΛΟΙ MINSKY ΚΑΙ Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ	23
2.1 Η ΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ.....	23
2.2 ΜΕΤΑ - ΚΕΨΝΣΙΑΝΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	27
2.3 ΣΤΑΔΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΣΤΑΘΕΙΑΣ ΤΩΝ ΚΥΚΛΩΝ MINSKY..	31
2.4 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ MINSKY ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	42
ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΥΠΑΘΕΙΑΣ ΤΟΥ ΜΗ-ΑΥΤΕΞΟΥΣΙΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟΜΕΑ.....	42
3.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΔΙΔΥΜΩΝ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΩΝ.....	42
3.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΔΙΔΥΜΩΝ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ.....	44
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	63
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	64

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 2.1: Ετήσιος Δείκτης ΠΣΣΙ για Επιλεγμένες Χώρες της Ευρωζώνης (1995=100), 2007-2013	26
Διάγραμμα 2.2: Ενεργητικό της Κεντρικής Τράπεζας,	36
Ως ποσοστό % του εγχώριου ονομαστικού ΑΕΠ, Ιαν. 2007- Δεκ. 2013	36
Διάγραμμα 2.3: Προσφυγή Ελληνικών Τραπεζών σε πράξεις νομισματικής πολιτικής και έκτακτη χρηματοδότηση, Σε δις. Ευρώ Ιαν. 2009- Δεκ. 2013	36
Διάγραμμα 2.4: Εξέλιξη των καταθέσεων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στην Ελλάδα, Σε εκατ. ευρώ, στοιχεία τέλους περιόδου, Ιαν. 2007- Δεκ. 2013	37
Διάγραμμα 3.1: Ακαθάριστες ιδιωτικές επενδύσεις (<i>itoy</i>) και ακαθάριστη εθνική αποταμίευση (<i>nstoy</i>) της Ελλάδας ως λόγοι στο ΑΕΠ.	46
Διάγραμμα 3.2: Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (<i>catoy</i>), ακαθάριστη αποταμίευση δημοσίου (<i>sgontoy</i>), και ιδιωτικές επενδύσεις (<i>itoy</i>) της Ελλάδας, ως λόγοι στο ΑΕΠ. 47	

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός:

Ερευνούμε τις υποθέσεις δίδυμων ελλειμμάτων και γρίφου Feldstein-Horioka για την Ελλάδα την περίοδο 1995-2015.

Μεθοδολογία:

Εφαρμόζουμε αναλυτική μέθοδο. Αρχικά θεμελιώνουμε θεωρητικά την Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση στη σύγχρονη θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών εξετάζοντας κριτικά τις δύο κύριες σχολές σκέψης της αλλά και τις επιπτώσεις των ασύμμετρων διαταραχών στον κίνδυνο διάλυσής της. Στην συνέχεια συμπληρώνουμε την θεωρητική θεμελίωση με την ανάλυση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων του Minsky. Τέλος, με ανάλυση οικονομετρίας χρονολογικών σειρών επιδιώκουμε να απαντήσουμε στα ερωτήματα του σκοπού μας.

Ευρήματα:

Το μέγεθος του δείγματος δεν μας παρείχε τους αναγκαίους βαθμούς ελευθερίας για την εκτίμηση σταθερών μακροχρόνιων σχέσεων ισορροπίας (συνολοκλήρωσης). Οι οικονομετρικές μας εκτιμήσεις συνιστούν *βραχυχρόνιες* ενδείξεις επιβεβαίωσης τόσο της υπόθεσης των δίδυμων ελλειμμάτων (ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κρατικού προϋπολογισμού) όσο και του γρίφου της χρηματοδότησης των εγχώριων ιδιωτικών επενδύσεων κυρίως από την εθνική αποταμίευση. Το τελευταίο συνιστά ένδειξη *βραχυχρόνιας* επαλήθευσης του αινίγματος Feldstein-Horioka. Επίσης, εκτιμήθηκε στην τελευταία αυτή βραχυχρόνια σχέση διαρθρωτική μεταβολή το 2010 έτος έναρξης της κρίσης του Ελληνικού δημόσιου χρέους.

Περιορισμοί, Επιπτώσεις πολιτικής:

Ο καθοριστικός των συμπερασμάτων περιορισμός είναι το μικρό μέγεθος των 20 παρατηρήσεων του δείγματος. Δεν μπορούν να εξαχθούν προτάσεις οικονομικής πολιτικής αφού δεν ήταν δυνατόν να εκτιμήσουμε συνολοκληρωμένα διανύσματα διόρθωσης σφάλματος για τις εξεταζόμενες μακροχρόνιες σχέσεις ισορροπίας.

Στοιχεία Πρωτοτυπίας:

Από όσο γνωρίζουμε δεν έχει εξετασθεί άλλη φορά το θέμα αυτό στην Ελληνική περίπτωση.

Λέξεις κλειδιά:

Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση, Ασύμμετρες διαταραχές, κύκλοι
Minsky, Δίδυμα Ελλείμματα, puzzleFeldstein-Horioka, Ελλάδα.

Ταξινόμηση:

F32, F34, F36, F45.

ABSTRACT

Purpose:

We investigate both hypotheses of twin deficits and Feldstein-Horioka's puzzle for Hellenic (Greek) economy during the period 1995-2015.

Methodology:

We proceed through analytical method. First, we establish European Economic and Monetary Union (EMU) on the Optimum Currency Areas theory by analyzing critically both the two main analytical schools of thought, but also the implications of asymmetric shocks on its disintegration. We complement this theoretical foundation by considering Minsky's financial instability hypothesis on the case of EMU. Finally, we apply time series econometrics on a Greek sample data so as to understand the causalities of relations to be tested.

Findings:

The disposable sample size of the paper has not provided us with the necessary degrees of freedom so as to obtain robust estimations on the aimed steady state equilibrium relationships (cointegrated series). However, we provide positive evidences, through *short run* econometric estimations, on both hypotheses of twin deficits (current accounts and fiscal budget, deficits) and the puzzle of national financing of domestic private investments (Feldstein-Horioka's puzzle). A structural change on the estimated parameters of the puzzle has been also verified in 2010 starting year of the Greek public debt crisis and Euro zone's too.

Limitations, Policy Implications:

The small sample size of 20 observations is crucial to any long run statistical inference. Our estimations cannot be useful for policy-makers because they have not derived from cointegrated equations. We only provide short run evidences on the hypotheses tested.

Originality/Value:

As far as we know this is the first time that both hypotheses have been tested for the Greek sovereign debt crisis period.

Key Words:

European Economic and Monetary Union, asymmetric shocks, Minsky's cycles, Twin deficits hypothesis, Feldstein-Horioka puzzle, Greece.

JEL Classification: F32, F34, F36, F45.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (Ε – ΟΝΕ) στις αρχές της δεκαετίας του 2000 συνιστά μια άκρως ενδιαφέρουσα εξέλιξη τόσο φυσικά από κοινωνική και πολιτική σκοπιά όσο και από οικονομική. Η θεωρία της άριστης νομισματικής περιοχής υπάρχει στο χώρο της οικονομικής επιστήμης εδώ και δεκαετίες, ενώ έχει δοκιμαστεί στην πράξη και σε διάφορες περιπτώσεις με ίσως πιο χαρακτηριστική αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών. Όμως, η Ε – ΟΝΕ συνιστά μοναδική περίπτωση (*suigeneris* κατά τον Eichengreen, 2008) αφού αναφέρεται σε μια ένωση ανεπτυγμένων οικονομιών, με πολύ ετερόκλητα και ανομοιογενή χαρακτηριστικά που δε συνοδεύεται από δημοσιονομική ή πολύ περισσότερο πολιτική ενοποίηση.

Στο πλαίσιο αυτό, ένα βασικό χαρακτηριστικό της Ε – ΟΝΕ είναι η πλήρης και ελεύθερη κινητικότητα κεφαλαίων στις χώρες – μέλη. Η κινητικότητα αυτή έχει αξιοσημείωτη επίδραση στην αποτελεσματικότητα τόσο της δημοσιονομικής όσο και της νομισματικής πολιτικής αλλά και στο σχεδιασμό της οικονομικής πολιτικής που στοχεύει στην εθνική αποταμίευση και στις επενδύσεις.

Με τη σχέση εθνικής αποταμίευσης και επενδύσεων απασχολήθηκαν μεταξύ άλλων και οι Feldstein–Horioka και οι οποίοι σε μια μελέτη του 1980 απέδειξαν ότι τα μεγέθη αυτά συσχετίζονται ανάλογα με το μέγεθος, την αυτάρκεια και το βαθμό κινητικότητας κεφαλαίων σε μια οικονομία. Συγκεκριμένα, οι ερευνητές εκτίμησαν εμπειρικά τη σχέση των δύο μεταβλητών και βρήκαν ότι ο συντελεστής της παλινδρόμησης προσεγγίζει τη μονάδα σε μια κλειστή οικονομία και τείνει στο μηδέν σε μια ανοικτή. Αυτό συμβαίνει γιατί υπό καθεστώς πλήρους κινητικότητας κεφαλαίων οι επενδυτές ενδιαφέρονται περισσότερο για την μεγιστοποίηση των πραγματικών αποδόσεων των επενδύσεών τους διεθνώς (διεθνές αποτέλεσμα Fisher) και όχι για την χρηματοδότηση τους από την τοπική αποταμίευση. » Παλινδρομώντας τις εθνικές ιδιωτικές επενδύσεις πάνω στην εθνική αποταμίευση χωρών με ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, κατέληξαν στον γρίφο Feldstein – Horioka (Feldstein – Horioka puzzle) επειδή δεν μπορούσαν στατιστικά να απορρίψουν την υπόθεση ότι ο γωνιακός συντελεστής της υπόψη γραμμικής παλινδρόμησης ήταν μονάδα.

Η Ελλάδα μετά το 2008 βυθίζεται στο καταστροφικό σπινάλ υπερχρέωσης του δημόσιου τομέα και ύφεσης που επέτειναν οι μνημονιακές πολιτικές λιτότητας στην

Ευρωζώνη από το 2010 και μετά. Στην εργασία αυτή, μετά την κριτική ανάλυση του πλαισίου αναφοράς των δομικών ατελειών της Ευρωζώνης (Praussello, 2012), στο κεφάλαιο 1, αλλά και εναλλακτικών θεωρήσεων και αντιμετώπισης (Minsky, 1992) της εγγενούς χρηματοοικονομικής αστάθειας της «ελεύθερης αγοράς», στο κεφάλαιο 2, ελέγχουμε οικονομετρικά τον γρίφο Feldstein – Horioka (1980) και την υπόθεση των δίδυμων ελλειμμάτων για την Ελλάδα 1995-2015 στο κεφάλαιο 3.

Αναλυτικότερα, στο κεφάλαιο 1, αφού αρχικά ορίσουμε το πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης υπό από το «φώς» της θεωρίας των άριστων νομισματικών περιοχών, εξετάζουμε κριτικά τις δύο κύριες σχολές σκέψης και τις επιπτώσεις των ασύμμετρων διαταραχών πάνω στον κίνδυνο διάλυσής της (πχ. Eichengreen, 2008 και DeGrauwe, 2011). Εν συνεχεία, αναλύουμε το πλαίσιο χρηματοπιστωτικών κρίσεων του Minsky (1992) στο κεφάλαιο 2, πριν προχωρήσουμε στο 3^ο κεφάλαιο και εμπειρικό τμήμα της εργασίας.

Εκεί, επιβεβαιώσαμε *μόνο* για την βραχυχρόνια περίοδο και τις δύο υποθέσεις για την ελληνική οικονομία την περίοδο 1995-2014, τόσο του γρίφου Feldstein-Horioka (1980) όσο και τα δίδυμα ελλείμματα, κρατικού προϋπολογισμού και ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Εντούτοις, ως γνωστόν, στην οικονομική επιστήμη αυτό που μας ενδιαφέρει είναι να θεμελιώνουμε *σταθερές μακροχρόνιες αιτιώδεις σχέσεις*. Εδώ συνίσταται ο κύριος περιορισμός της εργασίας μας, δηλ. το μικρό μέγεθος του δείγματος (n=20). Είναι γεγονός ότι η σχετικά σύντομη περίοδος που καλύπτεται από το δείγμα δεν επιτρέπει την διερεύνηση ύπαρξης μακροχρόνιων σχέσεων ισορροπίας (συνολοκλήρωσης – cointegration).

Στους μελλοντικούς ερευνητικούς σχεδιασμούς μας βρίσκεται η διεύρυνση του μεγέθους του δείγματος με τρόπους που υποδεικνύει η σύγχρονη οικονομετρική ανάλυση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΕΡΙ ΤΗΣ ΑΤΕΛΟΥΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΈΝΩΣΗΣ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ

Σύμφωνα με την σύγχρονη άποψη για τις ενδογενείς άριστες νομισματικές περιοχές –e-OCAs- (Praussello, 2012), η έμφαση πλέον δίνεται στις εφικτές επιδράσεις σύγκλισης ή απόκλισης των χωρών-μελών μετά την έναρξη λειτουργίας της νομισματικής ένωσης (NE). Έτσι, υποδεικνύεται θεωρητικά ότι κυρίαρχο ρόλο στην δημιουργία ή διάλυση NE έχει η «πολιτική». Με άλλα λόγια η σύγχρονη αρθρογραφία (e-OCAs) θέτει το ερώτημα «Μπορούν οι επιδράσεις της NE, μετά την έναρξη λειτουργίας της, να εμποδίσουν ή αντισταθμίσουν πιθανές ασύμμετρες διαταραχές, εξασφαλίζοντας την σταθερότητά της;» Η κριτική του Lucas (1976) βρίσκει εδώ την εφαρμογή της. Ο Νομπελίστας το 1995 Καθηγητής R.Lucas έδειξε ότι είναι αφέλεια να προσπαθεί κάποιος να προβλέψει τις επιδράσεις των μεταβολών της οικονομικής πολιτικής με βάση μόνο οικονομετρικά υποδείγματα που χρησιμοποιούν ιστορικές υψηλής αθροιστικότητας παρατηρήσεις (aggregatedhistoricaldata). Με άλλα λόγια δεν είναι δυνατόν να περιμένουμε τουλάχιστον την σταθερότητα των εκτιμηθέντων συντελεστών κλασικών οικονομετρικών υποδειγμάτων. Σε μία διάσημη πλέον εργασία οι FrankelandRose (1996) έδειξαν ότι «... χώρες που προσχώρησαν στην E-ONE¹ ... (χώρες-μέλη, χ-μ.) θα μπορούσε να ικανοποιούν τα κριτήρια των Άριστων Νομισματικών Περιοχών (ANΠ, -OCA-) εκ των υστέρων (ex-post) ακόμα κι αν δεν το έκαναν εκ των προτέρων (ex-ante)...». Η ενδογένεια εισήλθε στην ανάλυση. «Διεθνές» ενδο-κλαδικό κυρίως εμπόριο εντός των NE, και συσχετίσεις των επιχειρηματικών κύκλων είναι στενά συνδεδεμένες στις περιπτώσεις των NE (Rose, 2004).

Όπως αναφέρει ήδη ο Mundell (1973) ετερογενείς χώρες μπορεί να συνιστούν δυνητικά μέλη ANΠ (μετά την έναρξη λειτουργίας τους) μέσω της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, από την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων στις χρηματαγορές ή κεφαλαιαγορές τους. Ο συνδυασμός των επιδράσεων «κοινής αγοράς» (ελεύθερη κίνηση αγαθών, πόρων, χρήματος εντός της ένωσης) και NE (υπερεθνικός θεσμός για

¹ Οικονομική και Νομισματική Ένωση στην Ευρώπη που χρησιμοποιεί κοινό νόμισμα το «ευρώ» (Ευρωζώνη).

την κοινή νομισματική πολιτική και εξασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας) μπορεί να περιορίσει τις «ασυμμετρίες» των χ-μ., κατά τους υποστηρικτές της άποψης του Mundell (1973), εξασθενώντας τον ρόλο των «συγκριτικών πλεονεκτημάτων» (τύπου Ricardo), με τελικό αποτέλεσμα οι «κλαδικές» εξωγενείς διαταραχές να γίνουν ενδογενώς κοινές στην πλειονότητα της ΝΕ. Αντίθετα, το «αποτέλεσμα Krugman-Eichengreen» δείχνει (Krugman, 1993) ότι οικονομίες κλίμακος σε διάφορα πρότυπα εξειδίκευσης των χ-μ. της ΝΕ, μπορεί να προωθή το δια-κλαδικό εμπόριο (τύπου Ricardo), κι επομένως, να δημιουργούνται «ασύμμετρες διαταραχές», ασύμβατες με τη βιωσιμότητα της ΝΕ, σε περιπτώσεις με κρατικά χαρακτηριστικά ανισοροπιών (country-specific) και λιγότερο συσχετισμένων επιχειρηματικών κύκλων. Ποια από τις παραπάνω δύο αντίθετες ερμηνείες της κατεύθυνσης της ενδογένειας που παράγει το στενότερο διεθνές εμπόριο μεταξύ των χ-μ. στην περίπτωση της Ευρωζώνης, είναι ακόμη ανοιχτό θεωρητικό ερώτημα.

Τελικά, στις εσωτερικές αιτίες ή παράγοντες («ενδογένειες», endogeneities) οι οποίοι προκαλούν την ικανοποίηση των κριτηρίων ΑΝΠ μετά την έναρξη της λειτουργίας τους (e-OCAstheory), εκτός των άμεσων ξένων επενδύσεων που προκαλούν πολλαπλασιαστική επίδραση στις ροές κεφαλαίων, οι De Grauwe and Mongelli (2005) ή Mongelli (2008) διακρίνουν τις εξής:

- a. Ενδογένεια *οικονομικής ολοκλήρωσης*, η οποία κυρίως εμφανίζεται στις τιμές και ροές εμπορίου. Η ΝΕ ενισχύει την διαφάνεια στις τιμές αγαθών-υπηρεσιών, αλλά και την μείωση τόσο των αποκλίσεων των πληθωρισμών όσο και των διακριτικών τιμολογιακών πολιτικών.
- b. Ενδογένεια *χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης*, η οποία κυρίως δρα ως μηχανισμός ασφάλισης μέσω της ολοκλήρωσης των χρηματαγορών/κεφαλαιαγορών.
- c. Ενδογένεια μέσω της *ευκαμψίας των αγορών εργασίας αλλά και αγαθών-υπηρεσιών*, η οποία ενισχύεται στις ΝΕ μέσω της απελευθέρωσης (deregulation) των αγορών αυτών και της εξασθένησης των εργατικών συνδικάτων.
- d. Ενδογένεια *συγχρονισμού της παραγωγής και σύμμετρων διαταραχών*, που ενισχύονται στις ΝΕ μέσω της διάχυσης της γνώσης και της τεχνολογίας.

Εντούτοις, *αρνητικές* επιδράσεις της ενδογένειας των εκ των υστέρων ΑΝΠ μπορεί να εμφανίζονται ως εξής:

- a. *Μακροχρόνιες αποκλίσεις των χ-μ.* εξαιτίας του αποτελέσματος Krugman-Eichengreen για τις διακλαδικές εμπορευματικές ανταλλαγές που οφείλονται στις οικονομίες κλίμακας και περιφερειακής εξειδίκευσης.
- b. *Βραχυχρόνιες αποκλίσεις των χ-μ.* εξαιτίας των διαφορετικών περιφερειακών επιχειρηματικών κύκλων εντός της Ευρωζώνης, ειδικά, αφενός με χ-μ. που αντιμετωπίζουν υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης και πληθωρισμού και αφετέρου με άλλες με αντίθετες πραγματικότητες.

Τελικά, αυτό που λείπει από την σύγχρονη θεωρία ενδογενών-ΑΝΠ είναι η *άριστη δημοσιονομική ένωση* (-OFU-, Fidrmuc, 2010) η οποία θα μπορούσε να δείξει ότι μέσω του κεντροποιημένου Ευρωπαϊκού προϋπολογισμού θα μπορούσε να επιτευχθεί αποτελεσματική αναδιανομή εισοδήματος μεταξύ των χ-μ. της E-ONE.

1.2 ΟΙ ΔΥΟ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΚΥΡΙΑΡΧΕΣ ΣΧΟΛΕΣ ΣΚΕΨΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΕΝΩΣΕΩΝ

Ο Mundell (1961) όρισε ως Άριστη Νομισματική Περιοχή (ΑΝΠ) την ένωση χωρών όπου οι οικονομικές επιπτώσεις της αμετάκλητα σταθερής ισοτιμίας των νομισμάτων τους (ή το κοινό τους νόμισμα) θα αντισταθμίζονται από τον *βαθμό κινητικότητας των συντελεστών* (κυρίως της μετανάστευσης της εργασίας) εντός της ένωσης, έτσι ώστε να εξασφαλίζεται η πλήρης απασχόληση, ακόμα κι όταν κάποια χ-μ. αντιμετωπίζει «*ασύμμετρη διαταραχή*» (πχ. μειώνεται η συνολική της ζήτηση ενώ του εταίρου της είτε παραμένει σταθερή είτε αυξάνεται). Άλλα παραδοσιακά κριτήρια, για τον χαρακτηρισμό ΑΝΠ, προστέθηκαν από άλλους ερευνητές, όπως βαθμός ανοίγματος στο διεθνές εμπόριο, περιφερειακή εξειδίκευση ή διαφοροποίηση παραγωγής και εμπορίου, κοινό σύστημα φορολογίας και μεταβιβαστικών πληρωμών κλπ.

Αναφορικά με την εφαρμογή της θεωρίας των ΑΝΠ στην Ευρωπαϊκή-Οικονομική και Νομισματική Ένωση (E-ONE) οι ανησυχίες για την ex-ante-ικανοποίηση των βασικών κριτηρίων αριστοποίησης (κινητικότητα συντελεστών, βαθμός ανοίγματος στο διεθνές εμπόριο, και περιφερειακή εξειδίκευση/διαφοροποίηση παραγωγής και εμπορίου, κλπ) που προβλέπει η θεωρία των Mundell (1961, 1973), McKinnon (1997), Kenen (1995), θεωρούνται βάσιμες σε Κεϋνσιανό αγοραίο περιβάλλον, όπου κυριαρχούν οι οικονομικές δυσκαμψίες (τιμών και αμοιβών). Γι' αυτό, σε αυτές τις

περιπτώσεις, είναι απαραίτητη με εξέχοντα ρόλο η αντι-κυκλική πολιτική. Αντίθετα, οι μονεταριστές (πχ. Friedman, 1997 και Feldstein, 1997, 1998), θεωρούν ότι οι οικονομικές πολιτικές είναι άχρηστες, εφόσον εξασφαλίζεται ο ελεύθερος και ανόθευτος ανταγωνισμός όλων των αγορών. Θεσμικές παρεμβάσεις, οι λεγόμενες «μεταρρυθμίσεις», είναι θεμιτές εφόσον ενισχύουν την ανόθευτη αλληλεπίδραση των δυνάμεων της αγοράς, ζήτηση και προσφορά.

Πρέπει να τονιστεί η ιδιαίτερα αρνητική θέση των «πατέρων» του μονεταρισμού Friedman (1997) και Feldstein (1997 & 1998) για την δημιουργία της E-ONE. Ίσως η σύγκριση με την εμπειρία τους από την NE των ΗΠΑ ήταν συντριπτική εναντίον της E-ONE. Οι ΗΠΑ διαθέτουν, σε ομοσπονδιακό επίπεδο, αντίθετα με την σχεδιαζόμενη τότε Ευρωζώνη, πρώτον, πολιτική ένωση, και δεύτερον, σειρά εργαλείων οικονομικής πολιτικής που επιτρέπουν την ανακύκλωση πλεονασμάτων στη NE των ΗΠΑ, κάτι που δεν έβλεπαν στην περίπτωση της E-ONE. Ο Friedman(1997) έκρινε ότι οι Ευρωπαίοι σχεδίαζαν την E-ONE για πολιτικούς λόγους. Εντούτοις, κατά την άποψη του, η NE πριν την αντίστοιχη πολιτική (ΠΕ) θα είχε το ακριβώς αντίθετο από το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα, δηλ. την πολιτική διαίρεση της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Η τεκμηρίωση του εδραζόταν στο γεγονός ότι εκτός των χ-μ. της «ζώνης μάρκου», οι υπόλοιπες χ-μ. ήταν πολιτικά και οικονομικά πολύ διαφορετικές μεταξύ τους. Ειδικότερα αναφέρθηκε στην Ευρωπαϊκή νομιμοποίηση, στα προβλήματα κοινωνικής (Ευρωπαϊκής) συνοχής, όπως η έλλειψη κοινής γλώσσας, στην δύσκαμπτη λειτουργία των αγορών, στην ουσιαστική ανυπαρξία Ευρωπαϊκού προϋπολογισμού (πολύ χαμηλό το περίπου 1% του κοινοτικού ΑΕΠ) να διαχειριστεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την αναδιανομή εισοδημάτων ή «πολιτική ανακύκλωση πλεονασμάτων» όπως την υπογράμμισε ο Βαρουφάκης (2016). Στην ίδια λογική και ο Feldstein (1997 & 1998) εξήγησε ότι ο «ζουρλομανδύας» κοινού νομίσματος και επιτοκίου σε ομάδα χωρών (ΕΕ) με πολλές δομικές ετερογένειες, και χωρίς διακρατικές αντι-κυκλικές μεταβιβαστικές πληρωμές θα κατέληγαν σε αύξηση τόσο της ανεργίας όσο και των μέσων επιπέδων πληθωρισμού τους. Και για τον Feldstein προσδιοριστικός παράγοντας της οικονομικής ολοκλήρωσης θα ήταν η πολιτική ένωση. Δηλ. θα έπρεπε να προηγηθεί η πολιτική της οικονομικής ένωσης, κι όχι το αντίθετο που σχεδίασαν οι Ευρωπαίοι με κίνδυνο την διάσπαση όχι μόνο της E-ONE αλλά ακόμα και της ΕΕ.

Η παραπάνω κριτική της υπόθεσης E-ONE πριν την έναρξη λειτουργίας της, ενισχύθηκε μετά την επίδραση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007/08 η οποία έπληξε ιδιαίτερα την Ευρωζώνη από το 2010 και μετά. Τώρα δεν είναι μόνο η χαλάρωση της Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) που αναγκάστηκαν οι χ-μ. να παραβιάζουν συστηματικά, για να αντιμετωπίσουν από τους εθνικούς προϋπολογισμούς την προκληθείσα ύφεση, αλλά και τεκμηριωμένες απόψεις (πχ. Roubini, 2006) ότι ιδρυτικά μέλη της ΕΕ, όπως η Ιταλία, θα αναγκαστούν να εγκαταλείψουν την E-ONE, αφού τα συμφέροντά τους ήταν σε αποκλίνουσα νομισματική πολιτική από την εφαρμοζόμενη. Με άλλα λόγια η εμπειρία της πρώτης δεκαετίας της ζωής με το ευρώ έδειχνε ότι η λειτουργία της E-ONE προκαλούσε αποκλίσεις μεταξύ των χ-μ. η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει πιθανώς και στην διάλυσή της.

Η «υπόθεση της διάλυσης της E-ONE» προσεγγίστηκε θεωρητικά είτε ιστορικά είτε αναλυτικά.

Η βασική ιδέα της ιστορικής προσέγγισης ως μεθοδολογία ανάλυσης (Bordo and James, 2013) της παραπάνω υπόθεσης, επιτυχών συστάσεων (ΗΠΑ, Ιταλία, Γερμανία) ή διαλύσεων (Αυστρία, Ρωσία-ΕΣΣΔ, Γιουγκοσλαβία, Τσεχοσλοβακία) NE σε εθνικό ή πολυεθνικό (Λατινική Αμερική ή Σκανδιναβία) επίπεδο, είναι ότι ο *πολιτικός* παράγοντας έχει κρίσιμο ρόλο τόσο στην δημιουργία όσο και στην διάλυση των NE. Επιπλέον, η πολιτική είναι αποφασιστικής σημασίας και στην περίπτωση που κάποια χ-μ. αποφασίζει να ακολουθήσει αποκλίνουσα νομισματική πολιτική από εκείνη της ένωσης. Εδικά σε σύγκριση με τον χρυσό κανόνα στην προ-1914 ιστορική περίοδο οι χ-μ. του μπορούσαν σε εξαιρετικές περιπτώσεις να υποτιμήσουν το νόμισμα τους (νέα κεντρική ισοτιμία με χρυσό) κάτι που δεν προβλέπεται στην Ευρωζώνη, κι επομένως η κρίση κοστίζει πολύ περισσότερο στις περιφερειακές χώρες με μέγιστο στην Ελλάδα.

Στην αναλυτική προσέγγιση της «υπόθεσης της διάλυσης της E-ONE» κυριαρχούν δύο σχολές σκέψης, εκπρόσωποι των οποίων είναι αφενός ο Eichengreen (2008) κι αφετέρου ο De Grauwe (2011, 2013).

Το βασικό επιχείρημα του Eichengreen για τη μη-διάλυση της E-ONE εδράζεται στο υψηλό οικονομικό και πολιτικό κόστος που θα είχε η έξοδος από αυτήν,

οποιασδήποτε χ-μ.. Τέτοια έξοδο από την E-ONE εκτιμά ότι δύσκολα θα μπορούσε να αντέξει οποιοσδήποτε. Έτσι, αν κάποια χ-μ. NE αντιμετωπίζει μόνιμο πρόβλημα διεθνούς ανταγωνιστικότητας και γι' αυτό θα επιθυμούσε να αποσυρθεί από τη NE προσφεύγοντας σε εθνικό νόμισμα, το οποίο θα υποτιμούσε προκαλώντας πληθωρισμό μέσω του οποίου θα διάβρωνε και το διεθνές χρέος της, τότε όλα με όλα τα παραπάνω θα αποδιοργάνωνε τις αγορές της (με έμφαση στις χρηματοοικονομικές όπου αναμένονται αθρόες εκροές κεφαλαίων που θα υπερακόντιζαν την ισοτιμία του νέου υποτιμημένου εθνικού νομίσματος), ενώ ταυτόχρονα είναι πολύ πιθανό οι πρώην εταίροι της στην NE να δυσκολέψουν τώρα την είσοδο των προϊόντων της στην ενιαία τους αγορά. Τέτοιες πιθανές περιπτώσεις θεωρεί την Πορτογαλία και την Ιταλία, αν και θα μπορούσε ακόμη κι η Γερμανία να σκεφτεί την αποχώρηση από την E-ONE υπό συνθήκες που η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) θα διακινδύνευε την προσήλωσή της στην αντιπληθωριστική της στόχευση.

Σε κάθε περίπτωση, τεχνικά και νομικά εμπόδια επαναφοράς του εθνικού νομίσματος, είναι κατά τον Eichengreen (2008), πολύ μεγάλα για να μην ληφθούν υπόψη. Ο επαναπροσδιορισμός των τιμών και αμοιβών των αγαθών-εμπορευμάτων όλων των αγορών (αγαθών-υπηρεσιών, πόρων, και χρήματος/κεφαλαίου) μαζί με τα νομικά ζητήματα συμβάσεων και συμβολαίων, αλλά και τεχνικά, πχ. λειτουργικά Η/Υ, μειώνουν σημαντικά την πιθανότητα εμφάνισης του ενδεχομένου της αποχώρησης μιας χ-μ. από την E-ONE λόγω αυτού του υπερβολικά υψηλού συνολικού κόστους που πρέπει να αναληφθεί. Εντούτοις, αν κάποιος «αποστάτης» δείξει ότι κι άλλες χ-μ. έχουν τα ίδια με αυτόν οικονομικά συμφέροντα, τότε αυξάνει η πιθανότητα του ενδεχομένου *ομαδικής* αποχώρησης από την E-ONE. Εδώ βέβαια, έχει σημασία ποιος θα είναι ο «αποστάτης». Αν πρόκειται για κάποια «ακραία» περιφερειακή χ-μ. μάλλον δεν θα επηρεάσει τις υπόλοιπες, τουναντίον είναι πιθανό, μετά την αποχώρησή του, οι άλλες χ-μ. να αυξήσουν την συνοχή τους. Αντίθετα, αν ο «αποστάτης» είναι μεγάλη χ-μ., οδηγούμαστε αβίαστα, επίσης, στα αντίθετα αποτελέσματα κι ίσως τελικά στην διάλυση της E-ONE.

Συμπερασματικά, ο Eichengreen (2008) είναι αρκετά βέβαιος για την σταθερότητα ή βιωσιμότητα της E-ONE (τουλάχιστον για την επόμενη δεκαετία) όχι τόσο βάσει του ισχύοντος θεσμικού της πλαισίου, αλλά κυρίως εξαιτίας του υψηλού κόστους (και μάλιστα σε πολιτικούς όρους) εξόδου από αυτήν κάποιας χ-μ.

Ο De Grauwe (πχ. 2006, 2011, 2013) ερευνά τους δεσμούς *Πολιτικής* ένωσης (ΠΕ) και *Νομισματικής* ένωσης (ΝΕ) στην E-ONE εμπειρία. Θεωρεί ότι δεν υπάρχει ΠΕ αφού πρόκειται για πολλαπλής διάστασης κατασκευή, που δεν φαίνεται να ικανοποιείται στην E-ONE περίπτωση. Αν και είναι όλες «δυτικού τύπου κοινοβουλευτικές δημοκρατίες» οι χ-μ. έχουν εκχωρήσει πολλές *εξουσίες* τους στους υπερεθνικούς θεσμούς, με κυρίαρχη την νομισματική, αλλά αν και έχουν την *ευθύνη* πχ. για την κοινωνική πολιτική (φόροι, μεταβιβαστικές πληρωμές) ή πολιτικές αγοράς εργασίας (πολιτικές μισθών) ή ακόμα και στην δημοσιονομική πολιτική (λόγω του «ζουρλομανδύα» του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης -ΣΣΑ-) δεν διαθέτουν πλέον τα εργαλεία οικονομικής πολιτικής, δηλ. την *εξουσία* για την επίτευξη μειζόνων στόχων όπως η μείωση της ανεργίας. Αντίθετα, οι Ευρωπαϊκοί θεσμοί αν και έχουν *εξουσίες*(powers) δεν έχουν την *ευθύνη*(accountability) για τους κλασικούς στόχους μακροοικονομικής εσωτερικής και εξωτερικής οικονομικής ισορροπίας.

Ακριβώς εδώ εντοπίζει ο De Grauwe το έλλειμμα πολιτικής ολοκλήρωσης της E-ONE, δηλ. υπάρχει βαθιά αντίφαση μεταξύ *μέσων* και *στόχων* πολιτικής είτε στις εθνικές κυβερνήσεις είτε στους υπερεθνικούς θεσμούς. Το πρόβλημα είναι δομικό και αναφέρεται στις αρχιτεκτονικές ατέλειες της E-ONE από την ίδρυσή της με την συνθήκη για την ΕΕ (Μάαστριχτ 1992). Το κακό είναι ότι όταν εμφανίζονται αντίστοιχα προβλήματα, γενικά, οι κυβερνήσεις προτιμούν να μην τηρούν τους κανόνες, αφού ιεραρχούν πρώτο το εθνικό συμφέρον των ψηφοφόρων τους.

Δεν είναι δυνατόν οι κυβερνήσεις να έχουν την ευθύνη της εσωτερικής (πλήρης απασχόληση) κι εξωτερικής (ισορροπία ισοζυγίου πληρωμών) μακροοικονομικής ισορροπίας χωρίς μέσα για την επίτευξη των στόχων, εκτός των περίφημων μεταρρυθμίσεων. Είναι προφανές από οικονομικής άποψης ότι ο μιν De Grauwe θεωρεί απαραίτητες τις *παρεμβατικές οικονομικές πολιτικές* Κεϋνσιανού τύπου, ενώ από την άλλη μεριά η E-ONE εκ κατασκευής είναι θεμελιωμένη σε Μονεταριστικές και Νέας Κλασικής σχολές οικονομικές σκέψης, οι οποίες ως *οικονομικά της προσφοράς*(supply side Economics)θεωρούν σχεδόν άχρηστες τις οικονομικές πολιτικές. Εντούτοις, μετά το μεγάλο κραχ του 2007/08 και το σκάσιμο πολλών κερδοσκοπικών σαπουνόφουσκων στα εισοδήματα περιουσίας, το δόγμα των αυτορυθμιζόμενων αγορών έχει χάσει πολύ το κύρος του κι αντίστοιχα έχουν κερδίσει έδαφος οι ιδέες του De Grauwe.

Η παραπάνω ανάλυση οδηγεί στο συμπέρασμα, ότι αντίθετα με ό,τι συμβαίνει στην ΝΕ των ΗΠΑ όπου η πολιτική έχει τα μέσα για να αποθαρρύνει τις πολιτείες να εγκαταλείψουν την ένωση, στην E-ONE η απόφαση μιας χ-μ. εξαρτάται από την αντίληψή της για τα σχετικά κόστη και οφέλη από την αποχώρησή της.

Η πολιτική ολοκλήρωση που προτείνει ο De Grauwe ως απαραίτητη προϋπόθεση για την βιωσιμότητα της E-ONE θα βελτίωνε την *αριστοποίηση της ΝΕ* μέσω του *ευρωπαϊκού προϋπολογισμού*(OFU) που θα μπορούσε να διαχειριστεί η Επιτροπή μειώνοντας τις ασύμμετρες διαταραχές είτε εθνικής είτε περιφερειακής ή διεθνούς προέλευσης.

Συμπερασματικά, η πολλαπλών ατελειών ιδιότυπη κατασκευή της E-ONE, κατά τον De Grauwe, αν δεν προχωρήσει σε περαιτέρω πολιτική ενοποίηση, είναι πιθανό να εξωθήσει μέλη της σε αποχώρηση, προκαλώντας έτσι αποσταθεροποίηση και κάνοντας πιθανή την διάλυσή της.

1.3 ΑΣΥΜΜΕΤΡΕΣ ΔΙΑΤΑΡΑΧΕΣ, ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΈΝΩΣΗ

Οι ασύμμετρες διαταραχές θα μπορούσαν να πλήξουν την βιωσιμότητα της E-ONE, εάν τα παραδοσιακά κριτήρια ΑΝΠ, δεν ικανοποιούνται με αποτέλεσμα το κόστος της συμμετοχής στη ΝΕ να εμφανίζεται υψηλότερο του οφέλους επιστροφής στο εθνικό νόμισμα. Με άλλα λόγια, όσο μικρότερες είναι οι ιδιαίτερες κάθε χώρας (country-specific) διαταραχές, ή η ενδο-κοινοτική κινητικότητα των συντελεστών, με πρωτεύουσα την εργασία, ή η ευκαμψία μισθών εντός της χώρας, ή το ενδο-κοινοτικό διεθνές εμπόριο, είναι σε ικανοποιητικό βαθμό υψηλά. Μόνο έτσι, η ΝΕ δεν θα έχει υψηλότερο κόστος από το όφελος που δυνητικά θα προκαλούσε η σταθεροποιητική υποτίμηση του εθνικού νομίσματος. Σε κάθε περίπτωση, η σύγκριση μεταξύ ΝΕ και ανεξάρτητης-αυτεξούσιας εθνικής οικονομίας, γίνεται, σε όρους βελτίωσης του πραγματικού βιοτικού επιπέδου, δηλ. ρυθμός μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ με αποδεκτή κοινωνικά ανισοκατανομή του.

Οι ασύμμετρες (ενδεικτικά υπερβάλλουσα ζήτηση στην μια χ-μ. ενώ προσφορά στην άλλη) διαταραχές, ζήτησης (AD) ή προσφοράς (AS), διακρίνονται ανάλογα την προέλευσή τους σε εθνικές-χ-μ. ή της ένωσης ή και των δύο.

Ο Matthes (2009), για παράδειγμα, περιγράφει (εκτός των άλλων) ασύμμετρες διαταραχές με διττή προέλευση που δείχνουν αποκλίσεις των οικονομικών κύκλων χ-μ. της E-ONE. Έτσι, οι στατιστικές κατέγραψαν για την περίοδο 1999-2007, στις χ-μ. της E-ONE Γερμανία, Ισπανία και Ελλάδα σωρευτική αύξηση ονομαστικού ΑΕΠ, 15%, 39% και 45% αντίστοιχα, με αντίστοιχη αύξηση πληθωρισμών, 15%, 32%, 33%, με αποτέλεσμα η μέση ετήσια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ τους να είναι 0,0%, 0,9% και 1,5% αντίστοιχα. Ταυτόχρονα, η διεθνής εμπορική ανταγωνιστικότητα (βάσει του δείκτη της πραγματικής σταθμισμένης ισοτιμίας $-REER-$) σωρευτικά επίσης, αυξήθηκε 7% για την Γερμανία και μειώθηκε 14% για την Ισπανία και 13% για την Ελλάδα. Έτσι, συνολικά στο τέλος της περιόδου το (CA) ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ($CA=S^P+S^E-I$) κατέγραφε πλεόνασμα για την Γερμανία 7% ενώ έλλειμμα για την Ισπανία 10% και την Ελλάδα 14%.

Εθνικής προέλευσης ασύμμετρες διαταραχές δημιουργούνται συνήθως, είτε,

- a. από τις αποκλίνουσες επιλογές δημοσιονομικής πολιτικής των χ-μ., που αφορούν ειδικότερα στις αναδιανεμητικές πολιτικές, κοινωνικής ασφάλισης και μισθών,
- b. από κοινές διαταραχές, πχ. πετρελαϊκές ή μεταναστευτικό κλπ., με διαφορετικές όμως επιδράσεις σε κάθε χ-μ. εξαιτίας των διαφορών στην διάρθρωση τους,
- c. από καθαρά πολιτικούς λόγους, πχ. το 2005 ο Ιταλός Πρωθυπουργός Μπερλουσκόνι είχε χαρακτηρίσει το ευρώ «καταστροφή» ίσως εξαιτίας των πιέσεων που δεχόταν από το κόμμα της «λίγκας του βορρά».

Αναφορικά με τις μακροχρόνιες ασύμμετρες διαταραχές, «ομοσπονδιακής» ή της ένωσης προέλευσης, αυτές έχουν καταγραφεί στην βιβλιογραφία από την αντιπαράθεση της αισιόδοξης άποψης (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 1990) για την E-ONE και την αντίστοιχη απαισιόδοξη άποψη του Krugman (1993). Η θέση της Επιτροπής δέχεται την αισιόδοξη θέση της θεωρίας των ANΠ και της ενδογενούς ANΠ και του ενδοκλαδικού εμπορίου που οδηγεί σε σύγκλιση των χ-μ. Αντίθετα, ο Krugman έδειξε, μέσα από την θεωρία των περιφερειακών συγκεντρώσεων ή οικονομιών κλίμακας (agglomeration effects), ότι η ONE θα είναι πηγή ασύμμετρων διαταραχών (και μάλιστα προσφοράς $-AS-$ που δεν μπορεί να αντιμετωπίσει η υπερεθνική κοινή

νομισματική πολιτική της ΕΚΤ «one size fits all») η οποία μπορεί να οδηγήσει και στην διάλυσή της.

Οι *βραχυχρόνιες* ασύμμετρες διαταραχές ομοσπονδιακής ή της ΝΕ προέλευσης παρατηρούνται εύκολα από τις στατιστικές (πχ. EUROSTAT) των οικονομικών αποκλίσεων μεταξύ των χ-μ. της Ε-ONE. Ο Blanchard (2006) με την θεωρία των *ανακυκλούμενων υφέσεων* (rotations lumps) προσφέρει αναλυτική ερμηνεία για την συμπεριφορά των χ-μ. μετά την έναρξη λειτουργίας της Ευρωζώνης. Χώρες-μέλη με «ασθενή διαπιστευτήρια» στην αντιπληθωριστική πολιτική, εξαιτίας της ένταξής τους στην Ε-ONE με δεσμευμένη την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) σε πρώτο στόχο σε πληθωρισμό μέχρι 2%, επωφελούνται των χαμηλών επιτοκίων της. Οι εισροές κεφαλαίων λόγω της αναμενόμενης ανάπτυξης στην χ-μ. της Ε-ONE συμβάλλουν σε αυτήν αλλά χρηματοδοτώντας τον οικιστικό (κυρίως) κατασκευαστικό τομέα, συνυπάρχοντας με υψηλούς μισθούς. Ο συνδυασμός των δύο τελευταίων πιθανόν παράγει «επιδράσεις πλούτου» (Pigou effects) που τροφοδοτούν επιπλέον την κατανάλωση και μέσω αυτής πολλαπλασιαστικά αυξάνουν το εθνικό εισόδημα, μειώνοντας την ανεργία. Όταν το απόθεμα κεφαλαίου φτάσει στο νέο σημείο ισορροπίας του, εξαντλείται η αναπτυξιακή φάση του κύκλου, και δεδομένου ότι η παραγωγικότητα της εργασίας δεν βελτιώθηκε, ατονεί η ανάπτυξη (αν οι «φήμες» δεν «σκάσουν» την φούσκα των ακινήτων...) και η απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας αποκαλύπτεται. Επειδή δεν υπάρχει ο αυτόματος μηχανισμός εξωτερικής εξισορρόπησης που στην ανεξάρτητη οικονομία ήταν η συναλλαγματική ισοτιμία (θα υποτιμάτο το εθνικό νόμισμα) η χώρα βυθίζεται σε ύφεση.

Συμπερασματικά, οι περιφερειακές χώρες καταγράφουν οικονομικές αποκλίσεις, σε όρους ρυθμών μεγέθυνσης και επιπέδων ανεργίας, από τις χ-μ. του κέντρου της Ε-ONE (Γερμανία, Γαλλία) οι οποίες μπορούν να ερμηνευτούν από την θεωρία της ανακυκλούμενης ύφεσης του Blanchard.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΚΥΚΛΟΙ MINSKY ΚΑΙ Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

2.1 Η ΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (GFC) η οποία ξεκίνησε το 2007 στις Η.Π.Α. επηρέασε την Ευρωπαϊκή Ένωση το 2008 και δημιούργησε πληθώρα προβλημάτων στην Ευρωζώνη έκτοτε. Η αρχή για την κρίση της Ευρώπης έγινε όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχασαν την εμπιστοσύνη τους στην πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας και των άλλων περιφερειακών χωρών (Ιταλίας, Ισπανίας, Πορτογαλίας και Ιρλανδίας –SWEAP-). Οι αποδόσεις (yields) των κρατικών ομολόγων αναφοράς, εξαιτίας των μαζικών πωλήσεών τους από τους θεσμικούς επενδυτές, εκτινάχθηκαν σε επίπεδα τα οποία ανάγκασαν τις κυβερνήσεις τους, να ζητήσουν βοήθεια τόσο από την Ευρωπαϊκή Ένωση, όσο και από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ).

Η έκρηξη των ασφαλιστρών κινδύνου (CDS) για τα κρατικά ομόλογα της Ευρωπαϊκής περιφέρειας της Ευρωζώνης, αντικατοπτρίζει την αντίδραση των χρηματοπιστωτικών αγορών στον αλόγιστο δανεισμό των κυβερνήσεων (YifuLin & Treichel, 2012). Εδώ αναφέρεται η μονόπλευρη αιτιώδης σχέση «πίεσης» των χρηματαγορών προς τις κυβερνήσεις, να διορθώσουν τα δημοσιονομικά τους, μέσω της εξυπηρέτησης των χρεών τους (αφού αυξάνουν το κόστος δανεισμού των λιγότερο φερέγγυων κυβερνήσεων), η οποία στη σχετική βιβλιογραφία αναφέρεται ως «πειθαρχία ή τιμωρία της αγοράς» (market discipline). Εντούτοις, ισχύει και το αντίθετο, όταν οι κυβερνήσεις μέσω των παρεμβάσεων τους πχ. στις αγορές χρήματος (νομισματική πολιτική) προσπαθούν να τις «πειθαρχήσουν» (Rommerskirchen, 2015).

Αναλύοντας την δυναμική που συνέβαλε στην σημερινή κρίση του ευρώ, προκύπτει ότι η χρηματοοικονομική απορρύθμιση (deregulation) και η απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίου και των αγορών χρήματος/κεφαλαίου στις δεκαετίες '80 και '90, υπήρξαν βασικοί παράγοντες που συνέβαλαν στην παγκόσμια κρίση του 2008 και της Ευρωζώνης 2010. Με την κατάργηση του Glass-Steagall Act (1932), που διαχώριζε την εμπορική από την επενδυτική τραπεζική, από την κυβέρνηση Clinton το 1999, στις

Η.Π.Α. και στις άλλες ανεπτυγμένες δυτικοευρωπαϊκές και ασιατικές οικονομίες, η οικονομική απορρύθμιση και η απελευθέρωση συνέβαλαν στην ανάπτυξη νέων χρηματοδοτικών μέσων και παραγώγων τα οποία επέτρεψαν στις τράπεζες (περιλαμβανομένου του πυρήνα της Ευρωζώνης) να προβούν σε ενίσχυση των δανειακών τους κεφαλαίων, επενδύοντας στην αγορά ακινήτων και παραγώγων κυρίως αλλά συνέβαλαν και στην έκρηξη του καταναλωτισμού (Βαρουφάκης, 2012).

Όμως αυτή η έκρηξη επιπρόσθετα, οφείλεται και στην υιοθέτηση του ενιαίου Ευρωπαϊκού νομίσματος (ευρώ). Η ολοκλήρωση αυτή η οποία είχε ως συνέπεια την μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου για τις περιφερειακές χώρες, επιπλέον επέτρεψε την σύγκλιση των επιτοκίων προς το πολύ χαμηλότερο επίπεδο των χωρών του πυρήνα της E-ONE (DeGrauwe, 2011 & 2013).

Τόσο η χρηματοοικονομική απορρύθμιση όσο και η πτώση των επιτοκίων οδήγησαν σε μεγάλες εισροές κεφαλαίων από τις χώρες του πυρήνα προς τις χώρες της περιφέρειας, γεγονός το οποίο είχε ως αποτέλεσμα την δημιουργία στεγαστικών «φουσκών» και την υπερβολική κατανάλωση (YifuLin & Treichel, 16/9/2012).

Το ξέσπασμα της κρίσης δημοσίου χρέους κατά το τέλος του 2009 στην Ελλάδα, εν μέρη οφειλόταν κυρίως, στην μη-παραγωγική επένδυση των αθρόων εισροών κεφαλαίων (χρηματιστηριακές και στεγαστικές φούσκες) που θα βελτίωνε και την παραγωγικότητα όλων των συντελεστών και ιδίως της εργασίας, με αποτέλεσμα, τελικά, την επισφαλή ενσωμάτωση των περιφερειακών χωρών στη Ευρωζώνη. Η ραγδαία αύξηση και η εξάπλωση της κρίσης δημοσίου χρέους στην Ευρώπη οφείλεται στις δομικές αδυναμίες της ίδιας της νομισματικής Ένωσης.

Συγκεκριμένα όπως αναφέρουν οι Λαπαβίτσας, et al. (2010):

«Οι θεσμικοί μηχανισμοί που περιβάλλουν το ευρώ υπήρξαν αναπόσπαστο στοιχείο της κρίσης. Συγκεκριμένα, η ευρωπαϊκή νομισματική ένωση στηρίζεται σε πλήθος συνθηκών και διμερών συμφωνιών, στις οποίες περιλαμβάνονται η Συνθήκη του Μάαστριχτ, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και η Στρατηγική της Λισαβόνας. Στηρίζεται επίσης στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η οποία είναι υπεύθυνη για την νομισματική πολιτική σε ολόκληρη την ευρωζώνη. Ο συνδυασμός αυτών των θεσμών έχει δημιουργήσει ένα μείγμα νομισματικών, δημοσιονομικών και εργασιακών πολιτικών με πολύ ισχυρές κοινωνικές επιπτώσεις».

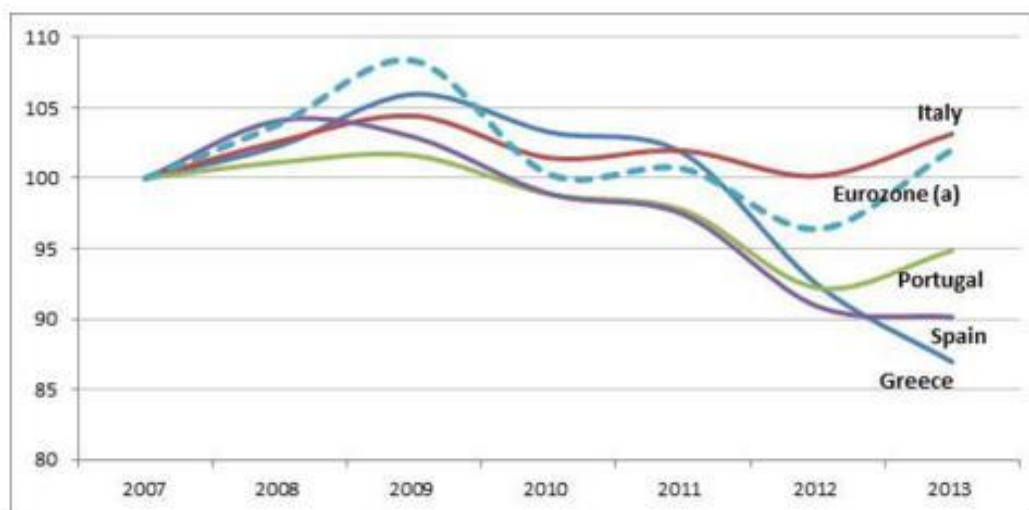
Η ασκούμενη νομισματική πολιτική που έχει εφαρμοστεί είναι ενιαία για ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Στόχος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας υπήρξε ο πληθωρισμός και η σταθεροποίηση της αγοραστικής αξίας του χρήματος. Όμως, ως γνώμονας για την επίτευξη του συγκεκριμένου στόχου, υπήρξαν οι συνθήκες οι οποίες επικρατούσαν στον πυρήνα της ζώνης του ευρώ. Έτσι εφαρμόστηκαν χαμηλά επιτόκια για ολόκληρη την Ευρωζώνη (Λαπαβίτσας, et al., 2010).

Ουσιαστικά η Ευρωπαϊκή Ένωση αρνήθηκε την ανάπτυξη συνεκτικών πολιτικών, μέσω των οποίων θα μπορούσε να δοθεί βοήθεια προς τα νέα μέλη της Ευρωζώνης, έτσι ώστε να μειωθούν τα διαρθρωτικά οικονομικά μειονεκτήματα που είχαν σε σχέση με τις πλουσιότερες χώρες της Ευρώπης (Troussaint, 21/11/2013).

Όλες οι πολιτικές προσφοράς (supply side economics) που εφαρμόστηκαν από το 2010, από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και από τις εθνικές κυβερνήσεις συνέβαλαν στην επιδείνωση της κρίσης και ιδίως των ασθενέστερων χωρών της Ευρωζώνης. Με την μείωση της ζήτησης του δημοσίου τομέα οι δυνατότητες για οικονομική ανάπτυξη έχουν λίγο πολύ εξαλειφθεί (Troussaint, 21/11/2013).

Στο επόμενο διάγραμμα παρουσιάζεται η επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών (σχετικών τιμών στην E-ONE) των χωρών της νότιας Ευρώπης από το 2007 και μετά. Όπως είναι εμφανές η Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία (ΠΣΣΙ) της Ελλάδας παρουσιάζει την μεγαλύτερη μείωση, γεγονός που οφείλεται στα μέτρα λιτότητας και στην περικοπή των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα, η οποία ενώ μειώνει την ενεργό ζήτηση δεν μειώνει εξίσου τις τιμές της εγχώριας παραγωγής λόγω των δυσκαμψιών των αγορών που για εκείνη των αγαθών οφείλεται στην ολιγοπολιακή της διάρθρωση.

Διάγραμμα 2.1: Ετήσιος Δείκτης ΠΣΣΙ για Επιλεγμένες Χώρες της Ευρωζώνης (1995=100), 2007-2013



Πηγή: Tavares E., 28/9/2014

Η Ahmadi (2015), διερεύνησε τα αίτια και τις συνέπειες της κρίσης χρέους της Ευρωζώνης σε συνδυασμό με την παγκόσμια οικονομική κρίση, καθώς επίσης τις αντιδράσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των διαφόρων κρατών μελών. Όπως υποστηρίζει οι επιπτώσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης για την κάθε χώρα είναι εύκολα αντιληπτές. Όμως υπάρχει μια προφανής διαφορά ανάμεσα στην διάρκεια και την σοβαρότητα της ανάκαμψης για μερικές περιφερειακές χώρες, σε σύγκριση με τις χώρες του πυρήνα. Οι χώρες αυτές που κακώς αναφέρονται ως PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain), αντί του ορθότερου SWEAP (South West Euro Area Periphery), αφορούν στην Πορτογαλία, την Ιταλία, την Ιρλανδία, την Ελλάδα και την Ισπανία, οι οποίες παρουσίασαν αξιοσημείωτα υψηλά ποσοστά ανεργίας, καθώς επίσης και μη βιώσιμη συσσώρευση χρέους.

Το γεγονός αυτό έφερε στο προσκήνιο το ερώτημα, «γιατί ορισμένες χώρες επηρεάστηκαν περισσότερο αρνητικά σε σύγκριση με τις υπόλοιπες, από την παγκόσμια οικονομική κρίση;». Όπως υποστηρίζει η Ahmadi (2015), θα ήταν λάθος να υποθεθεί ότι κάποιες χώρες επηρεάστηκαν περισσότερο από την παγκόσμια οικονομική κρίση, λόγω του μεγέθους της εκάστοτε οικονομίας ή των οικονομικών συνθηκών που επικρατούσαν κατά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Είναι εμφανές ότι σε άλλες χώρες εντός Ευρωζώνης στις οποίες κατά την έναρξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης επικρατούσαν παρόμοιες οικονομικές συνθήκες όπως στις SWEAP,

ήταν σε θέση να ανακάμψουν με τον ίδιο ρυθμό όπως οι χώρες του πυρήνα της Ευρωζώνης.

Σύμφωνα με την Ahmadi (2015), για τον αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ, κύριο ρόλο έπαιξε η ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική. Όμως για τους ρυθμούς ανάπτυξης στις SWEAP, συνέβαλαν πέρα από την εφαρμοζόμενη δημοσιονομική πολιτική και άλλοι παράγοντες. Κατά τις περιόδους ύφεσης οι κυβερνήσεις των διαφόρων χωρών, συχνά χρησιμοποιούσαν φορολογικά προγράμματα τα οποία προσωρινά βοηθούσαν στην αύξηση των κρατικών δαπανών, με αποτέλεσμα την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και την ανάκαμψη.

Αντίστοιχα και στην περίπτωση των SWEAP, εφαρμόστηκαν φορολογικά προγράμματα, τα οποία όμως αντί να βοηθήσουν στην ανάκαμψη των χωρών, οδήγησαν στην επιδείνωση της ύφεσης και στην περαιτέρω χρονική επέκταση της. Σε αυτή την περίπτωση, για να υπάρξει ανάκαμψη, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα έπρεπε να είχε εφαρμόσει ειδική δημοσιονομική πολιτική για κάθε κράτος και ιδίως για τις SWEAP, κάτι το οποίο δεν ήταν δυνατόν επειδή δεν προβλέπεται από τις συνθήκες της ΕΕ η δημοσιονομική ένωση.

Επομένως η Ahmadi (2015), έρχεται να επιβεβαιώσει το γεγονός ότι η Ευρωζώνη στερείται βασικών δομικών χαρακτηριστικών, έτσι δεν μπορεί να υπάρξει βιώσιμη ανάπτυξη των περιφερειακών χωρών, αντιθέτως διακινδυνώνονται προβλήματα όπως είναι η συσσώρευση χρέους.

2.2 ΜΕΤΑ – ΚΕΥΝΣΙΑΝΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η νομισματική θεωρία του Hyman Minsky συνήθως τοποθετείται στην Μετα-Κεϋνσιανή νομισματική παράδοση. Η Μετα-Κεϋνσιανή άποψη προέρχεται από το έργο του John Maynard Keynes, με την σημαντική τροποποίηση ότι η προσφορά χρήματος θεωρείται *ενδογενής*. Η άποψη αυτή έρχεται σε αντίθεση με την Γενική Θεωρία του Keynes, κατά την οποία η προσφορά χρήματος και οι τραπεζικές πιστώσεις καθορίζονται από την Κεντρική Τράπεζα, και ως εκ τούτου είναι εξωγενείς μεταβλητές (Toporowski, 2012).

Λίγα χρόνια πριν, η πλειοψηφία δεν γνώριζε τον Minsky, ο οποίος βρέθηκε στο προσκήνιο λόγω της πρόσφατης οικονομικής κρίσης. Ο Minsky (1919 - 1996) ήταν Αμερικανός οικονομολόγος, που επικεντρώθηκε στην κατανόηση και στην εξήγηση των οικονομικών κρίσεων. Υποστήριζε ότι σε περιόδους ευημερίας οι *εταιρικές ταμειακές ροές* αυξάνονται περισσότερο από ό,τι απαιτείται για την *αποπληρωμή του χρέους τους*, έτσι αναπτύσσεται μια κερδοσκοπική ευφορία, και σύντομα τα χρέη υπερβαίνουν τα ποσά που μπορούν να εξοφλήσουν οι οφειλέτες βάσει των εσόδων τους, κάτι το οποίο στην συνέχεια συμβάλει στην πρόκληση οικονομικής κρίσης.

Ως αποτέλεσμα τέτοιου είδους *κερδοσκοπικών φουσκών δανεισμού*, οι τράπεζες-δανειστές προβαίνουν σε μείωση της διαθεσιμότητας των πιστώσεων, ακόμα και σε εταιρείες οι οποίες έχουν την δυνατότητα να ανταπεξέλθουν στον δανεισμό κι έτσι η οικονομία εισέρχεται σε ύφεση (Tan, 2008).

Η «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» (The Financial Instability Hypothesis, Minsky, 1992) έχει επαληθευθεί εμπειρικά σε καπιταλιστικές οικονομίες που εμφανίζουν πληθωρισμό και μέσω ύφεσης αύξηση του χρέους τους.

Ο Minsky (1992) υποστηρίζει ότι θεμελιώδες χαρακτηριστικό της λεγόμενης οικονομίας της αγοράς (καπιταλισμός) είναι ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα ταλαντεύεται μεταξύ σταθερότητας και αστάθειας. Τέτοιου είδους αυξομειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος για την δημιουργία επιχειρηματικών ή οικονομικών κύκλων. Ο Minsky σε αντίθεση με πολλούς οικονομολόγους, υποστήριξε ότι αυτές οι παλινδρομήσεις καθώς και οι εκρήξεις- κρίσεις που τις συνοδεύουν είναι αναπόφευκτες στην ελεύθερη αγορά, εκτός αν οι κυβερνήσεις παρεμβαίνουν είτε μέσω κανονιστικών ρυθμίσεων, είτε μέσω δράσεων της Κεντρικής Τράπεζας ή με την χρήση άλλων μεθόδων.

Ο Minsky (1992) διακρίνει για την σχέση εισοδήματος- χρέους τις οικονομικές μονάδες, σε τρεις (3) επιμέρους κατηγορίες

- i. Στην πρώτη κατηγορία συγκαταλέγονται οι οικονομικές μονάδες που προβαίνουν σε **αντιστάθμιση κινδύνου**. Πρόκειται για τις οικονομικές μονάδες οι οποίες είναι σε θέση να εκπληρώσουν όλες τις συμβατικές τους υποχρεώσεις μέσω των ταμειακών ροών τους. Όσο περισσότερο χρησιμοποιούν *ίδια κεφάλαια* για την χρηματοδότηση των υποχρεώσεων τους,

τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να προβούν σε αντιστάθμιση του κινδύνου.

- ii. Στην δεύτερη κατηγορία ανήκουν οι **κερδοσκοπικές** οικονομικές μονάδες, οι οποίες δεν μπορούν να εκπληρώσουν τις συμβατικές τους υποχρεώσεις μέσω των ταμειακών τους ροών. Τέτοιου είδους οικονομικές μονάδες θα πρέπει να προχωρήσουν στην *αναδιάρθρωση του παθητικού τους*, όπως για παράδειγμα θα πρέπει να προχωρήσουν στην έκδοση νέων ομολόγων με σκοπό να τηρήσουν τις δεσμεύσεις τους σχετικά με το χρέος τους.
- iii. Στην τρίτη κατηγορία ανήκουν οι οικονομικές μονάδες **Ponzi**, των οποίων οι λειτουργικές ταμειακές ροές δεν είναι αρκετές για την αποπληρωμή των υποχρεώσεων τους, *δεν μπορούν να αποπληρώσουν ούτε τους τόκους*, αυτό οφείλεται σε ανεξόφλητα χρέη από τις λειτουργικές ταμειακές ροές. Αυτές οι οικονομικές μονάδες είτε μπορούν να πουλήσουν περιουσιακά τους στοιχεία, ή να δανειστούν. Σε κάθε περίπτωση όμως είτε μέσω του δανεισμού για την αποπληρωμή των τόκων, είτε μέσω της πώλησης περιουσιακών στοιχείων για την καταβολή των τόκων (ή των μερισμάτων) επί των μετοχών, *μειώνεται η καθαρή θέση* της οικονομικής μονάδας, αυξάνοντας έτσι τις υποχρεώσεις της και επιπλέον δεσμεύονται τα μελλοντικά της εισοδήματα. Μια οικονομική μονάδα που ανήκει σε αυτή την κατηγορία, μειώνει τα περιθώρια ασφάλειας σε εκείνους που κατέχουν τα χρέη της.

Ο Minsky (1992) μέσω αυτής της ταξινόμησης περιγράφει την διαδικασία μετάβασης από την σταθερότητα στην αστάθεια του οικονομικού συστήματος γενικά. Η κατάρρευση της αγοράς χορήγησης δανείων χαμηλής εξασφάλισης των Αύγουστο του 2007, έγινε ευρέως γνωστή με τον χαρακτηρισμό «**η στιγμή Minsky**» (**Minsky moment**). Πολλοί ήταν αυτοί που προέβλεψαν την επερχόμενη κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την βαθειά ύφεση, βάσει της «*υπόθεσης της χρηματοοικονομικής αστάθειας*» στις καπιταλιστικές κοινωνίες του Minsky (Palley, 2010).

Η αλήθεια είναι ότι ο Minsky υπήρξε ένας βαθιά διορατικός οικονομολόγος, όσον αφορά την τάση των καπιταλιστικών οικονομιών να βιώνουν οικονομικά καθοδηγούμενες εκρήξεις, τις οποίες συνοδεύει η κατάρρευση. Η πρόσφατη οικονομική κρίση του 2008 επιβεβαίωσε πολλές από τις ιδέες του.

Ο Minsky υποστηρίζει ότι το καπιταλιστικό οικονομικό σύστημα έχει *εγγενή τάση προς την χρηματοπιστωτική αστάθεια*. Η υπόθεση του Minsky σχετίζεται με την εξελικτική αστάθεια και μπορεί να υποθεθεί ότι βασίζεται σε δύο διαφορετικές κυκλικές διαδικασίες. Ο πρώτος κύκλος μπορεί να ονομαστεί ως **«βασικός κύκλος του Minsky»** και ο δεύτερος μπορεί να ονομαστεί ως **«εξέχων κύκλος του Minsky»**.

Ο «βασικός κύκλος του Minsky» αφορά την εξέλιξη των σχεδίων για τις ρυθμίσεις χρηματοδότησης. Ο κύκλος ξεκινάει με την «αντισταθμισμένη χρηματοδότηση», κατά την οποία τα αναμενόμενα έσοδα των δανειοληπτών επαρκούν για την αποπληρωμή των τόκων και του κεφαλαίου του δανείου. Ακολουθεί η «κερδοσκοπική χρηματοδότηση» κατά την οποία τα έσοδα επαρκούν μόνο για να καλυφθούν οι τόκοι. Τέλος ο κύκλος κλείνει με την «Ponzi χρηματοδότηση», κατά την οποία τα εισοδήματα δεν επαρκούν για την κάλυψη των υποχρεώσεων και οι οφειλέτες βασίζονται στα κέρδη κεφαλαίου για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους.

Από την άλλη πλευρά ο «εξέχων κύκλος του Minsky», μπορεί να θεωρηθεί ότι επιτρέπει την εισροή εντός του συστήματος όλο και μεγαλύτερου κινδύνου. Ο κύκλος περιλαμβάνει δύο φάσεις, αυτήν της *«ρυθμιστικής χαλάρωσης»* και εκείνη της *«ανάληψης αυξημένου κινδύνου»*. Και οι δύο συμβάλουν στην ανάπτυξη της προσφοράς και της ζήτησης κινδύνου.

Η διαδικασία της «ρυθμιστικής χαλάρωσης» έχει τρεις διαστάσεις. Η πρώτη αναφέρεται στην «ρυθμιστική σύλληψη» (regulatory capture) κατά την οποία οι εποπτικές αρχές μέσω ρυθμίσεων παρεμβαίνουν έτσι ώστε να αποδυναμώσουν την υπερβολική ανάληψη κινδύνων. Η δεύτερη διάσταση αναφέρεται στην «ρυθμιστική υποτροπή» (regulatory relapse). Οι ρυθμιστικές αρχές ως τμήμα της κοινωνίας, και όπως συμβαίνει και με τους επενδυτές, συχνά υπόκεινται σε απώλεια μνήμης και πιθανόν να παρερμηνεύουν την ιστορία, που σημαίνει ότι ενδεχομένως να ξεχνούν τα διδάγματα του παρελθόντος. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την αποδυνάμωση ορισμένων ρυθμίσεων με την δικαιολογία ότι πλέον δεν είναι απαραίτητες. Η τρίτη διάσταση σχετίζεται με την «ρυθμιστική διαφυγή» (regulatory escape) όπου η ανατροφοδότηση του κινδύνου αυξάνεται μέσω της καινοτομίας στην οικονομία που διαφεύγει από το δίκτυο των κανονιστικών ρυθμίσεων, λόγω του ότι τα νέα οικονομικά προϊόντα και οι νέες οικονομικές πρακτικές δεν υπήρχαν όταν γράφτηκαν οι ισχύουσες κανονιστικές ρυθμίσεις (Palley, 2010).

2.3 ΣΤΑΔΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΣΤΑΘΕΙΑΣ ΤΩΝ ΚΥΚΛΩΝ MINSKY

Όπως αναφέρθηκε και στην προηγούμενη ενότητα μετά το ξέσπασμα της πρόσφατης οικονομικής κρίσης πολλοί οικονομολόγοι ανέλυσαν το γεγονός αυτό της αστάθειας βασιζόμενοι στην υπόθεση του Minsky. Βάσει των μηχανισμών του Minsky η αστάθεια αυτή έχει ενδογενή φύση.

Όπως αναφέρει ο Bagnai (2012) το έναυσμα για την οικονομική έκρηξη, δεν οφείλεται σε μια ενδογενή αλλαγή όσον αφορά την αντίληψη του κινδύνου από τους εγχώριους παράγοντες, αλλά σε μια εξωγενή αλλαγή της μακροοικονομικής πολιτικής, με δεδομένο τον ρόλο που έπαιξαν οι διεθνείς κεφαλαιακές ροές στην δημιουργία της κρίσης. Ο Bagnai (2012) βασιζόμενος στους Frenkel and Rapetti (2009), υποστηρίζει ότι μια τυπική κρίση των περιφερειακών χωρών προκαλείται από τα παρακάτω στάδια:

1. «Οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης ή Οικονομικοί Οργανισμοί προτείνουν "διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις":
 - i. απελευθέρωση εγχώριων χρηματαγορών,
 - ii. απελευθέρωση διεθνούς κίνησης κεφαλαίων,
 - iii. υιοθέτηση «αξιόπιστου» συστήματος σταθερών ισοτιμιών σε σχέση με την χώρα-κέντρο της περιφέρειας.
2. Χρηματοδότηση εγχώριων επενδύσεων με συνάλλαγμα. Μέσω του "arbitrage" η εγχώριοι επενδυτές θα δανειστούν, ενώ οι ξένοι επενδυτές θα δανείσουν.
3. Εισροές Κεφαλαίων, Αύξηση πιστώσεων, πτώση επιτοκίων, αύξηση τιμών. Η αύξηση κεφαλαίων προκαλεί αύξηση της ρευστότητας, η οποία ενισχύει την πίστωση προς τον ιδιωτικό τομέα. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της προσφοράς χρήματος, η οποία με τη σειρά της μειώνει τα επιτόκια. Η μείωση των επιτοκίων προσαυξάνει το εισόδημα και την απασχόληση. Έτσι οι τιμές οδηγούνται σε αύξηση.
4. Πραγματική ανατίμηση, νέες Εισροές Κεφαλαίων. Η αύξηση της συναλλαγματικής Ισοτιμίας προκαλεί αύξηση των κεφαλαίων που εισέρχονται στη χώρα.

5. Αναξιόπιστη ισοτιμία, Εκροές Κεφαλαίων. Η υπερβολική συσσώρευση κεφαλαίων αντιστρέφει τις προσδοκίες για σταθερή ισοτιμία με αποτέλεσμα την εκροή κεφαλαίων από τη χώρα.
6. «Άμυνα» Κεντρικής Τράπεζας: (1) αύξηση επιτοκίων. Λόγω της εκροής κεφαλαίων η κεντρική Τράπεζα ως αντικίνητρο προβαίνει σε αύξηση των επιτοκίων χωρίς όμως αποτέλεσμα.
7. «Άμυνα» Κεντρικής Τράπεζας: (2) διάθεση συναλλαγματικών διαθεσίμων. Η μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων ως ενέργεια της κεντρικής τράπεζας ενάντια στην εκροή κεφαλαίων προκαλεί την ονομαστική υποτίμηση του».

2.4 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ MINSKY ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Κατά την προσπάθεια ερμηνείας της ελληνικής κρίσης ορισμένες αναλύσεις υιοθετούν την προσέγγιση του Minsky. Όπως αναφέρει ο Μαυρουδέας (2014) ο ελληνικός καπιταλισμός διαθέτει τρία χαρακτηριστικά στοιχεία:

1. διαθέτει από παράδοση **παρωχημένη και αδύναμη τεχνολογική δομή**.
2. διαθέτει **δομικά αδύναμη ανταγωνιστικότητα**, που είναι αποτέλεσμα της παρωχημένης και αδύναμης τεχνολογικής δομής, γεγονός το οποίο επιφέρει χρόνια προβλήματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Τα προβλήματα που δημιουργούνται στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προέρχονται από την ανάγκη του ελληνικού καπιταλισμού να εισάγει μεγάλο μέρος των αναγκαίων είτε ενδιάμεσων είτε τελικών εισροών.
3. υπάρχει στενή **διαπλοκή** ανάμεσα στο ελληνικό κεφάλαιο και στο κράτος, γεγονός το οποίο συνάδει με την κατά Minsky έννοια του «ισχυρού κράτους».

Κατά τον Μαυρουδέα (2014) το κυριότερο αίτιο της ελληνικής κρίσης ήταν η ένταξη της στην E-ONE, δεδομένου ότι υπονομεύτηκε το παραδοσιακό υπόδειγμα λειτουργίας του ελληνικού καπιταλισμού και δεν υπήρξε αντικατάσταση του με ένα εξίσου λειτουργικό. Μετά την ένταξη της Ελλάδας στην E-ONE διατηρήθηκε το «ισχυρό κράτος», αλλά δεν υπήρχε μια ισχυρή Κεντρική Τράπεζα, αυτό επέφερε μια δυσλειτουργική διαχείριση του χρέους με αποτέλεσμα να υπάρξει «*χρηματιστικοποίηση*» της οικονομίας, που σημαίνει την μεγέθυνση βάση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Το γεγονός αυτό επέφερε αύξηση της εγγενούς

χρηματοοικονομικής αστάθειας, κάτι το οποίο αποτελεί και το κύριο στοιχείο της «υπόθεσης χρηματοοικονομικής αστάθειας» του Minsky.

Σύμφωνα με τον Minsky (1992) το καπιταλιστικό σύστημα είναι επιρρεπές σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις, οι οποίες προκύπτουν από την ενδογενή τάση του συστήματος να δημιουργεί κερδοσκοπικές «φούσκες» στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η εν λόγω εγγενής αστάθεια δύναται να σταθεροποιηθεί μέσω της κατάλληλης οικονομικής πολιτικής, η οποία όπως ορίζει ο Minsky θα είναι ένας συνδυασμός δημοσιονομικής και νομισματικής παρέμβασης που ως στόχο θα έχει την διατήρηση και την ενίσχυση των ονομαστικών κερδών των καπιταλιστών.

Η ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει μέσω της διόγκωσης των κρατικών δαπανών να δημιουργεί ενεργό ζήτηση. Ταυτόχρονα η νομισματική πολιτική θα πρέπει να είναι επεκτατική λόγω του ότι (Μαυρουδέας, 2014) η βασική λειτουργία της κεντρικής τράπεζας συνίσταται σε αυτή του «δανειστή τελευταίας καταφυγής» (lender of last resort).

Στην περίπτωση της Ελλάδας η ερμηνεία της ελληνικής κρίσης μέσω της υπόθεσης του Minsky παρουσιάζει ορισμένα προβλήματα, το βασικότερο των οποίων είναι ότι *δεν προέκυψε από υπερβολικό ιδιωτικό χρέος*, το οποίο σε σύγκριση με το αντίστοιχο των πιο ανεπτυγμένων δυτικών οικονομιών, ήταν μικρό. Επομένως δεν μπορεί να υποστηριχθεί ότι η ελληνική κρίση ήταν αποτέλεσμα της διαδικασίας πληθωρισμού- αποπληθωρισμού του ιδιωτικού χρέους (Μαυρουδέας, 2014).

Κατά τον Αργεΐτη (2012) καλύτερη προσέγγιση για την ερμηνεία της ελληνικής κρίσης είναι η εργασία του Minsky που δημοσιεύθηκε το 1986, και αφορά στην *σημασία του πολιτικού και του θεσμικού πλαισίου για την εξασφάλιση της σταθεροποίησης της χρηματοοικονομικής σφαίρας*.

Όπως υποστηρίζει η διάλυση του διδύμου «ισχυρό κράτος – ισχυρή κεντρική τράπεζα» είχε ως αποτέλεσμα την αδυναμία λειτουργικής διαχείρισης της διαδικασίας πληθωρισμού- αποπληθωρισμού του χρέους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η νομισματική πολιτική την οποία εφαρμόζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει προσαρμοστεί στις απαιτήσεις των χωρών του πυρήνα της Ευρωζώνης και έχει περιθωριοποιήσει τις ανάγκες των οικονομιών των χωρών της περιφέρειας. Αυτό είχε ως συνέπεια η εφαρμοζόμενη νομισματική πολιτική να μην μπορέσει να στηρίξει επαρκώς τις ανάγκες της ελληνικής καπιταλιστικής συσσώρευσης.

Ο Μαυρουδέας (2014) διαφωνεί με την προσέγγιση του Αργείτη (2012), ο οποίος υποθέτει ότι η πολιτική της ελληνικής κεντρικής τράπεζας ότι πάντα διευκολυνόταν όσον αφορά την μεταπολιτευτική περίοδο. Επίσης αντιτίθεται στην άποψη ότι η E-ONE και η απώλεια της συναλλαγματικής πολιτικής σήμαινε ότι η Τράπεζα της Ελλάδος και η κυβέρνηση έχασε κάθε δυνατότητα διακριτικής πολιτικής. Υποστηρίζει ότι σε περίπτωση που ίσχυε η ερμηνεία του Αργείτη (2012), το γεγονός αυτό θα αποτελούσε ένα ισχυρό λόγο για να υπάρξει έξοδος της Ελλάδας από την E-ONE.

Η ασκούμενη πολιτική μετά την ένταξη της Ελλάδας στην E-ONE δεν συνέβαλε στην αντιμετώπιση των διαρθρωτικών προβλημάτων, μέσω μεταρρυθμίσεων οι οποίες θα επέτρεπαν στην ελληνική οικονομία να προσεγγίσει τα παραγωγικά πρότυπα των άλλων ευρωπαϊκών χωρών, το γεγονός αυτό οφείλεται όπως έχει αναφερθεί στην αρχιτεκτονική ανεπάρκεια που υπάρχει.

Όπως αναφέρεται και σε μελέτη της Τράπεζας της Ελλάδος, μετά την ένταξη της χώρας στην E-ONE η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής θα έπρεπε να παραμείνει περιοριστική, έτσι ώστε να μειωθεί ο κίνδυνος στρεβλής ανάπτυξης, καθώς επίσης να υπάρξει μείωση του υψηλού δημόσιου χρέους, για να μπορέσει η χώρα να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις που απέρρεαν από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Όμως συνέβη το ακριβώς αντίθετο, η εφαρμοζόμενη δημοσιονομική πολιτική είχε επεκτατική κατεύθυνση μέχρι και το τέλος του 2004, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ότι η χώρα ουσιαστικά το *Μάιο του 2004 είχε υπαχθεί στην Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος*, το γεγονός συνέβαλε στο να ακολουθηθεί από το 2005 έως και το 2007 ελαφρά περιοριστική κατεύθυνση στην ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική, όμως εν συνεχεία υπήρξε εκ νέου μεταβολή.

Με την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος δημιουργήθηκαν προσδοκίες ότι η χώρα θα προσανατολιζόταν προς ένα ουσιαστικό εκσυγχρονισμό των δομών της σε όλα τα επίπεδα, προσδοκίες οι οποίες δεν επαληθεύθηκαν. Ναι μεν η Ελλάδα απόλαυσε τα οφέλη που προσέφερε το ενιαίο νόμισμα, όμως δεν συμμορφώθηκε με τους όρους που συνεπαγόταν η συμμετοχή της σε αυτό, συγκεκριμένα δεν υπήρξε μείωση του ελλείμματος κάτω από το 3% και σταδιακός περιορισμός του δημοσιονομικού ελλείμματος σε μια δεκαετία κάτω του 60% του ΑΕΠ, αυτό οδήγησε την υπαγωγή της

χώρας στην Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, όμως ακόμα και τότε δεν υπήρξε συντονισμένη προσπάθεια για να υπάρξει *μόνιμη* βελτίωση των δημόσιων οικονομικών.

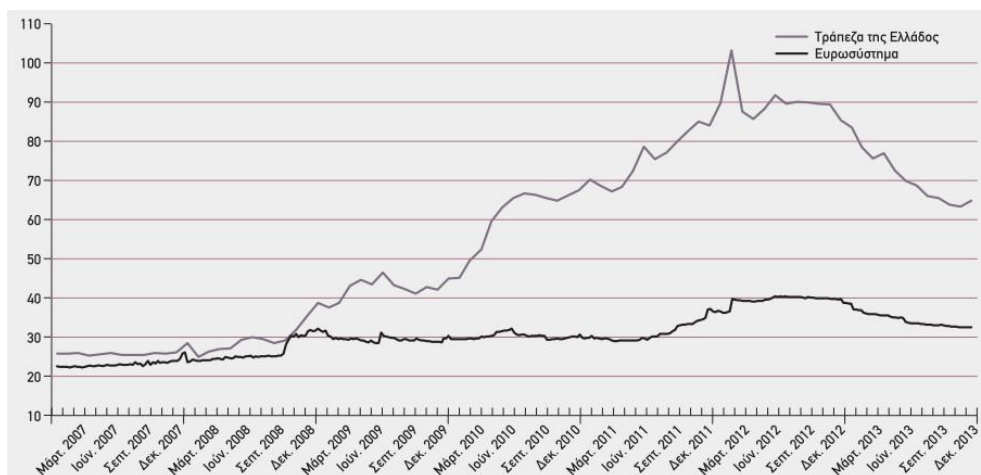
Βάσει αυτών αποδεικνύεται ότι και στην περίπτωση της Ελλάδας, όπως και ισχύει και για άλλες χώρες της περιφέρειας, οι εθνικές δημοσιονομικές αρχές απέτυχαν στην διαμόρφωση διατηρήσιμων συνθηκών δημοσιονομικής φερεγγυότητας και αξιοπιστίας, γεγονός το οποίο είχε ως αποτέλεσμα να χάσουν την εμπιστοσύνη των αγορών, αυτό έγινε εντονότερο κατά την περίοδο 2007-2009 που εκδηλώθηκε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση.

Όπως και σε άλλες περιφερειακές χώρες έτσι και στην Ελλάδα, ως μέσο αντιμετώπισης της κρίσης χρέους επιλέχθηκε η δημοσιονομική λιτότητα (Μιχαλοπούλου, 2014), αυτό οφείλεται στην λανθασμένη διάγνωση των αιτιών της κρίσης, που οφείλεται στις ιδεολογικές εμμονές και στις θεωρητικές ακαμψίες του μηχανισμού λήψης αποφάσεων οικονομικής πολιτικής της Ευρωζώνης, καθώς επίσης και στην νέα ισορροπία οικονομικών συμφερόντων και δυνάμεων η οποία τείνει να επικρατήσει στη σκιά της γερμανικής ηγεμονίας.

Κατά την περίοδο 2008-2009, δεν είχε συνειδητοποιηθεί η σοβαρότητα της κατάστασης και ο κίνδυνος που υπήρχε να μετατραπεί η διεθνής τραπεζική κρίση σε κρίση χρέους για τις χώρες που παρουσίαζαν υψηλά ελλείμματα και χρέη, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα. Το 2009 σημειώθηκε σημαντική επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα, ο οποίος συμπεριλαμβάνει τόσο τα νοικοκυριά όσο και τις επιχειρήσεις. Δεδομένου του περιορισμού των πηγών χρηματοδότησης, από την έναρξη του 2009 οι ελληνικές τράπεζες στράφηκαν στην στήριξη από το Ευρωσύστημα για να αντλήσουν ρευστότητα, όπως φαίνεται και στα Διαγράμματα που ακολουθούν.

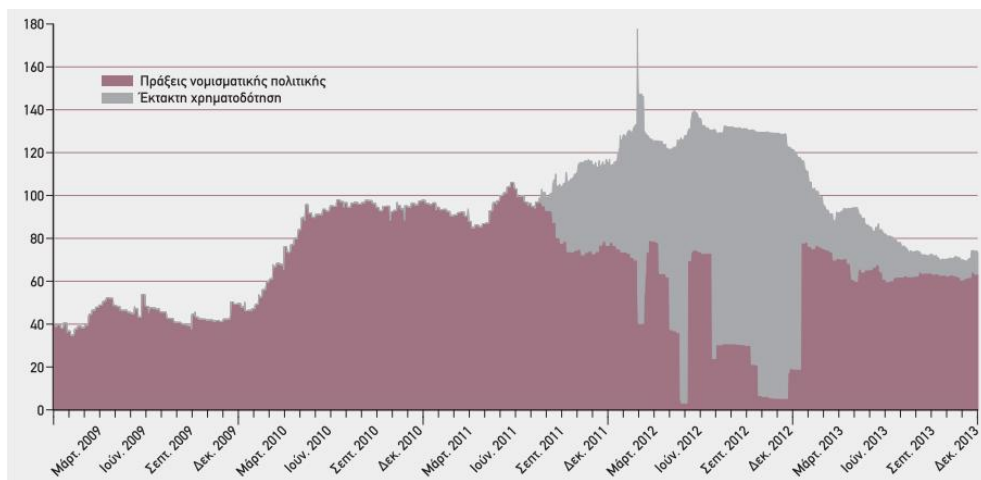
Διάγραμμα 2.2: Ενεργητικό της Κεντρικής Τράπεζας,

Ως ποσοστό % του εγχώριου ονομαστικού ΑΕΠ, Ιαν. 2007- Δεκ. 2013



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

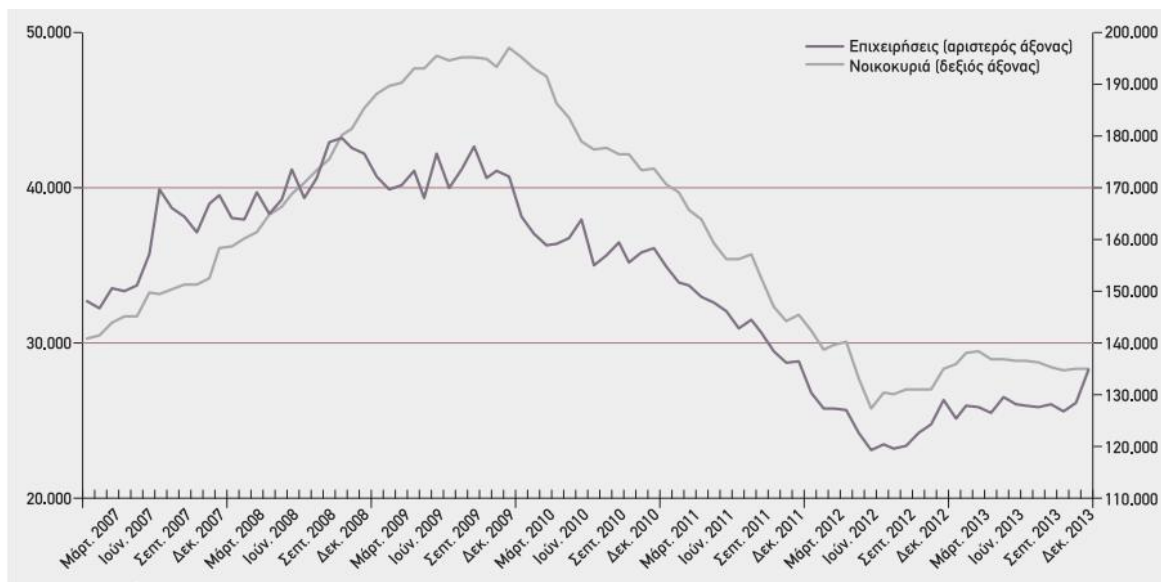
Διάγραμμα 2.3: Προσφυγή Ελληνικών Τραπεζών σε πράξεις νομισματικής πολιτικής και έκτακτη χρηματοδότηση, Σε δις. Ευρώ Ιαν. 2009- Δεκ. 2013



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Κατά το 2009 λόγω της επιδείνωσης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, επηρεάστηκε και η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των ελληνικών τραπεζών. Ιδίως το πρώτο τρίμηνο του 2010 υπήρξε σημαντική αύξηση του κινδύνου ρευστότητας που αντιμετώπισαν οι ελληνικές τράπεζες, λόγω του ότι υπήρξε περαιτέρω περιορισμός των πηγών χρηματοδότησης τους, αυτό οδήγησε στην εκροή κεφαλαίων, όπως φαίνεται στο διάγραμμα που ακολουθεί.

Διάγραμμα 2.4: Εξέλιξη των καταθέσεων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στην Ελλάδα, Σε εκατ. ευρώ, στοιχεία τέλους περιόδου, Ιαν. 2007- Δεκ. 2013



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Ταυτοχρόνως σημειώθηκαν διαδοχικές υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου από τους διεθνείς οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, γεγονός που ως συνέπεια είχε τον περιορισμό της πρόσβασης των τραπεζών στις αγορές για την άντληση ρευστότητας, ενώ παράλληλα το κόστος δανεισμού αυξήθηκε και μειώθηκε η αξία των ομολόγων τα οποία διατηρούσαν στα χαρτοφυλάκια τους τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα.

Όμως όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην μελέτη της Τράπεζας της Ελλάδος (2008-2013), η πιο σημαντική πρόκληση για τις τράπεζες της ευρωζώνης, σχετιζόταν «με την πραγματοποίηση των αναγκαίων προσαρμογών ως προς το μέγεθος και την διάρθρωση των ισολογισμών τους, χωρίς όμως να περιοριστεί η διαθεσιμότητα των πιστώσεων προς το μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ, δεδομένου ότι πολλές επιχειρήσεις δεν είχαν πρόσβαση στις ανοικτές αγορές κεφαλαίων για την άντληση χρηματοδοτικών πόρων. Προς το σκοπό αυτό, στη ζώνη του ευρώ οι τράπεζες προέβησαν σε περαιτέρω ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης, αξιοποιώντας και τις δυνατότητες που τους προσφέρονταν να αναπληρώσουν το κεφάλαιό τους, στο πλαίσιο των μέτρων

στήριξης του χρηματοπιστωτικού τομέα τα οποία θέσπισαν οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών».

Σύμφωνα με τον Αργεΐτη (2013), ο **σχεδιασμός της ελληνικής εναλλακτικής οικονομικής στρατηγικής** θα πρέπει να βασίζεται στις παρακάτω θεμελιακές παραδοχές:

1. Το ελληνικό χρέος δεν είναι βιώσιμο, γεγονός το οποίο συμβάλει στην δημιουργία αναπτυξιακής εμπλοκής και στην υπονόμευση της δημοσιονομικής προσαρμογής, της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της κοινωνικής συνοχής. Αυτό συμβαίνει γιατί για όσο χρονικό διάστημα η Ελλάδα δεν θα είναι σε θέση να αποπληρώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις ή έστω ένα μεγάλο μέρος αυτών με πρωτογενή πλεονάσματα θα είναι εγκλωβισμένη σε μια «παγίδα χρεοκοπίας», που θα συμβάλει στην αποσταθεροποίηση του μακροοικονομικού συστήματος και έτσι θα δημιουργούνται συνθήκες επιπλέον συμπίεσης της ενεργού ζήτησης. Η συμπίεση της ενεργού ζήτησης βρίσκεται σε αλληλεξάρτηση με την ακολουθούμενη πολιτική διαχείρισης της κρίσης και τις θεσμικές εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Επιπλέον η μη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους κρατάει υψηλό το νομισματικό και πιστωτικό ρίσκο της ελληνικής οικονομίας καθώς και την αβεβαιότητα, κάτι το οποίο δημιουργεί προβλήματα στην φερεγγυότητα και στην αξιοπιστία του ελληνικού κράτους στις ιδιωτικές αγορές ομολόγων, ενώ παράλληλα διατηρεί υψηλή την προτίμηση ρευστότητας των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και των τραπεζών.
2. Δεύτερον η σταθερότητα της ελληνικής οικονομίας, η απασχόληση και η δυναμική της μεγέθυνσης, στο πλαίσιο του ελληνικού μοντέλου ανάπτυξης, εξαρτώνται κατά ένα μεγάλο μέρος από την εγχώρια απορροφητικότητα και την χρηματοδότηση της, αλλά και από την επιβίωση των μικρών και των μεσαίων επιχειρήσεων. Όμως τα τελευταία χρόνια η εγχώρια ζήτηση έχει καταρρεύσει εξαιτίας της απομόχλευσης, της δημοσιονομικής και της εισοδηματικής λιτότητας. Αυτό οδήγησε στην αποσταθεροποίηση του εγχώριου παραγωγικού συστήματος.
3. Τρίτον, «η συσχέτιση της εσωτερικής υποτίμησης με την βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας οδηγεί σε λανθασμένες και καταστροφικές παρεμβάσεις στην αγορά εργασίας οι οποίες επιβαρύνουν αποκλειστικά τους

εργαζόμενους. Η φιλοσοφία των Μνημονίων χαρακτηρίζεται από επικίνδυνη εμμονή στην ταύτιση της ανταγωνιστικότητας με το μοναδιαίο κόστος εργασίας, υποτιμώντας τη σημασία της παραγωγικότητας, αλλά και τις μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές επιπτώσεις της υποτίμησης της εργασίας. Η εισοδηματική λιτότητα δυσχεραίνει την εξυπηρέτηση του χρέους των ελληνικών νοικοκυριών και καταστρέφει μέρος του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος».

4. Τέταρτον θα πρέπει να υπάρχει διάκριση μεταξύ της δημοσιονομικής λιτότητας και της δημοσιονομικής προσαρμογής. Η δημοσιονομική λιτότητα αφορά τα μέτρα πολιτικής, ενώ η δημοσιονομική προσαρμογή είναι ο στόχος της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής και σχετίζεται με την μείωση των ποσοστών του δημόσιου ελλείμματος και χρέους στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ). Ο Αργεΐτης τονίζει ότι η δημοσιονομική προσαρμογή είναι αναγκαία διαδικασία για την ενίσχυση ή την ανάκτηση της αξιοπιστίας, και της φερεγγυότητας, της εθνικής οικονομικής πολιτικής στις αγορές κεφαλαίου.

Ο σχεδιασμός της οικονομικής στρατηγικής θα πρέπει να στοχεύει, σύμφωνα με τον Αργεΐτη (2013), στην ταυτόχρονη επίτευξη των παρακάτω στόχων:

- Στον απεγκλωβισμό της οικονομίας από την «παγίδα χρεοκοπίας».
- Στην άμεση σταθεροποίηση της εγχώριας ζήτησης, στην αύξηση της απασχόλησης και στην δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων χωρίς δημοσιονομική λιτότητα.
- Στην έξοδο της οικονομίας από την ύφεση και στην δημιουργία συνθηκών υψηλών ρυθμών μεγέθυνσης.

Επιπρόσθετα σε εθνικό επίπεδο θα πρέπει να γίνουν σε τέσσερα πεδία πολιτικής οικονομίας (Αργεΐτης, 2013):

1. Επαναδιαπραγμάτευση της νέας δανειακής σύμβασης βάσει των εθνικών μας συμφερόντων. Η Ελλάδα ως βασικό στόχο της επαναδιαπραγμάτευσης θα πρέπει να έχει τη μείωση των δανειακών υποχρεώσεων της στο όριο ή κάτω από αυτό της πρωτογενούς ρευστότητας η οποία μπορεί να δημιουργηθεί από τη αύξηση του ΑΕΠ. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται η επαναδιαπραγμάτευση της δανειακής σύμβασης της Ελλάδας με την τρόικα θα πρέπει να βασίζεται σε ρεαλιστική αξιολόγηση της δυναμικής σχέσης δανειακές υποχρεώσεις/ διαθέσιμη

ρευστότητα με τρόπο που να είναι οικονομικά εφικτή από τις δυνατότητες τη οικονομίας και παράλληλα να είναι κοινωνικά αποδεκτή.

2. Δημοσιονομική αναδόμηση και θεσμοθέτηση του «εργοδότης ύστατης προσφυγής». Ο Αργεΐτης εκτιμά ότι είναι ζωτικής σημασίας σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα, η θεσμοθέτηση του «εργοδότη ύστατης προσφυγής» του Minsky. Ο εν λόγω θεσμός συμβάλει σημαντικά στην αναδόμηση του δημοσιονομικού συστήματος καθώς και στον μετασχηματισμό του **από ένα σύστημα κατανομής πόρων σε ένα σύστημα δημιουργίας πόρων**. Αυτού του είδους ο μετασχηματισμός κρίνεται αναγκαίος για την υποστήριξη, αλλά ενδεχομένως και για την επιβίωση, του κοινωνικού κράτους στην Ελλάδα, τα επόμενα χρόνια.

Ο Αργεΐτης (2013), προτείνει την δημιουργία ενός νέου εθνικού κοινωνικού ταμείου απασχόλησης στο οποίο θα εισρέουν πόροι από:

- i. *«Την μείωση των δανειακών υποχρεώσεων της Ελλάδας κάτω από το επίπεδο του πρωτογενούς πλεονάσματος. Αυτό προϋποθέτει πολύ επιθετική διαπραγμάτευση της νέας δανειακής συμφωνίας.*
- ii. *Την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής και δέσμευση μέρους των εσόδων στο εθνικό ταμείο απασχόλησης. Η συσχέτιση της αντιμετώπισης της φοροδιαφυγής με τη χρηματοδότηση προγραμμάτων απασχόλησης θα μπορούσε να αναδειχθεί σε εθνική στρατηγική μετασχηματισμού της Ελλάδας σε μια οικονομία και κοινωνία με περισσότερη απασχόληση και δικαιοσύνη και λιγότερη οικονομική ανισότητα.*
- iii. *Την αναδιάρθρωση των κονδυλίων του ΕΣΠΑ και την απορρόφηση νέων ευρωπαϊκών πόρων για την απασχόληση στο εθνικό ταμείο απασχόλησης, όπως και της δανειακής ρευστότητας που θα μπορούσε να προσφέρει η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.*
- iv. *Την αναδιάρθρωση δημόσιων δαπανών και την αναδόμηση του κράτους πρόνοιας από σύστημα παροχής επιδομάτων σε σύστημα παροχής απασχόλησης και κοινωνικών αγαθών και υπηρεσιών. Αυτό μπορεί να συμβεί με μεταφορά πόρων από εισοδηματικές μεταβιβάσεις σε προγράμματα απασχόλησης που εξειδικεύονται σε δραστηριότητες υψηλής κοινωνικής προτεραιότητας που είτε δεν μπορούν να αφεθούν προς*

εκμετάλλευση στην ιδιωτική επιχειρηματικότητα, είτε η τελευταία δεν επιθυμεί να δεσμευτεί σε δραστηριότητες υψηλού ρίσκου».

3. Παραγωγική ανασυγκρότηση για διατηρήσιμη ανάπτυξη και βιώσιμη χρηματοπιστωτική δομή. Ουσιαστικά η παραγωγική ανασυγκρότηση αποτελεί μια δυναμική διαδικασία διαρθρωτικού και τεχνολογικού μετασχηματισμού της οικονομίας, η οποία συμβάλλει στην βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, στην αναδόμηση του εξωτερικού τομέα της οικονομίας, καθώς και στην μείωση του πιστωτικού ρίσκου, γεγονός που επιφέρει αύξηση των περιθωρίων ασφάλειας του νέου δημόσιου δανεισμού.

Για να υπάρξει όμως παραγωγικός μετασχηματισμός θα πρέπει η χώρα να επικεντρωθεί στις δύο ακόλουθες προτεραιότητες:

- i. Στην ισχυροποίηση της συσσώρευσης κεφαλαίου μέσω *ιδιωτικών επενδύσεων σε εξωστρεφείς δραστηριότητες και κλάδους υποκατάστασης εισαγωγών*, έχοντας ως κριτήριο την βελτίωση της παραγωγικότητας και την αύξηση της απασχόλησης.
- ii. Στην αναδιάρθρωση της εγχώριας ζήτησης προς την *απορρόφηση εγχώριας παραγωγής*, και στην διατήρηση της ζήτησης σε επίπεδα που θα στηρίζει την κεφαλαιακή συσσώρευση για το διάστημα που θα χρειαστεί να οικοδομηθεί η εξωστρέφεια του παραγωγικού συστήματος.

4. Αναπτυξιακός μετασχηματισμός του τραπεζικού συστήματος.

Βασική προϋπόθεση για την παραγωγική ανασυγκρότηση της οικονομίας είναι η αναδόμηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ελλάδας, δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στην δημιουργία μηχανισμών χρηματοδότησης της δημιουργικής επιχειρηματικότητας, καθώς επίσης και της τοπικής και περιφερειακής ανάπτυξης.

Ο Αργεΐτης (2013), προτείνει την θεσμοθέτηση ενός εθνικού συστήματος συνεταιριστικών και περιφερειακών τραπεζών, οι οποίες θα στηρίζουν αποκλειστικά την χρηματοδότηση της δημιουργικής επιχειρηματικότητας και τα επενδυτικά σχέδια μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων στην τοπική και περιφερειακή γεωγραφία της χώρας.

ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΥΠΑΘΕΙΑΣ ΤΟΥ ΜΗ-ΑΥΤΕΞΟΥΣΙΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟΜΕΑ

3.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΔΙΔΥΜΩΝ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΩΝ

Ξεκινώντας από την βασική εθνικολογιστική ταυτότητα ο Bagnai (2006) αναπτύσσει βάσει της βιβλιογραφίας το προς εκτίμηση υπόδειγμα δίδυμων ελλειμμάτων ως εξής:

$$Y^N = C + I + G + NX + NFI \quad (1)$$

Όπου: Y^N = ακαθάριστο εθνικό εισόδημα, C = ιδιωτική κατανάλωση, I = ακαθάριστη ιδιωτική επένδυση, G = δημόσιες δαπάνες, NX = καθαρές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, NFI = ισοζύγιο εισοδημάτων, ενώ μπορούμε να γράψουμε ως ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών $CA = NX + NFI$. Επομένως, μετά τη γνωστή εναλλακτική διατύπωση της (1) φτάνουμε στην παρακάτω εξίσωση

$$CA = NS - I \quad (2)$$

Όπου ως γνωστόν $NS = S^g + S^p$ η εθνική αποταμίευση (NS) είναι το άθροισμα ιδιωτικής αποταμίευσης (S^p), και δημόσιας (S^g) ή με άλλα λόγια του κρατικού προϋπολογισμού.

Σημειώνεται, ότι επειδή ο κρατικός προϋπολογισμός, μέσω του οποίου ασκείται η δημοσιονομική πολιτική (δημόσιες δαπάνες, καταναλωτικές και επενδύσεις, άμεσοι φόροι και επιδοτήσεις, αλλά και έμμεσοι φόροι και μεταβιβαστικές πληρωμές), στις μεικτές (δυτικού τύπου) οικονομίες όπως η Ελληνική που μελετάμε, είναι πάντα νόμος του κράτους, δηλ. ψηφίζεται από το Κοινοβούλιο, έχει τον νομιμοποιητικό και δημοκρατικό χαρακτήρα της αντιπροσωπευτικής, έστω, λαϊκής βούλησης. Αντίθετα, η νομισματική πολιτική (διαχείριση της προσφοράς χρήματος για διαμόρφωση των επιτοκίων ή απευθείας διαμόρφωση επιτοκίων) που διαμορφώνεται και ασκείται από την ανεξάρτητη αρχή, την Κεντρική Τράπεζα, έχει χαρακτήρα απολύτως τεχνοκρατικό.

Από την (2) φαίνεται κάτι που επαληθεύεται ιστορικά, δηλ. για τις λιγότερο ανεπτυγμένες/ώριμες οικονομίες, με παραδοσιακό έλλειμμα αποταμιεύσεων, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ITX), είναι ίσο με την υπερβάλλουσα ζήτηση αποταμιευτικών κεφαλαίων για ιδιωτικές επενδύσεις έναντι της προσφοράς εθνικών αποταμιεύσεων.

Η «ποσοτική προσέγγιση» της διεθνούς χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης που εκφράζει η εξίσωση (2) εδράζεται στην πρωτογενή εργασία των Feldstein and Horioka (1980) οι οποίοι με διαστρωματικά δεδομένα πολλών χωρών έλεγξαν την υπόθεση $\beta=1$, στην παρακάτω εξίσωση

$$i_h = \alpha + \beta ns_h + u_h \quad (3)$$

Όπου i_h = λόγος ακαθάριστων ιδιωτικών επενδύσεων στο ΑΕΠ (ακαθάριστο εγχώριο προϊόν) της χώρας h , ns_h = λόγος εθνικών ακαθάριστων αποταμιεύσεων στο ΑΕΠ της χώρας h , u_h = ανεξάρτητα και ταυτοτικά κατανομημένος διαταρακτικός όρος. Το γεγονός ότι οι συγγραφείς δεν μπορούσαν να απορρίψουν την βασική υπόθεση $H_0: \beta=1$ της «μη-κινητικότητας των κεφαλαίων διεθνώς», ή με άλλα λόγια τα δεδομένα τους μετέφραζαν το «γεγονός» ότι οι εγχώριες αποταμιεύσεις δεν «έψαχναν» την αποδοτικότερη διεθνώς επένδυση αλλά χρηματοδοτούσαν κυρίως τις εγχώριες επενδύσεις, ονομάστηκε «γρίφος **Feldstein-Horioka**». Επιπλέον από την αντικατάσταση της εξίσωσης (3) στην (2) έχουμε

$$ca = ns_h - i_h = -\alpha + (1 - \beta)ns_h + u_h \quad (3a)$$

Επομένως, βάσει της (3a) αν ισχύει η βασική υπόθεση της $H_0: \beta=1$, τότε η χρονοσειρά του ITX το οποίο εδώ εισέρχεται ως λόγος στο ΑΕΠ ($\equiv ca$), θα είναι στάσιμη με μέσο $-\alpha$. Αυτό μπορεί να ελεγχθεί με έλεγχο μοναδιαίας ρίζας (*UR*) στοcaδηλ. H_0 : *υπάρχει UR ή διεθνής μη-κινητικότητα κεφαλαίων.*

Από την άποψη της διεθνούς χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, η εξίσωση (2) είναι προτιμότερο να αναπτυχθεί στις συνιστώσες της εθνικής αποταμίευσης, διακρίνοντας την ιδιωτική και εθνική αποταμίευση ή κρατικό προϋπολογισμό,

$$CA = S^g + S^p - I \quad (4)$$

Η εξίσωση (4) δείχνει αριθμητικά ότι, αν οι εγχώριες ιδιωτικές επενδύσεις χρηματοδοτούνται σχεδόν πλήρως από την αντίστοιχη τομεακή αποταμίευση ($S^p = I$),

τότε το αποτέλεσμα του κρατικού προϋπολογισμού (S^g) θα είναι ίσο με εκείνο του ΙΤΧ (CA). Κι αν τα τελευταία είναι ελλείμματα, τότε θα μιλάμε για τα *δίδυμα ελλείμματα*.

Αναδιάταξη των όρων της τελευταίας έτσι ώστε αριστερά του ίσον να περιλαμβάνονται οι πόροι (διαθέσιμα κεφάλαια=ιδιωτικές εγχώριες αποταμιεύσεις+ΙΤΣ) και δεξιά οι χρήσεις τους (ιδιωτικές επενδύσεις+κρατικός προϋπολογισμός), μας οδηγεί στην σημαντική για τις ανάγκες της ανάλυσης μας εξίσωση

$$S^p - CA = I - S^g \quad (5)$$

Εκτός της ακραίας περίπτωσης ($S^p = I$) και επομένως εκείνης των δίδυμων ελλειμμάτων ($CA = S^g$), εφόσον ένας από τους δύο όρους είναι αρνητικός, ακολουθώντας τον Fidrmuc (2003) θα εξετάσουμε το φαινόμενο στην Ελληνική περίπτωση εκτιμώντας την παρακάτω εξίσωση:

$$ca_t = \beta_0 + \beta_1 s_t^g + \beta_2 i_t + u_h \quad (6)$$

Αναμένοντας $\beta_1 > 0$ αφού η δημόσια αποταμίευση συνιστά το ένα από τα δίδυμα αποτελέσματα και $\beta_2 < 0$ αφού η ζήτηση για επενδύσεις συνιστά την χρήση των αποταμιευτικών πόρων.

Στην εξίσωση (6) όπως και παραπάνω τα μικρά γράμματα εκφράζουν τις αντίστοιχες μεταβλητές ως λόγους στο ΑΕΠ της χώρας.

Πιθανές πηγές *διαρθρωτικών αλλαγών* των παραμέτρων της (6) θα μπορούσε να είναι: α) μεταβολές στην μέση ροπή για αποταμίευση του δημοσίου, β) μεταβολές στον βαθμό της διεθνούς χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, και γ) αλλαγές στην διεθνή επενδυτική θέση της χώρας.

3.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΔΙΔΥΜΩΝ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ

Χρησιμοποιούμε ετήσιες παρατηρήσεις την εικοσαετία 1995-2015 για την Ελλάδα για τις χρονοσειρές:

Y = ΑΕΠσε τρέχουσες τιμές, εκατ. ευρώ (κωδ. ESA'10, B.1*g),

NS = ακαθάριστη εθνική αποταμίευση, σε τρέχουσες τιμές, εκατ. ευρώ (κωδ. ESA'10, B.8για το σύνολο της οικονομίας),

S^g = ακαθάριστη δημόσια αποταμίευση, σε τρέχουσες τιμές, εκατ. ευρώ (κωδ. ESA'10, B.8 για τη γενική κυβέρνηση),

I = ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου, σε τρέχουσες τιμές, εκατ. ευρώ (κωδ. ESA'10, P.51 για το σύνολο της οικονομίας),

CA = Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, σε τρέχουσες τιμές, εκατ. ευρώ.

Οι πηγές όλων των χρονοσειρών, είναι η Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ), εκτός του CA τα στοιχεία του οποίου μας προσφέρθηκαν για τους σκοπούς της έρευνας αυτής από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ).

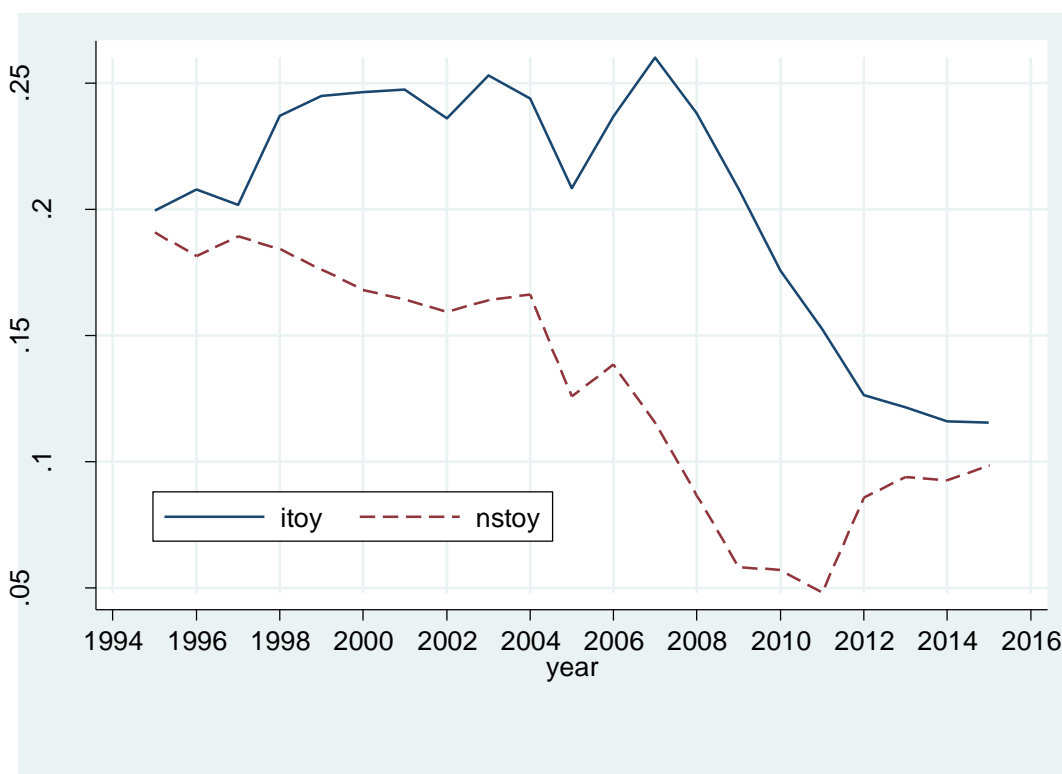
Για την εκτίμηση² της εξίσωσης (6) όλες οι μεταβλητές χρησιμοποιούνται ως λόγοι του ΑΕΠ και συμβολίζονται με μικρά γράμματα.

I. Περιγραφική στατιστική ανάλυση

Στο διάγραμμα 3.1 δίνονται τα χρονοδιαγράμματα των ιδιωτικών επενδύσεων και της εθνικής αποταμίευσης, που αναφέρονται στην προς εκτίμηση εξίσωση (3).

² Χρησιμοποιήσαμε το STATA v.14.2 με ακαδημαϊκή άδεια στο ΠΜΣ ΛΕ .ψ

Διάγραμμα 3.1 Ακαθάριστες ιδιωτικές επενδύσεις (*itoy*) και ακαθάριστη εθνική αποταμίευση (*nstoy*) της Ελλάδας ως λόγιοι στο ΑΕΠ.

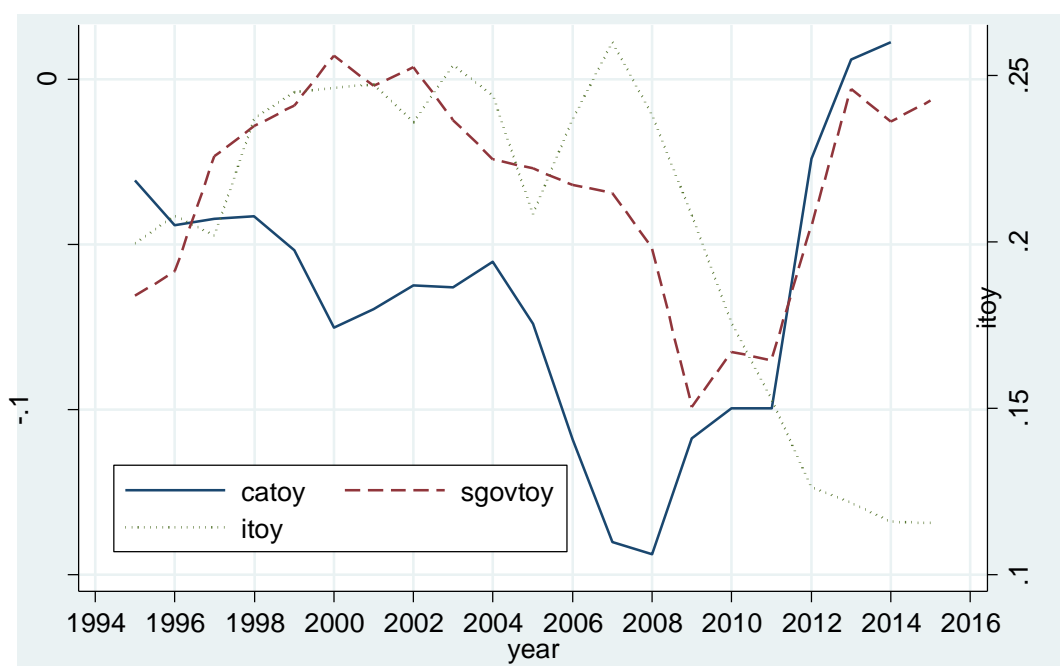


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, ΤτΕ

Εμφανή είναι μάλλον τρία (3) πρότυπα: α) 1995-'07 αντίθετες τάσεις με βραχυχρόνιες διακυμάνσεις, αύξουσα (φθίνουσα) για τις επενδύσεις (αποταμίευση)· β) 2008-'11 παράλληλη πορεία φθίνουσας τάσης· και γ) 2012-'15 συγκλίνουσα πορεία, αύξουσα για την αποταμίευση και φθίνουσα για την επένδυση.

Στο διάγραμμα 3.2 παρουσιάζουμε τα χρονοδιαγράμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ, *catoy*), κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ, *sgovtoy*) και στον δεξιό άξονα μετράμε τις ιδιωτικές επενδύσεις (I, *itoy*), που αναφέρονται στην προς εκτίμηση εξίσωση (6).

Διάγραμμα 3.2 Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (*catoy*), ακαθάριστη αποταμίευση δημοσίου (*sgovtoy*), και ιδιωτικές επενδύσεις (*itoy*) της Ελλάδας, ως λόγιοι στο ΑΕΠ.



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, ΤτΕ

Σημείωση: οι επενδύσεις μετρώνται στην δεξιά τεταγμένη (κάθετο άξονα).

Διακρίνουμε δύο (2) πρότυπα στην συµµεταβολή ΙΤΣ-ΚΠ, α) 1995-'04 αντίθετες τάσεις και β) 2005-'15 παράλληλη τάση µε κάποια υστέρηση. Η συσχέτιση Ι-ΚΠ δείχνει και αυτή δύο (2) πρότυπα, α) 1995-'09 θετική συσχέτιση ή παράλληλη πορεία (κοινή τάση ίσως µε κάποια υστέρηση), και β) 2010-'15 αρνητική συσχέτιση ή αντίθετες τάσεις.

Πίνακας 3.1 Βασικές στατιστικές για το σύνολο του δείγµατος 1995-'15.

variable	N	Mean	sd	cv	min	max
<i>catoy</i>	20	-0.0659	0.0422	-0.6405	-0.1438	0.0113
<i>sgovtoy</i>	21	-0.0321	0.0310	-0.9666	-0.0993	0.0072
<i>itoy</i>	21	0.2037	0.0494	0.2426	0.1155	0.2601
<i>nstoy</i>	21	0.1307	0.0479	0.3665	0.0481	0.1910

Πρώτο σοβαρό πρόβλημα είναι σίγουρα το μικρό μέγεθος του δείγματος παρατηρήσεων ($N < 30$), κάτι περιορίζει την αξιοπιστία (συνέπεια) των εκτιμήσεων που θα επιδιώξουμε. Από τον Πίνακα 3.1 είναι αξιοσημείωτη η πολύ μεγάλη σχετική διασπορά (CV) του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) και του ισοζυγίου (ΙΤΣ). Αντίθετα, οι ιδιωτικές επενδύσεις με μικρή και η εθνική αποταμίευση κατέγραψαν μέτρια σχετική διασπορά.

Πίνακας 3.2 Μήτρα ανά ζεύγη συσχετίσεων

	<i>Catoy</i>	<i>sgovtoy</i>	<i>itoy</i>	<i>nstoy</i>
<i>catoy</i>	1.000			
<i>sgovtoy</i>	0.403	1.000		
<i>itoy</i>	-0.5482*	0.154	1.000	
<i>nstoy</i>	0.305	0.5176*	0.5729*	1.000

Σημείωση: οι συντελεστές συσχέτισης με * δηλώνουν στατιστικά σημαντική ανά ζεύγη συσχέτιση σε $\alpha=5\%$.

Από τον Πίνακα 3.2 παρατηρείται ότι σε τρία ζεύγη εκτιμήθηκε στατιστικά σημαντική συσχέτιση: α) ΙΤΣ-Ι [$\text{Corr}(\text{catoy}, \text{itoy}) = -0.5482$], β) ΚΠ-NS [$\text{Corr}(\text{sgovtoy}, \text{nstoy}) = 0.5176$], αλλά και γ) στο σημαντικό ζευγάρι Ι-NS [$\text{Corr}(\text{itoy}, \text{nstoy}) = 0.5729$]. Οι εκτιμήσεις αυτές είναι συνεπείς με τις θεωρητικές προβλέψεις.

II. Έλεγχοι στασιμότητας χρονοσειρών

Για να ελέγξουμε το σύννηθες πρόβλημα της ψευδούς μακροχρόνιας παλινδρόμησης, εκτιμούμε καταρχάς τις συναρτήσεις αυτοσυσχέτισης (ACF) και μερικής αυτοσυσχέτισης (PACF). Στόχος είναι να ελέγξουμε αν οι δειγματικές χρονοσειρές μας προέρχονται από *χρονικά στάσιμη διαδικασία* (trendstationary process, TSP) ή από *στάσιμη μετά από πρώτες διαφορές* (differencestationary data generating process). Εφαρμόζουμε για κάθε συντελεστή τον έλεγχο portmanteau Q-test των Ljung-Box κάτω από την $H_0: \rho_s = \mathbf{0}$ για την ACF και $H_0: \rho_{ss} = \mathbf{0}$ για την ACF. Το σύνολο των

συντελεστών σε πίνακα είναι το γνωστό Correlogram το οποίο παρουσιάζουμε παρακάτω για κάθε χρονοσειρά.

Πίνακας 3.3 Correlogram για την μεταβλητή ΙΤΣ (*catoy*).

LAG	AC	PAC	Q	Prob>Q	-1	0	1	-1	0	1
					Prob>Q	[Autocorrelation]		[Partial Autocor]		
1	0.7234	0.8828	12.118	0.0005						
2	0.3416	-0.5698	14.969	0.0006						
3	0.0209	-0.0871	14.981	0.0018						
4	-0.1638	-0.6546	15.719	0.0034						
5	-0.3275	-0.0051	18.865	0.0020						
6	-0.3784	-0.4598	23.365	0.0007						
7	-0.2712	0.6296	25.854	0.0005						
8	-0.1413	-0.4768	26.586	0.0008						

Σημείωση: Lag=υστερήσεις. AC = συντελεστές αυτοσυσχέτισης. PAC = συντελεστές μερικής αυτοσυσχέτισης. Q = οι τιμές της στατιστικής των Ljung-Box βάσει της οποίας ελέγχουμε την στατιστική σημαντικότητα των εκτιμηθέντων συντελεστών (AC, PAC). Prob>Q = η p-value της αντίστοιχης Q τιμής. Ως γνωστόν απορρίπτουμε την H0 αν p-value < α . Οι δύο τελευταίες στήλες δίνουν σχηματικά ό,τι οι AC και PAC αριθμητικά.

Από τον Πίνακα 3.3 βλέπουμε ότι η μεταβλητή του ΙΤΣ δεν είναι στάσιμη, αφού απορρίπτουμε την H0 για όλες τις 8 υστερήσεις.

Πίνακας 3.4 Correlogram για την μεταβλητή του κρατικού προϋπολογισμού (*sgovtoy*).

LAG	AC	PAC	Q	Prob>Q	-1	0	1	-1	0	1
					Prob>Q	[Autocorrelation]		[Partial Autocor]		
1	0.7306	0.7602	12.892	0.0003						
2	0.3896	-0.3450	16.751	0.0002						
3	0.0380	-0.3479	16.789	0.0008						
4	-0.2322	-0.2509	18.321	0.0011						
5	-0.2806	0.3823	20.697	0.0009						
6	-0.3325	-0.7401	24.257	0.0005						
7	-0.3439	-0.6931	28.338	0.0002						
8	-0.3375	-0.0151	32.57	0.0001						

Σημείωση: βλ. σχόλια αντίστοιχης Πίνακα 3.3

Από τον Πίνακα 3.4 βλέπουμε ότι η μεταβλητή της ακαθάριστης αποταμίευσης του δημόσιου τομέα (ΚΠ) δεν είναι στάσιμη, αφού απορρίπτουμε την H0 για όλες τις 8 υστερήσεις.

Πίνακας 3.5 Correlogramγια την μεταβλητή των ιδιωτικών επενδύσεων (*itoy*).

LAG	AC	PAC	Q	Prob>Q	-1	0	1	-1	0	1
					[Autocorrelation]			[Partial Autocor]		
1	0.8355	1.0028	16.858	0.0000						
2	0.6262	-0.2924	26.826	0.0000						
3	0.4289	0.0876	31.762	0.0000						
4	0.2130	-0.3152	33.051	0.0000						
5	0.0351	0.0287	33.088	0.0000						
6	-0.1095	-0.3265	33.474	0.0000						
7	-0.1830	0.2287	34.629	0.0000						
8	-0.2000	-0.4334	36.115	0.0000						

Σημείωση: βλ. σχόλια αντίστοιχης Πίνακα 3.3

Επίσης και οι επενδύσεις δείχνουν να έχουν μοναδιαία ρίζα (unitroot) επομένως και αυτή η χρονοσειρά μας δεν είναι στάσιμη.

Πίνακας 3.6 Correlogramγια την μεταβλητή των εθνικών αποταμιεύσεων (*nstoy*).

LAG	AC	PAC	Q	Prob>Q	-1	0	1	-1	0	1
					[Autocorrelation]			[Partial Autocor]		
1	0.8355	1.0028	16.858	0.0000						
2	0.6262	-0.2924	26.826	0.0000						
3	0.4289	0.0876	31.762	0.0000						
4	0.2130	-0.3152	33.051	0.0000						
5	0.0351	0.0287	33.088	0.0000						
6	-0.1095	-0.3265	33.474	0.0000						
7	-0.1830	0.2287	34.629	0.0000						
8	-0.2000	-0.4334	36.115	0.0000						

Σημείωση: βλ. σχόλια αντίστοιχης Πίνακα 3.3

Και σε αυτήν την τελευταία περίπτωση απορρίπτουμε έντονα την βασική ότι οι συντελεστές είτε αυτοσυσχέτισης είτε μερικής αυτοσυσχέτισης είναι μηδέν στον πληθυσμό. Άρα κι η Ελληνική ακαθάριστη εθνική αποταμίευση ως λόγος στο ΑΕΠ είναι μη-στάσιμη στις αρχικές τιμές της χρονοσειρά.

Από τα παραπάνω correlograms διαπιστώσαμε ότι δειγματικές μας σειρές στις αρχικές τους τιμές (inlevels) προέρχονται από στοχαστικές διαδικασίες μη-στάσιμες. Με τους ελέγχους μοναδιαίων ριζών (unitroottests) με τη διαδικασία που πρότειναν οι Doladoetal. (1990) πάνω στο επαυξημένο υπόδειγμα των Dickey-Fuller(ADF regressiontests) όπως αυτό διορθώθηκε από τους Elliott et al. (1996)γνωστό σαν το DF-GLStest,μπορούμε να διακρίνουμε αν οι σειρές μας προέρχονται από TSP ή από

DSPέτσι ώστε η αφαίρεση της τάσης ή η πρώτη/ες διαφορά/ές της, αντίστοιχα, θα μας δώσουν στάσιμες χρονοσειρές για συνεπείς εκτιμήσεις.

Η μεθοδολογία των Dolado et al. (1990) είναι «από το γενικότερο υπόδειγμα στο ειδικό» (GETS) βάσει της επαυξημένης παλινδρόμησης (ADF)

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + \alpha_2 t + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (7)$$

Όπου t χρονική τάση, και η παράμετρος ενδιαφέροντος προς εκτίμηση γ έτσι ώστε κάτω από την $H_0: \gamma=0$ ή υπάρχει μοναδιαία ρίζα (UR) ή η γείναι μη-στάσιμη σειρά. Η εκτίμηση των Elliott et al. (1996) εφαρμόζει γενικευμένα ελάχιστα τετράγωνα στην y' η οποία είναι η y -μετά την αφαίρεση της τάσης της.

Για την μεταβλητή του ΙΤΣ έχουμε:

Πίνακας 3.7 Έλεγχος μοναδιαίων ριζών DF-GLS για το Ελληνικό Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών στο ΑΕΠ (*catoy*).

1^ο βήμα: $H_0: \gamma=0$ στο (7)

[lags]	DF-GLS tau Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
8	-3.183	-3.770	-6.632	-4.903
7	-4.033	-3.770	-4.929	-3.642
6	-1.067	-3.770	-3.828	-2.861
5	-1.738	-3.770	-3.218	-2.467
4	-1.321	-3.770	-2.989	-2.368
3	-1.913	-3.770	-3.030	-2.474
2	-1.276	-3.770	-3.229	-2.692
1	-1.396	-3.770	-3.476	-2.932

DF-GLS for catoy
Maxlag = 8 chosen by Schwert criterion
Number of obs = 11

Opt Lag (Ng-Perron seq t) = 7 with RMSE .008572
Min SC = -7.774593 at lag 7 with RMSE .008572
Min MAIC = -6.583443 at lag 1 with RMSE .0256748

Παρατηρούμε ότι η τ (tau) στατιστική δεν είναι σημαντική, πχ. σε $\alpha=5\%$, σε καμία από τις υστερήσεις, επομένως, δεν μπορούμε να απορρίψουμε την $H_0: \gamma=0$. Άρα υπάρχει μοναδιαία ρίζα ή η γείναι μη-στάσιμη.

Επειδή όμως το test είναι ευαίσθητο στους προσδιοριστικούς όρους όπως η σταθερά (*drift*) και η τάση (*trend*) προχωράμε στο

2^ο βήμα: $H_0: \alpha_2=0/\gamma=0$ δηλ. ελέγχουμε για την παρουσία τάσης. Επειδή όμως στο DF-GLS από την γέχει ήδη αφαιρεθεί η τάση, τρέχουμε το περιορισμένο του (7) χωρίς την μεταβλητή του χρόνου t , δηλ. το (8).

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (8)$$

DF-GLS for catoy Number of obs = 11
 Maxlag = 8 chosen by Schwert criterion

[lags]	DF-GLS mu Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
8	-4.430	-2.660	-6.238	-4.911
7	-4.191	-2.660	-4.673	-3.616
6	-0.750	-2.660	-3.593	-2.737
5	-1.426	-2.660	-2.918	-2.202
4	-1.116	-2.660	-2.564	-1.939
3	-1.669	-2.660	-2.449	-1.874
2	-1.162	-2.660	-2.490	-1.936
1	-1.316	-2.660	-2.604	-2.051

Opt Lag (Ng-Perron seq t) = 7 with RMSE .0082953
 Min SC = -8.141964 at lag 8 with RMSE .0063969
 Min MAIC = -6.669643 at lag 1 with RMSE .0259097

Πάλι δεν μπορούμε να απορρίψουμε την $H_0: \gamma=0$ και στο χωρίς τάση υπόδειγμα (8). Έτσι, συμπεραίνουμε ότι η χρονοσειρά μας του ΙΤΣ είναι μη-στάσιμη στις αρχικές της τιμές και πιθανόν να μπορεί να γίνει στάσιμη μετά από q διαφορές, δηλ. είναι $I(q)$.

Πίνακας 3.8 Έλεγχος μοναδιαίων ριζών DF-GLS για τον κρατικό προϋπολογισμό στο ΑΕΠ (*sgovtoy*).

1^ο βήμα: $H_0: \gamma=0$ στο (7)

DF-GLS for sgovtoy Number of obs = 12
 Maxlag = 8 chosen by Schwert criterion

[lags]	DF-GLS tau Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
8	-2.143	-3.770	-5.434	-4.057
7	-1.663	-3.770	-4.230	-3.186
6	-2.609	-3.770	-3.479	-2.673
5	-1.546	-3.770	-3.093	-2.447
4	-0.972	-3.770	-2.988	-2.438
3	-1.910	-3.770	-3.079	-2.574
2	-1.974	-3.770	-3.280	-2.785
1	-1.619	-3.770	-3.505	-3.002

Opt Lag (Ng-Perron seq t) = 0 [use maxlag(0)]
 Min SC = -7.541941 at lag 6 with RMSE .0111565
 Min MAIC = -6.959451 at lag 1 with RMSE .0204504

Τα ίδια συμπεράσματα με το αντίστοιχο βήμα του προηγούμενου Πίνακα 3.7.

2^ο βήμα: $H_0: \alpha_2=0/\gamma=0$ δηλ. ελέγχουμε για την παρουσία τάσης. Επειδή όμως στο DF-GLS από την γέχει ήδη αφαιρεθεί η τάση, τρέχουμε το περιορισμένο του (7) χωρίς την μεταβλητή του χρόνου t , δηλ. το (8).

DF-GLS for sgovtoy Number of obs = 12
 Maxlag = 8 chosen by Schwert criterion

[lags]	DF-GLS mu Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
8	-1.765	-2.660	-5.139	-4.052
7	-1.254	-2.660	-3.991	-3.112
6	-2.172	-2.660	-3.213	-2.486
5	-1.605	-2.660	-2.739	-2.118
4	-1.177	-2.660	-2.506	-1.953
3	-1.997	-2.660	-2.450	-1.934
2	-2.071	-2.660	-2.509	-2.007
1	-1.669	-2.660	-2.617	-2.115

Opt Lag (Ng-Perron seq t) = 0 [use maxlag(0)]
 Min SC = -7.378624 at lag 1 with RMSE .0203152
 Min MAIC = -6.907302 at lag 1 with RMSE .0203152

Πάλι δεν μπορούμε να απορρίψουμε την $H_0: \gamma=0$ και στο χωρίς τάση υπόδειγμα (8). Έτσι, συμπεραίνουμε ότι η χρονοσειρά της ακαθάριστης αποταμίευσης του δημοσίου τομέα (ΚΠ) είναι μη-στάσιμη στις αρχικές της τιμές και πιθανόν να μπορεί να γίνει στάσιμη μετά από q διαφορές, δηλ. είναι $I(q)$.

Πίνακας 3.9 Έλεγχοι μοναδιαίων ριζών DF-GLS για τις ιδιωτικές επενδύσεις στο ΑΕΠ (*itoy*).

1^ο βήμα: $H_0: \gamma=0$ στο (7)

DF-GLS for itoy Number of obs = 12
 Maxlag = 8 chosen by Schwert criterion

[lags]	DF-GLS tau Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
8	-0.958	-3.770	-5.434	-4.057
7	-0.924	-3.770	-4.230	-3.186
6	-0.820	-3.770	-3.479	-2.673
5	-1.245	-3.770	-3.093	-2.447
4	-1.249	-3.770	-2.988	-2.438
3	-1.594	-3.770	-3.079	-2.574
2	-1.077	-3.770	-3.280	-2.785
1	-1.492	-3.770	-3.505	-3.002

Opt Lag (Ng-Perron seq t) = 0 [use maxlag(0)]
 Min SC = -7.57211 at lag 1 with RMSE .0184419
 Min MAIC = -7.335859 at lag 2 with RMSE .0180876

Δεν μπορούμε να απορρίψουμε την $H_0: \gamma=0$.

2^ο βήμα: $H_0: \alpha_2=0/\gamma=0$ δηλ. ελέγχουμε για την παρουσία τάσης. Επειδή όμως στο DF-GLS από την γέχει ήδη αφαιρεθεί η τάση, τρέχουμε το περιορισμένο του (7) χωρίς την μεταβλητή του χρόνου t , δηλ. το (8).

DF-GLS for itoy Number of obs = 12
 Maxlag = 8 chosen by Schwert criterion

[lags]	DF-GLS mu Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
8	-1.103	-2.660	-5.139	-4.052
7	-1.036	-2.660	-3.991	-3.112
6	-0.955	-2.660	-3.213	-2.486
5	-1.322	-2.660	-2.739	-2.118
4	-1.230	-2.660	-2.506	-1.953
3	-1.448	-2.660	-2.450	-1.934
2	-0.720	-2.660	-2.509	-2.007
1	-0.974	-2.660	-2.617	-2.115

Opt Lag (Ng-Perron seq t) = 0 [use maxlag(0)]
 Min SC = -7.356141 at lag 1 with RMSE .0205448
 Min MAIC = -7.367707 at lag 1 with RMSE .0205448

Πάλι δεν μπορούμε να απορρίψουμε την $H_0: \gamma=0$ και στο χωρίς τάση υπόδειγμα (8). Έτσι, συμπεραίνουμε ότι η χρονοσειρά ιδιωτικές επενδύσεις είναι μη-στάσιμη στις αρχικές της τιμές και πιθανόν να μπορεί να γίνει στάσιμη μετά από q διαφορές, δηλ. είναι $I(q)$.

Πίνακας 3.10 Έλεγχοι μοναδιαίων ριζών DF-GLS για την ακαθάριστη εθνική αποταμίευση στο ΑΕΠ (*itoy*).

1^ο βήμα: $H_0: \gamma=0$ στο (7)

DF-GLS for nstoy Number of obs = 12
 Maxlag = 8 chosen by Schwert criterion

[lags]	DF-GLS tau Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
8	-0.633	-3.770	-5.434	-4.057
7	-1.237	-3.770	-4.230	-3.186
6	-1.767	-3.770	-3.479	-2.673
5	-1.360	-3.770	-3.093	-2.447
4	-2.186	-3.770	-2.988	-2.438
3	-2.308	-3.770	-3.079	-2.574
2	-1.900	-3.770	-3.280	-2.785
1	-1.370	-3.770	-3.505	-3.002

Opt Lag (Ng-Perron seq t) = 0 [use maxlag(0)]
 Min SC = -7.502592 at lag 1 with RMSE .0190942
 Min MAIC = -7.293884 at lag 1 with RMSE .0190942

Δεν μπορούμε να απορρίψουμε την $H_0: \gamma=0$.

2^ο βήμα: $H_0: \alpha_2=0/\gamma=0$ δηλ. ελέγχουμε για την παρουσία τάσης. Επειδή όμως στο DF-GLS από την γ έχει ήδη αφαιρεθεί η τάση, τρέχουμε το περιορισμένο του (7) χωρίς την μεταβλητή του χρόνου t , δηλ. το (8).

DF-GLS for nstoy Number of obs = 12
 Maxlag = 8 chosen by Schwert criterion

[lags]	DF-GLS mu Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
8	-0.876	-2.660	-5.139	-4.052
7	-1.041	-2.660	-3.991	-3.112
6	-1.246	-2.660	-3.213	-2.486
5	-0.599	-2.660	-2.739	-2.118
4	-0.895	-2.660	-2.506	-1.953
3	-0.902	-2.660	-2.450	-1.934
2	-0.831	-2.660	-2.509	-2.007
1	-0.617	-2.660	-2.617	-2.115

Opt Lag (Ng-Perron seq t) = 0 [use maxlag(0)]
 Min SC = -7.313378 at lag 1 with RMSE .0209888
 Min MAIC = -7.478043 at lag 1 with RMSE .0209888

Πάλι δεν μπορούμε να απορρίψουμε την $H_0: \gamma=0$ και στο χωρίς τάση υπόδειγμα (8). Έτσι, συμπεραίνουμε ότι η χρονοσειρά ακαθάριστη εθνική αποταμίευση είναι μη-στάσιμη στις αρχικές της τιμές και πιθανόν να μπορεί να γίνει στάσιμη μετά από q διαφορές, δηλ. είναι $I(q)$.

Στην συνέχεια ελέγχουμε με Q-test στην στασιμότητα διαφορών κάθε σειράς έτσι ώστε να δούμε αν μετά από q αριθμό διαφορών γίνονται στάσιμες $I(q)$ βαθμού.

- Για τις επενδύσεις ($itoy$) έχουμε

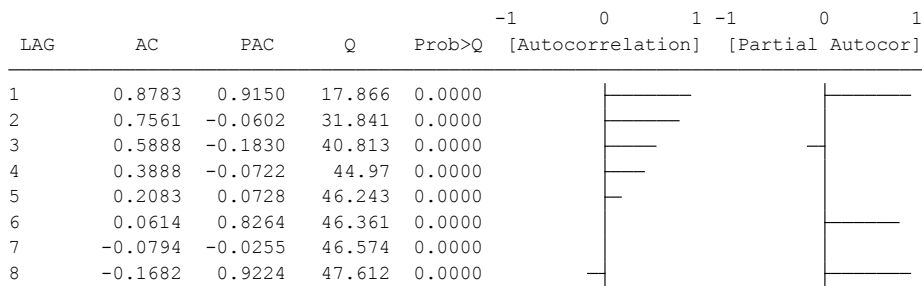
. corrgram l.itoy

LAG	AC	PAC	Q	Prob>Q	-1	0	1	-1	0	1
					[Autocorrelation]			[Partial Autocor]		
1	0.7929	1.0153	14.559	0.0001						
2	0.5450	-0.2934	21.818	0.0000						
3	0.3092	0.0977	24.293	0.0000						
4	0.1048	-0.2968	24.595	0.0001						
5	-0.0582	0.0638	24.695	0.0002						
6	-0.1571	-0.2990	25.471	0.0003						
7	-0.1719	0.2316	26.471	0.0004						
8	-0.1355	-1.1597	27.144	0.0007						

Συμπεραίνουμε ότι πράγματι η $\Delta(itoy)$ είναι στάσιμη, άρα $itoy \sim I(1)$.

- Για την ακαθάριστη εθνική αποταμίευση ($nstoy$) έχουμε

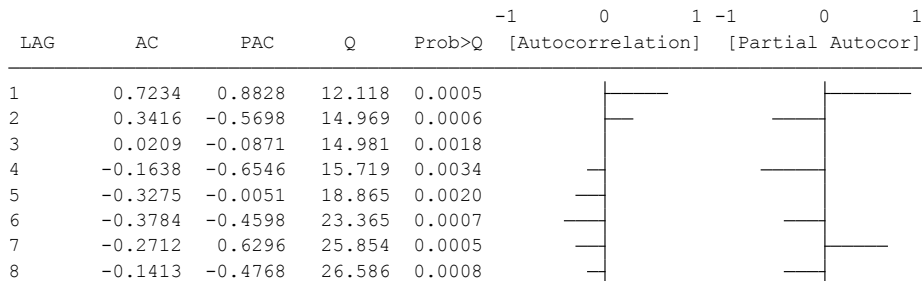
. corrgram l.nstoy



Συμπεραίνουμε ότι πράγματι η $\Delta(nstoy)$ είναι στάσιμη, άρα $nstoy \sim I(1)$.

- Για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (*catoy*) έχουμε

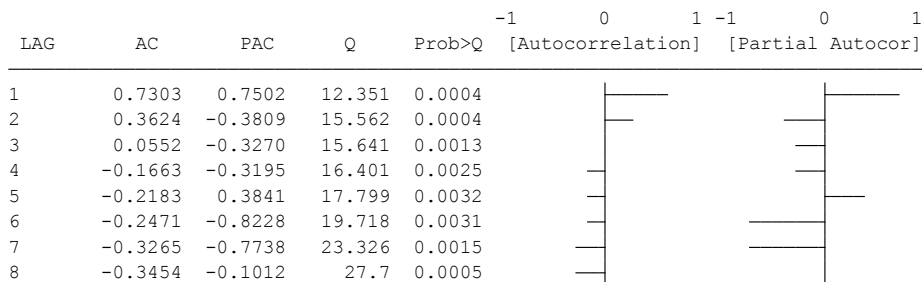
. corrgram l.catoy



Συμπεραίνουμε ότι πράγματι η $\Delta(catoy)$ είναι στάσιμη, άρα $catoy \sim I(1)$.

- Τέλος, για την ακαθάριστη αποταμίευση του δημοσίου –ΚΠ– (*sgovtoy*) έχουμε

. corrgram l.sgovtoy



Συμπεραίνουμε ότι πράγματι η $\Delta(sgovtoy)$ είναι στάσιμη, άρα $sgovstoy \sim I(1)$.

III. Έλεγχοι συνολοκλήρωσης χρονοσειρών δείγματος

Αν και από τη μια μεριά, το μέγεθος του δείγματος των παρατηρήσεών μας, όπως έχουμε προαναφέρει, δεν είναι σε καμία περίπτωση ικανοποιητικό για «ανάλυση συνολοκλήρωσης», από την άλλη δεδομένου του προβλήματος της «ψευδούς

παλινδρόμησης», δεν εφαρμόζουμε τους βέβαια «ασυνεπείς» εκτιμητές των ελαχίστων τετραγώνων στις μη-στάσιμες χρονοσειρές μας πιθανόν από DSP. Προχωρούμε σε ανάλυση συνολοκλήρωσης, δεδομένου του σοβαρού περιορισμού του οποίου έχουμε συνείδηση. Σε μελλοντική εργασία μας, πιθανόν με δεδομένα κι άλλων χωρών, σε panel data δυναμική ανάλυση συνολοκλήρωσης ελπίζουμε ότι θα ξεπεράσουμε το πρόβλημα του μεγέθους του δείγματος.

Το άριστο μέγεθος των υστερήσεων που θα χρησιμοποιήσουμε στο VEC (Johansen, 1995) εκτιμάται με την βοήθεια των πληροφοριακών κριτηρίων στην εξίσωσή του

$$\Delta y_t = \alpha \beta' y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + v + \delta t + \varepsilon_t \quad (9)$$

- Για την εξίσωση (3) θα έχουμε:

Selection-order criteria
Sample: 1999 - 2015 Number of obs = 17

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	60.2914				3.6e-06	-6.85781	-6.84807	-6.75979
1	95.366	70.149	4	0.000	9.4e-08*	-10.5136*	-10.4844*	-10.2196*
2	96.5023	2.2727	4	0.686	1.4e-07	-10.1767	-10.128	-9.68662
3	102.215	11.425*	4	0.022	1.2e-07	-10.3782	-10.31	-9.69201
4	103.54	2.6503	4	0.618	1.9e-07	-10.0635	-9.97581	-9.18128

Endogenous: itoy nstoy
Exogenous: _cons

Από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι τα περισσότερα κριτήρια μας υποδεικνύουν 1 υστέρηση. Οπότε στον έλεγχο συνολοκλήρωσης του Johansen θα χρησιμοποιήσουμε lags=1 . Έτσι έχουμε:

Johansen tests for cointegration
Trend: constant Number of obs = 20
Sample: 1996 - 2015 Lags = 1

maximum rank	parms	LL	eigenvalue	trace statistic	5% critical value
0	2	103.99424	.	17.2160	15.41
1	5	109.41721	0.41859	6.3700	3.76
2	6	112.60223	0.27276		

Όπως φαίνεται οι δύο χρονοσειρές μας επενδύσεις – εθνική αποταμίευση ως λόγιοι στο ΑΕΠ (*itoy-nstoy*) δεν είναι συνολοκληρωμένες CI(1,1) παρά το γεγονός ότι και οι δύο είναι I(1)όπως είδαμε παραπάνω.

Κατά συνέπεια προχωράμε σε βραχυχρόνια μόνο παλινδρόμηση για την εξίσωση (3) αφού η παλινδρόμηση διαφορών δεν μας λέει τίποτα για την μακροχρόνια σχέση ισορροπίας των μεταβλητών για την οποία ενδιαφερόμαστε. Το πρόβλημα θα λυνόταν αν οι χρονοσειρές μας επενδύσεις – εθνική αποταμίευση (*itoy-nstoy*) ήταν συνολοκληρωμένες.

```
. regress l.itoy l.nstoy, vce(robust)
```

```
Linear regression           Number of obs   =           20
                          F(1, 18)          =           9.98
                          Prob > F          =          0.0054
                          R-squared         =          0.3198
                          Root MSE      =          .0392
```

L.itoy	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
nstoy						
L1.	.5386237	.1704684	3.16	0.005	.1804829	.8967646
_cons	.1368239	.0277195	4.94	0.000	.0785874	.1950604

Βλέπουμε ότι ο εκτιμηθείς συντελεστής είναι στατιστικά σημαντικός και με το αναμενόμενο θετικό πρόσημο καθώς επίσης μακριά από την μονάδα και ίσως με 0,59. Το τελευταίο μεταφράζει το ενδεχόμενο της διεθνούς χρηματοδότησης, από κίνηση διεθνών κεφαλαίων, των εγχώριων επενδύσεων. Βέβαια, απαιτείται να γίνουν μια σειρά οικονομετρικοί έλεγχοι πρώτα. Για παράδειγμα, μήπως υπάρχει διαρθρωτική μεταβολή ; Ο έλεγχος για άγνωστο χρόνο μεταβολής μας έδωσε:

```
. estat sbsingle, breakvars(nstoy)
-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
.....
```

Test for a structural break: Unknown break date

Number of obs = 21

Full sample: 1995 - 2015

Trimmed sample: 1999 - 2012

Estimated break date: 2010

Ho: No structural break

Test	Statistic	p-value
swald	133.9532	0.0000

Exogenous variables: nstoy

Coefficients included in test: nstoy

Για το υπόδειγμα σε πρώτες διαφορές δεν έχουμε αρκετούς βαθμούς ελευθερίας, κι επειδή η έρευνα μας δεν έχει πλέον μακροχρόνια στόχευση, εφαρμόσαμε τον έλεγχο στις αρχικές τιμές. Όπως φαίνεται από το Wald-test απορρίπτεται έντονα η βασική H_0 : Μη-διαρθρωτική μεταβολή η οποία εκτιμήθηκε το 2010. Λόγω του μικρού μεγέθους του δείγματος δεν προχωράμε σε δύο παλινδρομήσεις. Η συμπερίληψη της ψευδομεταβλητής $d2010=1$ if year=2010 & 0 διαφορετικά, βελτίωσε την προσαρμογή και αύξησε ελαφρώς την τιμή του συντελεστή ενδιαφέροντος στο 0,62 περίπου.

```
. regress l.itoy l.nstoy d2010, vce(robust)
```

```
Linear regression                Number of obs   =           20
                                F(1, 17)         =           .
                                Prob > F              =           .
                                R-squared             =        0.3666
                                Root MSE         =        .03893
```

L.itoy	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
nstoy						
L1.	.6177815	.1902694	3.25	0.005	.2163481	1.019215
d2010	.0479309	.0205429	2.33	0.032	.0045892	.0912726
_cons	.1239524	.0310234	4.00	0.001	.0584988	.1894061

Στη συνέχεια, τρέξαμε το υπόδειγμα υπό τον περιορισμό $\beta=1$ (συντελεστής της εθνικής αποταμίευσης, *nstoy*).

```
. test l.nstoy==1
```

```
( 1)  L.nstoy = 1
```

```
      F( 1, 17) = 4.04
      Prob > F = 0.0607
```

Το p-value της F^* στατιστικής δεν είναι υψηλό (πχ. >10%). Επιπλέον, ελέγχουμε για λάθος εξειδίκευση το υπόδειγμα, κι έχουμε

```
. estat ovtest
```

```
Ramsey RESET test using powers of the fitted values of L.itoy
Ho: model has no omitted variables
      F(3, 14) = 2.39
      Prob > F = 0.1123
```

Έτσι, έχοντας σταθερά υπόψη μας τον περιορισμό του μικρού δείγματος, το εύρημα αυτό, ότι με p-val.=11,23% (σχετικά μικρή) δεν μπορούμε να απορρίψουμε την «καλή»

εξειδίκευση του υποδείγματος (3), δεχόμαστε με επιφύλαξη ότι τελικά δεν επαληθεύεται το «αίνιγμα Felstein-Horioka»³ παρά μόνο ασθενώς βραχυχρόνια.

- Για την εξίσωση (6) εκτίμησης των *δίδυμων ελλειμμάτων* θα έχουμε:

```
. varsoc catoy sgovtoy itoy
```

Selection-order criteria

Sample: 1999 - 2014

Number of obs = 16

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	98.9409				1.2e-09	-11.9926	-11.9852	-11.8478
1	131.205	64.529	9	0.000	7.0e-11	-14.9007	-14.871	-14.3212
2	134.038	5.6645	9	0.773	1.8e-10	-14.1297	-14.0778	-13.1157
3	152.653	37.231	9	0.000	8.4e-11	-15.3317	-15.2575	-13.883
4	184.531	63.755*	9	0.000	1.7e-11*	-18.1913*	-18.0949*	-16.3082*

Endogenous: catoy sgovtoy itoy

Exogenous: _cons

Από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι τα περισσότερα κριτήρια μας υποδεικνύουν 4 υστερήσεις, κάτι που «θυσιάζει» πολλούς βαθμούς ελευθερίας. Οπότε στον έλεγχο συνολοκλήρωσης του Johansen θα χρησιμοποιήσουμε lags=4 με αναμενόμενα προβλήματα την αδυναμία εκτιμήσεως! Έτσι έχουμε:

```
. vecrank catoy sgovtoy itoy, lag(4)
```

Johansen tests for cointegration

Trend: constant

Number of obs = 16

Sample: 1999 - 2014

Lags = 4

maximum					5%
rank	parms	LL	eigenvalue	trace statistic	critical value
0	30	149.41447	.	70.2327	29.68
1	35	172.29239	0.94272	24.4768	15.41
2	38	182.5242	0.72168	4.0132	3.76
3	39	184.53079	0.22184		

Είναι πρόδηλο ότι με 16 διαθέσιμες παρατηρήσεις δεν μπορεί να εκτιμηθεί ούτε 1 διάνυσμα συνολοκλήρωσης (στην υποθετική περίπτωση της στατιστικά σημαντικής σχέσης $r=1$) που βλέπουμε ότι θα εκτιμούσε 35 παραμέτρους.

Ως άσκηση πλέον, επαναλαμβάνουμε τον έλεγχο με lag(1)

³Η μ' άλλα λόγια ότι δεν φαίνεται η διεθνής κινητικότητα των κεφαλαίων να χρηματοδότησε τις ιδιωτικές επενδύσεις στην Ελλάδα την περίοδο 1995-2015 παρά μόνο ασθενώς βραχυχρόνια.

```

. vecrank catoy sgovtoy itoy, lag(1)

Johansen tests for cointegration
Trend: constant
Sample: 1996 - 2014
Number of obs = 19
Lags = 1

maximum
rank   parms      LL      eigenvalue   trace   5%
      0     3      140.47891      .           24.9035* 29.68
      1     8      146.49504     0.46915     12.8713  15.41
      2    11      150.64266     0.35376      4.5760   3.76
      3    12      152.93067     0.21404

```

Και με μία μόνο υστέρηση (υποθετικά...) ο έλεγχος συνολοκλήρωσης υποδεικνύει από το tracestatistic κανένα διάλυσμα συνολοκλήρωσης ($r=0$) μεταξύ των τριών μεταβλητών της εξίσωσης (6), δηλ. ΙΤΣ, αποταμίευσης δημοσίου και ιδιωτικές επενδύσεις. Επομένως και σε αυτήν την περίπτωση δεν μπορούμε να εκτιμήσουμε την/τις μακροχρόνια/ες σχέση/σεις ισορροπίας *δίδυμων ελλειμμάτων* όπως έχουν προταθεί από την βιβλιογραφία.

Για την *δευτερεύουσα βραχυχρόνια* δυναμική εκτιμούμε το υπόδειγμα (6) σε πρώτες διαφορές που μας υπέδειξαν οι έλεγχοι μοναδιαίων ριζών. Έτσι έχουμε

```

. regress l.catoy l.sgovtoy l.itoy, vce(robust)

Linear regression                               Number of obs   =        20
                                                F(2, 17)        =       27.34
                                                Prob > F         =       0.0000
                                                R-squared       =       0.6178
                                                Root MSE       =       .02757

```

L.catoy	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sgovtoy L1.	.786539	.1796289	4.38	0.000	.4075551	1.165523
itoy L1.	-.6371893	.0966372	-6.59	0.000	-.8410761	-.4333026
_cons	.0930045	.0179099	5.19	0.000	.0552179	.1307911

Τα πρόσημα και τα μεγέθη των εκτιμηθέντων συντελεστών είναι τα αναμενόμενα από τη θεωρία. Ο οικονομετρικός έλεγχος βασικών θεμάτων θα μας οδηγήσει στην αξιολόγησή τους. Ελέγχουμε τον περιορισμό $H_0:\beta_1=1$

```
. test l.sgovtoy=1

( 1)  L.sgovtoy = 1

      F( 1, 17) =    1.41
      Prob > F =    0.2510
```

Επιβεβαιώνεται ότι τα δεδομένα είναι συνεπή με την υπόθεση «βραχυχρόνια ισχύει η δυναμική των δίδυμων ελλειμμάτων». Ελέγχουμε για λάθος εξειδίκευση ή παράλειψη σημαντικών ερμηνευτικών μεταβλητών,

```
. estat ovtest

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of L.catoy
Ho: model has no omitted variables
      F(3, 14) =    0.18
      Prob > F =    0.9049
```

Δεν μπορεί να απορριφθεί και μάλιστα έντονα η βασική ότι δεν έχουμε παραλείψει ανεξάρτητες μεταβλητές (p-val.F* = 90,49%).

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην εργασία αυτή εξετάσαμε για την Ελληνική περίπτωση την υπόθεση των δίδυμων ελλειμμάτων, εξωτερικού και κρατικού προϋπολογισμού, για την περίοδο 1995-2015. Το μικρό μέγεθος του δείγματος δεν συνάδει με την ανάγκη της ανάλυσης συνολοκλήρωσης που εδώ απαιτείται. Αυτός είναι και ο κύριος περιορισμός της. Άμεση μελλοντική μας προτεραιότητα είναι να μελετήσουμε σχετικά panelδεδομένων της Ευρωζώνης.

Η μεθοδολογία που ακολουθήσαμε αναφέρεται στην αναλυτική μέθοδο του θεωρητικού υπόβαθρου των άριστων νομισματικών περιοχών με έμφαση στην εφαρμογή τους στην περίπτωση της Ευρωζώνης (Eichengreen και DeGrauwe) καθώς επίσης και στην ετερόδοξη ερμηνεία των κρίσεων του Minsky. Λόγω κυρίως έλλειψης δεδομένων στην εμπειρική μας διερεύνηση (Bagnai, 2012), ελέγξαμε τα δίδυμα ελλείμματα και το αίνιγμα της διεθνούς μη-κινητικότητας των κεφαλαίων στην χρηματοδότηση των εγχώριων επενδύσεων, σε χώρα μέλος της Ευρωζώνης.

Τα ευρήματά μας προσδιορίστηκαν καθοριστικά από το βασικό περιορισμό του μικρού μεγέθους του δείγματος. Ο «γρίφος των Feldstein-Horioka (1980)» επιβεβαιώθηκε μόνο στην δευτερεύουσας οικονομικής σημασίας *βραχυχρόνια* δυναμική. Επίσης εκτιμήθηκε διαρθρωτική μεταβολή στην υπόψη σχέση το 2010. Τα δεδομένα μας *πάντα βραχυχρόνια*, είναι συνεπή με την υπόθεση της μη-κινητικότητας των κεφαλαίων διεθνώς, ή με άλλα λόγια ότι η εθνική αποταμίευση χρηματοδοτούσε κυρίως την εγχώρια ιδιωτική επένδυση. Το ίδιο διαπιστώσαμε για την υπόθεση των «δίδυμων ελλειμμάτων» (Fidrmuc, 2003), η οποία επίσης *μόνο βραχυχρόνια*, επιβεβαιώθηκε από τα δεδομένα μας ότι είναι συνεπής με την ταυτόχρονη και ισόποση μεταβολή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με εκείνο του κρατικού προϋπολογισμού ή ακαθάριστης αποταμίευσης του δημόσιου τομέα.

Στα αμέσως μελλοντικά ερευνητικά μας σχέδια είναι η διεύρυνση του μεγέθους του δείγματος με διαστρωματικά δεδομένα των χωρών της Ευρωζώνης έτσι ώστε με οικονομετρική ανάλυση συνολοκλήρωσης δυναμικού panel να μπορέσουμε να εξάγουμε χρήσιμα για την οικονομική πολιτική συμπεράσματα από την σταθερή μακροχρόνια (steady state equilibrium) σχέση (ή σχέσεις) των δίδυμων ελλειμμάτων και του γρίφου της μη-κινητικότητας διεθνώς των κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των εγχώριων ιδιωτικών επενδύσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση

- Αργεΐτης Γ., (2012), "Απασχόληση, χρηματοπιστωτική σταθερότητα και οικονομική ανάπτυξη: Υπάρχει ελπίδα για την Ελλάδα", Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ
<http://ineobservatory.gr/wp-content/uploads/2014/08/policy-brief-42.pdf>
- Αργεΐτης Γ., (2013), "Κρίση Χρέους, Λιτότητα και Οικονομική Κρίση: Υπάρχει Διέξοδος", Παρατηρητήριο για την Κρίση
http://crisisobs.gr/wp-content/uploads/2013/03/POLICY-PAPER-No1.2013_%CE%93%CE%B9%CF%8E%CF%81%CE%B3%CE%BF%CF%82-%CE%91%CF%81%CE%B3%CE%B5%CE%AF%CF%84%CE%B7%CF%82.pdf
- Βαρουφάκης, Γ., (2012), Παγκόσμιος Μινώταυρος, εκδ. ΛΙΒΑΝΗΣ, Αθήνα.
- Βαρουφάκης, Γ. (2016). «Η αρπαγή της Ευρώπης: Οι ρίζες της καταστροφικής διαχείρισης μιας αναπόφευκτης κρίσης». Εκδ. Πατάκη, Αθήνα.
- Λαπαβίτσας Κ., Καλτενμπρούνερ Α., Λίντο Ντ., Μίτσελ Τζ., Παϊνσείρα Χ.Π., Πάουελ Τζ., Πίρες Ε., Στένφορς Α., Τέλες Ν., (2010), "2010 ΚΡΙΣΗ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ, ΦΤΩΧΕΙΑ ΤΟΥ ΔΥΝΑΤΟΥ, ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΤΟΥ ΑΔΥΝΑΤΟΥ", Εκδόσεις ΝΟΒΟΛΙ, Αθήνα
- Μαυρουδέας Σ., (2014), "Η «χρηματιστικοποίηση» και η ελληνική περίπτωση"
<http://politicosdialogos.org/wp/3803>, 15/1/2014
- Μιχαλοπούλου Σ., (2014), "Κρίση χρέους, δημοσιονομική λιτότητα και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη", Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ
<http://inegsee.gr/wp-content/uploads/2015/05/Meleti-30.pdf>
- Τράπεζα της Ελλάδος, 2008-2013, "Το χρονικό της Μεγάλης Κρίσης"
<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/%CE%A4%CE%BF%20X%CF%81%CE%BF%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CF%8C%20%CF%84%CE%B7%CF%82%20M%CE%B5%CE%B3%CE%AC%CE%BB%CE%B7%CF%82%20K%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7%CF%82.pdf>

Ξενόγλωσση

- Ahmadi S., 2015, "Limitations of Monetary Unions for Peripheral Countries"
https://about.illinoisstate.edu/critique/SiteAssets/Pages/Current-Issue/Ahmadi_Final.pdf
- Bagnai A., 2006. Structural Breaks and the Twin Deficits Hypothesis, *International Economics and Economic Policy*, **3**:137-155.
- Bagnai A., 6/2012, "Unhappy Families Are All Alike: Minkyan Cycles, Kaldorian Growth, And The Eurozone Peripheral Crises"
http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/87_2012.pdf
- BBC Magazine, 24/3/2014, "Did Hyman Minsky find thw secret behind financial crashes?"
<http://www.bbc.com/news/magazine-26680993>
- Blanchard, O., 2006. Is there a viable European Social and Economic Model? *MIT Working Paper* 06-21.
- Bordo, M. D., and H. James, 2013. The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises, NBER Working Paper No. 19112, Issued in June 2013.
- De Grauwe, P., 2011. The governance of a fragile Eurozone, CEPS Working Document No 346. Available at
<https://www.ceps.eu/system/files/book/2011/05/WD%20346%20De%20Grauwe%20on%20Eurozone%20Governance.pdf>
- De Grauwe, P., 2013. Design failures in the Eurozone: Can they be fixed? LEQS Paper No. 57/2013. Available at
<http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS%20Discussion%20Paper%20Series/LEQSPaper57.pdf>.
- De Grauwe, P. and F. Mongelli (2005), "Endogeneity of optimum Currency Areas: What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?", European Central Bank Working Paper Series No. 468.
- Dolado, J., T. Jenkinson, S. Sosvilla-Rivero. 1990. Cointegration and Unit Roots. *Journal of Economic Surveys* 4: 249-273.
- Eichengreen, B. (2008), Sui generis EMU, working paper series, NBER, WP13740.
- Elliott, G. R., T. J. Rothenberg, and J. H. Stock. 1996. Efficient tests for an autoregressive unit root. *Econometrica* 64: 813-836.

- European Commission of the European Union, (2016), "Greece and the euro", available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/countries/greece_en.htm (accessed 4 October 2016).
- Feldstein, M. (1997), "The political economy of the European MU: Political sources of an economic liability", working paper series, NBER, WP6150.
- Feldstein, M. and C. Horioka, 1980, Domestic saving and international capital flows. *Economics Journal* 90:314-329.
- Friedman, M. (1997), The Euro: Monetary unity to political disunity? Project Syndicate: The World's Opinion Page, Available at <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-euro--monetary-unity-to-political-disunity> (accessed 4 October 2016).
- Fidrmuc, J. (2003), The Feldstein-Horioka puzzle and twin deficits in selected countries, *Journal Economics of Planning* 36: 135-152.
- Fidrmuc, J. (2010), "Theory of optimal Fiscal Unions", Brunel University: Uxbridge. Mimeo.
- Frankel, J. and A.K. Rose, 1996. The Endogeneity of the optimum Currency Area Criteria. CEPR Discussion Paper No. 1473.
- Frenkel R.- Rapetti M., 2009, "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done", *Cambridge Journal of Economics* <http://cje.oxfordjournals.org/content/33/4/685.full.pdf+html>
- Johansen, S. 1995. Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models. Oxford: Oxford University Press.
- Krugman, P. (1993), Lessons of Massachusetts for EMU, in: F. Giavazzi, F. Torres (Eds), "Adjustment and Growth in the European Monetary Union", Cambridge University Press: New York.
- Lucas Jr., R.E., 1976. "Econometric policy evaluation: A critique". Carnegie-Rochester Confer. Series on Public Policy, Volume 1, Issue C, 1976, Pages 19-46.
- Matthes, J. (2009), Ten years EMU — Reality test for the OCA endogeneity hypothesis, economic divergences and future challenges, *Intereconomics* 44: 114. doi:10.1007/s10272-009-0285-z .
- Miliow J. – Sotiropoulos D. P., 3/9/2010, "Crisis of Greece or crisis of the euro? A view from the European 'periphery'", *Journal of Balkan and Near Eastern Studies* http://users.ntua.gr/jmilios/Milios_Sotiropoulos_Crisis_Euro.pdf

- Minsky H., 1992, "The Financial Instability Hypothesis", Levy Economics Institute of Bard College <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
- Minsky H., 22/9/1986, "Stabilizing an Unstable Economy", Levy Economics Institute of Bard College
http://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1143&context=hm_archive
- Mongelli, F. (2008), "European Economic and Monetary Integration and the optimum Currency Area Theory", European Economy Economic Paper No. 302.
- Mundell, R.A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review* 51: 657-665.
- Mundell, R. (1973), A Plan for a European Currency, in: H. Johnson, A. Swoboda (Eds) "The Economics of Common Currencies", Allen and Unwin: London.
- Palley T., 2010, "The Limits Of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis"
<http://monthlyreview.org/2010/04/01/the-limits-of-minskys-financial-instability-hypothesis-as-an-explanation-of-the-crisis/>
- Praussello, F., 2012. The theory of endogenous optimum currency areas: A critical note. *Economia Internazionale / International Economics*, Camera di Commercio Industria Artigianato Agricoltura di Genova, vol. 65(1), pages 83-95.
- Rose, A.K. (2004), "A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade", NBER Working Paper No. 10373.
- Tan T., 7/5/2008, "Introduction to Minsky Theory – Stability Is Destabilizing"
<http://news.goldseek.com/GoldSeek/1210140240.php>
- Tavares E., 28/9/2014, "A Short, Cogent History Of The Eurozone: Why Peripheral Country Debt Is Toast"
<http://davidstockmanscontracornet.com/a-short-cogent-history-of-the-eurozone-why-peripheral-country-debt-is-toast/>
- Toporowski J., 3/2012, "The Monetary Theory of Kalecki and Minsky", SOAS Department of Economics
<https://www.soas.ac.uk/economics/research/workingpapers/file74890.pdf>
- Troussaint E., 21/11/2013, "The euro crisis and contradictions between countries in the periphery and centre of European Union"

<http://cadtm.org/The-euro-crisis-and-contradictions>

Wolfson M. H., 7/2012, "Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context",
Journal of Economic Issues

<https://www.ucm.es/data/cont/media/www/pag-41460/Minsky%20theory%20of%20financial%20crisis.pdf>

Yifu Lin J., Treichel V., 16/9/2012, "The Crisis in the Eurozone"

<http://www.worldfinancialreview.com/?p=1472>