



**Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών «Χρηματοοικονομική και
Τραπεζική» με κατεύθυνση στη «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική
Διοικητική»**

Ακαδημαϊκό Έτος 2016-2017

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«ΑΝΤΙΛΗΨΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ»

**Αντέδρασε πριν ή μετά τα γεγονότα; Κύρια γεγονότα που διαμόρφωσαν
την εξέλιξή της**

Φοιτητής: ΑΝΤΩΝΙΟΥ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗΣ ΓΚΙΚΑΣ

ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ: ΕΓΓΛΕΖΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΜΠΟΤΣΑΡΗ ΑΝΤΩΝΙΑ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2017

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξεταστεί ο τρόπος με τον οποίο αντέδρασαν οι αγορές στην ελληνική κρίση χρέους του 2009. Συγκεκριμένα εξετάζουμε την αντίδραση των περιθωρίων βάσης, δηλαδή της διαφοράς των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου σε σχέση με τα αντίστοιχα του Γερμανικού Δημοσίου, στα κύρια γεγονότα που διαμόρφωσαν την ελληνική κρίση. Παράλληλα προσπαθούμε να απαντήσουμε στο ακόλουθο ερώτημα: Οι αγορές αντέδρασαν πριν ή μετά την εκδήλωση των παραπάνω γεγονότων;

Η εργασία αποτελείται από τέσσερα κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο, με τίτλο «η περίοδος πριν την κρίση», περιγράφεται η πορεία της Ελλάδας από τις διαπραγματεύσεις για είσοδο στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση μέχρι την ένταξή της σε αυτή το 2000. Παράλληλα γίνεται αναφορά στις χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες της χώρας καθώς και στην περίοδο από το 2001 μέχρι το 2007, στη διάρκεια της οποίας η οικονομική ανάπτυξη που βίωσε η Ελλάδα στηριζόταν στην εγχώρια ζήτηση και τα διαχρονικά προβλήματά της δεν αντιμετωπίστηκαν επαρκώς, με αποτέλεσμα να βρεθεί ευάλωτη μπροστά στην κρίση του 2007.

Το δεύτερο κεφάλαιο, με τίτλο «η έλευση της κρίσης», ξεκινά με την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση της περιόδου 2008-2009 και αναλύει τον τρόπο με τον οποίο επέδρασε στην ελληνική οικονομία. Στη συνέχεια γίνεται αναφορά στα χαρακτηριστικά και την εξέλιξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, χάρη στο οποίο η επίπτωση της διεθνούς κρίσης στην ελληνική οικονομία εν μέρει μετριάστηκε, και αναλύονται όλα τα γεγονότα που διαμόρφωσαν την ελληνική κρίση χρέους από τον Οκτώβριο του 2009, οπότε και το πραγματικό μέγεθος του δημοσιονομικού ελλείμματος έγινε γνωστό, μέχρι και τον Δεκέμβριο του 2014. Τέλος, γίνεται αναφορά στο ενδεχόμενο ενός GRexit, μιας εξόδου δηλαδή της Ελλάδας από το ευρώ, και αιτιολογείται γιατί κάτι τέτοιο θα ήταν καταστροφικό τόσο για την Ελλάδα όσο και για την Ευρωζώνη

Το τρίτο κεφάλαιο περιγράφει την μεθοδολογία που ακολουθήθηκε προκειμένου να απαντηθούν τα δύο ερωτήματα της εργασίας. Για την εξέταση του τρόπου αντίδρασης των περιθωρίων βάσης στα κύρια γεγονότα της περιόδου 2009-2014, χρησιμοποιούμε την μέθοδο της Ανάλυσης Χρονοσειράς (Time Series Analysis). Η μεθοδολογία της Ανάλυσης Μελέτης Περίπτωσης (Event Study) χρησιμοποιείται προκειμένου να διαπιστωθεί αν οι αγορές αντέδρασαν πριν ή μετά την εκδήλωση των γεγονότων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο τέλος, παρατίθενται και ερμηνεύονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης. Με βάση την ερμηνεία τους, δίνουμε απάντηση στα δύο κύρια ερωτήματα της εργασίας. Συγκεκριμένα, με βάση την Ανάλυση Χρονοσειράς, προκύπτει ότι οι μεταβλητές που είχαν επίδραση στην εξέλιξη του περιθωρίου βάσης είναι:

- Οι προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (World Economic Outlook) για το δημοσιονομικό έλλειμμα της χώρας
- Η ψευδομεταβλητή που αναφέρεται σε άρθρα του διεθνούς τύπου για την Ελλάδα
- Η ψευδομεταβλητή που αναφέρεται σε γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις, δηλαδή επηρεάζουν τόσο την Ελλάδα όσο και άλλες χώρες, κυρίως εκείνες που αντιμετωπίζουν παρόμοια προβλήματα με αυτά της Ελλάδας
- Η ψευδομεταβλητή DESFB, που αναφέρεται σε χρονικό διάστημα 5 ημερών πριν την ανακοίνωση της υποβάθμισης από την Fitch.

Με βάση τη μεθοδολογία της Ανάλυσης Μελέτης Περίπτωσης, καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι οι αγορές αντέδρασαν μετά τα γεγονότα και δεν προεξόφλησαν τις μελλοντικές εξελίξεις (backward looking reaction).

Κλείνοντας, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Γκίκα Χαρδούβελη για τις σημαντικές παρατηρήσεις και υποδείξεις του καθώς και τον Δρ Θεόδωρο Σταματίου χωρίς την καθοριστική συμβολή του οποίου η παρούσα εργασία δεν θα είχε ολοκληρωθεί.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

	Σελ.
1.1 Οι διαπραγματεύσεις για είσοδο στην ΟΝΕ	7
1.2 Η είσοδος στην ΟΝΕ και η εξωτερική ενδυνάμωση	10
1.3 Οι διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας	15
1.4 2001-2007: Ταχεία ανάπτυξη στηριγμένη στην εγχώρια ζήτηση	19
1.5 2007: Η ελληνική οικονομία ευάλωτη μπροστά στην επερχόμενη κρίση	22

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Η ΕΛΕΥΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

2.1 Περίοδος 2008-2009: Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση	25
2.2 Η κρίση στην Ελλάδα (2008-2009)	28
2.3 Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα	32
2.4 Η διεθνής κρίση επηρεάζει την ελληνική οικονομία	35
2.5 Επιδείνωση του κλίματος και κλονισμός της εμπιστοσύνης (τέλη 2009)	38
2.6 Η περίοδος 2010-2013	41
2.7 2014: Ανάκαμψη της οικονομίας και προοπτικές εξόδου από την κρίση	63
2.8 Η καταστροφική για την Ελλάδα επιλογή της εξόδου από την ευρωζώνη (GRexit)	67
2.9 Η αλυσιδωτή αντίδραση και η μετάδοση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ευρωζώνη	70

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

3.1 Εμπειρική Ανάλυση με την Χρήση της Ανάλυσης Χρονολογικών Σειρών	72
3.2 Οι αγορές αντέδρασαν πριν την εκδήλωση των βασικών γεγονότων για την ελληνική κρίση ή μετά από αυτά; Μεθοδολογία Ανάλυσης Περίπτωσης 77	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

4.1 Αποτελέσματα Ανάλυσης Χρονολογικών Σειρών	80
4.2 Σχολιασμός Αποτελεσμάτων	88
4.3 Βασικοί Οικονομετρικοί έλεγχοι για την παλινδρόμηση που περιγράφεται από την σχέση 3.1	90
4.4 Αποτελέσματα Ανάλυσης Μελέτης Περίπτωσης	96
4.5 Συμπεράσματα	98

Βιβλιογραφία	101
Παράρτημα 1	105
Παράρτημα 2	120

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Σελ.

1.1 Η πορεία του ελληνικού πληθωρισμού με βάση τον ΔΤΚ (Πηγή: World Economic Outlook, IMF)	14
2.1 Το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή Ένωση για την περίοδο 1993-2014 (Πηγή: World Economic Outlook, IMF)	27
2.2 Ετήσια Μεταβολή του ΑΕΠ (%) διεθνώς, 1980-2015 (Πηγή: World Economic Outlook, IMF)	27
2.3 Δημοσιονομικό και πρωτογενές ισοζύγιο Ελλάδας, 2006-2015 (Πηγή: Fiscal Monitor, IMF)	31
2.4 Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών Ελλάδας, 1980-2015 (Πηγή: World Economic Outlook, IMF)	31
2.5 Εξέλιξη του περιθωρίου βάσης (spread) 2006-2014 (Ελληνικά δεκαετή ομόλογα, μονάδες βάσης) (Πηγή: Bloomberg)	41
2.6 Δείκτης αβεβαιότητας για την Ευρωπαϊκή Πολιτική, Ιανουάριος 1997-Νοέμβριος 2012 (Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος)	53
2.7 Δείκτης Οικονομικού Κλίματος Ελλάδας και Ευρωζώνης 2007-2016 (Πηγή: IOBE)	56
4.1 Γράφημα εξαρτημένης μεταβλητής	92
4.2 Μέσο spread περιόδων 2007-2008 και 2009	96

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

1.1 Οι διαπραγματεύσεις για είσοδο στην ΟΝΕ

Η ιστορική σημασία μιας μείζονος σημασίας συμφωνίας όπως εκείνη της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), μπορεί να γίνει καλύτερα κατανοητή από την οπτική γωνία μιας από τις πιο μικρές και οικονομικά αδύναμες χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Για την Ελλάδα, η ΟΝΕ ήταν μια πρωτοβουλία που ορίστηκε και αποφασίστηκε από τους κύριους εταίρους της και έθετε το δίλημμα μεταξύ συμμετοχής και αποκλεισμού. Τυχόν αδυναμία ένταξης της χώρας στην ΟΝΕ, θα είχε προφανείς πολιτικές επιπτώσεις για την ίδια, ενώ υπήρχε αρκετή δυσπιστία αναφορικά με τις δυνατότητες της Ελλάδας «να βάλει σε τάξη τα του οίκου της».

Την εποχή των διαπραγματεύσεων που οδήγησαν στην συνθήκη του Μάαστριχτ το 1991, η φήμη της Ελλάδας εντός της τότε Ευρωπαϊκής Κοινότητας βρισκόταν σε άνευ προηγουμένου χαμηλά επίπεδα. Το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία άλλαξε πορεία και η Ελλάδα κατάφερε, έστω και την τελευταία στιγμή, να συμμετέχει με τους εταίρους της στην υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, καταδεικνύει το βαθμό της εγχώριας αλλαγής που επέφερε η συνθήκη του Μάαστριχτ.

Στο ξεκίνημα, η Ελλάδα βίωσε μια περίοδο έντονης πολιτικής αστάθειας. Είναι χαρακτηριστικό ότι σε διάστημα 12 μηνών από τη δημοσίευση της έκθεσης του Προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ζακ Ντελόρ τον Απρίλιο του 1989, που περιέγραφε τα τρία στάδια προς την Οικονομική και Νομισματική ενοποίηση, στην Ελλάδα υπήρξε μια αλληλουχία τεσσάρων διαδοχικών κυβερνήσεων. Το ΠΑΣΟΚ του Ανδρέα Παπανδρέου, που βρισκόταν στην εξουσία το διάστημα 1981-1989, κατέρρεε εν μέσω σκανδάλων διαφθοράς (Featherstone 1990). Ακολούθησαν δύο οικουμενικές κυβερνήσεις πριν την εκλογή της Νέας Δημοκρατίας και του Κωνσταντίνου Μητσοτάκη ως πρωθυπουργού, τον Απρίλιο του 1990.

Η Ελλάδα αντιμετώπιζε όμως και εκτεταμένη οικονομική αποτυχία. Είναι χαρακτηριστικό το γράμμα του Ζακ Ντελόρ προς τον τότε Πρωθυπουργό Ξενοφών Ζολώτα με το οποίο τον προειδοποιούσε ότι η επιδεινούμενη οικονομική κατάσταση στην Ελλάδα αποτελούσε «σημαντική ανησυχία για όλους μας». Πράγματι, η φριχτή οικονομική κατάσταση απειλούσε την δυνατότητα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να επιτύχει τους κοινούς της στόχους: την ύπαρξη μιας μόνο αγοράς, τη δημιουργία της ΟΝΕ και τη διαδικασία ενοποίησης συνολικά. Ο Ντελόρ θεωρούσε επίσης πως η Ελλάδα δεν είχε σεβαστεί τους όρους ενός δανείου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που είχε δοθεί το 1985. Η κυβέρνηση Μητσοτάκη κατόρθωσε να εξασφαλίσει ένα νέο έκτακτο δάνειο από την Επιτροπή, ύψους 2,2 δις Ευρωπαϊκών Λογιστικών Μονάδων (προπομπός του ευρώ) τον Ιανουάριο του 1991, εντούτοις με αυστηρούς νέους όρους και στενή παρακολούθηση των εγχώριων μεταρρυθμίσεων. Παράλληλα, η δραχμή δεν ήταν μέλος του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και δεν φαινόταν έτοιμη να γίνει.

Πολιτικά αδύναμη και οικονομικά εξαρτημένη, η Ελλάδα δεν ήταν σε θέση να συμμετέχει ενεργά στις διαπραγματεύσεις για την ΟΝΕ. Η κυβέρνηση Μητσοτάκη καθόρισε τις προτεραιότητές της αναφορικά με τις διακυβερνητικές διαπραγματεύσεις για την ΟΝΕ (Featherstone et al 2000). Αυτές αναγνώριζαν τις απειλές που συνεπαγόταν η ΟΝΕ για την Ελλάδα, αλλά έβλεπαν τη συμμετοχή της σε αυτή ως ευκαιρία αποκόμισης οφελών. Οι ελληνικές προτεραιότητες ήταν τρεις: κατά πρώτον η αποφυγή της απομόνωσης από την ΟΝΕ. Δεύτερον η Ελλάδα συμμετείχε μαζί με άλλους στην προσπάθεια αναζήτησης ενός νέου ταμείου, του λεγόμενου ταμείου συνοχής, που επρόκειτο να εγκαθιδρυθεί παράλληλα με την ΟΝΕ με σκοπό να βοηθήσει τα φτωχότερα κράτη ώστε να πληρούν τις προϋποθέσεις για ένταξη. Τρίτον, η συμφωνία για την ΟΝΕ θεωρήθηκε ως ενδεχόμενος μοχλός αποκόμισης οφελών που είχαν να κάνουν με θέματα ασφάλειας, σε σχέση με την Τουρκία.

Θα ήταν λάθος να θεωρήσει κανείς ότι η Ελλάδα προσπαθούσε με τεχνάσματα να αποσπάσει λιγότερο επώδυνους όρους για ένταξη στην ΟΝΕ. Για παράδειγμα αναφορικά με την ανάγκη για δημοσιονομική σταθερότητα, ο Featherstone (2003) αναφέρει ότι η κυβέρνηση Μητσοτάκη υποστήριξε την συμπερίληψη μιας απαίτησης, σύμφωνα με την οποία όλες οι κυβερνήσεις έπρεπε να συμμορφωθούν με το λεγόμενο «χρυσό κανόνα». Ο τελευταίος όριζε ότι ο κρατικός δανεισμός πρέπει να γίνεται μόνο για επενδυτικούς και όχι καταναλωτικούς σκοπούς. Το γεγονός αυτό έδωσε μεγαλύτερη αξιοπιστία στους Έλληνες διαπραγματευτές και η υιοθέτηση του χρυσού κανόνα θεωρήθηκε ως βάση για την εγχώρια ενδυνάμωση. Με δεδομένη την οικονομική κατάσταση, κάθε Υπουργός Εθνικής Οικονομίας στην Αθήνα θα θεωρούσε ευπρόσδεκτη μια υποχρέωση της χώρας προς το εξωτερικό που θα τερμάτιζε την νομισματοποίηση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Ένα τέτοιο μέτρο θα βοηθούσε την καταπολέμηση πελατειακών λογικών καθώς και προσκομμάτων στην άσκηση της εγχώριας πολιτικής. Με άλλα λόγια, η ΟΝΕ εμφανιζόταν ως ένας δυνητικός μοχλός για την εφαρμογή δημοσιονομικής πειθαρχίας στην Ελλάδα (Dyson and Featherstone 1999).

Παραδόξως, ενώ η Ελλάδα ξεκίνησε τις διαπραγματεύσεις υποφέροντας από εγχώριες αδυναμίες, τις ολοκλήρωσε με υπερβολική φιλοδοξία. Η κυβέρνηση Μητσοτάκη σκόπευε να είναι σκληρή, αναζητώντας μείζονες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και μείωση των εξόδων του προϋπολογισμού. Η τήρηση των όρων για είσοδο στην ΟΝΕ έμοιαζε να είναι αποκλειστικά θέμα πολιτικής βούλησης και σωστής διαχείρισης του πολιτικού κύκλου. Οι μεταρρυθμίσεις βρίσκονταν ήδη σε εξέλιξη: η ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας επρόκειτο να ακολουθήσει την απελευθέρωση των χρηματαγορών¹.

¹ Το 1991 συγκροτήθηκε η Επιτροπή Εκσυγχρονισμού του Τραπεζικού συστήματος και του Χρηματιστηρίου, γνωστή ως επιτροπή Ζαββού. Η επιτροπή, στην πρώτη φάση των εργασιών της, προέβη στην σύνταξη Προεδρικών Διαταγμάτων, μέσω των οποίων επιδιωκόταν η ενσωμάτωση στην ελληνική τραπεζική νομοθεσία του περιεχομένου τριών οδηγιών της ΕΕ, για τη διαμόρφωση της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς.

1.2 Η είσοδος στην ONE και η εξωτερική ενδυνάμωση

Η συμφωνία για την ONE που συμπεριλαμβανόταν στη συνθήκη του Μάαστριχτ (1993) έθεσε ένα σκληρό δίλημμα στους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής στην Ελλάδα: μεταρρυθμίσεις ή περιθωριοποίηση. Η πρώτη επιλογή απαιτούσε μια πολύ μεγάλη αλλαγή στους κύριους μακροοικονομικούς δείκτες, καθώς η κατάσταση της ελληνικής οικονομίας ήταν η πιο αποκλίνουσα από όλες τις υπόλοιπες τάσεις που υπήρχαν στον πυρήνα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το 1990-1991, εν μέσω πρωτοφανούς εγχώριας πολιτικής αβεβαιότητας, οι περισσότερες προβλέψεις για την Ελλάδα παρέμεναν δυσοίωνες. Η απειλή αποκλεισμού της Ελλάδας από τον κύριο κορμό της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης έμοιαζε αληθινή: όντως τα κριτήρια της συνθήκης του Μάαστριχτ φαίνονταν όλο και πιο απαγορευτικά για τη χώρα.

Η αρχική αισιοδοξία της κυβέρνησης Μητσοτάκη ότι θα μπορούσε να παρουσιάσει επαρκείς μεταρρυθμίσεις ώστε να επιτραπεί η είσοδος της Ελλάδας στο ευρώ όποτε και εάν ερχόταν εκείνη η στιγμή, είτε το 1997 είτε το 1999, σύντομα υπονομεύθηκε από την προφανή πολιτική διαμάχη που ξέσπασε εξαιτίας των προσπαθειών της για δημοσιονομική πειθαρχία και απελευθέρωση της αγοράς καθώς και από την αβεβαιότητά της αναφορικά με την ακολουθούμενη στρατηγική (Featherstone 2003). Πελατειακές λογικές και αντίδραση των εργατικών σωματείων εξασθένησαν την σαφήνεια του στόχου, εξασθένηση που ενισχύθηκε και από την αντιπολιτευτική πρακτική του ΠΑΣΟΚ του Ανδρέα Παπανδρέου. Έγινε απολύτως σαφές ότι η θεραπεία-σοκ δεν ήταν παρά πολιτική ουτοπία, η σταδιακή προσαρμογή ήταν η μόνη ρεαλιστική εναλλακτική.

Η σταδιακή προσαρμογή και οι συναινετικές μεταρρυθμίσεις αποτέλεσαν την προσέγγιση που ακολούθησαν οι κυβερνήσεις του ΠΑΣΟΚ μετά την επιστροφή του κόμματος στην εξουσία το 1993. Σύντομα ο Γιάννος Παπαντωνίου ως Υπουργός Οικονομικών δεσμευόταν από τον γενικό περιορισμό της ONE περί ενίσχυσης της απαραίτητης δημοσιονομικής πειθαρχίας. Όμως η βούληση και η ικανότητα για μεταρρυθμίσεις παρέμειναν

υπό αμφισβήτηση, δεδομένου του λαϊκίστικου παρελθόντος του Ανδρέα Παπανδρέου.

Τα κριτήρια σύγκλισης της συνθήκης του Μάαστριχτ αποτέλεσαν τον προάγγελο μιας κρίσιμης καμπής για την ελληνική πολιτική σκηνή και την οικονομική πολιτική. Η ένταξη επρόκειτο πλέον να πραγματοποιηθεί σε στάδια: σε αντίθεση με την πιο ριζοσπαστική διαρθρωτική μεταρρύθμιση που ήταν εμφανής στην ρητορική Μητσοτάκη, η στρατηγική ευνοούσε την αύξηση των εσόδων με σκοπό την μείωση του ελλείμματος του προϋπολογισμού παρά την πιο επώδυνη πολιτικά επιλογή του δραστικού περιορισμού των δαπανών και των συσσωρευμένων προνομίων. Με δεδομένο τον κύριο στόχο που ήταν η επίτευξη της ονομαστικής σύγκλισης, η παραπάνω στρατηγική, η οποία ακολουθήθηκε από την κυβέρνηση Σημίτη, ήταν επιτυχής.

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο των Βρυξελλών στις 2 Μαΐου του 1998, όπου αποφασίστηκε ότι το τρίτο στάδιο ένταξης στην ΟΝΕ θα ξεκινούσε με 11 από τα συνολικά 15 μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την 1^η Ιανουαρίου του 1999, η Ελλάδα κρίθηκε ότι ήταν η μόνη υποψήφια χώρα για ένταξη η οποία «θέλει αλλά δεν δύναται». Μερικές εβδομάδες νωρίτερα, και συγκεκριμένα στις 16 Μαρτίου του 1998, η ελληνική κυβέρνηση είχε προχωρήσει σε «συντεταγμένη υποτίμηση» της δραχμής στα πλαίσια εισόδου του νομίσματος στον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η αντίληψη ήταν ότι η Ελλάδα θα ακολουθούσε τις υπόλοιπες χώρες στη διαδικασία μετάβασης λίγο πιο αργά, υπό την προϋπόθεση διατήρησης της μέχρι τότε προόδου. Μέχρι το 1999, η Ελλάδα είχε επιτύχει την απαιτούμενη ονομαστική σύγκλιση και μέχρι τον Μάρτιο του 2000 είχε ικανοποιήσει την ρήτρα περί διετούς παραμονής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.

Τον Ιούνιο του 2000 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο έκρινε ότι η Ελλάδα, με βάση τα μακροοικονομικά και δημοσιονομικά στοιχεία του 1999, είχε ικανοποιήσει τα κριτήρια της Συνθήκης του Μάαστριχτ και επομένως γινόταν δεκτή ως το 12^ο μέλος της ΟΝΕ. Έτσι, από την 1^η Ιανουαρίου η Ελλάδα συμμετείχε στο ενιαίο νόμισμα, το οποίο οι πρώτες 11 χώρες της ζώνης του ευρώ είχαν ήδη υιοθετήσει από το 1999. Η απόφαση αυτή ήταν η κατάληξη μιας εξαετίας (1994-1999) κατά την οποία ασκήθηκε οικονομική πολιτική που προώθησε

σταδιακά την ονομαστική σύγκλιση, μολονότι ούτε οι μακροοικονομικές ανισοροπίες είχαν αρθεί σε διατηρήσιμη βάση ούτε τα διαρθρωτικά προβλήματα είχαν ρηξικέλευθα αντιμετωπιστεί.

Οι παράγοντες που συνέβαλαν σε αυτή την εξέλιξη ήταν (Τράπεζα της Ελλάδος 2014):

- Η μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή που επιτεύχθηκε με μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης από 13,6% του ΑΕΠ το 1993 σε 3,1% το 1999. Παράλληλα από το 1994 διαμορφώθηκε πρωτογενές πλεόνασμα, το οποίο βαθμιαία αυξήθηκε από 2,7% του ΑΕΠ το 1994 σε 4,3% το 1999.
- Η ισχυρή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας από το 1994, όταν το ΑΕΠ αυξανόταν με ρυθμό 2%, ο οποίος επιταχύνθηκε βαθμιαία σε 3,4% το 1999.
- Ο περιορισμός του πληθωρισμού από διψήφιους ρυθμούς προ του 1993 στο 6,8% κατά μέσο ετήσιο όρο το 1994-1999 και στο 2,1% το 1999 και η σημαντική μείωση των επιτοκίων.
- Η εξασθένηση της δυναμικής του χρέους η οποία προήλθε από την επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης, σε συνδυασμό με την επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων και τη μείωση των επιτοκίων δανεισμού του Δημοσίου. Το δημόσιο χρέος, αφού έφτασε στο 110,1% του ΑΕΠ το 1993, στη συνέχεια σταθεροποιήθηκε και μειώθηκε στο 105,5% του ΑΕΠ το 1998 και στο 104,6% το 1999, ικανοποιώντας το δεύτερο δημοσιονομικό κριτήριο της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

Με την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος η ελληνική οικονομία άρχισε να λειτουργεί σε ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον, πρωτόγνωρο για τα ελληνικά δεδομένα, που εξασφάλιζε τις προϋποθέσεις για μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη.

Πρώτον εξέλιπε πλήρως ο συναλλαγματικός κίνδυνος και το συνακόλουθο στοιχείο αβεβαιότητας στις διασυννοριακές εμπορικές και χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Το γεγονός προσλαμβάνει μεγαλύτερη σημασία αν ληφθεί

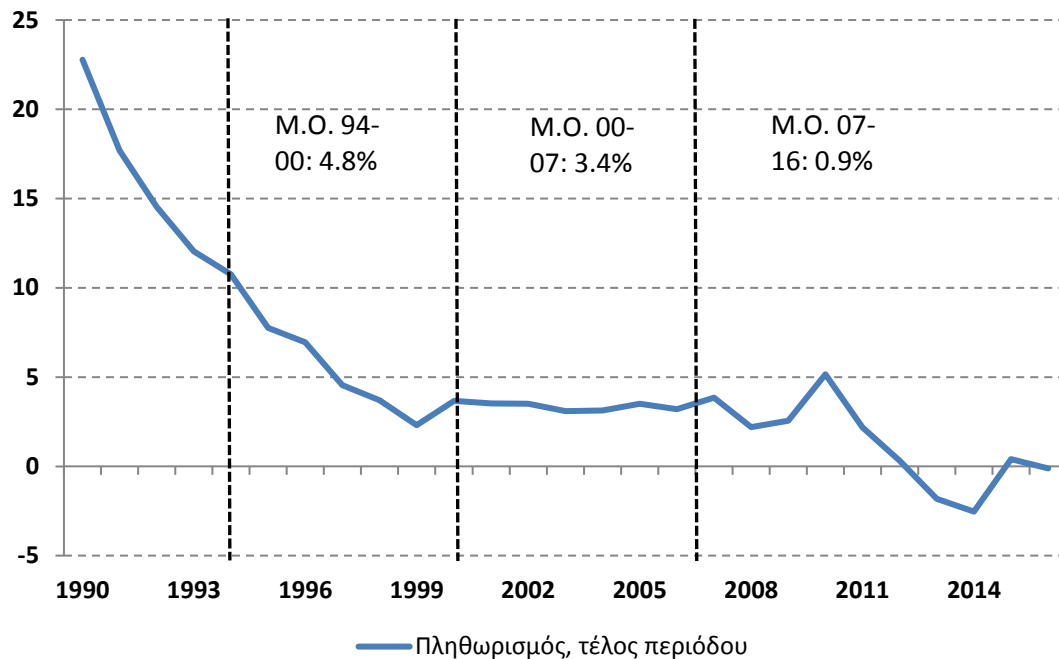
υπόψη ότι η ελληνική οικονομία είχε μακρά ιστορία συναλλαγματικών κρίσεων και υποτιμήσεων της δραχμής, συχνά αναποτελεσματικών.

Δεύτερον ο πληθωρισμός, ο οποίος από το 1973 έως και το 1994 ήταν διψήφιος, περιορίστηκε στο 3,3% κατά μέσο όρο ετησίως την περίοδο 2001-2007 (Τράπεζα της Ελλάδος 2014).

Τρίτον τα επιτόκια δανεισμού του Δημοσίου, των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών διαμορφώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ενδεικτικά το μέσο επιτόκιο των τριετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, που ανερχόταν σε 2.200 μονάδες βάσης την περίοδο 1990-1994, υποχώρησε σε 1.200 μονάδες βάσης την περίοδο 1995-1999. Όσον αφορά τα ομόλογα δεκαετούς διάρκειας, το επιτόκιο έκδοσής τους που το 1998 ανερχόταν σε 860 μονάδες βάσης, υποχώρησε σε 535 μονάδες βάσης στο τέλος του 2001, ενώ η διαφορά αποδόσεων μεταξύ του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου και του αντίστοιχου γερμανικού περιορίστηκε από 65 μονάδες βάσης στις αρχές του 2002 σε 10 μονάδες βάσης τον Ιανουάριο του 2005.

Τέλος, η πρόσβαση τόσο των επιχειρήσεων όσο και των καταναλωτών σε χαμηλότοκο τραπεζικό δανεισμό ήταν ευκολότερη από ότι σε κάθε άλλη περίοδο μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, όπως υποδηλώνουν οι υψηλοί ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης.

Διάγραμμα 1.1 Η πορεία του ελληνικού πληθωρισμού με βάση τον ΔΤΚ
(Πηγή: World Economic Outlook, IMF)



Συνοπτικά, η συμμετοχή στην ΟΝΕ είχε ως αποτέλεσμα την άρση των σημαντικών βραχυχρόνιων περιορισμών ως προς τη χρηματοδότηση του μόνιμα ελλειμματικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και ως προς τον εξωτερικό δανεισμό του Δημοσίου.

Η συμμετοχή στην ΟΝΕ επέτρεπε μεν την απρόσκοπτη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου με επιτόκια ιστορικά χαμηλά για την Ελλάδα, αλλά συνεπαγόταν την απώλεια της δυνατότητας να ασκούνται σε εθνικό επίπεδο η νομισματική πολιτική και η πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στις νέες συνθήκες, τυχόν υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας μιας χώρας-μέλους θα έπρεπε να αντιμετωπιστεί με διόρθωση / προσαρμογή των εγχώριων τιμών και του κόστους εργασίας και με προσπάθεια βελτίωσης της παραγωγικότητας προκειμένου να αποτραπεί η αύξηση της ανεργίας μεσοπρόθεσμα. Επίσης δεν υπήρχε πλέον η δυνατότητα μείωσης του εσωτερικού χρέους μέσω του πληθωρισμού (debt monetization), οπότε οι χώρες θα έπρεπε να είναι ιδιαίτερα προσεκτικές με τη δημοσιονομική τους διαχείριση. Γι' αυτό άλλωστε υιοθετήθηκε το 1997 και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ώστε να διασφαλιστεί η δημοσιονομική πειθαρχία στη ζώνη του ευρώ.

1.3 Οι διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας

Διαδοχικές ελληνικές κυβερνήσεις απέτυχαν να επιλύσουν τα ενδημικά προβλήματα της χαμηλής ανταγωνιστικότητας, των εμπορικών και επενδυτικών ανισορροπιών και της δημοσιονομικής κακοδιαχείρισης, οδηγώντας την οικονομία σε ευάλωτη διεθνή θέση. Σε αυτό το σημείο θα αναφερθούμε αναλυτικά στην εγχώρια προέλευση της κρίσης, επισημαίνοντας τις διαχρονικές αδυναμίες του ελληνικού κράτους και τα συστημικά θεμέλια που εμπόδισαν την κοινωνική συναίνεση σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έπρεπε προ πολλού να έχουν δρομολογηθεί, όπως καταγράφονται από τον Featherstone (2011).

Οι περιορισμοί στη μεταρρυθμιστική δεινότητα της Ελλάδας, οφείλονται σε εκπληκτικά παράδοξα της διακυβέρνησης. Αρχικά, ενώ η συνταγματική ισχύς της εκτελεστικής εξουσίας είναι ασυνήθιστα μεγάλη, η δημόσια διοίκηση στο σύνολό της υστερεί στο πεδίο της εφαρμογής (Spanou 1996, Sotiropoulos 1993). Εσωτερικά αυτές οι αδυναμίες πηγάζουν από κακό ενδοκυβερνητικό συντονισμό καθώς και έλλειψη αποτελεσματικότητας και πόρων. Η λειτουργία του πυρήνα της εκτελεστικής εξουσίας είναι σίγουρα ασυνήθιστη: βασίζεται σε ένα πρωθυπουργικό γραφείο το οποίο προσομοιάζει με το προεδρικό των ΗΠΑ σε επίπεδο τυπικών εξουσιών (Dagtoglou 1986), παράλα αυτά στερείται συγκεντρωτισμού πόρων. Η δομή του Υπουργικού Συμβουλίου είναι επίσης πολύ περιορισμένη και επιτρέπει μεγάλη επιχειρησιακή ανεξαρτησία στα Υπουργεία (Featherstone & Papadimitriou 2009). Επιπρόσθετα, οι Υπουργοί στους τομείς τους εμφανίζουν έλλειψη, της υπό κανονικές συνθήκες δεδομένης, εκτελεστικής δύναμης, ως απόρροια των εσωτερικών προβλημάτων της γραφειοκρατικής μηχανής. Ενδεικτικό είναι το γεγονός πως το κράτος έχει ελλιπή πληροφόρηση αναφορικά με τον ακριβή αριθμό υπαλλήλων στον δημόσιο τομέα, αν και κάποιου είδους απογραφή ολοκληρώθηκε τον Ιούλιο του 2010.

Τα προβλήματα συντονισμού και ελέγχου που προκύπτουν λόγω των παραπάνω καταστάσεων είναι εμφανή στις διαδικασίες διαχείρισης του προϋπολογισμού, όπου από το 2009 ο κρατικός προϋπολογισμός βασιζόταν σε τουλάχιστον 14.000 ξεχωριστές γραμμές, καθεμία από τις οποίες

αντιπροσώπευε ομαδοποιημένες κατηγορίες εξόδων που λάμβαναν χώρα εντός τμημάτων της δημόσιας διοίκησης. Η πληθώρα αυτών των γραμμών όπως είναι φυσικό συσκοτίζει τις δαπάνες που γίνονται για συγκεκριμένα κονδύλια και το σύστημα διοίκησης αδυνατεί να εντοπίσει και να αξιολογήσει την αποτελεσματικότητα τέτοιων δαπανών. Μέσα σε ένα τέτοιο σύστημα, όχι μόνο υπάρχει έλλειψη αποτελεσματικού λογιστικού ελέγχου, αλλά υπάρχει και πεδίο δράσης για πελατειακές πρακτικές και διαφθορά.

Παράλληλα με τον σχετικά αδύναμο έλεγχο της κρατικής δαπάνης, υπήρχε η αδυναμία αύξησης του εισοδήματος από φόρους. Η φοροδιαφυγή μεταξύ κύριων τομέων ήταν και παραμένει διαδεδομένη. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είχε εκτιμήσει ότι οι ανείσπρακτοι φόροι το 2006, ανέρχονταν σε 30% του συνολικού εισοδήματος ή 3,4% του ΑΕΠ. Το σύστημα είναι επίσης ευάλωτο στη διαφθορά: διεθνείς εκτιμήσεις σχετικά με την πραγματοποίηση ασυνήθιστων πληρωμών, κατατάσσουν την Ελλάδα στην 86^η θέση από 133 κράτη διεθνώς (World Economic Forum 2009).

Ένα ακόμη παράδοξο της ελληνικής διακυβέρνησης είναι η διαρκής αντιπαράθεση των φιλελεύθερων δημοκρατικών δομών με μια πολιτική κουλτούρα που χαρακτηρίζεται από πελατειακές σχέσεις και διαφθορά (Mitsopoulos & Pelagidis 2006). Οι βραχυπρόθεσμες πολιτικές συμπεριφορές που πηγάζουν από αυτή την κουλτούρα, εμποδίζουν σθεναρά μεταρρυθμιστικές πρωτοβουλίες σε πολιτικά ευαίσθητα θέματα όπως το συνταξιοδοτικό, το εργασιακό και η υγεία (Featherstone & Paradimitriou 2008). Τα τελευταία χρόνια τα πολιτικά κόμματα που κυβέρνησαν την Ελλάδα, έχουν κατηγορηθεί για μια σειρά από σκάνδαλα και υπάρχει μια μακρά ιστορία πελατειακών εξυπηρετήσεων που πραγματοποιήθηκαν από το κομματικό κράτος, αλλοιώνοντας τα πολιτικά κριτήρια (Lyrintzis 1984, Haralambis 1989). Πράγματι η διαφθορά εμφανίζεται να είναι πολύ μεγάλη: ο δείκτης αντίληψης για τη διαφθορά κατατάσσει την Ελλάδα σε χειρότερη θέση από όλους τους νότιους Ευρωπαίους ομολόγους της (Transparency International 2010).

Η ασυμμετρία στην εκπροσώπηση των επιχειρήσεων καθώς και η έλλειψη αμοιβαιότητας και εμπιστοσύνης στον επιχειρηματικό κλάδο, επίσης συντηρεί την επιδίωξη διαφύλαξης μεμονωμένων συμφερόντων και τις συγκρούσεις

στον εργασιακό χώρο (Lavdas 1997). Τα δύο κύρια εργατικά σωματεία, η ΓΣΕΕ και η ΑΔΕΔΥ, υπερεκπροσωπούν το κράτος και τον ευρύτερο δημόσιο τομέα ευνοώντας τα συμφέροντα μιας σχετικά προστατευμένης ομάδας εργαζομένων (Featherstone & Papadimitriou 2008). Η σωματειακή εκπροσώπηση στον ιδιωτικό τομέα βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ένας ιδιωτικός τομέας που χαρακτηρίζεται από πολύ λίγες μεγάλες και πολυάριθμες μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις με αποτέλεσμα η υλοποίηση κρατικών ρυθμίσεων να είναι πολύ αδύναμη. Την ίδια στιγμή ο κύριος οργανισμός των εργοδοτών, ο γνωστός ΣΕΒ, ευνοεί τα συμφέροντα αυτών των λίγων μεγάλων επιχειρήσεων και ούτε αυτός ούτε η ΓΣΕΒΕΕ εκπροσωπούν τις μικρές επιχειρήσεις. Το ελληνικό καπιταλιστικό μοντέλο χαρακτηρίζεται από μια εγχώρια αγορά μη ανταγωνιστικών ρυθμίσεων, με εμπόδια εισόδου, σχετικά φθηνή εργασία και σταθερή ζήτηση προϊόντων. Το εκλογικό σώμα υπέρ των μεταρρυθμίσεων της αγοράς ήταν πάντα περιορισμένο και ρηχό.

Η αλληλοσυμπλήρωση άκαμπτων εργασιακών νόμων και ενός υπανάπτυκτου συστήματος κοινωνικής πρόνοιας μαζί με την παραοικονομία, θέτει σε ακινησία κάθε μεταρρυθμιστική προσπάθεια (Featherstone 2005, Papadimitriou 2005, Featherstone & Tinios 2006). Για αυτό άλλωστε η Ελλάδα έχει διατηρήσει πολύ υψηλό ποσοστό διαρθρωτικής ανεργίας, ειδικά στους νέους, παραπάνω από μια δεκαετία. Η ακαμψία των εργασιακών νόμων αντισταθμίζεται από την ευκαμψία που παρέχεται από την πολύ μεγάλη παραοικονομία.

Μια τελευταία αντίφαση που επηρεάζει τη δημόσια συζήτηση για τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις εντοπίζεται στη βαθιά ριζωμένη προσκόλληση στην κρατική παροχή υπηρεσιών. Έτσι, το δημόσιο σύστημα υγείας μπορεί να παραλληλιστεί με τα υψηλότερα επίπεδα ιδιωτικών δαπανών υγείας στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Papandreou 2010a). Ομοίως, η ένθερμη υποστήριξη της δημόσιας και δωρεάν παιδείας, αντιπαραβάλλεται με τα πιο υψηλά επίπεδα ιδιωτικής δαπάνης για εκπαίδευση στην Ε.Ε.

Οι συνέπειες αυτών των παραδόξων είναι η χαμηλή μεταρρυθμιστική ικανότητα που είναι εμφανής στο ελληνικό σύστημα. Είναι χαρακτηριστικό ότι η μέτρηση της εν λόγω ικανότητας που διενεργήθηκε από το ίδρυμα Bertelsmann το 2010, κατέταξε την Ελλάδα τελευταία στην Ευρώπη των 27 [Featherstone (2011)].

Συνοψίζοντας, το εγχώριο πολιτικό σύστημα της Ελλάδας τις τελευταίες δύο δεκαετίες συχνά προσομοιάζει με μια αποκλεισμένη κοινωνία στην οποία πολυάριθμα βέτο αντέκρουαν την επίσημη εξουσία της κυβέρνησης και κοινωνικά πρότυπα που έδειχναν ανοχή στον κρατισμό, τις πελατειακές πρακτικές και τη διαφθορά διαμόρφωσαν συμφέροντα εχθρικά στις μεταρρυθμίσεις. Η ελληνική οικονομία δεν ήταν ανταγωνιστική και συντηρούσε σημαντικά ελλείμματα στο εμπορικό ισοζύγιο. Μια σειρά από διεθνείς δείκτες πιστοποιούν την σχετικά χαμηλή ανταγωνιστικότητα: ο δείκτης της Παγκόσμιας Τράπεζας Ease of Doing Business για το έτος 2010, κατατάσσει την Ελλάδα εκτός των 100 κορυφαίων κρατών, και συγκεκριμένα στην 109^η θέση, αναφορικά με την ποιότητα και την πολυπλοκότητα των ρυθμίσεων για επιχειρήσεις. Ομοίως οι άμεσες ξένες επενδύσεις στη χώρα είναι σε πολύ χαμηλό επίπεδο ήδη από την δεκαετία του 1990. Τα προβλήματα της διακυβέρνησης είναι εμφανή και στον τομέα των δημοσίων δαπανών (Walsh 1994). Διαδοχικές κυβερνήσεις συντήρησαν υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους: από το 1993 κυμαινόταν γύρω από το 100% του ΑΕΠ. Αυτό οφείλεται κυρίως στις ανελαστικές δαπάνες για μισθούς του Δημοσίου όπου οι κυβερνήσεις έρχονται αντιμέτωπες διαχρονικά με σφοδρές αντιδράσεις από τα εργατικά σωματεία αναφορικά με μειώσεις και χρησιμοποιούν συχνά τις θέσεις εργασίας στο δημόσιο τομέα ως προεκλογικές εξυπηρετήσεις προς τους ψηφοφόρους. Σε περιόδους λιτότητας όλες οι κυβερνήσεις θεώρησαν πολιτικά πιο βολική την αύξηση των φόρων από τη μείωση των κρατικών δαπανών.

1.4 2001-2007: Ταχεία ανάπτυξη στηριγμένη στην εγχώρια ζήτηση

Το νέο περιβάλλον που δημιούργησε η ένταξη στην ΟΝΕ επέδρασε πολύ θετικά στις προσδοκίες και την οικονομική δραστηριότητα.

Στην επταετία 2001-2007 η ελληνική οικονομία αναπτύχθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,2%, ο οποίος περιορίστηκε στο 3,6% κατά μέσο όρο την οκταετία 2001-2008, λόγω της ύφεσης που καταγράφηκε το 2008 (Τράπεζα της Ελλάδος 2014). Όμως η ανάπτυξη αυτή βασίστηκε στην εγχώρια ζήτηση, που αυξανόταν με ρυθμό 4,5%, ωθούμενη κατά κύριο λόγο από την ιδιωτική κατανάλωση, η οποία τροφοδοτούμενη από την άνοδο των εισοδημάτων και την επέκταση της καταναλωτικής πίστης, αυξανόταν με ρυθμό 4,2%, δηλαδή όσο το ΑΕΠ. Οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου αυξάνονταν με ακόμη υψηλότερο μέσο ετήσιο ρυθμό (7,9%), αλλά μεγάλο μέρος τους αφορούσε κατοικίες, οι οποίες χάρη στα χαμηλότοκα στεγαστικά δάνεια και τις προσδοκίες ανόδου των εισοδημάτων, αυξήθηκαν στην επταετία με μέσο ετήσιο ρυθμό 9,7%.

Ο πληθωρισμός παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα για τα ελληνικά δεδομένα και διαμορφώθηκε στο 3,3% ετησίως κατά μέσο όρο. Ήταν όμως σταθερά υψηλότερος, σχεδόν κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα, από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, με συνέπεια τη συνεχή απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Εκτιμάται ότι από την ένταξη στην ΟΝΕ μέχρι το 2007, η διεθνής ανταγωνιστικότητα είχε υποχωρήσει κατά 14% βάσει των σχετικών τιμών καταναλωτή και κατά 19,3% βάσει του σχετικού κόστους εργασίας, ενώ οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (σε σταθερές τιμές) αυξήθηκαν με σχετικά χαμηλό μέσο ετήσιο ρυθμό 3,4% την επταετία 2001-2007.

Από τα παραπάνω είναι φανερό ότι η ιδιωτική κατανάλωση, ενισχυμένη από την άνοδο των εισοδημάτων και τη διεύρυνση του δανεισμού, και οι επενδύσεις σε κατοικίες αποτέλεσαν ουσιαστικά την κινητήρια δύναμη για την ταχεία άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας την περίοδο 2001-2007, ενώ η συμβολή της επίσης υψηλής ανόδου των λοιπών επενδύσεων ήταν συγκριτικά μικρότερη. Καθώς όμως η εγχώρια παραγωγή δεν μπόρεσε να ανταποκριθεί στην εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης, το κενό καλύφθηκε από εισαγωγές οι οποίες αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,5% την επταετία

2001-2007. Η αύξηση αυτή των εισαγωγών σταδιακά διεύρυνε το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε μη διατηρήσιμα επίπεδα, από 3% του ΑΕΠ ετησίως κατά μέσο όρο την περίοδο 1994-1999 σε 8,5% την περίοδο 2000-2007 ενώ το 2007 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υπερέβη το 10% και το 2008 έφτασε το 14,9% του ΑΕΠ.

Οι εισαγωγές χρηματοδοτήθηκαν με χαμηλότοκο εξωτερικό δανεισμό, τόσο του ιδιωτικού όσο και του δημόσιου τομέα της οικονομίας. Ταυτόχρονα, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκαν το 2007 σε επίπεδο χαμηλότερο από εκείνο άλλων χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας, 23,8% του ΑΕΠ, σε σύγκριση με 26,9% για την Ισπανία, 32,2% για την Πορτογαλία και 28,9% για την Ιταλία. Εξάλλου, η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης οδήγησε σε σημαντική διεύρυνση της συμμετοχής του εμπορίου στη συνολική προστιθέμενη αξία, από 14,1% το 2000 σε 17,4% το 2007. Μεγάλο μέρος των εμπορικών δραστηριοτήτων αφορούσε εισαγόμενα καταναλωτικά και διαρκή καταναλωτικά αγαθά, γεγονός που αντανακλούσε σημαντικές διαφοροποιήσεις ως προς την καταναλωτική συμπεριφορά.

Η πολιτική που ασκήθηκε μετά την ένταξη στην ΟΝΕ δεν συνέβαλε ουσιαστικά στην αντιμετώπιση των διαρθρωτικών προβλημάτων με μεταρρυθμίσεις που θα επέτρεπαν στην ελληνική οικονομία να προσεγγίσει τα παραγωγικά πρότυπα των άλλων ευρωπαϊκών χωρών.

Ειδικά σε ό,τι αφορά τα δημόσια οικονομικά, μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής θα έπρεπε να είχε παραμείνει περιοριστική, προκειμένου να γίνει μικρότερος ο κίνδυνος στρεβλής ανάπτυξης, να μειωθεί το υψηλό δημόσιο χρέος και να ανταποκριθεί η χώρα στις υποχρεώσεις που απέρρεαν από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Στην πραγματικότητα συνέβη το αντίθετο: η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής έγινε επεκτατική. Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική διατηρήθηκε ως και το τέλος του 2004, παρά το γεγονός ότι ουσιαστικά από τον Μάιο του 2004 η Ελλάδα είχε υπαχθεί στην Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ). Λόγω της ΔΥΕ, από το 2005 έως και το τρίτο τρίμηνο του 2007 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής έγινε ελαφρά περιοριστική, αλλά στη συνέχεια μεταβλήθηκε και πάλι.

Συγκεκριμένα, την πρώτη περίοδο μετά την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης σημείωνε συνεχή αύξηση έως το 2004 (7,4% του ΑΕΠ από 3,1% το 1999). Αντίστοιχα το πρωτογενές πλεόνασμα το οποίο το 1999 ανερχόταν σε 4,3% του ΑΕΠ, από το 2000 άρχισε να μειώνεται σταδιακά και το 2003 μεταστράφηκε σε πρωτογενές έλλειμμα 0,8% του ΑΕΠ (Τράπεζα της Ελλάδος 2014). Έκτοτε επί μια δεκαετία ο τομέας της γενικής κυβέρνησης παρουσίαζε συνεχώς πρωτογενή ελλείμματα. Η διαρκής αύξηση των ελλειμμάτων έως και το 2004 οφειλόταν τόσο σε υστέρηση εσόδων όσο και σε συνεχείς υπερβάσεις των πρωτογενών δαπανών του προϋπολογισμού.

Η άνοδος του ελλείματος πάνω από το 3% του ΑΕΠ που ήταν και η τιμή αναφοράς της Συνθήκης, οδήγησε στην υπαγωγή της Ελλάδας στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείματος τον Ιούλιο του 2004. Με απόφαση του Συμβουλίου Υπουργών Οικονομικών, η Ελλάδα κλήθηκε να λάβει νέα μέτρα διαρθρωτικού χαρακτήρα. Στο πλαίσιο αυτό η δημοσιονομική πολιτική έγινε λιγότερο επεκτατική με αποτέλεσμα τον περιορισμό του ελλείματος στο 2,6% του ΑΕΠ το 2006 σύμφωνα με τα στοιχεία της εποχής. Ωστόσο η προσαρμογή που επιτεύχθηκε είχε βασιστεί σε έκτακτα μέτρα με αποτέλεσμα να μην είναι διατηρήσιμη. Το δεύτερο εξάμηνο του 2007 η δημοσιονομική πολιτική στράφηκε πάλι σε επεκτατική κατεύθυνση και τα δημοσιονομικά μεγέθη επιδεινώθηκαν εκ νέου. Σε αυτή την εξέλιξη συνέβαλαν οι πρόωρες εκλογές του Σεπτεμβρίου και οι καταστροφικές πυρκαγιές στη Δυτική Πελοπόννησο.

1.5 2007: Η ελληνική οικονομία ευάλωτη μπροστά στην επερχόμενη κρίση

Η απόφαση για ένταξη στην ΟΝΕ δεν συνοδεύτηκε από μια μακρόπνοη πολιτική, που θα διευκόλυνε την οικονομία να προσαρμοστεί στο νέο περιβάλλον. Τα κρίσιμα ζητήματα ήταν η σταθερή και μόνιμη εναρμόνιση της δημοσιονομικής πολιτικής με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και η πραγματοποίηση διαρθρωτικών αλλαγών που θα άλλαζαν τη λειτουργία του κράτους, της οικονομίας και των αγορών, δημιουργώντας περιβάλλον ευνοϊκό για την ανάπτυξη μέσα στα νέα δεδομένα της συμμετοχής στην ΟΝΕ, προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος της πραγματικής σύγκλισης. Και στους δύο αυτούς κρίσιμους τομείς τα αποτελέσματα ήταν πενιχρά, ενώ συχνά οι όποιες προσπάθειες εγκαταλείπονταν σύντομα υπό την πίεση ισχυρών και οργανωμένων ομάδων συμφερόντων.

Η Ελλάδα αποδέχθηκε μεν και απόλαυσε τα οφέλη του ενιαίου νομίσματος, δεν συμμορφώθηκε όμως με τους όρους που συνεπαγόταν η συμμετοχή της σε αυτό, δηλαδή τη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος κάτω του 3% και το σταδιακό περιορισμό του δημόσιου χρέους σε μια δεκαετία κάτω του 60% του ΑΕΠ. Αποτέλεσμα ήταν η υπαγωγή της χώρας στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος.

Ακόμη όμως και μετά την υπαγωγή στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, δεν έγινε συντονισμένη προσπάθεια για μόνιμη βελτίωση των δημόσιων οικονομικών, δηλαδή για την επίτευξη διατηρήσιμης δημοσιονομικής θέσης. Η υστέρηση των εσόδων σε σχέση με τους στόχους ήταν συνεχής και κατά κανόνα αντιμετωπιζόταν με έκτακτα μέτρα προσωρινής απόδοσης. Στο σκέλος των πρωτογενών δαπανών δεν έγινε προσπάθεια εξορθολογισμένης συγκράτησης, αντίθετα δόθηκαν νέες παροχές.

Αποτέλεσμα αυτών των αδυναμιών της οικονομικής πολιτικής ήταν η συνεχής αύξηση του δημόσιου χρέους, το οποίο στην οκταετία έως και το 2007 διογκώθηκε κατά 112,9 δισεκατομμύρια ευρώ. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό ότι ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ παρέμεινε ουσιαστικά στάσιμος γύρω στο 100% του ΑΕΠ, παρά τις εξαιρετικά ευνοϊκές για τη μείωσή του συνθήκες που επικράτησαν αυτή την περίοδο (Τράπεζα της Ελλάδος 2014):

- Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ υπερέβαινε το 4% ετησίως κατά μέσον όρο και του ονομαστικού το 8%
- Τα επιτόκια δανεισμού του Δημοσίου ήταν ιδιαίτερος χαμηλά και μειώνονταν έως και το 2005
- Καταγράφονταν πρωτογενή πλεονάσματα έως και το 2002
- Για αρκετά χρόνια υπήρχαν έσοδα από αποκρατικοποιήσεις

Το γεγονός ότι όλοι οι προσδιοριστικοί παράγοντες του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ εξελίσσονταν ευνοϊκά, αλλά παρά ταύτα ο λόγος παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητος, υποδηλώνει την ύπαρξη θεμελιωδών δημοσιονομικών ανισοροπιών. Και μόνο του δηλαδή το γεγονός αυτό επαρκούσε για να γίνει αντιληπτό ότι η δημοσιονομική θέση δεν ήταν διατηρήσιμη.

Τα προβλήματα αυτά συγκαλύφθηκαν προσωρινά από την ταχεία άνοδο του ΑΕΠ. Οι κίνδυνοι όμως για την οικονομία από το υψηλό δημόσιο χρέος παρέμειναν και αυξάνονταν. Στο κοινωνικό επίπεδο, η συνεχής βελτίωση των εισοδημάτων και η ευχερέστερη πρόσβαση στο δανεισμό επηρέασαν καθοριστικά την καταναλωτική συμπεριφορά. Η ταχεία άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης επέδρασε θετικά στην πορεία του ΑΕΠ, περιόρισε όμως την εγχώρια αποταμίευση και επιβάρυνε υπέρμετρα το εξωτερικό ισοζύγιο. Τέλος, όχι μόνο δεν περιορίστηκαν αλλά και πιθανώς εντάθηκαν φαινόμενα όπως η παραοικονομία, η φοροδιαφυγή και η διαφθορά, τα οποία συνέβαλαν καθοριστικά στις αρνητικές εξελίξεις.

Ήταν λοιπόν σαφές στο τέλος του 2007 ότι η οικονομία ήταν ιδιαίτερα ευάλωτη σε τυχόν δυσμενείς εξελίξεις, π.χ. άνοδο των επιτοκίων δανεισμού του Δημοσίου ή δυσκολίες ως προς την αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους. Ήταν επίσης σαφές ότι η οικονομία δεν διέθετε τον απαραίτητο δυναμισμό ούτε το θεσμικό εξοπλισμό για να αντιμετωπίσει, με εφαρμογή της απαιτούμενης πολιτικής, μια αιφνίδια επιδείνωση των μακροοικονομικών δεδομένων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΕΛΕΥΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

2.1 Περίοδος 2008-2009: Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση

Η χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία εκδηλώθηκε αρχικά στις ΗΠΑ τον Αύγουστο του 2007 και επιδεινώθηκε ραγδαία το φθινόπωρο του 2008 με την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, μετεξελίχθηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση, στο περιβάλλον των στενά διασυνδεδεμένων οικονομιών, προκαλώντας τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση από τη δεκαετία του 1930 και σοβαρή δημοσιονομική επιδείνωση στις περισσότερες χώρες. Οι επιπτώσεις ήταν δυσμενείς για όλες τις οικονομίες του πλανήτη (Hardouvelis 2010, Lane 2012).

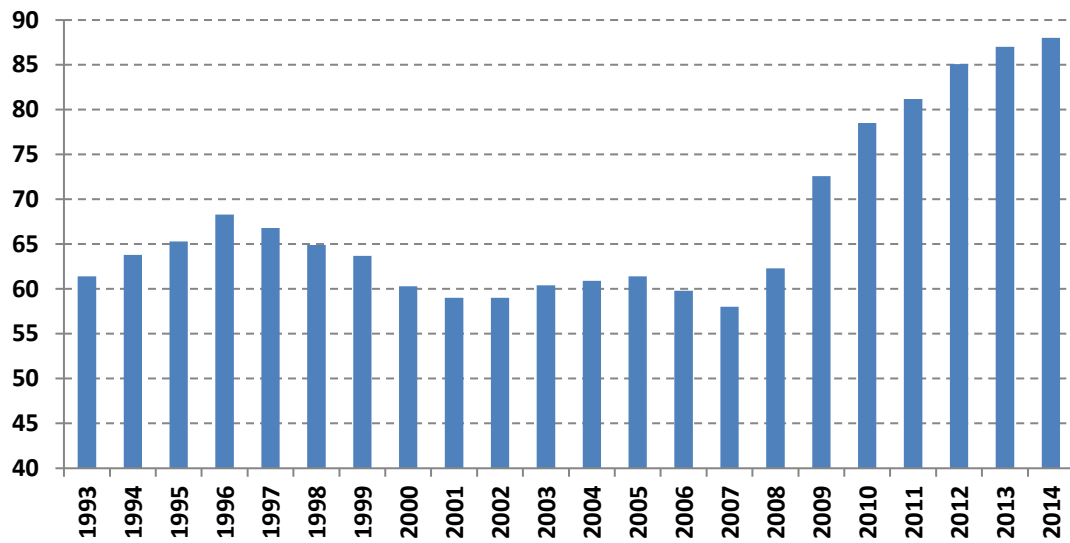
Το 2009 η παγκόσμια οικονομία κατέγραψε αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης, για πρώτη φορά στην μεταπολεμική περίοδο, καθώς οι περισσότερες προηγμένες οικονομίες εισήλθαν σε βαθιά ύφεση και ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στις αναδυόμενες οικονομίες σημείωσε σημαντική επιβράδυνση. Όλες οι χώρες της ζώνης του ευρώ κατέγραψαν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ, ενώ τη μεγαλύτερη ύφεση παρουσίασαν οι περισσότερο ανοικτές οικονομίες, οι οποίες επλήγησαν ιδιαίτερα από τη ραγδαία πτώση του παγκόσμιου εμπορίου, κατά 10,7%, το έτος εκείνο. Φυσικά, οι περισσότερο ανοικτές οικονομίες ήταν και οι πρώτες που ευνοήθηκαν από την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου, η οποία ξεκίνησε το 2010.

Αντίθετα, χώρες με σοβαρές εξωτερικές και εσωτερικές μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες δεν διέθεταν την απαιτούμενη αντοχή και ευελιξία για να αντιμετωπίσουν αυτοδύναμα τις επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης και να επωφεληθούν από την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου, που ακολούθησε μετά τη μεγάλη ύφεση του 2009.

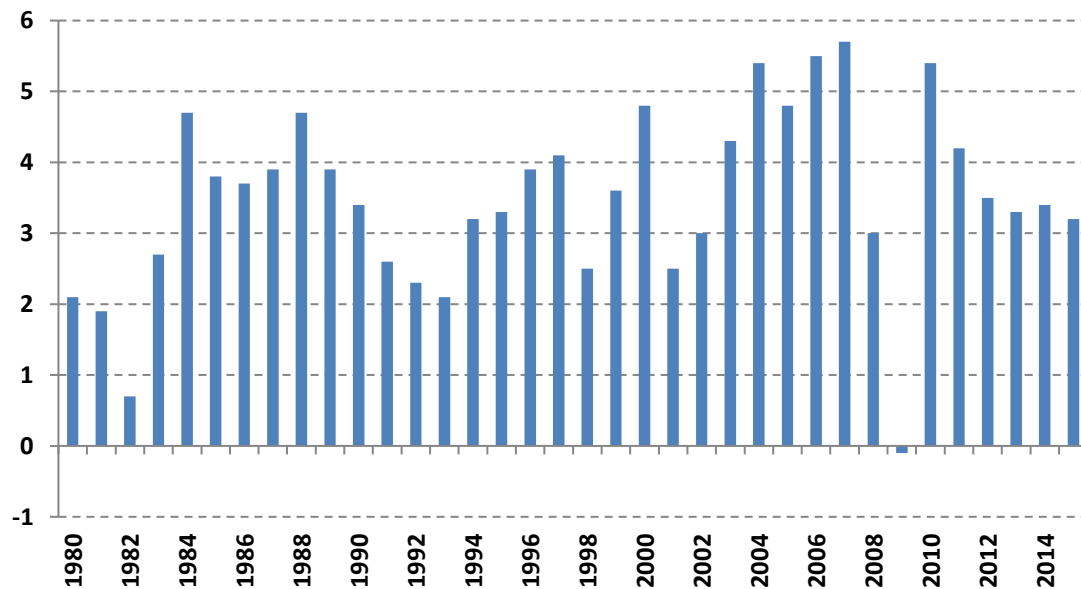
Έτσι, ενώ χώρες με υγιή βασικά οικονομικά δεδομένα κατόρθωσαν σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα να βρεθούν εκ νέου σε τροχιά ανάπτυξης, χώρες με μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες αντιμετώπισαν σημαντικές δυσκολίες και σε ορισμένες περιπτώσεις χρειάστηκαν εξωγενή οικονομική βοήθεια. Μεγάλες ήταν οι διαφορές και στον τομέα της απασχόλησης, καθώς οικονομίες με υγιή βασικά δεδομένα και ικανοποιητικό βαθμό ευελιξίας κατόρθωσαν να διατηρήσουν χαμηλά ποσοστά ανεργίας, ενώ σε οικονομίες με σοβαρές διαρθρωτικές αδυναμίες η ανεργία αυξήθηκε ραγδαία.

Σημαντική υπήρξε η επιδείνωση των δημοσιονομικών μεγεθών λόγω της κρίσης, εξαιτίας τόσο των μέτρων τα οποία λήφθηκαν από τις κυβερνήσεις για την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα, ο οποίος επλήγη ιδιαίτερα από την κρίση, όσο και της λειτουργίας των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών. Στις προηγμένες οικονομίες, το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε από 3,5% το 2008 σε 8,8% το 2009, υποχωρώντας σε 5,9% το 2012. Ανάλογη υπήρξε και η πορεία του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, στις μεν ΗΠΑ από 73,3% το 2008 σε 86,3% το 2009 και 102,7% το 2012, στη δε ζώνη του ευρώ από 70,3% το 2008 σε 80,1% το 2009 και 93% το 2012 (Τράπεζα της Ελλάδος 2014).

Διάγραμμα 2.1 Το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή Ένωση για την περίοδο 1993-2014 (Πηγή: World Economic Outlook, IMF)



Διάγραμμα 2.2 Ετήσια Μεταβολή του ΑΕΠ (%) διεθνώς, 1980-2015 (Πηγή: World Economic Outlook, IMF)



2.2 Η κρίση στην Ελλάδα (2008-2009)

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση άρχισε να επηρεάζει αρνητικά και την ελληνική οικονομία, ιδίως από τον Οκτώβριο του 2008 και μετά, οπότε η κρίση επιδεινώθηκε δραματικά, προκαλώντας σημαντική εξασθένηση των προσδοκιών. Η κρίση χτύπησε την ελληνική οικονομία ενώ βρισκόταν σε ευάλωτη θέση, δεδομένων των διαρθρωτικών αδυναμιών και του μεγάλου δημόσιου χρέους, αδυναμίες που αντικατοπτρίζονταν από το τεράστιο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Το τραπεζικό σύστημα ήταν σχετικά εύρωστο αλλά εκτεθειμένο σε εισαγόμενους κινδύνους από τις αναδυόμενες Νοτιοανατολικές αγορές της Ευρώπης. Η ελληνική κυβέρνηση υιοθέτησε ένα σχέδιο αντιμετώπισης της κρίσης, σχέδιο που επιβεβαίωσε τα μακροχρόνια χαρακτηριστικά του ελληνικού, εν μέρει κρατικά ελεγχόμενου και βασιζόμενου στην δανειοδότηση, χρηματοπιστωτικού συστήματος (Pagoulatos & Triantopoulos 2009).

Οι κυριότεροι άξονες του σχεδίου ήταν η ενίσχυση της ρευστότητας, προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι αρνητικές επιπτώσεις της κρίσης στην πραγματική οικονομία, με την παροχή πακέτου 28 δις ευρώ στις ελληνικές τράπεζες, η αύξηση του ποσού των εγγυημένων καταθέσεων πάνω από τις 100.000 ευρώ για περίοδο τριετίας, καθώς και η προστασία των δανειοληπτών μέσω της αύξησης του ορίου χρέους κάτω από το οποίο ο πληστειριασμός πρώτης κατοικίας απαγορευόταν (από τις 10.000 στις 20.000 ευρώ χρέος). Οι τομείς που επηρεάστηκαν ξεκάθαρα από την κρίση είναι η οικοδομή, ο τουρισμός, η ναυτιλία και ο τομέας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Παραδόξως, μερικές από τις όψεις του σχετικά υπανάπτυκτου ελληνικού καπιταλιστικού μοντέλου, συνέβαλαν στον μετριασμό της έντασης και των επιπτώσεων της κρίσης.

Την περίοδο από το 1999 μέχρι το 2008, η ελληνική οικονομία είχε να επιδείξει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, από τους υψηλότερους στην Ευρωζώνη, που όμως συνοδεύονταν από περιορισμένη προσκόλληση στις υποδείξεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Συγκεκριμένα, την εν λόγω περίοδο η μέση αύξηση του ΑΕΠ έφτασε σχεδόν

το 4%, συμβάλλοντας σε μείωση του επίσημου ποσοστού της ανεργίας από το 12% το 1999 στο 7,6% το 2008 [Pagoulatos & Triantopoulos (2009)].

Όταν ξεκίνησε η παγκόσμια κρίση, η δυνατότητα της ελληνικής κυβέρνησης να ασκήσει αποτελεσματική αντικυκλική επεκτατική πολιτική, είχε υπονομευθεί από την χρόνια αδυναμία της Ελλάδας να διατηρήσει δημοσιονομική πειθαρχία όσο η οικονομία ακόμα αναπτυσσόταν. Με άλλα λόγια είχε αποτύχει να επωφεληθεί των καλών εποχών και να δημιουργήσει πλεονάσματα, μειώνοντας το δημόσιο χρέος. Την περίοδο 1999-2008 το δημοσιονομικό έλλειμμα παρέμεινε ως επί το πλείστον πάνω από το όριο του 3% του ΑΕΠ, που όριζε το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ενώ τον Φεβρουάριο του 2009, για δεύτερη φορά από το 2004, η Ελλάδα υπάχθηκε στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.²

Η ανεπαρκής πρόοδος στη βελτίωση της μακροπρόθεσμης δημοσιονομικής βιωσιμότητας, αντικατοπτρίζεται στο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, του οποίου τη μείωση κατά περίπου 11 ποσοστιαίες μονάδες την περίοδο 1999-2008 υποβοήθησε η προς τα πάνω αναθεώρηση του επίσημου ΑΕΠ της χώρας κατά 9,6% το 2007. Το υπερβολικό δημόσιο χρέος αντανακλά διαχρονικές αδυναμίες όπως οι αναποτελεσματικές διοικητικές δομές του κράτους, η ανεπαρκής είσπραξη εσόδων και η φοροδιαφυγή, οι υψηλές αμυντικές δαπάνες και μια παράδοση πελατειακών πρακτικών στο δημόσιο τομέα.

Παρά την πρόοδο που είχε επιτευχθεί, κυρίως πριν την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας είχε περιοριστεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια μέχρι την κρίση, σε μεγάλο βαθμό ως αποτέλεσμα του επίμονα μεγαλύτερου πληθωρισμού της Ελλάδας σε σχέση με την Ευρωζώνη. Παρά το γεγονός ότι το εισοδηματικό χάσμα είχε περιοριστεί σημαντικά την τελευταία δεκαετία, το παραγωγικό κενό παρέμενε μεγάλο (OECD 2009). Αυτό οφειλόταν κυρίως στην επιβράδυνση, μετά την ένταξη στην ΟΝΕ, της διαδικασίας μεταρρύθμισης της Ελλάδας η οποία είχε ξεδιπλωθεί στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990, όταν η χώρα έκανε

² Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε:

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/104-03/2009-02-18_el_104-3_en.pdf

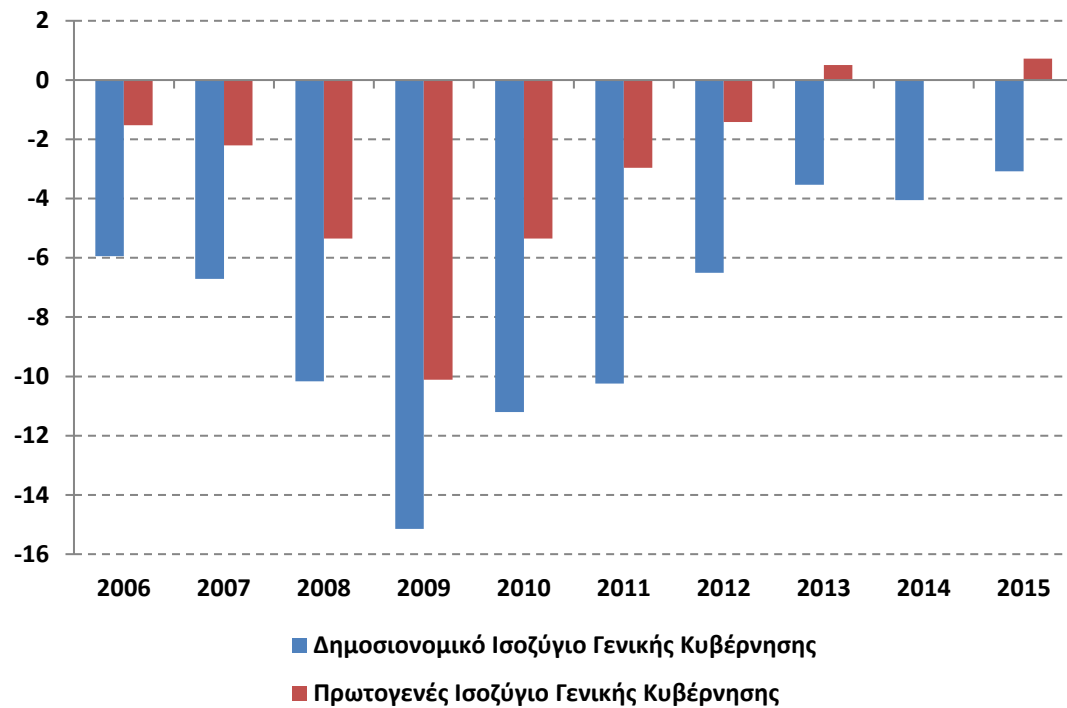
γρήγορα και συνεπή άλματα στο δρόμο προς τον θεσμικό και οικονομικό εξευρωπαϊσμό (Pagoulatos 2003, Blavoukos & Pagoulatos 2008, Featherstone 2008). Δεδομένης της παραπάνω επιβράδυνσης των μεταρρυθμίσεων, οι υψηλοί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης της τελευταίας δεκαετίας δεν μεταφράστηκαν σε ώθηση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας. Είναι χαρακτηριστικό ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ υπερτριπλασιάστηκε, έλλειμμα το οποίο καλύφθηκε κυρίως από εισροές κεφαλαίων και δανεισμό και πολύ λιγότερο από παραγωγικές άμεσες ξένες επενδύσεις όπως συνέβη σε άλλες νότιες Ευρωπαϊκές χώρες.

Η οικονομική ανάπτυξη υποστηρίχθηκε μεταξύ άλλων από τον δυναμισμό ενός ταχέως αναπτυσσόμενου, αρχικά κρατικά ελεγχόμενου, ελληνικού τραπεζικού τομέα (Pagoulatos 2003, Zysman 1983). Από την αρχή της δεκαετίας του 1990, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα εισήλθε σε μια περίοδο απελευθέρωσης, εκσυγχρονισμού και ενσωμάτωσης στις διεθνείς αγορές. Οι κύριοι επεξηγηματικοί παράγοντες για την έμφαση που δόθηκε στην οικονομική απελευθέρωση είναι (Tsoukalis 1997) α) το μεγάλο και ταχέως αυξανόμενο μέγεθος του χρηματοπιστωτικού τομέα, β) Οι κλειστού τύπου εγχώριες αγορές που εκδηλώνονταν μέσω μεγάλων αποκλίσεων των τιμών και γ) η έμμεση επίδραση στις επενδύσεις και την ανάπτυξη που προέκυπτε από την αναμενόμενη μείωση του κόστους των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Κατά συνέπεια, η κρίση του 2008 που ξέσπασε μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, βρήκε την Ελλάδα ευάλωτη και επηρέασε την ελληνική οικονομία μέσω της μείωσης της οικονομικής ρευστότητας και της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Παρόλα αυτά, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση θα είχε πολύ πιο δριμεία επίδραση στην ελληνική οικονομία, αν η Ελλάδα δεν ήταν αρκετά τυχερή ώστε να την αντιμετωπίσει έχοντας ως εθνικό νόμισμά της το ευρώ αντί της αδύναμης δραχμής. Στο σημείο αυτό θα αναφερθούμε στα χαρακτηριστικά και τη διαχρονική εξέλιξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, χάρη στα οποία η επίπτωση της διεθνούς κρίσης στην ελληνική οικονομία εν μέρει μετριάστηκε την περίοδο 2008-2009.

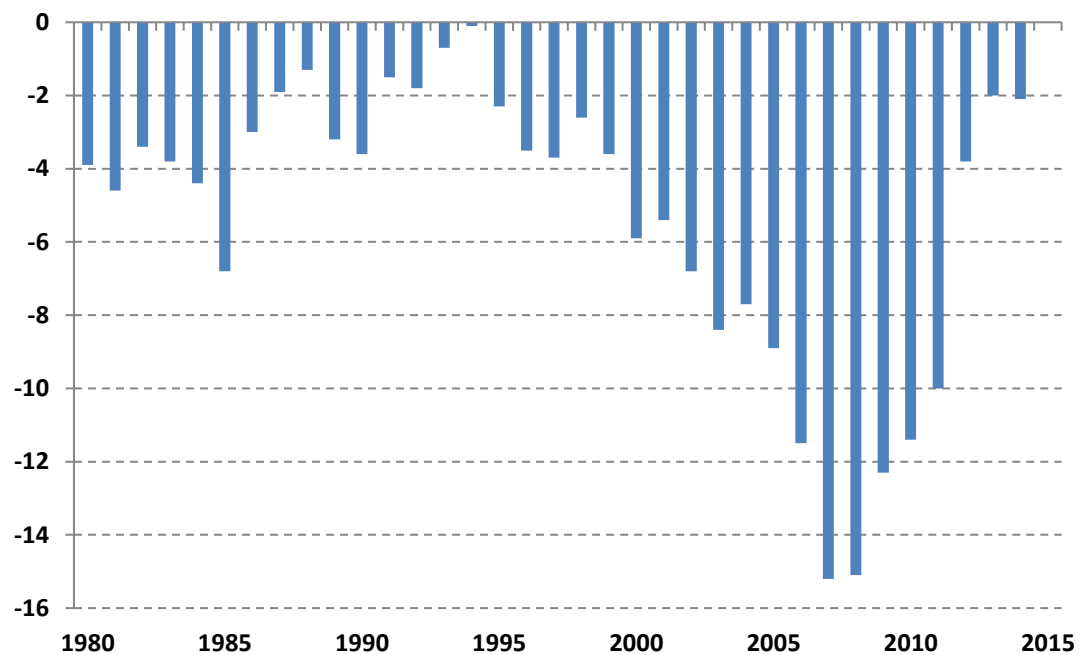
Διάγραμμα 2.3 Δημοσιονομικό και πρωτογενές ισοζύγιο Ελλάδας, 2006-2015

(Πηγή: Fiscal Monitor, IMF)



Διάγραμμα 2.4 Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών Ελλάδας, 1980-2015

(Πηγή: World Economic Outlook, IMF)



2.3 Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα

Από το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990 ιδιαίτερα, το ελληνικό τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτούργησε ως η μηχανή της εθνικής οικονομίας. Ο ελληνικός τραπεζικός τομέας αναπτύχθηκε ταχύτατα ως αποτέλεσμα της απελευθέρωσης και του εκσυγχρονισμού που έλαβαν χώρα στα πλαίσια της ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και της επέκτασης των ελληνικών τραπεζών στις πρωτόγονες οικονομικά αναδυόμενες οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Στο διάστημα από το 1990 έως το 2006, το τραπεζικό προϊόν αυξήθηκε σημαντικά κατά ένα μέσο ετήσιο ποσοστό της τάξης του 6,6%, ρυθμός αύξησης υπερδιπλάσιος του αντίστοιχου ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ (Athanasoglou et al 2009). Την περίοδο 1997-2007, ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα αυξήθηκε κατά 14,5% ενώ το συνολικό ενεργητικό του τραπεζικού συστήματος κατά 234%, σε αγοραίες τιμές, φτάνοντας τα 383 δις ευρώ το 2007. Κατά την ίδια περίοδο, η συνολική ετήσια αύξηση του τραπεζικού δανεισμού υπολογίζεται κατά μέσο όρο σε 18%, και αποδίδεται κυρίως στην έκρηξη του στεγαστικού και καταναλωτικού δανεισμού, ενώ η μέση ετήσια επέκταση του τραπεζικού δανεισμού σε μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες ήταν 12%.

Συγκεκριμένα, ο μέσος ετήσιος τραπεζικός δανεισμός για αγορά κατοικίας έφτασε το 28,3%, απορροφώντας το 35,3% του συνολικού τραπεζικού δανεισμού της οικονομίας το 2007. Επιπροσθέτως η καταναλωτική πίστη κατέγραψε μέση ετήσια αύξηση της τάξης του 28,6% και το μερίδιό της στον συνολικό τραπεζικό δανεισμό της οικονομίας αυξήθηκε κατά περίπου 10 ποσοστιαίες μονάδες, από 6,5% το 1998 σε 16,2% το 2007. Η πιστωτική αυτή έκρηξη οδήγησε τις ελληνικές τράπεζες σε υψηλά επίπεδα κερδοφορίας, με τα προ φόρων κέρδη να αυξάνονται κατά 15,7% σε ετήσια βάση (Τράπεζα της Ελλάδας 2008a).

Η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και η σταδιακή ενσωμάτωση στην Ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά, ενίσχυσε τον ανταγωνισμό, οδηγώντας σε μείωση των επιτοκίων (Pagoulatos & Triantopoulos 2009). Την περίοδο 1998-2005 το μέσο επιτόκιο δανεισμού μειώθηκε κατά 10,5 ποσοστιαίες μονάδες και το μέσο επιτόκιο καταθέσεων έπεσε κατά σχεδόν 7

ποσοστιαίες μονάδες στο 1,3%. Παρόλα αυτά ο ανταγωνισμός στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η ενσωμάτωσή του στην Ευρωπαϊκή αγορά απείχε ακόμα από το επιθυμητό επίπεδο.

Η έκρηξη της ελληνικής τραπεζικής αγοράς ακολούθησε μια ευρύτερη τάση οικονομικής ανάπτυξης και επέκτασης στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ωστόσο, η επίδοση της Ελλάδας ήταν ελλιπής συγκρινόμενη με άλλα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, επιδεικνύοντας σχετικά συντηρητική πιστωτική πολιτική καθώς και περιορισμένη ενσωμάτωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στις διεθνείς χρηματαγορές. Αυτή η σχετική «υπανάπτυξη» συμπεριλαμβανομένης της έλλειψης έκθεσης των ελληνικών τραπεζών σε «τοξικά» προϊόντα, αποδείχτηκε ευεργετική κατά τη διάρκεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Συγκεκριμένα, κατά την περίοδο 2001-2007, το μερίδιο των συνολικών δανείων των πιστωτικών ιδρυμάτων σε μη πιστωτικά ιδρύματα ως προς το ΑΕΠ, αυξήθηκε κατά 25 ποσοστιαίες μονάδες σε 87% το 2007, ενώ ο αντίστοιχος λόγος της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 2007 ήταν 157%. Αυτή η σχετικά μετριοπαθής πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα, συνδυαζόμενη με τον μεγάλο όγκο καταθέσεων κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας που αυξάνονταν κατά ένα μέσο ποσοστό της τάξης του 12% ετησίως, συνέβαλαν σε χαμηλότερο λόγο δανείων προς καταθέσεις σε σύγκριση με άλλα νότια κράτη-μέλη. Ο λόγος δανείων προς καταθέσεις του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, αυξήθηκε από 48% το 1997 σε 80% το 2007, πολύ χαμηλότερα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο του 115%, το 2007. Σε αντίθεση με την Ελλάδα, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις άλλων νότιων ευρωπαϊκών κρατών-μελών ξεπερνούσε κατά πολύ τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Επιπρόσθετα, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας είχε έναν από τους μεγαλύτερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας στην Ευρωζώνη, συγκεκριμένα ήταν διαρκώς πάνω από 12,5% ενώ το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων που καλύπτονταν από προβλέψεις είχε αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια μέχρι την κρίση. Τα προαναφερθέντα δεδομένα καταδεικνύουν ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν αρκετά προετοιμασμένο ώστε να αντιμετωπίσει την αποσταθεροποίηση που προκάλεσε η διεθνής οικονομική κρίση, συγκρινόμενο με πολλά τραπεζικά συστήματα της ΕΕ (Τράπεζα της Ελλάδας 2008a, Χαρδούβελης 2008). Η

Αχίλλειος πτέρνα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος δεν εντοπίζεται τόσο πολύ στην εγχώρια αγορά, αλλά στις αναδυόμενες αγορές της νοτιοανατολικής Ευρώπης, οι οποίες συνεισέφεραν σημαντικά στην κερδοφορία και την ανάπτυξη αρκετών ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων. Η πιστωτική επέκταση των ελληνικών τραπεζών στην περιοχή ήταν πολύ επικερδής δεδομένων των υψηλότερων επιτοκίων και του μεγαλύτερου κινδύνου αυτών των αναδυόμενων αγορών. Αυτή η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών στην περιοχή, αποδίδεται στην ώθηση που δόθηκε από τα υψηλά επιτόκια δανεισμού. Όμως η πιστωτική επέκταση των ελληνικών τραπεζών δεν συνοδεύτηκε από αύξηση στις καταθέσεις και αυτό είχε ως αποτέλεσμα ο λόγος δανείων προς καταθέσεις να υπερβεί το 150% σε πολλές περιπτώσεις.

Η πολιτική της χορήγησης πολλών δανείων και των λίγων καταθέσεων, αποδείχτηκε πολύ επικερδής πριν την κρίση, καθώς οι ελληνικές τράπεζες μπορούσαν πολύ εύκολα να δανειστούν από τη διατραπεζική αγορά ή να μεταφέρουν κεφάλαια από τις δραστηριότητές τους στην ελληνική αγορά. Το μερίδιο του ακαθάριστου εισοδήματος των ελληνικών τραπεζών από δραστηριότητες σε χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης προσέγγιζε το 18% στα τέλη του Σεπτεμβρίου του 2007, σχεδόν έξι μονάδες υψηλότερα από ότι το 2006 και περισσότερο από 10 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα σε σχέση με το 2005. Ωστόσο το “στέγνωμα” της ρευστότητας στις διεθνείς αγορές λόγω της κρίσης, μετέτρεψε την υψηλή κερδοφορία σε παράγοντα σημαντικού κινδύνου για τις ελληνικές τράπεζες οι οποίες εξετέθησαν στην απειλή μιας ραγδαίας πτώσης των Νοτιοανατολικών Ευρωπαϊκών οικονομιών και χρηματαγορών. Ο κίνδυνος αυτός ενισχύθηκε και από τα φθίνοντα επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας σε αρκετά αναδυόμενα τραπεζικά συστήματα.

2.4 Η διεθνής κρίση επηρεάζει την ελληνική οικονομία

Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, η οικονομική κρίση έλαβε μια διεθνή συστημική διάσταση, επηρεάζοντας το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και επιβραδύνοντας την πραγματική οικονομία. Στον τομέα των δημόσιων οικονομικών, το 2008 το τότε καταγραφέν έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης υπερέβη το 4% του ΑΕΠ, με αποτέλεσμα την υπαγωγή της Ελλάδος στην Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος το 2009, ενώ το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε, προσεγγίζοντας το 97%.

Ωστόσο, η διεθνής κρίση φαινόταν αρχικά να βλάπτει την ελληνική οικονομία σε σχετικά μικρότερο βαθμό και με μεγαλύτερη χρονική υστέρηση σε σύγκριση με την πλειοψηφία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τα πιστωτικά ιδρύματα ήταν τα πρώτα θύματα της κρίσης, καθώς παρόλο που ήταν λιγότερο εκτεθειμένα σε «τοξικά» προϊόντα και επικίνδυνες οικονομικές στρατηγικές, επηρεάστηκαν αρνητικά από το στέγνωμα της ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά. Παρά ταύτα, η σχετικά συντηρητική λειτουργία των πιστωτικών ιδρυμάτων, η περιορισμένη ενσωμάτωση στις Ευρωπαϊκές χρηματαγορές, τα επαρκή επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας και το μικρό μέγεθος της χρηματαγοράς και της κεφαλαιαγοράς του ελληνικού-βασισμένου στις τράπεζες-χρηματοπιστωτικού συστήματος, προσέφεραν στον ελληνικό τραπεζικό τομέα σχετικά μεγαλύτερη ασφάλεια σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες.

Μέσω του περιορισμού της τραπεζικής χρηματοδότησης, η έλλειψη ρευστότητας στην διατραπεζική αγορά μεταδόθηκε στην πραγματική οικονομία. Η μαζική φυγή κεφαλαίων, καθώς οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές αναζητούσαν ασφαλή επενδυτικά «καταφύγια», επιδείνωσε την προαναφερθείσα έλλειψη ρευστότητας. Μαζί με το χρηματοπιστωτικό σύστημα, η κρίση επηρέασε τους οικονομικούς τομείς των οποίων η δραστηριότητα πρωτίστως βασιζόταν σε τραπεζικές πιστώσεις. Τέτοιοι είναι ιδίως η στεγαστική και καταναλωτική πίστη. Την τελευταία δεκαετία πριν την κρίση, η οικοδομική βιομηχανία και οι σχετικοί με την κατασκευή τομείς κατέγραψαν μια σημαντική έκρηξη. Αυτή ενισχύθηκε από τη ραγδαία αύξηση των τραπεζικών πιστώσεων για αγορά κατοικιών, που απορρόφησε το 2007

το 35% του συνολικού τραπεζικού δανεισμού της οικονομίας (Pagoulatos & Triantopoulos 2009).

Ακόμα ένας τομέας που επηρεάστηκε σοβαρά από την κρίση είναι οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις οι οποίες μείωσαν την παραγωγή ως αποτέλεσμα της επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης, του στραγγίσματος της ρευστότητας, της έλλειψης διαθέσιμου κεφαλαίου κίνησης και της μείωσης των καταναλωτικών πιστώσεων. Η κρίση επηρέασε επίσης τους τομείς της οικονομίας που εξαρτώνται κυρίως από το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και την εξωτερική ζήτηση. Τέτοιοι είναι ο τουρισμός και η ναυτιλία που αποτελούν κύριο κομμάτι του παραγόμενου προϊόντος της χώρας και εξαρτώνται πλήρως από την ευρωστία της Ευρωπαϊκής και διεθνούς οικονομίας, καθώς και ο αγροτικός τομέας που επηρεάζεται από την μείωση των τιμών των εμπορευμάτων. Η επίδοση της οικονομίας το 2008, καταδεικνύει την πτώση της οικονομικής δραστηριότητας σε κάποιους από τους προαναφερθέντες τομείς, καθώς μεταξύ Δεκεμβρίου του 2007 και Δεκεμβρίου του 2008, η παραγωγή μειώθηκε κατά 9% και η οικοδομική δραστηριότητα συρρικνώθηκε κατά 17,5% (Εθνική Στατιστική Υπηρεσία 2009). Από την άλλη πλευρά, το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία ήταν κλειστή καθώς και το μικρό μερίδιο των εξαγωγών στο ΑΕΠ, σήμαινε ότι η επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος είχε πολύ πιο περιορισμένες επιπτώσεις στην περίπτωση της Ελλάδας σε σχέση με άλλες πιο εξαγωγικές ευρωπαϊκές οικονομίες. Ακόμα και το σχετικά μεγάλο μερίδιο της δημόσιας απασχόλησης καθώς και οι δυσκαμψίες της αγοράς εργασίας συνδυαζόμενες με τον μεγάλο αριθμό μικρών και οικογενειακών επιχειρήσεων, είχαν ως αποτέλεσμα τον σχετικό περιορισμό της ανεργίας, απορροφώντας τις επιδράσεις της κρίσης στην συνολική ζήτηση.

Συνοψίζοντας, οι εξελίξεις του 2008 έδειχναν ήδη καθαρά ότι η οικονομία όδευε προς επιδείνωση, γεγονός που επιβεβαιώθηκε δραματικά τον επόμενο χρόνο. Εξάλλου, σε όλη τη διάρκεια του 2008 υπήρχαν συνεχείς προειδοποιήσεις από το εξωτερικό. Η μακρά περίοδος ταχείας ανάπτυξης που είχε προηγηθεί στήριζε την “αφελή πρόβλεψη” ότι το ίδιο θα συνεχιζόταν και τα επόμενα χρόνια, ενώ υπήρχαν και συγκεκριμένοι λόγοι για τους οποίους οι επιπτώσεις της παγκόσμιας κρίσης καθυστέρουσαν να

εκδηλωθούν πλήρως όπως εξηγήθηκε παραπάνω. Το κλίμα των γενικότερων εκτιμήσεων για την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας στο τέλος του 2008 και τις αρχές του 2009 αποτυπώνεται στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011, που υποβλήθηκε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 30 Ιανουαρίου του 2009 με εξαιρετικά αισιόδοξες, για τη συγκυρία, προβλέψεις. Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι την περίοδο εκείνη δεν είχε συνειδητοποιηθεί η σοβαρότητα της κατάστασης και ο κίνδυνος να μετατραπεί η διεθνής τραπεζική κρίση σε κρίση χρέους σε χώρες με υψηλά ελλείμματα και χρέη όπως η Ελλάδα. Το 2009 ήταν ένα ιδιαίτερα κρίσιμο έτος καθώς αναδύθηκαν με οξύτητα προβλήματα που, ενώ προϋπήρχαν, παραβλέπονταν μέσα στο κλίμα εφησυχασμού που είχε τροφοδοτήσει η προηγούμενη ανάπτυξη. Με την έλευση όμως της παγκόσμιας κρίσης, τα προβλήματα δεν ήταν δυνατόν πλέον να ελεγχθούν και η αντιμετώπισή τους απαιτούσε άμεσα έκτακτα μέτρα και συντονισμένες μακρόπνοες προσπάθειες, οι οποίες φαίνεται ότι ήταν δύσκολο, πολιτικά και κοινωνικά, να καταβληθούν.

2.5 Επιδείνωση του κλίματος και κλονισμός της εμπιστοσύνης (τέλη 2009)

Οι δυσμενείς εξελίξεις του 2009 χαρακτηρίστηκαν από τον εκτροχιασμό των δημοσιονομικών μεγεθών, όπου το έλλειμμα, μετά τις αναθεωρήσεις, έφτασε το 15,7% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος το 129,7% του ΑΕΠ (Τράπεζα της Ελλάδος 2014).

Το ΑΕΠ, μετά από μια δεκαπενταετία (1994-2008) συνεχούς ανόδου, υποχώρησε το 2009 κατά 3,2%, παρά την τεράστια δημοσιονομική επέκταση. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης έφθασε στο 15,7% του ΑΕΠ και το πρωτογενές έλλειμμα στο 10,5% του ΑΕΠ. Συγκριτικά με το 2008, το έλλειμμα διευρύνθηκε κατά 5,8 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και το πρωτογενές έλλειμμα κατά 5,5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Η διεύρυνση αυτή οφειλόταν τόσο στην κακή πορεία των εσόδων-είναι χαρακτηριστικό ότι το 2008 τα έσοδα ανέρχονταν στο 40,7% του ΑΕΠ ενώ το 2009 σε 38,3% του ΑΕΠ-όσο και στην αύξηση των δαπανών της γενικής κυβέρνησης, που το 2008 αποτελούσαν το 50,6% του ΑΕΠ ενώ το 2009 το 54,0% του ΑΕΠ. Εντούτοις, το ΑΕΠ, επηρεαζόμενο από την πτώση των επενδύσεων και της ιδιωτικής κατανάλωσης, μειώθηκε και η οικονομία εισήλθε και επίσημα σε φάση ύφεσης. Επιπλέον, την περίοδο 2001-2008 η σωρευτική υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας έφθασε το 16,9% βάσει των σχετικών τιμών καταναλωτή και το 27,7% βάσει του σχετικού κόστους εργασίας.

Οι εξελίξεις αυτές επέτειναν δραματικά την αβεβαιότητα για το μέλλον της οικονομίας, επηρέασαν πολύ τις προσδοκίες και δημιούργησαν έλλειμμα εμπιστοσύνης, το οποίο με την σειρά του οδήγησε σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της οικονομίας και σε αισθητή διεύρυνση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και γερμανικών ομολόγων. Το τραπεζικό σύστημα άρχισε να αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα ρευστότητας, καθώς οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας περιόρισαν την πρόσβαση των τραπεζών στη διεθνή διατραπεζική αγορά και, αργότερα και σε άλλες πηγές άντλησης ρευστότητας.

Ήδη από τον Ιανουάριο του 2009, η Standard & Poor's προχώρησε σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας από A σε A-, λόγω της “επιδεινούμενης απώλειας ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας”, διατηρώντας την ωστόσο στην κατηγορία επενδυτικής διαβάθμισης. Εξαιτίας της υποβάθμισης αυτής, οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των ελληνικών και των γερμανικών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν στις 300 μονάδες βάσης τον Ιανουάριο του 2009 και παρέμειναν στο επίπεδο αυτό μέχρι τον Μάρτιο. Τους επόμενους μήνες, τα περιθώρια βάσης κυμάνθηκαν χαμηλότερα, μεταξύ 150 και 200 μονάδων βάσης, ενώ κινήθηκαν εκ νέου ανοδικά τους τελευταίους μήνες του 2009 (Τράπεζα της Ελλάδος 2014).

Σημείο καμπής για την περαιτέρω επιδείνωση του κλίματος ήταν η ανακοίνωση των ελληνικών αρχών στις 22 Οκτωβρίου του 2009 ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα του 2009 ήταν υπερδιπλάσιο του προβλεπόμενου και ότι και το έλλειμμα του 2008 ήταν σημαντικά αυξημένο σε σχέση με τις έως τότε εκτιμήσεις. Αυτή η μεγάλη επίσημη αναθεώρηση του ελλείμματος δεν είχε προβλεφθεί από τις αγορές, τους οίκους αξιολόγησης και τα διεθνή μέσα ενημέρωσης, καθώς δεν είχε γίνει αντιληπτό, όπως θα φανεί παρακάτω, ότι το δημοσιονομικό πρόβλημα της Ελλάδος ήταν πολύ σοβαρότερο από ότι υποδήλωναν τα μέχρι τότε στοιχεία. Το γεγονός αυτό έθετε στο επίκεντρο της προσοχής των αγορών δύο κρίσιμα ερωτήματα: Πρώτον, αν οι ελληνικές αρχές έχουν τη βούληση και την αποφασιστικότητα να εφαρμόσουν ένα πρόγραμμα προσαρμογής ικανό να αντιμετωπίσει ελλείμματα αυτού του μεγέθους και, δεύτερον, αν τα στατιστικά δεδομένα καταγράφουν αξιόπιστα τη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας.

Τον Απρίλιο του 2010 η EUROSTAT ανακοίνωσε αναθεωρημένα στοιχεία για το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας για το 2009, το οποίο υπολογιζόταν πλέον σε 13,6%, ποσοστό που αργότερα αναθεωρήθηκε πάλι προς τα πάνω. Έτσι για πολλούς μήνες και σε μια ιδιαίτερα κρίσιμη περίοδο διατηρήθηκε η αβεβαιότητα για το τελικό ύψος του ελλείμματος, γεγονός που τροφοδοτούσε κάθε είδους εικασίες για το μέλλον της χώρας και επιδείνωνε τις σχέσεις με τους Ευρωπαίους εταίρους.

Επιπρόσθετα, η αντιμετώπιση της επιδείνωσης της κατάστασης ήταν ανεπαρκής καθώς η οικονομική πολιτική που υιοθετήθηκε πριν από τις εκλογές της 4^{ης} Οκτωβρίου 2009, αλλά και τους πρώτους μήνες μετά από αυτές, ήταν άτολμη και τα μέτρα που αποφασίστηκαν αποδείχθηκαν ανεπαρκή για να ανακόψουν την πορεία προς την επιδείνωση. Είναι χαρακτηριστικό πως η νέα κυβέρνηση, ενώ λίγες μέρες μετά τις εκλογές ανακοίνωσε την εκτίμησή της για το έλλειμμα του 2009, δήλωσε παράλληλα ότι θα εφαρμόσει τις προεκλογικές της εξαγγελίες, που είχαν σαφώς επεκτατικό χαρακτήρα.

Στις αρχές του 2009 οι σχεδιασμοί της οικονομικής πολιτικής είχαν στηριχθεί στις προβλέψεις του Επικαιροποιημένου Προγράμματος για έλλειμμα της τάξεως του 3,7% του ΑΕΠ το 2009. Σύντομα ωστόσο κατέστη σαφές ότι η πρόβλεψη εκείνη δεν ανταποκρινόταν στα πραγματικά δεδομένα και ότι τελικά το έλλειμμα θα την υπερέβαινε κατά πολύ. Όπως προαναφέρθηκε, η πρόβλεψη για το έλλειμμα του 2009 τοποθετήθηκε αρχικά, στις 22 Οκτωβρίου του 2009, στο 12,5% και μετά στο 12,7% και η εκτίμηση για το 2008 στο 7,7% (Τράπεζα της Ελλάδος 2014). Παρά τη δραστική αναθεώρηση του Προϋπολογισμού για το 2010, που ψηφίστηκε το Δεκέμβριο του 2009, εξακολουθούσε να κυριαρχεί η εντύπωση ότι η κρίση μπορούσε να ξεπεραστεί με ένα σχετικά ήπιο, για το μέγεθος του προβλήματος, πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής.

Έτσι, στα τέλη του 2009 και τις αρχές του 2010 τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας βρίσκονταν σε αντίθεση από την ενδεικνυόμενη κατεύθυνση, με τεράστια υστέρηση των δημόσιων εσόδων και έξαρση των δημόσιων δαπανών, του ελλείμματος και του χρέους, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών παρέμεινε σε ιστορικώς υψηλά επίπεδα, παρότι η οικονομία βρισκόταν πλέον σε ύφεση.

Διάγραμμα 2.5 Εξέλιξη του περιθωρίου βάσης (spread) 2006-2014 (Ελληνικά δεκαετή ομόλογα, μονάδες βάσης) (Πηγή: Bloomberg)



2.6 Η περίοδος 2010-2013

Οι αρνητικές εξελίξεις του 2009 συνεχίστηκαν και εντάθηκαν τους πρώτους μήνες του 2010. Κύριο χαρακτηριστικό της περιόδου ήταν οι κλιμακούμενες πιέσεις στην αγορά ομολόγων και η δραματική αύξηση του κόστους δανεισμού. Για να προληφθεί περαιτέρω επιδείνωση της εμπιστοσύνης, η ελληνική κυβέρνηση προχώρησε σε σημαντική αναθεώρηση των δημοσιονομικών στόχων της. Οι νέοι στόχοι εντάχθηκαν στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Σε σχέση με τον προϋπολογισμό που είχε ήδη ψηφιστεί, επρόκειτο για μια πιο δραστική και περισσότερο εμπροσθοβαρή δημοσιονομική προσαρμογή. Εντούτοις, αν και υπήρξαν θετικές δηλώσεις από τους επικεφαλής οργάνων της ΕΕ, οι αγορές και ο διεθνής τύπος συνέχιζαν να τηρούν σαφώς αρνητική στάση έναντι της Ελλάδος. Στις 28 Ιανουαρίου η διαφορά της απόδοσης του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου από το αντίστοιχο γερμανικό είχε φτάσει τις 369 μονάδες βάσης. Οι αγορές αντιδρούσαν έντονα σε ένα πλήθος αρνητικών δημοσιευμάτων του διεθνούς τύπου (Τράπεζα της Ελλάδος 2014).

Παρά την ανακοίνωση πρόσθετων μέτρων το Φεβρουάριο και το Μάρτιο, που επίσης σχολιάστηκαν θετικά από τους επικεφαλής οργάνων της ΕΕ, το κόστος δανεισμού για την Ελλάδα συνέχισε να αυξάνεται. Στις 11 Φεβρουαρίου του 2010, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων της ζώνης του ευρώ δήλωσαν ότι στηρίζουν τις προσπάθειες της ελληνικής κυβέρνησης και τη δέσμευσή της να πράξει ό,τι χρειαστεί προκειμένου να εξασφαλίσει ότι θα επιτευχθούν οι φιλόδοξοι στόχοι, οι οποίοι είχαν τεθεί με το πρόγραμμα σταθερότητας για το 2010 και τα επόμενα χρόνια, και κάλεσαν την ελληνική κυβέρνηση να προωθήσει αποφασιστικά όλα τα αναγκαία μέτρα, ώστε να μειωθεί το δημοσιονομικό έλλειμμα κατά 4% του ΑΕΠ εντός του 2010. Στη δήλωση τονιζόταν ότι “τα μέλη της ευρωζώνης θα αναλάβουν αποφασιστική και συντονισμένη δράση, εάν χρειαστεί, για να διασφαλίσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στο σύνολο της ευρωζώνης”. Διευκρινιζόταν επίσης ότι “η ελληνική κυβέρνηση δεν έχει ζητήσει οικονομική βοήθεια”³.

Στις 25 Μαρτίου οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων της ζώνης του ευρώ, αφού επαναβεβαίωσαν τη δήλωση της 11^{ης} Φεβρουαρίου, κατέληξαν στη συμφωνία ότι “τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ είναι έτοιμα να συνεισφέρουν με συντονισμένα διμερή δάνεια σε ένα μηχανισμό χρηματοδότησης, η οποία θα περιλαμβάνει σημαντικού μεγέθους χρηματοδότηση από το ΔΝΤ, ενώ ο κύριος όγκος της θα προέρχεται από τα ίδια τα κράτη-μέλη”. Επίσης, συμφώνησαν στην ανάγκη να ενισχυθεί και να συμπληρωθεί το πλαίσιο για την εξασφάλιση βιώσιμων δημόσιων οικονομικών στην ευρωζώνη και την ενίσχυση της ικανότητάς της να ενεργεί σε περιόδους κρίσης.

Τον Απρίλιο του 2010 η διαφορά αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων έφθασε τις 430 μονάδες βάσης. Η συνεχιζόμενη άνοδος του κόστους δανεισμού κατέστησε απαγορευτική τη νέα έκδοση ομολόγων, ενώ η αυξημένη αβεβαιότητα για τις δημοσιονομικές και μακροοικονομικές εξελίξεις οδήγησε σε αλληπάλληλες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της

³ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε:

http://www.consilium.europa.eu/en/documents-publications/publications/2011/pdf/qc3010507enc_pdf/

Ελλάδας. Μόνο τον Απρίλιο οι τρεις οίκοι αξιολόγησης προχώρησαν σε σημαντικές υποβαθμίσεις. Έτσι, στις 23 Απριλίου 2010 η ελληνική κυβέρνηση απηύθυνε στις χώρες της ζώνης του ευρώ και στο ΔΝΤ αίτημα χρηματοδοτικής συνδρομής. Ο μηχανισμός στήριξης της ελληνικής οικονομίας από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ και το ΔΝΤ, ενεργοποιήθηκε στις αρχές Μαΐου του 2010, βάσει της απόφασης-πλασίου που είχε ληφθεί στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 25 Μαρτίου και μετά την κατάρτιση προγράμματος οικονομικής πολιτικής από τις Ελληνικές Αρχές, το οποίο έγινε αποδεκτό από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, σε συνεργασία με την ΕΚΤ, και από το ΔΝΤ ως προϋπόθεση της χρηματοδοτικής στήριξης⁴.

Ταυτόχρονα στις 8-9 Μαΐου του 2010, η Σύνοδος Κορυφής της ευρωζώνης και οι υπουργοί οικονομικών αποφάσισαν τη θέσπιση ενός προσωρινού Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (EFSF). Ο Μηχανισμός προικοδοτήθηκε με εγγυήσεις ύψους 440 δις ευρώ, όπως αποφασίστηκε στις 17 Ιουνίου, προκειμένου να αποτραπούν ανάλογες κρίσεις χρέους και εμπιστοσύνης στο μέλλον και να προστατευθεί η σταθερότητα της ζώνης του ευρώ.

Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ το 2010 παρέμεινε διευκολυντική, ενώ το Ευρωσύστημα εξακολουθούσε να χρησιμοποιεί μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, με σκοπό τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και την ενίσχυση της ροής πιστώσεων από τις τράπεζες προς την πραγματική οικονομία. Η ΕΚΤ ενεργοποίησε ένα πρόσθετο μη συμβατικό μέτρο, το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων, και παρενέβη στη δευτερογενή αγορά, αγοράζοντας κρατικά ομόλογα ορισμένων χωρών, προκειμένου να αντιμετωπίσει τις δυσλειτουργίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι οποίες έθεταν σε κίνδυνο την ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία.

⁴ Τα επίσημα έγγραφα της περιόδου 2010-2017 μεταξύ Ελλάδας και Ευρωπαϊκής Επιτροπής είναι διαθέσιμα στην παρακάτω διεύθυνση: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm. Τα επίσημα έγγραφα της περιόδου 2010-2017 μεταξύ Ελλάδας και Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου είναι διαθέσιμα στην παρακάτω διεύθυνση: <https://www.imf.org/external/country/GRC/>

Οι ενέργειες αυτές σε συνδυασμό με τα θετικότερα του αναμενόμενου αποτελέσματα της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των τραπεζών τον Ιούλιο του 2010 και την καλή πορεία υλοποίησης των προγραμμάτων προσαρμογής τους πρώτους μήνες εφαρμογής τους, είχαν ως αποτέλεσμα τη μερική αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, αλλά μόνο βραχυπρόθεσμα. Συγκεκριμένα για το ελληνικό πρόγραμμα, τους πρώτους μήνες εφαρμογής του, οι εξελίξεις ήταν ενθαρρυντικές. Σύμφωνα με την πρώτη αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το ΔΝΤ, η οποία δημοσιεύθηκε τον Αύγουστο του 2010, η εφαρμογή του προγράμματος είχε εντυπωσιακό ξεκίνημα: αφενός είχαν επιτευχθεί όλοι οι δημοσιονομικοί στόχοι-πλην ενός-που είχαν τεθεί για το τέλος Ιουνίου και αφετέρου η υλοποίηση ορισμένων μεταρρυθμίσεων προηγούνταν χρονικά των προθεσμιών που είχαν τεθεί στο πρόγραμμα.

Εντούτοις, οι αγορές συνέχισαν να αντιμετωπίζουν τον προσωρινό μηχανισμό στήριξης με σκεπτικισμό, κρίνοντας το ύψος των κεφαλαίων του ανεπαρκές για την αντιμετώπιση μιας διευρυμένης κρίσης χρέους στην Ευρώπη. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των σχετικά αδύναμων χωρών έναντι των αντίστοιχων γερμανικών τίτλων διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα, ενώ νέα διεθνή δημοσιεύματα έκαναν λόγο για αυξημένη πιθανότητα διάσπασης της ζώνης του ευρώ, αμφισβητώντας την αποτελεσματικότητα των μηχανισμών διάσωσης και δοκιμάζοντας την αποφασιστικότητα των Ευρωπαίων ηγετών να επιλύσουν συλλογικά την κρίση χρέους στην Ευρώπη. Έτσι μερικούς μήνες αργότερα, τον Οκτώβριο του 2010, οι Ευρωπαίοι ηγέτες αποφάσισαν να εκτονώσουν τις πιέσεις με τη δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού αντιμετώπισης των κρίσεων, του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, επιβεβαιώνοντας τη βούλησή τους να προβούν σε όλες τις απαραίτητες ενέργειες προκειμένου να διασφαλιστεί η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα και της ζώνης του ευρώ γενικότερα.

Καθώς η Ελλάδα επανήλθε ως κύριο θέμα συζήτησης στη Σύνοδο των G7, τον Οκτώβριο του 2010, τέθηκε για πρώτη φορά, στη συνάντηση της καγκελαρίου της Γερμανίας και του προέδρου της Γαλλίας στη Ντοβίλ, το θέμα της αναδιάρθρωσης χρεών σε χώρες της ζώνης του ευρώ, με αποτέλεσμα να

εκτιναχθούν εκ νέου τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων των χωρών της περιφέρειας, κατ' εξοχήν των ελληνικών. Προτάσεις για έκδοση ευρωομολόγων απορρίφθηκαν με την αιτιολογία ότι η «αμοιβαιοποίηση» του χρέους θα αποδυνάμωνε τη δημοσιονομική και μεταρρυθμιστική προσπάθεια των χωρών με ελλείμματα, ενώ ταυτόχρονα θα δημιουργούσε προβλήματα ηθικού κινδύνου για τις υπόλοιπες.

Παρά την αρχική θετική εικόνα σχετικά με την υλοποίηση του ελληνικού προγράμματος, με τη δεύτερη αξιολόγηση, η οποία έγινε με βάση τα στοιχεία του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου και δημοσιεύθηκε στις 6 Δεκεμβρίου 2010, επιβεβαιώθηκαν πλήρως οι χρόνιες αδυναμίες του δημόσιου τομέα. Παράλληλα, επισημαινόταν ότι έπρεπε να αντιμετωπιστούν τα διαρθρωτικά ζητήματα προκειμένου να είναι βιώσιμη η προσαρμογή. Σε μακροοικονομικό επίπεδο σημειωνόταν ότι η ύφεση ήταν βαθύτερη του αναμενομένου, ενώ ο πληθωρισμός τον Οκτώβριο είχε περιοριστεί ελάχιστα (5,2%) σε σχέση με τον Ιούλιο (5,5%). Τέλος, η ανεργία έφτασε το 12,2% τον Αύγουστο (Τράπεζα της Ελλάδος 2014). Αντίθετα με την πρώτη αξιολόγηση, αναγνωριζόταν ότι η ρευστότητα της οικονομίας και του τραπεζικού συστήματος ήταν πολύ περιορισμένη, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αυξάνονταν και η κερδοφορία του τραπεζικού συστήματος παρέμενε υποτονική.

Η συνολική εκτίμηση την περίοδο εκείνη ήταν ότι ναι μεν η εφαρμογή του προγράμματος παρέμενε, σε γενικές γραμμές, εντός των στόχων, αλλά το πρόγραμμα είχε φτάσει σε ένα κρίσιμο σταυροδρόμι. Στο σημείο εκείνο, η ανάκαμψη της οικονομίας εξαρτώνταν σε μεγάλο βαθμό από τη δυναμική προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, κυρίως την απελευθέρωση των κλειστών επαγγελματιών και του λιανικού εμπορίου και την ενίσχυση του τουρισμού. Αυτό απαιτούσε σύγκρουση με κατεστημένα συμφέροντα και θα έθετε σε δοκιμασία την αποφασιστικότητα της κυβέρνησης να υλοποιήσει τις εν λόγω μεταρρυθμίσεις.

Τα σχόλια αυτά αντανάκλουν τις ανησυχίες που προκαλούσαν η χαλάρωση ως προς την υλοποίηση του προγράμματος και οι αρρυθμίες που ήταν ήδη εμφανείς από το φθινόπωρο του 2010. Ιδίως σε ό,τι αφορούσε τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, όπως το άνοιγμα των κλειστών επαγγελματιών,

την απελευθέρωση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών κ.λπ., υπήρξαν από την πρώτη στιγμή δισταγμοί, αμφιβολίες, υπαναχωρήσεις και καθυστερήσεις.

Το 2011 οξύνθηκε η κρίση δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ. Η Πορτογαλία κατέστη η τρίτη κατά σειρά χώρα που ζήτησε χρηματοοικονομική βοήθεια, τον Απρίλιο του 2011. Το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της υιοθετήθηκε από το Eurogroup στις 17 Μαΐου 2011. Παράλληλα, το δεύτερο εξάμηνο του έτους ενισχύθηκε ο φόβος για πιθανή έξοδο της Ελλάδας από το ευρώ, επιδεινώνοντας το κλίμα εμπιστοσύνης τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό.

Το πρώτο εξάμηνο του 2011 η κατάσταση παρέμεινε ελεγχόμενη. Τον Ιανουάριο άρχισε να εφαρμόζεται το νέο πλαίσιο οικονομικού και δημοσιονομικού συντονισμού, το Ευρωπαϊκό εξάμηνο, και τέθηκε σε λειτουργία το νέο σύστημα χρηματοπιστωτικής εποπτείας. Παράλληλα, το Μάρτιο του 2011 βελτιώθηκε περαιτέρω ο προσωρινός μηχανισμός χρηματοπιστωτικής σταθεροποίησης, καθώς δόθηκε στο Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας η δυνατότητα να παρεμβαίνει κατ' εξαίρεση στην πρωτογενή αγορά κρατικών ομολόγων, και συμφωνήθηκαν οι όροι του μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, με πραγματική δανειοδοτική ικανότητα έως 500 δισεκ. ευρώ και ονομαστικό κεφάλαιο 700 δισεκ. ευρώ. Επίσης, αποφασίστηκε η αλλαγή των όρων των διμερών δανείων προς την Ελλάδα, με επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής τους σε 7,5 έτη και μείωση του επιτοκίου χρηματοδότησης κατά 100 μονάδες βάσης, απόφαση που προσέφερε κάποια ανακούφιση όσον αφορούσε την εξυπηρέτηση του χρέους.

Όσον αφορά συγκεκριμένα το Μνημόνιο οικονομικών και χρηματοπιστωτικών πολιτικών της Ελλάδας, μετά από μια σύντομη αρχική περίοδο κατά την οποία το πρόγραμμα εφαρμόστηκε με σχετική συνέπεια και είχε ορατά αποτελέσματα, άρχισαν να διαφαίνονται σημεία κόπωσης και χαλάρωσης. Η δημοσιονομική προσαρμογή επιβραδύνθηκε σημαντικά, ενώ οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις καθυστέρησαν σε σχεδόν όλους τους τομείς.

Ήδη από τον Φεβρουάριο του 2011, η έκθεση αξιολόγησης της ΕΕ, της ΕΚΤ και του ΔΝΤ διαπίστωνε υστέρηση εσόδων και υπέρβαση δαπανών σε φορείς

εκτός της κεντρικής κυβέρνησης, ενώ επισήμαινε την ανάγκη πρόσθετης περικοπής δαπανών της κεντρικής κυβέρνησης, προκειμένου να επιτευχθούν τα «κριτήρια επίδοσης». Στην κοινή δήλωση της Τρόικας μετά την ολοκλήρωση της τρίτης αξιολόγησης, στις 11 Φεβρουαρίου του 2011, τονιζόταν ότι πρέπει να σχεδιαστούν και να εφαρμοστούν μείζονες μεταρρυθμίσεις, ώστε να δημιουργηθεί η αναγκαία κρίσιμη μάζα για την εξασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας και της οικονομικής ανάκαμψης.

Ωστόσο, και η δημοσιονομική προσαρμογή παρέμενε προβληματική, με μεγάλες υστερήσεις ως προς τα έσοδα και υπερβάσεις ως προς τις δαπάνες. Στα μέσα του έτους ήταν πλέον προφανές ότι το Πρόγραμμα έβαινε προς εκτροχιασμό, αν δεν γίνονταν πρόσθετες παρεμβάσεις. Στην κοινή δήλωση της Τρόικας, στις 3 Ιουνίου του 2011, αναφερόταν ότι η αποστολή κατέληξε σε συμφωνία με τις Ελληνικές Αρχές για μια δέσμη παρεμβάσεων ως προς την οικονομική και τη χρηματοπιστωτική πολιτική που απαιτούνταν προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι του προγράμματος. Οι παρεμβάσεις αυτές εντάχθηκαν στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ), με βασικούς στόχους: την επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων, την επιτάχυνση των αποκρατικοποιήσεων και την αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας, ώστε να ελεγχθεί η δυναμική του χρέους. Τα μέτρα κάλυπταν την περίοδο 2011-2015 και ψηφίστηκαν από τη Βουλή τον Ιούνιο μαζί με τον πρώτο εφαρμοστικό νόμο. Αξίζει να σημειωθεί ότι το ΜΠΔΣ ψηφίστηκε στο σύνολό του από την κυβερνητική πλειοψηφία, αλλά παράλληλα η αξιωματική αντιπολίτευση ψήφισε τα 22 από τα 55 άρθρα του. Ωστόσο, η ψήφιση του ΜΠΔΣ, παρά τη μεγάλη δέσμη δημοσιονομικών μέτρων που περιλάμβανε, απέτυχε να πείσει τις αγορές, οι οποίες, εκτιμώντας ότι επίκειται αναδιάρθρωση του χρέους, αντέδρασαν αρνητικά: οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και γερμανικών τίτλων σημείωσαν νέα ρεκόρ και οι τρεις οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα του Δημοσίου σχεδόν στο επίπεδο της χρεοκοπίας.

Οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές συνθήκες χειροτέρευσαν το δεύτερο εξάμηνο του 2011, κυρίως στις πιο εκτεθειμένες και ευάλωτες οικονομίες όπως η Ελλάδα. Η διεθνής κοινότητα, ιδίως οι ΗΠΑ, εκδήλωσαν την έντονη

ανησυχία τους ότι μια χρεοκοπία της Ελλάδας θα οδηγούσε σε αλυσιδωτές αντιδράσεις στη ζώνη του ευρώ, επηρεάζοντας αρνητικά την παγκόσμια οικονομία. Πύκνωναν από παντού οι εκκλήσεις προς τους ηγέτες της ευρωζώνης να δράσουν αποφασιστικά και συντονισμένα, έτσι ώστε να μην μεταφερθούν τα προβλήματα από τις χώρες της περιφέρειας στον πυρήνα της ζώνης του ευρώ. Η πρόκληση για τους Ευρωπαίους ηγέτες ήταν διπλή. Από τη μια πλευρά ήταν απαραίτητο να προβούν σε άμεσες και επείγουσες ενέργειες για να προστατευθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα της ζώνης του ευρώ και να αποφευχθούν τυχόν χρεοκοπίες κρατών-μελών. Από την άλλη πλευρά, έπρεπε να αποκατασταθεί η αξιοπιστία του ευρώ.

Ήδη, όπως προαναφέρθηκε, από τα μέσα του 2011, και παρά την ψήφιση του ΜΠΔΣ, οι οικονομικές εξελίξεις επιδεινώθηκαν σημαντικά. Ήταν ήδη φανερό από τα στοιχεία του επταμήνου ότι η δημοσιονομική στρατηγική αντιστρεφόταν, με αύξηση τόσο του συνολικού ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού όσο και του πρωτογενούς ελλείμματος. Σημαντική αύξηση κατέγραφε εξάλλου και το δημόσιο χρέος, το οποίο από το Μάρτιο είχε ήδη υπερβεί το 150% του ΑΕΠ.

Μέσα σε αυτό το κλίμα, οι Ευρωπαίοι ηγέτες έκριναν αναγκαίο να λάβουν ακόμη πιο τολμηρές και ουσιαστικές αποφάσεις, προκειμένου να αποτραπεί το ενδεχόμενο συστημικής κατάρρευσης. Έτσι, τον Ιούλιο του 2011, υπό την έντονη πίεση των αγορών, ξεκίνησε συζήτηση για το δεύτερο πακέτο στήριξης προς την Ελλάδα, ενώ κορυφώθηκε η αντιπαράθεση για τον τρόπο αντιμετώπισης της δημοσιονομικής κρίσης στη χώρα, ιδίως όσον αφορά τη “συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα” (Private Sector Involvement, PSI) σε πιθανή περικοπή του ελληνικού δημόσιου χρέους. Η Γερμανία επέμεινε στην περικοπή με συμμετοχή ιδιωτών, βρίσκοντας αντίθετη τη Γαλλία, η οποία εκτιμούσε ότι η περικοπή θα συνέβαλε στη μετάδοση του ελληνικού προβλήματος σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Το ενδεχόμενο περικοπής του ελληνικού χρέους έβρισκε αρνητική και την ΕΚΤ, λόγω πιθανών σημαντικών επιπτώσεων στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της ζώνης του ευρώ. Η ΕΚΤ είχε επανειλημμένα διατυπώσει την αντίθεσή της σε μορφές περικοπής του χρέους που δεν θα ήταν καθαρά εθελοντικές και θα περιείχαν

στοιχεία καταναγκασμού, ενώ επιθυμούσε την αποτροπή “πιστωτικών γεγονότων”, “χρεοκοπίας” ή “επιλεκτικής χρεοκοπίας”.

Τελικά, επιτεύχθηκε συμφωνία για την παροχή νέας, δεύτερης δέσμης βοήθειας στην Ελλάδα, ύψους 109 δισεκ. ευρώ, καθώς και την εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στη μείωση του χρέους. Μολονότι διευκρινίστηκε ότι η Ελλάδα αποτελούσε ειδική / μοναδική περίπτωση, οι αγορές και οι επενδυτές θεωρούσαν ότι η νέα συμφωνία δημιουργούσε προηγούμενο για τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στην περικοπή του δημόσιου χρέους και άλλων χωρών που αντιμετώπιζαν προβλήματα. Παράλληλα, η σημαντική άνοδος του χρέους, το υψηλό πρωτογενές έλλειμμα και η βαθύτερη ύφεση αντιστάθμισαν σε μεγάλο βαθμό τις θετικές επιδράσεις στη δυναμική του χρέους από τις αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής της 21^{ης} Ιουλίου 2011. Τα αποτελέσματα της ετήσιας πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των τραπεζών, που διεξήχθη τον Ιούλιο του 2011, επιβεβαίωσαν την αίσθηση ότι ο τραπεζικός τομέας της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξακολουθούσε να αντιμετωπίζει σημαντικά προβλήματα. Τον Αύγουστο και το φθινόπωρο του 2011, τα επιτόκια των κρατικών χρεογράφων μερικών από τις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν δραματικά.

Στις 11 Οκτωβρίου του 2011, η Τρόικα δήλωσε ότι κατέληξε σε συμφωνία, σε επίπεδο κλιμακίου εκπροσώπων, με τις Ελληνικές Αρχές επί της πολιτικής που απαιτούνταν “προκειμένου το πρόγραμμα προσαρμογής της κυβέρνησης να επανέλθει στη σωστή πορεία υλοποίησης”. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση έγινε αντιληπτό ότι χρειαζόταν μια γενικότερη ρύθμιση για την ευρωζώνη. Έτσι, στη Σύνοδο Κορυφής της 26^{ης} Οκτωβρίου 2011 λήφθηκαν αποφάσεις τόσο για περαιτέρω βοήθεια προς την Ελλάδα όσο και για μια γενικότερη ρύθμιση για τη στήριξη του ευρώ. Το νέο πρόγραμμα βοήθειας για την Ελλάδα προέβλεπε νέα δέσμη στήριξης, ύψους 130 δισεκ. ευρώ, καθώς και την εθελοντική ανταλλαγή ελληνικών ομολόγων που διακρατούσε ο ιδιωτικός τομέας με νέα ομόλογα, με παράλληλη περικοπή της ονομαστικής τους αξίας κατά 50% περίπου. Σύμφωνα με τις τότε εκτιμήσεις, αυτό θα οδηγούσε σε μείωση του ελληνικού χρέους κατά 100 δισεκ. ευρώ περίπου, περιορίζοντάς το στο 120% του ΑΕΠ το 2020.

Παράλληλα με τις εξελίξεις στην ΕΕ, στην Ελλάδα κατέστη αναγκαία η λήψη νέων μέτρων, πέραν εκείνων του Ιουνίου του 2011, προκειμένου να περιοριστούν κατά το δυνατόν οι αποκλίσεις από τους στόχους του ΜΠΔΣ. Έτσι τον Οκτώβριο του 2011 επιβλήθηκε έκτακτο ειδικό τέλος στα ηλεκτροδοτούμενα ακίνητα. Τελικά παρά τα μέτρα, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2011 μειώθηκε μόνο κατά 1,3 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και περιορίστηκε σε 9,4%, δηλαδή σε επίπεδο που υπερέβαινε κατά πολύ το στόχο του 7,4% του ΑΕΠ. Το πρωτογενές έλλειμμα μειώθηκε περισσότερο, κατά 2,6 εκατοστιαίες μονάδες, και περιορίστηκε σε 2,3% του ΑΕΠ (Τράπεζα της Ελλάδος 2014).

Η σημαντικότερη ίσως από τις εξελίξεις του 2011 ήταν η μεγάλη ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας, πολύ μεγαλύτερη από τις αρχικές προβλέψεις, και η έκρηξη της ανεργίας. Η μεγάλη ύφεση οφειλόταν κυρίως στη συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης. Φαίνεται ωστόσο ότι σημαντικό ρόλο στη μεγάλη υποχώρηση είχε και η αβεβαιότητα όσον αφορούσε την έκβαση του εγχειρήματος της σταθεροποίησης. Η αβεβαιότητα αυτή προήλθε σε σημαντικό βαθμό από τον τρόπο που επιδιώχθηκε η σταθεροποίηση, τουλάχιστον το δεύτερο χρόνο εφαρμογής του αρχικού προγράμματος. Αντί για συνέχιση της εμπροσθοβαρούς πολιτικής που είχε αποφασιστεί, επιλέχθηκε μια διστακτική προσέγγιση, με την ελπίδα ότι μέρος του κόστους της προσαρμογής θα μπορούσε τελικά να αποφευχθεί ή, στη χειρότερη περίπτωση, να καταβληθεί αργότερα. Οι αναβολές και οι καθυστερήσεις οδηγούσαν κάθε φορά σε αναθεωρήσεις των συμφωνιών με τους εταίρους και σε νέα μέτρα, με αποτέλεσμα αφενός το κόστος της προσαρμογής να είναι τελικά μεγαλύτερο από ότι εάν τα μέτρα είχαν ληφθεί εγκαίρως και αφετέρου ο χρόνος εμφάνισης των αναμενόμενων θετικών αποτελεσμάτων να μετατίθεται περισσότερο στο μέλλον. Εμπεδώθηκε έτσι η αντίληψη ότι το πρόγραμμα προσαρμογής απέτυχε και ότι αυτό που συνέβαινε ήταν η λήψη μιας σειράς επώδυνων μέτρων, χωρίς ορατό αποτέλεσμα. Το γεγονός αυτό είχε βαρύτερες επιπτώσεις:

- Ισχυροποίησε τις προσδοκίες ότι το μέλλον προδιαγράφεται συνεχώς δυσμενέστερο, με αποτέλεσμα να αναβάλλονται συστηματικά οι καταναλωτικές και κυρίως οι επενδυτικές αποφάσεις. Αυτό είχε σαν

αποτέλεσμα μεγαλύτερη ύφεση από ότι θα δικαιολογούσε η περιοριστική πολιτική, γεγονός που υπονόμει τη δημοσιονομική προσαρμογή και επέτεινε το φαύλο κύκλο.

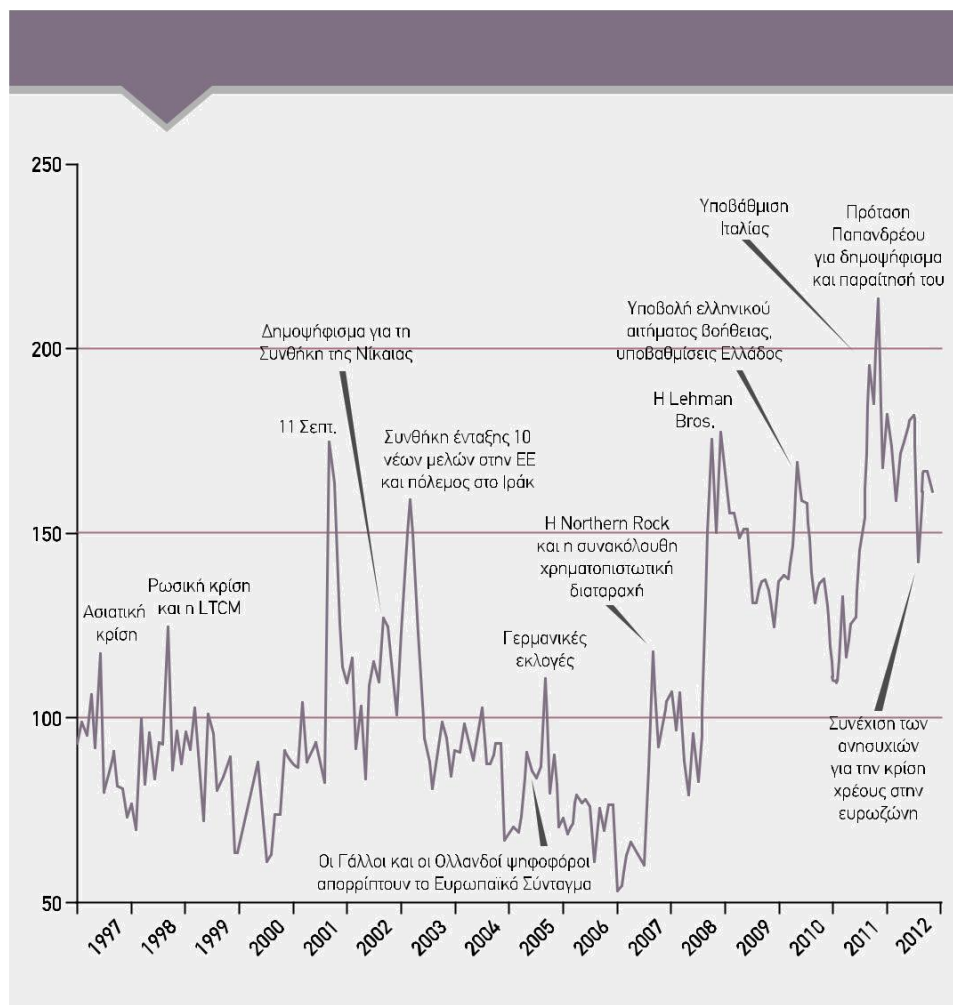
- Υπονόμευσε την αξιοπιστία της συμφωνίας στήριξης, η οποία αντιμετώπιστηκε αρνητικά και θεωρήθηκε από ένα μεγάλο μέρος της κοινής γνώμης ως κύρια αιτία όλων των δεινών. Συσκοτίστηκαν έτσι οι πραγματικοί λόγοι που οδήγησαν στην κρίση.
- Ενέτεινε την κοινωνική αναταραχή για μακρό διάστημα, όπου ο δημόσιος διάλογος ανακυκλωνόταν συνεχώς γύρω από το κόστος των συζητούμενων μέτρων, η εφαρμογή των οποίων αναβαλλόταν διαρκώς.
- Κλόνισε την κυβερνητική συνοχή και υπονόμεισε την πολιτική σταθερότητα

Όλα τα παραπάνω διέυρναν το κενό αξιοπιστίας, με αποτέλεσμα στις διαπραγματεύσεις με τους εταίρους να απαιτούνται διαρκώς ισχυρότερες διαβεβαιώσεις ότι η Ελλάδα θα εφαρμόζει όσα συμφωνεί. Η απώλεια εμπιστοσύνης προήλθε από την εκτίμηση ότι η πολιτική βούληση για την εφαρμογή του προγράμματος υποχωρούσε, καθώς δεν επιτυγχανόταν η αναγκαία ελάχιστη βάση συναίνεσης των πολιτικών δυνάμεων για την πραγματοποίηση των αλλαγών τις οποίες η Ελλάδα είχε δεσμευτεί να υλοποιήσει. Αυτή η εκτίμηση οδηγούσε σε αμφισβήτηση της ικανότητας της χώρας να εξασφαλίσει τη συνέχεια της εφαρμογής του προγράμματος και τροφοδοτούσε κάθε είδους εικασίες και προβλέψεις για τα πιθανά ενδεχόμενα.

Η αβεβαιότητα αυξήθηκε μετά το Σεπτέμβριο του 2011 και η συζήτηση για έξοδο της χώρας από την Ευρωζώνη εντάθηκε, γεγονός που είχε παραλυτικές συνέπειες για την οικονομία και προκάλούσε εκροή καταθέσεων και περαιτέρω αστάθεια του πολιτικού συστήματος. Στις 31 Οκτωβρίου, ο τότε πρωθυπουργός Γεώργιος Παπανδρέου ανήγγειλε την πρόθεσή του να προχωρήσει σε δημοψήφισμα για τη νέα δανειακή σύμβαση. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε κορύφωση της πολιτικής αναταραχής και τελικά σε παραίτηση της κυβέρνησης. Την περίοδο εκείνη το διεθνές κλίμα για την Ελλάδα είχε φθάσει

στο ναδίρ και η πρόβλεψη για έξοδο από το ευρώ και χρεοκοπία κυριαρχούσε στα μέσα ενημέρωσης και στις αναλύσεις ειδικών. Οι εξελίξεις στην Ελλάδα επηρέαζαν πλέον σε πολύ σημαντικό βαθμό το διεθνές κλίμα, ιδίως στην Ευρώπη. Μετρήσεις της αβεβαιότητας ως προς την οικονομική πολιτική στην Ευρώπη αποτύπωσαν, δύο φορές στην περίοδο 2008-2012, κορύφωσή της, που αποδιδόταν στις εξελίξεις στην Ελλάδα. Η πρώτη, το 2010, συνέπιπτε με την ένταξη στον μηχανισμό στήριξης. Η δεύτερη, στα τέλη του 2011, συνέπιπτε με την εξαγγελία διεξαγωγής δημοψηφίσματος. Αξίζει να σημειωθεί ότι, στη δεύτερη περίπτωση, ο σχετικός δείκτης αβεβαιότητας για την ευρωπαϊκή πολιτική κατέγραψε την υψηλότερη τιμή του καθ' όλη την περίοδο της παγκόσμιας κρίσης.

Διάγραμμα 2.6 Δείκτης αβεβαιότητας για την Ευρωπαϊκή πολιτική, Ιανουάριος 1997-Νοέμβριος 2012 [Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2014)]



Σημείωση: Ο δείκτης περιλαμβάνει μέτρηση των δημοσιευμένων άρθρων (στάθμιση 0,5) και δύο ακόμη συνιστώσες, συγκεκριμένα τις διαφωνίες των φορέων προβλέψεων για τους ρυθμούς του πληθωρισμού επιμέρους χωρών και το αποτέλεσμα του προϋπολογισμού των ΗΠΑ (στάθμιση 0,25 για καθεμία). Η μέτρηση των δημοσιεύσεων αντανακλά το μηνιαίο αριθμό δημοσιευμένων άρθρων που περιέχουν λέξεις συναφείς με την αβεβαιότητα και την οικονομία, καθώς και όρους συναφείς με την πολιτική, π.χ. "πολιτική", "φόρος", "δαπάνη", "ρύθμιση", "κεντρική τράπεζα", "έλλειμμα". Τα αποτελέσματα ιεραρχούνται ανάλογα με τον αριθμό των άρθρων που περιέχουν τη λέξη «σήμερα», όπου 1997-2010 = 100. Ο δείκτης καλύπτει την περίοδο Ιαν. 1997 – Νοεμ. 2012. Οι εφημερίδες που λαμβάνονται υπόψη είναι οι *El Pais, El Mundo, Corriere della Sera, La Repubblica, Le Monde, Le Figaro, Financial Times, The Times, Handelsblatt, FAZ*. Οι αναζητήσεις εκτελούνται στη γλώσσα της χώρας στην οποία εκδίδεται κάθε εφημερίδα. Ο δείκτης έλαβε την ανώτατη τιμή της επισκοπούμενης περιόδου το Νοέμβριο του 2011 [217,3].

Πηγή: Baker, S. R., N. Bloom and S. J. Davis, "Measuring Economic Policy Uncertainty", Chicago Booth Research Paper No. 1302, 29 Απριλίου 2013, βλ. http://www.stanford.edu/group/SITE/SITE_2013/2013_segment_2_papers/baker.pdf

Στις 11 Νοεμβρίου σχηματίστηκε νέα κυβέρνηση συνεργασίας υπό τον Λουκά Παπαδήμο, με συμμετοχή της ΝΔ, του ΠΑΣΟΚ και του ΛΑΟΣ και την εντολή να εξασφαλίσει τις προϋποθέσεις για την εφαρμογή των αποφάσεων της 26^{ης} Οκτωβρίου και να προχωρήσει σε εκλογές. Η συνεργασία των πολιτικών δυνάμεων τόσο στην ψήφιση της νέας δανειακής σύμβασης όσο και στο σχηματισμό της κυβέρνησης Παπαδήμου αποτέλεσε ένα πρώτο ενθαρρυντικό στοιχείο, που άρχισε να επηρεάζει θετικά το κλίμα. Όμως, στο τέλος του 2011 η αβεβαιότητα παρέμενε μεγάλη και η αμφισβήτηση της ευρωπαϊκής πορείας της χώρας ήταν ισχυρότερη από κάθε προηγούμενη περίοδο.

Το πρώτο δίμηνο του 2012 ολοκληρώθηκαν οι διαπραγματεύσεις για την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους με την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI).⁵ Με την συγκεκριμένη συμφωνία η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα ήταν μεγαλύτερη από ό,τι είχε προβλεφθεί αρχικά.

Υπολογίζεται ότι το ύψος των παλαιών δανείων προς τους ιδιώτες επενδυτές μειώθηκε το Φεβρουάριο κατά 106 δισεκ. ευρώ περίπου. Επίσης, με την επαναγορά χρέους, το Δεκέμβριο του 2012, το χρέος μειώθηκε περαιτέρω κατά 31,9 δισεκ. ευρώ, δηλαδή συνολικά κατά 137,9 δισεκ. ευρώ. Όμως το καθαρό όφελος από την αναδιάρθρωση του χρέους μετριάστηκε σημαντικά, κυρίως λόγω:

- της ανάγκης για ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών με έκδοση νέου χρέους (ύψους 41 δισεκ. ευρώ εντός του 2012)
- του δανεισμού ύψους 11,3 δισεκ. ευρώ για την επαναγορά χρέους (το Δεκέμβριο)
- του γεγονότος ότι η μείωση της αξίας των ομολόγων που διακρατούσαν τα ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία ή άλλοι φορείς (ύψους 16,2 δισεκ.

⁵ Για περισσότερες πληροφορίες κα την σχετική ανακοίνωση του Eurogroup της 12^{ης} Φεβρουαρίου 2012:

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/128075.pdf

<https://www.esm.europa.eu/content/what-was-private-sector-involvement-psi-greece>

http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/financial_operations/pdf/psi_en.pdf

ευρώ) δεν οδήγησε σε μείωση του χρέους, επειδή επρόκειτο για ενδοκυβερνητικό χρέος

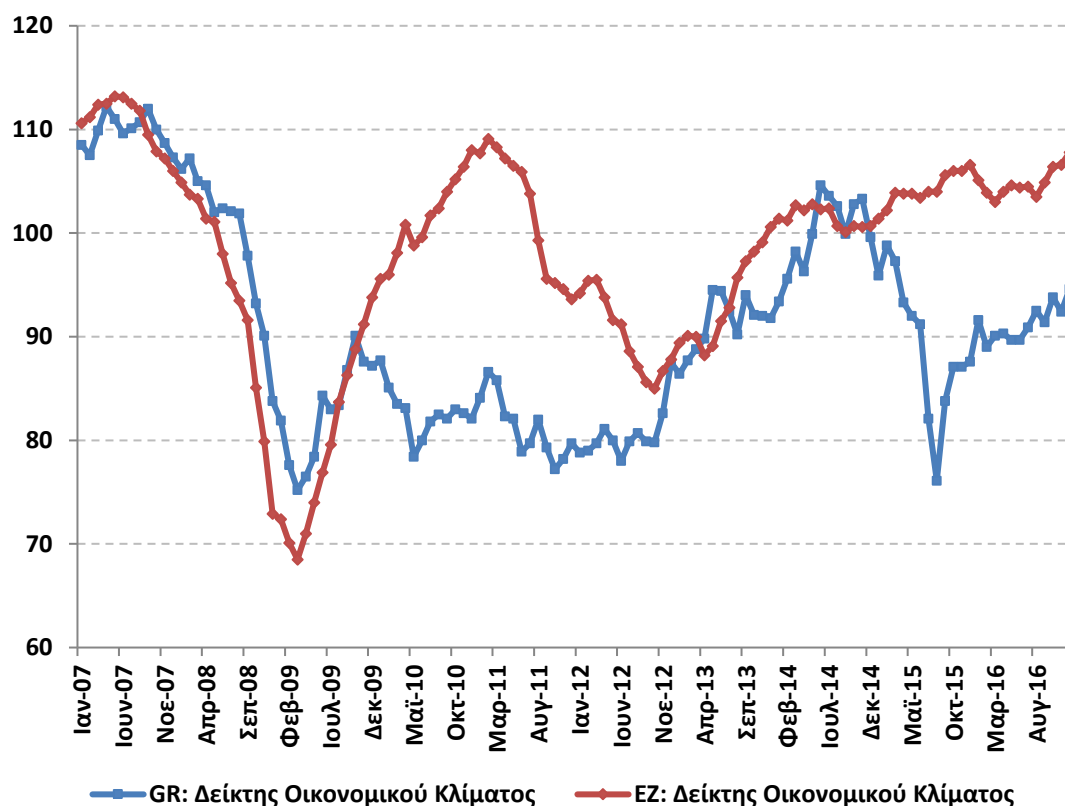
- του δανεισμού 4,5 δισεκ. ευρώ για την παροχή ομολόγων του EFSF στα ασφαλιστικά ταμεία ως αντισταθμιστικού οφέλους έναντι της μείωσης των απαιτήσεων που υπέστησαν
- της ανάγκης για δανεισμό 11,9 δισεκ. ευρώ για την κάλυψη του ελλείμματος του 2012
- λοιπών υποχρεώσεων του Δημοσίου συνολικού ύψους 1,9 δισεκ. ευρώ

Το καθαρό τελικό αποτέλεσμα όλων των συναλλαγών ήταν η μείωση του χρέους εντός του 2012 μόνο κατά 51,2 δισεκ. ευρώ (Zettelmeyer, Trebesch & Gulati (2013), Hardouvelis & Gkionis (2016)). Προϋπόθεση για την ολοκλήρωση της αναδιάρθρωσης του χρέους ήταν μια νέα συμφωνία για τις αναγκαίες παρεμβάσεις στην οικονομία. Οι νέες ρυθμίσεις αποτυπώθηκαν στο “Μνημόνιο Οικονομικών και Χρηματοπιστωτικών Πολιτικών” και στο “Μνημόνιο Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής”, τα οποία υιοθετήθηκαν από τη Βουλή στις 12 Φεβρουαρίου 2012.

Η νέα συμφωνία – το 2^ο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής – συνοδευόταν από νέο χρηματοδοτικό πακέτο στήριξης, ύψους 130 δισεκ. ευρώ. Η αναδιάρθρωση του χρέους και η νέα συμφωνία χρηματοδοτικής στήριξης ανέκοπταν την τροχιά κατάρρευσης στην οποία βρισκόταν η ελληνική οικονομία στα τέλη του 2011. Προϋπόθεση όμως για να ολοκληρωθούν αυτά τα πρώτα θετικά βήματα ήταν να προχωρήσει χωρίς καθυστέρηση η εφαρμογή όσων είχαν συμφωνηθεί.

Αυτό όμως δεν συνέβη στην πράξη. Οι εκλογές που εξαγγέλθηκαν στις 11 Απριλίου για τις 6 Μαΐου και επαναλήφθηκαν στις 17 Ιουνίου δημιούργησαν νέες μεγάλες καθυστερήσεις και επέτειναν εκ νέου την αβεβαιότητα στο εσωτερικό και το εξωτερικό. Στην Ελλάδα, ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος κατέγραψε τον Ιούνιο μια από τις χαμηλότερες τιμές της προηγούμενης τριετίας, καθώς διαμορφώθηκε στις 77,3 μονάδες σε σύγκριση με 78,5 μονάδες κατά μέσο όρο το πρώτο τρίμηνο του 2012 και μέσο ετήσιο όρο 81 μονάδες το 2011.

Διάγραμμα 2.7 Δείκτης Οικονομικού Κλίματος Ελλάδας και Ευρωζώνης, 2007-2016 (Πηγή: IOBE)



Η απώλεια εμπιστοσύνης και η αβεβαιότητα για τις επερχόμενες εξελίξεις έπληξαν ιδιαίτερα τις τράπεζες, οι οποίες υπέστησαν σημαντικές εκροές καταθέσεων: από το τέλος Δεκεμβρίου του 2011 μέχρι το τέλος Ιουνίου του 2012 οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα μειώθηκαν κατά 26,3 δισεκ. ευρώ. Είναι χαρακτηριστικό ότι μόνο το Μάιο η μείωση έφθασε τα 9 δισεκ. ευρώ. Είναι σαφές ότι η μεγάλη αυτή υποχώρηση συνδεόταν άμεσα με την πολιτική αβεβαιότητα, δεδομένου ότι, μετά το σχηματισμό της νέας κυβέρνησης, δηλαδή από το τέλος Ιουνίου, και μέχρι το τέλος του έτους, η πτωτική πορεία ανακόπηκε και ένα μέρος των καταθέσεων-12,2 δισεκ. ευρώ-επέστρεψε (Τράπεζα της Ελλάδος 2014). Βεβαίως, η μείωση των καταθέσεων δεν οφειλόταν αποκλειστικά σε εκροές προς το εξωτερικό ή σε αποθησαύριση, αλλά αποδίδεται εν μέρει στη χρησιμοποίησή τους για την αποπληρωμή οφειλών των καταθετών, συμπεριλαμβανομένων οφειλών προς τις τράπεζες. Τέτοιου είδους συμπεριφορά οδηγούσε σε μείωση της ποσότητας χρήματος σε κυκλοφορία.

Στο εξωτερικό, η απώλεια εμπιστοσύνης αντανακλώνταν στα μέσα ενημέρωσης, η πλειονότητα των οποίων υποστήριζε ότι το ελληνικό πρόγραμμα έχει εκτροχιαστεί και εκτιμούσε ότι ήταν πλέον μεγάλη η πιθανότητα εξόδου της χώρας από το ευρώ. Ανάλογες εκτιμήσεις διατύπωναν και μελετητικά ιδρύματα, ενώ το ενδεχόμενο χρεοκοπίας της Ελλάδας είχε αρχίσει να παρεισφρέει και σε δηλώσεις Ευρωπαίων πολιτικών. Μπορεί βάσιμα να εκτιμηθεί ότι αυτή η έξαρση της αβεβαιότητας οφειλόταν στις μεγάλες καθυστερήσεις που παρατηρούνταν ως προς την εφαρμογή του προγράμματος, επηρεαζόταν όμως έντονα και από τη μεγάλη αύξηση του πολιτικού κινδύνου. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι ο Δείκτης Πολιτικού Κινδύνου, που καταρτίζει η Economist Intelligence Unit, έφθασε στην ιστορικά υψηλότερη τιμή του στο τέλος του Μαΐου του 2012 και αποκλιμακώθηκε στη συνέχεια.

Ο σχηματισμός νέας κυβέρνησης συνεργασίας τον Ιούνιο του 2012 ανέκοψε την επιδείνωση του κλίματος και όλοι οι ποιοτικοί δείκτες που αναφέρθηκαν πιο πάνω άρχισαν σταδιακά να βελτιώνονται. Το Πρόγραμμα, όμως, μετά τις μεγάλες καθυστερήσεις, κινούνταν εκτός στόχων, ιδίως στο σκέλος των εσόδων. Πολύ μεγάλες καθυστερήσεις σημειώθηκαν επίσης ως προς την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων και των αποκρατικοποιήσεων. Η μεγάλη αβεβαιότητα, η μη υλοποίηση του Προγράμματος και η απώλεια καταθέσεων, έως το τέλος Ιουνίου, επέτειναν την ύφεση της οικονομίας, οξύνοντας το πρόβλημα της υστέρησης των εσόδων και της ανεργίας.

Στο διάστημα Αυγούστου-Οκτωβρίου έγιναν συχνές διαβουλεύσεις μεταξύ των Ελληνικών Αρχών και της Τρόικας, καθώς η υλοποίηση των συμφωνηθέντων είχε καθυστερήσει λόγω των δύο εκλογικών αναμετρήσεων. Παράλληλα, και οι μακροοικονομικές συνθήκες χειροτέρευαν. Ωστόσο, στο τέλος Σεπτεμβρίου είχαν επιτευχθεί όλα τα ποσοτικά “κριτήρια επίδοσης”, με δύο εξαιρέσεις: το κριτήριο της αποφυγής συσσώρευσης ανεξόφλητων υποχρεώσεων και το κριτήριο της παροχής εγγυήσεων του Δημοσίου.

Εξάλλου, σύμφωνα με την αξιολόγηση του ΔΝΤ που δημοσιεύθηκε το Δεκέμβριο του 2012, πολύ σοβαρές καθυστερήσεις είχαν σημειωθεί ως προς τις αποκρατικοποιήσεις, τη βελτίωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, τον

έλεγχο των δημόσιων δαπανών και της συσσώρευσης οφειλών, την ταχύτερη απονομή δικαιοσύνης, την άρση των εμποδίων στον ανταγωνισμό, την απελευθέρωση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών, τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και το “άνοιγμα” των κλειστών επαγγελμάτων. Έτσι αποφασίστηκε η αναθεώρηση των στόχων του δεύτερου Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής του Φεβρουαρίου του 2012.

Από το τέλος Οκτωβρίου του 2012, οι εξελίξεις ήταν ραγδαίες. Στις 31 Οκτωβρίου του 2012 κατατέθηκαν στη Βουλή ο Προϋπολογισμός του 2013 και το επικαιροποιημένο ΜΠΔΣ 2013-2016. Στις 7 Νοεμβρίου ψηφίστηκε το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2013-2016 που σήμαινε πως ορισμένες από τις ρυθμίσεις εφαρμογής των μέτρων τα οποία προέβλεπε η συμφωνία του Φεβρουαρίου του 2012 ψηφίστηκαν με καθυστέρηση οκτώ μηνών.

Στις 11 Νοεμβρίου 2012 ψηφίστηκε ο Προϋπολογισμός του 2013, που ενσωμάτωνε μεγάλο μέρος των ρυθμίσεων του ΜΠΔΣ 2013-2016. Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση, το 2013, σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης, προβλεπόταν ότι θα επιτευχθεί πρωτογενές πλεόνασμα ύψους 0,4% του ΑΕΠ, για πρώτη φορά μετά το 2002. Εξάλλου, στο ΜΠΔΣ ετίθετο ως στόχος το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης να αυξηθεί σταδιακά σε 4,5% του ΑΕΠ το 2016 και αναφερόταν ότι προς τούτο θα απαιτούνταν πρόσθετες παρεμβάσεις ύψους 4,64 δισεκ. ευρώ το 2015-2016, οι οποίες θα προσδιορίζονταν αργότερα. Στις 12 Νοεμβρίου 2012 το Eurogroup αναγνώρισε ότι είχαν γίνει σημαντικά βήματα για να επανέλθει το Πρόγραμμα εντός των στόχων, ενέκρινε την αναθεώρηση των δημοσιονομικών στόχων και κάλεσε την Ελλάδα να επισπεύσει την υλοποίηση ορισμένων εκκρεμοτήτων. Στις 20 Νοεμβρίου, σε έκτακτη σύσκεψη, το Eurogroup ενέκρινε την επικαιροποίηση των όρων του Προγράμματος, εξέφρασε την ικανοποίησή του για την υλοποίηση των προαπαιτούμενων ενεργειών και γενικά διαπίστωσε ότι αναλαμβάνονταν πρωτοβουλίες και μέτρα για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους της Ελλάδας. Στις 26-27 Νοεμβρίου 2012 συνήλθε εκ νέου το Eurogroup και επανέλαβε τις διαπιστώσεις για την πρόοδο που είχε σημειωθεί στην Ελλάδα. Στη συνέχεια αποφασίστηκε ότι η Ελλάδα θα μετέφερε στο δεσμευμένο λογαριασμό για την

εξυπηρέτηση του χρέους της, σε τριμηνιαία βάση, όλα τα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις, τα πρωτογενή πλεονάσματα βάσει των στόχων που είχαν τεθεί, καθώς και το 30% της υπέρβασης σε περίπτωση που το πρωτογενές πλεόνασμα θα υπερέβαινε τους στόχους (Eurogroup (2012)).

Επιπλέον το Eurogroup έλαβε υπόψη του ότι η αναγκαία αναθεώρηση των δημοσιονομικών στόχων και η συνακόλουθη μετάθεση του στόχου για πρωτογενές πλεόνασμα 4,5% του ΑΕΠ από το 2014 στο 2016 επιτάσσουν μια ευρύτερη θεώρηση της βιωσιμότητας του χρέους, η οποία, λόγω της βαθιάς ύφεσης, δεν παρουσίασε την προσδοκώμενη βελτίωση. Το πρώτο βήμα για την μείωση του χρέους έγινε μέσω του προγράμματος επαναγοράς ελληνικών ομολόγων (debt-buy back). Η συγκεκριμένη δράση ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο του 2012 με την επαναγορά χρέους ονομαστικού ύψους 31,9 δισεκ. ευρώ στο 33,8% της ονομαστικής του αξίας (Zettelmeyer, Trebesch & Gulati (2013)).

Μετά από διαβεβαιώσεις των Ελληνικών Αρχών ότι θα συνεχιστούν οι προσπάθειες για δημοσιονομική εξυγίανση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και υπό την προϋπόθεση της θετικής έκβασης της επαναγοράς ομολόγων, οι Ευρωπαίοι εταίροι δεσμεύθηκαν ότι θα λάβουν σταδιακά και άλλα ευνοϊκά μέτρα για τη συγκράτηση της δυναμικής του χρέους, καθώς και ότι περαιτέρω μέτρα θα εξεταστούν όταν η Ελλάδα επιτύχει πρωτογενές πλεόνασμα, υπό την προϋπόθεση της υλοποίησης όλων των όρων του προγράμματος. Τέλος, το Eurogroup κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν όλα τα απαραίτητα στοιχεία προκειμένου να ξεκινήσουν στις χώρες-μέλη οι εθνικές διαδικασίες για την έγκριση της καταβολής της επόμενης δόσης στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ, European Financial Stability Fund, EFSF), η οποία ανερχόταν σε 43,7 δισεκ. ευρώ. Στη συνεδρίαση του Eurogroup της 13^{ης} Δεκεμβρίου 2012 εγκρίθηκε το χρονοδιάγραμμα εκταμίευσης των επόμενων δόσεων της χρηματοδότησης. Ο νέος στόχος που τέθηκε ήταν να μειωθεί το ελληνικό δημόσιο χρέος στο 175% του ΑΕΠ το 2016, στο 124% το 2020 και αισθητά κάτω του 110% το 2022.

Οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν στη σταθεροποίηση της κατάστασης στα τέλη του 2012. Είναι χαρακτηριστικό ότι ο δείκτης οικονομικού κλίματος σημείωσε

κατακόρυφη άνοδο το Δεκέμβριο του 2012 και, μετά από μικρή κάμψη τον Ιανουάριο, περαιτέρω βελτίωση το Φεβρουάριο του 2013. Τα δημοσιονομικά στοιχεία του 2012 υποδήλωναν επίσης βελτίωση, παρά τη μεγάλη ύφεση (-6,4%), που συνεχίστηκε και το 2012, τις δύο εκλογικές αναμετρήσεις και την απώλεια τουλάχιστον ενός εξαμήνου ως προς την προώθηση ορισμένων μέτρων. Συγκεκριμένα το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε στο 5,8% του ΑΕΠ, το πρωτογενές έλλειμμα στο 0,8% και το χρέος στο 156,9% του ΑΕΠ (Τράπεζα της Ελλάδος 2014).

Στις αρχές του 2014 είχαν ενισχυθεί οι ενδείξεις ότι το 2013 η κατάσταση ήταν βελτιωμένη σε σχέση με το 2012 και κυρίως ότι η οικονομία είχε εισέλθει σε τροχιά σταθεροποίησης και υπήρχαν οι προϋποθέσεις για να τερματιστεί η ύφεση και να αρχίσει η ανάκαμψη το 2014. Οι ευνοϊκότερες συνθήκες που διαμορφώθηκαν στα τέλη του 2013 συνοψίζονται στα ακόλουθα (Τράπεζα της Ελλάδος 2014):

- Η δημοσιονομική προσαρμογή σημείωσε εντυπωσιακή πρόοδο και καταγράφηκε πρωτογενές πλεόνασμα το 2013 μετά από μια μακρά περίοδο μεγάλων ελλειμμάτων.
- Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε για πρώτη φορά πλεόνασμα το 2013. Η εξέλιξη οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό και στη μείωση των εισαγωγών, υπήρξαν όμως παράλληλα σημαντική ανάκαμψη των εισπράξεων από τουριστικές υπηρεσίες και άνοδος των εσόδων από εξαγωγές αγαθών.
- Ο ρυθμός της ύφεσης υπολογιζόταν ότι θα περιοριστεί σε 4% περίπου το 2013, ενώ τελικά διαμορφώθηκε ελαφρά χαμηλότερα (-3,85%), δηλαδή η ύφεση ήταν ηπιότερη σε σύγκριση τόσο με το 2012 όσο και με την αρχική πρόβλεψη για το 2013.
- Βελτιώθηκαν στο εσωτερικό και το εξωτερικό οι προσδοκίες και εμπεδωνόταν σταδιακά η εμπιστοσύνη. Παράλληλα, οι διαφορές αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων έναντι των γερμανικών υποχώρησαν στα επίπεδα του 2010, ενώ στις 30 Νοεμβρίου έγινε, από τον οίκο αξιολόγησης Moody's, και η πρώτη μετά την έναρξη της

κρίσης αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου, κατά δύο βαθμίδες (από C σε Caa3). Όσον αφορά τις προοπτικές των επενδύσεων, θετική εξέλιξη αποτέλεσε η απόφαση για την επιλογή του αδριατικού αγωγού φυσικού αερίου (TAP) για τη μεταφορά φυσικού αερίου από το Αζερμπαϊτζάν μέσω Ελλάδας στην Ιταλία και την υπόλοιπη Δυτική Ευρώπη. Ταυτόχρονα, το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων σημείωσε πρόοδο, μετά από σημαντικές καθυστερήσεις τα προηγούμενα χρόνια, και στη διάρκεια του 2013 έγιναν σημαντικές ιδιωτικοποιήσεις (ΟΠΑΠ, ΔΕΣΦΑ και άλλες), οι οποίες προσέλκυσαν και κεφάλαια από το εξωτερικό.

- Το 2013 καταγράφηκε, πρώτη φορά για περισσότερα από 45 έτη, αρνητικός πληθωρισμός. Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει ότι οι τιμές άρχισαν να ανταποκρίνονται στον περιορισμό της ζήτησης και του κόστους εργασίας και να συντελούν σε στήριξη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Ωστόσο, δεν κρινόταν επιθυμητή η συνέχισή της με την ίδια ένταση για μεγάλο χρονικό διάστημα, καθώς ο αρνητικός πληθωρισμός εντείνει την αβεβαιότητα στην οικονομία και στις επιχειρηματικές προσδοκίες και επιδεινώνει τη δυναμική του δημόσιου χρέους.
- Η αναδιάρθρωση της οικονομίας από την πλευρά της προσφοράς προχώρησε, αν και με αργούς ρυθμούς. Πάντως, οι εξελίξεις ως προς τις σχετικές τιμές δημιουργούσαν κίνητρα για τη μετακίνηση πόρων από την παραγωγή μη διεθνώς εμπορεύσιμων προς την παραγωγή διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών, όπου η παραγωγικότητα είναι πολύ υψηλότερη. Γινόταν η εκτίμηση ότι η συνέχιση και ενίσχυση αυτής της τάσης θα οδηγούσε μεσοπρόθεσμα σε αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας, σε βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και σε δημιουργία νέων θέσεων εργασίας.
- Προωθήθηκε η ανακεφαλαιοποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων και άλλαξε ριζικά η διάρθρωση του τραπεζικού τομέα, με τη δημιουργία ανθεκτικότερων τραπεζών, οι οποίες είναι σε θέση να εκμεταλλευτούν οικονομίες κλίμακας. Η αναδιάρθρωση και ανασυγκρότηση του τραπεζικού

συστήματος πραγματοποιήθηκε απολύτως ομαλά, χωρίς κανένας αποταμιευτής να υποστεί απομείωση των καταθέσεών του, δηλαδή χωρίς να διαταραχθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Το 2013 ήταν σταθμός για τη δημοσιονομική προσαρμογή καθώς, όπως προαναφέρθηκε, για πρώτη φορά μετά το 2002, κατέστη δυνατή η διαμόρφωση πρωτογενούς πλεονάσματος σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης. Σύμφωνα με τις αποφάσεις του Eurogroup στις 27 Νοεμβρίου και 13 Δεκεμβρίου 2012, η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013 αποτελούσε προαπαιτούμενο για την ανάληψη δράσης από τους Ευρωπαίους εταίρους που θα διασφαλίσει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Στη διάρκεια του 2013 αναλήφθηκαν ενέργειες που αποσκοπούσαν στην ενίσχυση των φορολογικών εσόδων, όπως π.χ. η μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος και ο νέος Ενιαίος Φόρος Ιδιοκτησίας Ακινήτων. Επιπλέον, διασφαλίστηκε ο καλύτερος έλεγχος των δαπανών, με την ενδυνάμωση των δημοσιονομικών κανόνων και των μηχανισμών παρακολούθησης της ορθής εκτέλεσης των εγκεκριμένων προϋπολογισμών σε όλα τα επίπεδα της Γενικής Κυβέρνησης. Επίσης, προχώρησαν οι προσπάθειες αναδιάρθρωσης δημόσιων οργανισμών και επιχειρήσεων (ΕΡΤ, ΕΛΒΟ, ΕΑΣ, ΛΑΡΚΟ), ενώ στη διάρκεια του έτους παρατηρήθηκαν καθυστερήσεις ως προς την υλοποίηση προαπαιτούμενων ενεργειών βάσει του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής, οι οποίες σχετίζονται με την αναδιάρθρωση του κράτους και αφορούν, π.χ., την κατάρτιση των επικαιροποιημένων οργανογραμμάτων στη δημόσια διοίκηση, τη διαδικασία διαθεσιμότητας-κινητικότητας και την αξιολόγηση του προσωπικού του Δημοσίου βάσει των τυπικών προσόντων και της απόδοσής του.

Η πρόοδος όσον αφορά τους δημοσιονομικούς στόχους του Προγράμματος Προσαρμογής, αλλά και η ανάγκη να προχωρήσουν ταχύτερα οι μεταρρυθμίσεις στη δημόσια διοίκηση, διαπιστώνονται και στις κοινές δηλώσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ και του ΔΝΤ που δημοσιεύτηκαν στη διάρκεια του 2013, ενώ στις 17 Δεκεμβρίου ο Πρόεδρος του Eurogroup διαπίστωσε την επίτευξη από την Ελλάδα των τεσσάρων

προσπαιτουμένων που είχαν συμφωνηθεί με την Τρόικα κατά τη διάρκεια της τρίτης αξιολόγησης.

2.7 2014: Ανάκαμψη της οικονομίας και προοπτικές εξόδου από την κρίση

Το 2014, για πρώτη φορά μετά από έξι χρόνια μεγάλης ύφεσης, ανακόπηκε η πτώση και σημειώθηκαν θετικοί ρυθμοί μεταβολής της οικονομικής δραστηριότητας. Με βάση τα δεδομένα αυτά, σε συνδυασμό με την εξάλειψη των μεγάλων ελλειμμάτων του Δημοσίου και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, καθώς και με την πραγματοποίηση σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, μπορούσε με τα τότε δεδομένα να υποστηριχθεί ότι υπάρχουν βασικές προϋποθέσεις προκειμένου η ελληνική οικονομία να εξέλθει οριστικά από την κρίση και να προχωρήσει σε ταχεία ανάπτυξη στο άμεσο μέλλον.

Το έτος 2014 σηματοδοτεί την επιστροφή της οικονομικής δραστηριότητας σε θετικούς ρυθμούς μεταβολής μετά από έξι έτη συνεχούς και βαθιάς οικονομικής κρίσης, που αποτιμώνται σε σωρευτική υποχώρηση του ΑΕΠ πάνω από 25%. Τα στοιχεία του ΑΕΠ έδειχναν σαφή αποκλιμάκωση της ύφεσης από το α' τρίμηνο του 2014, με αποτέλεσμα στο σύνολο του έτους να καταγράφεται θετικός ρυθμός μεγέθυνσης της τάξεως του 0,4%, για πρώτη φορά μετά το 2007. Κινητήριες δυνάμεις αυτής της εξέλιξης ήταν η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (Τράπεζα της Ελλάδος 2015, Hardouvelis & Gkionis (2016)). Συγκεκριμένα:

- Οι εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 7,8%, σε μεγάλο βαθμό λόγω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών εξαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών, παρά το γεγονός ότι η εξωτερική ζήτηση για αγαθά, κυρίως από τις αγορές της ΕΕ που είναι οι κύριοι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδας, δεν αυξήθηκε όσο αναμενόταν. Οι τουριστικές υπηρεσίες και η ναυτιλία είναι βασικοί τομείς που παρουσίασαν ισχυρή επεκτατική εξαγωγική δυναμική. Η εντυπωσιακή ανάκαμψη του τουρισμού βασίστηκε κυρίως στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και στη βελτίωση του οικονομικού κλίματος.

- Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε κατά 0,5%, υποστηριζόμενη από τη σταθεροποίηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, τη μείωση του γενικού επιπέδου των τιμών, αλλά και τη μείωση της αβεβαιότητας που χαρακτήρισε το 2014, με εξαίρεση κυρίως τον τελευταίο μήνα καθώς αναμενόταν η έκβαση της διαδικασίας της προεδρικής εκλογής.
- Σημαντικές θετικές εξελίξεις αποτελούν επίσης η ανάκαμψη της συνολικής και της μισθωτής απασχόλησης, ενώ ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε για πρώτη φορά μετά το 2008. Στις θετικές εξελίξεις όσον αφορά την απασχόληση εκτιμάται ότι επέδρασαν η βαθμιαία αποκατάσταση θετικού ρυθμού ανάπτυξης, η βελτίωση του οικονομικού κλίματος, η υποχώρηση του κόστους εργασίας των επιχειρήσεων, στην εξέλιξη του οποίου συνέβαλαν και οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, καθώς και η αναδιάρθρωση της απασχόλησης προς πιο ευέλικτες μορφές μετά την άρση των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας.
- Οι συνολικές επενδύσεις παρέμειναν ιδιαίτερα χαμηλές, παρά την αύξηση των δημόσιων επενδύσεων, αντανakλώντας τη μείωση των ιδιωτικών επενδύσεων κυρίως λόγω του περιορισμού της τραπεζικής χρηματοδότησης και του υψηλού κόστους δανεισμού. Η πτώση των ιδιωτικών επενδύσεων εντοπίζεται ιδίως στις επενδύσεις σε κατοικίες, ενώ οι παραγωγικές επιχειρηματικές επενδύσεις έδειχναν σημάδια ανάκαμψης, λόγω τόσο της βελτίωσης του εγχώριου επιχειρηματικού κλίματος στη διάρκεια του 2014, όπως καταγράφεται από τους σχετικούς δείκτες, όσο και των σαφών ενδείξεων εξόδου από την κρίση. Ωστόσο, η πολιτική αβεβαιότητα στο τέλος του 2014, επηρέασε αρνητικά κυρίως τις προσδοκίες των επιχειρηματιών.
- Το 2014 χαρακτηρίστηκε από αρνητικό πληθωρισμό, ως συνέπεια της πτώσης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, της χαμηλής συνολικής ζήτησης, της μειωτικής επίδρασης των έμμεσων φόρων στις τιμές και, ειδικά τους τελευταίους μήνες του έτους, της πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Στην ίδια αποπληθωριστική κατεύθυνση

εκτιμάται ότι συνέβαλαν και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας.

Αξιοσημείωτα είναι όμως και τα κύρια γεγονότα που διαμόρφωσαν την εξέλιξη της ελληνικής κρίσης στη διάρκεια του 2014 (Παπακωνσταντίνου 2016). Συγκεκριμένα, στις 10 Απριλίου 2014, επετεύχθη ένα σημαντικό ορόσημο, καθώς η Ελληνική Δημοκρατία επέστρεψε στις διεθνείς αγορές, εκδίδοντας ένα 5-ετές ομόλογο για να δανειστεί 3 δις ευρώ με επιτόκιο ελάχιστα κάτω από 5%. Η έξοδος αυτή στις αγορές ήρθε τέσσερα χρόνια μετά την τελευταία, τον Απρίλιο του 2010.

Στις 9 Ιουνίου του 2014 και μετά την ήττα του κόμματός του στις ευρωεκλογές από τον ΣΥΡΙΖΑ, ο Αντώνης Σαμαράς προχώρησε σε ανασχηματισμό. Ο Γιάννης Στουρνάρας ανέλαβε Διοικητής της ΤτΕ, στη θέση του Γιώργου Προβόπουλου, ενώ αντικαταστάτης του στο Υπουργείο Οικονομικών ορίστηκε ο Γκίκας Χαρδούβελης, με προϋπηρεσία ως οικονομικός σύμβουλος του Κώστα Σημίτη αλλά και του Λουκά Παπαδήμου στην κυβέρνηση συνεργασίας. Τον Αύγουστο και τον Σεπτέμβριο ήρθαν και οι πρώτες αναβαθμίσεις από τους οίκους Moody's και S&P. Η αξιολόγηση των ελληνικών ομολόγων εξακολουθούσε να είναι πολύ χαμηλά στην παγκόσμια κατάταξη, αλλά είχε ξεκινήσει η βελτίωση. Αντίστοιχη βελτίωση έβλεπε κανείς και στον τραπεζικό τομέα. Σε συνέχεια ενός δεύτερου κύματος ανακεφαλαιοποίησης το 2014, αυτή τη φορά με 8 δις ευρώ αμιγώς ιδιωτικών κεφαλαίων, οι ελληνικές τράπεζες πέρασαν με επιτυχία τον Οκτώβριο τα πανευρωπαϊκά τέστ αντοχής.

Στις αρχές του φθινοπώρου του 2014, η συζήτηση για την επόμενη μέρα του Μνημονίου είχε πλέον ξεκινήσει. Το ευρωπαϊκό σκέλος του δανειακού προγράμματος έληγε στο τέλος του 2014 και επομένως το ερώτημα για το τι ακριβώς θα έκανε η Ελλάδα μετά τη λήξη του έπρεπε να απαντηθεί άμεσα. Το παράλληλο πρόγραμμα του ΔΝΤ έληγε στα μέσα του 2016 και συγκεκριμένα εκκρεμούσαν 12 δις ευρώ ακόμα από το δάνειο του Ταμείου. Οι προσδοκίες της ελληνικής κυβέρνησης, σύμφωνα με τις οποίες, μόλις ολοκληρωνόταν το ευρωπαϊκό πρόγραμμα, η χώρα θα μπορούσε να χρηματοδοτείται αμιγώς από τις διεθνείς αγορές και άρα δεν χρειαζόταν τα εναπομείναντα 12 δις ευρώ του ΔΝΤ, σύντομα διαψεύστηκαν καθώς προσέκρουσαν στις απαισιόδοξες

εκτιμήσεις του Ταμείου σχετικά με την απρόσκοπτη και φθηνή πρόσβαση της Ελλάδας στις αγορές. Σε συνδυασμό με την αρνητική αντίδραση των αγορών και την απότομη αύξηση των περιθωρίων των ελληνικών ομολόγων, η κυβέρνηση αναγκάστηκε να αναδιπλωθεί και η συζήτηση μετατοπίστηκε στα χαρακτηριστικά που θα είχε η προληπτική γραμμή πίστωσης σε περίπτωση που η πρόσβαση στις αγορές καθίστατο απαγορευτική.

Το ενδιαφέρον στρεφόταν πλέον στην ολοκλήρωση της τελευταίας αξιολόγησης και την εκταμίευση της δόσης των 7 δις ευρώ. Η τακτική των δύο πλευρών, της Ελλάδας και της Τρόικας, αποκρυσταλλώθηκε στην απόφαση του Eurogroup της 8^{ης} Δεκεμβρίου.⁶ Σε αυτήν γινόταν η παραδοχή ότι δεν υπήρχε πλέον χρόνος για να ολοκληρωθεί η αξιολόγηση και να εκταμιευτεί η δόση πριν το τέλος του έτους. Για να μη χαθούν λοιπόν τα υπόλοιπα χρήματα μετά τη λήξη του προγράμματος, αυτό επεκτάθηκε για δύο μήνες, ώστε η νέα χρονιά να μη βρει την Ελλάδα χωρίς την προστατευτική ομπρέλα της στήριξης από την Ευρωζώνη και το ΔΝΤ.

Με βάση αυτές τις εξελίξεις και με δεδομένο ότι η θητεία του Προέδρου της Δημοκρατίας έληγε τον Μάρτιο του 2015, ο πρωθυπουργός Αντώνιος Σαμαράς και ο αντιπρόεδρος της κυβέρνησης Ευάγγελος Βενιζέλος αποφάσισαν να επιταχύνουν τις πολιτικές εξελίξεις. Ο πρωθυπουργός ανακοίνωσε την έναρξη της διαδικασίας για την εκλογή προέδρου αμέσως μετά το Eurogroup του Δεκεμβρίου. Ως υποψήφιος προτάθηκε ο Σταύρος Δήμας, πρώην επίτροπος στην ΕΕ και μετριοπαθής πολιτικός από τον χώρο της Νέας Δημοκρατίας. Η υποψηφιότητά του όμως δεν κατάφερε να συγκεντρώσει τις απαιτούμενες ψήφους στις τρεις ψηφοφορίες που πραγματοποιήθηκαν και έτσι η Ελλάδα ετοιμαζόταν για εκλογές στις 25 Ιανουαρίου 2015. Άνοιγε έτσι ένας νέος κύκλος στην κρίση της χώρας, τη στιγμή που η υπόλοιπη Ευρώπη άφηνε την κρίση πίσω της.

⁶ Για περισσότερες πληροφορίες για τα συμπεράσματα του Eurogroup της 8^{ης} Δεκεμβρίου 2014:

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/146112.pdf

2.8 Η καταστροφική για την Ελλάδα επιλογή της εξόδου από την ευρωζώνη (GRexit)

Για πρώτη φορά από το τέλος του 2011, άρχισε πλέον να αυξάνεται ο κίνδυνος εξόδου της Ελλάδας από την ευρωζώνη εξαιτίας των πολιτικών που ήταν διατεθειμένη να ακολουθήσει η νέα κυβέρνηση συνεργασίας ΣΥΡΙΖΑ-ΑΝΕΛ, με πρωθυπουργό τον Αλέξη Τσίπρα.⁷ Το κρίσιμο ερώτημα εδώ όμως είναι αν μια έξοδος από το ευρώ θα αποτελούσε λύση για τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας. Στο σημείο αυτό, θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε σε ένα ακόμα καίριο ερώτημα που αποτέλεσε και αποτελεί κύριο θέμα συζήτησης στον δημόσιο διάλογο: Είναι το GRexit ρεαλιστική λύση και πώς θα επηρέαζε την Ευρωζώνη; Οι Gogos, Monokroussos, & Stamatou (2015), περιγράφουν τις επιπτώσεις που θα είχε μια έξοδος της Ελλάδας από το κοινό νόμισμα.

Στη διάρκεια της ελληνικής κρίσης και εξαιτίας των δυσκολιών και των προκλήσεων που αντιμετώπισε η ελληνική οικονομία, αναπτύχθηκε έντονα μια επιχειρηματολογία που υποστήριζε την ανάγκη χρεοκοπίας και εξόδου της Ελλάδας από το ευρώ. Το κύριο επιχείρημα ήταν ότι η εξυπηρέτηση ενός τόσο μεγάλου χρέους, στερεί από την οικονομία τους αναγκαίους πόρους προκειμένου να αναπτυχθεί, κατάσταση η οποία οξύνει περαιτέρω τις ανησυχίες περί αξιόχρεου της Ελλάδας. Στο σημείο αυτό, θα εξετάσουμε αν κάτι τέτοιο θα έδινε λύση στο πρόβλημα του ελληνικού χρέους καθώς και γιατί πιθανές αλυσιδωτές αντιδράσεις στην Ευρωζώνη και η συνακόλουθη μετάδοση της χρηματοοικονομικής κρίσης που θα προκαλούνταν, καθιστούν την έξοδο της Ελλάδας από το ευρώ απαγορευτική.

Σύμφωνα με τους Gogos, Monokroussos, & Stamatou (2015), οι επιλογές για μια χώρα της οποίας το χρέος είναι μη βιώσιμο είναι τρεις:

⁷ Ο όρος GRexit πρωτο αναφέρθηκε σε ανάλυση της Διεύθυνσης Μελετών της Citigroup στις αρχές του 2012 (Buiter and Rahbari (2012), Gogos, Monokroussos, & Stamatou (2015)) και από τότε καθιερώθηκε.

- Σε περίπτωση που είναι εφικτή η άσκηση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής, μέσω της αύξησης του πληθωρισμού και τη συνακόλουθη μείωση των πραγματικών επιτοκίων, καθίσταται εφικτή η μείωση της αξίας του χρέους
- Πτώχευση και συνακόλουθες απώλειες σε πιστωτές και κατόχους ομολόγων
- Υποτίμηση και επαναπροσδιορισμός του εκφρασμένου σε ξένο νόμισμα χρέους στο νέο υποτιμημένο εθνικό νόμισμα, στην περίπτωση συμμετοχής σε Νομισματική Ένωση

Και οι τρεις παραπάνω επιλογές είναι αδύνατες στην περίπτωση της Ελλάδας. Η πρώτη αποκλείεται εκ των πραγμάτων καθώς στη χώρα επικρατεί αποπληθωρισμός, η δεύτερη θα οδηγούσε ενδεχομένως σε ακύρωση της βοήθειας από τον EFSF ή σε υποχρέωση άμεσης αποπληρωμής όλων των δανείων του που έχουν ληφθεί μέχρι σήμερα συμπεριλαμβανομένων και των υποχρεώσεων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στο σύστημα διακανονισμού TARGET2 του Ευρωσυστήματος, ενώ η τρίτη θα προκαλούσε αναντιστοιχία ενεργητικού / παθητικού τόσο στους λογαριασμούς της Γενικής Κυβέρνησης όσο και στους προϋπολογισμούς αρκετών επιχειρήσεων, εξαιτίας της υποτίμησης του νέου εθνικού νομίσματος.

Μια χώρα η οποία εισάγει νέο εθνικό νόμισμα, καλείται να αποφασίσει αν θα διατηρήσει το υφιστάμενο χρέος προς ξένους πιστωτές εκφρασμένο σε ευρώ ή αν θα επαναπροσδιορίσει το ύψος του με βάση το νέο νόμισμα. Παρά τις τεράστιες νομικές επιπτώσεις ενός τέτοιου εγχειρήματος, η εκάστοτε κυβέρνηση λογικά θα επέλεγε το δεύτερο υπό την προϋπόθεση ότι οι δανειακές συμβάσεις υπάγονται στο εθνικό δίκαιο. Στην περίπτωση της Ελλάδας όμως, το μεγαλύτερο μέρος του χρέους της σε μια ενδεχόμενη έξοδο από το ευρώ θα είναι πλέον εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα, στο ευρώ, όπως και οι σχετικές δανειακές συμβάσεις (που στην πλειοψηφία τους υπάγονται σε ξένο δίκαιο). Αυτό σημαίνει ότι τυχόν πτώχευση της χώρας, θα την εξέθετε σε κίνδυνο χρονοβόρων και δαπανηρών δικαστικών διαδικασιών ενώ επιχειρήσεις που έχουν συνάψει δάνεια σε ξένο νόμισμα και με τα περισσότερα στοιχεία του ενεργητικού τους εκφρασμένα στο νέο εθνικό

νόμισμα, θα αντιμετώπιζαν αναντιστοιχία στους ισολογισμούς τους. Άμεση συνέπεια θα ήταν ένα κύμα πτωχεύσεων στον ιδιωτικό τομέα.

Όπως και στις υπόλοιπες οικονομίες του Ευρωπαϊκού Νότου, έτσι και στην ελληνική, η χαμηλή ανταγωνιστικότητα σε σύγκριση με τις χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά αποτελεί μια από τις κύριες αιτίες της κρίσης χρέους. Είναι χαρακτηριστικό ότι το ανά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας αυξήθηκε ταχύτερα στις χώρες της περιφέρειας, τα πρώτα χρόνια μετά την εισαγωγή του κοινού νομίσματος. Στην περίπτωση της Ελλάδας, το πρόγραμμα εσωτερικής υποτίμησης που εφαρμόστηκε στα πλαίσια των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής, μείωσε μεν τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αλλά δεν κατάφερε να βελτιώσει την πορεία των εξαγωγών, παρά την βίαιη προσαρμογή των μισθών. Λόγω αυτών των αποτελεσμάτων, αρκετοί υποστηρίζουν ότι η λύση έγκειται στην εγκατάλειψη του ευρώ και την εισαγωγή νέου υποτιμημένου εθνικού νομίσματος προκειμένου να αποκατασταθεί η ανταγωνιστικότητα της χώρας. Το πρόβλημα ανταγωνιστικότητας της Ελλάδας αντανakλά αδυναμίες που δεν σχετίζονται με το κόστος παραγωγής, αλλά αποδίδονται στους ανεπαρκείς και χαμηλής ποιότητας θεσμούς που δημιουργούν εμπόδια στους Έλληνες εξαγωγείς. Συνεπώς το πρόβλημα πρέπει να αντιμετωπιστεί μέσω επιθετικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων τόσο στις εγχώριες αγορές αγαθών και υπηρεσιών όσο και στη δημόσια διοίκηση και όχι μέσω μιας εξόδου της Ελλάδας από την Ευρωζώνη.

2.9 Η αλυσιδωτή αντίδραση και η μετάδοση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ευρωζώνη

Στο σημείο αυτό θα αναφερθούμε στο ενδεχόμενο μιας αλυσιδωτής αντίδρασης (domino effect) μετά από μια πιθανή έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωζώνη καθώς και στην έννοια της μετάδοσης της χρηματοοικονομικής κρίσης. Από την έναρξη της ελληνικής κρίσης, στα τέλη του 2009, και την αντίδραση των περιθωρίων των ομολόγων των χωρών της περιφέρειας, η πιθανότητα διάχυσης της κρίσης στην υπόλοιπη Ευρωζώνη αποτέλεσε το κύριο επιχείρημα ενάντια σε μια ενδεχόμενη έξοδο της Ελλάδας από το κοινό νόμισμα. Το κύριο ζήτημα ήταν αν ένα GRexit θα οδηγούσε σε αλυσιδωτές αντιδράσεις οι οποίες θα αποσταθεροποιούσαν και άλλες οικονομίες στην περιφέρεια, ή αν αντίθετα θα συνέβαλε σε μια πιο σταθερή Νομισματική Ένωση.

Ο όρος αλυσιδωτή αντίδραση (domino effect) περιγράφει μια κατάσταση στην οποία η έξοδος μιας προβληματικής χώρας από το ευρώ οδηγεί σε μετάδοση της κρίσης μέσω κυρίως του διαύλου του χρηματοπιστωτικού τομέα, σε χώρες που αντιμετωπίζουν παρόμοια προβλήματα, με αποτέλεσμα την συνακόλουθη έξοδό τους από το κοινό νόμισμα. Ως μετάδοση της χρηματοοικονομικής κρίσης (financial contagion) ορίζεται η περίπτωση όπου η αστάθεια σε μια συγκεκριμένη αγορά, μεταφέρεται σε μια ή περισσότερες άλλες αγορές, μέσω της αλληλεπίδρασης των αποδόσεων των διαφόρων χρηματοοικονομικών τίτλων.

Οι Gogos, Monokroussos, & Stamatiou (2015), παραθέτουν μια σειρά από εμπειρικές μελέτες, όπως αυτή του Caporin και άλλων (2013), σύμφωνα με την οποία η μετάδοση της χρηματοοικονομικής κρίσης αποσοβήθηκε κατά τα πρώτα χρόνια (μέχρι το 2011) της Ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Ωστόσο η μελέτη δείχνει ότι από το 2009 και μετά, υπάρχει μια διάκριση μεταξύ των χωρών που βρίσκονται στον πυρήνα και εκείνων που βρίσκονται στην περιφέρεια της Ευρωζώνης. Οι Argyrou & Kontonikas (2012) από την άλλη, υποστηρίζουν ότι υπήρξε μετάδοση κατά τα πρώτα χρόνια της ελληνικής κρίσης χρέους, ενώ οι Merler & Pisany-Ferry (2012) αναγνωρίζουν μετάδοση της κρίσης στην Ευρωζώνη γύρω από τρεις ξαφνικές διακοπές στην εισροή

ιδιωτικών κεφαλαίων: στη διάρκεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, λίγο πριν τη συμφωνία για το πρώτο πρόγραμμα της Ελλάδας και στο τέλος του 2011 οπότε οι αγορές επικεντρώθηκαν στα ομόλογα Ισπανίας, Ιταλίας και Πορτογαλίας. Συμπέρασμα: Η μετάδοση της χρηματοοικονομικής κρίσης στις χώρες της περιφέρειας ήταν εμφανής στη διάρκεια της Ευρωπαϊκής κρίσης χρέους.

Το κρίσιμο ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί είναι αν πλέον η Ευρωζώνη είναι περισσότερο προετοιμασμένη για ένα ενδεχόμενο GRexit, από ότι στο παρελθόν. Η απάντηση σε αυτό είναι αρνητική (Gogos, Monokroussos, & Stamatiou (2015)), καθώς ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα ενείχε σημαντικούς κινδύνους για την Ευρωζώνη, οι οποίοι θα μπορούσαν να κάνουν ξανά την εμφάνισή τους ως αποτέλεσμα των μακροχρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών των χωρών της περιφέρειας. Η επιστροφή του κινδύνου αλυσιδωτών αντιδράσεων είναι αναπόφευκτη εφόσον μια νέα κρίση κάνει την εμφάνισή της. Ως υπόθεση εργασίας, χρησιμοποιούν την πραγματοποίηση ενός GRexit καθώς και ενός αιφνίδιου εξωτερικού σοκ 3-4 χρόνια μετά, που επηρεάζει τις χώρες της περιφέρειας όπως η Πορτογαλία ή η Ισπανία. Υποθέτοντας ότι οι διαρθρωτικές αδυναμίες στις προαναφερθείσες χώρες παραμένουν, η αντίδραση των αγορών, με δεδομένο πλέον ότι η ένταξη στο ευρώ δεν είναι αμετάκλητη καθώς έχει προηγηθεί έξοδος της Ελλάδας, θα ήταν μια κερδοσκοπία αναφορικά με το ποια χώρα έχει σειρά. Αλλά ακόμα και αν αυτό δεν συνέβαινε, οι αγορές θα εξακολουθούσαν να ζητούν ένα επιπλέον ασφάλιστρο για τις χώρες αυτές, ως αποζημίωση για τον κίνδυνο μελλοντικής εξόδου. Αυτό θα αύξανε το χρηματοδοτικό τους κόστος και σε περιόδους αυξημένης νευρικότητας θα επιδείνωνε ακόμα περισσότερο τα πράγματα σε όρους μετάδοσης της χρηματοοικονομικής κρίσης. Συνεπώς πώς ο κίνδυνος διάσπασης θα μπορούσε να αποφευχθεί; Η απάντηση είναι με την αποτροπή ενός GRexit και με την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ώστε να αυξηθεί η ικανότητα αδύναμων χωρών να ανταποκρίνονται σε εξωτερικά σοκ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να δείξει ποια είναι τα κύρια γεγονότα που διαμόρφωσαν την ελληνική κρίση, με την έννοια του πώς αυτά επέδρασαν στην εξέλιξη των περιθωρίων βάσης, δηλαδή της διαφοράς των περιθωρίων των αποδόσεων των 10-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με τα αντίστοιχα ομόλογα του Γερμανικού Δημοσίου. Παράλληλα επιχειρούμε να απαντήσουμε στο ακόλουθο ερώτημα: Πώς αντιλήφθηκε η αγορά την ελληνική κρίση χρέους του 2009; Αντέδρασε πριν τα γεγονότα εκδηλωθούν ή ακολούθησε αυτών;

3.1 Εμπειρική Ανάλυση με την Χρήση της Ανάλυσης Χρονολογικών Σειρών

Όσον αφορά το πρώτο σκέλος της εργασίας, ακολουθούμε τη μέθοδο της ανάλυσης χρονολογικών σειρών.⁸ Συγκεκριμένα, η χρονική περίοδος που επιλέξαμε ξεκινά από τον Οκτώβριο του 2009, οπότε και το πραγματικό μέγεθος του δημοσιονομικού ελλείμματος έγινε γνωστό, και καταλήγει στο τέλος του Δεκεμβρίου του 2014, λίγες ημέρες πριν τις εκλογές του 2015.

Σκοπός της εμπειρικής ανάλυσης είναι να δείξει ποια είναι τα κύρια γεγονότα που διαμόρφωσαν την ελληνική κρίση, με την έννοια του πώς αυτά επέδρασαν στην εξέλιξη των περιθωρίων βάσης, δηλαδή της διαφοράς των περιθωρίων των αποδόσεων των 10-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με τα αντίστοιχα ομόλογα του Γερμανικού Δημοσίου.

Χρησιμοποιούμε ημερήσια δεδομένα για το παραπάνω χρονικό διάστημα με εξαίρεση τα Σάββατα και τις Κυριακές, αναφερόμαστε δηλαδή σε εργάσιμες ημέρες, οπότε και υπήρχε διαπραγμάτευση των ελληνικών ομολόγων. Τα βήματα που ακολουθήσαμε παρουσιάζονται παρακάτω.

Το πρώτο βήμα είναι η καταγραφή των κυριότερων γεγονότων που διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη της ελληνικής κρίσης στο διάστημα από την 1^η Οκτωβρίου του 2009 μέχρι και την 31^η Δεκεμβρίου του

⁸ Για την ανάλυση χρονολογικών σειρών καθώς και τους οικονομετρικούς ελέγχους που διενεργήθηκαν, χρησιμοποιήθηκε το ακόλουθο εγχειρίδιο: Chris, B. (2008). *Introductory econometrics for finance. Cambridge, Cambridge University.*

2014. Κύριες πηγές για αυτό το σκοπό αποτέλεσαν η Έκθεση της Τραπέζης της Ελλάδος «Το χρονικό της μεγάλης κρίσης» στην οποία καταγράφονται και αναλύονται όλα τα γεγονότα στο χρονικό διάστημα από το 2008 μέχρι και το 2013.

Ιδιαίτερως χρήσιμα στην προσπάθεια συλλογής των βασικών γεγονότων της κρίσης, ήταν:

1. Το βιβλίο του πρώην υπουργού Οικονομικών Γιώργου Παπακωνσταντίνου, ο οποίος και διαχειρίστηκε όλη την κρίσιμη περίοδο από τον Οκτώβριο του 2009 μέχρι τον Ιούνιο του 2011, με τίτλο «Game Over-Η αλήθεια για την κρίση», (Παπακωνσταντίνου (2016))
2. Η ανάλυση του Δρ. Θεόδωρου Σταματίου «Ο Ρόλος των Προθεσμιακών Συμβολαίων Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου στην Κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και την Ελληνική Δημοσιονομική Κρίση του 2010» (Σταματίου, (2011)).
3. Η ανάλυση της Τράπεζας Πειραιώς «2010-2016: η Ελλάδα και τα γεγονότα» από τους Ηλία Λεκκό, Ειρήνη Στάγγελ και Αναστασία Αγγελοπούλου (Πειραιώς (2017)).

Μετά την καταγραφή των κυριότερων γεγονότων της κρίσης, ακολουθεί η κατηγοριοποίηση αυτών προκειμένου να καταστεί εφικτή η μετατροπή τους σε ψευδομεταβλητές που στη συνέχεια χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική ανάλυση. Οι κατηγορίες στις οποίες εντάξαμε τα γεγονότα είναι οι ακόλουθες:

- Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα, δηλαδή δεν έχουν ευρύτερες επιδράσεις σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης ή/και διεθνώς.
- Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις, δηλαδή επηρεάζουν τόσο την Ελλάδα όσο και άλλες χώρες, κυρίως εκείνες που αντιμετωπίζουν παρόμοια προβλήματα με αυτά της Ελλάδας.
- Υποβαθμίσεις / Αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής διαβάθμισης των ελληνικών ομολόγων από τους τρεις κύριους οίκους αξιολόγησης (Fitch, Moody's, Standard&Poor's).

- Άρθρα του διεθνούς τύπου για την Ελλάδα με αναφορές τόσο στην τρέχουσα οικονομική της κατάσταση όσο και σε πληροφορίες σχετικά με το μέλλον της.
- Γεγονότα που σχετίζονται με την πολιτική αβεβαιότητα στη χώρα.
- Ανάλυση του Υπουργείου Οικονομικών από τους εκάστοτε Υπουργούς.
- Αναθεωρήσεις της Eurostat για το δημοσιονομικό έλλειμμα και το δημόσιο χρέος.

Τα κύρια γεγονότα που διαμόρφωσαν την ελληνική κρίση καθώς και η κατηγοριοποίησή τους, παρουσιάζονται αναλυτικά στο Παράρτημα 1, στο τέλος της εργασίας.

Όπως ήδη αναφέραμε, από τα γεγονότα και την κατηγοριοποίησή τους κατασκευάστηκαν οι αντίστοιχες ψευδομεταβλητές (dummy variables). Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήσαμε τη μεταβολή των περιθωρίων βάσης, δηλαδή της διαφοράς των περιθωρίων των αποδόσεων των 10-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με τα αντίστοιχα ομόλογα του Γερμανικού Δημοσίου.

Βασιζόμενοι στις προβλέψεις της βάσης δεδομένων World Economic Outlook του ΔΝΤ αναφορικά με την εξέλιξη του χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος κατά τη διάρκεια του διαστήματος αναφοράς, υπολογίσαμε τη μεταβολή στα παραπάνω μεγέθη (χρέος και έλλειμμα) ανάμεσα στην εκάστοτε και την αμέσως προηγούμενη πρόβλεψη. Επειδή το δημοσιονομικό έλλειμμα περιλαμβάνεται στο χρέος και προκειμένου να αποφύγουμε προβλήματα πολυσυγγραμικότητας, ακολουθήσαμε την εξής μεθοδολογία:⁹ διενεργήσαμε παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβολή του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, με βάση τις προβλέψεις του ΔΝΤ, και ανεξάρτητη την αντίστοιχη μεταβολή του δημοσιονομικού ελλείμματος. Στη συνέχεια, στην αρχική μας παλινδρόμηση, δηλαδή στο πλήρες οικονομετρικό υπόδειγμα, χρησιμοποιήσαμε ως ανεξάρτητες μεταβλητές τη μεταβολή του

⁹ Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού του δημόσιου χρέους είναι: $Q_t = Q_{t-1} \mp S_{Gt}$, όπου το Q συμβολίζει το χρέος, ο δείκτης t τον χρόνο και το S_G το δημοσιονομικό ισοζύγιο (έλλειμμα / πλεόνασμα) του προϋπολογισμού. Με άλλα λόγια, το χρέος της χρονιάς t είναι ίσο με το άθροισμα του χρέους της προηγούμενης χρονιάς και του δημοσιονομικού ισοζυγίου του προϋπολογισμού (έλλειμμα ή πλεόνασμα).

δημοσιονομικού ελλείμματος και τα σφάλματα (residuals) από την προαναφερθείσα παλινδρόμηση.

Συνοψίζοντας, το οικονομετρικό υπόδειγμα έχει ως ακολούθως:

$$\begin{aligned} Basis_t = & a + b_1 DESFB_t + b_2 DESFA_t + b_3 DESMB_t + b_4 DESMA_t + \\ & b_5 DESSPB_t + b_6 DESSPA_t + b_7 DES_t + b_8 DMIN_t + b_9 DUMDR_t + \\ & b_{10} FISCALDEFICIT_t + b_{11} RESDEBT_t + b_{12} DUMGRE_t + b_{13} DUMEUR_t + \\ & b_{14} DUMPRE_t + b_{15} DUMUNC_t + \varepsilon_t \quad (\text{Σχέση 3.1}) \end{aligned}$$

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1 Βραχυπρόθεσμοι Παράγοντες εξήγησης του περιθωρίου βάσης

ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ
Basis _t	Η μεταβολή του περιθωρίου βάσης, δηλαδή της διαφοράς των περιθωρίων των αποδόσεων των 10-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με τα αντίστοιχα ομόλογα του Γερμανικού Δημοσίου
DESFB _t DESFA _t DESMB _t DESMA _t DESSPB _t DESSPA _t	Ψευδομεταβλητές που δείχνουν την επίδραση της υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου. Η πρώτη αναφέρεται σε διάστημα 5 ημερών πριν την υποβάθμιση ενώ η δεύτερη αναφέρεται σε διάστημα 5 ημερών μετά την υποβάθμιση
DES _t	Ψευδομεταβλητή που δείχνει την επίδραση της υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου από όλους τους οίκους, κατά την ημέρα της ανακοίνωσης
DUMDR _t	Ψευδομεταβλητή που δείχνει την επίδραση των αναθεωρήσεων του δημόσιου χρέους και του ελλείμματος από την Eurostat
FISCALDEFICIT _t	Προβλέψεις για την εξέλιξη του δημοσιονομικού ελλείμματος από το World Economic Outlook του IMF (Μεταβολή ανάμεσα στην εκάστοτε και την αμέσως προηγούμενη πρόβλεψη)
RESDEBT _t	Τα σφάλματα από την παλινδρόμηση της μεταβολής του χρέους ως προς τη μεταβολή του δημοσιονομικού ελλείμματος
DUMGRE _t	Ψευδομεταβλητή που δείχνει την επίδραση γεγονότων που σχετίζονται αποκλειστικά με την ελληνική οικονομία
DUMEUR _t	Ψευδομεταβλητή που δείχνει την επίδραση γεγονότων που έχουν ευρύτερες επιδράσεις, δηλαδή επηρεάζουν τόσο την Ελλάδα όσο και άλλες χώρες, κυρίως εκείνες που αντιμετωπίζουν παρόμοια προβλήματα με αυτά της Ελλάδας
DUMPRE _t	Ψευδομεταβλητή που δείχνει την επίδραση άρθρων-νέων στο διεθνή τύπο για την Ελλάδα
DUMUNC _t	Ψευδομεταβλητή που δείχνει την επίδραση της πολιτικής αβεβαιότητας
DMIN _t	Ψευδομεταβλητή που δείχνει την επίδραση από την ανάληψη του Υπουργείου Οικονομικών από τους εκάστοτε Υπουργούς

3.2 Οι αγορές αντέδρασαν πριν την εκδήλωση των βασικών γεγονότων για την ελληνική κρίση ή μετά από αυτά; Μεθοδολογία Ανάλυσης Περίπτωσης

Παράλληλα με την καταγραφή και ανάλυση του τρόπου με τον οποίο τα κύρια γεγονότα που διαμόρφωσαν την ελληνική κρίση επέδρασαν στο περιθώριο βάσης, προσπαθούμε να απαντήσουμε και στο ακόλουθο ερώτημα: Πώς αντιλήφθηκε η αγορά την ελληνική κρίση χρέους του 2009; Αντέδρασε πριν τα γεγονότα εκδηλωθούν ή ακολούθησε αυτών (forward or backward looking reaction?);

Προκειμένου το παραπάνω ερώτημα να απαντηθεί, ακολουθούμε την εξής μεθοδολογία¹⁰:

- Συλλέγουμε γεγονότα για την περίοδο 2007-2008, κατά την οποία η ελληνική κρίση χρέους δεν διαφαινόταν στον ορίζοντα, και καταγράφουμε τις τιμές των περιθωρίων βάσης κατά την ημερομηνία του γεγονότος καθώς και 10 μέρες πριν αλλά και 10 μέρες μετά από αυτό.
- Συλλέγουμε γεγονότα για την περίοδο του 2009, ξεκινώντας λίγο πριν ξεσπάσει η κρίση στην Ελλάδα, μέχρι την αποκάλυψη του πραγματικού μεγέθους του δημοσιονομικού ελλείμματος και τις πρώτες αντιδράσεις που ακολούθησαν. Καταγράφουμε επίσης τις τιμές του περιθωρίου βάσης κατά την ημερομηνία των γεγονότων καθώς και σε διάστημα 10 ημερών πριν και 10 ημερών μετά την εκδήλωση αυτών. Πλέον έχουμε κατασκευάσει ένα δείγμα 21 παρατηρήσεων για κάθε γεγονός.
- Για κάθε μια από τις δύο περιόδους ξεχωριστά, ακολουθούμε την εξής διαδικασία: για όλα τα γεγονότα, υπολογίζουμε το μέσο περιθώριο βάσης ανά παρατήρηση. Με αυτόν τον τρόπο κατασκευάζουμε δύο δείγματα, ένα για κάθε χρονική περίοδο, 21 παρατηρήσεων έκαστο.
- Το πρώτο δείγμα, που αντιστοιχεί στην περίοδο 2007-2008, περιλαμβάνει 21 μέσες τιμές του περιθωρίου βάσης οι οποίες

¹⁰ Η μεθοδολογία της ανάλυσης περίπτωσης βασίστηκε στην Επιστημονική Εργασία υπό εξέλιξη (Working Paper) των Kothari, S. P., & Warner, J. B. με τίτλο "The econometrics of event studies".

αναφέρονται σε μια εποχή πριν την εκδήλωση αρνητικών για την Ελλάδα εξελίξεων. Θεωρούμε ότι αυτό το δείγμα παρατηρήσεων αντιπροσωπεύει τις αναμενόμενες μελλοντικές τιμές του περιθωρίου βάσης, δεδομένου ότι δεν θα λάβουν χώρα δυσμενή γεγονότα για την Ελλάδα.

- Το δεύτερο δείγμα, που αντιστοιχεί στην περίοδο του 2009, περιλαμβάνει 21 μέσες τιμές του περιθωρίου βάσης οι οποίες αναφέρονται σε μια εποχή που τα πρώτα σημάδια της ελληνικής κρίσης είχαν ήδη αρχίσει να κάνουν την εμφάνισή τους. Συνεπώς, στις τιμές αυτές θα ενσωματώνεται η λεγόμενη “υπερβάλλουσα απόδοση” (abnormal return) που οφείλεται σε δυσμενείς εξελίξεις-γεγονότα για την Ελλάδα. Έτσι, αφαιρώντας το πρώτο από το δεύτερο δείγμα, υπολογίζουμε 21 παρατηρήσεις για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Στόχος μας είναι αρχικά να ελέγξουμε αν η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι στατιστικά σημαντική, δηλαδή διαφορετική από το μηδέν. Για το σκοπό αυτό, αθροίζουμε τις 21 παρατηρήσεις του δείγματος των υπερβαλλουσών αποδόσεων, και παίρνουμε μια τιμή η οποία αντιπροσωπεύει την σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση (cumulative abnormal return (CAR)). Το επόμενο βήμα είναι να ελέγξουμε κατά πόσον αυτή η τιμή είναι στατιστικά σημαντική. Αυτό θα γίνει μέσω ενός δίπλευρου ελέγχου στατιστικής υπόθεσης, όπου η μηδενική και εναλλακτική υπόθεση θα έχουν ως ακολούθως:

- $H_0: CAR=0$
- $H_1: CAR \neq 0$

Αναμένουμε να οδηγηθούμε σε απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης, κάτι που θα σήμαινε πως, σε σχέση με την περίοδο του 2007-2008, την περίοδο του 2009, οπότε και τα πρώτα σημάδια της κρίσης έκαναν την εμφάνισή τους, υπήρχε “υπερβάλλουσα απόδοση” η οποία συνδεόταν με τα δυσμενή για την Ελλάδα γεγονότα.

Προκειμένου όμως να απαντήσουμε στο αρχικό ερώτημα, δηλαδή στο εαν οι αγορές αντέδρασαν πριν τα γεγονότα εκδηλωθούν ή ακολούθησαν αυτών, πρέπει να ελέγξουμε αν και πότε η υπερβάλλουσα απόδοση ήταν μεγαλύτερη: πριν ή μετά την εκδήλωση των γεγονότων; Για το σκοπό αυτό, διαχωρίζουμε το αρχικό δείγμα των 21 παρατηρήσεων σε δύο άλλα δείγματα ισάριθμων παρατηρήσεων, και συγκεκριμένα 10 παρατηρήσεις το καθένα. Το πρώτο περιλαμβάνει τις 10 παρατηρήσεις που αντιστοιχούν στο διάστημα πριν την εκδήλωση των γεγονότων, ενώ το δεύτερο εκείνες που αναφέρονται σε διάστημα 10 ημερών μετά την εκδήλωση. Ακολουθώντας την ίδια λογική με πριν, αθροίζουμε τις 10 παρατηρήσεις κάθε δείγματος και καταλήγουμε στον υπολογισμό δύο τιμών σωρευτικών υπερβαλλουσών αποδόσεων (cumulative abnormal returns (CAR)), για τις περιόδους πριν και μετά την εκδήλωση των γεγονότων αντίστοιχα. Ας τις συμβολίσουμε για ευκολία με μ_1 (για την περίοδο πριν) και μ_2 (για την περίοδο μετά). Πλέον διενεργούμε έναν μονόπλευρο έλεγχο στατιστικής υπόθεσης, όπου η μηδενική και εναλλακτική υπόθεση θα έχουν ως εξής:

- $H_0: \mu_1 \geq \mu_2$
- $H_1: \mu_1 < \mu_2$

Δύο ενδεχόμενα είναι πιθανά:

1. Απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης, που σημαίνει ότι η υπερβάλλουσα απόδοση είναι μικρότερη στο διάστημα πριν από τα γεγονότα, σε σχέση με αυτή στο διάστημα μετά την εκδήλωσή τους. Αυτό σημαίνει ότι η αντίδραση των αγορών ακολούθησε της εκδήλωσης των δυσμενών για την ελληνική οικονομία γεγονότων και άρα οι αγορές είναι backward-looking.
2. Μη απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης, που σημαίνει ότι η υπερβάλλουσα απόδοση είναι μεγαλύτερη στο διάστημα πριν την εκδήλωση των γεγονότων, σε σχέση με αυτή στο διάστημα μετά την εκδήλωσή τους. Αυτό σημαίνει ότι η αντίδραση των αγορών προηγήθηκε της εκδήλωσης των δυσμενών για την ελληνική οικονομία γεγονότων και άρα οι αγορές είναι forward-looking.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

4.1 Αποτελέσματα Ανάλυσης Χρονολογικών Σειρών

Πριν την εκτέλεση του οικονομετρικού υποδείγματος, το οποίο περιγράφεται αναλυτικά στο κεφάλαιο 3 της εργασίας, διενεργήσαμε έλεγχο προκειμένου να διαπιστώσουμε αν είναι απαραίτητη η συμπερίληψη αυτοπαλίνδρομου μοντέλου. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται παρακάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1 Διάγραμμα γραμμικής συσχέτισης εξαρτημένης μεταβλητής (basis)

Date: 01/07/17 Time: 15:48
 Sample: 10/01/2009 12/31/2014
 Included observations: 1370

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.157	0.157	33.806	0.000
		2	0.009	-0.01...	33.914	0.000
		3	-0.08...	-0.09...	44.741	0.000
		4	-0.09...	-0.06...	56.229	0.000
		5	0.021	0.048	56.850	0.000
		6	0.052	0.037	60.646	0.000
		7	0.047	0.021	63.757	0.000
		8	0.056	0.046	68.088	0.000
		9	-0.00...	-0.00...	68.105	0.000
		1...	-0.05...	-0.04...	72.758	0.000
		1...	0.018	0.046	73.193	0.000
		1...	0.012	0.007	73.384	0.000
		1...	0.038	0.021	75.419	0.000
		1...	0.034	0.017	77.016	0.000
		1...	0.023	0.024	77.775	0.000
		1...	-0.03...	-0.04...	79.579	0.000
		1...	0.008	0.028	79.661	0.000
		1...	-0.02...	-0.02...	80.699	0.000
		1...	-0.03...	-0.03...	82.079	0.000
		2...	0.038	0.040	84.120	0.000
		2...	0.055	0.046	88.324	0.000
		2...	0.009	-0.02...	88.426	0.000
		2...	0.023	0.027	89.148	0.000
		2...	-0.03...	-0.02...	90.956	0.000
		2...	-0.01...	0.001	91.200	0.000
		2...	-0.03...	-0.04...	92.863	0.000
		2...	-0.00...	0.011	92.872	0.000
		2...	0.032	0.015	94.349	0.000
		2...	0.011	-0.00...	94.524	0.000
		3...	-0.00...	-0.00...	94.543	0.000
		3...	-0.00...	0.004	94.638	0.000
		3...	0.001	0.007	94.641	0.000
		3...	-0.02...	-0.01...	95.185	0.000
		3...	0.005	0.002	95.227	0.000
		3...	0.040	0.037	97.491	0.000
		3...	0.037	0.020	99.446	0.000

Από το διάγραμμα γραμμικής συσχέτισης της εξαρτημένης μεταβλητής (basis) παρατηρούμε ότι είναι απαραίτητο να συμπεριληφθεί αυτοπαλίνδρομο μοντέλο. Προσπαθούμε να βρούμε την τάξη του αυτοπαλίνδρου που ελαχιστοποιεί το AIC.

Για τον παραπάνω σκοπό συντάξαμε πρόγραμμα στην E-Views, η εκτέλεση του οποίου μας δίνει την τάξη του αυτοπαλίνδρου για την οποία έχουμε το ελάχιστο AIC. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται παρακάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2 Αυτοπαλίνδρομο Μοντέλο

Dependent Variable: BASIS				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/17 Time: 23:10				
Sample (adjusted): 10/08/2009 12/31/2014				
Included observations: 1365 after adjustments				
Convergence achieved after 3 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002240	0.001073	2.088506	0.0369
AR(1)	0.154828	0.027096	5.713940	0.0000
AR(2)	0.002040	0.027351	0.074590	0.9406
AR(3)	-0.079870	0.027388	-2.916229	0.0036
AR(4)	-0.073342	0.027474	-2.669559	0.0077
AR(5)	0.048134	0.027213	1.768777	0.0772
R-squared	0.039085	Mean dependent var		0.002254
Adjusted R-squared	0.035550	S.D. dependent var		0.038267
S.E. of regression	0.037580	Akaike info criterion		-3.720281
Sum squared resid	1.919300	Schwarz criterion		-3.697341
Log likelihood	2545.092	Hannan-Quinn criter.		-3.711695
F-statistic	11.05553	Durbin-Watson stat		2.003213
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.40	.33+.51i	.33-.51i	-.45-.35i
	-.45+.35i			

Το ελάχιστο AIC, όπως φαίνεται και παραπάνω, είναι -3,720281 και επιτυγχάνεται για πέμπτης τάξης αυτοπαλίνδρομο μοντέλο. Μένει να διαπιστώσουμε αν η συμπερίληψη MA όρων είναι εξίσου απαραίτητη. Για το σκοπό αυτό, εξετάζουμε το διάγραμμα γραμμικής συσχέτισης των καταλοίπων της παραπάνω παλινδρόμησης. Αυτό έχει ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3 Διάγραμμα γραμμικής συσχέτισης καταλοίπων αυτοπαλίνδρομου μοντέλου

Date: 01/07/17 Time: 16:24
 Sample: 10/01/2009 12/31/2014
 Included observations: 1365

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		-0.00...	-0.00...	0.0042	0.948
2		0.002	0.002	0.0075	0.996
3		0.002	0.002	0.0145	1.000
4		0.005	0.005	0.0479	1.000
5		0.000	0.000	0.0480	1.000
6		0.028	0.028	1.0990	0.982
7		0.016	0.016	1.4595	0.984
8		0.052	0.052	5.1948	0.737
9		0.009	0.009	5.2976	0.808
1...		-0.05...	-0.05...	9.4148	0.493
1...		0.037	0.037	11.350	0.414
1...		0.004	0.003	11.372	0.497
1...		0.025	0.024	12.241	0.508
1...		0.024	0.022	13.054	0.522
1...		0.023	0.021	13.787	0.542
1...		-0.04...	-0.04...	16.356	0.428
1...		0.030	0.029	17.603	0.414
1...		-0.02...	-0.01...	18.182	0.444
1...		-0.03...	-0.03...	19.763	0.409
2...		0.034	0.029	21.372	0.376
2...		0.050	0.051	24.901	0.251
2...		-0.01...	-0.01...	25.092	0.293
2...		0.025	0.026	25.989	0.301
2...		-0.02...	-0.02...	27.164	0.297
2...		0.003	0.003	27.177	0.347
2...		-0.03...	-0.04...	28.813	0.320
2...		-0.00...	0.000	28.853	0.368
2...		0.029	0.020	30.025	0.362
2...		0.005	-0.00...	30.058	0.411
3...		-0.00...	-0.00...	30.146	0.458
3...		-0.00...	0.000	30.156	0.509
3...		0.016	0.014	30.527	0.541
3...		-0.02...	-0.01...	31.120	0.561
3...		-0.00...	-0.00...	31.120	0.610
3...		0.038	0.036	33.142	0.558
3...		0.033	0.029	34.711	0.530

Όπως παρατηρούμε, η συμπερίληψη MA όρων στο αρχικό υπόδειγμα δεν είναι απαραίτητη.

Όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο 3, επειδή το δημοσιονομικό έλλειμμα περιλαμβάνεται στο χρέος και προκειμένου να αποφύγουμε πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας, ακολουθήσαμε την εξής μεθοδολογία: διενεργήσαμε παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβολή του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ (μεταβλητή `gr_govt_debt_to_gdp`), και ανεξάρτητη την αντίστοιχη μεταβολή του δημοσιονομικού ελλείμματος (μεταβλητή `fiscal_deficit`).

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4 Παλινδρόμηση μεταβολής χρέους ως προς μεταβολή δημοσιονομικού ελλείμματος

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.045656	0.001583	28.85022	0.0000
FISCAL_DEFICIT	0.098615	0.005570	17.70367	0.0000
R-squared	0.186402	Mean dependent var		0.046570
Adjusted R-squared	0.185807	S.D. dependent var		0.064881
S.E. of regression	0.058544	Akaike info criterion		-2.836632
Sum squared resid	4.688615	Schwarz criterion		-2.829008
Log likelihood	1945.093	Hannan-Quinn criter.		-2.833779
F-statistic	313.4198	Durbin-Watson stat		0.021325
Prob(F-statistic)	0.000000			

Από την παραπάνω παλινδρόμηση υπολογίζουμε τα κατάλοιπα (μεταβλητή `res_debt`), τα οποία μαζί με τη μεταβολή του δημοσιονομικού ελλείμματος χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές στο τελικό υπόδειγμα.

Πριν παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, είναι απαραίτητο να ελέγξουμε ποιες από τις μεταβλητές εμφανίζουν τάση και ποιες είναι στάσιμες. Υπενθυμίζουμε πως τόσο για τα περιθώρια βάσης, όσο και για τις προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου σχετικά με το δημοσιονομικό έλλειμμα, έχουμε υπολογίσει και συμπεριλάβει τις αντίστοιχες μεταβολές. Σημειώνεται πως για όλους τους ελέγχους στασιμότητας, χρησιμοποιούμε το Augmented Dickey-Fuller (ADF) test.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5 Έλεγχος στασιμότητας basis

Null Hypothesis: BASIS has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=23)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-31.56013	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.434917	
5% level	-2.863444	
10% level	-2.567833	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(BASIS)
 Method: Least Squares
 Date: 01/07/17 Time: 17:00
 Sample (adjusted): 10/02/2009 12/31/2014
 Included observations: 1369 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BASIS(-1)	-0.843070	0.026713	-31.56013	0.0000
C	0.001869	0.001022	1.827967	0.0678
R-squared	0.421508	Mean dependent var		1.23E-05
Adjusted R-squared	0.421085	S.D. dependent var		0.049639
S.E. of regression	0.037769	Akaike info criterion		-3.713212
Sum squared resid	1.949990	Schwarz criterion		-3.705584
Log likelihood	2543.694	Hannan-Quinn criter.		-3.710357
F-statistic	996.0419	Durbin-Watson stat		1.994519
Prob(F-statistic)	0.000000			

Με άλλα λόγια, η μεταβολή του περιθωρίου βάσης δεν έχει τάση αλλά είναι στάσιμη σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6 Έλεγχος στασιμότητας ResDebt

Null Hypothesis: RES_DEBT has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=23)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.661749	0.0811
Test critical values:		
1% level	-3.434917	
5% level	-2.863444	
10% level	-2.567833	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RES_DEBT)

Method: Least Squares

Date: 01/07/17 Time: 17:15

Sample (adjusted): 10/02/2009 12/31/2014

Included observations: 1369 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES_DEBT(-1)	-0.010488	0.003940	-2.661749	0.0079
C	-1.70E-05	0.000231	-0.073929	0.9411
R-squared	0.005156	Mean dependent var		-1.74E-05
Adjusted R-squared	0.004428	S.D. dependent var		0.008549
S.E. of regression	0.008530	Akaike info criterion		-6.688929
Sum squared resid	0.099471	Schwarz criterion		-6.681300
Log likelihood	4580.572	Hannan-Quinn criter.		-6.686074
F-statistic	7.084910	Durbin-Watson stat		1.989399
Prob(F-statistic)	0.007865			

Επομένως, τα κατάλοιπα από την παλινδρόμηση της μεταβολής του χρέους ως προς την αντίστοιχη μεταβολή του δημοσιονομικού ελλείμματος, είναι στάσιμα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7 Έλεγχος στασιμότητας Fiscal Deficit

Null Hypothesis: FISCAL_DEFICIT has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=23)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.946247	0.3111
Test critical values:		
1% level	-3.434917	
5% level	-2.863444	
10% level	-2.567833	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(FISCAL_DEFICIT)
 Method: Least Squares
 Date: 01/07/17 Time: 17:20
 Sample (adjusted): 10/02/2009 12/31/2014
 Included observations: 1369 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FISCAL_DEFICIT(-1)	-0.004938	0.002537	-1.946247	0.0518
C	-0.000183	0.000721	-0.253680	0.7998
R-squared	0.002763	Mean dependent var		-0.000229
Adjusted R-squared	0.002034	S.D. dependent var		0.026690
S.E. of regression	0.026663	Akaike info criterion		-4.409618
Sum squared resid	0.971823	Schwarz criterion		-4.401990
Log likelihood	3020.384	Hannan-Quinn criter.		-4.406763
F-statistic	3.787876	Durbin-Watson stat		1.995810
Prob(F-statistic)	0.051830			

Δηλαδή, η μεταβολή του δημοσιονομικού ελλείμματος με βάση τις προβλέψεις του World Economic Outlook του ΔΝΤ, παρουσιάζει τάση. Επειδή όμως η διόρθωσή της συνεπάγεται απώλεια σημαντικής πληροφορήσης, επιλέγουμε να κρατήσουμε την μεταβλητή ως έχει.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8 Αποτελέσματα εκτίμησης σχέσης 3.1

Dependent Variable: BASIS
 Method: Least Squares
 Date: 01/27/17 Time: 23:30
 Sample (adjusted): 10/08/2009 12/31/2014
 Included observations: 1365 after adjustments
 Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002273	0.001165	1.950853	0.0513
FISCAL_DEFICIT	0.009722	0.003628	2.680103	0.0074
RES_DEBT	0.017147	0.018011	0.952010	0.3413
DES	0.002759	0.007131	0.386982	0.6988
DESFA	-0.001754	0.005860	-0.299222	0.7648
DESF	-0.009737	0.005792	-1.681180	0.0930
DESMA	0.003012	0.006858	0.439231	0.6606
DESM	-0.002883	0.006926	-0.416259	0.6773
DESSPA	0.002445	0.005803	0.421305	0.6736
DESSPB	0.007370	0.005848	1.260325	0.2078
DMIN	-0.028995	0.021178	-1.369096	0.1712
DUMDR	0.016092	0.011121	1.446919	0.1482
DUMEUR	-0.018115	0.009074	-1.996381	0.0461
DUMGRE	-0.001590	0.005001	-0.318008	0.7505
DUMPRE	0.053366	0.016659	3.203464	0.0014
DUMUNC	-0.005763	0.009283	-0.620795	0.5348
AR(1)	0.149680	0.027421	5.458525	0.0000
AR(2)	-0.007083	0.027645	-0.256199	0.7978
AR(3)	-0.084159	0.027652	-3.043459	0.0024
AR(4)	-0.089749	0.027728	-3.236730	0.0012
AR(5)	0.039814	0.027494	1.448110	0.1478
R-squared	0.062372	Mean dependent var		0.002254
Adjusted R-squared	0.048419	S.D. dependent var		0.038267
S.E. of regression	0.037329	Akaike info criterion		-3.722835
Sum squared resid	1.872788	Schwarz criterion		-3.642544
Log likelihood	2561.835	Hannan-Quinn criter.		-3.692783
F-statistic	4.470214	Durbin-Watson stat		2.001184
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.36-.50i -.45-.36i	.36+.50i	.32	-.45+.36i

4.2 Σχολιασμός Αποτελεσμάτων

Οι συντελεστές (coefficients) δείχνουν την αντίδραση του περιθωρίου βάσης σε μεταβολή της κάθε μεταβλητής. Με άλλα λόγια, θετική τιμή του συντελεστή δείχνει ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της μεταβλητής και του περιθωρίου βάσης. Από την άλλη πλευρά, αρνητική τιμή του συντελεστή δείχνει ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της μεταβλητής και του περιθωρίου βάσης.

Ξεκινώντας από τις ψευδομεταβλητές που εξετάζουν την επίδραση της υποβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας στο περιθώριο βάσης, παρατηρούμε πως ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής DESFB, που αναφέρεται σε χρονικό διάστημα 5 ημερών πριν την ανακοίνωση της υποβάθμισης από την Fitch, είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός σε 10% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Η αρνητική σχέση δείχνει ότι το περιθώριο βάσης μειωνόταν πέντε ημέρες πριν από την ανακοίνωση της Fitch: οι αγορές δεν περίμεναν την υποβάθμιση. Όσον αφορά τις υπόλοιπες ψευδομεταβλητές, και για τους τρεις οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Fitch, Moody's, S&P), οι συντελεστές δεν είναι στατιστικά σημαντικοί για όλα τα επίπεδα σημαντικότητας. Αυτό ισχύει είτε αναφερόμαστε στην ημέρα κατά την οποία ανακοινώθηκε η υποβάθμιση, είτε σε διάστημα 5 ημερών πριν και 5 ημερών μετά την ανακοίνωση. Με άλλα λόγια, η υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου δεν φαίνεται να έχει επίδραση στην εξέλιξη του περιθωρίου βάσης, είτε αναφερόμαστε σε χρονικό διάστημα πριν ή μετά την ανακοίνωση είτε κατά την ημέρα της ανακοίνωσης, με εξαίρεση τις υποβαθμίσεις της Fitch σε διάστημα 5 ημερών πριν την ανακοίνωση αυτών, όπου διαπιστώνεται αρνητική επίδραση στο περιθώριο βάσης.

Ο συντελεστής της μεταβλητής FiscalDeficit είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός σε 5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Αυτό σημαίνει ότι η θετική μεταβολή του δημοσιονομικού ελλείμματος, στις προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του περιθωρίου βάσης. Αντίστοιχα τυχόν μείωση οδηγούσε σε συνακόλουθη αποκλιμάκωση του περιθωρίου βάσης. Ομοίως, ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής DUMEUR, που δείχνει την επίδραση γεγονότων που έχουν

ευρύτερες επιπτώσεις και δεν αφορούν αποκλειστικά την ελληνική οικονομία, είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός σε 5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Αυτό δείχνει ότι η πραγματοποίηση τέτοιων γεγονότων, όπως αποφάσεις Συνόδων Κορυφής ή της ΕΚΤ, με ευρύτερες ευρωπαϊκές και διεθνείς επιπτώσεις, είχαν ως συνέπεια την αποκλιμάκωση, κατά μέσο όρο, του περιθωρίου βάσης. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί ως εξής: οι αγορές ανέμεναν ότι τέτοια γεγονότα όπως πχ η ανακοίνωση του Προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης της ΕΚΤ από τον Πρόεδρό της Mario Draghi στις 26 Ιουλίου 2012, δημιουργούν το κατάλληλο περιβάλλον για την επίλυση της δημοσιονομικής κρίσης τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ευρωζώνη¹¹. Για την ψευδομεταβλητή DUMGRE, που εξετάζει την επίπτωση γεγονότων που αφορούν αποκλειστικά την Ελλάδα, ο συντελεστής είναι αρνητικός αλλά στατιστικά μη σημαντικός. Τα γεγονότα που αφορούν αποκλειστικά την Ελλάδα δεν οδηγούν σε μείωση του περιθωρίου.

Ο συντελεστής της μεταβλητής DUMPRE, που εξετάζει την επίδραση γεγονότων που σχετίζονται με άρθρα-δημοσιεύματα του διεθνούς τύπου για την Ελλάδα, είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 5%. Με άλλα λόγια, δημοσιεύματα μεγάλων διεθνών μέσων, όπως το Spiegel και οι Financial Times, με πληροφορίες σχετικά με το μέλλον της Ελλάδας, οδηγούσαν σε αύξηση του περιθωρίου βάσης. Αντίθετα, γεγονότα που σχετίζονταν με την πολιτική αβεβαιότητα στην χώρα, όπως οι διαπραγματεύσεις για τον σχηματισμό της κυβέρνησης του Λουκά Παπαδήμου ή οι διπλές βουλευτικές εκλογές το καλοκαίρι του 2012, δεν φαίνεται να έχουν κάποια επίπτωση στα επιτόκια δανεισμού, καθώς ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής DUMUNC είναι αρνητικός αλλά στατιστικά μη σημαντικός.

Τέλος, οι ψευδομεταβλητές DMIN και DUMDR που αφορούν την επίδραση από την ανάληψη του Υπουργείου Οικονομικών από τους εκάστοτε Υπουργούς και τις αναθεωρήσεις χρέους και ελλείμματος από την Eurostat αντίστοιχα, είναι αρνητικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές. Το ίδιο ισχύει και για την μεταβλητή ResDebt, που αντιπροσωπεύει όλους τους άλλους

¹¹ Για περισσότερες πληροφορίες για την συγκεκριμένη ομιλία:

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

παράγοντες, εκτός από το δημοσιονομικό έλλειμμα, οι οποίοι επηρεάζουν το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η τελευταία είναι θετική αλλά στατιστικά ασήμαντη. Με άλλα λόγια, το χρέος δεν επηρεάζει τη μεταβολή του περιθωρίου, υποβιβάζοντας τη σημασία του και ως εργαλείου διαπραγμάτευσης από την κυβέρνηση συνεργασίας που προέκυψε μετά τις εκλογές του Ιανουαρίου του 2015.

4.3 Βασικοί Οικονομετρικοί έλεγχοι για την παλινδρόμηση που περιγράφεται από την σχέση 3.1

Στο σημείο αυτό θα αναφερθούμε στους βασικούς οικονομετρικούς ελέγχους που διενεργήσαμε. Συγκεκριμένα:

- Έλεγχος Αυτοσυσχέτισης (Durbin-Watson & Breusch-Godfrey tests)

Όπως φαίνεται παραπάνω από την εκτέλεση του οικονομετρικού υποδείγματος, η τιμή του Durbin-Watson statistic προσεγγίζει το 2, γεγονός που καταδεικνύει την απουσία αυτοσυσχέτισης πρώτης τάξης. Προκειμένου να γίνει έλεγχος για αυτοσυσχέτιση μεγαλύτερης τάξης, προχωρούμε στην εκτέλεση του Breusch-Godfrey test. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται παρακάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9 Έλεγχος αυτοσυσχέτισης

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.183725	Prob. F(10,1334)	0.2973
Obs*R-squared	12.00580	Prob. Chi-Square(10)	0.2847

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 01/27/17 Time: 23:55

Sample: 10/08/2009 12/31/2014

Included observations: 1365

Presample missing value lagged residuals set to zero.

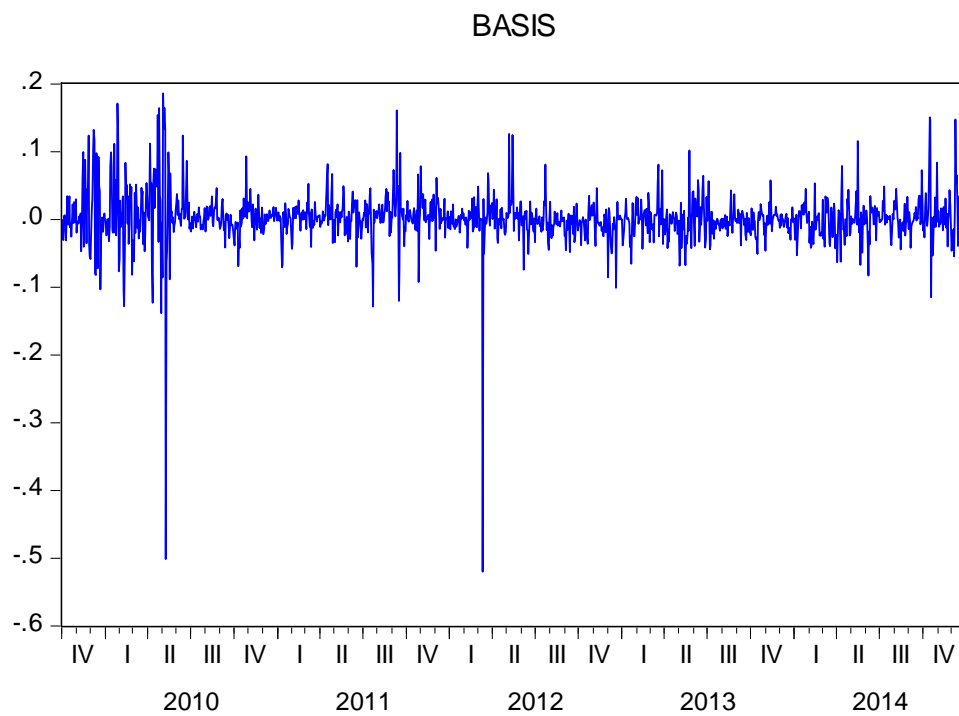
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.57E-05	0.001168	0.039119	0.9688
FISCAL_DEFICIT	1.29E-05	0.003636	0.003555	0.9972
RES_DEBT	-0.000722	0.018013	-0.040069	0.9680
DES	-0.000415	0.007154	-0.058008	0.9538
DESFA	0.000114	0.005884	0.019421	0.9845
DESF	-0.000322	0.005793	-0.055531	0.9557
DESMA	0.000215	0.006881	0.031294	0.9750
DESM	-0.001137	0.006965	-0.163214	0.8704
DESSPA	0.000156	0.005805	0.026889	0.9786
DESSPB	9.91E-05	0.005860	0.016903	0.9865
DMIN	-0.000933	0.021229	-0.043953	0.9649
DUMDR	1.24E-05	0.011133	0.001115	0.9991
DUMEUR	0.000238	0.009075	0.026251	0.9791
DUMGRE	0.000700	0.005076	0.137877	0.8904
DUMPRE	-0.000469	0.016710	-0.028090	0.9776
DUMUNC	-0.000712	0.009292	-0.076671	0.9389
AR(1)	39.34074	266.7316	0.147492	0.8828
AR(2)	7.473326	50.16404	0.148978	0.8816
AR(3)	2.701866	17.46465	0.154705	0.8771
AR(4)	4.603240	27.66163	0.166412	0.8679
AR(5)	5.392525	33.22186	0.162319	0.8711
RESID(-1)	-39.34119	266.7321	-0.147493	0.8828
RESID(-2)	-13.35619	90.05848	-0.148306	0.8821
RESID(-3)	-4.423417	29.04516	-0.152294	0.8790
RESID(-4)	-1.854833	8.948332	-0.207283	0.8358
RESID(-5)	-0.980831	2.901570	-0.338035	0.7354
RESID(-6)	-0.117396	0.571147	-0.205544	0.8372
RESID(-7)	0.009528	0.329481	0.028919	0.9769
RESID(-8)	0.133661	0.179664	0.743948	0.4570
RESID(-9)	0.045696	0.113373	0.403060	0.6870
RESID(-10)	-0.086353	0.087853	-0.982933	0.3258
R-squared	0.008795	Mean dependent var	5.60E-17	
Adjusted R-squared	-0.013496	S.D. dependent var	0.037054	
S.E. of regression	0.037303	Akaike info criterion	-3.717018	
Sum squared resid	1.856316	Schwarz criterion	-3.598493	
Log likelihood	2567.864	Hannan-Quinn criter.	-3.672654	
F-statistic	0.394575	Durbin-Watson stat	1.998365	
Prob(F-statistic)	0.998699			

Είναι σαφές ότι με βάση την τιμή του P-Value δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των σφαλμάτων, γεγονός απόλυτα αναμενόμενο καθώς έχουμε συμπεριλάβει αυτοπαλίνδρομο μοντέλο πέμπτης τάξης.

- Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας

Παρακάτω παρουσιάζουμε το γράφημα της εξαρτημένης μεταβλητής (basis)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1 Γράφημα εξαρτημένης μεταβλητής



Παρατηρείται ότι υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα η οποία οφείλεται σε ακραίες παρατηρήσεις κυρίως την περίοδο πριν και μετά το PSI (Μάρτιος 2012)

Στο ίδιο αποτέλεσμα καταλήγουμε και αν εκτελέσουμε τον έλεγχο Breusch-Pagan-Godfrey:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10 Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	4.432975	Prob. F(15,1349)	0.0000	
Obs*R-squared	64.12257	Prob. Chi-Square(15)	0.0000	
Scaled explained SS	1598.955	Prob. Chi-Square(15)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 01/27/17 Time: 23:59				
Sample: 10/08/2009 12/31/2014				
Included observations: 1365				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000872	0.000298	2.923688	0.0035
FISCAL_DEFICIT	0.002706	0.000930	2.908926	0.0037
RES_DEBT	0.003892	0.004611	0.844127	0.3987
DES	0.001080	0.001885	0.572725	0.5669
DESFA	0.000289	0.001421	0.203216	0.8390
DESF	0.005573	0.001405	3.965946	0.0001
DESMA	-0.000665	0.001670	-0.398311	0.6905
DESM	-0.000150	0.001681	-0.089075	0.9290
DESSPA	0.000979	0.001415	0.692213	0.4889
DESSPB	0.001242	0.001421	0.874352	0.3821
DMIN	5.07E-05	0.005604	0.009043	0.9928
DUMDR	0.000861	0.002930	0.293883	0.7689
DUMEUR	0.014188	0.002368	5.992373	0.0000
DUMGRE	0.000104	0.001305	0.079518	0.9366
DUMPRE	0.000295	0.004362	0.067606	0.9461
DUMUNC	-0.000615	0.002308	-0.266693	0.7897
R-squared	0.046976	Mean dependent var	0.001372	
Adjusted R-squared	0.036379	S.D. dependent var	0.009844	
S.E. of regression	0.009663	Akaike info criterion	-6.429294	
Sum squared resid	0.125971	Schwarz criterion	-6.368120	
Log likelihood	4403.993	Hannan-Quinn criter.	-6.406397	
F-statistic	4.432975	Durbin-Watson stat	1.962998	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Πάλι προκύπτει η ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας, δηλαδή ότι η διακύμανση των σφαλμάτων δεν είναι σταθερή. Επειδή όμως η διόρθωση της ετεροσκεδαστικότητας θα οδηγούσε σε παράλειψη παρατηρήσεων κατά την περίοδο του PSI, οι οποίες είναι πολύ σημαντικές για την έρευνά μας και την εξαγωγή συμπερασμάτων, επιλέγουμε να αφήσουμε το μοντέλο μας ως έχει και να μην το προσαρμόσουμε για ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας.

- Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας

Για να ελέγξουμε την ύπαρξη ή μη πολυσυγγραμικότητας, κατασκευάσαμε τον πίνακα συσχετίσεων όλων των ανεξάρτητων μεταβλητών του υποδείγματος. Αυτός έχει ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11 Πίνακας συσχετίσεων ανεξάρτητων μεταβλητών

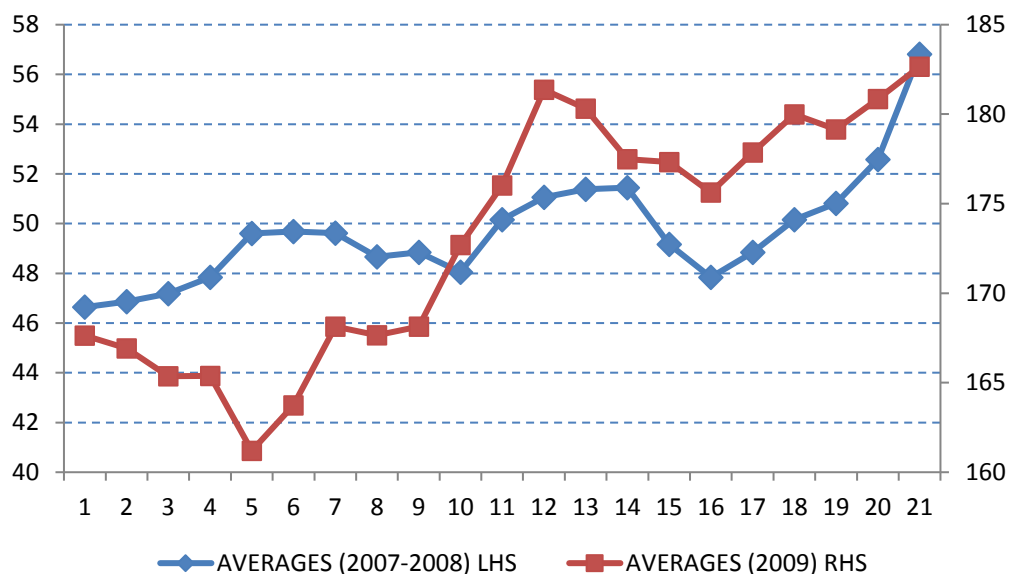
	FISCAL_DEFICIT	RES_DEBT	DES	DESFA	DESB	DESMA	DESMB	DESSPA	DESSPB	DMIN	DUMDR	DUMEUR	DUMGRE	DUMPRE	DUMUNC
FISCAL_DEFICIT	1	2.83E-15	0.019381	0.001262	0.001262	0.022863	0.022863	0.051330	0.047647	0.001674	0.000143	0.065391	0.060941	0.049015	0.026283
RES_DEBT	2.83E-15	1	0.053404	0.054865	0.054865	0.057945	0.057945	0.094299	0.089323	0.002839	-0.001353	0.012116	0.163500	0.054930	-0.085224
DES	0.019381	0.053404	1	0.000409	-0.027596	0.010325	0.010325	0.000409	0.028413	-0.007673	-0.012756	-0.015893	-0.030345	-0.008581	-0.016360
DESFA	0.001262	0.054865	0.000409	1	-0.037879	-0.031513	0.141179	0.003636	0.128182	-0.010532	-0.017510	0.013346	0.015411	-0.011779	-0.022457
DESB	0.001262	0.054865	-0.027596	-0.037879	1	-0.031513	-0.031513	0.003636	0.003636	-0.010532	-0.017510	-0.021816	0.091496	0.052771	-0.022457
DESMA	0.022863	0.057945	0.010325	-0.031513	-0.031513	1	-0.026217	0.067168	0.067168	-0.008762	-0.014567	-0.018150	0.010561	-0.009800	-0.018683
DESMB	0.022863	0.057945	0.010325	0.141179	-0.031513	-0.026217	1	0.042498	0.067168	-0.008762	-0.014567	0.023640	-0.034652	-0.009800	-0.018683
DESSPA	0.051330	0.094299	0.000409	0.003636	0.003636	0.067168	0.042498	1	-0.037879	0.061611	-0.017510	0.013346	0.034432	0.052771	0.045911
DESSPB	0.047647	0.089323	0.028413	0.128182	0.003636	0.067168	0.067168	-0.037879	1	-0.010532	0.026106	0.013346	0.034432	0.052771	-0.022457
DMIN	0.001674	0.002839	-0.007673	-0.010532	-0.010532	-0.008762	-0.008762	0.061611	-0.010532	1	-0.004868	-0.006066	-0.011581	-0.003275	-0.006244
DUMDR	0.000143	-0.001353	-0.012756	-0.017510	-0.017510	-0.014567	-0.014567	-0.017510	0.026106	-0.004868	1	-0.010085	-0.019254	-0.005445	-0.010381
DUMEUR	0.065391	0.012116	-0.015893	0.013346	-0.021816	-0.018150	0.023640	0.013346	0.013346	-0.006066	-0.010085	1	-0.023989	-0.006784	-0.012934
DUMGRE	0.060941	0.163500	-0.030345	0.015411	0.091496	0.010561	-0.034652	0.034432	0.034432	-0.011581	-0.019254	-0.023989	1	-0.012953	-0.024694
DUMPRE	0.049015	0.054930	-0.008581	-0.011779	0.052771	-0.009800	-0.009800	0.052771	0.052771	-0.003275	-0.005445	-0.006784	-0.012953	1	-0.006983
DUMUNC	0.026283	-0.085224	-0.016360	-0.022457	-0.022457	-0.018683	-0.018683	0.045911	-0.022457	-0.006244	-0.010381	-0.012934	-0.024694	-0.006983	1

Από τον παραπάνω πίνακα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών του υποδείγματος.

4.4 Αποτελέσματα Ανάλυσης Μελέτης Περίπτωσης

Όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο 3, για τις δύο περιόδους (2007-2008 και 2009), με βάση τα γεγονότα που έχουμε συλλέξει, υπολογίζουμε αντίστοιχα δύο δείγματα 21 παρατηρήσεων μέσου περιθωρίου έκαστο. Το πρώτο αναφέρεται σε μια περίοδο που τα δυσμενή για την Ελλάδα γεγονότα δεν ήταν ακόμα ορατά, ενώ το δεύτερο σε μια περίοδο με αρνητικές για την χώρα εξελίξεις. Παρακάτω παρουσιάζεται το γράφημα των παραπάνω παρατηρήσεων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2 Μέσο spread περιόδων 2007-2008 και 2009



Η κόκκινη γραμμή αναπαριστά το μέσο περιθώριο για την περίοδο του 2009 (δεξιός άξονας), και συγκεκριμένα 21 παρατηρήσεις, ενώ η μπλε τις αντίστοιχες παρατηρήσεις για την περίοδο 2007-2008 (αριστερός άξονας). Όπως είναι αναμενόμενο, τα περιθώρια βάσης είναι πολύ υψηλότερα κατά την περίοδο του 2009, λόγω των αρνητικών εξελίξεων για την Ελλάδα με αποκορύφωμα τη γνωστοποίηση του πραγματικού μεγέθους του δημοσιονομικού ελλείμματος.

Αφαιρώντας το πρώτο από το δεύτερο δείγμα, καταλήγουμε στον υπολογισμό ενός δείγματος, ισάριθμων παρατηρήσεων, από υπερβάλλουσες αποδόσεις (abnormal returns). Αρχικά θέλουμε να ελέγξουμε αν αυτές οι υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές, δηλαδή διαφορετικές από το μηδέν.

Για το σκοπό αυτό διενεργούμε ένα δίπλευρο έλεγχο στατιστικών υποθέσεων, όπου η μηδενική και η εναλλακτική υπόθεση έχουν ως ακολούθως:

- $H_0: CAR=0$
- $H_1: CAR \neq 0$

Ως CAR συμβολίζουμε τη σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση (cumulative abnormal return), δηλαδή το άθροισμα των 21 παρατηρήσεων υπερβαλλουσών αποδόσεων. Το t-statistic υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\frac{CAR(t_1, t_2)}{[\sigma^2(t_1, t_2)]^{1/2}}$$

όπου

$$\sigma^2(t_1, t_2) = L \sigma^2(AR_t)$$

Στην περίπτωση μας: $t_1=1$, $t_2=21$ και $L = t_2 - t_1 + 1 = 21 - 1 + 1 = 21$ ενώ το $\sigma^2(AR_t)$ συμβολίζει τη διακύμανση του δείγματος των υπερβαλλουσών αποδόσεων.

Μετά τους υπολογισμούς προκύπτει ότι $t\text{-stat}=101,0152847$, επομένως $|t\text{-stat}| > 1,9673$. Συνεπώς, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται και άρα η σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση είναι στατιστικά σημαντική.

Επιχειρούμε στη συνέχεια να απαντήσουμε στο ακόλουθο ερώτημα: Πώς αντιλήφθηκε η αγορά την ελληνική κρίση χρέους του 2009; Αντέδρασε πριν τα γεγονότα εκδηλωθούν ή ακολούθησε αυτών; Για το σκοπό αυτό, διαχωρίζουμε το αρχικό δείγμα των 21 παρατηρήσεων σε δύο άλλα δείγματα ισάριθμων παρατηρήσεων, και συγκεκριμένα 10 παρατηρήσεις το καθένα. Το πρώτο περιλαμβάνει τις 10 παρατηρήσεις που αντιστοιχούν στο διάστημα πριν την εκδήλωση των γεγονότων, ενώ το δεύτερο εκείνες που αναφέρονται σε διάστημα 10 ημερών μετά την εκδήλωση. Ακολουθώντας την ίδια λογική με πριν, αθροίζουμε τις 10 παρατηρήσεις κάθε δείγματος και καταλήγουμε στον υπολογισμό δύο τιμών για τις σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative abnormal returns), για τις περιόδους πριν και μετά την εκδήλωση των γεγονότων αντίστοιχα. Ας τις συμβολίσουμε για ευκολία με μ_1 (για την

περίοδο πριν) και μ_2 (για την περίοδο μετά). Πλέον διενεργούμε έναν μονόπλευρο έλεγχο στατιστικών υποθέσεων, όπου η μηδενική και εναλλακτική υπόθεση θα έχουν ως εξής:

- $H_0: \mu_1 \geq \mu_2$
- $H_1: \mu_1 < \mu_2$

Το t-statistic υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\frac{\mu_1 - \mu_2}{[\sigma_1^2 + \sigma_2^2]^{1/2}}$$

όπου τα σ_1^2 και σ_2^2 υπολογίζονται μέσω του γνωστού τύπου $\sigma^2(t_1, t_2) = L \sigma^2(AR_t)$ για τα δύο δείγματα αντίστοιχα.

Μετά τους υπολογισμούς προκύπτει ότι $t\text{-stat} = -8,075643766$, επομένως $t\text{-stat} < -1,6495$. Συνεπώς απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση και άρα η υπερβάλλουσα απόδοση είναι μικρότερη στο διάστημα πριν από τα γεγονότα, σε σχέση με αυτή στο διάστημα μετά την εκδήλωσή τους. Αυτό σημαίνει ότι η αντίδραση των αγορών ακολούθησε της εκδήλωσης των δυσμενών για την ελληνική οικονομία γεγονότων και άρα οι αγορές είναι backward-looking.

4.5 Συμπεράσματα

Η εργασία αποτελείται από τέσσερα κύρια μέρη. Το πρώτο μέρος περιγράφει την περίοδο πριν την κρίση, και συγκεκριμένα ξεκινά από τις διαπραγματεύσεις της Ελλάδας για είσοδο στην ΟΝΕ και καταλήγει στην περιγραφή των οικονομικών εξελίξεων κατά το διάστημα από το 2001 μέχρι το 2007. Το δεύτερο μέρος αναφέρεται στην περίοδο της κρίσης και, ειδικότερα, ξεκινά με την περιγραφή της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και του τρόπου με τον οποίο αυτή επέδρασε στην ελληνική οικονομία. Στη συνέχεια, ακολουθεί αναλυτική περιγραφή όλων των γεγονότων της περιόδου από τα τέλη του 2009 μέχρι και το τέλος του 2014. Το κεφάλαιο κλείνει αιτιολογώντας γιατί μια πιθανή έξοδος της Ελλάδας από το ευρώ θα ήταν καταστροφική τόσο για την ίδια όσο και για την Ευρωζώνη συνολικά. Το τρίτο και τέταρτο μέρος τέλος, αναφέρονται στην περιγραφή και τα αποτελέσματα, αντίστοιχα, των μεθόδων εμπειρικής ανάλυσης που χρησιμοποιήθηκαν προκειμένου να

απαντηθούν τα κύρια ερωτήματα της εργασίας. Συγκεκριμένα, για την ανάλυση των κύριων γεγονότων της κρίσης, χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της Ανάλυσης Χρονοσειράς, ενώ προκειμένου να απαντηθεί το ερώτημα περί έγκαιρης ή μη αντίδρασης των αγορών σε αυτά, χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία της Ανάλυσης Μελέτης Περίπτωσης.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα, με βάση την Ανάλυση Χρονοσειράς, προκύπτει ότι οι μεταβλητές που είχαν επίδραση στην εξέλιξη του περιθωρίου βάσης είναι:

- Οι προβλέψεις του του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (World Economic Outlook) για το δημοσιονομικό έλλειμμα της χώρας και συγκεκριμένα η μεταβολή ανάμεσα στην εκάστοτε και την αμέσως προηγούμενη πρόβλεψη.
- Η ψευδομεταβλητή που αναφέρεται σε άρθρα του διεθνούς τύπου για την Ελλάδα, όπως εκείνα στους Financial Times και το Spiegel, με αναφορές τόσο στην τρέχουσα οικονομική κατάσταση της χώρας, όσο και σε πληροφορίες σχετικά με το μέλλον της.
- Η ψευδομεταβλητή που αναφέρεται σε γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις, δηλαδή επηρεάζουν τόσο την Ελλάδα όσο και άλλες χώρες, κυρίως εκείνες που αντιμετωπίζουν παρόμοια προβλήματα με αυτά της Ελλάδας. Τέτοια γεγονότα είναι αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σχετικά με τους κανόνες για τα ενέχυρα των εμπορικών τραπεζών, η δήλωση του Μάριο Ντράγκι ότι «η ΕΚΤ θα κάνει οτιδήποτε χρειαστεί για να προστατεύσει το ευρώ», καθώς και αποφάσεις των Ευρωπαϊκών θεσμών, με κυριότερες την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ, European Stability Fund, EFSF) και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ, European Stability Mechanism, ESM). Από τα σημαντικότερα γεγονότα αυτής της κατηγορίας είναι και η απόφαση του τότε πρωθυπουργού Γεωργίου Παπανδρέου να προχωρήσει σε δημοψήφισμα για τη δανειακή σύμβαση (επιβεβαιώνοντας το Διάγραμμα 2.6 που προέρχεται από την μελέτη της Τράπεζας της Ελλάδος παραπάνω (Τράπεζα της Ελλάδος (2014)), καθώς και η

απόφαση της Ντοβίλ, όταν η καγκελάρια Άγκελα Μέρκελ και ο Πρόεδρος Νικολά Σαρκοζί αποφάσισαν για πρώτη φορά τη συμμετοχή ιδιωτών πιστωτών στη διάσωση κρατών-μελών της Ευρωζώνης.

- Η ψευδομεταβλητή DESFB, που αναφέρεται σε χρονικό διάστημα 5 ημερών πριν την ανακοίνωση της υποβάθμισης από την Fitch. Συγκεκριμένα ο συντελεστής της συγκεκριμένης ψευδομεταβλητής είναι αρνητικός, γεγονός που καταδεικνύει ότι το περιθώριο βάσης μειωνόταν πέντε ημέρες πριν από την ανακοίνωση της Fitch: οι αγορές δεν περίμεναν την υποβάθμιση (ένδειξη backward looking reaction)

Με βάση τη μεθοδολογία της Ανάλυσης Μελέτης Περίπτωσης, είναι δυνατό το συμπέρασμα ότι οι “υπερβάλλουσες αποδόσεις” (abnormal returns) των ελληνικών ομολόγων ήταν μεγαλύτερες μετά την εκδήλωση των δυσμενών για την Ελλάδα γεγονότων, σε σύγκριση με τις αντίστοιχες αποδόσεις πριν τα γεγονότα. Με άλλα λόγια, οι αγορές αντέδρασαν μετά τα γεγονότα και δεν προεξόφλησαν τις μελλοντικές εξελίξεις (backward looking reaction).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση

Λεκκός, Η., Στάγγελ Ε., Αγγελοπούλου Α. (2017). 2010-2016: Η Ελλάδα και τα γεγονότα. *Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική, Τράπεζα Πειραιώς*

Σταματίου, Θ. (2011). Ο Ρόλος των Προθεσμιακών Συμβολαίων Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου στην Κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και την Ελληνική Δημοσιονομική Κρίση του 2010. *Οικονομία & Αγορές, Eurobank EFG Research*, 6(1), 139-163.

Τράπεζα της Ελλάδος (2014). Το Χρονικό της μεγάλης κρίσης. *Κέντρο Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης, Απρίλιος 2014*.

Τράπεζα της Ελλάδος (2015). Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014. *Φεβρουάριος 2015*.

Ξενόγλωσση

Apergis, N., & Mamatzakis, E. (2014). What are the driving factors behind the rise of spreads and CDS of euro-area sovereign bonds? A FAVAR model for Greece and Ireland. *International Journal of Economics and Business Research*, 7(1), 104-120.

Arezki, R., Candelon, B., & Sy, A. N. R. (2011). Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt crisis. *IMF working papers*, 1-27.

Arghyrou, M. G., & Kantonikas, A. (2012). The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(4), 658-677.

Athanasoglou, P. P., Georgiou, E. A., & Staikouras, C. C. (2009). Assessing output and productivity growth in the banking industry. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(4), 1317-1340.

Bank of Greece (2008a). Annual Report 2007. *Bank of Greece, Athens*

Blavoukos, S., & Pagoulatos, G. (2008). The limits of EMU conditionality: Fiscal adjustment in Southern Europe. *Journal of Public Policy*, 28(02), 229-253.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 8(3), 205-258.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of financial economics*, 14(1), 3-31.

Buiter, W., & Rahbari, E. (2012). Global Economics View.

Caporin, M., Pelizzon, L., Ravazzolo, F., & Rigobon, R. (2013). *Measuring sovereign contagion in Europe* (No. w18741). National Bureau of Economic Research.

Dagoglou, P. (1986). About Sovereignty.

Dyson, K. H., & Featherstone, K. (1999). *The road to Maastricht: negotiating economic and monetary union*. Oxford University Press.

Ederington, L. H., Guan, W., & Yang, L. (2013). Bond Market Event Study Methods. Available at SSRN 2113087.

Eurogroup, (2012), Statement on Greece, November, 27, 2012

Featherstone, K. (1990). The 'Party-state' in Greece and the Fall of Papandreu. *West European Politics*, 13(1), 101-115.

Featherstone, Kevin, Georgios A. Kazamias, and Dimitris Papadimitriou. "Greece and the negotiation of economic and monetary union: preferences, strategies, and institutions." *Journal of Modern Greek Studies* 18.2 (2000): 393-414.

Featherstone, K. (2003). Greece and EMU: Between external empowerment and domestic vulnerability. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 41(5), 923-940.

Featherstone, K. (2005). 'Soft' co-ordination meets 'hard' politics: the European Union and pension reform in Greece. *Journal of European Public Policy*, 12(4), 733-750.

Featherstone, K., & Tinios, P. (2006). *Facing up the Gordian Knot: the political economy of pension reform*. Ashgate Publishing, Limited.

Featherstone, K., & Papadimitriou, D. (2008). *The limits of Europeanization: reform capacity and policy conflict in Greece*. Springer.

Featherstone, K. (2008). 'Varieties of Capitalism' and the Greek Case: Explaining the Constraints on Domestic Reform?. LSE.

Featherstone, K. P. (2009). The Naked Emperor: Prime Ministerial leadership and core executive management in post-1974 Greece.

- Featherstone, K. (2011). The JCMS annual lecture: The Greek sovereign debt crisis and EMU: A failing state in a skewed regime. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 49(2), 193-217.
- Gogos, S., Monokroussos, P., & Stamatiou, T. (2015). GRexit and why it will not happen: Catastrophic for Greece and destabilizing for the Euro. *Available at SSRN 2616278*.
- Grammatikos, T., & Vermeulen, R. (2012). Transmission of the financial and sovereign debt crises to the EMU: Stock prices, CDS spreads and exchange rates. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 517-533.
- Haralambis, D. (1989). Clientelistic relations and populism. *Athens: Exantas*.
- Hardouvelis, G. A. (2008, November). The international financial crisis and Greece. In *Economia Conference, Athens* (Vol. 12, No. 11, p. 2008).
- Hardouvelis, G. A. (2010). Actions for a less procyclical financial system. *Economy & Markets, Eurobank Research*, 5, 1-33.
- Hardouvelis, G. A., & Gkionis, I. (2016). A Decade Long Economic Crisis: Cyprus versus Greece. *Cyprus Economic Policy Review*, 10(2), 3-40.
- Henderson Jr, G. V. (1990). Problems and solutions in conducting event studies. *Journal of Risk and Insurance*, 282-306.
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. (2004). The econometrics of event studies. *Available at SSRN 608601*.
- Lane, P. R. (2012). The European sovereign debt crisis. *The Journal of E*
- Lavdas, K. A. (2016). *The Europeanization of Greece: Interest Politics and the Crises of Integration*. Springer.
- Lyrintzis, C. (1984). Political parties in post-junta Greece: A case of 'bureaucratic clientelism'?. *West European Politics*, 7(2), 99-118.
- Merler, S., & Pisani-Ferry, J. (2012). *Sudden stops in the euro area* (No. 2012/06). Bruegel Policy Contribution.
- Mitsopoulos, M., & Pelagidis, T. (2006). Analysis of the Greek Economy: Rent-Seeking and the Reforms. *Athens: Papazisis*.
- OECD (2009). *Going for Growth*. OECD, Paris.
- Pagoulatos, G. (2003). Greece's New Political Economy. *State, Finance and Growth*.

Pagoulatos, G., & Triantopoulos, C. (2009). The return of the Greek patient: Greece and the 2008 global financial crisis. *South European Society and Politics*, 14(1), 35-54.

Papadimitriou, D. (2005). The limits of engineering collective escape: the 2000 reform of the Greek labour market. *West European Politics*, 28(2), 381-401.

Sotiropoulos, D. A. (1993). A colossus with feet of clay: the state in post-authoritarian Greece. *Greece, the new Europe, and the changing international order*, 6, 43.

Spanou, C. (1996). Penelope's suitors: administrative modernisation and party competition in Greece. *West European Politics*, 19(1), 97-124.

Tsoukalis, L. (1997). The new European economy revisited. *OUP Catalogue*.

Walsh, J. I. (1994). International constraints and domestic choices: economic convergence and exchange rate policy in France and Italy. *Political Studies*, 42(2), 243-258.

Zettelmeyer, J., Trebesch, C., & Gulati, M. (2013). The Greek debt restructuring: an autopsy. *Economic Policy*, 28(75), 513-563.

Zysman, J. (1984). *Governments, markets, and growth: financial systems and the politics of industrial change* (Vol. 15). Cornell University Press.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΟΝΟΣΕΙΡΑΣ (TIME SERIES ANALYSIS)

Παρακάτω παρουσιάζονται τα κύρια γεγονότα που διαμόρφωσαν την ελληνική κρίση καθώς και η κατηγοριοποίησή τους

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.1-1 Κύρια Γεγονότα περιόδου 2009-2014

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΓΕΓΟΝΟΣ	ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ
6/10/2009	Το Υπουργείο Οικονομικών αναλαμβάνει ο Γιώργος Παπακωνσταντίνου	Ανάληψη Υπουργείου Οικονομικών από τα εκάστοτε πρόσωπα
9/10/2009	Συνάντηση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος με το νέο Υπουργό Οικονομίας Γ.Παπακωνσταντίνου. Ο Γ.Προβόπουλος αναφέρει ότι το έλλειμμα για το πρώτο εννεάμηνο είναι της τάξεως του 10%, έχοντας μάλιστα τη δυναμική να αγγίξει, αν όχι ξεπεράσει, το 12% στο τέλος του έτους	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
19/10/2009	Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ξεκινά έρευνα για την αξιοπιστία των ελληνικών στοιχείων. Στο Eurogroup της Δευτέρας 19 Οκτωβρίου, ο υπουργός Οικονομικών ανακοινώνει ότι η εκτίμηση του ελλείμματος είναι περίπου 12,5% του ΑΕΠ	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
22/10/2009	Ανακοίνωση από την Eurostat των αναθεωρημένων στοιχείων ελλείμματος και χρέους	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
25/11/2009	Η κρατική εταιρεία διαχείρισης ακινήτων του Ντουμπάι κηρύττει στάση πληρωμών	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις

8/12/2009	Υποβάθμιση από Fitch σε BBB+ από A- με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
16/12/2009	Υποβάθμιση από S&P σε BBB+ από A- με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
22/12/2009	Υποβάθμιση από Moody's σε A2 από A1 με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
11/1/2010	Η Eurostat κυκλοφορεί την επικριτική της έκθεση για τα στατιστικά στοιχεία του παρελθόντος	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
14/1/2010	Ο πρόεδρος της ΕΚΤ ανακοινώνει πως η Ελλάδα δεν θα τύχει ειδικής μεταχείρισης από την ΕΚΤ, μέσω χαλάρωσης των κανόνων για τα ενέχυρα των εμπορικών τραπεζών	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
27/1/2010	Οι Financial Times ισχυρίζονται ότι η ελληνική κυβέρνηση έχει δώσει εντολή στην Goldman Sachs να επιδιώξει να βρει χρηματοδότηση από την Κίνα	Άρθρα του διεθνούς τύπου
2/2/2010	Ο πρωθυπουργός με διάγγελμα του ανακοινώνει έκτακτα μέτρα τα οποία ενσωματώνονται στο ΠΣΑ το οποίο εγκρίνεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
11/2/2010	Τα μέλη της ευρωζώνης δηλώνουν ότι θα αναλάβουν αποφασιστική και συντονισμένη δράση, αν χρειαστεί, για να διασφαλίσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στο σύνολο της ευρωζώνης	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις

15/2/2010	Eurogroup. Η συζήτηση επικεντρώνεται αποκλειστικά στη λήψη μέτρων από την ελληνική κυβέρνηση και όχι στα αναγκαία βήματα για την υλοποίηση της απόφασης της Συνόδου	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
3/3/2010	Ανακοίνωση έκτακτων μέτρων για τη μείωση του ελλείμματος	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
15/3/2010	Η ανακοίνωση του Eurogroup επισημαίνει ότι «Αποσαφηνίστηκαν οι λεπτομέρειες που θα επιτρέψουν να ληφθεί μια απόφαση για συντονισμένη δράση, ώστε να υπάρξει άμεση ενεργοποίηση αν χρειαστεί»	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
18/3/2010	Ο Dow Jones μεταδίδει δήλωση ανώνυμου Έλληνα αξιωματούχου σύμφωνα με τον οποίο η Ελλάδα έχει αποφασίσει να προσφύγει στο ΔΝΤ, μη ελπίζοντας σε ευρωπαϊκή λύση	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
25/3/2010	Σύνοδος Κορυφής. Συμφωνία των κρατών μελών της ευρωζώνης για τη δημιουργία μηχανισμού στήριξης για την Ελλάδα	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
8/4/2010	Πληροφορίες ότι η Ελλάδα ζητεί επαναδιαπραγμάτευση της απόφασης της συνόδου για να αποφύγει τα μέτρα του ΔΝΤ. Άρθρο των Financial Times για μαζική εκροή τραπεζικών καταθέσεων	Άρθρα του διεθνούς τύπου

9/4/2010	Υποβάθμιση από Fitch σε BBB- από BBB+	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
22/4/2010	Ανακοίνωση των νέων στοιχείων της Eurostat σύμφωνα με τα οποία το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας για το 2009 ανέρχεται σε 13,6%	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
23/4/2010	Η Ελλάδα ζητεί την ενεργοποίηση του μηχανισμού στήριξης με διάγγελμα του πρωθυπουργού Γ. Παπανδρέου από το Καστελόριζο	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
27/4/2010	Υποβάθμιση από S&P σε BB+ από BBB+ με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
28/4/2010	Συνάντηση Ντομινίκ Στρος Καν με την καγκελάρια Μέρκελ στο Βερολίνο. Την ίδια μέρα ο πρόεδρος Ομπάμα επικοινωνεί με την καγκελάρια προκειμένου να πιέσει ώστε να κλείσει το ζήτημα	Άρθρα του διεθνούς τύπου
2/5/2010	Οι διαβουλεύσεις της χώρας με την ΕΕ και το ΔΝΤ καταλήγουν σε συμφωνία για μια τριετή δέσμη βοήθειας, συνολικού ύψους 110 δις ευρώ	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
3/5/2010	Η ΕΚΤ ανακοινώνει ότι θα δέχεται ως ενέχυρο για την παροχή ρευστότητας χρεόγραφα της ελληνικής κυβέρνησης ανεξαρτήτως της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
6/5/2010	Ψήφιση του πακέτου στήριξης της ελληνικής οικονομίας από τη Βουλή	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα

7/5/2010	<p>Στην έκτακτη Σύνοδο Κορυφής της ΕΕ, αποφασίζεται η δημιουργία Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης. Επικυρώνεται η απόφαση για τη χορήγηση δανείου στην Ελλάδα με τη σύναψη μνημονίου. Αποφασίζεται η θέσπιση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας(ΕΤΧΣ)</p>	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
9/5/2010	<p>Eurogroup. Η ΕΚΤ αποφασίζει να αρχίσει να διενεργεί παρεμβάσεις στις αγορές χρεογράφων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ(Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων-Securities Markets Programme). Συμφωνία για το χρηματικό ποσό του χρηματοδοτικού μηχανισμού. Θα ανέρχεται σε 750δισ ευρώ</p>	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
18/5/2010	<p>Η Ελλάδα λαμβάνει την πρώτη δόση ύψους 14,5 δισ ευρώ</p>	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
14/6/2010	<p>Υποβάθμιση από Moody's σε Ba1 από A3 με σταθερές προοπτικές</p>	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
12/7/2010	<p>Eurogroup. Στην παρουσίασή της η Τροϊκα αποφαινεται ότι βρήκε την μακροοικονομική κατάσταση στην Ελλάδα «σε γενικές γραμμές συμβατή με το σενάριο που υποστηρίζει το πρόγραμμα»</p>	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα

5/8/2010	Ολοκληρώνεται η πρώτη αξιολόγηση του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής από την Τρόικα	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
18/10/2010	Συνάντηση του Προέδρου Sarkozy και της Καγκελαρίου Μέρκελ στη γαλλική πόλη Ντοβίλ. Προτείνεται για πρώτη φορά η συμμετοχή ιδιωτών πιστωτών στη διάσωση κρατών-μελών της Ευρωζώνης	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
14/11/2010	Εκλογές για την τοπική αυτοδιοίκηση	Γεγονότα που σχετίζονται με την πολιτική αβεβαιότητα
15/11/2010	Ανακοίνωση από τη Γιούροστατ των αναθεωρημένων δημοσιονομικών στοιχείων για την περίοδο 2006-2009. Στο 15,4% το έλλειμμα του 2009	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
23/11/2010	Πράσινο φως από την Τρόικα για την εκταμίευση της τρίτης δόσης του δανείου προς την Ελλάδα	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
16/12/2010	Η ΕΚΤ επεκτείνει το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας στη δευτερογενή αγορά. Παράλληλα αποφασίζεται η ίδρυση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
14/1/2011	Υποβάθμιση από Fitch σε BB+ από BBB- με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
11/2/2011	Ολοκληρώνεται η τρίτη αξιολόγηση του προγράμματος	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την

		Ελλάδα
7/3/2011	Υποβάθμιση από Moody's σε B1 από Ba1 με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
11/3/2011	Συμφωνία στη Σύνοδο Κορυφής της Ευρωζώνης για βελτίωση των όρων δανεισμού της Ελλάδας μέσω της μείωσης των επιτοκίων κατά 100 μονάδες βάσης και της επέκτασης της ωρίμανσης των δανείων στα 7,5 χρόνια	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
29/3/2011	Υποβάθμιση από S&P σε BB- από BB+ με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
20/4/2011	Στέλεχος της τράπεζας Citi στο Λονδίνο ενημερώνει μέσω ηλεκτρονικού μηνύματος τους επενδυτές ότι «υπάρχει αυξανόμενος θόρυβος για μια αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους το Σαββατοκύριακο του Πάσχα»	Άρθρα του διεθνούς τύπου
26/4/2011	Η Γιούροστατ ανακοινώνει το τελικό έλλειμμα για το 2010 το οποίο ανέρχεται σε 10,5% του ΑΕΠ	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
6/5/2011	Μυστική συνάντηση του Έλληνα υπουργού Οικονομικών στο Λουξεμβούργο μετά από πρόσκληση του Ζαν-Κλόντ Γιούνκερ διαρρέει στα μέσα ενώ δημοσίευμα του Spiegel αναφέρει ότι η Ελλάδα συζητά το ενδεχόμενο εξόδου από το ευρώ	Άρθρα του διεθνούς τύπου
9/5/2011	Υποβάθμιση από S&P σε B από BB- με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
16/5/2011	Eurogroup. Πιέσεις για πρόσθετα μέτρα	Γεγονότα που επηρεάζουν

		αποκλειστικά την Ελλάδα
20/5/2011	Υποβάθμιση από Fitch σε B+ από BB+ με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
1/6/2011	Υποβάθμιση από Moody's σε Caa1 από B1 με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
3/6/2011	Ολοκληρώνεται η τέταρτη αξιολόγηση από την Τρόικα. Η συμφωνία περιέχει επιπρόσθετα δημοσιονομικά μέτρα και το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο σε όλες του τις λεπτομέρειες	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
13/6/2011	Υποβάθμιση από S&P σε CCC από B με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
14/6/2011	Ανεξαρτητοποιείται ο βουλευτής του ΠΑΣΟΚ Γ.Λιάνης εν όψει της ψήφισης του Μεσοπρόθεσμου από τη Βουλή. Στους 155 βουλευτές η κυβερνητική πλειοψηφία	Γεγονότα που σχετίζονται με την πολιτική αβεβαιότητα
15/6/2011	Γενική απεργία και σοβαρά επεισόδια στο κέντρο της Αθήνας. Αρκετοί βουλευτές της κυβερνητικής πλειοψηφίας εκφράζουν τη διαφωνία τους με το Μεσοπρόθεσμο ενώ άλλοι παραιτούνται. Επικοινωνία Πρωθυπουργού με τον Αρχηγό της Αξιωματικής Αντιπολίτευσης και αποτυχημένη προσπάθεια σχηματισμού κυβέρνησης συνεργασίας	Γεγονότα που σχετίζονται με την πολιτική αβεβαιότητα
17/6/2011	Νέος Υπουργός Οικονομικών ο Ευάγγελος Βενιζέλος	Ανάληψη Υπουργείου Οικονομικών από τα εκάστοτε πρόσωπα

20/6/2011	Στην απόφαση του Eurogroup γίνεται αναφορά στην εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στην κάλυψη του χρηματοδοτικού κενού, με τη μορφή άτυπων και εθελοντικών αναχρηματοδοτήσεων του υφιστάμενου ελληνικού χρέους	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
29/6/2011	Ψηφίζεται από τη Βουλή το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
13/7/2011	Υποβάθμιση από Fitch σε CCC από B+	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
15/7/2011	Αποτελέσματα της Πανευρωπαϊκής Άσκησης Προσομοίωσης Ακραίων Καταστάσεων	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
21/7/2011	Σε συμφωνία για ένα νέο πρόγραμμα στήριξης της Ελλάδας, ύψους 109 δις ευρώ, στο οποίο θα συμμετέχει και ο ιδιωτικός τομέας. Κύριο όχημα της χρηματοδότησης θα είναι το ΕΤΧΣ. Χαλαρώνουν οι όροι χρηματοδότησης, με χαμηλότερα επιτόκια και επιμήκυνση των προθεσμιών λήξης των μελλοντικών δανείων. Εξαγγέλεται η δημιουργία της Ομάδας Δράσης	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
25/7/2011	Υποβάθμιση από Moody's σε Ca από Caa1	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
27/7/2011	Υποβάθμιση από S&P σε CC από CCC με αρνητικές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
2/9/2011	Ξαφνική εμπλοκή στις διαπραγματεύσεις της	Γεγονότα που επηρεάζουν

	ελληνικής κυβέρνησης με την Τρόικα, τα μέλη της οποίας αναχωρούν από την Αθήνα	αποκλειστικά την Ελλάδα
11/9/2011	Νέα δέσμη μέτρων από την ελληνική κυβέρνηση. Ανάμεσά τους το ΕΕΤΗΔΕ	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
11/10/2011	Ολοκληρώνεται η πέμπτη αξιολόγηση από την Τρόικα. Κρίνεται απαραίτητο το PSI για την κάλυψη του χρηματοδοτικού κενού	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
21/10/2011	Ανακοίνωση από την Eurostat των αναθεωρημένων στοιχείων ελλείμματος και χρέους	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
26/10/2011	Η Σύνοδος Κορυφής της Ευρωζώνης εγκρίνει τη χορήγηση νέου δανείου, ύψους 130 δις ευρώ προς την Ελλάδα καθώς και την απομείωση του χρέους με συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα(PSI)	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
31/10/2011	Ο Πρωθυπουργός Γ. Παπανδρέου ανακοινώνει την πρόθεσή του να προχωρήσει σε δημοψήφισμα για τη νέα σύμβαση	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
2/11/2011	Συνάντηση Γ. Παπανδρέου με τη Γερμανίδα Καγκελάρια και τον Γάλλο Πρόεδρο στις Κάννες	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
3/11/2011	Απόσυρση του δημοψηφίσματος από τον Πρωθυπουργό Γ. Παπανδρέου	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
11/11/2011	Μετά από πολυήμερες διαπραγματεύσεις, σχηματίζεται νέα μεταβατική κυβέρνηση συνεργασίας υπό τον Λουκά Παπαδήμο	Γεγονότα που σχετίζονται με την πολιτική αβεβαιότητα

6/12/2011	Ψηφίζεται ο προϋπολογισμός του 2012 με 258 ψήφους	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
2/2/2012	Δημιουργείται ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας, ένας μόνιμος μηχανισμός ικανός να παρέχει στήριξη σε όσες χώρες της Ευρωζώνης βρίσκονται σε δυσκολία	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
12/2/2012	Η Βουλή εγκρίνει με μεγάλη πλειοψηφία 199 βουλευτών τη νέα δανειακή σύμβαση	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
21/2/2012	Το Eurogroup εγκρίνει το νέο πρόγραμμα δανειοδότησης της Ελλάδας, ύψους άνω των 130 δις ευρώ	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
22/2/2012	Υποβάθμιση από Fitch σε C από CCC	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
23/2/2012	Η Βουλή εγκρίνει το σχέδιο αναδιάρθρωσης του χρέους με τη συμμετοχή των ιδιωτών πιστωτών[PSI]	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
27/2/2012	Υποβάθμιση από S&P σε SD από CC	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
2/3/2012	Υπογράφεται το νέο Δημοσιονομικό Σύμφωνο της ΕΕ, για καλύτερο συντονισμό και αυστηρότερους κανόνες στη δημοσιονομική πολιτική	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
9/3/2012	Ολοκληρώνεται με επιτυχία η αναδιάρθρωση του χρέους με τη συμμετοχή ιδιωτών πιστωτών	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
13/3/2012	Αναβάθμιση από Fitch σε B- από C	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
14/3/2012	Εγκρίνεται το δεύτερο πρόγραμμα	Γεγονότα που επηρεάζουν

	προσαρμογής	αποκλειστικά την Ελλάδα
23/4/2012	Ανακοίνωση από την Eurostat των αναθεωρημένων στοιχείων ελλείμματος και χρέους	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
2/5/2012	Αναβάθμιση από S&P σε CCC από SD με σταθερές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
6/5/2012	Βουλευτικές εκλογές. Οι προσπάθειες σχηματισμού κυβέρνησης καταλήγουν σε αδιέξοδο και προκηρύσσονται επαναληπτικές εκλογές για τις 17 Ιουνίου	Γεγονότα που σχετίζονται με την πολιτική αβεβαιότητα
17/5/2012	Υποβάθμιση από Fitch σε CCC από B-	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
17/6/2012	Δεύτερες βουλευτικές εκλογές. Σχηματίζεται κυβέρνηση συνεργασίας από τη Νέα Δημοκρατία, το ΠΑΣΟΚ και τη ΔΗΜΑΡ υπό τον Αντώνη Σαμαρά	Γεγονότα που σχετίζονται με την πολιτική αβεβαιότητα
26/6/2012	Νέος Υπουργός Οικονομικών ο Γιάννης Στουρνάρας	Ανάληψη Υπουργείου Οικονομικών από τα εκάστοτε πρόσωπα
29/6/2012	Απόφαση της Συνόδου των χωρών της Ευρωζώνης για τη δημιουργία Κοινού Εποπτικού Μηχανισμού των τραπεζών, με στόχο την τραπεζική ενοποίηση της Ευρωζώνης	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
26/7/2012	Ο πρόεδρος Ντράγκι δηλώνει ότι η ΕΚΤ θα κάνει ο,τιδήποτε χρειαστεί προκειμένου να προστατεύσει το ευρώ	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις
6/9/2012	Η ΕΚΤ ανακοινώνει το Πρόγραμμα Οριστικών	Γεγονότα που έχουν ευρύτερες επιδράσεις

	Νομισματικών Συναλλαγών(Outright Monetary Transactions)	
22/10/2012	Ανακοίνωση από την Eurostat των αναθεωρημένων στοιχείων ελλείμματος και χρέους	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
7/11/2012	Με 153 ψήφους εγκρίνεται το ΜΠΔΣ για τα έτη 2013-2016	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
27/11/2012	Αποφασίζονται στο Eurogroup η παράταση του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής κατά δύο έτη, η ελάφρυνση των δανειακών όρων, καθώς και ένα πρόγραμμα επαναγοράς χρέους, με απώτερο στόχο τη μείωση του ελληνικού χρέους στο 120% του ΑΕΠ το 2020. Προϋπόθεση για το τελευταίο η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος στα τέλη του 2013	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
13/12/2012	Απόφαση Eurogroup για την εκταμίευση δόσης που ξεπερνά τα 49 δις ευρώ	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
18/12/2012	Αναβάθμιση από S&P σε B- από SD με σταθερές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
21/1/2013	Σε θετική κατεύθυνση το πρόγραμμα για την Ελλάδα σύμφωνα με το Eurogroup. Αποφασίζει επιπλέον χρηματοδότηση με το ποσό των 7,2 δις ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
15/4/2013	Σε συμφωνία κατέληξε η τρίτη αποστολή	Γεγονότα που επηρεάζουν

	επανεξέτασης του οικονομικού προγράμματος στην Ελλάδα από την Τρόικα. Προαναγγέλεται από το ΕΤΧΣ, η εκταμίευση της δόσης ύψους 2,8 δις ευρώ, που απομένει από την προηγούμενη επανεξέταση	αποκλειστικά την Ελλάδα
22/4/2013	Ανακοίνωση από την Eurostat των αναθεωρημένων στοιχείων ελλείμματος και χρέους	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
3/5/2013	Θετική η αξιολόγηση του προγράμματος για την Ελλάδα από το ΔΝΤ	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
13/5/2013	Απόφαση Eurogroup για την εκταμίευση δύο δόσεων, συνολικού ύψους 7,5 δις ευρώ	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
14/5/2013	Αναβάθμιση από Fitch σε B- από CCC με σταθερές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
17/5/2013	Το ΕΤΧΣ αποδεσμεύει 4,2 δις ευρώ για την Ελλάδα	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
21/10/2013	Ανακοίνωση από την Eurostat των αναθεωρημένων στοιχείων ελλείμματος και χρέους	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
29/11/2013	Αναβάθμιση από Moody's σε Caa3 από C με σταθερές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
10/4/2014	Η Ελληνική Δημοκρατία επιστρέφει στις διεθνείς αγορές, εκδίδοντας ένα 5-ετές ομόλογο για να δανειστεί 3 δις ευρώ με επιτόκιο ελάχιστα κάτω από 5%	Γεγονότα που επηρεάζουν αποκλειστικά την Ελλάδα
23/4/2014	Ανακοίνωση από την Eurostat των αναθεωρημένων στοιχείων ελλείμματος και χρέους	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα

23/5/2014	Αναβάθμιση από Fitch σε B από B- με σταθερές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
9/6/2014	Το Υπουργείο Οικονομικών αναλαμβάνει ο Γκίκας Χαρδούβελης	Ανάληψη Υπουργείου Οικονομικών από τα εκάστοτε πρόσωπα
1/8/2014	Αναβάθμιση από Moody's σε Caa1 από Caa3	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης
21/10/2014	Ανακοίνωση από την Eurostat των αναθεωρημένων στοιχείων ελλείμματος και χρέους	Αναθεωρήσεις της Eurostat για χρέος και έλλειμμα
12/12/2014	Αναβάθμιση από S&P σε B από B- με σταθερές προοπτικές	Μεταβολή πιστοληπτικής διαβάθμισης

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ EVENT-STUDY

Παρακάτω παρουσιάζονται τα γεγονότα των περιόδων 2007-2008 και 2009 που χρησιμοποιήθηκαν για το event-study.

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2-1 Γεγονότα Περιόδου 2007-2008

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΓΕΓΟΝΟΣ
07/08/2007	Η Γαλλική Τράπεζα BNP Paribas αναστέλλει την εξαγορά μετοχών της που κατείχαν αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς
14/09/2007	Η Αγγλική Τράπεζα Northern Rock ζητά και λαμβάνει ρευστότητα από την Τράπεζα της Αγγλίας, ώστε να αντικαταστήσει κεφάλαια που έληγαν και αδυνατούσε να αντλήσει από τη χρηματαγορά. Τραπεζικός πανικός με τους καταθέτες να αποσύρουν τα χρήματά τους
22/02/2008	Εθνικοποίηση της Northern Rock
13/07/2008	Οι αρχές στις ΗΠΑ, μετά από φόβους για χρεοκοπία, παρεμβαίνουν για να σώσουν την Fannie Mae και Freddie Mac
15/09/2008	Καταρρέει η Lehman Brothers. Συμφωνία εξαγοράς της Merrill Lynch από την Bank of America έναντι 50 δισεκ. δολλαρίων

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2-2 Γεγονότα περιόδου 2009

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΓΕΓΟΝΟΣ
18/12/2008	Ομιλία Σημίτη στη Βουλή στη συζήτηση επί του προϋπολογισμού του 2009: «Στην περίπτωση που παρουσιαστούν δυσκολίες δανεισμού του ελληνικού κράτους, θα έχει δοθεί η αφορμή να διατυπωθεί η υπόδειξη, ότι η λύση του προβλήματος θα πρέπει να επιζητηθεί μάλλον με προσφυγή στο ΔΝΤ»
14/01/2009	Υποβάθμιση της πιστοληπτικής διαβάθμισης από την S&P σε A- από A με σταθερές προοπτικές
12/05/2009	Διατήρηση της πιστοληπτικής διαβάθμισης σε A από την Fitch, με μεταβολή των προοπτικών σε αρνητικές από σταθερές
28/07/2009	Δημοσιεύεται το Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας Ιουνίου-Ιουλίου: Το έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης στο εξάμηνο ξεπερνά το σύνολο του ελλείμματος που προβλέπεται για όλο το 2008, φθάνοντας το 7,2% του ΑΕΠ
02/09/2009	Συνάντηση του Πρωθυπουργού Κ. Καραμανλή με τον Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γ. Προβόπουλο
19/10/2009	Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ξεκινά έρευνα για την αξιοπιστία των ελληνικών στοιχείων. Στο Eurogroup της Δευτέρας 19 Οκτωβρίου, ο υπουργός Οικονομικών ανακοινώνει ότι η εκτίμηση του ελλείμματος είναι περίπου 12,5% του ΑΕΠ, διπλάσιο από αυτό που είχε κοινοποιηθεί στη Γιούροστατ πριν τις εκλογές. Στη συνέντευξη τύπου που ακολουθεί, ο Ζαν Κλόντ Γιούνκερ ανακοινώνει ότι η ελληνική κυβέρνηση έχει παρουσιάσει σημαντικά υψηλότερο έλλειμμα για το έτος και ολοκληρώνει με τη φράση «the game is over»
25/11/2009	Η κρατική εταιρεία διαχείρισης ακινήτων του Ντουμπάι κηρύττει στάση πληρωμών και καλεί τους δανειστές σε διαπραγματεύσεις για την αναδιάρθρωση του χρέους της

