

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

**AN EMPIRICAL INVESTIGATION OF CONTAGION OF RISK
BETWEEN THE SOVEREIGN AND BANKING SECTORS IN
EUROZONE**

ΣΑΚΕΛΛΑΡΙΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

Του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

Ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{Ιανουάριος, 2017}

**Εγκρίνουμε την Εργασία του
ΣΑΚΕΛΛΑΡΙΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ**

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΓΕΩΡΓΟΥΤΣΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΔΡΑΚΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΛΕΛΕΔΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

.....

[31 Ιανουαρίου 2017]

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολο τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανόμενων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο»

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ]**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]****ΣΑΚΕΛΛΑΡΙΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΣ**

.....

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη	5
Κεφάλαιο 1: Η Κρίση Χρέους στην Ευρωζώνη	7
1.1 Εισαγωγή	7
1.2 Αιτίες της Κρίσης Χρέους στην Ευρωζώνη	9
1.3 Εξέλιξη της Κρίσης Χρέους στην Ευρωζώνη	11
1.4 Πολιτικές Διαχείρισης και Αντιμετώπισης της Κρίσης Χρέους στην Ευρωζώνη	14
1.5 Μεταρρυθμίσεις και Προτάσεις για Έξοδο από την Κρίση	17
Κεφάλαιο 2: Σχέση Κρίσης Δημοσίου Χρέους και Τραπεζικής Κρίσης	19
2.1 Κανάλια Μετάδοσης Κρίσης Δημοσίου Χρέους Προς και Από το Τραπεζικό Σύστημα	19
2.1.1 Μετάδοση Κρίσης Από τον Δημόσιο στον Τραπεζικό Τομέα	20
2.1.2 Μετάδοση Κρίσης Από τον Τραπεζικό στον Δημόσιο Τομέα	27
2.1.3 Ανατροφοδότηση Κρίσεων Μεταξύ Δημοσίου και Τραπεζικού Τομέα	28
2.2 Θεσμικές Παρεμβάσεις για Επίλυση του Προβλήματος της Μετάδοσης της Κρίσης Χρέους Προς και Από το Τραπεζικό Σύστημα	31
Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία Έρευνας	37
3.1 Στόχος Έρευνας	37
3.2 Οικονομετρική Μεθοδολογία	37
3.3 Δείγμα	39

Κεφάλαιο 4: Στατιστικά Αποτελέσματα	41
2.1 Διερεύνηση Δυναμικής Συμπεριφοράς των Τιμών των CDS	41
2.2 Ανάλυση Αιτιώδους Σχέσης Κατά Granger	46
Κεφάλαιο 5: Τελικά Συμπεράσματα	55
Βιβλιογραφία	59

Περίληψη

Η παρούσα εργασία ασχολείται με την κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρωζώνη και πως διαχέεται στο τραπεζικό σύστημα. Οι σχετικές θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες έχουν διαπιστώσει μια σειρά κανάλια μετάδοσης κρίσεων από το δημόσιο τομέα στον τραπεζικό, αλλά και αντίστροφα, ενώ η άποψη που υποστηρίζεται είναι ότι οι κρίσεις ανατροφοδοτούν η μία την άλλη ανάμεσα στους δύο τομείς και ότι τα μέτρα που λήφθηκαν ήταν μεν αποτελεσματικά σε βραχυχρόνιο πλαίσιο, αλλά σε μακροχρόνιο πλαίσιο θα πρέπει να ληφθούν θέματα που να ευνοούν την ανάπτυξη του πραγματικού τομέα της οικονομίας, ενώ απαιτείται ακόμη περισσότερη αλληλεγγύη και πραγματική ένωση ανάμεσα στα Ευρωπαϊκά κράτη. Η εμπειρική έρευνα που διεξήχθη με τιμές κρατικών και τραπεζικών CDS κατά την περίοδο 2008-2016 έδειξε ότι στις χώρες του νότου υπάρχει η μετάδοση της κρίσης από το δημόσιο στον τραπεζικό τομέα αλλά όχι ανατροφοδότηση προς τα πίσω, με εξαίρεση την Ιταλία όπου το τραπεζικό σύστημα της δεν είχε εκείνους τους μηχανισμούς να αποτρέψει την τροφοδότηση της κρίσης από το τραπεζικό σύστημα στο δημόσιο. Επίσης, σε μικρές οικονομίες του βορά η κρίση είχε ανατροφοδοτικές τάσεις από και προς το δημόσιο τομέα σε σχέση με τον τραπεζικό, ενώ μόνο στην ισχυρή οικονομία της Γερμανίας η κρίση δεν βρέθηκε να μεταδίδεται από κανέναν τομέα στον άλλον.

Κεφάλαιο 1: Η Κρίση Χρέους στην Ευρωζώνη

Το πρώτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας ασχολείται με μια καθαρά περιγραφική αναφορά στην κρίση χρέους στην Ευρωζώνη η οποία έχει ξεκινήσει από τα τέλη του 2009 σε κάποιες χώρες στη Νότια Ευρώπη κατά κύριο λόγο. Πιο συγκεκριμένα, θα παρουσιαστούν στοιχεία που αφορούν τα αίτια εμφάνισης αυτής της κρίσης και της εξέλιξης που είχε σε διάφορες χώρες που πρωταγωνίστησαν σε αυτή. Θα παρουσιαστούν, επίσης, πολιτικές διαχείρισης και αντιμετώπισης αυτής της κρίσης οι οποίες εφαρμόστηκαν από τις κυβερνήσεις χωρών της Ε.Ε. και από διάφορους σχετικούς εμπλεκόμενους θεσμούς. Τέλος, θα παρουσιαστούν σχετικές μεταρρυθμίσεις που πρέπει να λάβουν χώρα για έξοδο από την κρίση.

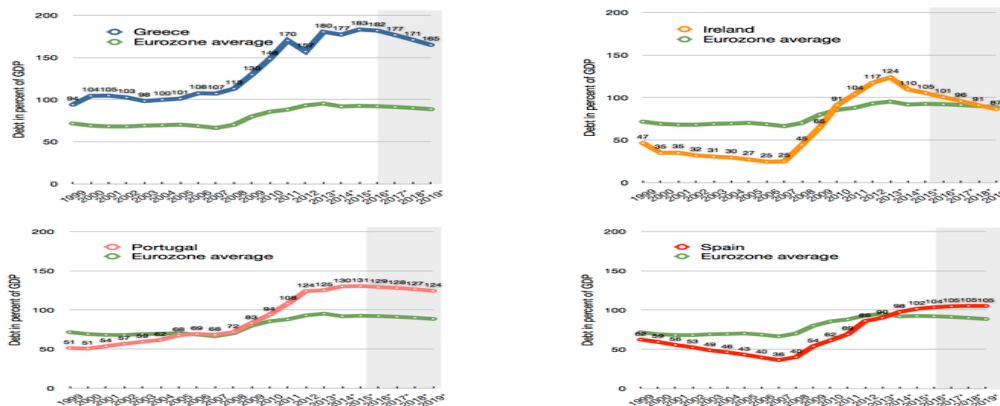
1.1 Εισαγωγή

Η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη αφορά προφανώς χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις οποίες ανέκυψαν προβλήματα στην ομαλή αποπληρωμή μέρους του δημοσίου χρέους τους. Η κρίση αυτή θεωρείται πολυετής και έχει τις αρχές τις από τα τέλη του 2009. Η κρίση αυτή έπληξε χώρες της Νότιας Ευρώπης (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ισπανία, Κύπρος αλλά και Ιρλανδία) οι οποίες έφτασαν σε σημείο να μην μπορούν να αναχρηματοδοτήσουν το δημόσιο χρέος τους ή να μην μπορούν να διασώσουν κάποιες υπερχρεωμένες τράπεζες χωρίς την υποστήριξη τρίτων, όπως ήταν άλλες χώρες της Ευρωζώνης, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ).

Οι αιτίες της κρίσης του χρέους ποικίλουν από χώρα σε χώρα. Σε κάποιες χώρες μια βασική αιτία ήταν η φούσκα στην αγορά των ακινήτων της οποίας οι συνέπειες μεταφέρθηκαν στο τραπεζικό σύστημα λόγω πολλών αθετήσεων σε στεγαστικά δάνεια και αυτές με τη σειρά του οδήγησαν τις κυβερνήσεις να εκπονούν προγράμματα διάσωσης και ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών προκειμένου να προστατέψουν μια εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Εντούτοις, η κύρια αιτία της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη, όπως επισημαίνουν οι Lewis (2011) και Koba (2012) ήταν η δομή της Ευρωπαϊκής Ένωσης σαν μια νομισματική ένωση

(με κοινό νόμισμα το ευρώ) αλλά και όχι ως δημοσιονομική, όπου η κάθε χώρα διαχειρίζεται ξεχωριστά τα φορολογικά και συνταξιοδοτικά θέματα της προς το δικό της συμφέρον. Αυτό θεωρείται ότι περιορίζει την ικανότητα των Ευρωπαϊκών ηγετών να ανταποκριθούν άμεσα και αποτελεσματικά στην διαχείριση αυτής της κρίσης.

Διάγραμμα 1.1, Χρέος ως Ποσοστό επί του ΑΕΠ για τις Χώρες της Ευρωζώνης που Επλήγησαν από τον Κρίση Χρέους



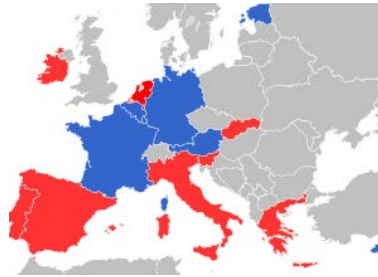
Πηγή: Eurostat

Από τις αρχές του 2010 όταν και ξέσπασε η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, με πρωτοβουλία των σημαντικών κρατών της Ευρώπης έγινε προσπάθεια για λήψη άμεσων μέτρων. Ανάμεσα σε αυτά, όπως αναφέρεται σε Matlock (2010) και Economist (2010) περιλαμβάνονταν και η Ευρωπαϊκή Λειτουργία Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility- EFSF) και ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (European Stability Mechanism-ESM). Επίσης, η ΕΚΤ στην προσπάθεια της να συμμετέχει και αυτή ενεργά στην αντιμετώπιση της κρίσης μείωσε τα επιτόκια της και παρείχε φτηνά δάνεια αξίας πάνω από 1 τρισεκατομμύριο ευρώ στο διατραπεζικό σύστημα, έτσι ώστε να διευκολύνει τη ροή ρευστών ανάμεσα στις τράπεζες. Στο ίδιο πλαίσιο, η ΕΚΤ το 2012 ανακοίνωσε απεριόριστη υποστήριξη στις χώρες της Ευρωζώνης που περιελάμβανε ένα πρόγραμμα μείωσης κόστους των συναλλαγών (ECB Press Release, 2012).

Η επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και βελτίωσης των δομικών ελλειμμάτων επέτρεψε σε Ιρλανδία και Πορτογαλία να αποχωρήσουν από τα σχετικά προγράμματα διάσωσης το καλοκαίρι του 2014, ενώ την ίδια χρονιά Ελλάδα και Κύπρος μπόρεσαν να έχουν έστω και μερική πρόσβαση στις αγορές για να

αναχρηματοδοτούν το δημόσιο χρέος τους. Η Ισπανία δεν έλαβε ποτέ επίσημη βοήθεια και αρκέστηκε σε ένα πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών της και όχι άμεση υποστήριξη για το δημόσιο χρέος της.

Διάγραμμα 1.2, Αλλαγή Κυβερνήσεων (Χώρες με Κόκκινα) Λόγω Κρίσης Χρέους



Η κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη άφησε έντονα τα σημάδια της στις οικονομίες των χωρών που επλήγησαν από αυτήν, ιδιαίτερα στον τομέα της ανεργίας. Πιο συγκεκριμένα, η ανεργία σε Ισπανία και Ελλάδα έφτασε στα επίπεδα του 27% (CBSNews, 2013) και μάλιστα θεωρείται ως ένας σημαντικός παράγοντας ανασχεσης οικονομικής ανάπτυξης όχι μόνο για την Ευρωζώνη, αλλά και για ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Δεν είναι τυχαίο, άλλωστε, ότι η κρίση αυτή χρέους συνέπεσε και με την αλλαγή κυβερνήσεων σε 10 από τις 19 χώρες της Ευρωζώνης.

1.2 Αιτίες της Κρίσης Χρέους στην Ευρωζώνη

Συνήθως ένα σημαντικό γεγονός δεν οφείλεται σε μια αιτία, ούτε καν σε λίγες αιτίες. Έτσι, και στην περίπτωση της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη τα αίτια για τη δημιουργία της ήταν αρκετά και ουσιαστικά το γεγονός αυτό ήταν αποτέλεσμα ενός συνδυασμού πολύπλοκων παραγόντων. Ανάμεσα στους παράγοντες αυτούς περιλαμβάνονται και οι παρακάτω:

- Παγκοσμιοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών
- Χαλαρή πιστωτική πολιτική που ενθάρρυνε δανειοδοτήσεις υψηλού κινδύνου για την περίοδο 2002-2008
- Παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007

- Ανισορροπίες στο διεθνές εμπόριο
- Φούσκα στην αγορά των ακινήτων
- Ύφεση την περίοδο 2008-2012
- Επιλογές δημοσιονομικής πολιτικής σε σχέση με κρατικά έσοδα και δαπάνες
- Προσεγγίσεις για διάσωση τραπεζικών ιδρυμάτων και ιδιωτών

Υποτίθεται ότι βάση της Συνθήκης του Μάαστριχ που υπογράφηκε από τις χώρες της Ε.Ε. το 1992 υπήρχαν περιορισμοί στις κρατικές δαπάνες για χρηματοδότηση του ελλείμματος και για το επίπεδο του χρέους. Εντούτοις, καθώς από τις αρχές του 21^{ου} αιώνα κάποιες χώρες – μέλη της Ε.Ε. απέτυχαν να τηρήσουν τις σχετικές δεσμεύσεις αναγκάστηκαν να καταφύγουν σε κάποιες τεχνικές οι οποίες και απέκρυβαν, όμως, τα πραγματικά ελλείμματα και το επίπεδο του χρέους, όπως επισημαίνουν και οι Brown&Chambers (2005). Εντούτοις, είναι προφανές ότι όσο αποτελεσματικές και να είναι αυτές οι τεχνικές δεν γίνεται να κρύβουν την πραγματικότητα για πολύ μεγάλο διάστημα.

Πράγματι, στο πλαίσιο αυτό οι Belkinetal (2012) επισήμαναν ότι όταν στα τέλη του 2009 η Ελλάδα σταμάτησε να μασκαρεύει το έλλειμμα και το δημόσιο χρέος της, τότε είναι που δημιουργήθηκε πραγματικός φόβος πάνω από την Ευρώπη για σοβαρή κρίση χρέους εκτός από την Ελλάδα και σε άλλες χώρες μέλη της Ε.Ε. όπως Πορτογαλία, Ισπανία και Ιταλία. Δεν είναι τυχαίο ότι το δημόσιο χρέος πολλών χωρών στην Ε.Ε. υποβαθμίστηκε από σχετικούς οίκους αξιολόγησης και ότι η κρίση αυτή υπήρχε φόβος ότι θα περνούσε και μέσα στο Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα και θα δημιουργούσε θεμελιώδεις ανισορροπίες μέσα στην Ευρωζώνη.

Θα μπορούσε να ισχυριστεί κάποιος ότι και η τεχνολογία και η άμεση πληροφόρηση μέσω των ΜΜΕ έχουν παίξει και αυτές το ρόλο του στην κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, με τη λογική ότι όταν ανακοινώθηκαν στα τέλη του 2009 το πραγματικό επίπεδο ελλείμματος και δημοσίου χρέους της Ελληνικής οικονομίας, αυτό προκάλεσε τρόμο και σε άλλες κυβερνήσεις οι οποίες κατείχαν μέρος του Ελληνικού χρέους, ο οποίος τρόμος τροφοδοτούνταν καθημερινά από αρνητικές ειδήσεις και σχετικά άρθρα σε διάφορα ΜΜΕ σε Ευρωπαϊκό αλλά και παγκόσμιο επίπεδο.

1.3 Εξέλιξη της Κρίσης Χρέους στην Ευρωζώνη

Η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη συνέπεσε με υψηλά δομικά κρατικά ελλείμματα και υπέρμετρη αύξηση του επιπέδου του χρέους του δημοσίου τομέα για κάποιες χώρες στην περιοχή αυτή. Επιπλέον, τότε ως συνέπεια της ευρύτερης παγκόσμιας κρίσης, πολλές τράπεζες αντιμετώπιζαν το φάσμα της πτώχευσης, καθώς υπέστησαν σοβαρές κεφαλαιακές απώλειες και έπρεπε να λάβουν χώρα προγράμματα διάσωσής τους, καθώς η απρόσκοπτη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος είναι άμεσα συνυφασμένη με τη γενικότερη οικονομική σταθερότητα. Για αυτό, άλλωστε από την αρχή του 2009 10 Ευρωπαϊκές τράπεζες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης είχαν ήδη ζητήσει μέτρα διάσωσης (FinancialTimes, 2009).

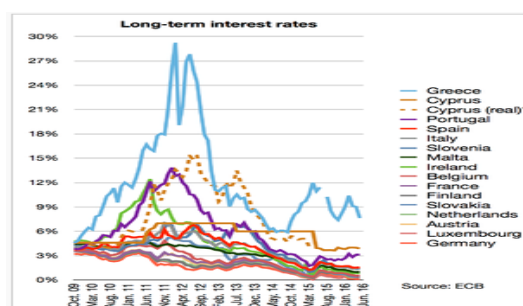
Οι Petrakis et al (2013) επισημαίνουν ότι επειδή πολλές ανακεφαλαιοποιήσεις τραπεζών χρηματοδοτήθηκαν από τις κυβερνήσεις αυτό ήταν μια κύρια αιτία που οδήγησε στην άνοδο του δείκτη δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ, μαζί με χαμηλή οικονομική ανάπτυξη, με μείωση ανταγωνιστικότητας των οικονομιών που επλήγησαν από την κρίση αλλά και με τους -προ κρίσης- υψηλούς δείκτες δημοσίου χρέους, καθώς σε πολλές χώρες υπήρχαν μάλλον αλόγιστες κρατικές δαπάνες, σε σχέση με τα έσοδα, όπου δημιουργούσαν ελλείμματα που χρηματοδοτούνταν διαχρονικά μέσω έκδοσης χρέους.

Στις πρώτες εβδομάδες του 2010, η κρίση χρέους που ξεσπούσε δημιουργούσε έντονη ανησυχία στην αγορά, έτσι ώστε οι δανειστές απαιτούσαν υψηλότερα επιτόκια δανεισμού από τις χώρες που διατηρούσαν υψηλό χρέος, αλλά και υψηλά κρατικά ελλείμματα και ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών. Αυτό έκανε ακόμη πιο δυσχερή την προσπάθεια αυτών των χωρών να αποπληρώνουν ομαλά έως και να αναχρηματοδοτούν το δημόσιο χρέος τους, ιδιαίτερα δε όταν αυτό συνδυάζεται με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, λόγω και της γενικότερης οικονομικής κρίσης, και με το γεγονός ότι οι περισσότεροι πιστωτές είναι ξένοι, όπως στην περίπτωση της Ελλάδας και της Πορτογαλίας.

Η εμφάνιση της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη φάνηκε πιο ξεκάθαρα με την άνοδο των αποδόσεων των κυβερνητικών ομολόγων των χωρών που επλήγησαν αρχικά, καθώς οι πιστωτές (ομολογιούχοι) τους απαιτούσαν υψηλότερες αποδόσεις λόγω του αυξημένου κινδύνου που έφερνε η κρίση. Έτσι, προγράμματα διάσωσης

αυτών των χωρών, ως προς την βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους τους έπρεπε να εκπονηθούν και να υλοποιηθούν. Τα προγράμματα αυτά εκπονήθηκαν από το ΔΝΤ, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ, όπου αυτοί οι διεθνείς οργανισμοί, εκπροσωπώντας τα συμφέροντα των πιστωτών, αρχικά είχαν ονομαστεί «Τρόικα» και έπειτα «Θεσμοί».

Διάγραμμα 1.3, Μακροχρόνια Επιτόκια στις Χώρες της Ε.Ε.



Πηγή: ΕΚΤ

Για να αντιμετωπιστεί η κρίση, κάποιες κυβερνήσεις αύξησαν τα κρατικά έσοδα μέσα από αύξηση φορολογίας και μείωσαν τις κρατικές δαπάνες μέσα από μειώσεις παροχών. Αυτά τα μέτρα εκτός από τον αρνητικό κοινωνικό αντίκτυπο ήταν και ένα ερωτηματικό κατά πόσο θα αποδώσουν και από την καθαρή οικονομική σκοπιά. Μάλιστα, αυτά τα μέτρα φαίνεται ότι επέτειναν την κρίση, όπως φάνηκε και από την διαφορά των αποδόσεων των κυβερνητικών ομολόγων και των ασφαλιστρών κινδύνου στις πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής (CreditDefaultSwaps – CDS) των χωρών αυτών σε σχέση με αντίστοιχους Γερμανικούς τίτλους, με τη λογική ότι η Γερμανία θεωρείται ως πιο σταθερή οικονομία στην Ε.Ε. και, άρα, μέτρο σύγκρισης (Oakley&Hope, 2010).

Εκτός από τη Γερμανία και σε άλλες χώρες της Ε.Ε. (Γαλλία, Βέλγιο, Δανία, Ολλανδία, Αυστρία) τα κυβερνητικά ομόλογα τους είχαν σχεδόν μηδενικές αποδόσεις, καθώς θεωρούνταν αρκετά ασφαλέστερα περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τα ομόλογα χωρών που είχαν πληγεί από την κρίση του χρέους στην περιοχή, όπως είχαν επισημάνει οι Pop (2011) και DerStandard (2012). Τα σχεδόν μηδενικά

επιτόκια είχαν ως αποτέλεσμα μαζική εισροή κεφαλαίων σε άλλο νόμισμα (Ελβετία) με συνέπεια να αυξηθεί το Ελβετικό Φράγκο σε σχέση με το Ευρώ.

Το αξιοσημείωτο με την κρίση χρέους στην Ευρωζώνη ήταν ότι παρόλο που έπληξε κυρίως τρεις χώρες (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ιρλανδία) οι οποίες αναλογούν μόλις το 6% του συνολικού ΑΕΠ της Ευρωζώνης, είχε αποτελέσει ένα πολύ σημαντικό πρόβλημα για όλη την Ευρωζώνη, όπως επισημαίνεται σχετικώς (ProjectSyndicate, 2011, DerSpiegel, 2011), διότι θεωρείται πως η κρίση αυτή μπορεί να μεταδοθεί και σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης και να προκαλέσει ακόμη και διάσπαση της Ένωσης. Έτσι, η κρίση του χρέους οδήγησε 5 χώρες από τις 17 της Ευρωζώνης να αναζητήσουν βοήθεια από τις άλλες στο τέλος του 2012.

Στα μέσα του 2012 εξαιτίας επιτυχημένων μεταρρυθμίσεων σε δημοσιονομικές πολιτικές στις χώρες που ήταν σε υψηλότερο κίνδυνο λόγω της κρίσης χρέους και διαφόρων πολιτικών και μέτρων που λήφθηκαν από την ηγεσία της Ε.Ε. και της ΕΚΤ, η χρηματοοικονομική σταθερότητα στην Ευρωζώνη είχε βελτιωθεί σημαντικά και το επίπεδο των επιτοκίων είχε πέσει σταδιακά. Όλα αυτά μείωσαν και τον κίνδυνο μετάδοσης της κρίσης και σε άλλες χώρες μέλη της Ευρωζώνης. Έτσι, στα τέλη του 2012 μόνο σε 3 χώρες της Ευρωζώνης (Ελλάδα, Πορτογαλία και Κύπρο) τα κρατικά ομόλογα είχαν πολύ υψηλές αποδόσεις, άνω του 6% (EBC, 2012), υπονοώντας ότι η αγορά έκρινε ότι οι χώρες αυτές είχαν ακόμη υψηλό επίπεδο κινδύνου λόγω της κρίσης. Στις αρχές του 2013, όπως αναφέρει ο Barley (2013), έλαβαν χώρα επιτυχημένες δημοπρασίες κρατικών ομολόγων σε επίπεδο Ευρωζώνης, αλλά και σε επίπεδο χωρών όπως Ιρλανδία, Ισπανία και Πορτογαλία υπονοώντας ότι η αγορά πιστεύει ότι τα προγράμματα διάσωσης σε αυτές τις χώρες δούλεψαν και έτσι ανακτήθηκε η εμπιστοσύνη των επενδυτών για να αγοράζουν ομόλογα, δανείζοντας και πάλι αυτές τις οικονομίες. Στο τέλος του 2013, όπως αναφέρεται σχετικά (BBCNews, 2013), η ΕΚΤ μειώνεται ακόμη περισσότερο τα επιτόκια στην προσπάθεια της για να υποστηρίξει την ανάκαμψη της Ευρωζώνης. Έτσι, το Μάιο του 2014, σύμφωνα με σχετική αναφορά (DerStandard, 2014) μόνο η Ελλάδα και η Κύπρος χρειάζονται τη βοήθεια τρίτων στην προσπάθεια τους να διαχειριστούν αποτελεσματικά το δημόσιο χρέους τους.

1.4 Πολιτικές Διαχείρισης και Αντιμετώπισης της Κρίσης Χρέους στην Ευρωζώνη

Όπως έχει ήδη αναφερθεί από την πρώτη στιγμή που ξέσπασε η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, οι ηγέτες της Ε.Ε. εκτόνησαν και υλοποίησαν μια σειρά από προγράμματα διάσωσης για τις οικονομίες που επλήγησαν. Τα προγράμματα αυτά περιελάμβαναν τη συνδρομή του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας, όπως επισημαίνεται σχετικά (ec.europa.eu, 2013), ενώ στηρίχτηκαν σε πολύ μεγάλο βαθμό στην Ευρωπαϊκή Λειτουργία Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (EuropeanFinancialStabilityFacility- EFSF) και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (EuropeanStabilityMechanism – ESM), καθώς μέσα από αυτά τα προγράμματα δόθηκε βοήθεια πάνω από 300 δισεκατομμύρια ευρώ από τα σχεδόν 550 δισεκατομμύρια ευρώ που κόστισε όλη η βοήθεια, όπως επισημαίνεται επίσης (EFSF, 2013).

Ο θεσμός EFSF ξεκίνησε τη λειτουργία του το 2010 ως συμφωνία των 27 μελών κρατών της Ε.Ε. ως ένα νομικό εργαλείο που επέτρεπε την έκδοση ομολόγων ειδικού σκοπού προκειμένου να υποστηρίξει ανακεφαλαιοποιήσεις τραπεζών και στήριξη κρατικών ομολόγων, όποτε παραστεί ανάγκη, όπως αναφέρει και η Thesing (2011). Στις αρχές του 2011 εκδόθηκε μέσω αυτού του θεσμού ομόλογο ονομαστικής αξίας 5 δισεκατομμυρίων ευρώ και κατάφερε και άντλησε τελικά κεφάλαια αξίας σχεδόν 45 δισεκατομμυρίων, ένα ποσό ρεκόρ ακόμα και σε σύγκριση με ποσά που αντλούν κρατικά ομόλογα και σχεδόν το διπλάσιο ποσό σε σχέση με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (EuropeanFinancialStabilizationMechanism – EFSM), όπως επισημαίνει και ο Risk (2011). Στα τέλη του 2011 συμφωνήθηκε από τους υπουργούς οικονομικών της Ευρωζώνης να ενσωματωθούν και σχετικές εγγυήσεις στις εκδόσεις ομολόγων από τον θεσμό αυτό προκειμένου να ενδυναμωθεί περαιτέρω και να παρεμβαίνει ακόμη πιο δραστικά στις πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές, όπως αναφέρεται σχετικά (Reuters, 2011). Ο θεσμός αυτός τίθεται σε λειτουργία μόνο εάν ζητηθεί από κάποια χώρα, σύμφωνα με τον Stearns (2012). Πράγματι, μέχρι το 2012 ενεργοποιήθηκε αρκετές φορές στις περιπτώσεις της Πορτογαλίας, της Ιρλανδίας και της Ελλάδας, όπως αναφέρεται σχετικά (EFSF, 2012). Η θεσμοθέτηση αυτής της λειτουργίας είχε μια άμεση, τότε, ευεργετική επίπτωση στις αγορές, καθώς ανέβηκαν πολλές μετοχές,

έπεσαν τιμές εμπορευμάτων, ανατιμήθηκε το ευρώ, ενώ μειώθηκε και η μεταβλητότητα χρηματιστηριακών δεικτών, σύμφωνα με σχετικές αναφορές (Silberstein, 2010, Traynor, 2010, Chanjaroen, 2010, Kearns, 2010). Ουσιαστικά, ο θεσμός αυτός, ως μέτρο αντιμετώπισης της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη μείωσε δραστικά, τότε, τους φόβους ότι η Ελληνική κρίση θα εξαπλωθεί (Maatouk, 2010), κάτι που αποτυπώθηκε και από την απότομη, τότε, πτώση των αποδόσεων των Ελληνικών ομολόγων (Nasareth, 2010), κάτι που σημαίνει ότι η αγορά δεν ζητούσε πια υψηλές αποδόσεις από τα Ελληνικά ομόλογα γιατί δεν τα θεωρούσε, τότε, πια τόσο υψηλού ρίσκου. Σε αυτό βοήθησε, βέβαια και θα πρέπει να σημειωθεί, η αγορά δημοσίου χρέους από την πλευρά της ΕΚΤ, όπως αναφέρεται σχετικά (BBC, 2010). Πάντως, παρόλο τις θετικές αυτές επιπτώσεις, στις αρχές του 2012 πολλές χώρες της Ε.Ε. υπέστησαν υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας τους από διεθνείς οίκους αξιολόγησης, σύμφωνα με τον Gibson (2012), καθώς κρίθηκε ότι αυτά τα μέτρα αυξάνουν τον κίνδυνο των χωρών που παρέχουν σχετική στήριξη.

Παράλληλα με τον προηγούμενο θεσμό, στις αρχές του 2011, η Ε.Ε. ίδρυσε και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (European Financial Stabilization Mechanism – EFSM) ο οποίος ήταν και αυτός ένας θεσμός άντλησης κεφαλαίων μέσω των αγορών για έκτακτη βοήθεια όπου χρησιμοποιούνταν ως ενέχυρο ο ίδιος ο προϋπολογισμός της Ε.Ε. (Xinhua, 2011). Και ο θεσμός αυτός λειτουργεί με σκοπό να παρέχει βοήθεια σε χώρες που την χρειάζονται όταν πρέπει να αντιμετωπίσουν δύσκολες καταστάσεις, προφυλάσσοντας, έτσι, την χρηματοοικονομική σταθερότητα (Bartha, 2011).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι δύο αυτοί θεσμοί (EFSF, EFSM) αντικαταστάθηκαν το Σεπτέμβρη του 2012 από ένα πιο μόνιμο πρόγραμμα διάσωσης, τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (European Stability Mechanism – ESM), όπως αναφέρεται σχετικά (European Council, 2011). Ο μηχανισμός αυτός θεωρείται ως ένα τοίχος προστασίας στο χρηματοοικονομικό σύστημα και τίθεται σε λειτουργία όταν μια χώρα έρθει με το φάσμα της αθέτησης των υποχρεώσεων της στους δανειστές της, προκειμένου να εξασφαλίσει την ομαλή αποπληρωμή των υποχρεώσεων και έτσι μια κρίση χρέους σε μια μεμονωμένη οικονομία να μην μεταδίδεται εύκολα και σε άλλες οικονομίες.

Η ΕΚΤ έλαβε και αυτή με τη σειρά της μια σειρά από μέτρα για να μειώσει την μεταβλητότητα στις αγορές και να τονώσει τη ρευστότητα (ECB, 2010). Πιο συγκεκριμένα, προέβη σε πρακτικές ανοικτής αγοράς αγοράζοντας δημόσιο και ιδιωτικό χρέος (DiePresse, 2012), ενώ παράλληλα απορροφούσε και ιδίου επιπέδου ρευστότητα για να μην υπάρχουν πληθωριστικές πιέσεις (ECB, 2011).

Ως προς το Ελληνικό πρόβλημα, η ΕΚΤ άλλαξε την πολιτική της δεχόμενη ως ενέχυρο ό,τι είδους χρέους εκδίδονταν από την Ελληνική κυβέρνηση, άσχετα από την πολύ χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση της. Αυτή η κίνηση, όμως, προκάλεσε επιπλέον πιέσεις στα Ελληνικά ομόλογα που ήδη αξιολογούταν με το χαμηλότερο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας (junkbonds), κάνοντας, έτσι, πολύ δύσκολη την πρόσβαση της Ελλάδας στις αγορές (Lesona, 2010).

Στα τέλη του 2011 η ΕΚΤ, σε συνεργασία και με άλλες Κεντρικές Τράπεζες παγκοσμίως, αποφάσισε να τονώσει περαιτέρω τη ρευστότητα για να μειώσει τις συνέπειες της κρίσης χρέους και να στηρίξει την πραγματική οικονομία (NZZ Online, 2012). Στο πλαίσιο αυτό μείωνε σταδιακά τα επιτόκια δανεισμού για επιχειρήσεις, φτάνοντας σε ένα ιστορικό χαμηλό στα τέλη του 2013, επιτυγχάνοντας, έτσι, και την πτώση του ευρώ με σκοπό την ενδυνάμωση των εξαγωγών των χωρών της Ευρωζώνης, προκειμένου να υποστηριχθεί η σχετική ανάκαμψη (BBCNews, 2013).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ΕΚΤ έπαιξε πολύ σπουδαίο ρόλο στη διατραπεζική αγορά, καθώς υποκατέστησε σε πολύ μεγάλο βαθμό τον διατραπεζικό δανεισμό, σύμφωνα με τους Forelle&Enrich (2013).

Στο τέλος του 2012 ένα άλλο σημαντικό μέτρο από την πλευρά της ΕΚΤ ήταν οι Διαφανείς Νομισματικές Συναλλαγές (OutrightMonetaryTransactions – OMT) που περιλάμβαναν επιπλέον χρηματοοικονομική στήριξη μέσω αγορών χρέους προκειμένου να ωθήσουν σε χαμηλότερες αποδόσεις, συμβάλλοντας περαιτέρω στην πτώση των επιτοκίων (ECB, 2012) για τις χώρες που συμμετείχαν στα προγράμματα EFSF, EFSM. Το πρόγραμμα αυτό απευθύνονταν σε χώρες των οποίων οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων ήταν ιδιαίτερα υψηλές και υπήρχε πίεση να παραμείνουν εκεί και θα διαρκούσε μέχρι να ανακτούσαν οι χώρες αυτές πλήρη πρόσβαση στις αγορές και πάλι, δηλαδή όταν οι αποδόσεις θα έπεφταν σε ένα λογικό επίπεδο, όπως αναφέρουν οι Castle&Eddy (2012).

1.5 Μεταρρυθμίσεις και Προτάσεις για Έξοδο από την Κρίση

Οι πολιτικές διαχείρισης χρέους στην Ευρωζώνη ήταν περισσότερο για καταστολή του προβλήματος και όχι για πρόληψη του, με τη λογική ότι επρόκειτο για μέτρα έκτακτης βοήθειας και στήριξης σε χώρες οι οποίες εμφάνιζαν το πρόβλημα και έπρεπε να το αντιμετωπίσουν αλλά και να μην μεταδοθεί και σε άλλες οικονομίες εξαπλώνοντας την κρίση. Εντούτοις, είναι κάτι παραπάνω από προφανές ότι χρειάζεται να ληφθούν μέτρα πιο μόνιμου χαρακτήρα τα οποία να προλαμβάνουν κρίσεις έως και να μειώνουν την πιθανότητα εμφάνισης τους στο μέλλον. Στο πλαίσιο αυτό, αναφέρονται παρακάτω ορισμένες προτάσεις που αφορούν μεταρρυθμίσεις και μέτρα μονιμότερου χαρακτήρα για μια πλήρη έξοδο από την κρίση.

Τον Ιούνιο του 2012, οι ηγέτες της Ευρωζώνης συμφώνησαν να επιτρέψουν τα δάνεια από τον ESM να πηγαίνουν απευθείας στις τράπεζες που είχαν ανάγκη ανακεφαλαιοποίηση και όχι μέσω των κυβερνήσεων για να μην επιβαρύνεται επιπλέον το δημόσιο χρέος (Davies, 2012).

Μεγάλη συζήτηση έχει γίνει για τα μέτρα λιτότητας που έχουν ληφθεί στις χώρες που έπληξε η κρίση χρέους, ιδιαίτερα στην Ελληνική οικονομία. Ο γνωστός οικονομολόγος P.Krugman έχει τονίσει ότι τα μέτρα αυτά δεν αποτελούν μια βιώσιμη λύση στο πρόβλημα της κρίσης χρέους (Kaletsky, 2012). Μάλιστα, έχει επισημάνει ότι ιστορικά αντιπληθωριστικές πολιτικές οδηγούν σε ακόμη βαθύτερη κρίση (Kaletsky, 2012). Πράγματι και το ίδιο το ΔΝΤ επεσήμανε ότι περικοπή κρατικών δαπανών και αύξηση φορολογίας έκανε μάλλον κακό, ενώ χώρες που εφάρμοσαν αντίθετες δημοσιονομικές πολιτικές είχαν ευεργετικά αποτελέσματα (Plumer, 2012).

Στο ίδιο πλαίσιο, τονίζεται ότι μια λύση στο πρόβλημα κρίσεων είναι η αύξηση της ανταγωνιστικότητας των οικονομιών που πλήττονται από αυτήν (Zakaria, 2010) μέσω εκμετάλλευσης των συνθηκών που προκαλούν η παγκοσμιοποίηση και η τεχνολογία. Η αύξηση της ανταγωνιστικότητας μπορούσε να γίνει κάποτε εύκολα με υποβάθμιση του νομίσματος, ώστε να γίνουν πιο ελκυστικές οι εξαγωγές. Εντούτοις, με την εμφάνιση του ευρώ αυτό δεν είναι εύκολο να γίνει διότι αποτελεί ένα κοινό νόμισμα για πολλές χώρες και δεν μπορεί η κάθε μια να εφαρμόσει πολιτικές που να επηρεάσουν την ισοτιμία. Άλλοι τρόποι να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα είναι η λεγόμενη εσωτερική υποβάθμιση, που περιλαμβάνει μείωση του κόστους εργασίας

(Buckley, 2012) και η δημοσιονομική υποβάθμιση, που περιλαμβάνει μειώσεις φόρων και ένα γενικότερο ευνοϊκό φορολογικό πλαίσιο για τις επιχειρήσεις (Keynes, 1998). Βέβαια και τα δύο αυτά μέτρα μπορεί να οδηγήσουν σε αντίθετα οικονομικά αποτελέσματα μειώνοντας την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών και μειώνοντας τα κρατικά έσοδα. Συνεπώς, πρέπει να εφαρμόζονται με ιδιαίτερη προσοχή.

Στο πλαίσιο πιο μόνιμων λύσεων για την κρίση χρέους στην Ευρωζώνη και με αφορμή την κρίση που ξέσπασε η συζήτηση για δημοσιονομική ενοποίηση, εκτός από τη νομισματική είναι πια πιο έντονη από ποτέ. Ο Weidmann (2012) έχει προτείνει ότι μια δημοσιονομική ενοποίηση όλων των χωρών μελών στην Ευρωζώνη θα ισχυροποιήσει ακόμη περισσότερο την Ένωση και θα την κάνει να είναι πιο ανθεκτική στην αντιμετώπιση κρίσεων στο μέλλον.

Αυτό το τελευταίο μέτρο θεωρείται ως το πιο σημαντικό μέτρο μακροπρόθεσμου χαρακτήρα για μια οριστική έξοδο από την κρίση και για μια πιο αποτελεσματική διαχείριση τους στο μέλλον. Άλλα μέτρα μακροπρόθεσμου χαρακτήρα περιλαμβάνουν την ενδυνάμωση του ρόλου της ΕΚΤ (DerStandard, 2012), την έκδοση ευρω-ομολόγων (AssociatedPress, 2011) ακόμα και την ίδρυση Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου (Schulmeister, 2011). Αντίστοιχα μέτρα θεωρείται ότι αποτελούν διαγραφή χρέους με χρηματοδότηση από φορολόγηση στον πλούτο (Cecchetti&Zambolli, 2011) και μέσα από διεθνείς συμφωνίες (Stewart, 2015).

Αξίζει, τέλος, να αναφερθεί ότι, σύμφωνα με τον Piketty (2013), υπάρχουν τρεις τρόποι να μειωθεί το δημόσιο χρέος στις χώρες της Ευρώπης: 1) φόρος στο κεφάλαιο, 2) πληθωρισμός και 3) μέτρα λιτότητας. Σύμφωνα με τον Piketty (2013) η πλέον ενδεδειγμένη μακροχρόνια λύση του προβλήματος είναι ο φόρος στο κεφάλαιο, διότι με αυτόν τον τρόπο εξοικονομούνται σημαντικά έσοδα για το κράτος και χωρίς να πλήττεται οικονομικά μεγάλο μέρος του πληθυσμού, όπως συμβαίνει με τα άλλα μέτρα.

Κεφάλαιο 2: Σχέση Κρίσης Δημοσίου Χρέους και Τραπεζικής Κρίσης

Στο κεφάλαιο αυτό περιγράφεται η σχέση που υπάρχει μεταξύ κρίσης χρέους και τραπεζικής κρίσης. Η λογική είναι ότι όταν υπάρχει μια κρίση χρέους στο δημόσιο τομέα μιας οικονομίας αυτή μεταδίδεται και σε διάφορους τομείς της ιδιωτικής οικονομίας με τον πρώτο τομέα που πλήττεται να είναι αυτός των τραπεζών, καθώς το τραπεζικό σύστημα παίζει κυρίαρχο θεσμικό και πρακτικό ρόλο στην οικονομία μιας χώρας. Η ανάλυση που θα παρουσιαστεί έχει αφορμή την κρίση χρέους στην Ευρωζώνη στοιχεία της οποίας παρουσιάστηκαν εκτενώς στο προηγούμενο κεφάλαιο. Θα παρουσιαστούν τα διάφορα κανάλια μετάδοσης της κρίσης δημοσίου χρέους από και προς το τραπεζικό σύστημα, ενώ θα παρουσιαστούν, επίσης, οι σχετικές θεσμικές παρεμβάσεις που έγιναν για να αντιμετωπιστεί αυτή η μετάδοση της κρίσης.

2.1 Κανάλια Μετάδοσης Κρίσης Δημοσίου Χρέους Προς και Από το Τραπεζικό Σύστημα

Διάφορες έρευνες σχετικά με τις οικονομικές κρίσεις έχουν δείξει ότι υπάρχει στενός συσχετισμός μεταξύ κρίσεων στον τραπεζικό τομέα και κρίσεων στον κρατικό τομέα. Οι έρευνες αυτές έχουν πληθύνει με αφορμή την κρίση χρέους στην Ευρωζώνη και δείχνουν ποια είναι τα κανάλια μετάδοσης της κρίσης από τον κρατικό στον τραπεζικό τομέα. Εντούτοις, σχετικές μελέτες είχαν πραγματοποιηθεί και πριν από την κρίση αυτή και είχαν δείξει ότι υπάρχουν κανάλια μετάδοσης της κρίσης και με αντίστροφη φορά, από τον τραπεζικό στον κρατικό τομέα, ενώ υπάρχουν και απόψεις σύμφωνα με τις οποίες μια οικονομική κρίση ανατροφοδοτείται προς και από τους δύο τομείς διαιωνίζοντας, κατά κάποιο τρόπο, το πρόβλημα. Παρακάτω παρουσιάζονται μελέτες και στοιχεία που αφορούν και τις αυτές περιπτώσεις μετάδοσης κρίσεων.

2.1.1 Μετάδοση Κρίσης Από τον Δημόσιο στον Τραπεζικό Τομέα

Γενικά όταν ένας δανειολήπτης βρεθεί σε δυσχερή οικονομική κατάσταση τότε αυτό το γεγονός επηρεάζει σαφώς και το δανειστή του, καθώς όταν ο πρώτος αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του στον δεύτερο, τότε και ο δεύτερος είναι πολύ πιθανό να βρεθεί σε αντίστοιχη δυσχερή θέση, με τη λογική ότι και αυτός ανέμενε να τακτοποιήσει τις δικές του υποχρεώσεις από τις απαιτήσεις που θα ελάμβανε από τον πρώτο.

Έτσι, και στο πλαίσιο μιας κρίσης δημοσίου χρέους, όπου ο δανειολήπτης είναι το κράτος, όταν αυτό βρεθεί σε δυσχερή θέση οικονομικά, τότε οι διάφοροι δανειστές του είναι επόμενο να αντιμετωπίσουν και αυτοί προβλήματα, καθώς ανέμεναν κάποιες εισπράξεις από το κράτος οι οποίες δε θα έρθουν στην ώρα τους. Έτσι, ένα πολύ βασικό κανάλι μετάδοσης της κρίσης δημοσίου χρέους είναι, γενικά, ότι η κρίση μεταδίδεται και στους ίδιους τους δανειστές από ένα σημείο και έπειτα, ανάλογα με το πόσο πολύ μεγάλη είναι η οφειλή και, κυρίως, πόσο εξασφαλισμένη είναι όταν προκύψουν οικονομικές δυσχέρειες.

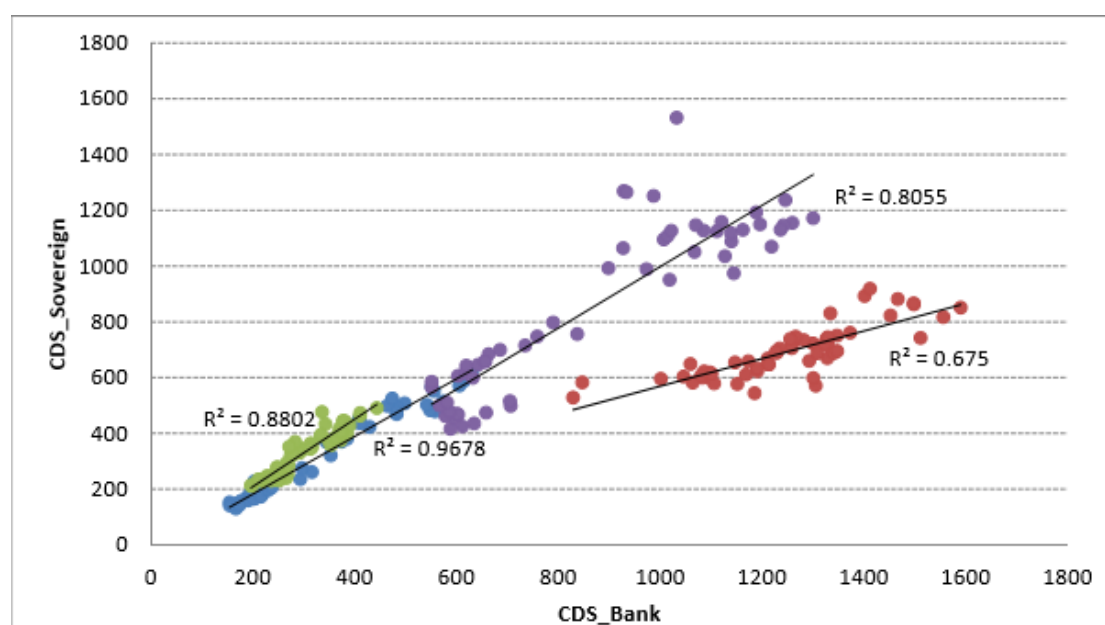
Στην περίπτωση της κρίσης του δημοσίου χρέους, σημαντικό μέρος των δανειστών διάφορων κρατών είναι, γενικά, οι τράπεζες, όπως αναφέρουν σχετικά και οι Angeloni&Wolff (2012). Συνεπώς, φαίνεται ότι σε περίπτωση που προκύψει κρίση χρέους σε κάποιο κράτος, αυτή μπορεί να μεταδοθεί, σε κάποιο βαθμό, και στο τραπεζικό σύστημα, ανάλογα με το πόσο πολύ εκτεθειμένες ήταν διάφορες τράπεζες ως δανειστές κρατών μέσω αγοράς κρατικών ομολόγων είτε από την πρωτογενή, είτε από τη δευτερογενή αγορά. Πράγματι, οι Angeloni&Wolff (2012) επισημαίνει ότι η στενή σχέση ανάμεσα σε κρίση δημοσίου χρέους και τραπεζική κρίση έχει τονιστεί ιδιαίτερος από την απαρχή ακόμη της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη.

Στη σχετική μελέτη τους οι Angeloni&Wolff (2012) βρήκαν ότι υπάρχει σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στον κίνδυνο των κρατικών ομολόγων και τον κίνδυνο των τραπεζών στην περιοχή της Ευρωζώνης.

Η υψηλή συσχέτιση αυτή φαίνεται από τις συμφωνίες ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (creditdefaultswaps – CDS) για κρατικά και τραπεζικά ομόλογα, όπως φαίνεται και από το σχήμα (2.1). Πράγματι, για τις χώρες που εμφανίζονται στο διάγραμμα (2.1) υπάρχει αρκετά υψηλή συσχέτιση μεταξύ κρατικού και τραπεζικού

κινδύνου, ενώ οι Angeloni&Wolff (2012) επισημαίνουν ότι για την περίπτωση της Ελλάδας η συσχέτιση είναι και πάλι υψηλή, απλά όχι γραμμική, ενώ αντίστοιχες υψηλά θετικές συσχετίσεις παρατηρούνται και για πιο δυνατές Ευρωπαϊκές οικονομίες όπως της Γαλλίας και της Γερμανίας. Είναι εμφανές από αυτά τα στοιχεία ότι η κρίση δημοσίου χρέους που λαμβάνει χώρα στην Ευρωζώνη μεταδίδεται και στο τραπεζικό σύστημα.

Διάγραμμα 2.1, Συσχέτιση Συμφωνιών Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου (CDS) Κρατικών και Τραπεζικών Ομολόγων



Ιρλανδία

Ιταλία

Πορτογαλία

Ισπανία

Πηγή: Angeloni&Wolff (2012)

Εκτός από αυτά τα στοιχεία, οι Angeloni&Wolff (2012) μελέτησαν και τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στη διακράτηση κρατικών ομολόγων από τη μεριά των τραπεζών που υποβλήθηκαν σε ελέγχους για τη φερεγγυότητα τους (stresstests) και στην απόδοση της μετοχής τους για την περίοδο που ξέσπασε η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη. Βρήκαν ότι η αξία των κρατικών ομολόγων χωρών που είχαν πληγεί από την κρίση χρέους τα οποία διακρατούσαν οι τράπεζες στα χαρτοφυλάκια τους έπεσαν σημαντικά για την περίοδο Δεκέμβριος 2010 έως και Σεπτέμβριος 2011, κάτι πολύ

λογικό αφού η κρίση δημοσίου χρέους ήταν λογικό και επόμενο να πλήξει την αξία αυτών των τίτλων, ενώ και οι ίδιες οι τράπεζες προέβαιναν σε πωλήσεις αυτών των τίτλων προκειμένου να μην είναι τόσο εκτεθειμένες σε αυτούς τους τίτλους που είχαν, πια, υψηλό ρίσκο, συμβάλλοντας έτσι περαιτέρω στη μείωση της αξίας των συνολικών διακρατήσεων σε κρατικά ομόλογα.

Βρήκαν, επίσης, ότι η μακροχρόνια λειτουργία αναχρηματοδότησης των τραπεζών από την EKT (Long-Term Refinancing Operation – LTRO) δεν είχε κάποια επίδραση στις αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών των χωρών που υπήρχε η κρίση χρέους, αλλά ούτε και στα CDSτους.

Όσο αφορά την διακράτηση Ελληνικών ομολόγων, βρέθηκε ότι οι τιμές των μετοχών των τραπεζών που διακρατούσαν τέτοια είχαν επηρεαστεί αρνητικά την περίοδο Ιούλιος – Οκτώβριος 2011. Μετά από τότε έπαψαν να επηρεάζονται και άλλο αρνητικά, καθώς είχαν πια ληφθεί τα σχετικά μέτρα, όπως το κούρεμα χρέους, που αφορούσαν αυτούς τους τίτλους.

Αντίστοιχα βρέθηκε ότι οι τιμές των μετοχών των τραπεζών που διακρατούσαν Ιταλικά και Ιρλανδικά ομόλογα επηρεάστηκαν αρνητικά την περίοδο Οκτώβριος – Δεκέμβριος 2011, ενώ η διακράτηση ομολόγων άλλων περιφερειακών χωρών της Ευρωζώνης, όπως πχ της Ισπανίας, δε φαίνεται να επηρέασε τις τραπεζικές μετοχές. Ένα ακόμη εύρημα ήταν ότι η συμφωνία κούρεματος των Ελληνικών ομολόγων (PSI) δεν επηρέασε τον κίνδυνο διακράτησης κρατικών ομολόγων, εκτός των Ελληνικών. Τέλος, οι Angeloni&Wolff (2012) βρήκαν ότι για την απόδοση των τραπεζικών μετοχών είχε σημασία και η χώρα προέλευσης, όπου η σχέση κρίσης μεταξύ δημοσίου και τραπεζικού τομέα βρέθηκε πολύ πιο ισχυρή σε χώρες που επλήγησαν από την κρίση χρέους.

Ουσιαστικά, οι Angeloni&Wolff (2012) ισχυρίζονται ότι για μια κρίση στον τραπεζικό τομέα που έχει προκύψει από μια κρίση στο δημόσιο δεν ευθύνεται μόνο η διακράτηση κρατικών ομολόγων από τη μεριά των τραπεζών, αλλά και άλλοι παράγοντες, όπου η χώρα προέλευσης των τραπεζών είναι ένας πολύ κρίσιμος τέτοιος παράγοντας.

Οι Angeloni&Wolff (2012) δεν έμειναν μόνο στα εμπειρικά ευρήματα που συνδέουν την κρίση δημοσίου χρέους με την τραπεζική κρίση, αλλά προσπάθησαν να

ρίξουν φως στα αίτια αυτής της στενής, όπως φαίνεται, σχέσης, επισημαίνοντας, πρώτα, ότι ενώ όλοι αναγνωρίζουν ότι όντως υπάρχει αυτή η σύνδεση, εντούτοις, δεν είναι απολύτως κατανοητά τα αίτια που οδηγούν σε αυτή.

Στο πλαίσιο, λοιπόν, της διερεύνησης των αιτιών που οδηγούν στην στενή σχέση μεταξύ κρίσης δημοσίου χρέους και κρίσης τραπεζικού τομέα, αναφέρεται σχετικά ότι υπάρχουν τέσσερα κανάλια μετάδοσης της κρίσης από τον δημόσιο στον τραπεζικό τομέα (BIS, 2011, Angeloni&Wolff, 2012, Albertazzietal, 2012).

Πρώτον, οι τραπεζικές διακρατήσεις κρατικών ομολόγων χωρών που αντιμετωπίζουν πρόβλημα χρέους έχουν αρνητική επίδραση στα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών. Στο πλαίσιο αυτό, οι Albertazzietal (2012) αναφέρουν ότι η επίδραση αυτή αναγκάζει τις τράπεζες να λαμβάνουν μέτρα από-μόχλευσης, ώστε να αντισταθμίσουν τους κινδύνους που αυξάνονται και την απώλεια κεφαλαίου και εισοδήματος, με συνέπεια να μειώνεται η δανειοδοτική ικανότητα τους και να μειώνεται η προσφορά πίστωσης στην οικονομία γενικότερα.

Δεύτερον, ο υψηλός κίνδυνος κρατικών ομολόγων μειώνει την αξία των ενεχύρων που μπορεί να χρησιμοποιηθούν για δια-τραπεζική χρηματοδότηση, αυξάνοντας, έτσι τα κόστη χρηματοδότησης των τραπεζών. Πράγματι, οι Albertazzietal (2012) επισημαίνουν ότι και μέσω αυτού του καναλιού, μειώνονται οι χρηματικές ροές μεταξύ τραπεζών αλλά και μεταξύ τραπεζών και κεντρικής τράπεζας, με συνέπεια να συνεισφέρει και αυτό στη μείωση της προσφοράς της συνολικής πίστωσης.

Τρίτον, μια υποβάθμιση ενός κρατικού ομολόγου, συνήθως συνοδεύεται από μια αντίστοιχη υποβάθμιση για τις τράπεζες που έχουν ίδια χώρα προέλευσης. Μάλιστα, αυτή η τραπεζική υποβάθμιση είναι δυνατό να δυσχεραίνει ακόμη περισσότερο την ρευστότητα των τραπεζών, όπως επισημαίνουν και οι Albertazzietal (2012), καθώς θα δυσκολεύονται οι τράπεζες να έχουν χρηματοδότηση μέσω καταθετικών προϊόντων από ασφαλιστικές εταιρείες και ταμεία, διότι είτε δε θα υπάρχει η σχετική εμπιστοσύνη, είτε θα ζητείται υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης για να αντισταθμιστεί ο υψηλότερος αντιλαμβανόμενος, λόγω της υποβάθμισης, κίνδυνος.

Τέταρτον, ο αυξημένος κίνδυνος των κρατικών ομολόγων σημαίνει μειωμένη αξία άμεσων και έμμεσων κρατικών εγγυήσεων προς τις τράπεζες, κάτι που, σύμφωνα με τους Albertazzietal (2012) είναι ένας ακόμη λόγος αύξησης του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών.

Είναι φανερό ότι μέσω όλων των καναλιών μετάδοσης της κρίσης δημοσίου χρέους προς τον τραπεζικό τομέα προκύπτει μια αύξηση του κόστους χρηματοδότησης αλλά και μια εν γένει δυσκολία στην πρόσβαση για αυτή, μειώνοντας, έτσι, και τα κόστη των τραπεζών, αλλά και την δανειοδοτική ικανότητα τους οδηγώντας τις σε μείωση της κερδοφορίας τους, παρόλο που, όπως επισημαίνουν οι Albertazzietal (2012) οι επιπτώσεις του κάθε καναλιού δεν είναι ακριβώς ίδιες, σε μέγεθος, σε κάθε είδους χρηματοδότησης και πίστωσης.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, όπως αναφέρουν και οι Angeloni&Wolff (2012), μέχρι τότε δεν είχε διερευνηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό η σχέση κρίσης δημοσίου χρέους και τραπεζικών κρίσεων και γενικά η σύνδεση που τυχόν έχει ο κρατικός και ο τραπεζικός τομέας. Προφανώς, επειδή δεν είχε, μέχρι τότε, υπάρξει κάποια σοβαρή κρίση δημοσίου χρέους δεν μπορούσε, ίσως, κάποιος να φανταστεί ότι η διακράτηση κρατικών ομολόγων από τη μεριά των τραπεζών θα είχε τόσο μεγάλο αρνητικό αντίκτυπο σε περίπτωση κρίσης δημοσίου χρέους. Εντούτοις, με την περίπτωση της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη φαίνεται ότι δόθηκε η κατάλληλη αφορμή και το κίνητρο για να διερευνηθεί, τελικά, η σχέση αυτή σε περισσότερο βάθος.

Οι Albertazzietal (2012) σε μελέτη τους πάνω σε Ιταλικές τράπεζες επιβεβαίωσαν τους σχετικούς ισχυρισμούς τους για τα κανάλια μετάδοσης της κρίσης δημοσίου χρέους στον τραπεζικό τομέα ότι η κρίση δημοσίου χρέους, μέσα από την αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των χωρών της Ευρωζώνης που επλήγησαν από αυτή, οδήγησε σε αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών με άμεση συνέπεια την αύξηση του κόστους δανειοδοτήσεων από το τραπεζικό σύστημα προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις, αλλά και τη μείωση της δανειοδοτικής ικανότητας εν γένει. Μάλιστα σε περιόδους υψηλότερων αναταραχών οι σχετικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα βρέθηκαν να είναι ακόμη πιο έντονες. Ένα επιπλέον ενδιαφέρον εύρημα της έρευνας των Albertazzietal (2012) ήταν ότι η πτώση των δανειοδοτήσεων ήταν ακόμη πιο υψηλότερη από ότι θα υπονοούσε η σχετική άνοδος των επιτοκίων, δείχνοντας ότι γενικά στο τραπεζικό σύστημα υπήρχε

μια μάλλον γενικότερη αναταραχή. Όλα αυτά είχαν ως αποτέλεσμα η κρίση του δημοσίου χρέους να επιφέρει, τελικά, μεγάλη πτώση στην κερδοφορία των τραπεζών.

Οι Allen&Moessner (2012) αναφέρουν σε σχετική μελέτη τους ότι η κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρωζώνη επηρέασε σημαντικά την ρευστότητα των Ευρωπαϊκών τραπεζών και αυτό είχε άμεσο αντίκτυπο στο να μειωθεί ουσιαστικά η δανειοδοτική ικανότητα των τραπεζών αυτών. Μάλιστα, όλα αυτά συνέβησαν παρόλο που το Ευρωπαϊκό σύστημα είχε αναπτύξει ιδιαίτερα έντονα τις λειτουργίες του μέσα από αύξηση δανεισμού προς τις τράπεζες και μέσα από ενεργή διαμεσολάβηση του ανάμεσα στις εθνικές κεντρικές τράπεζες των χωρών της Ευρωζώνης, προσπαθώντας να ισορροπήσει τα διάφορα ελλείμματα με τα πλεονάσματα, αλλά και μέσα από χαλαρότερες πολιτικές ενέχυρων. Μάλιστα, οι Allen&Moessner (2012) επισήμαναν ότι η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη δεν επηρέασε μόνο το Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, αλλά προκάλεσε και ορισμένα θέματα ρευστότητας και σε τράπεζες άλλων χωρών εκτός Ευρωζώνης, παρόλο την προσπάθεια από την πλευρά της ΕΚΤ να περιοριστούν οι συνέπειες αυτής της κρίσης και εκτός Ευρώπης.

Οι Poron&VanHoren (2012) επισημαίνουν και αυτή σε σχετική μελέτη τους ότι Ευρωπαϊκές τράπεζες που ήταν εκτεθειμένες σε ομολόγα χωρών όπως Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία επηρεάστηκαν αρνητικά μετά το 2010 όταν και ξέσπασε η κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρωζώνη. Μια σημαντική επίδραση ήταν η μείωση της εγχώριας πίστωσης στις χώρες αυτές στον επιχειρηματικό τομέα, κάτι που είχε και μια άμεση αρνητική επίπτωση και στον πραγματικό τομέα της οικονομίας. Μάλιστα, ένα σημαντικό εύρημα των Poron&VanHoren (2012) ήταν ότι οι τράπεζες των χωρών που επλήγησαν από την κρίση δημοσίου χρέους μείωσαν δυσανάλογα την πίστωση προς τους εγχώριους δανειολήπτες σε σχέση με τους ξένους, κάτι που είχε σαφέστατη περαιτέρω αρνητική επίπτωση στην πραγματική εγχώρια οικονομία, πλήττοντας ακόμη περισσότερο τις χώρες στις οποίες υπήρχε η κρίση δημοσίου χρέους.

Ο Lane (2012) αναφέρει ότι η Ευρωζώνη είχε στόχο, κατά τον σχηματισμό της, την κοινή αντιμετώπιση μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών κρίσεων και ότι αυτό ήταν μια πρόκληση για την επιτυχία του όλου εγχειρήματος. Εντούτοις, με την έλευση του ευρώ αφαιρούταν η δυνατότητα σε κάθε χώρα να μειώνει την αξία του

εθνικού νομίσματος της για να γίνει ανταγωνιστική διεθνώς και να αυξήσει τις εξαγωγές της, αντιμετωπίζοντας, έτσι κάποιες κρίσεις. Εντούτοις, η νομισματική ένωση στο πλαίσιο του ευρώ δεν ομοιάζε με την αντίστοιχη του δολαρίου, καθώς δεν υπήρχε αντίστοιχη τραπεζική και δημοσιονομική ενοποίηση. Επίσης, στο πλαίσιο της Ευρωζώνης λήφθηκαν κάποια αυστηρά μέτρα που αφορούσαν τις δανειοδοτήσεις των χωρών μελών της, ώστε να μην προκύψει υπέρ-δανεισμός σε κάποια χώρα και να προκύψουν κάποια σχετικά προβλήματα. Όμως, το θέμα με τον τραπεζικό τομέα είναι ότι, όπως και ο δημοσιονομικός, παρέμενε κάτω από εθνική εποπτεία και αυτό ήταν, σύμφωνα με τον Lane (2012) το σημείο κλειδί ώστε οι κρατικοί κίνδυνοι να μεταφέρονται στο τραπεζικό σύστημα.

Οι Bofondi et al (2013) σε έρευνα τους και αυτοί στην Ιταλική αγορά βρήκαν ότι η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη μείωσε γενικά την πίστωση των τραπεζών προς τον ιδιωτικό τομέα, όπου αυτή η μείωση ήταν πιο έντονη για τις τράπεζες που προέρχονταν από την ίδια χώρα με αυτή που είχε και την κρίση χρέους. Για παράδειγμα οι Ιταλικές τράπεζες μείωσαν τον όγκο πίστωσης και αύξησαν τα επιτόκια δανεισμού περισσότερο από ότι έκαναν ξένες τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ιταλία.

Εντούτοις, η υποκατάσταση των δανειστών από ξένες τράπεζες δεν ήταν πλήρης, υπονοώντας ότι υπήρξε μια γενικότερη πτώση στην πίστωση που δόθηκε στον ιδιωτικό τομέα στην Ιταλία, όπως επισημαίνουν οι Bofondi et al (2013). Μια αιτία για αυτό, σύμφωνα με τα ευρήματα των Bofondi et al (2013), ήταν ότι οι ξένες τράπεζες ήταν αρκετά επιλεκτικές εν μέσω κρίσης και παρόλο που απευθύνονταν σε αυτές περισσότεροι δανειστές ήταν αρκετά αυστηρές στα κριτήρια έγκρισης δανειοδοτήσεων στην προσπάθειά τους να δώσουν βάρος στην ποιότητα των δανείων και όχι σε μια απλή αύξηση του όγκου τους και, μοιραία, στους κινδύνους που θα αναλάβουν.

Ουσιαστικά, οι Bofondi et al (2013) επιβεβαίωσαν τους Angeloni & Wolff (2012) οι οποίοι είχαν επισημάνει ότι μετράει και η χώρα προέλευσης της τράπεζας στο πλαίσιο του βαθμού της επίπτωσης της κρίσης του δημοσίου χρέους στο τραπεζικό σύστημα.

2.1.2 Μετάδοση Κρίσης Από τον Τραπεζικό στον Δημόσιο Τομέα

Αξίζει να αναφερθούν και περιπτώσεις που μια κρίση μεταδίδεται από τον τραπεζικό προς στον κρατικό τομέα, έστω και με τη μορφή των παράπλευρων επιδράσεων, όπως αναφέρουν και οι Angeloni&Wolff (2012).

Σε σχετική μελέτη τους, οι Mody&Sandri (2011) έδειξαν ότι μια αύξηση στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, που σημαίνει αύξηση του κινδύνου τους, αντικατοπτρίζει απλά σημαντικές αστάθειες στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Μάλιστα, αυτό το φαινόμενο παρατηρήθηκε πιο έντονα να συμβαίνει σε πιο υπέρ-χρεωμένες χώρες, αυτές με υψηλό δείκτη κρατικού χρέους προς ΑΕΠ.

Σε παρόμοια έρευνα οι Gerlach&etal (2010) έδειξαν ότι οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων αυξάνονται ακολουθώντας χρονικά μια κρίση στον εγχώριο χρηματοπιστωτικό τομέα, ιδιαίτερα μάλιστα όταν το κράτος έχει επιληφθεί να λάβει πακέτα μέτρων διάσωσης τραπεζών και επιστροφής στην ομαλότητα του τραπεζικού συστήματος.

Στην ίδια λογική, ο Pisani-Ferry (2012) έδειξε ότι σε πολλές χώρες το μέγεθος των τραπεζών είναι υπερβολικά υψηλό σε σχέση με κρατικά έσοδα, υπονοώντας ότι ακόμη και μικρά προβλήματα στον τραπεζικό τομέα μπορούν να προκαλέσουν σοβαρά προβλήματα στον κρατικό, με τη λογική ότι στην προσπάθεια του το κράτος να διασώσει τις τράπεζες θα βρεθεί να έχει αυτό προβλήματα από σχετικές οικονομικές δυσχέρειες.

Καθώς το τραπεζικό σύστημα είναι πολύ σημαντικό για την εύρυθμη λειτουργία του συνόλου της πραγματικής οικονομίας, τότε το κάθε κράτος καλώς ή κακώς πρέπει να είναι ο εγγυητής της ομαλής λειτουργίας του και έχει χρέος να επεμβαίνει με πακέτα διάσωσης σε περιπτώσεις τραπεζικών κρίσεων. Εκεί κρύβεται η αιτία - κλειδί που μια κρίση στον τραπεζικό τομέα μεταδίδεται προς τον κρατικό, όπως καταλήγουν τελικά στην άποψη τους και οι Mody&Sandri (2011), οι Gerlach&etal (2010) και ο Pisani-Ferry (2012).

Αξίζει να αναφερθεί ότι έχει επιβεβαιωθεί και ιστορικά, σύμφωνα με τους Reinhart&Rogoff (2009), ότι ο λόγος δημόσιο χρέος προς ΑΕΠ αυξάνεται σε ακολουθία μιας κρίσης στο τραπεζικό σύστημα και ότι η κρίση χρέους στις τράπεζες μεταδίδεται προς τον κρατικό τομέα, καθώς αυτός αναλαμβάνει στην ουσία, μέσω

πακέτων διάσωσης, να πληρώσει τον λογαριασμό και έτσι έχει βρεθεί να υποβαθμίζεται και αυτός πιστοληπτικά, στην προσπάθεια του να σταθεροποιήσει το εγχώριο τραπεζικό σύστημα προς όφελος της πραγματικής οικονομίας.

2.1.3 Ανατροφοδότηση Κρίσεων Μεταξύ Δημόσιου και Τραπεζικού Τομέα

Υπάρχουν και απόψεις που αναφέρουν ότι η κρίση στον έναν τομέα τροφοδοτεί την κρίση στον άλλον και αντίστροφα, με τη λογική ότι μάλλον και οι δύο τομείς αλληλεπιδρούν και αλληλοεπηρεάζονται ως προς τη μετάδοση κρίσεων. Πράγματι, σύμφωνα με τους Acharyaetal(2011), ο τραπεζικός κίνδυνος μεταφράζεται σε υψηλότερο κίνδυνο στο δημόσιο τομέα, την ίδια στιγμή που ο τραπεζικός κίνδυνος έχει αυξηθεί από προβλήματα που εμφανίζει ο δημόσιος τομέας. Δηλαδή μια κρίση στον τραπεζικό τομέα έχει αντίστοιχο αρνητικό αντίκτυπο στον κρατικό τομέα, στην προσπάθεια του για επέμβαση προς διάσωση των τραπεζών, κάτι που έχει κόστος για το δημόσιο, την ίδια στιγμή που η τραπεζική κρίση έχει προέλθει από μια κρίση χρέους στον δημόσιο τομέα η οποία –τελευταία- μειώνει την αξία των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως και με άμεσο τρόπο, αλλά και με έμμεσο, λόγω των κρατικών εγγυήσεων.

Σε μια σχετική μελέτη αλληλεπίδρασης δημοσίου και τραπεζικού τομέα, οι Dieckmann&Plank (2010) βρήκαν μια αρνητική συσχέτιση δημοσίου και τραπεζικού τομέα, μετρημένη μέσω CDS, τη στιγμή που λαμβανόταν μέτρα στήριξης των τραπεζών και μια θετική συσχέτιση μετά τη σχετική λήψη. Σε αντίστοιχη μελέτη τους οι Alter&Schüler (2011) βρήκαν, πάλι μέσω CDS, ότι πριν τη λήψη μέτρων στήριξης τραπεζών η κρίση μεταδίδεται από τις τράπεζες προς τον κρατικό τομέα, ενώ μετά την λήψη των σχετικών μέτρων η κρίση μεταδίδεται προς την αντίθετη κατεύθυνση.

Μια βασική αιτία για την αλληλεπίδραση τραπεζικού και κρατικού τομέα ως προς την μετάδοση κρίσεων ήταν οι υψηλές διακρατήσεις εγχώριων κρατικών ομολόγων από τράπεζες της ίδιας χώρας προέλευσης, όπως επισημαίνουν και οι Merler&Pisani-Ferry (2012). Πράγματι, η υψηλή σχετική διακράτηση αποτελεί μια κύρια αιτία για μια συνεχή ανατροφοδότηση κρίσεων μεταξύ τραπεζικού και κρατικού τομέα.

HStanga (2011) σε σχετική μελέτη της σε τράπεζες της Ισπανίας και Ιταλίας βρήκε ότι υπάρχει μεταφορά πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες στον κρατικό τομέα, καθώς όταν οι πρώτες κινδυνεύουν και αναλαμβάνει το κράτος να τις διασώσει προκαλούνται αυξήσεις στα κρατικά ελλείμματα που οδηγούν τελικά στην αφερεγγυότητα και του κρατικού τομέα και, συνεπώς, στην αύξηση και του πιστωτικού κινδύνου του δημοσίου χρέους που με τη σειρά του μεταφέρει εκ νέου αυτόν τον κίνδυνο στις τράπεζες οι οποίες είναι εκτεθειμένες σε κρατικά ομόλογα. Ουσιαστικά, η Stanga (2011) επισημαίνει ότι το κράτος, ως άμεσος ή έμμεσος εγγυητής της σταθερότητας του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, είναι, μοιραία, εκτεθειμένο στις όποιες αστάθειες και κινδύνους το περιβάλλουν.

ΟιBlundell-Wignall&Slovik (2011) στημελέτη τους υποστήριξαν και αυτή ότι η κρίση χρέους στο δημόσιο τομέα είναι στενά συνδεδεμένη με την τραπεζική κρίση και ότι υπάρχει σχέση αλληλεπίδρασης μεταξύ τους. Χρησιμοποιώντας δεδομένα χρηματοοικονομικών αγορών βρήκαν ότι οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων χωρών που επλήγησαν από την κρίση δείχνουν σε μεγάλο βαθμό ποιες είναι οι πιθανότητες αθέτησης και ότι αυτό έχει άμεση επίπτωση στις απώλειες των τραπεζικών ισολογισμών. Επίσης αναφέρεται, στο πλαίσιο ανατροφοδότησης της κρίσης μεταξύ τραπεζικού και κρατικού τομέα, η στενή σύνδεση που έχει βρεθεί μεταξύ κρατικών ελλειμμάτων και τραπεζικών απωλειών έως και μεταξύ αποφάσεων για κουρέματος δημοσίου χρέους, στο πλαίσιο αναδιάρθρωσης του, και αφερεγγυότητας των τραπεζών.

OShambaugh (2012) επισημαίνει ότι εκτός από την κρίση δημοσίου χρέους, η οποία εκφράζεται από την άνοδο των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, εκτός από την τραπεζική κρίση, η οποία εκφράζεται από την χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια και ρευστότητα, υπάρχει και μια τρίτη κρίση οποία αφορά την πραγματική οικονομία της Ευρωζώνης και έχει να κάνει με τους χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης σχεδόν σε όλες τις χώρες – μέλη, αλλά και τη δημιουργία μεγάλων ανισοτήτων μεταξύ τους.

Μάλιστα, ο Shambaugh (2012) επισημαίνει ότι οι τρεις αυτές κρίσεις συνδέονται στενά μεταξύ τους σε σημείο που η μία να ανατροφοδοτεί την άλλη. Υπενθυμίζει ότι οι διασώσεις των τραπεζών προκαλούν περαιτέρω οικονομικά προβλήματα σε κρατικό επίπεδο, καθώς η κρατική βοήθεια έρχεται να ενισχύσει τις προβληματικές τράπεζες, ενώ όσο οι τράπεζες διακρατούν κρατικά ομόλογα χωρών

που συμμετέχουν σε προγράμματα διάσωσης και, άρα, συνεχίζουν να έχουν προβλήματα θα συνεχίσουν να είναι και αυτές σε κίνδυνο, όπως έχει ήδη τονιστεί.

Επιπλέον, όμως, ο Shambaugh (2012) αναφέρει ότι η χαμηλή ανάπτυξη δεν φέρνει επιπλέον έσοδα για το κράτος και, έτσι, συνεισφέρει και αυτή στη διατήρηση της αφερεγγυότητας του δημοσίου τομέα και, άρα, στη διατήρηση της κρίσης του δημοσίου χρέους. Από την άλλη μεριά, όμως, τα περιοριστικά μέτρα λιτότητας που λαμβάνονται λόγω της κρίσης αυτής, εμποδίζουν, ουσιαστικά, τη δυνατότητα για υψηλότερη μελλοντική ανάπτυξη. Μάλιστα, στο σημείο αυτό επισημαίνεται ένας φαύλος κύκλος που δημιουργεί η κρίση στο δημόσιο με τα μέτρα λιτότητας που υπάρχει πίεση να λαμβάνονται και πως αυτά τα μέτρα, με τη σειρά τους, οδηγούν σε χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και ύφεση και πως, κατόπιν, η ύφεση διατηρεί, τελικά, αντί να λειτουργεί ανασχετικά, την κρίση στο δημόσιο τομέα.

Ο Shambaugh (2012) επισημαίνει ότι η δημιουργία του ευρώ, ως κοινό νόμισμα, χαλάρωσε τους περιορισμούς μεταξύ των χωρών – μελών της Ευρωζώνης, σε σημείο που να βρίσκει πολύ εύκολα κανάλι μετάδοσης η κρίση μιας χώρας και να περνάει σε άλλη χώρα διογκώνοντας, έτσι, ακόμη περισσότερο το πρόβλημα. Κάποια εργαλεία, πχ συναλλαγματικής πολιτικής είναι πια ανενεργά, όπως έχει επισημανθεί και έτσι αυτό επιφέρει υψηλότερη πίεση στις χώρες που έχουν κρίση, αλλά και περισσότερους κινδύνους στις χώρες που δεν έχουν ακόμη αλλά κινδυνεύουν άμεσα λόγω των καναλιών μετάδοσης της.

Ενώ συνήθως μια κρίση δημοσίου και τραπεζικού τομέα εμπλέκει και μια τρίτη κρίση, τη νομισματική, στην περίπτωση της Ευρωζώνης μόνο οι δύο κρίσεις συνυπάρχουν λόγω του κοινού νομίσματος, όπως επισημαίνεται σχετικά (GermanCouncilofEconomicExperts, 2012), ενώ τονίζεται αντίστοιχα ότι οι τρεις αυτές κρίσεις φέρνουν τελικά κρίση και στην πραγματική οικονομία, καθώς επηρεάζουν αρνητικά το ΑΕΠ μέσα από χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Όπως φαίνεται, από τη μια το ευρώ διευκόλυνε τη μετάδοση της κρίσης ανάμεσα σε χώρες της Ευρωζώνης ή τουλάχιστο αύξησε τον κίνδυνο μετάδοσης της, αλλά από την άλλη δεν επέτρεψε στις ήδη υπάρχουσες δύο κρίσεις να προστεθεί και μια τρίτη.

Στη μελέτη τους, οι Blacketal (2013) βρήκαν ότι ο συστηματικός κίνδυνος των Ευρωπαϊκών τραπεζών έφτασε σε ένα υψηλότερο σημείο το Νοέμβριο 2011, την ίδια

στιγμή που κορυφώνονταν η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, θέλοντας να καταδείξουν και αυτοί τη στενή σύνδεση που έχουν μεταξύ τους οι δύο κρίσεις.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με τους Blacketal (2013), παρόλο που η κρίση στην Ευρωζώνη είναι κρίση δημοσίου χρέους, δηλαδή έχει ξεκινήσει από το δημόσιο τομέα και όχι από τις τράπεζες, εντούτοις, υπάρχει υψηλός συστηματικός κίνδυνος από τη μεριά των τραπεζών με την έννοια ότι εάν μια μεγάλη συστημική τράπεζα, ή μια σειρά μικρότερων συστημικών τραπεζών οδηγηθούν σε πτώχευση, ή ακόμη και να φτάσουν πολύ κοντά σε αυτή, τότε αυτό θα έχει πολύ μεγάλες αρνητικές συνέπειες για όλη την οικονομία στην ευρύτερη περιοχή και, ίσως, ακόμη και σε όλον τον κόσμο, λαμβάνοντας υπόψη πόσο σημαντική είναι η ομαλή λειτουργία του τραπεζικού συστήματος για την πραγματική οικονομία.

Συνοψίζοντας, καθώς υπάρχει, συνήθως, στενή σχέση μεταξύ κράτους και τραπεζών, αυτή είναι η κύρια αιτία που η κρίση στον έναν τομέα, ανατροφοδοτεί την κρίση στον άλλο και αντίστροφα. Από τη μια οι εγχώριες τράπεζες διακρατούν σημαντικά μερίδια δημοσίου χρέους στα χαρτοφυλάκια τους και άρα εξαρτώνται σε κάποιο βαθμό από την υγεία του κράτους, ενώ από την άλλη όταν μια τράπεζα κινδυνεύει, το κράτος έχει, κατά κάποιο τρόπο, την τυπική ή άτυπη υποχρέωση να προβεί σε μέτρα διάσωσης, ως άμεσος ή έμμεσος εγγυητής της ομαλότητας του τραπεζικού συστήματος και της οικονομικής δραστηριότητας εν γένει, πληρώνοντας εν μέρει το λογαριασμό, κάτι που επιβαρύνει το ίδιο το κράτος. Από ότι φαίνεται, δηλαδή, δημιουργείται ένας φαύλος κύκλος μεταξύ κρίσεων δημοσίου και τραπεζικού τομέα που έχει άμεσο αρνητικό αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία.

2.2 Θεσμικές Παρεμβάσεις για Επίλυση του Προβλήματος της Μετάδοσης της Κρίσης Χρέους Προς και Από το Τραπεζικό Σύστημα

Όπως αναφέρει ο Shambaugh (2012) οι θεσμικές παρεμβάσεις για να αντιμετωπιστεί η κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρωζώνη η οποία είχε μεταφερθεί ταχύτητα και στο τραπεζικό σύστημα ήταν η διάσωση του τραπεζικού συστήματος μέσα από πακέτο μέτρων στήριξης των τραπεζών με την βοήθεια να προέρχεται άμεσα από τα κράτη, η λήψη μέτρων λιτότητας για να εξοικονομηθούν κρατικοί

πόροι προς ενίσχυση των προβληματικών τραπεζών και οι ενέσεις ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα ώστε να επαναγοράζονται κρατικά ομόλογα προκειμένου να πέσουν οι αποδόσεις τους.

Αυτές οι πολιτικές, εντούτοις, είχαν μάλλον βραχυχρόνιο χαρακτήρα και έκαναν, σύμφωνα με τον Shambaugh (2012), τα πράγματα μάλλον χειρότερα. Ο λόγος που έγινε αυτό ήταν, όπως αναφέρει σχετικά ο Shambaugh (2012), ότι δεν δόθηκε καθόλου προσοχή στην κρίση που ερχόταν και στην πραγματική οικονομία και που στην πραγματικότητα υπήρχαν τρεις και όχι δύο κρίσεις πολύ στενά συνδεδεμένες μεταξύ τους σε σημείο που η μία να ανατροφοδοτεί την άλλη.

Στη μελέτη του, λοιπόν, ο Shambaugh (2012) έχει επισημαίνει ότι αποτελεσματικά μέτρα για έξοδο από την τριπλή κρίση (δημοσίου, τραπεζική, πραγματικής οικονομίας) θα ληφθούν μόνο όταν οι αρμόδιοι αντιληφθούν τη στενή διασύνδεση που έχουν οι τρεις κρίσεις αυτές και τον τρόπο που η μία ανατροφοδοτεί την άλλη. Όσο αυτό δεν γίνεται αντιληπτό, τα μέτρα που θα λαμβάνονται θα είναι ανεπαρκή και μάλλον αντιπαραγωγικά.

Σύμφωνα με τους Angeloni&Wolff (2012) δεν θεωρείται ότι είναι επαρκές οι τράπεζες να διακρατούν κρατικά ομόλογα μόνο εάν έχουν υψηλά ίδια κεφάλαια για να αντισταθμίζονται τυχόν απώλειες από τα πρώτα και έτσι με αυτόν τον τρόπο να μειώνεται η σύνδεση τραπεζικού και κρατικού κίνδυνου, δηλαδή να μειώνεται η πιθανότητα μετάδοσης κρίσης δημοσίου χρέους προς τον τραπεζικό τομέα. Στην πραγματικότητα, αυτό που πιστεύεται ότι θα είναι αποτελεσματικό είναι η θέσπιση εγγυήσεων καταθέσεων παρόμοιων με αυτές στις ΗΠΑ (USFederalDepositInsuranceCorporation–FDIC) και στην Ευρωζώνη. Για να επιτευχθεί αυτό, όμως, απαιτείται μια Τραπεζική Ένωση, στο πλαίσιο της Νομισματικής Ένωσης, σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, όπως τονίζουν οι Angeloni&Wolff (2012).

Ο Beck (2012) επισημαίνει ότι αντί να διαχωριστούν η κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρωζώνη με την τραπεζική κρίση, θεωρούνται περισσότερο ως ένα κοινό πρόβλημα. Έτσι, τις έχουν δέσει αναμεταξύ τους πιο ισχυρά από ποτέ, μέσα από μέτρα παροχής ρευστότητας προς τις τράπεζες μέσω της EKT (LTRO), έτσι ώστε να αγοράζουν οι τελευταίες δημόσιο χρέος με σκοπό να ρίχνουν τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Με αυτόν τον τρόπο, εντούτοις, φαίνεται ότι η μοίρα και η

πορεία του δημόσιου και του τραπεζικού τομέα είναι πιο κοινή από ποτέ με ό,τι αυτό συνεπάγεται σε μελλοντικές περιόδους κρίσης η οποία θα πλήξει ταυτόχρονα και τους δύο.

Έτσι, στο πλαίσιο αυτό, ο Beck (2012) υποστηρίζει ότι θα πρέπει να απεμπλακούν μεταξύ τους ο κίνδυνος του δημοσίου χρέους και ο τραπεζικό κίνδυνος, για να τελειώσει η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, υπονοώντας ότι θα πρέπει να λαμβάνονται χωριστά μέτρα για κάθε είδους κρίση και να μην επηρεάζει η κρίση στον έναν τον τομέα την εμφάνιση κρίσης και στον άλλον, ιδιαίτερα όταν γίνεται προσπάθεια να αντιμετωπιστεί η κρίση στον έναν τομέα. Στο ίδιο πλαίσιο, ο Beck (2012) προτείνει ότι για να γίνει αυτό και να είναι η Ευρωζώνη πιο σταθερή οικονομικά και πιο ανθεκτική στις κρίσεις, θα πρέπει να ισχυροποιηθεί η Ένωση, έτσι ώστε να δημιουργηθεί ένα Ευρωπαϊκό δίκτυο χρηματοοικονομικής ασφάλειας, ξεπερνώντας τους θεσμικούς περιορισμούς που διαχωρίζουν ανάμεσα στην μακροοικονομική και χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Ουσιαστικά, ο Beck (2012) προτείνει τη δημιουργία ενός κοινού Ευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού και τραπεζικού συστήματος που θα παρέχει αποτελεσματικές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε νοικοκυριά, επιχειρήσεις και κράτη. Μάλιστα, καθώς η διακράτηση κρατικών ομολόγων από τη μεριά των τραπεζών είναι αναπόφευκτη, αυτό θα διαιωνίζει και θα ανατροφοδοτεί κρίσεις μεταξύ δημοσίου και τραπεζικού τομέα και έτσι η δημιουργία ενός αποτελεσματικού ενιαίου Ευρωπαϊκού τραπεζικού και χρηματοοικονομικού συστήματος κρίνεται πιο αναγκαία από ποτέ και για έξοδο από την τρέχουσα κρίση, αλλά και για μια μακροπρόθεσμη λύση για αποτελεσματική διαχείριση μελλοντικών κρίσεων. Στην ίδια λογική και ο Lane (2012) επισημαίνει ότι ο κατακερματισμός της νομισματικής ένωσης και η απουσία ουσιαστικής τραπεζικής ένωσης ήταν σημαντικά αίτια που οδήγησαν την κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρωζώνη στον τραπεζικό τομέα.

Εκτός από τραπεζική ενοποίηση, έχει προταθεί και μια σειρά από μεταρρυθμίσεις που αφορούν το δημοσιονομικό τομέα, όπως αναφέρει ο Lane (2012), στην προσπάθεια να μην βρεθεί και πάλι κάποια χώρα υπέρ-χρεωμένη. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές αφορούν τον εναρμονισμό ενός ισοσκελισμένου κρατικού προϋπολογισμού όπου θα γίνεται προσπάθεια να συμπίπτει η όποια κυκλικότητα κρατικών εσόδων και δαπανών, έτσι ώστε να μην υπάρχει ποτέ υψηλό έλλειμμα. Στο

πλαίσιο αυτό επισημαίνονται από τον Lane (2012) ότι προκύπτουν κάποια προβλήματα κοινών μετρήσεων στα διάφορα δημοσιονομικά μεγέθη μεταξύ των χωρών μελών της Ευρωζώνης, ασφαλών προβλέψεων για τη μελλοντική πορεία εσόδων και εξόδων του κράτους, αλλά και πως θα αντιδράσει ο δημοσιονομικός τομέας σε μακροοικονομικά και χρηματοοικονομικά σοκ. Για αυτό χρειάζονται όλα αυτά να ληφθούν σοβαρά υπόψη μέσα από σχετικές αποτελεσματικές λύσεις οι οποίες θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στο σχετικό πακέτο μεταρρυθμίσεων.

Μια ακόμη λύση που προτείνεται, σύμφωνα με τον Lane (2012), είναι η έκδοση ευρώ-ομολόγων με σκοπό να αποφεύγονται κερδοσκοπικές επιθέσεις σε αυτά, όπως είναι πιο εύκολο να γίνονται όταν πρόκειται για εκδόσεις μεμονωμένων χωρών. Επίσης, λόγω του αυξημένου όγκου έκδοσης, αλλά και της αυξημένης φερεγγυότητας του εκδότη, που θα είναι η Ευρωζώνη ως σύνολο, θα μειώνονται και τα κόστη έκδοσης, αλλά και το κόστος δανεισμού, κάτι που θα είναι προς ωφέλεια όλων των χωρών μελών της Ευρωζώνης.

Στην ίδια λογική, και ο Shambaugh (2012) επισημαίνει την έλλειψη μιας κοινής χρηματοοικονομικής αγοράς σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, όπου η έκδοση μεγαλύτερου όγκου ομολόγων θα κάνει πολύ πιο δύσκολη την πιθανότητα αθέτησης τους, σε σχέση με το να αθετήσει μια μεμονωμένη χώρα – εκδότης, όπως μπορεί να συμβεί στην παρούσα κατάσταση και υποστηρίζει και αυτός την ανάγκη δημιουργίας Ευρωπαϊκών θεσμών που ευνοούν ένα κοινό Ευρωπαϊκό Τραπεζικό σύστημα, αλλά και μια κοινή αντιμετώπιση προβλημάτων και απειλών που συμβαίνουν τώρα με ασύμμετρο τρόπο σε διάφορες χώρες – μέλη της Ευρωζώνης.

Και οι Blacketal (2013) επισημαίνουν, μέσα από τη μελέτη τους, την ανάγκη για μια ενιαία Ευρωπαϊκή τραπεζική αγορά και τη δημιουργία ενός πανευρωπαϊκού ρυθμιστικού καθεστώτος, έτσι ώστε να επιλύονται τα όποια προβλήματα προκύπτουν πιο άμεσα και πιο αποτελεσματικά. Η λογική των Blacketal (2013) είναι ότι αφού έτσι και αλλιώς οι τράπεζες στην Ευρώπη είναι στενά συσχετισμένες μεταξύ τους ως προς τον συστηματικό κίνδυνο που εμπεριέχουν, γιατί να μην ενωθούν και θεσμικά, ως προς την προστασία τους, για να έχουν κοινούς κανόνες εποπτείας και προστασίας, όπως αυτό χρειαστεί, ανεξάρτητα της χώρας προέλευσης.

Από όλα τα παραπάνω προκύπτει ότι οι παρεμβάσεις που έγιναν για να αντιμετωπιστεί η κρίση είναι μάλλον μη αποτελεσματικές ειδικά σε μακροχρόνιο

ορίζοντα και δεν προσφέρουν μια μόνιμη λύση στο πρόβλημα, ενώ, όπως έχει επισημάνει και ο Shambaugh (2012) μάλλον βρίσκονται στη λάθος κατεύθυνση, με τη λογική ότι θα έπρεπε να δοθεί βάρος στον πραγματικό τομέα της οικονομίας και να ληφθούν μέτρα που αφορούν πακέτα μεταρρυθμίσεων που αφορούν την ανάπτυξη. Πιο συγκεκριμένα, τέτοιες μεταρρυθμίσεις περιλαμβάνουν απελευθέρωση διαφόρων αγορών, κίνητρα για επενδύσεις και άνοιγμα νέων επιχειρήσεων, βάρος στην καινοτομία, ενώ θα πρέπει να ληφθούν και μέτρα τόνωσης της απασχόλησης αλλά και της παραγωγικότητας, μέσα από μέτρα που θα κάνουν πιο εύκαμπτη την αγορά εργασίας.

Συνοψίζοντας, από τα μέτρα που έχουν ληφθεί και τη μη αποτελεσματικότητα τους, αλλά και από την ανατροφοδοτούμενη φύση των κρίσεων σε κρατικό, τραπεζικό τομέα, αλλά και πραγματική οικονομία, προκύπτει ότι το κλειδί για την αντιμετώπιση των κρίσεων βρίσκεται σε μέτρα που αφορούν άμεσα την πραγματική οικονομία και πιο συγκεκριμένα τους ρυθμούς ανάπτυξης μέσα από αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, αύξηση πραγματικών επενδύσεων και άνοιγμα νέων επιχειρήσεων και θέσεων εργασίας, εφαρμογή καινοτομιών, μείωση ανεργίας και παραγωγικότητας.

Για να γίνουν όμως όλα αυτά πράξη, θα πρέπει να υπάρχει μια πιο ευρύτερη συνεργασία και συναίνεση μέσα στην Ευρωζώνη η οποία θα επιτευχθεί μέσα από επίσημους θεσμούς που θα ενοποιήσουν και θα εναρμονίσουν εκτός από το κοινό νόμισμα και μια κοινή τραπεζική αγορά, αλλά και μια κοινή δημοσιονομική πολιτική. Δεν είναι τυχαίο ότι με αφορμή την κρίση στην Ευρωζώνη, οι συζητήσεις για περαιτέρω συνεργασία και ενοποίηση, πέρα από τη νομισματική, έχουν πληθύνει πιο πολύ από ποτέ.

Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία Έρευνας

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται ο στόχος της εμπειρικής έρευνας που αφορά την παρούσα εργασία. Έπειτα παρουσιάζεται η σχετική οικονομετρική μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τέλος παρουσιάζεται το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για να διεξαχθεί εμπειρικά η συγκεκριμένη έρευνα.

3.1 Στόχος Έρευνας

Η παρούσα εργασία ασχολείται με το κατά πόσο η κρίση δημοσίου χρέους διοχετεύεται στον τραπεζικό τομέα και πως μετά η κρίση ανατροφοδοτείται από τις τράπεζες στο δημόσιο τομέα. Ο στόχος της έρευνας είναι να εξεταστεί κατά πόσο αυτό συμβαίνει σε διάφορες οικονομίες της Ευρώπης κατά τα τελευταία έτη.

3.2 Οικονομετρική Μεθοδολογία

Οι συμβάσεις πιστωτικής ανταλλαγής (CreditDefaultSwaps – CDS) αποτελούν χρηματοοικονομικά προϊόντα μέσα από τα οποία διαφαίνεται η ύπαρξη και η μεταβολή του πιστωτικού κινδύνου των εκδοτών τους. Δηλαδή, τα κρατικά CDS μετράνε κατά κάποιο τρόπο τον πιστωτικό κίνδυνο που έχει ο δημόσιος τομέας, ενώ τα τραπεζικά CDS μετράνε τον πιστωτικό κίνδυνο που έχει ο τραπεζικός τομέας. Πιο συγκεκριμένα, όσο η τιμή ενός CDS αυξάνεται, τόσο αυξάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος του εκδότη και αντίστροφα.

Έτσι, όσο οι τιμές των κρατικών και τραπεζών CDS σε μια ίδια οικονομία κινούνται μαζί αυξητικά, σημαίνει ότι η κρίση που υπάρχει στον έναν τομέα συνδυάζεται με την κρίση που υπάρχει στον άλλον τομέα.

Εντούτοις, μια απλή ανάλυση συσχέτισης ή μια απλή οικονομετρική ανάλυση παλινδρόμησης δεν εξηγεί επαρκώς εάν υπάρχει αιτιώδης σχέση, με τη λογική ότι λόγω χρονολογικών σειρών και τυχόν ύπαρξη τάσης και άλλων χρονικών δυναμικών είναι δυνατό να προκύψει το αποτέλεσμα της ψευδούς παλινδρόμησης

(spurious regression) και έτσι να προκύψουν παραπλανητικά αποτελέσματα σχετικά με την αιτιότητα της σχέσης. Επιπλέον, δε, δεν είναι εκ των προτέρων ευκρινές ποια τιμή CDS (κρατική ή τραπεζική) θα είναι η εξαρτημένη και ποια η ανεξάρτητη μεταβλητή. Άλλωστε, όποια και να τεθεί ως ανεξάρτητη λόγω δυναμικής της εξέλιξης στο χρόνο αναμένεται να χαρακτηρίζεται από ενδογένεια και έτσι να προκύψουν αναξιόπιστες εκτιμήσεις, εάν εφαρμοστεί απλή ανάλυση παλινδρόμησης.

Έτσι, η κατάλληλη οικονομετρική τεχνική για να εξεταστεί ποια μεταβλητή επηρεάζει ποια και να εξεταστεί, τελικά και αν τελικά η τυχόν σχέση είναι αμφίδρομη ως προς την αιτιότητα είναι η εφαρμογή του ελέγχου αιτιώδους σχέσης κατά Granger (Granger Causality Test). Στο πλαίσιο αυτής της τεχνικής εξειδικεύονται και εκτιμώνται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) τα παρακάτω αυτοπαλίνδρομα διανύσματα:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{t-1} + \alpha_2 X_{t-2} + \dots + \alpha_p X_{t-p} + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \dots + \beta_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

$$X_t = \gamma_0 + \gamma_1 X_{t-1} + \gamma_2 X_{t-2} + \dots + \gamma_p X_{t-p} + \delta_1 Y_{t-1} + \delta_2 Y_{t-2} + \dots + \delta_p Y_{t-p} + u_t \quad (3.2)$$

Η λογική είναι ότι εάν οι συντελεστές $\alpha_1, \alpha_2, \dots$ κτλ είναι ασήμαντοι, τότε η μεταβλητή X δεν επηρεάζει με αιτιώδη τρόπο την Y , ενώ εάν οι συντελεστές $\delta_1, \delta_2, \dots$ κτλ είναι ασήμαντοι, τότε η μεταβλητή Y δεν επηρεάζει με αιτιώδη τρόπο την X . Έτσι, διατυπώνονται τα παρακάτω ζεύγη υποθέσεων:

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_p = 0 \quad \Leftrightarrow \text{Η } X \text{ δεν επηρεάζει με αιτιώδη τρόπο την } Y$$

$$H_1: \text{διαφορετικά} \quad \Leftrightarrow \text{Η } X \text{ επηρεάζει με αιτιώδη τρόπο την } Y$$

$$H_0: \delta_1 = \delta_2 = \dots = \delta_p = 0 \quad \Leftrightarrow \text{Η } Y \text{ δεν επηρεάζει με αιτιώδη τρόπο την } X$$

$$H_1: \text{διαφορετικά} \quad \Leftrightarrow \text{Η } Y \text{ επηρεάζει με αιτιώδη τρόπο την } X$$

Η εκτίμηση OLS δίνει για κάθε υποδείγμα το στατιστικό R^2 και μέσω αυτού υπολογίζεται η σχετική στατιστική ελέγχου η οποία και έχει την παρακάτω μορφή:

$$F = \frac{R_U^2 - R_R^2}{1 - R_U^2} \frac{n - 2p - 1}{p} \quad (3.3)$$

Όπου, $R_U^2 = 0$ ο συντελεστής R^2 του υποδείγματος (3.1) ή (3.2) ανάλογα

p = το πλήθος των χρονικών υστερήσεων

R_R^2 = ο συντελεστής R^2 του αυτοπαλίνδρομου υποδείγματος που αντιστοιχεί στις (3.1) ή (3.2), δηλαδή που οι συντελεστές α_1, α_2 , κτλ ή δ_1, δ_2 , κτλ αντίστοιχα έχουν περιοριστεί να είναι μηδενικοί

Εάν απορριφθεί η H_0 μόνο για την (3.1), τότε μόνο η X επηρεάζει με αιτιώδη τρόπο την Y , ενώ αν απορριφθεί η H_0 μόνο για την (3.2), τότε μόνο η Y επηρεάζει με αιτιώδη τρόπο την X . Εάν η H_0 απορριφθεί και για τις δύο σχέσεις, τότε υπάρχει αμφίδρομη σχέση και, τέλος, εάν δεν απορριφθεί για καμία, τότε δεν υπάρχει καμία σχέση αιτιότητας. Δεδομένου ότι οι μεταβλητές X, Y θα μετρούν τις τιμές των κρατικών και τραπεζικών CDS και δεδομένου ότι αυτές οι τιμές αντανακλούν την τυχόν ύπαρξη κρίσης, τότε μέσα από αυτήν την τεχνική διερευνάται κατά πόσο η κρίση στον έναν τομέα επηρεάζει την κρίση στον άλλον και υπάρχει και ανατροφοδότηση.

3.3 Δείγμα

Για την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας χρησιμοποιήθηκαν τιμές κρατικών και τραπεζικών CDS από Ευρωπαϊκές χώρες τόσο του Βορά (Γερμανία, Δανία, Αυστρία), όσο και του Νότου (Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία) προκειμένου να γίνουν και οι σχετικές συγκρίσεις ανάμεσα στις δύο γεωγραφικές περιοχές.

Τα δεδομένα αντλήθηκαν σε μηνιαία βάση από τον Ιανουάριο 2008 έως και τον Δεκέμβριο του 2016. Από κάθε χώρα αντλήθηκαν δεδομένα για κρατικά CDS, αλλά και CDS που αφορούσαν την σημαντικότερη τράπεζα της κάθε χώρας. Στον πίνακα παρακάτω παρουσιάζονται οι τράπεζες αυτές.

Πίνακας 3.1, Τράπεζες στο Δείγμα

Χώρα	Τράπεζα
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	DEUTSCHE BANK
ΔΑΝΙΑ	DANSKE BANK
ΑΥΣΤΡΙΑ	ERSTE GROUP BANK
ΓΑΛΛΙΑ	BNP PARIBAS
ΙΤΑΛΙΑ	UNI CREDIT
ΙΣΠΑΝΙΑ	BANCO SANTANDER
ΠΟΡΤΟΓΑΛΛΙΑ	BANCO ESPIRITO SANTO

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι καθώς τα δεδομένα είναι μηνιαία, τότε στην εφαρμογή της τεχνικής της αιτιώδους σχέσης κατά Granger θα χρησιμοποιηθούν μέχρι και 12 χρονικές υστερήσεις με σκοπό να διερευνηθεί κατά πόσο οι τιμές των CDS στον έναν τομέα επηρεάζουν ή επηρεάζονται μέχρι και 1 έτος πριν από τις τιμές των CDS του άλλου τομέα. Δηλαδή θα διερευνηθεί εάν η κρίση στον έναν τομέα επηρεάζει τον άλλον τομέα σε βάθος έως και 1 έτους.

Κεφάλαιο 4: Στατιστικά Αποτελέσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα στατιστικά αποτελέσματα για τον έλεγχο αιτιώδους σχέσης (GrangerCausalityTest) που έγινε ανάμεσα στις τιμές συμβάσεων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (CreditDefaultSwaps – CDS) κρατικού και τραπεζικού τομέα, προκειμένου να διερευνηθεί κατά πόσο η κρίση δημοσίου χρέους τροφοδοτεί την τραπεζική κρίση ή συμβαίνει και το αντίστροφο. Στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου παρουσιάζονται ορισμένα περιγραφικά στατιστικά που αφορούν τη χρονική εξέλιξη στις τιμές των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν και στο δεύτερο μέρος παρουσιάζονται αυτά κάθε αυτά τα αποτελέσματα.

2.1 Διερεύνηση Δυναμικής Συμπεριφοράς των Τιμών των CDS

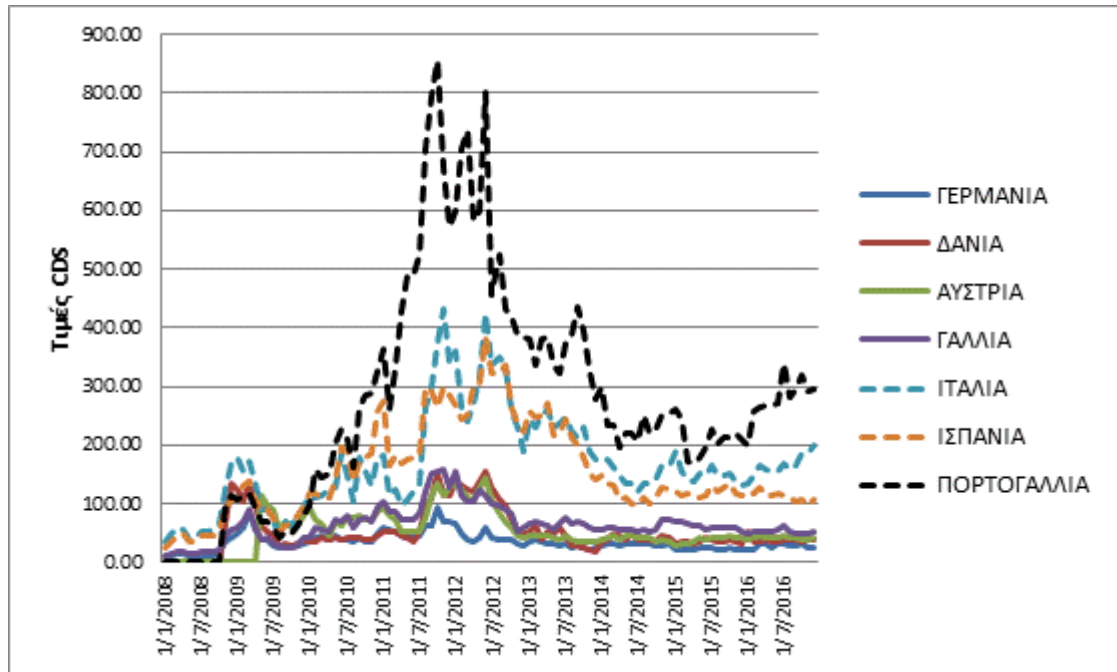
Παρουσιάζονται αρχικά σε σχετικά γραφήματα η εξέλιξη των τιμών των κρατικών και τραπεζικών CDS για την περίοδο 2008 – 2016, προκειμένου να εξεταστεί, γραφικά προσεγγιστικά, πως εξελίσσονται οι σχετικές τιμές αλλά και πως τυχόν συνδέονται μεταξύ τους.

Παρατηρείται ότι οι τιμές και των κρατικών και των τραπεζικών CDS για κάθε χώρα είναι αυξημένες κατά τη διάρκεια της περιόδου από αρχές του 2011 μέχρι τα μέσα του 2014 περίπου, τότε που ξέσπασε και η κρίση χρέους σε διάφορες χώρες της Ευρωζώνης. Επίσης, παρατηρείται ότι οι τιμές των CDS είναι σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα για τις χώρες του νότου (Πορτογαλία, Ιταλία και Ισπανία) σε σχέση με τις χώρες του βορά (Γαλλία, Γερμανία, Αυστρία, Δανία). Αυτό δεν είναι τυχαίο διότι οι πρώτες χώρες πληγήκαν περισσότερο από την κρίση δημοσίου χρέους και άρα σε αυτές τις χώρες αυξήθηκε περισσότερο ο πιστωτικός κίνδυνος και, μοιραία, τιμολογήθηκε υψηλότερα η ασφάλιση του μέσω των CDS.

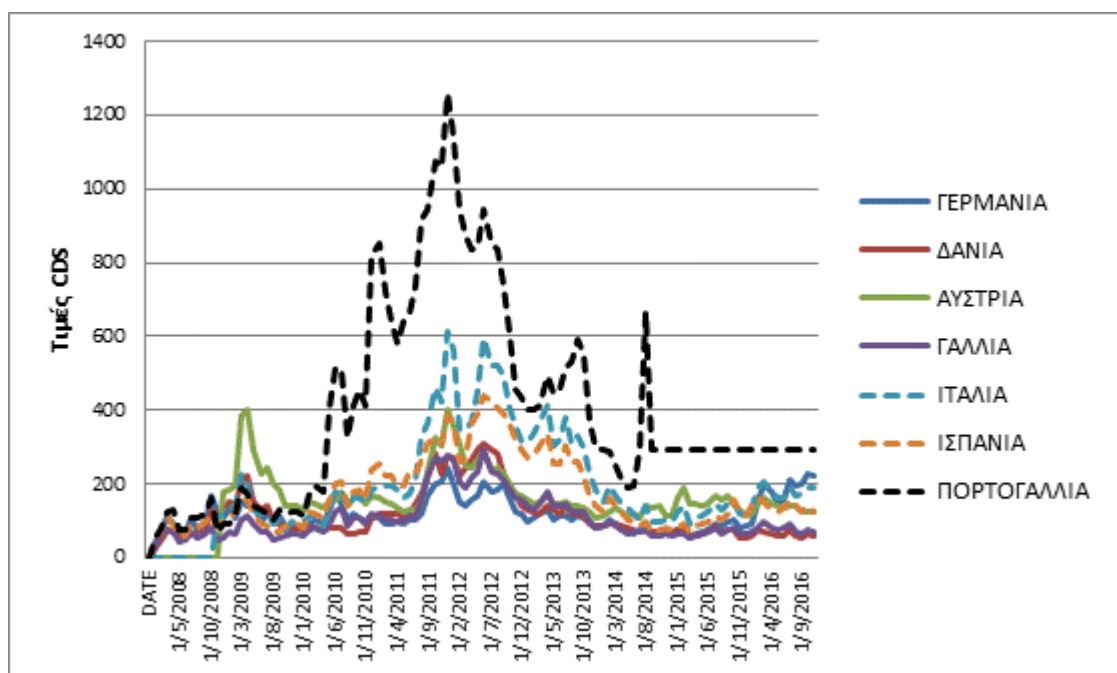
Αυτό που είναι ενδιαφέρον να τονιστεί είναι ότι η εξέλιξη των τιμών των CDS είναι σχεδόν παράλληλη για κάθε χώρα αν συγκριθούν τα κρατικά και τα τραπεζικά CDS. Δεν είναι τυχαίο, για παράδειγμα ότι οι τιμές των Πορτογαλικών CDS είναι οι υψηλότερες και για τα τραπεζικά και για τα κρατικά CDS. Αυτή η παρόμοια εξέλιξη

μεταξύ των τραπεζικών και κρατικών CDS σε κάθε χώρα υπονοεί ότι υπάρχουν υποψίες ότι η κρίση δημοσίου χρέους συνδέεται με την τραπεζική κρίση.

Γράφημα 2.1, Εξέλιξη τιμών κρατικών CDS



Γράφημα 2.2, Εξέλιξη τιμών τραπεζικών CDS



Εντούτοις, θα πρέπει να διερευνηθεί με κατάλληλες οικονομετρικές τεχνικές η ένταση αλλά και η φορά της σχέσης που υπάρχει, με την έννοια του κατά πόσο είναι αμφίδρομη ή όχι. Δηλαδή θα πρέπει να διερευνηθεί κατά πόσο η κρίση στον έναν τομέα όχι απλά επηρεάζει αλλά και ανατροφοδοτείται από την κρίση στον άλλον τομέα.

Έπειτα, εξετάζεται εάν οι τιμές των CDS είναι στάσιμες ως προς το χρόνο. Εφαρμόστηκε ο γνωστός έλεγχος στασιμότητας Dickey-Fuller. Στη βοηθητική παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκε και όρος της τάσης και σταθερός όρος και εξετάστηκε η σημαντικότητα τους. Εάν προκύψουν ασήμαντοι οι συντελεστές αυτών των όρων, τότε δεν περιλαμβάνονται στην τελική μορφή της βοηθητικής, ενώ όποιος προκύπτει σημαντικός περιλαμβάνεται. Επιπλέον, δε, περιλαμβάνονται και κατάλληλος αριθμός χρονικών υστερήσεων για να αποφευχθεί η ύπαρξη της παραβίασης της αυτοσυσχέτισης στη βοηθητική παλινδρόμηση.

Έτσι, μέσα από την ορθή εξειδίκευση και εκτίμηση της σχετικής βοηθητικής παλινδρόμησης υπολογίζεται η στατιστική ελέγχου AugmentedDickeyFuller (ADF) όπου ελέγχεται η μηδενική υπόθεση της μη στασιμότητας έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης της στασιμότητας. Τα σχετικά αποτελέσματα για τον έλεγχο στασιμότητα των τιμών των CDS των κρατικών ομολόγων παρουσιάζονται στον πίνακα 2.1 αμέσως παρακάτω, ενώ τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τον έλεγχο στασιμότητας των τιμών των CDS των τραπεζικών ομολόγων παρουσιάζονται στον πίνακα 2.2.

Πίνακας 2.1, Έλεγχος Στασιμότητας των Τιμών των Κρατικών CDS

Χώρα Προέλευσης	ADF Statistic	N	τιμή p	Εξωγενείς μεταβλητές
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	-3.07*	107	0.0315	χωρίς τάση
ΔΑΝΙΑ	-2.15	97	0.2262	χωρίς τάση
ΑΥΣΤΡΙΑ	-2.37	91	0.1528	χωρίς τάση
ΓΑΛΛΙΑ	-2.44	107	0.1340	χωρίς τάση
ΙΤΑΛΙΑ	-2.04	100	0.2706	χωρίς τάση
ΙΣΠΑΝΙΑ	-1.98	97	0.2964	χωρίς τάση
ΠΟΡΤΟΓΑΛΛΙΑ	-2.09	107	0.2478	χωρίς τάση

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Παρατηρείται ότι για όλες τις χώρες οι τιμές των κρατικών CDS είναι μη στάσιμες, διότι δεν απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση για μη στασιμότητα σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$). Εξαιρέση αποτελούν οι τιμές των CDS της Γερμανίας, οι οποίες είναι στάσιμες σε επίπεδο 5% ($p < 0,05$). Εντούτοις, αξίζει να σημειωθεί ότι δεν είναι στάσιμες σε επίπεδο 1% ($p > 0,01$).

Πίνακας 2.2, Έλεγχος Στασιμότητας των Τιμών των Τραπεζικών CDS

Χώρα Προέλευσης	ADF Statistic	N	τιμή p	Εξωγενείς μεταβλητές
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	-2.83	107	0.0580	χωρίς τάση
ΔΑΝΙΑ	-1.85	107	0.3531	χωρίς τάση
ΑΥΣΤΡΙΑ	-2.61	96	0.0954	χωρίς τάση
ΓΑΛΛΙΑ	-2.05	107	0.2666	χωρίς τάση
ΙΤΑΛΙΑ	-2.02	97	0.2785	χωρίς τάση
ΙΣΠΑΝΙΑ	-1.87	107	0.3447	χωρίς τάση
ΠΟΡΤΟΓΑΛΛΙΑ	-1.95	107	0.3090	χωρίς τάση

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά σημαντικό σε 1%

Ομοίως, παρατηρείται ότι οι τιμές των τραπεζικών CDS είναι μη στάσιμες σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$) για κάθε χώρα, με εξαίρεση τη Γερμανία όπου προκύπτει στάσιμη, αλλά για επίπεδο 10% ($p < 0,10$). Συνεπώς, για όλες τις χώρες θα πρέπει να θεωρηθεί ότι δεν ισχύει η συνθήκη της στασιμότητας για τις τιμές των τραπεζικών CDS.

Εντούτοις, για να εφαρμοστεί η ανάλυση αιτιώδους σχέσης κατά Granger, θα πρέπει να είναι και οι δύο εμπλεκόμενες χρονολογικές σειρές στάσιμες, ώστε να προκύψουν αξιόπιστα αποτελέσματα. Έτσι, θα πρέπει να ληφθούν οι πρώτες διαφορές των τιμών των κρατικών και τραπεζικών CDS και να εξεταστεί εκ νέου η στασιμότητα τους. Στους πίνακες 2.3 και 2.4 παρουσιάζονται τα σχετικά αποτελέσματα.

Παρατηρείται ότι για όλες τις χώρες οι τιμές των κρατικών CDS είναι στάσιμες διότι απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση για μη στασιμότητα ακόμα και σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$). Συνεπώς, οι πρώτες διαφορές των κρατικών CDS προκύπτουν στάσιμες.

Πίνακας 2.3, Έλεγχος Στασιμότητας των Πρώτων Διαφορών Τιμών των Κρατικών CDS

Χώρα Προέλευσης	ADF Statistic	N	τιμή p
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	-10.75**	106	0.0000
ΔΑΝΙΑ	-11.12**	96	0.0000
ΑΥΣΤΡΙΑ	-8.53**	90	0.0000
ΓΑΛΛΙΑ	-10.27**	106	0.0000
ΙΤΑΛΙΑ	-4.35**	100	0.0000
ΙΣΠΑΝΙΑ	-11.51**	96	0.0000
ΠΟΡΤΟΓΑΛΛΙΑ	-11.04**	106	0.0000

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Παρατηρείται ότι για όλες τις χώρες οι τιμές των τραπεζικών CDS είναι στάσιμες (βλέπε πίνακας 2.4) διότι απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση για μη στασιμότητα ακόμα και σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$). Συνεπώς, οι πρώτες διαφορές των τραπεζικών CDS προκύπτουν στάσιμες.

Πίνακας 2.4, Έλεγχος Στασιμότητας των Πρώτων Διαφορών των Τιμών των Τραπεζικών CDS

Χώρα Προέλευσης	ADF Statistic	N	τιμή p
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	-10.73**	106	0.0000
ΔΑΝΙΑ	-5.07**	103	0.0000
ΑΥΣΤΡΙΑ	-8.61**	95	0.0000
ΓΑΛΛΙΑ	-9.52**	106	0.0000
ΙΤΑΛΙΑ	-9.45**	96	0.0000
ΙΣΠΑΝΙΑ	-9.21**	105	0.0000
ΠΟΡΤΟΓΑΛΛΙΑ	-10.40**	106	0.0000

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Έτσι, καθώς οι προκύπτουν οι πρώτες διαφορές των τιμών των κρατικών και τραπεζικών CDS να είναι στάσιμες, σημαίνει ότι οι αρχικές τιμές των κρατικών και τραπεζικών CDS ακολουθούν τη διαδικασία $I(1)$ και ότι θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν οι πρώτες διαφορές τους στην ανάλυση αιτιώδους σχέσης κατά Granger.

2.2 Ανάλυση Αιτιώδους Σχέσης Κατά Granger

Στο πλαίσιο της εφαρμογής της αιτιώδους σχέσης κατά Granger χρησιμοποιήθηκαν οι πρώτες διαφορές των κρατικών και τραπεζικών CDS ώστε να εξειδικευτούν και να εκτιμηθούν αυτοπαλίνδρομα διανύσματα μεταξύ των πρώτων διαφορών κρατικών και τραπεζικών CDS τάξεως από 1 έως και 12 με τη λογική να εξεταστεί κατά πόσο οι τιμές των τραπεζικών CDS επηρεάζουν ή επηρεάζονται από τις τιμές των κρατικών CDS με βάθος χρόνου από 1 μήνα έως και 12 μήνες πίσω στο χρόνο.

Πίνακας 2.5, Διερεύνηση Αιτιώδους Σχέση Κατά Granger Ανάμεσα σε Τραπεζικά και Κρατικά CDS στη Γερμανία

Γερμανία	N	F-statistic	Τιμή p	lag	Αποτέλεσμα
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	106	0.25	0.6165	1	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.01	0.3167		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	105	2.77	0.0673	2	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.59	0.5583		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	104	1.75	0.1615	3	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.60	0.6197		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	103	1.82	0.1310	4	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.97	0.4266		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	102	1.64	0.1576	5	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.01	0.4147		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	101	1.45	0.2036	6	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.68	0.6678		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	100	1.56	0.1599	7	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.75	0.6298		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	99	1.85	0.0792	8	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.99	0.4526		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	98	1.62	0.1244	9	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.95	0.4882		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	97	1.44	0.1782	10	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.84	0.5940		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	96	1.26	0.2666	11	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.93	0.5166		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	95	1.05	0.4141	12	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.97	0.4853		OXI

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Στη Γερμανία (βλέπε πίνακας 2.5), προέκυψε για όλες τις χρονικές υστερήσεις ότι η υπόθεση ότι οι τιμές των κρατικών CDS δεν επηρεάζουν τα τραπεζικά δεν

απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$), ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι δεν απορρίπτεται ακόμα και σε 10% ($p > 0,10$). Το ίδιο εύρημα παρατηρείται και για την υπόθεση ότι οι τιμές των τραπεζικών CDS δεν επηρεάζουν τα κρατικά και σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$), αλλά ακόμα και σε επίπεδο 10% ($p > 0,10$).

Συνεπώς, προκύπτει ότι για τη Γερμανία σε καμία χρονική υστέρηση μέχρι και βάθος ενός έτους οι τιμές των κρατικών CDS δεν επηρεάζουν τις τιμές των τραπεζικών, αλλά ούτε και επηρεάζονται από αυτά. Έτσι, προκύπτει αντίστοιχα ότι, στη χώρα αυτή, η κρίση δημοσίου χρέους δεν προκαλεί τραπεζική κρίση, αλλά ούτε και η τραπεζική κρίση ανατροφοδοτεί την κρίση δημοσίου χρέους.

Πίνακας 2.6, Διερεύνηση Αιτιώδους Σχέση Κατά Granger Ανάμεσα σε Τραπεζικά και Κρατικά CDS στην Αυστρία

Αυστρία	N	F-statistic	Τιμή p	lag	Αποτέλεσμα
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	90	0.49	0.4848	1	OXI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.01	0.9347		OXI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	89	3.10	0.0502	2	OXI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.04	0.9592		OXI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	88	2.43	0.0711	3	OXI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.45	0.7156		OXI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	87	2.14	0.0835	4	OXI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.72	0.5828		OXI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	86	1.45	0.2174	5	OXI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.39	0.2362		OXI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	85	1.93	0.0867	6	OXI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.26	0.0466		OXI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	84	1.67	0.1318	7	OXI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.97**	0.0088		NAI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	83	2.12*	0.0461	8	NAI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		3.02**	0.0059		NAI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	82	2.26*	0.0293	9	NAI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.48*	0.0173		NAI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	81	2.25*	0.0262	10	NAI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.40*	0.0183		NAI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	80	2.19*	0.0275	11	NAI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.61	0.1217		OXI
H κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	79	2.78**	0.0051	12	NAI
H τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.92	0.0522		OXI

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Στην Αυστρία (βλέπε πίνακας 2.6), προέκυψε ότι για όλες τις χρονικές υστερήσεις μέχρι και τους 7 μήνες η υπόθεση ότι οι τιμές των κρατικών CDS δεν επηρεάζουν τα τραπεζικά δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$), ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι απορρίπτεται σε επίπεδο 10% ($p < 0,10$) μέχρι και τους 6 μήνες. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει μια ισχυρή τάση να επηρεάζουν οι τιμές των κρατικών CDS τις τιμές των τραπεζικών μέχρι 6 μήνες πριν. Αντίθετα, η υπόθεση ότι οι τιμές των τραπεζικών CDS δεν επηρεάζουν τα κρατικά δεν απορρίπτεται και σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$), αλλά ακόμα και σε επίπεδο 10% ($p > 0,10$) μέχρι και 5 μήνες πίσω στο παρελθόν.

Μετά την 6^η χρονική υστέρηση και έως και την 10, η υπόθεση ότι οι τιμές των τραπεζικών CDS δεν επηρεάζουν τις τιμές των κρατικών απορρίπτεται είτε σε επίπεδο 5% ($p < 0,05$), είτε σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$). Συνεπώς προκύπτει ότι οι τιμές των τραπεζικών CDS επηρεάζουν τις τιμές των κρατικών από 6 έως 10 μήνες πριν.

Επίσης, προέκυψε ότι η υπόθεση ότι οι τιμές των κρατικών CDS δεν επηρεάζουν τις τιμές των τραπεζικών απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0,05$), είτε σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$) για υστερήσεις από την 8^η έως και την 12^η.

Συνεπώς, προκύπτει ότι για την Αυστρία, υπάρχει μια μικρή τάση μέχρι και 6 πριν στο παρελθόν η κρίση δημοσίου χρέους να προκαλεί την τραπεζική. Από την 6^η έως και την 7^η χρονική υστέρηση προκύπτει ότι η τραπεζική κρίση τροφοδοτεί την κρίση δημοσίου χρέους. Από την 8^η έως και τη 10^η χρονικά η μία κρίση ανατροφοδοτεί την άλλη. Τέλος, από την 11^η έως και τη 12^η υστέρηση η κρίση δημοσίου χρέους τροφοδοτεί την τραπεζική στην Αυστριακή οικονομία.

Στη Δανία (βλέπε πίνακας 2.7), προέκυψε ότι για μέχρι 2 μήνες πριν, η υπόθεση ότι τα κρατικά CDS δεν επηρεάζουν τα τραπεζικά δεν απορρίπτεται σε 5% ($p > 0,05$), ενώ το ίδιο συμπέρασμα, σε επίπεδο 5%, προκύπτει για τις δύο πρώτες υστερήσεις και για την υπόθεση ότι τραπεζικά CDS δεν επηρεάζουν τα κρατικά.

Για τις υστερήσεις 3^η έως και 4^η υπόθεση ότι τα κρατικά CDS δεν επηρεάζουν τα τραπεζικά απορρίπτεται σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$), ενώ για τις υστερήσεις από την 5^η έως και την 6^η απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0,05$) ή σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$) και η υπόθεση ότι τα κρατικά CDS δεν επηρεάζουν τα τραπεζικά, αλλά και η υπόθεση ότι τα τραπεζικά CDS δεν επηρεάζουν τα κρατικά.

Πίνακας 2.7, Διερεύνηση Αιτιώδους Σχέση Κατά Granger Ανάμεσα σε Τραπεζικά και Κρατικά CDS στη Δανία

Δανία	N	F-statistic	Τιμή p	lag	Αποτέλεσμα
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	96	2.32	0.1313	1	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.06	0.3065		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	95	2.92	0.0590	2	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.48	0.6203		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	94	5.48**	0.0017	3	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.74	0.5285		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	93	5.56**	0.0005	4	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.89	0.1196		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	92	4.67**	0.0009	5	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		3.94**	0.0030		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	91	2.55*	0.0263	6	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		3.51**	0.0039		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	90	1.85	0.0898	7	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		3.04**	0.0072		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	89	1.70	0.1136	8	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		3.14**	0.0042		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	88	1.58	0.1387	9	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.12*	0.0389		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	87	1.34	0.2284	10	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.54*	0.0117		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	86	1.17	0.3233	11	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.79	0.0051		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	85	1.12	0.3635	12	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.50**	0.0098		NAI

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Για τις υστερήσεις από την 7^η έως και τη 12^η (με εξαίρεση την 11^η) η υπόθεση ότι τα τραπεζικά CDS δεν επηρεάζουν τα κρατικά απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0,05$) ή σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$).

Συνεπώς, προκύπτει για την Δανία ότι για μέχρι δύο υστερήσεις πριν στο παρελθόν η μία κρίση δεν φαίνεται να τροφοδοτεί την άλλη. Μετά μέχρι και την 4^η υστέρηση προκύπτει η κρίση δημοσίου χρέους τροφοδοτεί την τραπεζική, ενώ μετά και μέχρι 6 μήνες πριν προκύπτει ότι η μία κρίση ανατροφοδοτεί την άλλη. Τέλος, από τους 7 μήνες και πίσω προκύπτει ότι η τραπεζική κρίση είναι αυτή που τροφοδοτεί την κρίση του δημοσίου χρέους στην Δανέζικη οικονομία.

Πίνακας 2.8, Διερεύνηση Αιτιώδους Σχέση Κατά Granger Ανάμεσα σε Τραπεζικά και Κρατικά CDS στη Γαλλία

Γαλλία	N	F-statistic	Τιμή p	lag	Αποτέλεσμα
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	106	7.62**	0.0068	1	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.98	0.3258		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	105	6.56*	0.0021	2	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.65	0.198		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	104	4.77*	0.0038	3	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.07	0.3663		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	103	3.50*	0.0104	4	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.03	0.3985		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	102	2.95*	0.0163	5	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.60	0.6971		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	101	4.42**	0.0006	6	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.89	0.5081		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	100	4.70**	0.0002	7	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.77	0.6123		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	99	4.25**	0.0003	8	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.61	0.763		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	98	4.20**	0.0002	9	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.74	0.6698		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	97	3.60**	0.0006	10	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.81	0.6193		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	96	3.25**	0.0012	11	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.10	0.3755		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	95	3.25**	0.0012	12	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.10	0.3755		OXI

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Στη Γαλλία (βλέπε πίνακας 2.8), προέκυψε ότι για όλες τις χρονικές υστερήσεις, η υπόθεση ότι τα κρατικά CDS δεν επηρεάζουν τα τραπεζικά απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$) ή σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$). Αντίθετα, βρέθηκε ότι για όλες τις χρονικές υστερήσεις η υπόθεση ότι τραπεζικά CDS δεν επηρεάζουν τα κρατικά δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$).

Συνεπώς, προκύπτει για τη Γαλλία ότι η κρίση δημοσίου χρέους τροφοδοτεί την τραπεζική σε όλες τις χρονικές υστερήσεις μέχρι και 12 μήνες πριν, ενώ δε βρέθηκε να προκαλεί η τραπεζική κρίση την κρίση δημοσίου χρέους. Δηλαδή, δε βρέθηκε τελικά να υπάρχει ανατροφοδότηση κρίσης μεταξύ κρατικού και τραπεζικού τομέα στη Γαλλική οικονομία.

Πίνακας 2.9, Διερεύνηση Αιτιώδους Σχέση Κατά Granger Ανάμεσα σε Τραπεζικά και Κρατικά CDS στην Ιταλία

Ιταλία	N	F-statistic	Τιμή p	lag	Αποτέλεσμα
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	95	3.12	0.0808	1	OXI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		4.74*	0.0321		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	94	14.76**	0.0000	2	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		5.45**	0.0058		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	93	12.18**	0.0000	3	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		4.58**	0.0050		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	92	9.98**	0.0000	4	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		3.44*	0.0118		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	91	8.22**	0.0000	5	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.83*	0.0209		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	90	9.82**	0.0000	6	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		3.62**	0.0032		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	89	8.80**	0.0000	7	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.66*	0.0164		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	88	7.60**	0.0000	8	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.37*	0.0252		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	87	7.36**	0.0000	9	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.49*	0.0160		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	86	5.70**	0.0000	10	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.36*	0.0186		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	85	5.38**	0.0000	11	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.45*	0.0127		NAI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	84	4.85**	0.0000	12	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		2.19*	0.0238		NAI

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Στην Ιταλία (βλέπε πίνακας 2.9), προέκυψε ότι για όλες τις χρονικές υστερήσεις, η υπόθεση ότι τα κρατικά CDS δεν επηρεάζουν τα τραπεζικά απορρίπτεται σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$). Εξάιρεση αποτελεί η πρώτη υστέρηση μόνο που προέκυψε μη απόρριψη της υπόθεσης σε επίπεδο 5% ($p < 0,05$), ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι και πάλι απορρίπτεται, αλλά σε επίπεδο 10% ($p < 0,10$).

Ομοίως, βρέθηκε ότι για όλες τις χρονικές υστερήσεις και η υπόθεση ότι τραπεζικά CDS δεν επηρεάζουν τα κρατικά απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$) ή σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$).

Συνεπώς, προκύπτει για την Ιταλία ότι η κρίση δημοσίου χρέους τροφοδοτεί την τραπεζική σε όλες τις χρονικές υστερήσεις μέχρι και 12 μήνες πριν, ενώ βρέθηκε και η τραπεζική κρίση να τροφοδοτεί και αυτή με τη σειρά της την κρίση δημοσίου

χρέους. Δηλαδή, βρέθηκε τελικά στην Ιταλία να υπάρχει ανατροφοδότηση κρίσης μεταξύ κρατικού και τραπεζικού τομέα μέχρι και 12 μήνες πίσω στο παρελθόν.

Πίνακας 2.10, Διερεύνηση Αιτιώδους Σχέση Κατά Granger Ανάμεσα σε Τραπεζικά και Κρατικά CDS στην Ισπανία

Ισπανία	N	F-statistic	Τιμή p	lag	Αποτέλεσμα
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	106	6.91**	0.0099	1	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.00	0.9732		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	105	6.49**	0.0022	2	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.36	0.6969		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	104	6.36**	0.0006	3	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.51	0.6761		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	103	5.28**	0.0007	4	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.08	0.3712		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	102	4.81**	0.0006	5	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.87	0.5029		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	101	4.31**	0.0007	6	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.53	0.1780		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	100	3.77**	0.0013	7	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.19	0.3151		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	99	3.65**	0.0011	8	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.95	0.0636		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	98	3.19**	0.0024	9	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.79	0.0824		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	97	2.59**	0.0094	10	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.52	0.1491		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	96	2.42*	0.0127	11	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.50	0.1486		OXI
Η κρίση δημόσιου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	95	2.57**	0.0069	12	NAI
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		1.91*	0.0475		NAI

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Στην Ισπανία (βλέπε πίνακας 2.10), προέκυψε ότι για όλες τις χρονικές υστερήσεις, η υπόθεση ότι τα κρατικά CDS δεν επηρεάζουν τα τραπεζικά απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$) ή σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$). Αντίθετα, βρέθηκε ότι για όλες τις χρονικές υστερήσεις η υπόθεση ότι τραπεζικά CDS δεν επηρεάζουν τα κρατικά δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$). Εξαιρέση αποτελεί η χρονική υστέρηση 12 μηνών όπου η σχετική υπόθεση απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0,05$).

Συνεπώς, προκύπτει για την Ισπανία ότι η κρίση δημοσίου χρέους τροφοδοτεί την τραπεζική σε όλες τις χρονικές υστερήσεις μέχρι και 12 μήνες πριν, ενώ δε βρέθηκε να προκαλεί η τραπεζική κρίση την κρίση δημοσίου χρέους μέχρι και 11 μήνες πίσω στο παρελθόν, ενώ βρέθηκε να προκαλεί στους 12 μήνες. Δηλαδή, βρέθηκε τελικά να υπάρχει ανατροφοδότηση κρίσης μεταξύ κρατικού και τραπεζικού τομέα στην Ισπανική οικονομία μόνο για 12 μήνες πίσω στο παρελθόν.

Πίνακας 2.11, Διερεύνηση Αιτιώδους Σχέση Κατά Granger Ανάμεσα σε Τραπεζικά και Κρατικά CDS στην Πορτογαλία

Πορτογαλία	N	F-statistic	Τιμή p	lag	Αποτέλεσμα
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	96	0.00	0.9819	1	ΟΧΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.20	0.6586		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	95	1.42	0.2464	2	ΟΧΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.08	0.9194		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	94	4.18**	0.0081	3	ΝΑΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.26	0.8543		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	93	5.37**	0.0007	4	ΝΑΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.33	0.8597		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	92	4.91**	0.0006	5	ΝΑΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.39	0.8569		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	91	3.98**	0.0016	6	ΝΑΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.68	0.6645		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	90	3.25**	0.0046	7	ΝΑΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.62	0.7397		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	89	2.79**	0.0096	8	ΝΑΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.90	0.5187		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	88	2.87**	0.0061	9	ΝΑΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.88	0.5510		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	87	2.31*	0.0213	10	ΝΑΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.73	0.6939		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	86	2.16*	0.0282	11	ΝΑΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.72	0.7186		ΟΧΙ
Η κρίση δημοσίου Χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση	85	1.86	0.0579	12	ΟΧΙ
Η τραπεζική κρίση προκαλεί κρίση δημοσίου χρέους		0.67	0.7723		ΟΧΙ

* Στατιστικά σημαντικό σε 5%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Στην Πορτογαλία (βλέπε πίνακας 2.11), προέκυψε ότι για τις χρονικές υστερήσεις από την 3^η έως και την 11^η, η υπόθεση ότι τα κρατικά CDS δεν επηρεάζουν τα τραπεζικά απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$) ή σε επίπεδο 1% ($p < 0,01$). Αντίθετα, βρέθηκε ότι για όλες τις χρονικές υστερήσεις η υπόθεση ότι

τραπεζικά CDS δεν επηρεάζουν τα κρατικά δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0,05$).

Συνεπώς, προκύπτει για την Πορτογαλία ότι η κρίση δημοσίου χρέους τροφοδοτεί την τραπεζική από 3 μήνες μέχρι και 11 μήνες πίσω στο παρελθόν, ενώ δε βρέθηκε να προκαλεί η τραπεζική κρίση την κρίση δημοσίου χρέους. Δηλαδή, δε βρέθηκε τελικά να υπάρχει ανατροφοδότηση κρίσης μεταξύ κρατικού και τραπεζικού τομέα στην Πορτογαλική οικονομία.

Κεφάλαιο 5: Τελικά Συμπεράσματα

Με δεδομένα τιμές κρατικών και τραπεζικών CDS από Ευρωπαϊκές χώρες του βορά (Γερμανία, Αυστρία, Δανία) και του νότου (Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία) για την περίοδο 2008 – 2016 επιχειρήθηκε να διερευνηθεί εάν η κρίση στον κρατικό τομέα επηρεάζει αλλά και επηρεάζεται ταυτόχρονα από την κρίση στον τραπεζικό τομέα σε βάθος μέχρι και 12 μήνες.

Η οικονομετρική ανάλυση της αιτιώδους σχέσης κατά Granger έδειξε διάφορα αποτελέσματα σε κάθε χώρα. Πιο συγκεκριμένα, στη Γερμανία βρέθηκε ότι η κρίση δημοσίου χρέους δεν προκαλεί τραπεζική κρίση, αλλά ούτε και η τραπεζική κρίση ανατροφοδοτεί την κρίση δημοσίου χρέους. Στην Αυστρία βρέθηκε ότι σε κοντινούς μήνες η κρίση δημοσίου χρέους προκαλεί τραπεζική κρίση ενώ σε μετέπειτα μήνες βρέθηκε η τραπεζική κρίση να προκαλεί την κρίση δημόσιου χρέους και έπειτα η μία κρίση να ανατροφοδοτεί την άλλη. Στη Δανία βρέθηκε σε κοντινούς μήνες να μην τροφοδοτεί η μια κρίση την άλλη, αλλά μετέπειτα η κρίση δημοσίου χρέους τροφοδοτεί την τραπεζική, ενώ ακόμα μετέπειτα η μία κρίση τροφοδοτεί την άλλη και σε πιο βάθος χρόνου η τραπεζική κρίση τροφοδοτεί την κρίση δημοσίου χρέους.

Στις χώρες του νότου και πιο συγκεκριμένα στη Γαλλία βρέθηκε ότι μόνο η κρίση δημοσίου χρέους τροφοδοτεί την τραπεζική και δεν υπάρχει σε κανένα βάθος χρόνου ανατροφοδότηση κρίσεων προς από τον τραπεζικό στο δημόσιο τομέα, ούτε και αλληλεξάρτηση των κρίσεων. Στην Ιταλία βρέθηκε, αντίθετα, για όλες τις χρονικές περιόδους έως και 12 μήνες πίσω στο παρελθόν ότι υπάρχει ανατροφοδότηση της κρίσης ανάμεσα σε κρατικό και τραπεζικό τομέα. Στην Ισπανία βρέθηκε, όπως ακριβώς και στη Γαλλία, ότι μόνο ο κρατικός τομέας τροφοδοτεί την κρίση στον τραπεζικό και δεν υπάρχει ανατροφοδότηση. Τέλος, στην Πορτογαλία βρέθηκε για κάποιες χρονικές υστερήσεις να επηρεάζει μόνο ο κρατικός τομέας τον τραπεζικό και να μην υπάρχει ανατροφοδότηση της κρίσης από τις τράπεζες πίσω στο δημόσιο.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι σε μια δυνατή οικονομία, όπως είναι αυτή της Γερμανίας, δεν υπάρχει εύκολη διοχέτευση της κρίσης από τον έναν τομέα στον άλλον. Προφανώς, σε τέτοιες δυνατές οικονομίες, υπάρχουν εκείνοι οι μηχανισμοί

που έγκαιρα σταματούν το πέρασμα της κρίσης από τον έναν τομέα στον άλλον και δεν επιτρέπουν την εξάπλωση της. Προφανώς, το εύρωστο τραπεζικό σύστημα που υπάρχει στη χώρα αυτή φαίνεται ότι έχει εκείνους τους μηχανισμούς που δεν επιτρέπει να αφήσει την κρίση σε κρατικό επίπεδο να περάσει και να διαβρώσει το τραπεζικό σύστημα, ενώ από ότι φαίνεται και οι σχετικοί κρατικοί μηχανισμοί είναι τέτοιοι που δεν επιτρέπουν και την τραπεζική κρίση να περάσει στο δημόσιο.

Αντίθετα, οι άλλες μικρές οικονομίες του βορά αν και δεν αντιμετώπισαν σοβαρή κρίση δημοσίου χρέους και απλά επηρεάστηκαν ως χώρες της Ευρωζώνης με την έννοια ότι καθώς κάποιες χώρες μέλη αντιμετώπισαν προβλήματα στο δημόσιο χρέος ήταν επόμενο να υπάρξουν και σε αυτές σχετικοί κλυδωνισμοί. Εντούτοις, από ότι φαίνεται μάλλον τα τραπεζικά τους συστήματα δεν είναι και τόσο εύρωστα όσο αυτό της Γερμανίας, με συνέπεια να υπάρχουν κανάλια διοχέτευσης της κρίσης δημοσίου χρέους και στο τραπεζικό τους σύστημα και έπειτα να υπάρχει και σχετική ανατροφοδότηση.

Στις χώρες του νότου που ήταν σαφώς πιο έντονο το πρόβλημα της κρίσης δημοσίου χρέους παρατηρήθηκε ότι υπήρχε σημαντική διοχέτευση της κρίσης δημοσίου χρέους στον τραπεζικό τομέα, διότι μάλλον δεν υπήρχαν ανεπτυγμένοι εκείνοι οι μηχανισμοί αλλά και γιατί οι τράπεζες των χωρών αυτών ήταν σαφώς πιο εκτεθειμένες σε δημόσιο χρέος. Εντούτοις, με εξαίρεση την Ιταλία, η κρίση δεν ανατροφοδοτήθηκε πίσω από τον τραπεζικό στον κρατικό τομέα. Αυτό σημαίνει ότι τα όποια μέτρα διάσωσης των τραπεζών ήταν τέτοια που δεν επέτρεψαν στην κρίση να επεκταθεί και να έχει ανατροφοδοτικές τάσεις. Πάντως, δεν είναι τυχαίο ότι σε μια οικονομία μεγάλης χώρας που όμως αντιμετώπισε μεγάλα προβλήματα, όπως η Ιταλία, η κρίση είχε έντονες τάσεις ανατροφοδότησης. Μάλλον στο εκεί τραπεζικό σύστημα τα μέτρα δεν λειτούργησαν τόσο ανασχετικά και επέτρεψαν στην τραπεζική κρίση να ανατροφοδοτεί την κρατική.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι στις χώρες που αντιμετώπισαν προβλήματα αλλά και σε μικρές οικονομίες που επηρεάστηκαν από τους κλυδωνισμούς, η κρίση βρίσκει τρόπο να διοχετεύεται από τον έναν τομέα στον άλλον και μάλιστα να ανατροφοδοτείται σε ορισμένες περιπτώσεις. Είναι αναγκαίο ότι θα πρέπει να λαμβάνονται μέτρα που να στηρίζουν την πραγματική οικονομία και την ανάπτυξη, μέσα από προγράμματα που θα ευνοούν όλο και πιο πολύ τα κοινά συμφέροντα των

Ευρωπαϊκών χωρών με σκοπό να οδηγηθεί κάποτε η Ε.Ε. σε κάτι που να μοιάζει όλο και περισσότερο με ενιαίο κράτος και να έχει το μέγεθος και τη δυναμική να αναπτύσσει αποτελεσματικότερους μηχανισμούς αντιμετώπισης των κρίσεων σε πιο μακροχρόνιο και σταθερό πλαίσιο, έτσι ώστε και να μην ανατροφοδοτούνται από τον έναν τομέα στον άλλον αλλά και να μην αφήνουν έντονα τα σημάδια τους και να σβήνουν όσο το δυνατό γρηγορότερα.

Βιβλιογραφία

- [1] Acharya V.V., Drechsler, I. and Schnabl, P. (2011), A Pyrrhic Victory?- Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk, *Working Paper No 17136*, National Bureau of Economic Research
- [2] Albertazzi, U., Ropele, T., Sene, G. and Signoretti, F.M. (2012), The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks, *Occasional Papers No 133*, September 2012, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia
- [3] Allen, W.A. and Moessner, R. (2012), The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis, *BIS Working Paper No 390*, Bank of International Settlements, Monetary and Economic Department
- [4] Alter A. and Schüler, Y.S. (2011), Credit Spread Interdependencies of European States and Banks during the Financial Crisis, *Working Paper Series No 2011-24*, Department of Economics, University of Konstanz
- [5] Angeloni, C. & Wolff, G.B. (2012), Are Banks Affected by Their Holdings of Government Debt?, *Working Paper No 2012/07*, Bruegel Policy Contribution
- [6] Associated Press (2011), Barroso to table eurobond blueprint, *Associated Press*. 17 November 2011
- [7] Associated Press (2011), Europe Agrees to Basics of Plan to Resolve Euro Crisis, *Associated Press*, 21 November 2011
- [8] Atkins, R. (2012), Bundesbank head backs fiscal union poll, *The Financial Times*, 14 June 2012
- [9] Bank for International Settlement [BIS] (2011), The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions, *Working Paper No 43*, CGFS Papers
- [10] Barley, R. (2013), Euro-Zone Bonds Find Favor, *Wall Street Journal*
- [11] BBC (2011), Greece debt crisis: Markets dive on Greek referendum, *Bbc.co.uk*, 1 November 2011.
- [12] BBC (2012), Standard & Poor's Ratings Services quoted at "S&P cuts EFSF bail-out fund rating: statement in full, *BBC*, 16 January 2012.
- [13] BBC News (2013), ECB cuts interest rates to record low, *BBC News*, 7 November 2013

-
- [14] Beck, T. (2012), Banking in Europe: disentangling a twin crisis, *Working Paper*, OeNB 40th Economics conference in May 2012
- [15] Belkin, P., Weiss, M.A., Nelson, R.M. and Mix, D.E. (2012), The Eurozone Crisis: Overview and Issues For Congress, *Congressional Research Service Report R42377*, February 29, 2012
- [16] Black, L., Correa, R., Huang, X., Zhou, H. (2013), The Systemic Risk of European Banks during the Financial and Sovereign Debt Crises, *Working Paper*
- [17] Bloomberg Businessweek (2011) ECB May Hit Bond Sterilization Limit in January, Rabobank Says, *Bloomberg Businessweek*, 8 September 2011
- [18] Blundell-Wignall, A. and Slovik, P. (2011), A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis, *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2010(2), 1-28
- [19] Bofondi, M., Carpinelli, L. and Sette, E. (2013), Credit supply during a sovereign debt crisis, *Working Papers No 909*, April 2013, Banca d'Italia
- [20] Boston Consulting Group (2011), Back to Mesopotamia? The Looming Threat of Debt Restructuring, Boston Consulting Group, 23 September 2011
- [21] Brown, M. and Chambers, A. (2005), How Europe's Governments have Enronized their debts, *Euromoney*, September 2005
- [22] CBS News (2010), Eurozone unemployment at record high in May, *CBS News*. 1 July 2013
- [23] Chanjaroen, C. (2010), Oil, Copper, Nickel Jump on European Bailout Plan; Gold Drops, 10 May 2010
- [24] Der Spiegel (2011), How the Euro Became Europe's Greatest Threat, *Der Spiegel*, 20 June 2011
- [25] Der Standard (2012), Immermehr Länder bekommen Geld fürs Schuldenmachen, *Der Standard Online*, 17 July 2012
- [26] Der Standard (2012), Zweifel an echter Bankenunion in Europa, *Der Standard*, 19 October 2012
- [27] Der Standard, (2014), Portugal kehrt ohne Sicherheitsnetz an Finanzmärkte zurück, *Der Standard*, 18 May 2014
- [28] Dieckmann, S. and Plank, T. (2010), Default risk of advanced economies: An empirical analysis of credit default swaps during the financial crisis, *Working Paper*

- [29] ECB (2010), ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets, *ECB*, 10 May 2010
- [30] ECB (2010), ECB: ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets, *ECB*, 10 May 2010
- [31] ECB (2012), Long-term interest rate statistics for EU Member States. *ECB*. 13 November 2012
- [32] EFSF (2011), A legal instrument agreed by finance ministers earlier this month following the risk of Greece's debt crisis spreading to other weak economies, The EFSF
- [33] Erlanger, S. and Geitner, P. (2012), Europeans Agree to Use Bailout Fund to Aid Banks, *The New York Times*, 29 June 2012
- [34] ESM (2013), Spain's exit. *ESM*, 31 December 2013
- [35] European Commission (2012), European Financial Stability Facility (EFSF), *European Commission*, 15 March 2012
- [36] European Union (2012), EURO AREA SUMMIT STATEMENT, *Brussels: European Union*, 29 June 2012
- [37] Europeanvoice.com, Media reports said that Spain would ask for support from two EU funds for eurozone governments in financial difficulty: a €60bn 'European financial stabilisation mechanism', which is reliant on guarantees from the EU budget
- [38] Ewing, J. and Jolly, D. (2011), Banks in the euro zone must raise more than 200 billion euros in the first three months of 2012, *New York Times*, 21 December 2011
- [39] Financial Mirror (2015), CYPRUS: Two new EMTN issues in 2015, *Financial Mirror*, 7 January 2015
- [40] Financial Times (2014), Banks ask for crisis funds for eastern Europe, *Financial Times*, 22 Jan 2009
- [41] Gerlach S., Schulz, A. and Wolff, G.B. (2010), Banking and Sovereign Risk in the euro area, *Discussion Paper No 7833*, CEPR
- [42] German Council of Economic Experts (2012), From banking crisis to debt crisis and back, *German Council of Economic Experts - Annual Report 2011/12*, 129-170
- [43] Heather S. (2015), A new idea steals across Europe – should Greece's debt be forgiven?, *The Guardian*, 18 January 2015

-
- [44] In Cyprus (2015), Nicosia satisfied with Cyprus bond sale", *In Cyprus*, 28 April 2015
- [45] Jenkins, K. (2010), Dollar Libor Holds Near Nine-Month High After EU Aid, *Bloomberg L.P.*, 10 May 2010
- [46] Jolly, D. (2011), Irish Bailout Begins as Europe Sells Billions in Bonds, *The New York Times*, 5 January 2011
- [47] Koba, M. (2012), CNBC-Europe's Economic Crisis-What You Need to Know, Διαθέσιμο σε *Finance.yahoo.com*
- [48] Krugman, P. and Layard, R. (2012), A manifesto for economic sense, *Financial Times*, 27 June 2012
- [49] Landon, T. Jr. (2011), Banks Retrench in Europe While Keeping Up Appearances, *The New York Times*, 22 December 2011
- [50] Lane, P.R. (2012), The European Sovereign Debt Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49–68
- [51] Lewis, M. (2011), How the Financial Crisis Created a New Third World, *Heard on Fresh Air from WHYY*, October 2011
- [52] Matlock, G. (2010), Peripheral euro zone government bond spreads widen, *Reuters*
- [53] Merler S. and Pisani-Ferry, J. (2012), Who is afraid of sovereign bonds?, *Working Paper No 2012/02*, Bruegel Policy Contribution
- [54] Mody A. and Sandri, D. (2011), The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip, *Working Paper No 11/269*, November 2011, International Monetary Fund
- [55] Moses, A. (2010), Default Swaps Tumble After EU Goes 'All In': Credit Markets". *Bloomberg L.P.*, 10 May 2010
- [56] Oakley, D., Hope, K. (2010), Gilt yields rise amid UK debt concerns, *Financial Times*
- [57] Petrakis, P.E. Kostis, P.C., Valsamis, D. (2013), *European Economics and Politics in the Midst of the Crisis; From the Outbreak of the Crisis to the Fragmented European Federation*, New York and Heidelberg: Springer
- [58] Pisani-Ferry J. (2012), The euro area crisis and the new impossible trinity, *Working Paper No 2012/01*, Bruegel Policy Contribution
- [59] Pop, V. (2011), Germany estimated to have made € billion profit out of crisis, *EUobserver*

- [60] Popov, A. and Van Horen, N. (2012), The impact of sovereign debt exposure on bank lending: Evidence from the European debt crisis, *Working Paper*, European Central Bank
- [61] Project Syndicate (2011), The Euro's PIG-Headed Masters, *Project Syndicate*, 3 June 2011
- [62] Reinhart C.M. and Rogoff, K.S. (2009), The Aftermath of Financial Crises, *American Economic Review*, 99(2), 466-72
- [63] Rentoul, J. (2011), Any PM would have done as Cameron did, *The Independent*, 11 December 2011
- [64] Reuters (2011), TEXT-Euro zone finance ministers approve extending EFSF capacity, *Reuters UK*, 29 November 2011
- [65] Reuters (2012), Eleven euro states back financial transaction tax, *Reuters*, 9 October 2012
- [66] Risk, H. (2011), International banking finance and capital markets news and analysis, *Euromoney.com*
- [67] Shambaugh, J.C. (2012), The Euro's Three Crises, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012, NBER
- [68] Stanga, I. (2011), Sovereign and Bank Credit Risk during the Global Financial Crisis, *DNB Working Paper No. 314*, August 2011, De Nederlandsche Bank
- [69] Stevis, M. (2012), Doubts Emerge in Bloc's Rescue Deal, 6 July 2012, *Wall Street Journal*
- [70] Sueddeutsche (2011), Welches Land gehört zu den großen Sorgenkindern?, *Sueddeutsche*, 2 December 2011
- [71] The Economist (2010), Acropolis now, *The Economist*, 29 April 2010
- [72] Thesing, G. (2011), European Rescue Fund May Buy Bonds, Recapitalize Banks, ECB's Stark Says, *Bloomberg L.P.*, 22 January 2011
- [73] Traynor, I. (2010), Euro strikes back with biggest gamble in its 11-year history, *The Guardian UK*, 10 May 2010
- [74] whiteHouse.gov (2012), President Obama-Remarks by the President-June 2012, *whiteHouse.gov*, 6 August 2012