



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 771

Εξωτερικά και κρατικά ελλείμματα στην Ελλάδα: Προς αναζήτηση αιτιώδους σχέσης

Των

Μιχάλη Νικηφόρου*

Levy Economics Institute of Bard College

Laura Carvalho

Σχολή Οικονομικών Σαο Πάολο

Christian Schoder

Ινστιτούτο Μακροοικονομικής Πολιτικής
Ίδρυμα Hans-Bockler

Αύγουστος 2013

*Για χρήσιμα σχόλια και προτάσεις, θέλουμε να ευχαριστήσουμε τους Lance Taylor και Sebastian Gechert καθώς και τους συμμετέχοντες στο 39^ο Ετήσιο Συνέδριο του Eastern Economic Association στη Νέα Υόρκη.

The Levy Economics Institute Working Paper Collection presents research in progress by Levy Institute scholars and conference participants. The purpose of the series is to disseminate ideas to and elicit comments from academics and professionals.

Levy Economics Institute of Bard College, founded in 1986, is a nonprofit, nonpartisan, independently funded research organization devoted to public service. Through scholarship and economic research it generates viable, effective public policy responses to important economic problems that profoundly affect the quality of life in the United States and abroad.

Levy Economics Institute
P.O. Box 5000
Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000
<http://www.levyinstitute.org>
Copyright © 2013 Levy Economics Institute. All rights reserved.

Περίληψη

Η εργασία εξετάζει την πορεία των κρατικών ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια των τελευταίων τριών δεκαετιών και τη σύνδεσή τους με το πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον της ίδιας περιόδου. Δίνουμε ιδιαίτερη προσοχή στην αιτιώδη σχέση κρατικών και εξωτερικών ελλειμμάτων. Υποστηρίζουμε ότι από το 1980 έως το 1995, τα κρατικά ελλείμματα οδηγούν σε διόγκωση του εξωτερικού ελλείμματος, αλλά η αιτιότητα μεταξύ των δύο αλλάζει κατεύθυνση στη συνέχεια λόγω της διαδικασίας της ευρωπαϊκής νομισματικής ενοποίησης και της υιοθέτησης του κοινού νομίσματος. Η υπόθεση αυτή ελέγχεται και επαληθεύεται οικονομετρικά με τη χρήση της ανάλυσης της συνολοκλήρωσης (cointegration) και της μεθοδολογίας του Granger.

1. Εισαγωγή

Η ελληνική κρίση των τελευταίων τριών ετών έχει καταλάβει έναν κεντρικό ρόλο στις δημόσιες συζητήσεις σε όλο τον κόσμο. Εκ πρώτης όψεως, αυτό προκαλεί έκπληξη για μια χώρα της οποίας το ΑΕΠ αποτελεί μόνο ένα μικρό κλάσμα της παγκόσμιας ή ακόμη και της ευρωπαϊκής παραγωγής. Η αντίθεση ανάμεσα στο σχετικά μικρό μέγεθος της ελληνικής οικονομίας και των δυνητικά τεράστιων επιπτώσεων της αναδεικνύει τον υψηλό βαθμό διασύνδεσης και πολυπλοκότητας του διεθνούς οικονομικού συστήματος και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων του και ως εκ τούτου αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα της εύθραυστης και ασταθούς κατάστασης στην οποία βρίσκεται η παγκόσμια οικονομία.

Επιπλέον, η πορεία της ελληνικής οικονομίας τις τελευταίες δεκαετίες φέρνει στο φως πολύ σημαντικά ζητήματα, όπως οι σχέσεις μεταξύ της οικονομίας και της κοινωνικής και θεσμικής δομής (πολιτικό σύστημα, κατανομή του εισοδήματος, κλπ.), την επίδραση των εξωγενών παραγόντων στην ανάπτυξη μιας μικρής ανοικτής οικονομίας, τις προϋποθέσεις για μια επιτυχή νομισματική ένωση και το ρόλο των χρηματοπιστωτικών αγορών στην οικονομική ανάπτυξη.

Στην παρούσα εργασία προσπαθούμε να εξετάσουμε την εξέλιξη των κρατικών ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια των τελευταίων τριών δεκαετιών και τη σύνδεσή τους με το πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον της ίδιας περιόδου. Η κατανόηση της διαδικασίας της συσσώρευσης του δημόσιου χρέους απαιτεί μια ευρύτερη εξέταση της ελληνικής οικονομίας, της θέσης της στο διεθνές οικονομικό σύστημα, καθώς και τους στόχους και τις ενέργειες των υπεύθυνων χάραξης πολιτικής κατά τη διάρκεια της εν λόγω περιόδου.

Ο στόχος μας μέσα από αυτή την ευρύτερη προσέγγιση είναι να αναλύσουμε την κατεύθυνση της αιτιότητας μεταξύ των κρατικών και εξωτερικών ελλειμμάτων της Ελλάδας για την περίοδο 1980–2010. Η τυπική αφήγηση τονίζει τον υψηλό βαθμό φοροδιαφυγής και την «ασωτία» του ελληνικού κράτους ως τους βασικούς παράγοντες που προκάλεσαν τη συσσώρευση του δημόσιου και εξωτερικού χρέους. Πράγματι, όταν ξέσπασε η κρίση το 2008, η Ελλάδα είχε την υψηλότερη αναλογία χρέους προς το ΑΕΠ μεταξύ των οικονομιών της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης και, μαζί με την Ιταλία, το υψηλότερο επίπεδο φοροδιαφυγής και τη μεγαλύτερη παραοικονομία εντός της ευρωζώνης (Schneider 2011). Αυτά τα στοιχεία έχουν χρησιμοποιηθεί συχνά προκειμένου να υποστηριχθεί η άποψη της εξωγένειας του ελληνικού δημοσιονομικού ελλείμματος (και μέσω αυτών η υπόθεση των «διδύμων ελλειμμάτων»), του πρωταγωνιστικού της ρόλου στην επιδείνωση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της χώρας. Αν γίνει δεκτό αυτό το γενικό επιχείρημα, τότε τα σκληρά μέτρα δημοσιονομικής λιτότητας είναι απαραίτητα για την επίλυση των δημοσιονομικών και εξωτερικών ανισορροπιών στην Ελλάδα.

Μια διαφορετική προσέγγιση υποστηρίζει ότι η κύρια πηγή του προβλήματος εντοπίζεται στα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης και στην παγκόσμια οικονομική ύφεση των τελευταίων πέντε ετών. Αυτό το επιχείρημα απόκτησε μεγαλύτερη ισχύ όταν άλλες χώρες, όπως η Πορτογαλία, η Ιρλανδία και η Κύπρος, υποχρεώθηκαν επίσης σε διεθνείς διασώσεις και οι αποδόσεις των ισπανικών και ιταλικών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν επίσης σε μη βιώσιμα επίπεδα. Μια απάντηση σε

αυτό το γρίφο εντοπίζεται μέσα στις ίδιες τις διαρθρωτικές αδυναμίες της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης. Η ζώνη του ευρώ δεν πληροί τα κριτήρια της θεωρίας των βέλτιστων νομισματικών περιοχών.¹ Το πρόβλημα επιδεινώνεται περαιτέρω από τις διαφορετικές πορείες που ακολουθούν το κόστος εργασίας και ο πληθωρισμός στις διάφορες χώρες της νομισματικής ένωσης.

Σύμφωνα με αυτή την εξήγηση, οι χώρες με υψηλή παραγωγικότητα έχουν αποκτήσει ένα μόνιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των χωρών με χαμηλή παραγωγικότητα, το οποίο μεταφράζεται σε «ημι-διαρθρωτικά» εξωτερικά ελλείμματα για τις χώρες με χαμηλή παραγωγικότητα. Οι ανισοροπίες αυτές μεταφράζονται σε ένα «ημι-δομικό» εξωτερικό έλλειμμα του εξωτερικού για τις χώρες με χαμηλή παραγωγικότητα. Η απλή λογιστική υπαγορεύει ότι αυτό έλλειμμα θα πρέπει να ταυτίζεται με έλλειμμα στον εγχώριο τομέα, είτε από τον κρατικό είτε από τον ιδιωτικό τομέα. Από την άποψη αυτή, η συσσώρευση του ελληνικού κρατικού χρέους (ή οι φούσκες στον ιδιωτικό τομέα στην Ιρλανδία και την Ισπανία) θα μπορούσε να θεωρηθεί ως το αποτέλεσμα, όχι η αιτία της ανισοροπίας.

Οι δύο αντίθετες απόψεις για τη σχέση μεταξύ δημοσιονομικών και εξωτερικών ελλειμμάτων υπαγορεύουν διαφορετικά είδη πολιτικής για την επίλυση της ελληνικής και της ευρωπαϊκής κρίσης. Η μια άποψη προτείνει ως διέξοδο την λιτότητα, αλλά και τη θεραπεία των διαφόρων εγχώριων «ακαμψιών». Η άλλη άποψη υπογραμμίζει την ανάγκη για περαιτέρω διαδικασίες χρηματοοικονομικής, δημοσιονομικής και πολιτικής ενοποίησης, καθώς και συντονισμού, με επίκεντρο κυρίως τις συγκεκριμένες εξωτερικές ανισοροπίες (ή την πλήρη αποσύνθεση με την έξοδο από το ευρώ).

Η εξέταση των στοιχείων και η οικονομική ιστορία της Ελλάδας των τελευταίων τριών δεκαετιών μάς οδηγεί στη διατύπωση της υπόθεσης ότι η κατεύθυνση της αιτιότητας για την περίοδο 1980–1994 ήταν από το εξωτερικό έλλειμμα προς το δημόσιο έλλειμμα. Ωστόσο, από το 1995, λόγω της ευρωπαϊκής νομισματικής ενοποίησης, της υιοθέτησης της (λεγόμενης) πολιτικής της σκληρής δραχμής και κατόπιν της υιοθέτησης του κοινού νομίσματος, η κατεύθυνση της αιτιότητας έχει αντιστραφεί. Έχουμε ελέγξει αυτή την υπόθεση με μια σειρά από οικονομετρικές τεχνικές. Συγκεκριμένα, τόσο ο έλεγχος αιτιότητας κατά Granger όσο και η ανάλυση με τη χρήση του υποδείγματος VAR επαληθεύουν αυτή την αλλαγή στην κατεύθυνση της αιτιότητας.

Η εργασία είναι οργανωμένη ως εξής. Στην αμέσως επόμενη ενότητα περιγράφουμε τα θεωρητικά θεμέλια της σχέσης μεταξύ των ελλειμμάτων στους τρεις θεσμικούς τομείς, που είναι ο δημόσιος τομέας, ο ιδιωτικός τομέας και ο εξωτερικός τομέας. Εξηγούμε πώς οι διαφορετικές θεωρίες υποδεικνύουν διαφορετικές κατευθύνσεις της αιτιότητας και διαφορετικούς διαύλους μετάδοσης. Στην ενότητα 3 εξετάζουμε την εξέλιξη του ελληνικού δημόσιου χρέους σε σχέση με άλλους βασικούς μακροοικονομικούς δείκτες και εξηγούμε πώς πιστεύουμε ότι σχετίζονται μεταξύ τους. Στην ενότητα 4 αναπτύσσουμε την υπόθεση ότι η αιτιώδης σχέση μεταξύ εξωτερικού και κρατικού ελλείμματος αλλάζει κατεύθυνση από τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Κάνουμε μια σύντομη επισκόπηση της οικονομικής ιστορίας αυτής της περιόδου και των παραγόντων που μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η θεωρητική μας υπόθεση είναι έγκυρη. Στην ενότητα 5 ελέγχουμε την υπόθεσή μας με στατιστικές μεθόδους. Η εργασία ολοκληρώνεται με την ενότητα 6.

2. Η σχέση μεταξύ εξωτερικών και κρατικών ελλειμμάτων

2.1. Λογιστική και *closures*

Η λογιστική συνεπάγεται ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, *CAB*, οριζόμενο ως το άθροισμα του εμπορικού ισοζυγίου, *X-M*, και του καθαρού ποσού του εισοδήματος, *NY*, και των τρεχουσών μεταβιβάσεων από το εξωτερικό, *NCT*, ισούται (λόγω εθνικολογιστικής ταυτότητας) με τη διαφορά μεταξύ της ακαθάριστης εγχώριας αποταμίευσης *S* και της επένδυσης *I*, ή, γενικότερα, με τη διαφορά μεταξύ του ακαθάριστου εθνικού διαθέσιμου εισοδήματος και των δαπανών για αγαθά και υπηρεσίες από την

¹ Βλέπε Mundell (1961), Kenen (1969). Ο Krugman (2012) εξετάζει τη θεωρία σε σχέση με την τρέχουσα κρίση στην Ευρώπη. Ο De Grauwe (2012) προσφέρει μια περίληψη της συζήτησης στο *the Economics of [a] Monetary Union*.

κατοίκους μιας χώρας. Με άλλα λόγια, ο μόνος δυνατός τρόπος για να επιτευχθεί βελτίωση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μιας χώρας είναι μέσω της αύξησης του εθνικού εισοδήματος, που δεν συνοδεύεται από αντίστοιχη αύξηση στην εγχώρια απορρόφηση (που ορίζεται ως το άθροισμα της κατανάλωσης, των επενδύσεων και των κρατικών δαπανών). Ως εκ τούτου,

$$CAB = X - M + NY + NCT = S - I \quad (1)$$

Εναλλακτικά, όπως διατυπώθηκε από τους Godley και Cripps (1983) και Steindl (1990), το άθροισμα των καθαρών ροών δανεισμού, οριζόμενο ως η διαφορά μεταξύ των δαπανών και του ακαθάριστου διαθέσιμου εισοδήματος του ιδιωτικού τομέα, του κρατικού τομέα και του εξωτερικού τομέα, πρέπει να είναι ίσο με το μηδέν, έτσι ώστε το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ή ο καθαρός δανεισμός προς τον υπόλοιπο κόσμο) να μπορεί να εκφραστεί ως το άθροισμα του ιδιωτικού και του δημοσίου καθαρού δανεισμού, που συμβολίζεται ως *NBP* και *NBG*, αντίστοιχα:

$$-CAB = NB_P + NB_G \quad (2)$$

Διαφορετικά *closures*² έχουν εφαρμοστεί σε αυτές τις λογιστικές στην οικονομική βιβλιογραφία, το καθένα εκ των οποίων περιλαμβάνει το δικό του σύνολο αιτιωδών διαύλων και μηχανισμών προσαρμογής που αφορούν τις εν λόγω μεταβλητές. Ειδικότερα, οι θεωρητικές προσεγγίσεις που βασίζονται στη θεωρία των δανειακών κεφαλαίων υποστηρίζουν την ιδέα ότι οποιαδήποτε αρχική ανισορροπία μεταξύ εγχώριας αποταμίευσης και επένδυσης θα πρέπει να καταλήγει σε καθαρές χρηματοοικονομικές ροές. Με άλλα λόγια, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, όπως διατυπώνεται στην εξίσωση (1) από την πλεονάζουσα επένδυση έναντι των εγχώριας αποταμίευσης, θα ωθήσει προς τα πάνω τα επιτόκια στην αγορά των δανειακών κεφαλαίων, πράγμα που θα συμβάλει στην προσέλκυση ξένων αποταμιεύσεων για τη χρηματοδότηση του αρχικού ελλείμματος. Όσον αφορά την εξίσωση (2), η ιδέα αυτή μπορεί εύκολα να μεταφραστεί στο επιχείρημα ότι ένα θετικό σοκ στο κρατικό έλλειμμα μπορεί να δημιουργήσει υπερβάλλουσα εγχώρια δαπάνη έναντι του διαθέσιμου εισοδήματος, ωθώντας επίσης προς τα πάνω τα επιτόκια και προσελκύοντας ξένα κεφάλαια. Η εισροή ξένων κεφαλαίων θα οδηγήσει με τη σειρά του σε ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, προκαλώντας επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου. Ακριβώς αυτή η αιτιώδης δομή είναι που βρίσκεται πίσω από την πρώτη έκδοση της λεγόμενης υπόθεσης των «διδύμων ελλειμμάτων», όπως διατυπώθηκε από τον Volcker (1984) και τον Abell (1990) στο πλαίσιο των δημοσιονομικών ανισορροπιών και των ανισορροπιών στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των Ηνωμένων Πολιτειών στη δεκαετία του 1980.

Εκτός από τις αντιδράσεις των επιτοκίων στην αγορά δανειακών κεφαλαίων και την αύξηση των καθαρών κεφαλαιακών ροών, που βρίσκονται στο επίκεντρο του μοντέλου Mundell-Fleming, τα θεωρητικά επιχειρήματα υπέρ των «διδύμων ελλειμμάτων» βασίζονται μερικές φορές στις μεταβολές των σχετικών τιμών. Σύμφωνα με αυτό το κανάλι μετάδοσης, μια δημοσιονομική επέκταση θα αυξήσει την εγχώρια ζήτηση σε σχέση με την παραγωγή, με θετική επίδραση στις εγχώριες τιμές. Η επακόλουθη πραγματική ανατίμηση στα εγχώρια προϊόντα σε σχέση με τα ξένα αγαθά θα παραγκωνίσει τις καθαρές εξαγωγές, με την προϋπόθεση ότι πληρούνται οι όροι της συνθήκης Marshall-Lerner.³ Η επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών θα μπορούσε να είναι ακόμη μεγαλύτερη αν λάβει κανείς υπόψη και τη διαρροή της αρχικής αύξησης στη εγχώρια ζήτηση προϊόντων από το εξωτερικό, μέσω των εισαγωγών, ή ασθενέστερη αν οι ιδιωτικές επενδύσεις παραγκωνιστούν εν μέρει από την αύξηση των επιτοκίων. Στο πλαίσιο αυτό, ορισμένοι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η εξωτερική επίδραση είναι μεγαλύτερη από την αύξηση των δαπανών από ό, τι για τις φορολογικές περικοπές.

² Ο όρος *closures* έχει επινοηθεί από τους Taylor and Lysy (1979) για να προσδιορίζει το σύνολο των μεταβλητών που θεωρούνται ενδογενείς και εξωγενείς και τις διαφορετικές αιτιότητες που μπορούν να δηλωθούν σε ένα σύνολο περιορισμών ή απλών οικονομικών σχέσεων.

³ Ο μηχανισμός τιμών μπορεί να θεωρηθεί ως η εφαρμογή του μηχανισμού αναγκαστικής αποταμίευσης σε μια ανοικτή οικονομία.

Η παραδοσιακή συζήτηση για την ύπαρξη των «διδύμων ελλειμμάτων» αντιτίθεται στον προαναφερθέν μηχανισμό, που ορισμένοι συγγραφείς (κακώς) αποκαλούν η «κεύνσιανή άποψη» προς μια διαχρονική «ρικαρντιανή άποψη» της καταναλωτικής συμπεριφοράς. Για την «ρικαρντιανή άποψη», με το επιτόκιο και την προσφορά εργασίας σταθερά, τα νοικοκυριά που στοχεύουν στην βελτιστοποίηση αντιδρούν σε κάθε μόνιμη αύξηση των κρατικών δαπανών με τη μείωση της κατανάλωσης στην ίδια ακριβώς ποσότητα. Όπως και στην ρικαρδιανή αρχή της ισοδυναμίας που αναφέρεται στον Barro (1974), η ιδέα είναι ότι οι καταναλωτές γνωρίζουν σε αυτή την περίπτωση ότι αυτοί είναι που θα επωμιστούν το βάρος της αύξησης των δημόσιων δαπανών στο μέλλον, και έτσι μειώνουν το επίπεδο αποταμίευσης αναλόγως. Είναι σαφές ότι δεν παρατηρείται σε αυτή την περίπτωση καμία εξωτερική επίδραση ενός υψηλότερου δημοσιονομικού ελλείμματος, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με την υπόθεση των «διδύμων ελλειμμάτων».

Ωστόσο, στο ίδιο πλαίσιο βελτιστοποίησης, εάν η αύξηση των κρατικών δαπανών θεωρηθεί παροδική, μπορεί να μην υπάρξει αντίδραση στην ιδιωτική αποταμίευση, με αποτέλεσμα το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών να μειωθεί σχεδόν ένα προς ένα. Αυτό το είδος αιτιολόγησης για την ύπαρξη των «διδύμων ελλειμμάτων» μπορεί να θεωρηθεί ως μια πιο αδύναμη εκδοχή της υπόθεσης μόνιμου εισοδήματος. Με άλλα λόγια, η ιδέα είναι ότι, ως αντίδραση στο αυξανόμενο κρατικό έλλειμμα, η τρέχουσα κατανάλωση μπορεί να πέσει, αλλά λιγότερο από ένα προς ένα, αφού το μόνιμο εισόδημα θεωρείται ότι προσαρμόζεται μόνο από τη μόνιμη αύξηση των φόρων που απαιτούνται για την ικανοποίηση της φερεγγυότητας του Δημοσίου. Η χώρα δανείζεται από το εξωτερικό για να κλείσει το κενό στην εθνική αποταμίευση, η οποία μετατρέπεται σε έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ο μηχανισμός αυτός είναι η βάση της άποψης για τη λεγόμενη μικρή ανοικτή οικονομία, γεγονός που υποδηλώνει ότι τα ελλείμματα στον προϋπολογισμό μειώνουν την εθνική αποταμίευση, αλλά οι εισροές διεθνών κεφαλαίων χρηματοδοτούν τη συνολική μείωση. Τα ελλείμματα στον προϋπολογισμό, σε αυτή την περίπτωση, θα αυξήσουν τον δανεισμό από το εξωτερικό και συνεπώς θα μειώσουν τη μείωση το μελλοντικό εθνικό εισόδημα, αλλά δεν θα επηρεάσουν τα επιτόκια ή τη μελλοντική εγχώρια παραγωγή.

Η ιδέα αυτή επικρίθηκε αργότερα από τα μακροοικονομικά μοντέλα της ανοικτής οικονομίας των Obstfeld and Rogoff (1995) και των Betts και Devereux (2000), στα οποία οι μόνιμες αυξήσεις των κρατικών δαπανών μπορεί να σχετίζονται με τη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Σε αυτά τα μοντέλα, κατά τη διάρκεια ενός δημοσιονομικού σοκ, όσο πιο κλειστή είναι η οικονομία τόσο μεγαλύτερη είναι η επίδραση του παραγκωνισμού των κρατικών δαπανών στις επενδύσεις και τόσο μικρότερη η επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου. Το επιχειρήμα αυτό οδήγησε στη διαμόρφωση της υπόθεσης της «δίδυμης απόκλισης».

Όλες αυτές οι απόψεις βρίσκονται σε αντίθεση με αυτές του Steindl (1990), ο οποίος, με την αποδοχή των αυτόνομων συνιστωσών της πραγματικής ζήτησης (επενδύσεις από επιχειρήσεις και νοικοκυριά, εξαγωγές και κρατικές δαπάνες) ως προκαθορισμένους παράγοντες, υποστηρίζει ότι τόσο ο εξωτερικός όσο και ο δημόσιος τομέας δρουν ως σταθεροποιητές στη συμπεριφορά του ιδιωτικού τομέα. Η αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων θα οδηγήσει σε αύξηση του ΑΕΠ, το οποίο απορροφάται από μεγαλύτερες διαρροές στον δημόσιο και εξωτερικό τομέα (με τη μορφή της αύξησης των φορολογικών εσόδων και των εισαγωγών). Ο ίδιος μηχανισμός σταθεροποίησης θα τεθεί σε λειτουργία όταν μειωθούν οι επενδύσεις: η επακόλουθη υποχώρηση του ΑΕΠ θα μετατραπεί σε πλεονάσματα του δημοσίου και του εξωτερικού τομέα (καθώς θα μειωθούν οι εισαγωγές και οι φόροι).

Το closure του Steindl (1990) είναι συμβατό με την προσέγγιση της απορρόφησης που χρησιμοποιείται στα λεγόμενα «μοντέλα των κενών», στα οποία το είδος του μηχανισμού προσαρμογής στην εξίσωση (2) εξαρτάται από ποιο από τα τρία κενά—συναλλαγματική ισοτιμία, αποταμιεύσεις και δημοσιονομικό—είναι δεσμευτικό.⁴ Στο πλαίσιο αυτό, συχνά θεωρείται ότι στις μικρές, ανοικτές αναπτυσσόμενες οικονομίες, το εθνικό εισόδημα είναι αυτό που προσαρμόζεται προκειμένου να διατηρηθούν σε ισορροπία η εγχώρια απορρόφηση και το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ή σε επίπεδο που μπορούν να χρηματοδοτηθούν από ένα εξωγενώς καθοριζόμενο ποσοστό ροών καθαρού διαθέσιμου κεφαλαίου. Σε αυτή την περίπτωση, είναι σαφές ότι η αφθονία των εισροών κεφαλαίου θα έδινε την δυνατότητα για

⁴ Για επισκόπηση των μοντέλων των κενών, βλέπε Taylor (1994).

υψηλότερα επίπεδα εγχώριων δαπανών, ιδίως κρατικές, και επομένως για ένα υψηλότερο επίπεδο ΑΕΠ, όπως θα συζητηθεί αργότερα σε σχέση με το ελληνικό πλαίσιο. Το επιχείρημα αυτό αναπτύσσεται περαιτέρω στη βιβλιογραφία με βάση τους περιορισμούς του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην ανάπτυξη (βλ. για παράδειγμα Thirlwall και Hussain [1982]).

Εκτός από την διεκπεραίωσή της μέσα από τις διακυμάνσεις του ΑΕΠ και των αυτόματων σταθεροποιητών, η κατεύθυνση της αιτιότητας μπορεί να είναι από την μεριά του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού ως αποτέλεσμα της ενεργούς πολιτικής. Πρώτον, όπως τονίζεται από τον Summers (1988), οι κυβερνήσεις σε ορισμένες χώρες έχουν χρησιμοποιήσει την πολιτική του προϋπολογισμού για εξωτερική προσαρμογή γύρω από αυτό που ο συγγραφέας αποκαλεί «στόχευση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών». Δεύτερον, κάτι που φαίνεται να είναι περισσότερο σχετικό με την ελληνική περίπτωση, όταν η εξωτερική χρηματοδότηση ήταν διαθέσιμη, οι χαρακτες πολιτικής μπορεί να ανταποκρίθηκαν με την αύξηση των κρατικών δαπανών στις «εγχώριες δυσκολίες» που προήρθαν από το εμπορικό ισοζύγιο ως έναν τρόπο για να αποφευχθεί η ύφεση (για την ερμηνεία αυτή, βλ., Abell (1990)). Με άλλα λόγια, στο συγκεκριμένο πλαίσιο, η κυβέρνηση έχει ως στόχο τη διατήρηση του επιπέδου του ΑΕΠ ή του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας όταν υπάρχει επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου, επιδιώκοντας ενεργά την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική για το σκοπό αυτό. Όπως θα περιγράψουμε στην επόμενη ενότητα, αυτό το είδος πολιτικής για τη σταθεροποίηση μπορεί να διευκολυνθεί από τη διαθεσιμότητα των εισροών κεφαλαίων και το χαμηλό κόστος δανεισμού.

Στην πραγματικότητα, ακόμα κι αν έχει ως βάση αφετηρίας το θεωρητικό πλαίσιο των δανειακών κεφαλαίων, το Εγχειρίδιο Ισοζυγίου Πληρωμών του ΔΝΤ (1999) αναφέρει ότι όποτε η αύξηση του επιτοκίου στον απόηχο των πλεοναζουσών εγχώριων δαπανών είναι ανεπαρκής για να προσελκύσει τις απαραίτητες ροές κεφαλαίου για τη χρηματοδότησή του, υπάρχουν τρεις διαθέσιμες επιλογές για την προσαρμογή του ισοζυγίου πληρωμών για την εν λόγω κυβέρνηση:

1. Χρήση των συναλλαγματικών διαθεσίμων για τη χρηματοδότηση του ισοζυγίου πληρωμών (η επιλογή αυτή περιορίζεται από το ποσό των αποθεμάτων που υπάρχουν στη χώρα)
2. Πολιτικές ενέργειες για την προσέλκυση ιδιωτικών κεφαλαίων
3. Άλλα μέτρα προσαρμογής από την κυβέρνηση, όπως οι συσταλτικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές, οι οποίες θα χρησιμεύσουν για την εξάλειψη του πλεονάσματος των επενδύσεων έναντι των αποταμιεύσεων ή την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Αντίθετα, αν το επίπεδο των ξένων αποταμιεύσεων είναι περισσότερο από επαρκές για να αντισταθμιστεί το αρχικό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της χώρας, θα υπάρξει συνολική πλεονάζουσα αποταμίευση (εγχώρια και ξένα) σε σχέση με τις επενδύσεις, ωθώντας προς τα κάτω το επιτόκιο και αυξάνοντας τα συστατικά της εγχώριας δαπάνης που επηρεάζονται από τα επίπεδα των επιτοκίων, αλλά και επεκτείνοντας το πεδίο για την εφαρμογή επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για σταθεροποιητικούς σκοπούς.

Με λίγα λόγια, η οικονομική θεωρία παρέχει διαφορετικά κανάλια αιτιότητας μεταξύ του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Από τη μία πλευρά, εάν το δημοσιονομικό έλλειμμα θεωρηθεί ως μια εξωγενής μεταβλητή, μπορεί να κατευθύνει το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών με έναν από τους εξής δύο τρόπους: (α) με τη δημιουργία πλεονάζουσας (ή ανεπαρκούς) εγχώριας αποταμίευσης, τόσο άμεσα όσο και/ή μέσω μεταβολών στην ιδιωτική δαπάνη, πράγμα που θα μπορούσε να προκαλέσει αντίδραση στα επιτόκια και κινήσεις στις ξένες αποταμιεύσεις, ή (β) με τη δημιουργία πιέσεων επί των τιμών και επί της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, μειώνοντας ως εκ τούτου τις καθαρές εξαγωγές. Από την άλλη πλευρά, εάν το εξωτερικό έλλειμμα θεωρηθεί ως εξωγενές ή διαρθρωτικό, η προσαρμοζόμενη μεταβλητή μπορεί να είναι το δημοσιονομικό έλλειμμα. Κι αυτό μπορεί να γίνει μέσα από δύο διαφορετικά κανάλια. Πρώτον, εάν ληφθούν υπόψη οι αυτόματοι σταθεροποιητές και υποθέσουμε ότι λειτουργεί η αρχή της αποτελεσματικής ζήτησης, τα

φορολογικά έσοδα και ορισμένα στοιχεία των δημοσίων δαπανών μπορεί να ανταποκριθούν στο επίπεδο του ΑΕΠ και των άλλων συστατικών του, συμπεριλαμβανομένου του εμπορικού ισοζυγίου. Δεύτερον, η αιτιότητα προς την αντίστροφη κατεύθυνση μεταξύ των δύο ελλειμμάτων μπορεί επίσης να προκύψει από αποφάσεις πολιτικής. Συγκεκριμένα, η κυβέρνηση μπορεί να ασκήσει επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, έτσι ώστε να αποφευχθεί η μείωση του ΑΕΠ όταν επιδεινώνεται το εμπορικό ισοζύγιο. Τέλος, είναι σαφές ότι η προσαρμογή του δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για σταθεροποιητικούς λόγους είναι εφικτή μόνο όταν υπάρχει επαρκής εισροή ξένων κεφαλαίων και η κυβέρνηση μπορεί να δανειστεί με σχετικά χαμηλό επιτόκιο.

2.2. Τα εμπειρικά στοιχεία

Οι περισσότερες μελέτες που αφορούν τη σχέση μεταξύ δημοσιονομικών και εξωτερικών ελλειμμάτων έχουν αναζητήσει τον εντοπισμό μιας μονόδρομης αιτιακής σχέσης με κατεύθυνση από το έλλειμμα του προϋπολογισμού προς το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ και άλλων χωρών, τόσο άμεσα όσο και μέσω άλλων μεταβλητών. Η καθοδηγητική μελέτη που προσφέρει στήριξη στην «Κεϋνσιανή άποψη» ως εξήγηση για τα «δίδυμα ελλείμματα» στις Ηνωμένες Πολιτείες στη δεκαετία του 1980 είναι αυτή του Abell (1990), η οποία δείχνει με τη βοήθεια ενός υποδείγματος VAR ότι η αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος οδηγεί σε ανατίμηση του νομίσματος (μέσω της σύνδεσης με τα επιτόκια) και ως εκ τούτου σε περαιτέρω επιδείνωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου. Πιο πρόσφατα, ο Salvatore (2006) έχει προσκομίσει αποδεικτικά στοιχεία της άμεσης (με χρονική καθυστέρηση) σχέσης μεταξύ των ελλειμμάτων κρατικού προϋπολογισμού και των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για όλες τις χώρες των G-7 κατά τις τρεις τελευταίες δεκαετίες.

Πρόσφατες μελέτες έχουν επίσης εντοπίσει εμπειρικά στοιχεία εναντίον της υπόθεσης των «διδύμων ελλειμμάτων». Οι Erceg et al. (2005) βρίσκουν ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα έχει σχετικά μικρή επίδραση στο εμπορικό ισοζύγιο των Ηνωμένων Πολιτειών: η αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ προκαλεί επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου κατά 0,2 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ ή και ακόμη μικρότερη. Όπως τονίζεται στη μελέτη των Barbosa-Filho et al. (2008), υπήρξε από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 μια ισχυρή συσχέτιση στις τάσεις του δανεισμού των νοικοκυριών και του ξένου καθαρού δανεισμού (το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών) στις ΗΠΑ. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι αυτά ήταν τα πραγματικά «δίδυμα» στην οικονομία των ΗΠΑ, με το δημοσιονομικό έλλειμμα να ενεργεί ως κατάλοιπο.

Όπως τονίζεται στη μελέτη των Corsetti και Muller (2005), οι εμπειρικές εκτιμήσεις της υπόθεσης των «διδύμων ελλειμμάτων» είναι συχνά προκατειλημμένες από την κυκλική συνιστώσα τόσο του δημοσιονομικού όσο και του εμπορικού ελλείμματος: η έξαρση της οικονομικής δραστηριότητας θα βελτιώσει συνήθως τις δημοσιονομικές προοπτικές (μέσω αυτόματων σταθεροποιητών), ενώ θα επιδεινώσει τις καθαρές εξαγωγές λόγω της αύξησης της ζήτησης για εισαγωγές, πράγμα που θα μπορούσε να οδηγήσει σε μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο. Οι Kim και Roubini (2008) έχουν εξετάσει τα VAR μοντέλα που λαμβάνουν υπόψη την κυκλική συνιστώσα του δημοσιονομικού και του εμπορικού ελλείμματος με το να ελέγχουν τις αλλαγές στο ΑΕΠ και συμπεραίνουν ότι το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού έχει σε γενικές γραμμές βελτιώσει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και οδηγεί σε υποτίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας στις ΗΠΑ, εξηγώντας έτσι το φαινόμενο της «δίδυμης απόκλισης». Οι Corsetti και Muller (2005) επεκτείνουν τις εκτιμήσεις των VAR μοντέλων σε τέσσερις χώρες και υποστηρίζουν ότι στις ΗΠΑ και την Αυστραλία, χώρες που είναι σχετικά λιγότερο ανοικτές στο εμπόριο από τον Καναδά και το Ηνωμένο Βασίλειο, η εξωτερική επίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής είναι αρκετά περιορισμένη κυρίως λόγω της μείωσης στις εγχώριες ιδιωτικές επενδύσεις που εμφανίζονται με την διόγκωση των ελλειμμάτων.

Η εμπειρική μελέτη στην παρούσα εργασία έχει ως στόχο να απαντήσει σε ένα διαφορετικό ερώτημα, που αφορά την κύρια κατεύθυνση της αιτιότητας στη σχέση μεταξύ του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στην ελληνική οικονομία από το 1980. Δεδομένου ότι ένας από τους δύο πιθανούς μηχανισμούς για την αντίστροφη αιτιότητα που αναφέρθηκαν στην τελευταία υποενότητα εξαρτάται ακριβώς από τις κυκλικές συνιστώσες των κρατικών εσόδων και δαπανών, οι αυτόματοι σταθεροποιητές δεν εξαιρούνται από την ανάλυση.

Κινούμενη στο ίδιο πλαίσιο, η μελέτη του Vamvoukas (1999) εξετάζει την τριμεταβλητή αιτιότητα για το εμπορικό ισοζύγιο, το δημοσιονομικό έλλειμμα και είτε την πραγματική παραγωγή είτε το ποσοστό του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το 1948 έως το 1994 και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι υπήρχε κατά κύριο λόγο μια μονόδρομη αιτιότητα από την κατεύθυνση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού προς το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου τόσο μακροπρόθεσμα όσο και βραχυπρόθεσμα κατά διάρκεια αυτής της περιόδου. Ωστόσο, η πιο πρόσφατη μελέτη των Baharumshah et al. (2006) εντόπισε μια αμφίδρομη σχέση αιτιότητας για τη συντριπτική πλειοψηφία των χωρών στο δείγμα τους. Η εξαίρεση στη μελέτη τους είναι η Ινδονησία, όπου η μόνη κατεύθυνση της αιτιότητας φαίνεται να είναι από το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προς το δημοσιονομικό έλλειμμα, κάτι που οι συγγραφείς ερμηνεύουν ως απόδειξη «στόχευσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών» από την κυβέρνηση. Στο πλαίσιο αυτό, η πιθανότητα ότι ο κυρίαρχος δίαυλος της αιτιότητας μεταξύ των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και των εμπορικών ελλειμμάτων έχει αντιστραφεί στην Ελλάδα μετά το 1995 αναλύεται ιστορικά και εμπειρικά στις ακόλουθες ενότητες.

3. Το ελληνικό δημόσιο χρέος από μια ιστορική σκοπιά

3.1. (Περισσότερες) εθνικολογιστικές ταυτότητες

Μπορούμε να ξεκινήσουμε τη συζήτηση για την πορεία του δημοσίου χρέους και των ελλειμμάτων με ορισμένες βασικές εθνικολογιστικές ταυτότητες που συνδέουν τη συσσώρευση του χρέους με το έλλειμμα, τον ρυθμό ανάπτυξης και το επίπεδο του πληθωρισμού.

Εξ ορισμού, για κάθε περίοδο t το δημόσιο χρέος ισούται με το χρέος της προηγούμενης περιόδου συν το έλλειμμα της τρέχουσας περιόδου. Πιο επίσημα

$$D_t = D_{t-1} + b_t \quad (3)$$

Όπου D αντιπροσωπεύει το δημόσιο χρέος και b το δημόσιο έλλειμμα. Ο δείκτης υποδηλώνει την περίοδο στην οποία αναφέρεται κάθε μεταβλητή. Η εξίσωση (3) μπορεί να ξαναγραφτεί ως

$$\Delta D_t = b_t \quad (4)$$

όπου Δ είναι ο φορέας διαφοράς (difference operator). Το δημοσιονομικό έλλειμμα ισούται με το πρωτογενές έλλειμμα και τις καθαρές πληρωμές για τόκους, τις πληρωμές της γενικής κυβέρνησης προς τους κατόχους του δημοσίου χρέους.

$$b_t = b_t^p + b_t^{nip} \quad (5)$$

όπου b^p είναι το πρωτογενές έλλειμμα και b^{nip} οι καθαρές πληρωμές για τόκους. Οι καθαρές πληρωμές για τόκους εξαρτώνται από το απόθεμα του χρέους των προηγούμενων ετών και το επιτόκιο που καταβάλλεται για την αποπληρωμή αυτού του χρέους. Ακριβέστερα

$$b_t^{nip} = j_t \times D_{t-1} \quad (6)$$

όπου j είναι το έμμεσο επιτόκιο, ένας σταθμισμένος μέσος όρος του επιτοκίου των κρατικών ομολόγων διαφορετικής διάρκειας.

Με το συνδυασμό των εξισώσεων (4), (5) και (6) έχουμε

$$\Delta D_t = b_t^p + b_t^{nip} = b_t^p + j_t \times D_{t-1} \quad (7)$$

Αντίστοιχα, η μεταβολή του χρέους προς το ΑΕΠ ισούται με

$$\Delta \left(\frac{D}{PY} \right)_t = [b_t^p + (j_t - g_t - \pi_t - \pi_t g_t) \times D_{t-1}] / P_t Y_t \quad (8)$$

όπου Y αντιπροσωπεύει το πραγματικό ΑΕΠ, P το επίπεδο των τιμών, g τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και π το ποσοστό του πληθωρισμού.

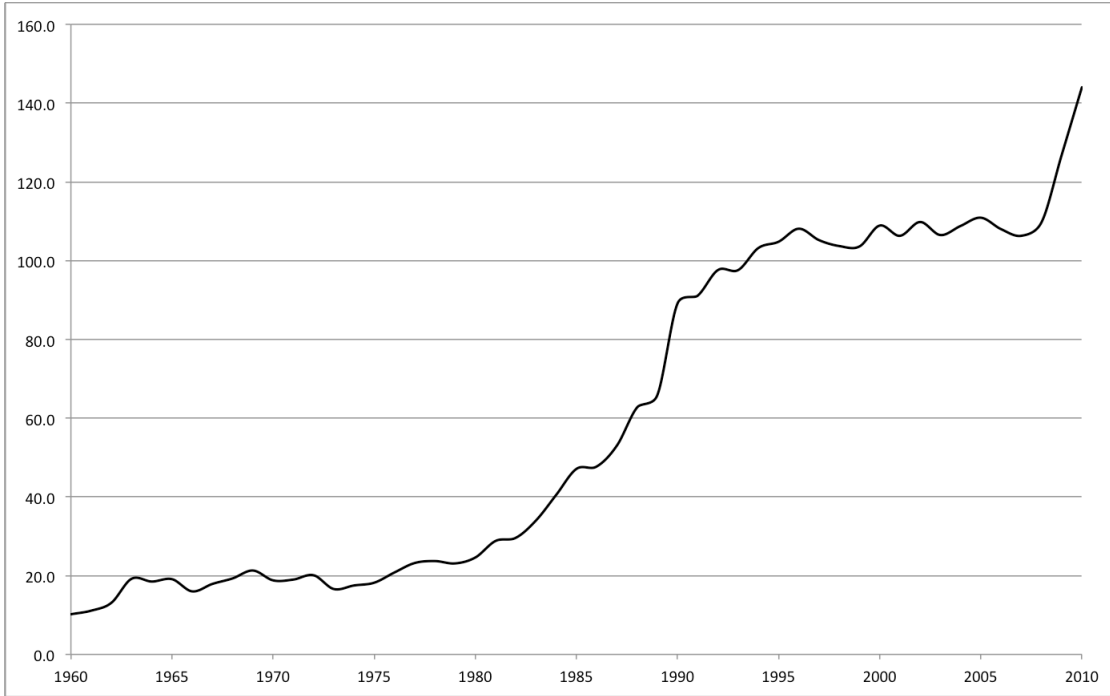
Η εξίσωση (8) δείχνει ότι (*ceteris paribus*), μια αύξηση του πρωτογενούς ελλείμματος και του επιτοκίου και μια μείωση του ρυθμού ανάπτυξης και του πληθωρισμού τείνουν να αυξάνουν το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ως εκ τούτου, η κατανόηση της συσσώρευσης του χρέους κανονικοποιημένο προς ΑΕΠ απαιτεί την ανάλυση της πορείας του πρωτογενούς ελλείμματος, του επιτοκίου και του ποσοστού ανάπτυξης και πληθωρισμού. Η ανάλυση αυτή ακολουθεί στη συνέχεια.

3.2. Χρέος και ανάπτυξη

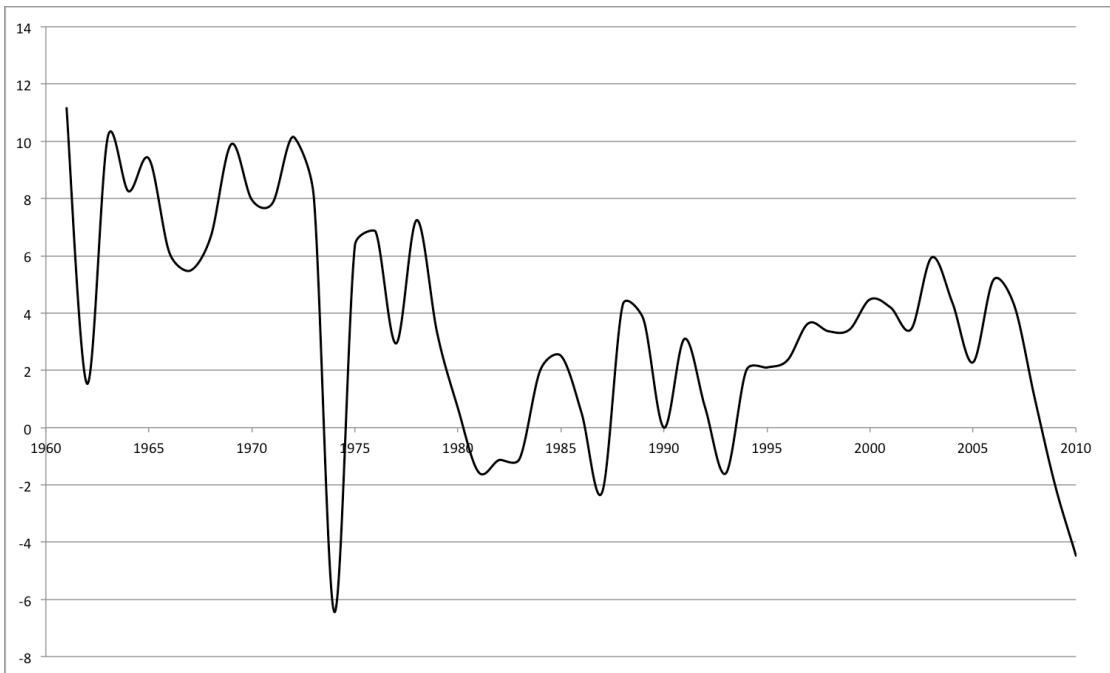
Το Σχήμα 1 εμφανίζει την αναλογία χρέους προς ΑΕΠ και τον ρυθμό ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας για την περίοδο 1960–2010.⁵ Το Σχήμα (1α) εμφανίζει την πορεία του ελληνικού χρέους για την ίδια περίοδο. Το 1960, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν περίπου 10%. Μεταξύ 1963 και 1973 το ποσοστό αυτό κυμαίνεται γύρω στο 20%. Το ελληνικό χρέος αρχίζει να αυξάνεται στα μέσα της δεκαετίας του 1970, με αυξανόμενο ρυθμό. Το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξάνεται από 16,6% το 1973 σε 97,6% το 1993. Ο ρυθμός αύξησης επιβραδύνεται το 1992 και η αναλογία χρέους προς ΑΕΠ σταματά να αυξάνεται το 1996 και σταθεροποιείται περίπου στο 107%. Σημειώνεται μια μικρή αύξηση το 2008 και η αναλογία εκτινάσσεται σε πρωτοφανή επίπεδα το 2009 και το 2010.

Το Σχήμα 1β δείχνει ότι η ελληνική οικονομία ακολουθεί τα πρότυπα ανάπτυξης των περισσότερων οικονομιών στον κόσμο. Η πρώτη δεκαετία, έως τα τέλη της δεκαετίας του 1960, χαρακτηρίζεται από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Αυτό το μοτίβο διακόπτεται στις αρχές του 1970. Στα τέλη της δεκαετίας του 1970 σημειώνονται και πάλι μερικά ετήσια ποσοστά χαμηλής ανάπτυξης. Η χρονική περίοδος μεταξύ 1980 και 1994 χαρακτηρίζεται από ένα σημαντικά χαμηλότερο μέσο ρυθμό ανάπτυξης σε σύγκριση με τις προηγούμενες δύο δεκαετίες. Στο τελευταίο ήμισυ της δεκαετίας του 1990 και τα πρώτα επτά χρόνια της δεκαετίας του 2000, η ελληνική οικονομία αναπτύσσεται με μέσο ρυθμό της τάξης του 4%. Ξεκινώντας το 2008, ο ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνεται. Το 2009 ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν αρνητικός (-2.04%) και το 2010 το ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 4,5%.

⁵ Οι πηγές για τα στοιχεία στην ενότητα 3 μπορούν να βρεθούν στο παράρτημα στο τέλος της εργασίας



(α) Αναλογία δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ

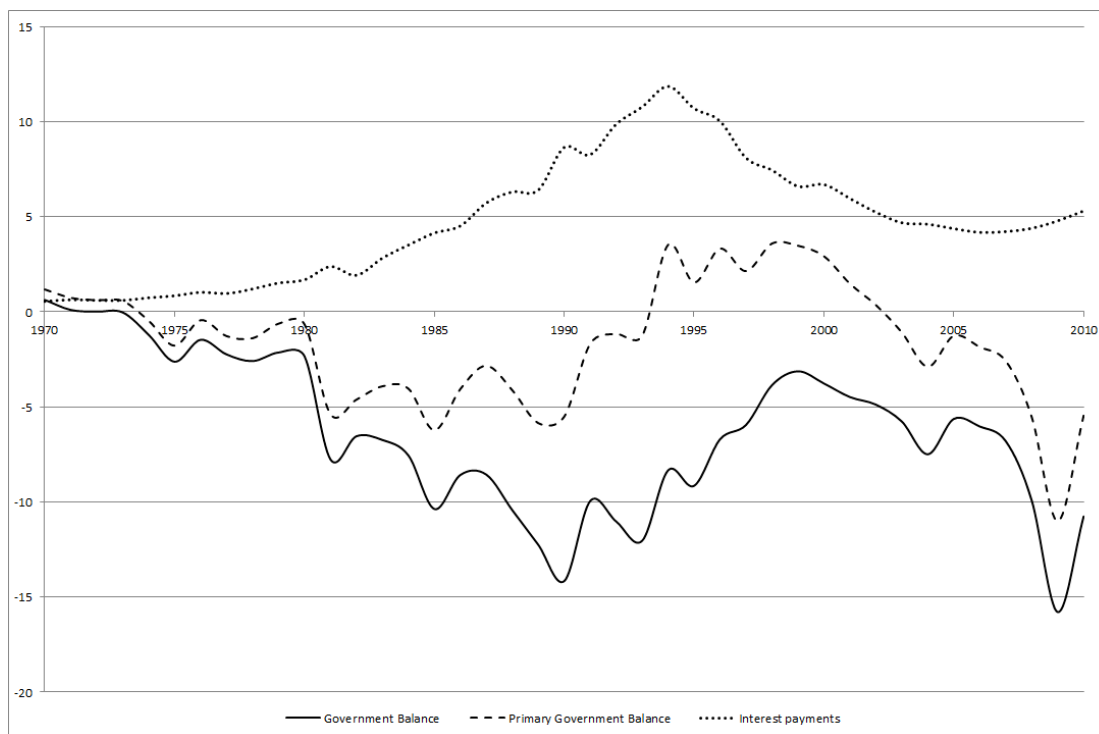


(β) Πραγματικό ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ

Σχήμα 1: Αναλογία χρέους προς ΑΕΠ και πραγματικό ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ (1960–2010)

3.3. Δημοσιονομικό έλλειμμα και ο διαχωρισμός του

Η δυναμική του ελληνικού δημοσίου χρέους μπορεί να γίνει περαιτέρω κατανοητή με τη βοήθεια του Σχήματος 2, το οποίο παρουσιάζει το δημοσιονομικό έλλειμμα και τον διαχωρισμό του σε πρωτογενές ισοζύγιο και πληρωμές τόκων για την περίοδο 1970–2010. Την δεκαετία του 1970, το έλλειμμα κυμαινόταν γύρω στο 2,3%. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, υπάρχει μια σταθερή αύξηση των καθαρών πληρωμών για τόκους, οι οποίες θα φθάσουν στο 1,7% το 1980. Το έλλειμμα κάνει άλμα προς τα πάνω το 1981, έτος εκλογών. Το συνολικό έλλειμμα αυξάνεται εκείνη τη χρονιά σχεδόν κατά 5,5%. Το πρωτογενές έλλειμμα ευθύνεται για σχεδόν το 5% αυτής της αύξησης. Το πρωτογενές έλλειμμα συνεχίζει να κινείται γύρω από το 4,5% για το υπόλοιπο της δεκαετίας. Ωστόσο, η επιβάρυνση των καθαρών πληρωμών για τόκους γίνεται όλο και πιο μεγάλη με αποτέλεσμα να αυξάνεται το συνολικό έλλειμμα. Η δεκαετία του 1990 είναι μια δεκαετία δημοσιονομικής εξυγίανσης. Το 1994 είναι η πρώτη χρονιά όπου εμφανίζεται πρωτογενές πλεόνασμα ύστερα από δύο και παραπάνω δεκαετίες. Το πρωτογενές ισοζύγιο παραμένει θετικό μέχρι το 2002. Το βάρος των καθαρών πληρωμών για τόκους συνέχισε να αυξάνεται μέχρι το 1995 και αποκλιμακώνεται μετά από το 1995, κυρίως λόγω της πτώσης των επιτοκίων. Οι υψηλές πληρωμές τόκων οδήγησαν σε δημοσιονομικά ελλείμματα άνω του 3% ακόμη και όταν το πρωτογενές πλεόνασμα ήταν περισσότερο από 3%. Στη δεκαετία του 2000 οι πληρωμές των τόκων σταθεροποιήθηκαν γύρω στο 4,5%. Ωστόσο, την ίδια στιγμή υπάρχει επιδείνωση του πρωτογενούς ισοζυγίου. Το 2003 είναι η πρώτη χρονιά μετά από δέκα χρόνια όπου εμφανίζεται πρωτογενές έλλειμμα, το οποίο αυξάνεται περαιτέρω το 2004—τη χρονιά των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας. Μετά από μια μικρή μείωση το 2005 και το 2006, το έλλειμμα καταρρέει μετά το 2007 και φθάνει στο 15,7% το 2009. Το 2010 είναι η πρώτη χρονιά του Μνημονίου με τη λεγόμενη «τρίοικα» (δηλαδή την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το ΔΝΤ) και την πολιτική λιτότητας.



Σχήμα 2: Διαχωρισμός του κρατικού ελλείμματος (1970–2010)

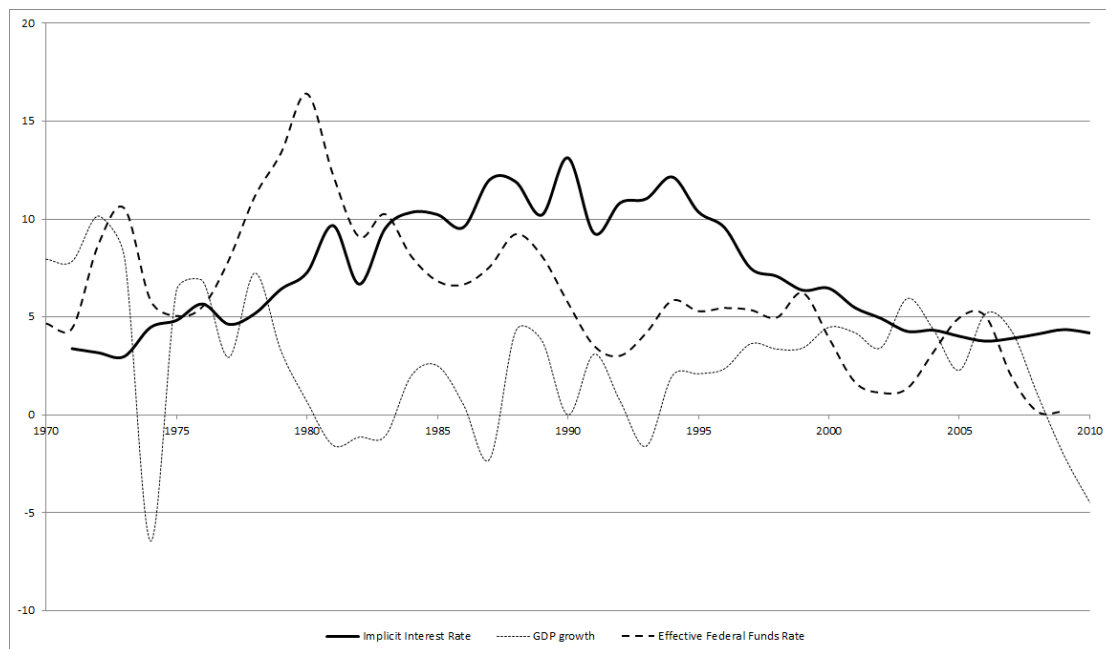
Ένα ενδιαφέρον χαρακτηριστικό της συμπεριφοράς του πρωτογενούς και του συνολικού ελλείμματος είναι ότι, κατά την περίοδο πριν από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, αυξάνεται τα χρόνια που διεξάγονται εκλογές. Το 1981, το 1985, το 1989 και το 1990 (υπήρξαν τρεις εκλογικές αναμετρήσεις σε αυτά τα δύο

χρόνια) και το 1993 είναι εκλογικές χρονιές. Μετά τις εκλογές του 1993 υπήρχαν δύο εκλογές (του 1996 και του 2000) χωρίς εμφανή αύξηση του ελλείμματος. Η αύξηση του ελλείμματος κατά τη διάρκεια εκλογικού έτους εμφανίζεται και πάλι το 2004 (αν και δεν είναι σαφές σε ποιο βαθμό οφείλεται η αύξηση στις δαπάνες για τους Ολυμπιακούς αγώνες την ίδια χρονιά) και την περίοδο μετά από αυτό.

Μια άλλη σημαντική διάσταση για την κατανόηση της πορείας του χρέους είναι το επιτόκιο, το οποίο η κυβέρνηση οφείλει να καταβάλει για την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους. Όπως δείξαμε στην εξίσωση (6), οι καθαρές κρατικές πληρωμές τόκων για κάθε έτος ισούνται με το συνολικό κρατικό χρέος του προηγούμενου έτους επί του έμμεσου επιτοκίου, το οποίο είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος της απόδοσης των κρατικών ομολόγων διαφορετικής διάρκειας .

Η εξίσωση (6) μπορεί να λυθεί ως προς το επιτόκιο και, επομένως, με την αξιοποίηση των στοιχείων που παρουσιάσαμε παραπάνω, μπορούμε να το υπολογίσουμε. Το Σχήμα 3 παρουσιάζει το επιτόκιο για την περίοδο 1970–2010, μαζί με το ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ και το επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ. Όπως μπορούμε να δούμε, το επιτόκιο αυξάνεται έως τις αρχές της δεκαετίας του 1990 και, μετά από μια περίοδο σταθερότητας στο πρώτο ήμισυ της δεκαετίας, μειώνεται λίγο κάτω από το 4% στη δεκαετία του 2000.

Ένα σημαντικό μέρος της συμπεριφοράς του εν λόγω επιτοκίου μπορεί να εξηγηθεί από τις συνθήκες που επικράτησαν στην παγκόσμια οικονομία και μπορεί να θεωρηθεί ως εξωγενής παράγοντας σε μια μικρή οικονομία όπως η Ελλάδα. Μια λεπτομερής ανάλυση του θέματος αυτού είναι περίπλοκη διαδικασία λόγω των προφανών ζητημάτων ενδογένειας που εμπλέκονται και είναι πέρα της εμβέλειας αυτής της εργασίας. Ωστόσο, είναι προφανές ότι η αύξηση του τεκμαρτού επιτοκίου μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1980 σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με τα υψηλά επιτόκια που ίσχυαν την περίοδο εκείνη λόγω της πολιτικής του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού των ΗΠΑ. Για παράδειγμα, αν και για τα χρόνια μέχρι το 1976 δεν υπάρχει αύξηση της αναλογίας χρέους προς ΑΕΠ, το επιτόκιο σχεδόν διπλασιάζεται.

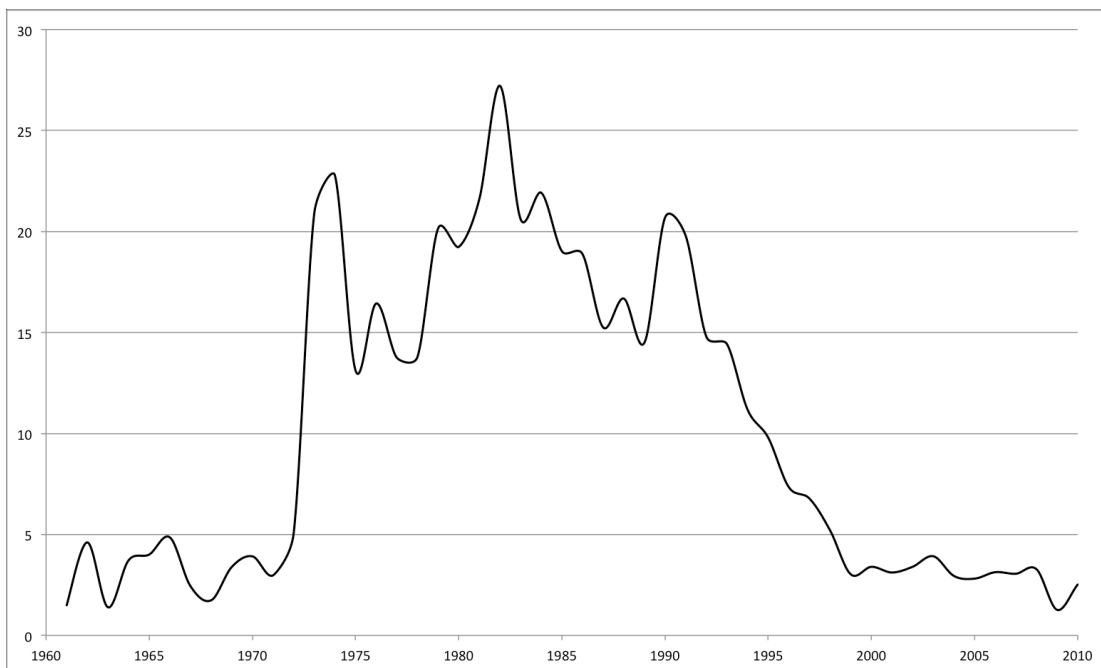


Σχήμα 3: Το ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ, το τεκμαρτό επιτόκιο και το τελικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (1970–2010)

Η εξέλιξη του συνολικού χρέους, όπως παρουσιάζεται στο Σχήμα 1α, μπορεί συνεπώς να γίνει κατανοητή μέσα από τη σύζηση για τα Σχήματα 2 και 3. Η μεταβολή του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ (σχήμα 1α) μπορεί να θεωρηθεί ως συνάρτηση του πρωτογενούς ελλείμματος ως ποσοστό του ΑΕΠ (σχήμα 2), των καθαρών πληρωμών για τόκους (σχήμα 2 και πάλι) και του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ (Σχήμα 1β). Ο όρος $jt-gt$ μπορεί να απεικονιστεί ως η απόσταση μεταξύ του τεκμαρτού επιτοκίου και των γραμμών στους ρυθμούς ανάπτυξης στις γραφικές παραστάσεις στο Σχήμα 3. Εκτός από την αύξηση στο κόστος δανεισμού, η παγκόσμια οικονομία βίωσε επιβράδυνση της ανάπτυξης μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1970. Στο βαθμό που αυτή η επιβράδυνση επηρέασε το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, η επιβράδυνση έπαιξε έναν παρόμοιο ρόλο με την αύξηση των επιτοκίων στην αύξηση του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά την περίοδο αυτή.

3.4. Πληθωρισμός

Το Σχήμα 4 παρουσιάζει την πορεία του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια των τελευταίων πέντε δεκαετιών. Ο πληθωρισμός βρίσκεται κάτω από το 5% κατά την πρώτη περίοδο του δείματός μας. Η ενεργειακή κρίση του 1973 εκτοξεύει τον πληθωρισμό στο 21% εκείνη τη χρονιά και σχεδόν στο 23% το επόμενο έτος. Η δεύτερη ενεργειακή κρίση του 1979 εκτοξεύει ξανά τον πληθωρισμό άνω του 20%. Ο πληθωρισμός σκαρφάλωσε το 1982 λίγο πάνω από το 27% και στη συνέχεια υποχωρεί αργά για το υπόλοιπο της δεκαετίας του 1980, καταλήγοντας στο 14,5% το 1989. Μετά από μια ανοδική πορεία το 1990, όπου ξεπερνά και πάλι το 20%, ακολουθεί μια δεκαετία ραγδαίας αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού. Το 1999 ο πληθωρισμός ανήλθε στο 3% και παρέμεινε στα ίδια περίπου επίπεδα για την επόμενη δεκαετία.



Σχήμα 4: Ποσοστό πληθωρισμού (αποπληθωριστής ΑΕΠ) για την περίοδο 1960–2010

Είναι σημαντικό να εξετάσουμε την πορεία του πληθωρισμού διότι με την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ ο χαμηλός πληθωρισμός γίνεται το επίκεντρο της οικονομικής πολιτικής στην Ευρώπη και την Ελλάδα. Σύμφωνα με το άρθρο 109j της Συνθήκης, το πρώτο κριτήριο που απαιτείται από ένα επίδοξο μέλος του κοινού νομίσματος είναι η «επίτευξη υψηλού βαθμού σταθερότητας τιμών· αυτό καταδεικνύεται από ένα ποσοστό πληθωρισμού του κράτους αυτού που προσεγγίζει το αντίστοιχο ποσοστό των τριών, το πολύ, κρατών μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών». Το κριτήριο αυτό προσδιορίζεται αναλυτικά στη συνέχεια ως «το μέσο ποσοστό πληθωρισμού, ... που δεν υπερβαίνει εκείνο

των τριών, το πολύ, κρατών μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών, περισσότερο από 1½ ποσοστιαία μονάδα».⁶

Η οικονομική λογική για την έμφαση στον χαμηλό πληθωρισμό είναι γνωστή. Η νεοκλασική οικονομική θεωρία μας λέει ότι σε έναν κόσμο με ορθολογικές προσδοκίες, η ανεργία θα βρίσκεται πάντα στο φυσικό της επίπεδο και κάθε προσπάθεια για τη μείωση της ανεργίας κάτω από αυτό το επίπεδο θα έχει ως μοναδικό αποτέλεσμα τη δημιουργία πληθωρισμού. Αυτό είναι το περιβόητο επιχείρημα «κανόνες αντί διακριτική ευχέρεια» από τους Kydland και Prescott (1977) και Barro και Gordon (1983).

Το υπόλοιπα κριτήρια του Μάαστριχτ, καθώς και τα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, διαμορφώθηκαν γύρω από τον στόχο του χαμηλού πληθωρισμού. Για παράδειγμα, το δεύτερο κριτήριο των χαμηλών ελλειμμάτων του κρατικού προϋπολογισμού (κάτω από το 3%), ή η αναφορά σε έναν *συντηρητικό κεντρικό τραπεζίτη*, είναι συμπεράσματα εγχειριδίων οικονομικής πολιτικής βασισμένα στα προαναφερθέντα οικονομικά μοντέλα. Τα κριτήρια δημιουργούν μια θεσμική δομή που απαγορεύει τη διακριτική πολιτική.⁷ Μετά τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, η δημοσιονομική πολιτική, η νομισματική πολιτική και, όπως θα δούμε παρακάτω, η πολιτική για την συναλλαγματική ισοτιμία επικεντρώνονται όλες στη διατήρηση ενός χαμηλού ποσοστού πληθωρισμού.

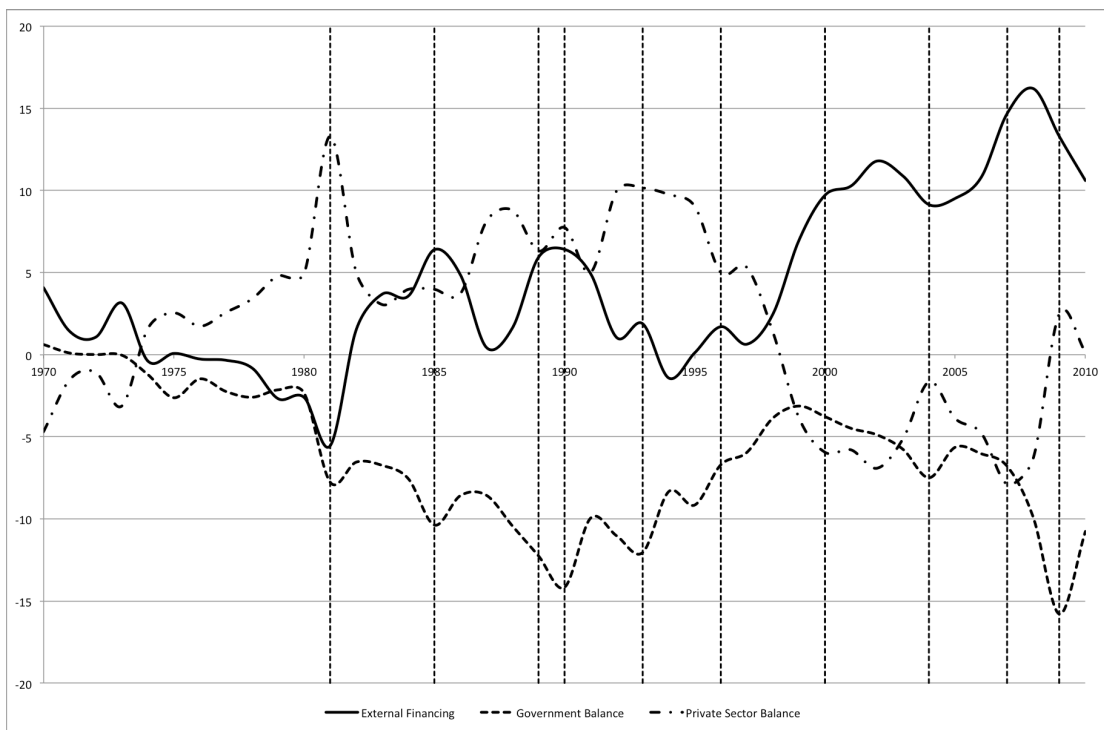
Το Σχήμα 4 δείχνει ότι η Ελλάδα έκανε μια σοβαρή προσπάθεια για να εκπληρώσει το κριτήριο του πληθωρισμού, καθώς με βάση τα ιστορικά πρότυπα (και σχεδόν οποιαδήποτε άλλα πρότυπα) κατάφερε να πετύχει ένα πολύ χαμηλό ποσοστό πληθωρισμού μετά τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Ωστόσο, αυτό το ποσοστό πληθωρισμού, το οποίο αντανάκλυνε την πορεία των ονομαστικών μισθών, ήταν υψηλό σε σύγκριση με τον πληθωρισμό του ευρωπαϊκού πυρήνα. Για παράδειγμα, ο γερμανικός πληθωρισμός κατά την περίοδο 1998–2007 δεν ξεπέρασε ποτέ το 2%, με τα περισσότερα από αυτά τα χρόνια να βρίσκεται κάτω από το 1%.

3.5 Καθαρός δανεισμός

Όπως εξηγήσαμε παραπάνω στην ενότητα 2 (εξίσωση 2), το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού θα πρέπει να ταυτίζεται με τις καθαρές ροές δανείων από τους άλλους θεσμικούς τομείς της οικονομίας.

⁶ Ολόκληρο το κείμενο της Συμφωνίας του Μάαστριχτ μπορεί να βρεθεί στο <http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html>.

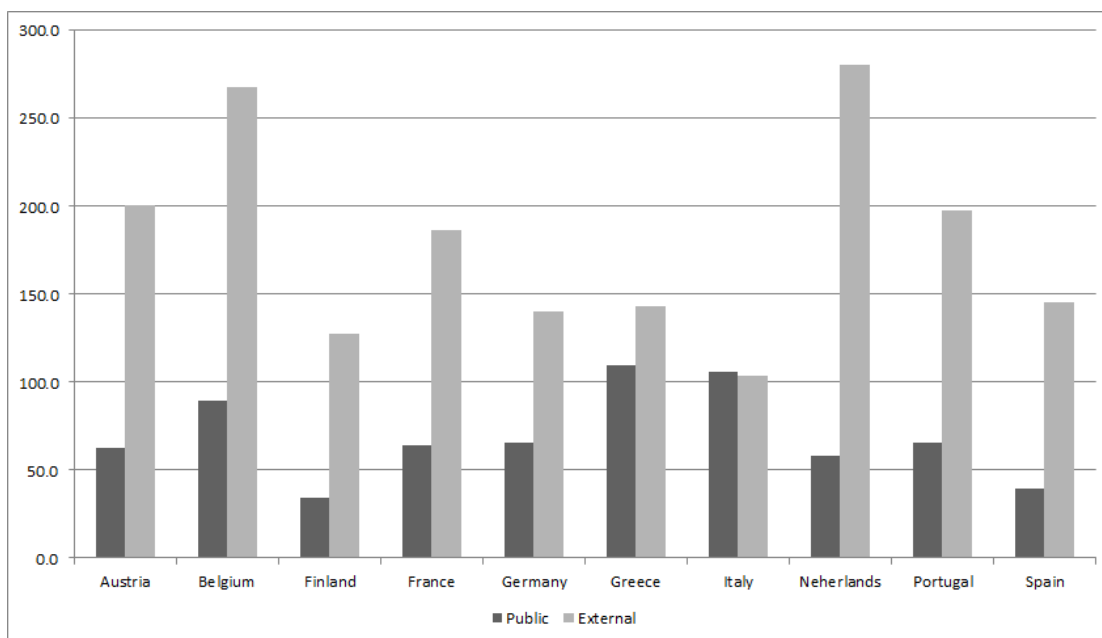
⁷ Για μια πιο εκτεταμένη συζήτηση, βλέπε Obstfeld και Rogoff (1996, κεφάλαιο 9) και De Grauwe (2012).



Σχήμα 5: Κενό πόρων ανά θεσμικό τομέα (1970–2010). Οι διακεκομμένες γραμμές σηματοδοτούν εκλογικά έτη

Στο Σχήμα 5 παρουσιάζουμε τη θέση καθαρού δανεισμού (lending and borrowing) των τριών κυρίων τομέων της ελληνικής οικονομίας: τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα, τον δημόσιο τομέα και τον εξωτερικό τομέα. Βλέποντας το σχήμα αυτό, μπορούμε να κάνουμε μερικές ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις. Πρώτα απ' όλα, για την περίοδο μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1990, ο ιδιωτικός τομέας ήταν καθαρός δανειστής. Ο ιδιωτικός τομέας έγινε καθαρός οφειλέτης για πρώτη φορά, μετά από δύομισι δεκαετίες, το 1999. Για την περίοδο πριν από το 1999, το 75% του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού καλύπτεται από εγχώριο δανεισμό. Η συμπεριφορά του ιδιωτικού τομέα μεταβάλλεται στα μέσα της δεκαετίας του 1990, όταν και ξεκινάει μια μονοτονική μείωση του δανεισμού του, που διαρκεί μέχρι το 2002. Μετά το 2002 και μέχρι την πρόσφατη κρίση, ο ιδιωτικός τομέα συνέχισε να είναι καθαρός οφειλέτης.

Ο ιδιωτικός τομέας στην Ελλάδα άρχισε σε γενικές γραμμές να ξοδεύει περισσότερα από το εισόδημά του σχετικά πολύ πρόσφατα. Η παρατήρηση αυτή έρχεται σε αντίθεση με το συνηθισμένο στερεότυπο μια σπάταλης κοινωνίας. Αυτό επιβεβαιώνεται με μια γρήγορη σύγκριση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Στο Σχήμα 6 παρουσιάζεται το απόθεμα του δημοσίου και του εξωτερικού (δημόσιου και ιδιωτικού) χρέους για επιλεγμένες χώρες της ζώνης του ευρώ για το έτος 2008· μετά από μία δεκαετία καθαρού δανεισμού εκ μέρους του ελληνικού ιδιωτικού τομέα. Αυτό που μπορούμε να δούμε είναι ότι, μολονότι το δημόσιο χρέος είναι το υψηλότερο ανάμεσα στις δέκα χώρες, το συνολικό εξωτερικό χρέος είναι σχετικά χαμηλό και στο ίδιο επίπεδο με αυτό της Γερμανίας.



Σχήμα 6: Δημόσιο και εξωτερικό χρέος για το έτος 2008 (% του ΑΕΠ)

Η μονοτονική αύξηση του δανεισμού εκ μέρους του ιδιωτικού τομέα, καθώς και του δημοσίου τομέα μετά το 1999, αντικατοπτρίζεται φυσικά από μια ανάλογη αύξηση του καθαρού δανεισμού από το εξωτερικό. Για σχεδόν μιάμιση δεκαετία, από το 1994 έως το 2008, ο καθαρός δανεισμός από το εξωτερικό αυξάνεται σταθερά, ο οποίος αντισταθμίζει το δανεισμό του ιδιωτικού και του δημοσίου τομέα. Σημειώστε ότι η συζήτηση μέχρι τώρα δεν συμπεριλαμβάνει την κατεύθυνση της αιτιότητας μεταξύ του εξωτερικού και του εγχώριου—δημοσίου και ιδιωτικού—ελλείμματος. Εμείς απλά υπογραμμίζουμε, όπως στην ενότητα 2, ότι, από λογιστική άποψη, ο καθαρός δανεισμός για τους τρεις τομείς θα πρέπει να αθροίζεται στο μηδέν. Θα αναφερθούμε στην πορεία της αιτιότητας στην επόμενη ενότητα.

4. Προς αναζήτηση της αιτιότητας: Υπάρχει δομικό ρήγμα;

Τα μέσα της δεκαετίας του 1990 φαίνεται να αποτελούν σημείο καμπής για την ελληνική οικονομία. Τα πρότυπα που είχαν επικρατήσει για (τουλάχιστον) τις δύο προηγούμενες δεκαετίες φαίνεται να αλλάζουν. Αυτή η αλλαγή είναι ιδιαίτερα εμφανής στα πρότυπα του καθαρού δανεισμού από τους θεσμικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας που μόλις περιγράψαμε.

Η αλλαγή αυτή δεν φαίνεται να είναι τυχαία. Συμπίπτει με τη διαδικασία νομισματικής ενοποίησης που ξεκίνησε με την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ στις 7 Φεβρουαρίου 1992 και έληξε με την κυκλοφορία του ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2002. Εκτός από τα γενικά κριτήρια του Μάαστριχτ για τον πληθωρισμό, τα ελλείμματα και τα επιτόκια, η ενοποίηση απαιτούσε την ταχεία απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την άρση των περιορισμών στις συναλλαγές κεφαλαίου. Οι έλεγχοι στις μακροπρόθεσμες κινήσεις κεφαλαίων άρθηκαν τον Μάρτιο του 1993 και στις βραχυπρόθεσμες κινήσεις κεφαλαίων τον Μάιο του 1994.⁸

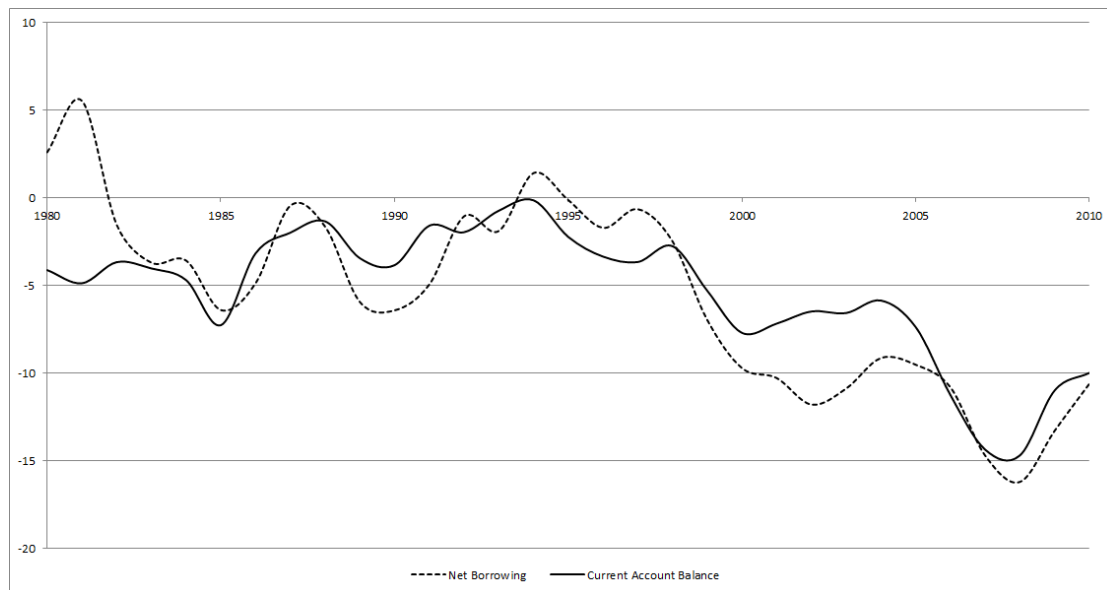
Επιπλέον, όπως αναφέραμε παραπάνω στην ενότητα 3.4, ο κύριος στόχος της πολιτικής σύμφωνα με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ ήταν η συγκράτηση του πληθωρισμού. Το 1995, ο διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδας (ΤτΕ) ανακοίνωνε ότι ο κύριος στόχος της ΤτΕ θα είναι η περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού·

⁸ Μια εκτεταμένη λίστα με τις αλλαγές στη ρύθμιση του χρηματοοικονομικού συστήματος μπορεί να βρεθεί στο παράρτημα από Garganas και Tavlas (2001).

το ποσοστό πληθωρισμού είχε ήδη μειωθεί κατά το ήμισυ τα προηγούμενα 4 χρόνια. Προς επίτευξη αυτού του στόχου, η ΤτΕ ανακοίνωσε για πρώτη φορά ένα συγκεκριμένο στόχο συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αυτή ήταν η λεγόμενη πολιτική της σκληρής δραχμής. Πιο συγκεκριμένα, η ΤτΕ έθεσε ως ενδιάμεσο στόχο να περιορίσει την υποτίμηση της δραχμής έναντι ECU στο 3%.

Η λογική της πολιτικής της σκληρής δραχμής εξηγείται σε ένα έγγραφο που γράφτηκε από τον αναπληρωτή διευθυντή και τον διευθυντή έρευνας της Τράπεζας της Ελλάδας έξι χρόνια αργότερα, μετά την επιτυχή είσοδο στην Ευρωζώνη (Garganas και Tavlas 2001). Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι «με την πρόσδεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στο νόμισμα μια χώρας με χαμηλό πληθωρισμό, ο πληθωρισμός θα μπορούσε να μειωθεί γρήγορα λόγω του ότι (1) το συστατικό των εμπορικών αγαθών του επιπέδου τιμών μπορεί να σταθεροποιηθεί, (2) λόγω της συνοδευόμενης συγκράτησης που θα επιβληθεί στον καθορισμό των μισθών και την τιμολογιακή συμπεριφορά, και (3) λόγω του περιορισμού που θα επιβληθεί στη συνολική ζήτηση, ιδιαίτερα στις κρατικές δαπάνες» (Garganas και Tavlas 2001, σελ., 66).⁹ Είναι προφανές ότι μια συναλλαγματική πολιτική που επικεντρώνεται στην επίτευξη χαμηλού πληθωρισμού έχει την τάση να οδηγεί σε υπερτιμημένο νόμισμα.

Τρία χρόνια αργότερα, στις 16 Μαρτίου 1998, η δραχμή εντάχθηκε στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ) με μία κεντρική ισοτιμία ως προς το ECU, που αντιστοιχούσε σε υποτίμηση κατά 12,3 % . Η υποτίμηση μείωσε προσωρινά το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (βλέπε Σχήμα 7), αλλά δεν άλλαξε τη γενική τάση. Τέλος, η Ελλάδα έγινε δεκτή στην ευρωζώνη την 1^η Ιανουαρίου του 2001.



Σχήμα 7: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και καθαρός δανεισμός (% ΑΕΠ)

Με βάση την έως τώρα συζήτηση, μπορούμε να διατυπώσουμε την ακόλουθη υπόθεση για τη σχέση μεταξύ κρατικών και εξωτερικών ελλειμμάτων: Η κατεύθυνση της αιτιότητας μεταξύ του κρατικού και του εξωτερικού ελλείμματος αλλάζει κατά την περίοδο υπό εξέταση. Μπορούμε να διακρίνουμε δύο διαφορετικές υποπεριόδους :

⁹ Η ανάλυσή τους βασίζεται στο World Economics Outlook 1997 του ΔΝΤ, που φέρει τον τίτλο “Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries (International Monetary Fund 1997).

Περίοδος 1980–1994: Κατά τη διάρκεια αυτής της χρονικής περιόδου, το κρατικό έλλειμμα είναι εξωγενές. Οι υψηλές αποδόσεις των κρατικών τίτλων προσελκύουν αποταμιεύσεις από τον ιδιωτικό όσο και από τον εξωτερικό τομέα. Έτσι, την συγκεκριμένη χρονική περίοδο η αιτιότητα μεταξύ κρατικού και εξωτερικού ελλείμματος κατευθύνεται από το πρώτο στο δεύτερο.

Περίοδος 1995–2010: Κατά τη διάρκεια αυτής της χρονικής περιόδου, η πολιτική της σκληρής δραχμής και στη συνέχεια η εισαγωγή του ευρώ αντιστρέφουν την αιτιότητα. Το εξωτερικό έλλειμμα γίνεται (ημι)εξωγενές και καθοδηγεί το εγχώριο έλλειμμα, δημόσιο και ιδιωτικό. Τα εγχώρια ελλείμματα διατηρήθηκαν για σχεδόν μιάμιση δεκαετία λόγω της γενικής ευφορίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές παγκοσμίως εκείνη την περίοδο και τις εισροές κεφαλαίων προς την Ελλάδα. Οι εισροές αυτές έγιναν εφικτές με την απορρόθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα το 1994.

Εξετάζουμε την υπόθεση σχετικά με την αλλαγή της αιτιότητας μεταξύ του κρατικού και του εξωτερικού ελλείμματος στην επόμενη ενότητα με τη χρήση διαφόρων στατιστικών μεθόδων. Ωστόσο, πριν προχωρήσουμε, πρέπει να κάνουμε δύο παρατηρήσεις. Πρώτον, μια πιο προσεκτική εξέταση του Σχήματος 5 δίνει μια πρώτη επιβεβαίωση της υπόθεσής μας. Όπως αναφέραμε παραπάνω, το κρατικό έλλειμμα διογκώνεται τα χρόνια που διεξάγονται εκλογές, ιδιαίτερα κατά την πρώτη περίοδο—1981, 1985, 1989, 1990 και 1993. Στη δεύτερη περίοδο το κρατικό έλλειμμα διογκώνεται το 2004 και το 2009. Οι εκλογές μπορεί να θεωρηθούν ως ένα εξωγενές αίτιο των κρατικών ελλειμμάτων. Κατά τη διάρκεια της πρώτης περιόδου, η αύξηση του κρατικού ελλείμματος αντικατοπτρίζεται από την αύξηση του καθαρού δανεισμού από το εξωτερικό. Η σχέση αυτή εξαφανίζεται κατά τη δεύτερη περίοδο. Τα αυξημένα ελλείμματα του 2004 και του 2009 δεν αντικατοπτρίζονται από την αύξηση του εξωτερικού ελλείμματος. Αντιθέτως, το εξωτερικό έλλειμμα μειώνεται τόσο το 2004 όσο και το 2009.¹⁰

Δεύτερον, το 1995 θεωρείται από πολλούς ως έτος «σταθμό» για την ελληνική οικονομία—και αυτό είναι και το γενικό συμπέρασμα στη διεθνή βιβλιογραφία. Οι Bryant et al. (2001), σε έναν τόμο αφιερωμένο στην είσοδο της Ελλάδας στο κοινό νόμισμα, χαρακτηρίζουν το 1995 ως τη χρονιά που σηματοδοτεί την αλλαγή καθεστώτος.¹¹ Γράφουν ότι «οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990 βρίσκονται σε απόλυτη αντίθεση με την επίδοση της οικονομίας την περίοδο 1975–1994» (σελ., 3).

Άλλες συνεισφορές στον ίδιο τόμο προβάλλουν τους ίδιους ισχυρισμούς. Οι Garganas και Tavlas (2001) προσδιορίζουν επίσης το 1995 ως σημείο καμπής για την ελληνική οικονομία. Το ενδιαφέρον τους είναι ο πληθωρισμός. Υποστηρίζουν ότι μπορεί να γίνει διάκριση μεταξύ δύο διαφορετικών καθεστώτων: ένα για την περίοδο 1975–1990, με υψηλό πληθωρισμό και μη ικανοποιητικές μακροοικονομικές επιδόσεις, και ένα για την περίοδο μετά το 1995, με χαμηλό πληθωρισμό και επιτάχυνση της ανάπτυξης. Το ενδιάμεσο χρονικό διάστημα χαρακτηρίζεται ως μεταβατική περίοδος. Ελέγχουν και επαληθεύουν την υπόθεσή τους με διάφορους στατιστικούς δείκτες ελέγχου.

Για παράδειγμα, υποβάλλουν σε έλεγχο την υπόθεση της αλλαγής του καθεστώτος του πληθωρισμού με τον έλεγχο των Zivot και Andrews (1992). Ο έλεγχος επιτρέπει την δυνατότητα ενός ενδογενούς προσδιορισμού του χρόνου για την αλλαγή καθεστώτος. Χρησιμοποιώντας στοιχεία μεταξύ 1979 και 1999, ανακαλύπτουν ότι η αλλαγή καθεστώτος έλαβε χώρα το 1994. Οι Bosworth και Kollintzas (2001) προσεγγίζουν τις μακροοικονομικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας από μια λογιστική άποψη για την ανάπτυξη και καταλήγουν σε παρόμοιο συμπέρασμα.

Τέλος, στις προαναφερθέντες επιστημονικές μελέτες καθίσταται σαφές ότι οι διαμορφωτές της ελληνικής πολιτικής γνώριζαν για την πίεση που θα έθετε αυτή η αλλαγή καθεστώτος στο ισοζύγιο τρεχουσών

¹⁰ Μια εξαίρεση σε αυτό το μοτίβο της πρώτης περιόδου είναι το 1981. Ωστόσο, το Σχήμα 7 δείχνει όταν αν και ο καθαρός δανεισμός από το εξωτερικό μειώθηκε, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε. Είναι το μοναδικό έτος που εμφανίζεται τόσο μεγάλη διαφορά μεταξύ τους (που πιθανώς να οφείλεται σε κάποιες κεφαλαιακές μεταβιβάσεις που σχετίζονται με την είσοδο της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα την προηγούμενη χρονιά).

¹¹ Ο τόμος είναι το προϊόν συνεργασίας μεταξύ της Τράπεζας της Ελλάδας και του Brookings Institution.

συναλλαγών. Ωστόσο, πίστευαν στα πλεονεκτήματα του χαμηλού πληθωρισμού, στην ικανότητα της αγοράς να αυτορυθμίζεται, στη χρήση των εισροών κεφαλαίου για παραγωγικούς σκοπούς και στην ικανότητα της «συνετής εποπτείας» και της «επιτήρησης» εκ μέρους των φορέων χάραξης πολιτικής. Η μάντρα της ημέρας ήταν ότι «αυτός ο ρυθμός ανάπτυξης [κατά την περίοδο 1995–2001] θα μπορούσε να διατηρηθεί στο μέλλον» και ότι «μπορούσε κανείς να ελπίζει ότι η ελληνική εμπειρία θα ακολουθήσει πιο πιστά το παράδειγμα της Ιρλανδίας» (Bosworth και Kollintzas 2001, σελ., 177–178).

5. Οικονομετρική ανάλυση

5.1. Στοιχεία

Η πρόκληση για την οικονομετρική ανάλυση της ελληνικής οικονομίας είναι η διαθεσιμότητα και η αξιοπιστία των στοιχείων, ειδικά για τα τριμηνιαία στοιχεία. Ως εκ τούτου, θα αναφερθούμε εν συντομία στη διαδικασία της διαμόρφωσης των στοιχείων που χρησιμοποιούνται για την οικονομετρική ανάλυση που ακολουθεί. Χρησιμοποιούμε τα τριμηνιαία στοιχεία για τις ακόλουθες μεταβλητές από το πρώτο τρίμηνο του 1980 έως το τέταρτο τρίμηνο του 2010.

Το πραγματικό εμπορικό ισοζύγιο (n) έχει υπολογισθεί βάσει των στοιχείων για το ισοζύγιο συναλλαγών που είναι διαθέσιμα από τη βάση δεδομένων του ΔΝΤ για το Ισοζύγιο Πληρωμών και του αποπληθωριστή του ΑΕΠ που αντλήθηκαν έμμεσα με βάση την πραγματική και ονομαστική σειρά του ΑΕΠ από τη βάση δεδομένων του ΟΑΣΑ. Το εμπορικό ισοζύγιο περιλαμβάνει εποχικά διορθωμένα στοιχεία.

Η δημιουργία των στοιχείων για το πραγματικό πρωτογενές έλλειμμα (dt) ήταν πιο δύσκολη. Ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ έχει χρησιμοποιηθεί και πάλι για τον αποπληθωρισμό του πρωτογενούς ελλείμματος, το οποίο ελήφθη από δύο διαφορετικές πηγές. Έως το τέταρτο τρίμηνο του 1998, χρησιμοποιούμε στοιχεία που παρέχονται από το Economic Outlook Database του ΟΑΣΑ (που διεκόπη το 2005). Για το επόμενο χρονικό διάστημα, χρησιμοποιούμε στοιχεία της Eurostat, τα οποία είναι εποχικά διορθωμένα.

5.2. Η αιτιότητα κατά Granger

Για να βγάλουμε κάποια προκαταρκτικά συμπεράσματα σχετικά με την αιτιώδη σύνδεση μεταξύ του εμπορικού πλεονάσματος και του πρωτογενούς ελλείμματος, εφαρμόζουμε τον έλεγχο αιτιότητας κατά Granger. Η ιδέα για τη χρήση του αφορά την προσπάθεια να ελέγξουμε αν μια μεταβλητή $y(t)$ μπορεί να βοηθήσει στην πρόβλεψη μια άλλης μεταβλητής x . «[Η μεταβλητή] $y(t)$ αποτυγχάνει να προκαλέσει αιτιότητα κατά Granger στην [μεταβλητή] $x(t)$ εάν για κάθε $s > 0$ το μέσο τετραγωνικό σφάλμα της πρόβλεψης της x_{t+s} που βασίζεται στο $(x(t), x(t-1), \dots)$ είναι το ίδιο όπως το MSE της πρόβλεψης των x_{t+s} , που χρησιμοποιεί και τις δύο $(x(t), x(t-1), \dots)$ και $(y(t), y(t-1), \dots)$. Hamilton (1994, σελ., 303). Χαρακτηρίζοντας τις μεταβλητές από ένα VAR της τάξης p , οι πίνακες συντελεστών θα είναι κάτω τριγωνικών αν η μεταβλητή $y(t)$ δεν προκαλεί αιτιότητα κατά Granger στην μεταβλητή $x(t)$, δηλαδή

$$\begin{bmatrix} x_t \\ y_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} c_1 \\ c_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi_{11}^{(1)} & 0 \\ \phi_{21}^{(1)} & \phi_{22}^{(1)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{t-1} \\ y_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi_{11}^{(2)} & 0 \\ \phi_{21}^{(2)} & \phi_{22}^{(2)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{t-2} \\ y_{t-2} \end{bmatrix} + \dots + \begin{bmatrix} \phi_{11}^{(p)} & 0 \\ \phi_{21}^{(p)} & \phi_{22}^{(p)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{t-p} \\ y_{t-p} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \epsilon_{1t} \\ \epsilon_{2t} \end{bmatrix} \quad (9)$$

Για να ελέγξουμε αν η μεταβλητή $y(t)$ δεν προκαλεί αιτιότητα κατά Granger στην μεταβλητή $x(t)$, μπορούμε απλά να εκτελέσουμε έναν έλεγχο της μηδενικής υπόθεσης με το κριτήριο F, $H_0 = \phi_{12}^{(1)} = \phi_{12}^{(2)} = \dots = \phi_{12}^{(p)} = 0$ (βλέπε Hamilton 1994). Ελέγχουμε τα αποτελέσματα με διαφορετικές χρονικές υστερήσεις p .

Ο πίνακας 1 αναφέρει τα αποτελέσματα για τον έλεγχο αιτιότητας κατά Granger ανάμεσα σε $n(t)$ και $d(t)$

για το σύνολο του δείγματος και για τις δύο υποπεριόδους πριν και μετά το 1995. Λάβαμε τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Null Hypothesis	1980Q1–2010Q4			1980Q1–1994Q4			1995Q1–2010Q4		
	Obs	F-Stat.	Prob.	Obs	F-Stat.	Prob.	Obs	F-Stat.	Prob.
2 lags									
d_t does not GC n_t	122	3.39	0.037	58	0.43	0.653	64	1.41	0.252
n_t does not GC d_t		6.45	0.002		4.02	0.023		12.55	0.000
3 lags									
d_t does not GC n_t	121	2.21	0.091	57	0.35	0.789	64	1.11	0.351
n_t does not GC d_t		4.87	0.003		0.81	0.492		10.14	0.000
4 lags									
d_t does not GC n_t	120	2.10	0.086	56	0.40	0.804	64	0.93	0.452
n_t does not GC d_t		3.56	0.009		1.58	0.194		8.00	0.000

Πίνακας 1: Έλεγχος κατά αιτιότητα Granger για διαφορετικές χρονικές υστερήσεις και υποπεριόδους

Έχοντας βγάλει τον μέσο όρο για τη συνολική περίοδο μεταξύ του πρώτου τριμήνου του 1980 και του τέταρτου τριμήνου του 2010, δεν μπορούμε να απορρίψουμε, σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, την υπόθεση ότι το πρωτογενές έλλειμμα δεν προκαλεί αιτιότητα κατά Granger στο εμπορικό ισοζύγιο για τις χρονικές περιόδους υστέρησης των 3 και 4, αν και οι αντίστοιχες p -τιμές είναι χαμηλές. Κατά μέσο όρο για το σύνολο του δείγματος φαίνεται να υπάρχει συνεπώς κάποια απόδειξη ότι το πρωτογενές έλλειμμα επηρεάζει το εμπορικό ισοζύγιο. Υπάρχουν ωστόσο ισχυρότερες αποδείξεις που υποστηρίζουν την αντίστροφη αιτιότητα. Για το ίδιο δείγμα, μπορούμε να απορρίψουμε με βεβαιότητα τη μηδενική υπόθεση ότι το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου δεν προκαλεί αιτιότητα κατά Granger-στο πρωτογενές έλλειμμα για όλα τις χρονικές περιόδους υστέρησης. Το εμπορικό ισοζύγιο φαίνεται να έχει μια πολύ σημαντική επίδραση στο πρωτογενές έλλειμμα.

Για την υποπερίοδο μεταξύ του πρώτου τριμήνου του 1980 και του τέταρτου τριμήνου του 1994, δεν μπορούμε να απορρίψουμε καμία από τις μηδενικές υποθέσεις για την πλειονότητα των χρονικών υστερήσεων. Αυτό υποδηλώνει ότι καμία από τις μεταβλητές δεν φαίνεται να επηρέασαν η μια την άλλη κατά την πρώτη περίοδο.

Ωστόσο, αυτή η εικόνα αλλάζει ριζικά κατά την περίοδο μεταξύ του πρώτου τριμήνου του 1995 και του τέταρτου τριμήνου του 2010. Αν και η μηδενική υπόθεση του πρωτογενούς ελλείμματος να μην προκαλεί αιτιότητα κατά Granger στο εμπορικό ισοζύγιο δεν μπορεί να απορριφθεί, η μηδενική υπόθεση του

εμπορικού ισοζυγίου να μην προκαλεί αιτιότητα κατά Granger στο πρωτογενές έλλειμμα μπορεί να απορριφθεί σε υψηλό επίπεδο σημαντικότητας. Ως εκ τούτου, φαίνεται ότι στη δεύτερη περίοδο το εμπορικό ισοζύγιο κατευθύνει το πρωτογενές έλλειμμα. Το αποτέλεσμα αυτό παραμένει όποια χρονική υστέρηση κι αν επιλέγει.

5.3 Ανάλυση συνολοκληρωμένης διανυσματικής αυτοπαλινδρόμησης

Οι έλεγχοι αιτιότητας κατά Granger προσφέρουν μόνο προκαταρκτικά συμπεράσματα καθώς η συμπεριφορά των παραγόντων στραμμένη προς το μέλλον επιτρέπει για ένα γεγονός X να πραγματοποιηθεί πριν από κάποιο άλλο γεγονός Y ακόμη και αν το Y είναι η πραγματική αιτία του X . Ωστόσο, ο έλεγχος αιτιότητας κατά Granger θα δείξει ότι το Y αποτυγχάνει να προκαλέσει αιτιότητα κατά Granger στο X καθώς το Y πραγματοποιείται σε χρόνο μετά από το X . Για να ελέγξουμε την αξιοπιστία των παραπάνω αποτελεσμάτων, αναλύουμε την αλληλεπίδραση των $n(t)$ και $d(t)$ με ένα υπόδειγμα VAR. Ως την προδιαγραφή baseline, εκτιμούμε ακόλουθο υπόδειγμα:

$$\Delta x_t = \alpha [\beta' \quad \beta_0 \quad \beta_1] \begin{bmatrix} x_{t-1} \\ c \\ t \end{bmatrix} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta x_{t-1} + \Phi D_t + \epsilon_{-t} \quad (10)$$

όπου $x(t) = [n(t) \ d(t)]'$, το $D(t)$ είναι μια μήτρα προσδιοριστικών μεταβλητών και $\epsilon(t) \sim INp(0, \Omega)$ είναι το διάνυσμα των υπολοίπων. Συμπεριλαμβάνουμε έναν σταθερό όρο, καθώς και μια τάση, με την τάση μόνο στον συνολοκληρωμένο χώρο. Επιλέξαμε $k = 2$ ως το βέλτιστο μήκος υστέρησης σύμφωνα με το κριτήριο HQ που εφαρμόζεται στο baseline μοντέλο. Δεν απαιτούνται άλλες περιόδους χρονικής υστέρησης καθώς γενικά δεν υπάρχουν προβλήματα με τη σειριακή συσχέτιση των καταλοίπων. Η προσθήκη επιπλέον χρονικών υστερήσεων λαμβάνεται υπόψη ως εναλλακτική λύση για την αντιμετώπιση του προβλήματος μόνο αν προκύψουν προβλήματα αυτοσυσχέτισης (που σχεδόν ποτέ δεν συμβαίνει).

Υπάρχει ένα ζήτημα με την επιλογή των προσδιοριστικών μεταβλητών, όπως οι τάσεις, οι σταθερές και οι ψευδομεταβλητές. Όταν εξετάζουμε τα κατάλοιπα, βλέπουμε ότι στη μελέτη μας δεν φαίνεται να χρειάζονται οι ψευδομεταβλητές στην ανάλυση της χρηματοοικονομικής κρίσης. Αυτό που απομένει είναι το πώς θα περιοριστούν σωστά οι τάσεις και οι σταθερές του μοντέλου. Καθώς δεν υπάρχει καμία τάση στα στοιχεία και δεν θεωρείται λογικό να περιμένουμε να εμφανιστεί μια τάση στη σχέση συνολοκλήρωσης μεταξύ του εμπορικού ισοζυγίου και του πρωτογενούς ελλείμματος, η τάση θα πρέπει να αποκλειστεί από το μοντέλο. Ωστόσο, ο έλεγχος ανίχνευσης δεν είναι σε θέση μερικές φορές να προσδιορίσει τη σχέση συνολοκλήρωσης αν αποκλειστεί η τάση. Ως εκ τούτου, μπορεί να είναι απαραίτητο να συμπεριληφθεί μια τάση σε όλες τις προδιαγραφές για τον προσδιορισμό της σχέσης συνολοκλήρωσης σε όλες αυτές και για να είναι συνεπής η μια με την άλλη..

5.3.1. Έλεγχος βαθμίδας (rank)

Ο πίνακας 2 αναφέρει τα στατιστικά ελέγχου βαθμίδας για το σύνολο της περιόδου και τις περιόδους πριν και μετά το 1995, για προδιαγραφές με ή χωρίς χρονική τάση. Σύμφωνα με τον έλεγχο ανίχνευσης, μπορούμε να δεχθούμε την υπόθεση του $r = 1$ για όλα σχεδόν τα υπο-δείγματα ανεξάρτητα από το αν έχει ή όχι συμπεριληφθεί μια χρονική τάση.

	1980Q1–2010Q4			1980Q1–1994Q4			1980Q1–2010Q4		
No. of CE(s)	EV	TS	Prob.	EV	TS	Prob.	EV	TS	Prob.
None *	0.20	36.53	0.001	0.18	19.19	0.269	0.29	30.83	0.011
At most 1	0.07	8.84	0.190	0.12	7.78	0.269	0.12	8.39	0.220
No. of CE(s)	EV	TS	Prob.	EV	TS	Prob.	EV	TS	Prob.
None *	0.11	18.89	0.076	0.17	12.16	0.023	0.29	26.99	0.005
At most 1	0.03	4.25	0.376	0.43	1.34	0.899	0.06	4.58	0.331

Πίνακας 2: Ανιχνευτικοί έλεγχοι για διαφορετικές υποπεριόδους

	1980Q1–2010Q4				1980Q1–1994Q4				1980Q1–2010Q4			
	<i>n</i>	<i>d</i>	<i>c</i>	<i>t</i>	<i>n</i>	<i>d</i>	<i>c</i>	<i>t</i>	<i>n</i>	<i>d</i>	<i>c</i>	<i>t</i>
The cointegrating relations β												
β_1'	1.00	0.58		44.61	1.00	-0.17	2424.30	8.21	1.00	0.70	2083.68	33.71
The adjustment coefficients α												
α_1'	-0.04	-0.24			-0.51	0.03			-0.04	-0.30		
	<i>n</i>	<i>d</i>	<i>c</i>	<i>t</i>	<i>n</i>	<i>d</i>	<i>c</i>	<i>t</i>	<i>n</i>	<i>d</i>	<i>c</i>	<i>t</i>
The cointegrating relations β												
β_1'	1.00	4.47		-	1.00	-0.34	2813.66	-	1.00	1.20	4716.16	-
The adjustment coefficients α												
α_1'	0.01	-0.02			-0.36	0.07			-0.01	-0.23		

Πίνακας 3: Αποτελέσματα υπολογισμών για διαφορετικές υποπεριόδους

5.3.2. Περιορισμοί ελέγχων στο α και β'

Πριν αναφερθούμε στα αποτελέσματα των εκτιμήσεων από την προσαρμογή του μοντέλου στο (10) στα στοιχεία, σημειώστε ότι ελέγξαμε για σειριακή συσχέτιση στα κατάλοιπα κάθε μία από τις εξεταζόμενες περιόδους. Δεν μπορούμε να απορρίψουμε τις υποθέσεις της μη σειριακής συσχέτισης των καταλοίπων σε οποιοδήποτε λογικό επίπεδο σημαντικότητας έως την βαθμίδα 3.

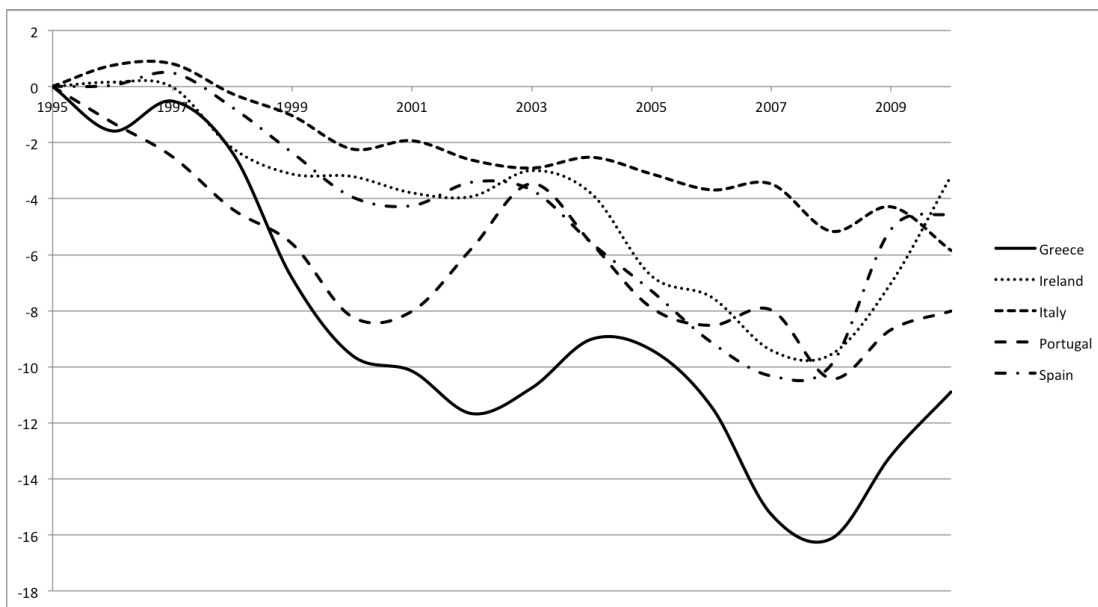
Ο πίνακας 3 παρουσιάζει τις εκτιμήσεις του α και του β' στο (10) για το σύνολο της περιόδου, καθώς και για τις περιόδους πριν και μετά το 1995. Λαμβάνουμε υπόψη και την συμμετοχή και τη μη συμμετοχή μιας χρονικής τάσης. Σημειώστε ότι δεν έχουν επιβληθεί over-identifying περιορισμοί. Για κάθε δείγμα, ο φορέας συνολοκλήρωσης β' έχει ομαλοποιηθεί στο n .

Με βάση το μέσο όρο του συνόλου του δείγματος, το n και το d είναι αντιστρόφως ανάλογα στο μακροπρόθεσμο χρονικό διάστημα. Για τον προσδιορισμό που θα συμπεριλαμβάνει χρονική τάση, η εκτιμώμενη παράμετρος για την προσαρμογή του n σε μια ανισορροπία δεν αποτελεί διόρθωση σφάλματος καθώς το σημείο εκτίμησης, -0.04 , είναι αρνητικό. Με άλλα λόγια, με την εν λόγω παράμετρο, μια ανισορροπία στην μακροχρόνια σχέση θα μπορούσε να προκαλέσει μεταβολή στο n έτσι ώστε να επιδεινωθεί η ανισορροπία. Η εκτίμηση του 0.01 για την προδιαγραφή χωρίς χρονική τάση συνεπάγεται ότι η παράμετρος ρύθμισης που χαρακτηρίζει την αντίδραση του n σε μια μονάδα ανισορροπίας στη σχέση συνολοκλήρωσης αποτελεί διόρθωση σφάλματος. Αυτό σημαίνει ότι μια ανισορροπία θα μετριαστεί από μια σύμφωνη στο n . Ωστόσο, οι εκτιμήσεις των παραμέτρων είναι ασήμαντες και στις δύο περιπτώσεις. Δεν μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση ότι το εμπορικό ισοζύγιο δεν ανταποκρίνεται σε μια ανισορροπία στην σχέση συνολοκλήρωσης για οποιαδήποτε προδιαγραφή. Ως εκ τούτου, το εμπορικό ισοζύγιο φαίνεται να είναι ασθενώς εξωγενές για τη συνολική περίοδο. Ωστόσο, η παράμετρος που περιγράφει την προσαρμογή του d σε μια ανισορροπία στην μακροχρόνια σχέση είναι σημαντική και στις δύο περιπτώσεις. Μια ανισορροπία μιας μονάδας στο διάστημα της συνολοκλήρωσης οδηγεί σε προσαρμογή του πρωτογενούς ελλείμματος κατά -0.24 στις προδιαγραφές με τις τάσεις και από -0.02 στις προδιαγραφές χωρίς τάση, μειώνοντας την ανισορροπία και στις δύο περιπτώσεις.

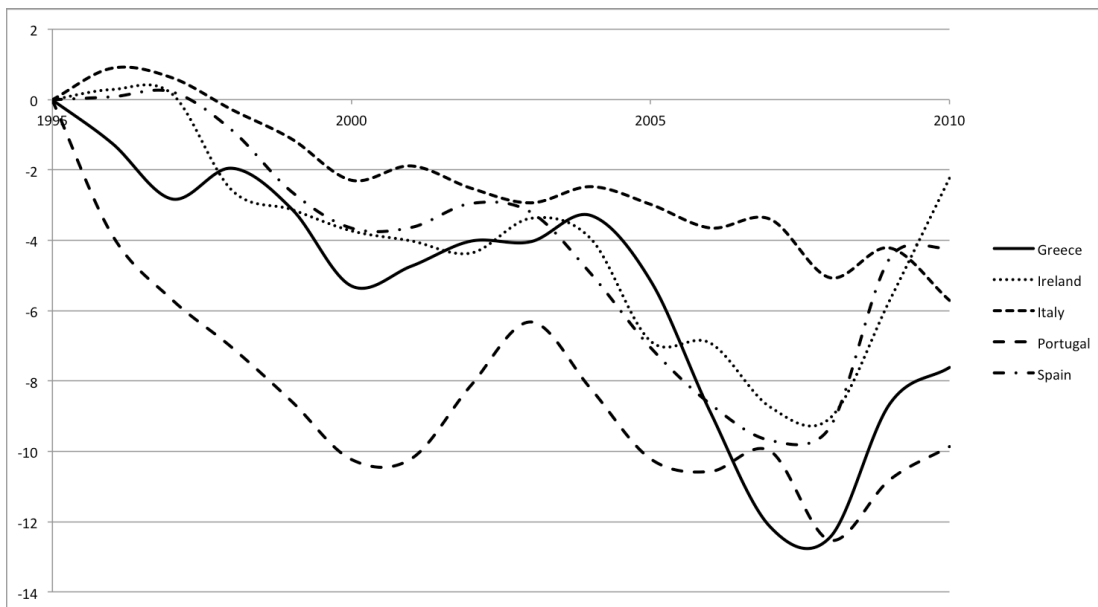
Η περίοδος πριν και μετά το 1995 αποκαλύπτει κάποιες ενδιαφέρουσες διαφορές μεταξύ των υποδειγμάτων. Ενώ η μακροχρόνια σχέση μεταξύ n και d είναι θετική και ασήμαντη πριν από το 1995, είναι αρνητική και σημαντική στη συνέχεια και για τις δύο προδιαγραφές. Κατά την πρώτη περίοδο, το d είναι ασθενώς εξωγενές, δηλαδή δεν ανταποκρίνεται σε μια ανισορροπία. Η προσαρμογή του n σε μια ανισορροπία είναι σημαντική, αλλά δεν αποτελεί διόρθωση σφάλματος καθώς φέρει το λάθος πρόσημο. Στη δεύτερη περίοδο, το n είναι ασθενώς εξωγενές, ενώ η προσαρμογή του d σε μια ανισορροπία είναι σημαντική και αποτελεί διόρθωση σφάλματος. Αυτό το εύρημα είναι απολύτως συνεπές με τα αποτελέσματα των ελέγχων αιτιότητας κατά Granger. Από το 1995, το εμπορικό ισοζύγιο φαίνεται να κατευθύνει το πρωτογενές έλλειμμα.

6. Τελικές παρατηρήσεις

Τα οικονομετρικά μας αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι η αιτιότητα ανάμεσα στο εμπορικό έλλειμμα και το κρατικό έλλειμμα στην Ελλάδα αντιστρέφεται γύρω στο 1995, με κατεύθυνση έκτοτε από το πρώτο στο δεύτερο. Τα μέσα της δεκαετίας του 1990 σηματοδοτούν την αρχή μιας απότομης επιδείνωσης της εξωτερικής θέσης της ελληνικής οικονομίας, η οποία διαρκεί μέχρι το 2009. Δεν αποτελεί έκπληξη ότι το μεγαλύτερο μέρος αυτής της επιδείνωσης προέρχεται από το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η πολιτική της σκληρής δραχμής και αργότερα η εισαγωγή του ευρώ άσκησαν πίεση στο εξωτερικό τομέα. Σε αυτήν την περίοδο, η συμπεριφορά του εξωτερικού τομέα αποκτά αυτόνομο καθεστώς. Τα ολοένα και πιο υψηλά εξωτερικά ελλείμματα αποτελούν πλέον την αιτία των ελλειμμάτων στον εγχώριο τομέα. Αυτά τα ελλείμματα, με τη σειρά τους, καθίστανται εφικτά λόγω της απελευθέρωσης των συναλλαγών κεφαλαίου, τις μαζικές εισροές κεφαλαίου και των πολύ χαμηλών επιτοκίων. Η κατεύθυνση της αιτιότητας μεταξύ των κρατικών και των εξωτερικών ελλειμμάτων είναι από τη μεριά του δεύτερου προς το πρώτο.



Σχήμα 8: Καθαρός δανεισμός στις χώρες της ζώνης του ευρώ (% ΑΕΠ, 1995=0)



Σχήμα 9: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στις περιφερειακές χώρες της ζώνης του ευρώ ((% ΑΕΠ, 1995=0)

Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται όταν συγκρίνει κανείς την πορεία της καθαρής θέσης δανεισμού και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην Ελλάδα με τις υπόλοιπες περιφερειακές οικονομίες στη ζώνη του ευρώ. Παρουσιάζουμε τις σειρές αυτές στα Σχήματα 8 και 9, αντίστοιχα, κανονικοποιημένες στο μηδέν για το έτος 1995. Είναι σαφές ότι για την περίοδο από το 1995 και μέχρι την πρόσφατη κρίση, η εξωτερική θέση των πέντε περιφερειακών χωρών της ζώνης του ευρώ επιδεινώθηκε σημαντικά. Μεταξύ 1995–2008, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας και της Πορτογαλίας επιδεινώθηκε κατά περίπου 11

ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, ενώ στις περιπτώσεις της Ισπανίας και της Ιρλανδίας έφτασε στις 9,5% ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Η Ιταλία τα πήγε σχετικά καλύτερα και έχασε μόνο 6 ποσοστιαίες μονάδες κατά την περίοδο 1995–2010.

Βέβαια, οι εμπειρίες των πέντε περιφερειακών χωρών δεν είναι ταυτόσημες. Στην περίπτωση της Πορτογαλίας, της Ισπανίας και της Ιρλανδίας ο ιδιωτικός τομέας ήταν αυτός που έφερε το βάρος της προσαρμογής για την επιδείνωση της εξωτερικής θέσης. Η περίπτωση της Ιταλίας είναι περισσότερο όμοια με αυτή της Ελλάδας. Ωστόσο, ο κοινός παρονομαστής σε όλες τις πέντε περιπτώσεις είναι η αύξηση του εξωτερικού ελλείμματος και του δανεισμού. Το εύρημα αυτό τονίζει τις διαρθρωτικές ανισοροπίες εντός της ευρωζώνης ως το κύριο αίτιο της κρίσης.

Από την άποψη της πολιτικής, αν η αιτιότητα έχει αυτή την κατεύθυνση, ο καλύτερος τρόπος για την αντιμετώπιση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων είναι να μειωθούν τα εξωτερικά ελλείμματα. Υπό αυτή την έννοια, ένα ευρωπαϊκό «Σύμφωνο για το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών» θα ήταν πιο κατάλληλο από το πρόσφατο Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Σύμφωνο.

Βιβλιογραφία

- Abell, J. D. (1990). Twin deficits during the 1980s: an empirical investigation. *Journal of Macroeconomics*, 12(1):81–96.
- Baharumshah, A. Z., Lau, E., and Khalid, A. M. (2006). Testing the twin deficits hypothesis using vars and variance decomposition. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 11:331–354.
- Barbosa-Filho, N., von Arnim, C. R., Taylor, L., and Zamparelli, L. (2008). Cycles and trends in u.s. net borrowing flows. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(4):623–648.
- Barro, R. J. (1974). Are government bonds net wealth? *The Journal of Political Economy*, 82(6):pp. 1095–1117.
- Barro, R. J. and Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1):101–121.
- Betts, C. and Devereux, M. B. (2000). Exchange rate dynamics in a model of pricing-to-market. *Journal of International Economics*, 50(1):215–244.
- Bosworth, B. and Kollintzas, T. (2001). Economic Growth in Greece: Past Performance and Future Prospects. In *Greece's Economic Performance and Prospects*. Bank of Greece and The Brookings Institution, Athens, Greece and Washington, D.C.
- Bryant, R. C., Garganas, N. C., and Tavlas, G. S., editors (2001). *Greece's Economic Performance and Future Prospects*. Bank of Greece and The Brookings Institution, Athens, Greece and Washington, D.C.
- CES-IFO (2011). Net Interest Payments, General Government, as a Percentage of Nominal GDP, 1960–2012. http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoHome/a-wininfo/d3iiv/_DICE_details?_id=6746946&_thid=15548538&_cat=c.
- Corsetti, G. and Muller, G. J. (2005). Twin deficits: Squaring theory, evidence and common sense. Economics Working Papers ECO2005/22, European University Institute.
- De Grauwe, P. (2012). *Economics of Monetary Union*. Oxford University Press, Oxford, UK.

- DG ECFIN (2011). European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Annual macro-economic database (AMECO). Data retrieved December 5, 2011. http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco.
- Erceg, C. J., Guerrieri, L., and Gust, C. (2005). Expansionary fiscal shocks and the us trade deficit*. *International Finance*, 8(3):363–397.
- Federal Reserve (2013). Board of Governors of the Federal Reserve System, Selected Interest Rates. Data retrieved January 24, 2013. <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/>.
- Garganas, N. C. and Tavlas, G. S. (2001). Monetary Regimes and Inflation Performance: The Case of Greece. In *Greece's Economic Performance and Prospects*. Bank of Greece and The Brookings Institution, Athens, Greece and Washington, D.C.
- Godley, W. and Cripps, F. (1983). *Macroeconomics*. Oxford University Press, New York.
- Hamilton, J. D. (1994). *Time Series Analysis*. Princeton University Press, Princeton.
- IMF (1999). Balance of payments manual. Statistics department, International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (1997). World Economic Outlook (WEO). available online at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1097/weocon97.HTM>.
- International Monetary Fund (2012). World Economic Outlook (WEO): Growth Resuming, Dangers Remain. available online at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/index.htm>.
- Kenen, P. (1969). The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In Mundell, R. A. and Swoboda, A. K., editors, *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago University Press, Chicago, IL.
- Kim, S. and Roubini, N. (2008). Twin deficit or twin divergence? fiscal policy, current account, and real exchange rate in the u.s. *Journal of International Economics*, 74(2):362—383.
- Krugman, P. (2012). Revenge of the Optimum Currency Area. In Acemoglu, D., Parker, J., and Woodford, M., editors, *NBER Macroeconomics Annual 2012*, volume 27. University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Kydland, F. E. and Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, 85(3):pp. 473–492.
- Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4):657–665.
- Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1995). Exchange rate dynamics redux. *Journal of Political Economy*, 103(3):624–660.
- Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. The MIT Press, Cambridge, MA.
- OECD (2011a). Organisation for Economic Co-operation and Development, Economic Outlook Database. Data retrieved December 5, 2011. <http://www.oecd-ilibrary.org/>.
- OECD (2011b). Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD.Stat Extracts. Data retrieved December 5, 2011. <http://stats.oecd.org/Index.aspx>.
- Reinhart, C. and Rogoff, K. (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2):573–578.

Salvatore, D. (2006). Twin deficits in the G-7 countries and global structural imbalances. *Journal of Policy Modeling*, 28:701–712.

Schneider, F. (2011). The Shadow Economy and Shadow Economy Labor Force: What Do We (Not) Know. Discussion Paper No. 576, Institute for the Study of Labor.

Steindl, J. (1990). Saving and debt. In *Economic Papers 1941–88.*, pages 208–215. Macmillan.

Summers, L. H. (1988). Tax policy and international competitiveness. In Frenkel, J., editor, *International aspects of fiscal policies*, pages 349–375. Chicago University Press, Chicago.

Taylor, L. (1994). Gap models. *Journal of Development Economics*, 45:17–34.

Taylor, L. and Lysy, F. J. (1979). Vanishing income redistributions: Keynesian clues about model surprises in the short run. *Journal of Development Economics*, 6(1):11–29.

Thirlwall, A. P. and Hussain, M. N. (1982). The balance of payments constraint, capital flows and growth rate differences between developing countries. *Oxford Economic Papers*, 34(3):498–510.

Vamvoukas, G. A. (1999). The twin deficits phenomenon: evidence from greece. *Applied Economics*, 31:1093–1100.

Volcker, P. A. (1984). Facing up to the twin deficits. Challenge 3.

World Bank Group (2011). World development indicators online. Data retrieved December 5, 2011. <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.

Zivot, E. and Andrews, D. W. K. (1992). Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, 10(3):251–270.

Παράρτημα

Πηγές για τα στοιχεία στην ενότητα 3

Σχήμα 1: World Development Indicators (World Bank Group 2011)

Σχήμα 2: Τα στοιχεία για το κρατικό έλλειμμα έως το 1998 προέρχονται από το Economic Outlook του ΟΑΣΑ (OECD 2011a) και τα υπόλοιπα από μια σειρά της Ετήσιας Βάσης μακροοικονομικών δεδομένων (AMECO) του Ecofin (DG ECFIN 2011). Τα στοιχεία για τις καθαρές πληρωμές τόκων προέρχονται από το CES-IFO (2011) και το πρωτογενές έλλειμμα υπολογίστηκε ως ένα κατάλοιπο.

Σχήμα 3: Το επιτόκιο υπολογίστηκε με βάση την εξίσωση (6) και τα στοιχεία για το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και των καθαρών πληρωμών για τόκους από τα σχήματα 1 και 2. Τα στοιχεία για τα επιτόκια της FED προέρχονται από την ιστοσελίδα του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού (2013).

Σχήμα 4: World Development Indicators (World Bank Group 2011)

Σχήμα 5: Τα στοιχεία για τον καθαρό αμφίδρομο δανεισμό (Net Lending-Net Borrowing) του εξωτερικού τομέα προέρχονται από τη σειρά για το «διαθέσιμο εισόδημα και το net lending - net borrowing» της βάσης στατιστικών δεδομένων του ΟΑΣΕ (OECD 2011b). Η σχέση καθαρού δανεισμού υπολογίστηκε με τρόπο ώστε να ικανοποιηθεί η λογιστική ταυτότητα (δηλαδή ότι το σύνολο των καθαρών δανειακών θέσεων των τριών τομέων ισούνται με το μηδέν).

Σχήμα 6: Βάση δεδομένων των Reinhart and Rogoff (2010). Τα στοιχεία είναι διαθέσιμα ηλεκτρονικά στο <http://www.reinhartandrogoff.com/>.

Σχήμα 7: Τα στοιχεία για το τρέχον ισοζύγιο προέρχονται από το World Economic Outlook 2012 του ΔΝΤ (International Monetary Fund 2012).

Σχήμα 8: Τα στοιχεία για τον καθαρό αμφίδρομο δανεισμό του εξωτερικού τομέα προέρχονται από τη σειρά για το «διαθέσιμο εισόδημα και το net lending - net borrowing» της βάσης στατιστικών δεδομένων του ΟΑΣΕ (OECD 2011b).

Σχήμα 9: Τα στοιχεία για το τρέχον ισοζύγιο προέρχονται από το World Economic Outlook του ΔΝΤ (International Monetary Fund 2012).