ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

No 103A

Δημοσιονομική Πολιτική και η Ύφεση: Η Περίπτωση της Ελλάδας

της

Έρσης Αθανασίου

Ιούλιος 2009

Έρση Αθανασίου

Ερευνήτρια
Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ)

Ευχαριστίες: Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους συμμετέχοντες στο σεμινάριο του ΚΕΠΕ όπου παρουσιάσθηκε η εργασία αυτή για τα εποικοδομητικά τους σχόλια.

Η παρούσα Εργασία για Συζήτηση αποτελεί μετάφραση της υπ΄αριθμ. 103., η οποία κυκλοφόρησε στην Αγγλική.

Δημοσιονομική Πολιτική και η Ύφεση:
Η Περίπτωση της Ελλάδας

Copyright 2009
του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών
Αμερικής 11, 106 72 Αθήνα

Οι γνώμες και κρίσεις που περιέχει η εργασία αυτή
είναι της συγγραφέως και δεν αντιπροσωπεύουν αναγκαία
γνώμες ή κρίσεις του Κέντρου Προγραμματισμού
και Οικονομικών Ερευνών.

ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

Το Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ) είναι το μεγαλύτερο ερευνητικό ίδρυμα για την οικονομική επιστήμη στη χώρα μας. Ιδρύθηκε το 1959 ως μία μικρή ερευνητική μονάδα με την επωνυμία «Κέντρον Οικονομικών Ερευνών», με βασικό σκοπό την επιστημονική μελέτη των οικονομικών προβλημάτων της Ελλάδας, την ενθάρρυνση των οικονομικών ερευνών και τη συνεργασία με άλλα επιστημονικά ιδρύματα.

Το 1964 το ΚΕΠΕ πήρε τη σημερινή του ονομασία. Τότε του ανατέθηκαν οι εξής πρόσθετες αρμοδιότητες: πρώτον, η κατάρτιση σχεδίων βραχυχρονίων, μεσοχρονίων και μακροχρονίων προγραμμάτων ανάπτυξης, η εκπόνηση σχεδίων προγραμμάτων περιφερειακής και χωροταξικής ανάπτυξης, καθώς και προγραμμάτων δημοσίων επενδύσεων, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές που καθορίζει η κυβέρνηση, δεύτερον, η παρακολούθηση και ανάλυση της βραχυπρόθεσμης και μεσοπρόθεσμης εξέλιξης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και η κατάρτιση προτάσεων για τη λήψη των κατάλληλων μέτρων, και τρίτον, η επιμόρφωση νέων οικονομολόγων, ιδιαίτερα σε θέματα προγραμματισμού και οικονομικής ανάπτυξης.

Σήμερα το ΚΕΠΕ επικεντρώνεται στη διεξαγωγή εφαρμοσμένων οικονομικών ερευνών που ενδιαφέρουν την ελληνική οικονομία και με την ιδιότητα του συμβουλευτικού οργάνου του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, από τον οποίο εποπτεύεται, παρέχει στην κυβέρνηση τεχνικές υπηρεσίες σε θέματα οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής.

Στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων αυτών εντάσσεται και η δημοσίευση των σειρών: (α) *Μελέτες*, οι οποίες είναι πρωτότυπες εργασίες που διερευνούν συγκεκριμένα επιστημονικά θέματα με σύγχρονες αναλυτικές μεθόδους. (β) *Εκθέσεις*, οι οποίες είναι συνθετικές ερευνητικές εργασίες με κλαδική, περιφερειακή ή εθνική διάσταση και παρουσιάζουν τεκμηριωμένα και συστηματικά τις εξελίξεις, τα προβλήματα, τις δυνατότητες και προοπτικές, καθώς και τις κατευθύνσεις πολιτικής στο ερευνώμενο θέμα. (γ) *Στατιστικές Σειρές*, οι οποίες παρουσιάζουν τα στοιχεία που προκύπτουν κατά τη διαδικασία του ερευνητικού έργου και τα οποία κρίνεται ότι έχουν γενικότερη χρησιμότητα. (δ) *Εργασίες για Συζήτηση*, οι οποίες είναι ερευνητικές εργασίες εν εξελίξει και στοχεύουν στη λήψη εποικοδομητικών σχολίων και γενικότερα συμβάλλουν στην καλλιέργεια του επιστημονικού διαλόγου. (ε) Ερευνητικές συνεργασίες, οι οποίες εκπονούνται από κοινού με άλλα ερευνητικά ιδρύματα ή συναφείς οργανισμούς. Οι εκδόσεις του ΚΕΠΕ από την ίδρυσή του έως σήμερα υπερβαίνουν τις 650.

Το ΚΕΠΕ βρίσκεται σε συνεχή επικοινωνία με αντίστοιχα επιστημονικά ιδρύματα του εξωτερικού και ανταλλάσσει εκδόσεις, όπως και απόψεις και

πληροφορίες πάνω σε θέματα τρεχουσών οικονομικών εξελίξεων και μεθόδων οικονομικής έρευνας, συμβάλλοντας και με αυτόν τον τρόπο στην προαγωγή της οικονομικής επιστήμης στη χώρα.

Περίληψη

Στο άρθρο αυτό παρουσιάζεται μία ανάλυση της σημασίας των έντονων και χρόνιων δημοσιονομικών και εξωτερικών ελλειμμάτων της χώρας ως προς τη δυνητική αποτελεσματικότητα μίας επιλεκτικής δημοσιονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της κρίσης. Υποστηρίζεται ότι, δεδομένων των πρόσφατων εξελίξεων στα επιτόκια δανεισμού της Ελλάδας και της αυξημένης ευαισθησίας των πιστωτικών αγορών στο ρίσκο, το επιτόκιο επί του συνόλου του εξωτερικού χρέους θα έτεινε να είναι υψηλότερο στην περίπτωση υιοθέτησης ενός πακέτου δημοσιονομικής ώθησης. Επιπλέον συνάγεται μέσω ενός απλού υποδείγματος, ότι οι διαρροές που θα συνεπάγονταν οι αυξημένες πληρωμές τόκων προς τους ξένους δανειστές θα μπορούσαν να εξουδετερώσουν τη θετική επίδραση του πολλαπλασιαστή, η οποία θα προέκυπτε από τη δημοσιονομική επέκταση. Συνεπώς, η Ελλάδα θα πρέπει να συνεχίσει να αποφεύγει την υιοθέτηση ενός πακέτου δημοσιονομικής ώθησης, όχι μόνον από σεβασμό στις δημοσιονομικές υποχρεώσεις της ως χώρας-μέλους της ΕΕ, αλλά κυρίως γιατί, σε τελευταία ανάλυση, ένα τέτοιο πακέτο θα ήταν αναποτελεσματικό.

1. Εισαγωγή

Υπό τις παρούσες συνθήκες κρίσεως στις διεθνείς χρηματαγορές και παγκόσμιας ύφεσης, ένα από τα κυριότερα τρέχοντα ζητήματα οικονομικής πολιτικής διεθνώς αφορά στον περιορισμό των συνεπειών της κρίσης για την οικονομική ανάπτυξη και την απασχόληση και στη διευκόλυνση της οικονομικής ανάκαμψης. Κοινή για όλες τις χώρες μέθοδος αντιμετώπισης του ζητήματος αυτού δεν υπάρχει, καθώς τα αίτια και τα αποτελέσματα της κρίσης και οι τρόποι μέσα από τους οποίους μπορεί να επιτευχθεί η ανάκαμψη διαφέρουν από χώρα σε χώρα, ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν σε κάθε μία και τα διαθέσιμα εργαλεία οικονομικής πολιτικής. Για την περίπτωση της Ελλάδας, υποστηρίζουμε στο άρθρο αυτό ότι, χώρια από τους περιορισμούς στις επιλογές οικονομικής πολιτικής που απορρέουν από τη συμμετοχή της χώρας στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), οι έντονες και χρόνιες αδυναμίες που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία όσον αφορά τη δημοσιονομική της κατάσταση και το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών περιορίζουν ουσιαστικά τη δυνητική αποτελεσματικότητα μίας επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής παρόμοιας με εκείνες που έχουν υιοθετηθεί από άλλες χώρες που αντιμετωπίζουν την κρίση. Ενώ η ανάλυση αναφέρεται στην Ελλάδα, τα επιχειρήματά μας ενδέχεται να έχουν εφαρμογή και σε άλλα κράτη μέλη της ΕΕ, που πάσχουν από σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες.

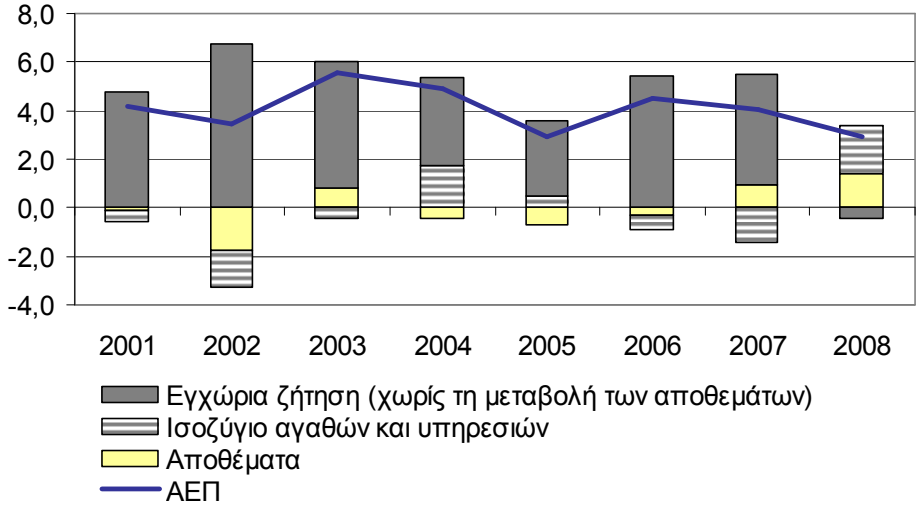
2. Οικονομικές συνθήκες στην Ελλάδα προ της κρίσης

Τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα εξελίχθηκε σε μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ευρώπης, επιτυγχάνοντας παράλληλα σημαντική μείωση του επιπέδου ανεργίας. Πιο συγκεκριμένα, κατά την περίοδο 2000-2007 το πραγματικό ΑΕΠ της Ελλάδας αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,2%, έναντι αντίστοιχου ρυθμού 1,9% στην Ευρωζώνη, ενώ το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε συνολικά κατά 2,9 εκατοστιαίες μονάδες, φθάνοντας το 8,3% το 2007, έναντι 7,4% στην Ευρωζώνη.

Η οικονομική μεγέθυνση κατά την προαναφερόμενη περίοδο βασίσθηκε στην ταχεία αύξηση της εγχώριας ζήτησης, ενώ ο εξωτερικός τομέας της οικονομίας συνεισέφερε κατά μέσον όρο αρνητικά στην ανάπτυξη (Διάγραμμα 1). Η αύξηση της εγχώριας ζήτησης υποστηρίχθηκε από μία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, με

δημόσια ελλείμματα τα οποία – εξαιρουμένου του έτους 2006 – υπερέβαιναν το οριζόμενο στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης της ΕΕ (ΣΣΑ) όριο του 3% του ΑΕΠ (Πίνακας 1). Επιπλέον, η εγχώρια ζήτηση ενισχύθηκε από την ταχεία πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά και, σε μικρότερο βαθμό, τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, με μέσους ετήσιους ρυθμούς 29,6% και 14,8% αντίστοιχα.

Διάγραμμα 1
Ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ της Ελλάδας και συνιστώσες της ανάπτυξης (%)



Πηγή: Εθνικοί Λογαριασμοί, 2000-2008.

Τα επιμόνως υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι κατά την αφετηρία της εξεταζόμενης περιόδου το χρέος του δημοσίου τομέα της Ελλάδας ήταν είδη αυξημένο, είχαν σαν αποτέλεσμα η Ελλάδα να έχει το 2007 τη δεύτερη υψηλότερη αναλογία δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ στην ΕΕ. Συγκεκριμένα, αν και η αύξηση του δημοσίου χρέους υπεραντισταθμίστηκε από την ταχεία ανάπτυξη του ΑΕΠ, με αποτέλεσμα την υποχώρηση της αναλογίας του χρέους στο ΑΕΠ από 103,2% το 2000 σε 94,8% το 2007, το τελευταίο αυτό ποσοστό ήταν κατά 28,6 εκατοστιαίες μονάδες υψηλότερο από το μέσο όρο της Ευρωζώνης και υπολειπόταν μόνον του αντίστοιχου ποσοστού της Ιταλίας.

Εκτός του υψηλού δημοσίου χρέους, τα χρεωστικά βάρη του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν σημαντικά κατά την περίοδο 2000-2007, ως αποτέλεσμα της προαναφερόμενης ταχείας πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, το χρέος των νοικοκυριών έφτασε το 45,6% του ΑΕΠ το 2007 από μόλις 12,5% του ΑΕΠ το 2000, ενώ το χρέος των επιχειρήσεων αυξήθηκε στο 48,8% του ΑΕΠ το 2007 από 31,1% το 2000 (Πίνακας 1).

Δεδομένου ότι η καθαρή αποταμίευση της ελληνικής οικονομίας ήταν κατά μέσον όρο αρνητική στην περίοδο 2000-2007 (βλέπε Πίνακα 1), τα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και η ταχεία αύξηση του ιδιωτικού χρέους χρηματοδοτήθηκε με εξωτερικό δανεισμό. Έτσι, κατά μέσο όρο, ο καθαρός ετήσιος δανεισμός της Ελλάδας έφτασε το 10% του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2000-2007, οδηγώντας σε μεγάλη αύξηση του εξωτερικού χρέους της χώρας.

Πίνακας 1

Εξέλιξη του δημοσίου και του ιδιωτικού χρέους και καθαρή αποταμίευση/καθαρός δανεισμός της ελληνικής οικονομίας (% του ΑΕΠ)

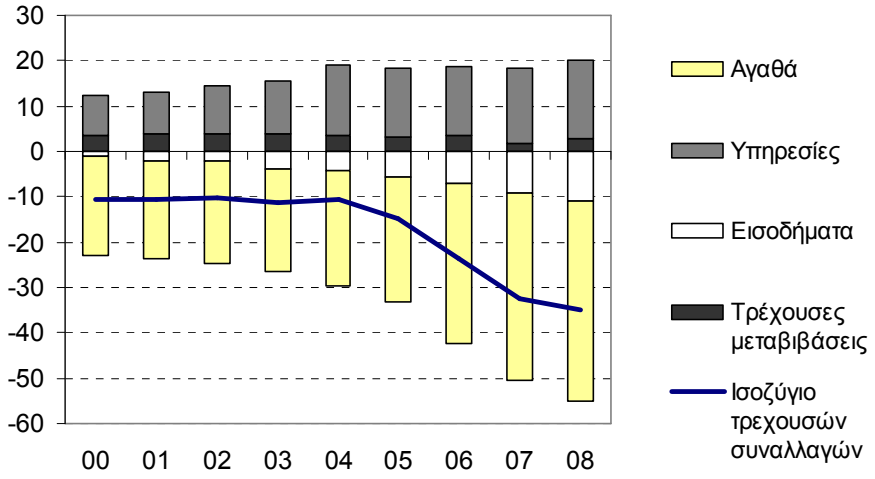
	Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης	Δημόσιο Χρέος	Χρέος Εγχώριων Επιχειρήσεων*	Χρέος Εγχώριων Νοικοκυριών*	Καθαρή Αποταμίευση	Καθαρός Δανεισμός της Οικονομίας
2000	-3,7	103,2	31,1	12,5	-0,1	9,6
2001	-4,5	103,6	34,3	16,3	0,2	10,2
2002	-4,7	100,6	35,1	20,1	0,0	11,7
2003	-5,7	97,9	37,1	23,5	0,0	11,0
2004	-7,5	98,6	38,4	28,3	1,4	8,9
2005	-5,1	98,8	41,0	34,9	-0,6	9,3
2006	-2,8	95,9	43,9	40,3	-0,6	9,1
2007	-3,5	94,8	48,8	45,6	-2,2	12,1
2008	-5,0	97,6	54,5	48,2	-2,7	11,0

*Αφορά τη χρηματοδότηση από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (ΝΧΙ).

Πηγή: ΕΣΥΕ, Τράπεζα της Ελλάδος.

Η αύξηση του εξωτερικού χρέους της ελληνικής οικονομίας προκύπτει και από την εξέλιξη των μεγεθών του ισοζυγίου πληρωμών. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της χώρας παρέμεινε υψηλό κατά την περίοδο 2000-2004 και διευρύνθηκε περεταίρω από το 2005 και έπειτα, φτάνοντας το 14,2% του ΑΕΠ το 2007. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την ύπαρξη έντονων ανισορροπιών στο ισοζύγιο αγαθών, αλλά και την ταχεία επιδείνωση του ισοζυγίου εισοδημάτων. Ως προς το ισοζύγιο αγαθών, οι εισαγωγές υπερέβαιναν συστηματικά και κατά πολύ τις εξαγωγές και σημείωσαν ταχεία αύξηση τα τελευταία χρόνια, υποδηλώνοντας ένα σημαντικό έλλειμμα ανταγωνιστικότητας. Αναφορικά με το έλλειμμα του ισοζυγίου εισοδημάτων, ο σχεδόν δεκαπλασιασμός του κατά την περίοδο 2000-2007 οφείλεται κατά κύριο λόγο στην άνοδο του ελλείμματος του ισοζυγίου τόκων στο 3,2% του ΑΕΠ το 2007 από μόλις 0,7% το 2000.

Διάγραμμα 2
Εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και των συνιστωσών του (δις €)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Ενώ το υψηλό και αυξανόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυτομάτως υποδηλώνει ταχεία αύξηση των εξωτερικών υποχρεώσεων της χώρας, η άνοδος του ελλείμματος του ισοζυγίου τόκων ειδικότερα αποτελεί ισχυρή ένδειξη διόγκωσης του εξωτερικού χρέους[1]. Πράγματι, όπως φαίνεται στον Πίνακα 2, το ακαθάριστο εξωτερικό χρέος της Ελλάδας έφτασε το 149% του ΑΕΠ το 2008, από μόλις 95% το 2003[2]. Αυτό προέκυψε από την ταχεία αύξηση του ποσού του χρέους της γενικής κυβέρνησης που διακρατείται από ξένους, σε συνδυασμό την ακόμα πιο απότομη διόγκωση του εξωτερικού χρέους που βαρύνει το υπόλοιπο της οικονομίας.

[1] Καθώς τα επιτόκια που ίσχυαν το 2000 ήταν σημαντικά χαμηλότερα αυτών που ίσχυσαν τα επόμενα χρόνια, η αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τόκων μπορεί να αποδοθεί μόνον σε μία σημαντική διόγκωση του εξωτερικού χρέους της χώρας.
[2] Το 2003 είναι το πρώτο έτος για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία του ακαθάριστου εξωτερικού χρέους της Ελλάδας.

Πίνακας 2
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος της ελληνικής οικονομίας

	Γενική κυβέρνηση		Υπόλοιπο οικονομίας		Σύνολο	
	δις €	*% του ΑΕΠ*	δις €	*% του ΑΕΠ*	δις €	*% του ΑΕΠ*
2003	101	*59%*	62	*36%*	162	*95%*
2004	125	*67%*	61	*33%*	186	*100%*
2005	145	*73%*	78	*39%*	223	*113%*
2006	154	*72%*	96	*45%*	250	*117%*
2007	178	*78%*	132	*58%*	311	*136%*
2008	192	*79%*	171	*70%*	363	*149%*

Πηγή: Quarterly External Debt Statistics (QEDS), IMF και World Bank.

3. Επιδράσεις της συμμετοχής της Ελλάδας στην Ευρωζώνη στη δανειακή της θέση

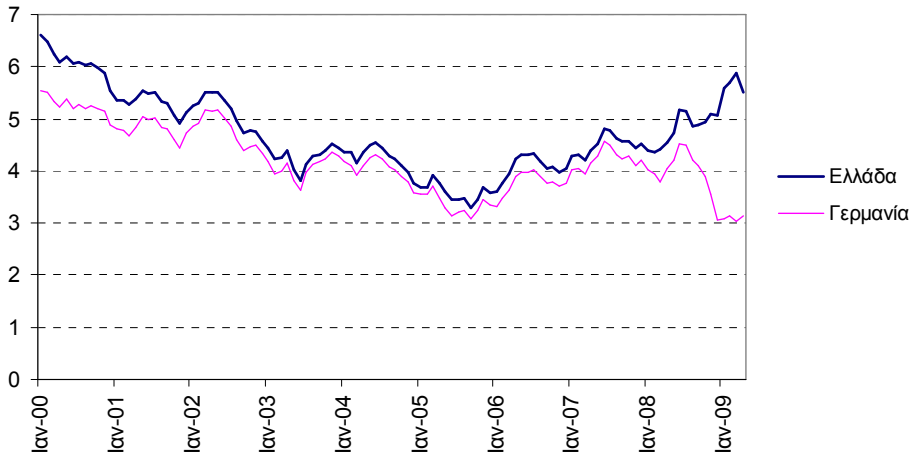
Παρατηρώντας τα αυξανόμενα ελλείμματα και το διογκούμενο χρέος της Ελλάδας κατά την περίοδο 2000-2007, εύλογα διερωτάται κανείς πως ήταν δυνατόν να διατηρηθεί για όλο αυτό το διάστημα μία τόσο μεγάλη απόκλιση μεταξύ του εισοδήματος και των δαπανών της χώρας, χωρίς να τεθεί σε λειτουργία κάποιος μηχανισμός εξισορρόπησης. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό συνδέεται με το σχετικά περιορισμένο οικονομικό βάρος της Ελλάδας ως χώρας-μέλους της Ευρωζώνης. Χωρίς τον παράγοντα αυτόν, τα μεγάλα εξωτερικά ελλείμματα θα είχαν αργά ή γρήγορα προκαλέσει μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η οποία θα έτεινε να συγκρατήσει τη ζήτηση για εισαγωγές, συμβάλλοντας παράλληλα στην ενίσχυση των εξαγωγών. Αντ' αυτού, η συμμετοχή της Ελλάδας στην Ευρωζώνη είχε ως αποτέλεσμα μία συναλλαγματική ισοτιμία ουσιαστικά ανεξάρτητη από την εξωτερική οικονομική θέση της χώρας[3]. Αντί υποτίμησης, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμήθηκε κατά 17% στην περίοδο 2002-2007, συντελώντας στην περαιτέρω επιδείνωση του εξωτερικού ελλείμματος[4].

Εκτός της εξουδετέρωσης του μηχανισμού συναλλαγματικής ισοτιμίας ως μέσου διόρθωσης των εξωτερικών ανισορροπιών, η συμμετοχή της Ελλάδας στην Ευρωζώνη είχε ανάλογη επίδραση και στο μηχανισμό των επιτοκίων. Με το βαθμό επενδυτικού κινδύνου της χώρας (country risk) να έχει περιορισθεί σημαντικά με την ένταξη στο Ευρώ, και με την ρευστότητα της αγοράς να είναι άφθονη, ο δημόσιος και ο ιδιωτικός τομέας της Ελλάδας ήταν σε θέση να εξασφαλίζουν χρηματοδότηση με τα

[3] Για μία μελέτη των επιδράσεων της ένταξης της Ελλάδας στην Ευρωζώνη, βλέπε Argyrou, 2006.
[4] Βλέπε Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Τράπεζα της Ελλάδος (διάφορα τεύχη).

χαμηλά επιτόκια που ίσχυαν για τις άλλες χώρες της Ευρωζώνης, ανεξάρτητα από το αυξανόμενο χρέος και τον συγκριτικά υψηλό πληθωρισμό της ελληνικής οικονομίας. Ενδεικτικά, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 3, από την ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωζώνη (2002) μέχρι το 2007 τα επιτόκια των Ελληνικών και των Γερμανικών ομολόγων δημοσίου διέφεραν ελάχιστα. Στην περίπτωση της Ελλάδας, ο συνδυασμός χαμηλών ονομαστικών επιτοκίων και πληθωρισμού, ο οποίος κατά την περίοδο 2002-2007 ήταν κατά 1,2 εκατοστιαίες μονάδες υψηλότερος του μέσου όρου της Ευρωζώνης (2,2%), είχε ως συνέπεια τη διατήρηση των πραγματικών επιτοκίων σε πολύ χαμηλά ή και σε ορισμένες περιπτώσεις αρνητικά επίπεδα. Τα επιτόκια αυτά αναπόφευκτα αποθάρρυναν την αποταμίευση, ενθάρρυναν την πιστωτική επέκταση και επομένως συνέβαλλαν σημαντικά στην διατήρηση των ελλειμμάτων και την αύξηση του εξωτερικού χρέους της Ελλάδας.

Διάγραμμα 3
Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων (%)



Πηγή:Τράπεζα της Ελλάδος, Deutsche Bundesbank.

Δεδομένου του ρόλου που είχε η συμμετοχή της Ελλάδας στην Ευρωζώνη για τα επιτόκια και τη συναλλαγματική ισοτιμία, είναι σαφές ότι πριν από το ξέσπασμα της τρέχουσας κρίσης, η μόνη πολιτική που θα μπορούσε να συγκρατήσει την άνοδο του εξωτερικού χρέους της χώρας θα ήταν μία πολιτική δημοσιονομικής εξυγίανσης. Εντούτοις, όπως υποδηλώνουν οι προαναφερόμενες εξελίξεις στο έλλειμμα του δημοσίου, η πολιτική που ακολουθήθηκε ήταν σε γενικές γραμμές επεκτατική, μία επιλογή που κατά πάσα πιθανότητα επηρεάσθηκε τόσο από τις τότε ευοίωνες

προβλέψεις για το μέλλον της ελληνικής και της διεθνούς οικονομίας, όσο και από τη γενικότερη άποψη ότι, με δεδομένη την συμμετοχή της Ελλάδας στη νομισματική ένωση η άντληση εξωτερικής χρηματοδότησης δεν συνιστούσε πρόβλημα για τη χώρα (IMF, 2008a, σελ.10).

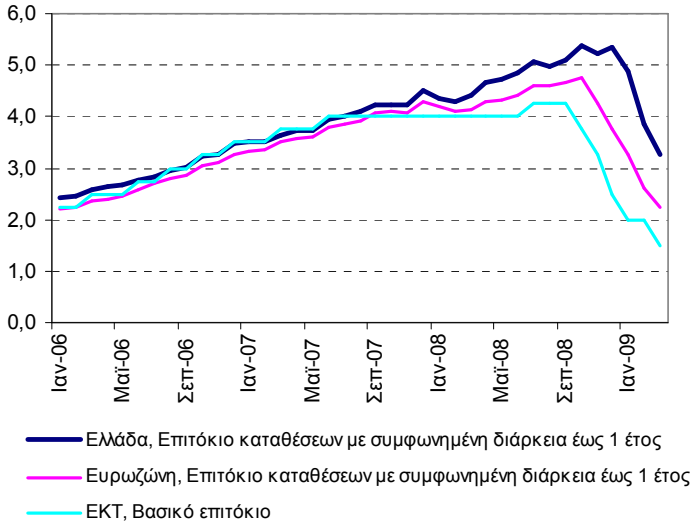
4. Εξελίξεις στα επιτόκια της Ελλάδας στην πορεία της κρίσης

Από τα προηγούμενα, είναι σαφές ότι η διεθνής κρίση εκδηλώθηκε σε μία περίοδο κατά την οποία η ελληνική οικονομία ήταν επιβαρυμένη από τα χρόνια ελλείμματα και το αυξημένο εξωτερικό της χρέος. Όπως αποδείχθηκε στην πράξη, η αδυναμία αυτή έθεσε πρόσφατα την Ελλάδα σε μειονεκτική θέση ως προς το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους της. Καθώς το αυξημένο χρέος της Ελλάδας συνεπάγεται και αυξημένο κίνδυνο για τους δανειστές (default risk), και καθώς το ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) ενισχύθηκε σημαντικά ως αποτέλεσμα της κρίσης, προέκυψε μία σημαντική απόκλιση (spread) μεταξύ των επιτοκίων του χρέους της Ελλάδας και των αντίστοιχων επιτοκίων άλλων χωρών μελών της Ευρωζώνης, ενώ η πολιτική επιτοκίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) έχασε αρκετή από τη σημασία της για τον προσδιορισμό του κόστους εξυπηρέτησης του ελληνικού χρέους. Ενδεικτικά, η διαφορά επιτοκίου μεταξύ του Ελληνικού και του Γερμανικού δεκαετούς κρατικού ομολόγου έφτασε τις 2,87 εκατοστιαίες μονάδες το Μάρτιο του 2009 από έναν μέσον όρο 0,26 μονάδων στο διάστημα 2002-2007 (βλέπε Διάγραμμα 3). Επιπλέον, η διαφορά μεταξύ του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ και του επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας έως 1 χρόνου στην Ελλάδα διευρύνθηκε στις 2,89 εκατοστιαίες μονάδες μέχρι τον Ιανουάριο του 2009 και ισούτο με 1,75 μονάδες το Μάρτιο του 2009, από μόλις 0,07 μονάδες το 2006 (βλέπε Διάγραμμα 4).

Η εμφάνιση των ανωτέρω μεγάλων αποκλίσεων επιτοκίου υποδηλώνει ότι, στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας, τα επιτόκια άρχισαν, απρόσμενα, να παίζουν ξανά τον ρόλο τους ως μηχανισμός εξισορρόπησης. Για τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας, τα υψηλότερα επιτόκια καταθέσεων και τα αντίστοιχα υψηλότερα επιτόκια δανεισμού θα αναμενόταν να ενθαρρύνουν την αποταμίευση και να αποθαρρύνουν την πιστωτική επέκταση για καταναλωτικούς και επενδυτικούς σκοπούς, ασκώντας έτσι περιοριστικές επιδράσεις στη ζήτηση για εισαγωγές. Για το δημόσιο τομέα, το υψηλότερο κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους επιβαρύνει μεν τον κρατικό προϋπολογισμό, δημιουργεί όμως ταυτόχρονα ένα πρόσθετο κίνητρο

για τον περιορισμό του δημοσίου ελλείμματος, καθώς μία βελτίωση των δημοσίων οικονομικών θα έτεινε να έχει ευεργετική επίδραση στους όρους δανεισμού της χώρας.

Διάγραμμα 4
Επιτόκια καταθέσεων και βασικό επιτόκιο ΕΚΤ (%)



Πηγή: ΕΚΤ.

Παρά τη δυνητική συνεισφορά τους στον περιορισμό των ελλειμμάτων, οι μεγάλες αποκλίσεις επιτοκίων συνεπεία της δανειακής θέσης της χώρας είναι πιθανόν να έχουν σοβαρό αντίκτυπο και στην ανάπτυξη. Όπως υποστηρίζουμε παρακάτω, ο αντίκτυπος αυτός ενδέχεται να είναι κρίσιμος για τη δυνητική αποτελεσματικότητα μίας επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής ενάντια στην τρέχουσα ύφεση.

5. Ύφεση και η κατάλληλη δημοσιονομική πολιτική

Η οικονομική πολιτική στην Ελλάδα καλείται το τελευταίο διάστημα να αντιμετωπίσει μία ταχεία χειροτέρευση των οικονομικών συνθηκών που συνδέεται με την κρίση. Κατά τη διάρκεια του 2008, η οικονομική μεγέθυνση υποχώρησε σταδιακά, διαμορφώνοντας το μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ για το σύνολο του έτους στο 2,9%, ενώ στο πρώτο τρίμηνο του 2009 παρατηρήθηκε αύξηση του ΑΕΠ σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο κατά μόλις 0,3%. Συνολικά για το 2009, οι προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας δεν είναι ευοίωνες, καθώς οι προβλέψεις για τη μεταβολή του ΑΕΠ κυμαίνονται από το 1,1% (Υπουργείο

Οικονομίας Οικονομικών, 2009) στο -0,9% (European Commission, 2009). Στο πεδίο της αγοράς εργασίας, η ανεργία έχει ήδη σημειώσει άνοδο φτάνοντας το 9,4% το Μάρτιο του 2009 έναντι 7,2% στα μέσα του 2008, ενώ αναμένεται να επιδεινωθεί περεταίρω στο προσεχές μέλλον, σε ακολουθία με τις εξελίξεις στο προϊόν.

Καθώς η ύφεση και η υποχώρηση της απασχόλησης αποτελεί επί του παρόντος διεθνές φαινόμενο, ανανεωμένο εμφανίζεται το ενδιαφέρον γύρω από τη μακρά αντιπαράθεση που αφορά τη χρησιμότητα της επιλεκτικής δημοσιονομικής πολιτικής (discretionary fiscal policy) ως εργαλείου υποστήριξης της ανάπτυξης[5]. Στο διεθνές επίπεδο, τα επιλεκτικά δημοσιονομικά μέτρα ώθησης (περιλαμβανομένων της αύξησης των κρατικών δαπανών για κατανάλωση και επενδύσεις, της μείωσης φόρων και της ενίσχυσης των κρατικών μεταβιβάσεων) προβάλλονται ευρέως ως αναπόσπαστα τμήματα μίας αποτελεσματικής παγκόσμιας πολιτικής ενάντια στην κρίση (βλέπε π.χ. IMF, 2008b). Στην ΕΕ, το συνολικό μέγεθος των πακέτων δημοσιονομικής ώθησης που έχουν υιοθετηθεί από τις χώρες μέλη στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Σχεδίου Ανάκαμψης εκτιμάται στο 1,1% του ΑΕΠ της ΕΕ για το 2009 (European Commission, 2009), ενώ στις ΗΠΑ, την Κίνα και την Ιαπωνία τα εν λόγω πακέτα εκτιμώνται στο 1,9%, το 2,1% και το 1,4% του ΑΕΠ των χωρών αυτών αντίστοιχα (Prasad & Sorkin, 2009). Η οικονομική λογική πίσω από τα πακέτα αυτά βασίζεται αφ' ενός στο εξαιρετικό βάθος και την παγκόσμια κλίμακα της κρίσης - παράγοντες που σύμφωνα με την επιχειρηματολογία δικαιολογούν δραστική κρατική παρέμβαση - αφ' ετέρου δε στο γεγονός ότι οι εναλλακτικές μακροοικονομικές πολιτικές για τη στήριξη της ζήτησης είναι, κάτω από τις παρούσες συνθήκες, λιγότερο αποτελεσματικές: με δεδομένη τη μεγάλη υποχώρηση του διεθνούς εμπορίου μία πολιτική προώθησης των εξαγωγών θα ήταν κατά πάσα πιθανότητα αντιπαραγωγική; επιπλέον, με τον μηχανισμό μετάδοσης των νομισματικών μεταβολών (monetary transmission mechanism) να έχει εξασθενήσει λόγω της χρηματοπιστωτικής φύσεως της κρίσης και με τα επιτόκια των κεντρικών τραπεζών ήδη σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στις περισσότερες χώρες, τα περιθώρια υποστήριξης της ανάκαμψης μέσω της πολιτικής επιτοκίων είναι στις περισσότερες περιπτώσεις περιορισμένα (IMF, 2008b).

Στην περίπτωση της Ελλάδας, η άνοδος του δημοσιονομικού ελλείμματος στο 3,5% το 2007 και στο 5% το 2008 προκάλεσε την υπαγωγή της χώρας στη

[5] Βλέπε π.χ. Leijonhufvud (2008), Barrell, Fic and Liadze (2009), Belke (2009), ECB (2009).

Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ) της ΕΕ. Στο πλαίσιο της διαδικασίας αυτής, η ελληνική οικονομία παρακολουθείται στενά από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή προκειμένου να διασφαλισθεί ο σταδιακός περιορισμός του ελλείμματος του δημοσίου κάτω από το όριο του 3%. Η υπαγωγή της Ελλάδας στη ΔΥΕ αυτόματα συνεπάγεται την υποχρέωση αποφυγής της εφαρμογής μέτρων δημοσιονομικής ώθησης. Μη έχοντας περιθώριο δημοσιονομικών ελιγμών, η ελληνική κυβέρνηση έχει πράγματι αποφύγει μέχρι στιγμής την υιοθέτηση ενός πακέτου δημοσιονομικής ώθησης, παρά τις έντονες εγχώριες πιέσεις για δράση προς αυτήν την κατεύθυνση.

Αφήνοντας κατά μέρος τις υποχρεώσεις δημοσιονομικής πολιτικής της Ελλάδας ως χώρας μέλους της ΕΕ, ένα ενδιαφέρον ερώτημα προς εξέταση είναι το κατά πόσον, αν δεν υφίσταντο οι υποχρεώσεις αυτές ή αν η συμμόρφωση προς αυτές δεν ήταν πλήρης, η εφαρμογή ενός πακέτου δημοσιονομικής ώθησης θα ήταν υπό τις παρούσες συνθήκες αποτελεσματική στην ενίσχυση της ανάπτυξης της Ελλάδας. Με άλλα λόγια, ένα ενδιαφέρον ζήτημα προς εξέταση είναι το κατά πόσον η ΔΥΕ προστατεύει την Ελλάδα από την εμπλοκή σε μία περεταίρω χειροτέρευση της δημοσιονομικής της θέσης με αμφίβολα οφέλη για την ανάπτυξη, ή αν, αντίθετα, παρεμποδίζει τη λήψη δημοσιονομικών μέτρων τα οποία, παρά το κόστος τους, θα ήταν αποτελεσματικά στην υποβοήθηση της ανάκαμψης.

Για να εξετάσουμε το ερώτημα αυτό ας υποθέσουμε ότι η ελληνική κυβέρνηση αποφασίζει να υιοθετήσει ένα πακέτο δημοσιονομικής ώθησης ισοδύναμο με μία αύξηση των κρατικών δαπανών ίση με ΔGj στο ξεκίνημα της περιόδου j. Σύμφωνα με το βασικό Κεϋνσιανό πλαίσιο των επιδράσεων μίας δημοσιονομικής επέκτασης στη ζήτηση, η αύξηση αυτή στην κρατική δαπάνη θα έχει μία θετική επίδραση στο ΑΕΠ της οικονομίας στην περίοδο j, ίση με

$$k_j \, \Delta G_j$$

όπου $k_j = 1/(1 - c_j \, (1 - t_j) + m_j)$ ο πολλαπλασιαστής, c_j η οριακή ροπή για κατανάλωση (marginal propensity to consume), t_j ο οριακός φορολογικός συντελεστής (marginal tax rate) και m_j η οριακή ροπή προς εισαγωγές (marginal propensity to import).

Αφού ο δημόσιος τομέας της Ελλάδας καταγράφει είδη υψηλά ελλείμματα, το κόστος ενός πακέτου δημοσιονομικής ώθησης θα έπρεπε να χρηματοδοτηθεί κυρίως μέσω της έκδοσης νέου κρατικού χρέους. Δεδομένου ότι ο ιδιωτικός τομέας της Ελλάδας χαρακτηρίζεται από πολύ χαμηλό ποσοστό αποταμίευσης, θα ήταν λογικό να υποθέσει κανείς ότι ένα μεγάλο μέρος αυτού του νέου χρέους θα χρηματοδοτείτο

από ξένους. Επομένως, στην περίπτωση της Ελλάδας, μία σημαντική δημοσιονομική επέκταση θα οδηγούσε σε σημαντική αύξηση του εξωτερικού χρέους.

Αν κάναμε την απλουστευτική υπόθεση ότι το πακέτο ώθησης χρηματοδοτούταν ολοκληρωτικά μέσω κρατικού δανεισμού, έτσι ώστε $\Delta G_j = \Delta GD_j$, όπου ΔGD_j η αύξηση του χρέους της κυβέρνησης που συμπίπτει με την ώθηση, και αν θέταμε ως $0 \le a_j \le 1$ το ποσοστό του νέου κρατικού χρέους που χρηματοδοτούνταν από ξένους, τότε εξ ορισμού

$$a_j \Delta G_j = \Delta ED_j$$

όπου ΔED_j ισούται, *ceteris paribus*, με την αύξηση του εξωτερικού χρέους της χώρας ως αποτέλεσμα του πακέτου ώθησης[6].

Υποθέτοντας ένα σταθερό επιτόκιο $r_j = r_{j-1} = r$, η αύξηση στο εξωτερικό χρέος θα προκαλούσε μία διαρροή εισοδήματος από τη χώρα με την μορφή πληρωμών τόκων από το δημόσιο τομέα στους ξένους δανειστές που κατέχουν το νέο κρατικό χρέος. Εφόσον έχουμε υποθέσει ότι η δημοσιονομική επέκταση και η αντίστοιχη αύξηση του χρέους λαμβάνουν χώρα στην αρχή της περιόδου j, τότε για το σύνολο της περιόδου αυτής η διαρροή εισοδήματος λόγω της επέκτασης θα ισούταν με

$$r\, \Delta ED_j = r\, a_j\, \Delta G_j$$

Το αποτέλεσμα της διαρροής αυτής στη ζήτηση θα εξαρτιόταν εν μέρει από την μέθοδο χρηματοδότησης των πρόσθετων πληρωμών τόκων. Υποθέτοντας ότι το κράτος δεν θα χρηματοδοτούσε τις πληρωμές αυτές με νέο χρέος, η διαρροή θα συνεπαγόταν είτε μείωση των κρατικών δαπανών είτε αύξηση στους φόρους, ενέργειες οι οποίες θα έτειναν να έχουν αρνητική επίδραση στη ζήτηση. Ορίζοντας ως ΔY_j την καθαρή μεταβολή στο προϊόν της οικονομίας η οποία προκύπτει από το συνδυασμό της επίδρασης αυτής και του πολλαπλασιαστή, έχουμε

$$\Delta Y_j = k_j\, \Delta G_j - k_j\, r\, a_j\, \Delta G_j = k_j \Delta G_j\, (1 - r\, a_j) \qquad (1)$$

Υπό τις συνθήκες επιτοκίων που επικρατούν στην Ελλάδα, το γινόμενο $r\, a_j$ θα είχε μικρή τιμή και επομένως η επίδραση της διαρροής εισοδήματος στην αναπτυξιακή ώθηση από τη δημοσιονομική επέκταση θα ήταν περιορισμένη. Λαμβάνοντας για παράδειγμα $r = 5{,}5\%$ (δηλαδή r ίσο με την τρέχουσα απόδοση του

[6] Σημειώνεται ότι ένα πακέτο δημοσιονομικής ώθησης θα μπορούσε επίσης να επηρεάσει το εξωτερικό χρέος μίας χώρας προκαλώντας αύξηση στις εξωτερικές υποχρεώσεις του ιδιωτικού τομέα. Χάριν απλούστευσης, υποθέτουμε εδώ ότι δεν επέρχεται μεταβολή στο εξωτερικό χρέος του ιδιωτικού τομέα, καθώς η αντίθετη υπόθεση όχι μόνον δεν θα αποδυνάμωνε αλλά θα ενίσχυε τα συμπεράσματά μας.

10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου) και a_j=1, συνάγουμε ότι η πρόσθετη διαρροή για πληρωμές τόκων λόγω του πακέτου δημοσιονομικής ώθησης θα μείωνε την επίδραση του πακέτου αυτού στο προϊόν μόνον κατά 5,5%.

Αν και ενδεχομένως εύλογη για μία χώρα με χαμηλό εξωτερικό χρέος σε μία ομαλή οικονομική περίοδο, η υπόθεση σταθερότητας του επιτοκίου δεν είναι απαραίτητα ρεαλιστική στην περίπτωση της Ελλάδας, ιδιαίτερα υπό τις τρέχουσες συνθήκες αυξημένης ευαισθησίας της διεθνούς χρηματαγοράς. Όπως προαναφέρθηκε, οι πιστωτικές αγορές ήδη επιβαρύνουν την Ελλάδα για τις δημοσιονομικές και εξωτερικές ανισορροπίες της με υψηλές διαφορές επιτοκίων. Επιπλέον, οι αγορές βρίσκονται σε επαγρύπνηση για το ενδεχόμενο αύξησης του κίνδυνου αθέτησης πληρωμών της Ελλάδας, πράγμα που σημαίνει ότι μία αύξηση του χρέους της χώρας λόγω δημοσιονομικής επέκτασης θα ήταν πιθανόν είτε να πυροδοτήσει μία περεταίρω αύξηση της διαφοράς επιτοκίου, είτε να εμποδίσει την μείωση της διαφοράς αυτής κατά την ανάκαμψη των χρηματαγορών από την κρίση. Και στις δύο αυτές περιπτώσεις, το επιτόκιο επί του συνόλου του εξωτερικού χρέους της Ελλάδας θα έτεινε να είναι υψηλότερο στην περίπτωση μίας δημοσιονομικής επέκτασης από ότι σε διαφορετική περίπτωση. Δεδομένου του σημαντικού ύψους του εξωτερικού χρέους της Ελλάδας, ένα υψηλότερο επιτόκιο συνεπάγεται μία σοβαρή πρόσθετη διαρροή εισοδήματος από τη χώρα με τη μορφή πληρωμών για τόκους, και επομένως μία σοβαρή αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη.

Για φανεί αυτό, ας εξετάσουμε την περίπτωση μίας αύξησης s στο επιτόκιο στην αρχή της περιόδου j ως αποτέλεσμα της δημοσιονομικής επέκτασης, έτσι ώστε $r_j = r_{j-1} + s = r + s$ όπου $s>0$. Στην περίπτωση αυτή οι πληρωμές τόκων της οικονομίας στους ξένους δανειστές θα προσαυξάνονταν κατά ένα ποσό

$$(r + s)\,\Delta ED_j = (r + s)\; a_j\,\Delta G_j$$

σχετιζόμενο με τις πληρωμές τόκων επί του νέου εξωτερικού χρέους που θα εξέδιδε το δημόσιο προκειμένου να χρηματοδοτήσει την επέκταση, *συν* ένα ποσό

$$s\,ED_{j-1}$$

σχετιζόμενο με τις πρόσθετες πληρωμές τόκων στο *σύνολο* του προϋπάρχοντος εξωτερικού χρέους της χώρας. Καθώς το δεύτερο από τα δύο αυτά ποσά είναι αναλογικό με το μέγεθος του εξωτερικού χρέους, η διαρροή εισοδήματος από μία σημαντική αύξηση επιτοκίου και οι συνέπειες αυτής για τη συνολική ζήτηση θα ήταν

σοβαρές για μία χώρα με υψηλό εξωτερικό δανεισμό. Επιπλέον, καθώς το ED_{j-1} αποτελείται όχι μόνον από δημόσιο αλλά και από ιδιωτικό χρέος, η ανάπτυξη θα επηρεαζόταν από τη διαρροή αυτή όχι μόνον μέσω των δημοσιονομικών μέτρων που θα απαιτούνταν για τη χρηματοδότηση των πρόσθετων πληρωμών τόκων του δημόσιου τομέα, αλλά και πιο άμεσα, μέσω της μείωσης του ιδιωτικού διαθέσιμου εισοδήματος κατά το ποσό της αύξησης των πληρωμών τόκων του ιδιωτικού τομέα προς το εξωτερικό[7]. Ως προς τη διαρροή που συνδέεται με τις αυξημένες υποχρεώσεις τόκων του δημοσίου τομέα, η προκύπτουσα μείωση στο προϊόν θα ισούτο με

$$k_j\,[(r+s)\;a_j\,\Delta Gj + sp ED_{j-1}]$$

όπου p το ποσοστό του δημοσίου τομέα στο συνολικό εξωτερικό χρέος της χώρας την περίοδο j-1. Ως προς την προαναφερόμενη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος του ιδιωτικού τομέα, και επικεντρώνοντας χάριν απλουστεύσεως στις συνέπειες της μείωσης αυτήν για την ιδιωτική κατανάλωση, η αναμενόμενη περεταίρω μείωση του προϊόντος θα ισούτο με

$$c_j s\,(1-p)\,ED_{j-1}$$

Το καθαρό αποτέλεσμα από τον πολλαπλασιαστή και τις δύο αυτές διαρροές στο προϊόν ισοδυναμεί με

$$\Delta Y_j = k_j\,[\Delta G_j - (r+s)\;a_j\,\Delta Gj - sp ED_{j-1}] - c_j s\,(1-p)\,ED_{j-1} \qquad (2)$$

και για μία σημαντική αύξηση του επιτοκίου s θα μπορούσε να είναι πολύ μικρό ή και αρνητικό, ακόμα και στην περίπτωση ενός υψηλού πολλαπλασιαστή.

Εστιάζοντας στην περίπτωση της Ελλάδας, ο Πίνακας 3 παρουσιάζει εναλλακτικά σενάρια για την τιμή του ΔY_j στην περίπτωση ενός πακέτου δημοσιονομικής ώθησης ισοδύναμου με 1% του ΑΕΠ και κάτω από εναλλακτικές υποθέσεις για τον πολλαπλασιαστή k και την αύξηση του επιτοκίου s. Σε όλα τα σενάρια:

i. το ED_{j-1} τέθηκε ίσο με 149% του ΑΕΠ της περιόδου j-1, δηλαδή ίσο με το ποσό του εξωτερικού χρέους της Ελλάδας το έτος 2008 (βλέπε Πίνακα 2),

[7] Υποθέτουμε ότι η αύξηση του επιτοκίου ισχύει εξίσου για το δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα. Για το σύνολο της οικονομίας η υπόθεση αυτή είναι βάσιμη γιατί στην περίπτωση της Ελλάδας 'οι τράπεζες και οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνήθως δεν αντλούν κεφάλαια από τις διεθνείς αγορές με όρους καλύτερους από ότι το δημόσιο' (Τράπεζα της Ελλάδος, 2009β, σελ.32).

ii. το r τέθηκε ίσο με 5,5%, δηλαδή με την τρέχουσα απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου της Ελλάδας,

iii. το p τέθηκε ίσο με 0,53, δηλαδή με το ποσοστό της γενικής κυβέρνησης στο εξωτερικό χρέος της Ελλάδας το 2008 (βλέπε Πίνακα 2),

iv. το a_j τέθηκε ίσο με 0,9, μία εύλογη υπόθεση δεδομένου του χαμηλού ποσοστού ιδιωτικής αποταμίευσης της Ελλάδας και

v. το c_j τέθηκε ίσο με 0,95, τιμή που αντιστοιχεί σε μία προσέγγιση της οριακής ροπής προς κατανάλωση της ελληνικής οικονομίας στο διάστημα 2000-2006, υπολογισμένη με βάση ετήσια στοιχεία του εισοδήματος και της κατανάλωσης των νοικοκυριών κατά το εν λόγω διάστημα.

Αναφορικά με τον πολλαπλασιαστή k, εξετάσθηκαν τρία εναλλακτικά σενάρια ως προς το μέγεθός του, διότι η τιμή του δεν μπορεί να εκτιμηθεί με αξιοπιστία, όχι μόνον λόγω έλλειψης των απαραίτητων μακροχρόνιων σειρών για την Ελλάδα[8], αλλά και λόγω μίας δραστικής μεταβολής των καταναλωτικών και εισαγωγικών τάσεων τα τελευταία χρόνια, η οποία καθιστά τις παλαιότερες εξελίξεις περιορισμένης συνάφειας προς την τρέχουσα πραγματικότητα. Κατά τα τελευταία έτη, η οριακή ροπή προς κατανάλωση σημείωσε μεγάλη διακύμανση γύρω από μία έντονα ανοδική τάση – μία εξέλιξη που σχετίζεται με τις προαναφερόμενες επιδράσεις της ένταξης της Ελλάδας στην Ευρωζώνη στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών – ενώ από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 μέχρι τα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του 2000 η ροπή προς κατανάλωση των ελληνικών νοικοκυριών αυξήθηκε ταχύτατα, περιορίζοντας το επίπεδο αποταμίευσης τους στο 2,1% του διαθέσιμου εισοδήματός τους το 2002 από 16,7% το 1991 (Αθανασίου, 2008).

Προκειμένου να προσδιορισθούν οι τιμές του k που χρησιμοποιούνται στα εναλλακτικά σενάρια, οι ετήσιες τιμές του k για την περίοδο μετά το 2002 προσεγγίσθηκαν μέσω υπολογισμών με βάση ετήσια στοιχεία των εισαγωγών, των φόρων εισοδήματος και της κατανάλωσης για αυτήν την περίοδο. Οι υπολογισμοί αυτοί έδωσαν ένα εύρος τιμών του k μεταξύ περίπου του 1 και του 2. Επομένως δύο από τα τρία σενάρια που εξετάσθηκαν αφορούσαν τις περιπτώσεις όπου k=1 και k=2. Εκτός των σεναρίων αυτών, συμπεριλήφθηκε και ένα τρίτο σενάριο k=0,5

[8] Κατόπιν της σημαντικής αναθεώρησης του ΑΕΠ της Ελλάδας το 2007, αναθεωρημένα στοιχεία των Εθνικών Λογαριασμών είναι μέχρι στιγμής διαθέσιμα από το 2000 και έπειτα.

προκειμένου να ληφθεί υπόψη το ενδεχόμενο ενός χαμηλότερου πολλαπλασιαστή, λόγω π.χ. μίας αύξησης της οριακής ροπής προς κατανάλωση συνεπεία των υψηλότερων επιτοκίων ή/και λόγω μίας πηγάζουσας από την κρίση αβεβαιότητας. Για κάθε ένα τα τρία σενάρια του πολλαπλασιαστή έγιναν τρεις εναλλακτικές υποθέσεις για την μεταβολή του επιτοκίου *s*, δηλαδή *s*=0, *s*=1 εκατοστιαία μονάδα και *s*=2 εκατοστιαίες μονάδες.

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 3, στην περίπτωση μίας αύξησης του επιτοκίου κατά 1 ή 2 εκατοστιαίες μονάδες, η αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη από τη διαρροή εισοδήματος για πληρωμές τόκων στο εξωτερικό ξεπερνά την θετική επίδραση του πολλαπλασιαστή, ακόμα και στην περίπτωση που το μέγεθος του δεύτερου είναι αρκετά υψηλό (1 ή 2). Έτσι το καθαρό αποτέλεσμα των δύο αυτών επιδράσεων είναι μία μείωση του προϊόντος και επομένως μία πλήρης αποτυχία της δημοσιονομικής επέκτασης.

Πίνακας 3

Επιδράσεις του πολλαπλασιαστή και της διαρροής εισοδήματος από ένα πακέτο δημοσιονομικής ώθησης ισοδύναμο με 1% του Y_{j-1} και το καθαρό αποτέλεσμά τους στο Y κάτω από εναλλακτικά σενάρια για τις τιμές των *k* και *s

Πολλα-πλασιαστής	Αύξηση επιτοκίου (εκατοστιαίες μονάδες)	Επίδραση πολλαπλασιαστή (% του Y_{j-1}) (a)	Επίδραση διαρροής εισοδήματος (% του Y_{j-1}) (b)	*Καθαρή ποσοστιαία μεταβολή του Y* *(a+b)*
	s=0	0,50%	-0,02%	*0,48%*
k=0.5	s=1	0,50%	-1,09%	*-0,59%*
	s=2	0,50%	-2,15%	*-1,65%*
	s=0	1,00%	-0,05%	*0,95%*
k=1	s=1	1,00%	-1,51%	*-0,51%*
	s=2	1,00%	-2,98%	*-1,98%*
	s=0	2,00%	-0,10%	*1,90%*
k=2	s=1	2,00%	-2,36%	*-0,36%*
	s=2	2,00%	-4,62%	*-2,62%*

*βάσει της εξίσωσης (2) και κάτω από υποθέσεις σχετικές με την περίπτωση της Ελλάδας, δηλαδή E_{j-1}/Y_{j-1}=149%, *r* =5,5%, *p*=0,53, *a*=0,9 και *c*=0,95.

Βάσει της ανωτέρω ανάλυσης και σεναρίων, μπορεί κανείς εύλογα να συμπεράνει ότι για μία χώρα με υψηλά δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα, όπως η Ελλάδα, η υιοθέτηση ενός πακέτου δημοσιονομικής ώθησης θα ήταν κατά πάσα πιθανότητα ένας αναποτελεσματικός τρόπος επιδίωξης της ανάκαμψης κάτω από τις τρέχουσες συνθήκες κρίσης. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύει το επιχείρημα ότι,

επί του παρόντος, οι διαδικασίες δημοσιονομικής πειθαρχίας της ΕΕ στις οποίες έχει υπαχθεί η Ελλάδα προστατεύουν τη χώρα από μία περεταίρω χειροτέρευση της δημοσιονομικής της θέσης η οποία θα είχε αμφίβολα οφέλη για την ανάπτυξη.

Αξίζει να σημειωθεί ότι παρά το γεγονός ότι το μείγμα δημοσιονομικών και εξωτερικών ελλειμμάτων που χαρακτηρίζει την ελληνική οικονομία δεν απαντάται σε άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ, η ανάλυση και τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας ενδεχομένως να αφορούν κάποια κράτη-μέλη τα οποία πάσχουν από αδυναμίες συγγενείς με αυτές της Ελλάδας. Στα εν λόγω κράτη-μέλη περιλαμβάνονται η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και οι Ιταλία, χώρες στις οποίες παρατηρήθηκε το τελευταίο διάστημα σημαντική διεύρυνση της υπέρβασης επιτοκίων έναντι της Γερμανίας, συνεπεία των δημοσιονομικών ή/και των εξωτερικών τους ελλειμμάτων (βλέπε Πίνακα 4).

Πίνακας 4

	Υπέρβαση Έναντι του Γερμανικού 10ετούς Κρατικού Ομολόγου Απρ 09	**Μακροοικονομικές ανισορροπίες, χρέος ιδιωτικού τομέα και ακαθάριστο εξωτερικό χρέος το 2008 (% του ΑΕΠ)**					
		Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρν.	Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	Δημόσιο Χρέος	Χρέος Εγχώριων Νοικ/ριών*	Χρέος Εγχώριων Μη Χρημ/πιστωτικών Επιχειρήσεων*	Ακαθ. Εξωτερικό Χρέος
Ιρλανδία	2,14	-7,1	-4,5	43,2	79,6	99,6	895,5
Ιταλία	1,23	-2,7	-3,4	105,8	29,8	56,0	107,9
Ισπανία	0,95	-3,8	-9,5	39,5	80,7	88,5	152,0
Πορτ/λία	0,96	-2,6	-12,1	66,4	80,2	72,3	209,8

*Αφορά τη χρηματοδότηση από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα.

Πηγή: Eurostat, Bank of Ireland, Banca d' Italia, Banco de España, Banco de Portugal, Quarterly External Debt Statistics (QEDS), IMF και World Bank.

Τα συμπεράσματα της παρούσας ανάλυσης θα μπορούσαν να ενισχυθούν περεταίρω λαμβάνοντας υπόψη τα πιθανά αποτελέσματα εκτόπισης (crowding-out effects) που θα μπορούσε να έχει ένα πακέτο δημοσιονομικής ώθησης. Σύμφωνα με τη θεωρία[9], μία αύξηση των επιτοκίων που προκαλείται από μία δημοσιονομική επέκταση που χρηματοδοτείται με δανεισμό θα τείνει να έχει αρνητικό αποτέλεσμα στις ιδιωτικές επενδύσεις, ενώ μπορεί να επιδράσει αρνητικά και στην ιδιωτική κατανάλωση, στρέφοντας τους καταναλωτές προς την αγορά τίτλων του δημοσίου. Παρότι σημαντικά για τον προσδιορισμό της ακριβούς επίδρασης μίας πολιτικής δημοσιονομικής επέκτασης στην ανάπτυξη, τα αποτελέσματα εκτοπίσεως δεν

[9]Για μία επισκόπηση της θεωρίας βλέπε Spencer and Yohe, 1970.

συζητούνται περεταίρω στο παρόν άρθρο διότι ο συνυπολογισμός τους δεν είναι απαραίτητος προκειμένου να στοιχειοθετηθεί η αναποτελεσματικότητα μίας πολιτικής δημοσιονομικής ώθησης σε οικονομίες με χαρακτηριστικά παρόμοια αυτών της Ελλάδας.

6. Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Η κρίση στις διεθνείς χρηματαγορές και η παγκόσμια ύφεση έχουν οδηγήσει σε αναβίωση του ενδιαφέροντος γύρω από τη μακρά αντιπαράθεση που αφορά τη χρησιμότητα της επιλεκτικής δημοσιονομικής πολιτικής ως εργαλείου υποστήριξης της ανάπτυξης. Ενώ στο διεθνές επίπεδο τα επιλεκτικά δημοσιονομικά μέτρα θεωρούνται επί του παρόντος ως αναπόσπαστα τμήματα μίας αποτελεσματικής παγκόσμιας πολιτικής ενάντια στην κρίση, τα μέτρα αυτά δεν ενδείκνυνται για οικονομίες με υψηλό χρέος και μεγάλα δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα. Ένας σημαντικός λόγος για αυτό είναι ότι, δεδομένης της αυξημένης ευαισθησίας των πιστωτικών αγορών στο ρίσκο, η υιοθέτηση μέτρων δημοσιονομικής ώθησης από τέτοιες οικονομίες θα έτεινε να αυξάνει το κόστος εξυπηρέτησης του εξωτερικού τους χρέους. Το υπόδειγμα που παρουσιάσθηκε στο παρόν άρθρο υποδηλώνει ότι οι διαρροές που θα συνεπάγονταν οι αυξημένες πληρωμές τόκων προς τους ξένους δανειστές θα μπορούσαν να εξουδετερώσουν την όποια θετική επίδραση του πολλαπλασιαστή, η οποία θα προέκυπτε από τη δημοσιονομική επέκταση, με τελική κατάληξη την αποτυχία ενίσχυσης της ανάπτυξης. Εφαρμόζοντας τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας στην Ελλάδα, μία χώρα-μέλος της ΕΕ που χαρακτηρίζεται από υψηλά δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα και σημαντικές διαφορές στα επιτόκια συγκριτικά με άλλους εταίρους της, συμπεραίνουμε ότι η χώρα θα πρέπει να συνεχίσει να αποφεύγει την υιοθέτηση ενός πακέτου δημοσιονομικής ώθησης, όχι μόνον από σεβασμό στις δημοσιονομικές υποχρεώσεις της ως μέλος της ΕΕ, αλλά κυρίως γιατί, σε τελευταία ανάλυση, ένα τέτοιο πακέτο θα ήταν αναποτελεσματικό ως εργαλείο ανάκαμψης. Αν και η ανάλυσή μας επικεντρώνεται στην περίπτωση της Ελλάδας, το συμπέρασμα αυτό ενδέχεται να έχει εφαρμογή και σε άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ που πάσχουν από σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αθανασίου, Λ. (2008) 'Αναπτυξιακή Διαδικασία και Μακροχρονιότερες Εξελίξεις στην Οικονομική Συμπεριφορά και τις Οικονομικές Συνθήκες στην Ελλάδα', Εκθέσεις ΚΕΠΕ, αρ. 54, (Αθήνα).

Argyrou, M.G. (2006) 'The Effects of the Accession of Greece to the EMU: Initial Estimates', *KEPE Studies*, no.64 (Athens).

Barrell, R., Fic, T. and Liadze, I. (2009) 'Fiscal Policy Effectiveness in the Banking Crisis', *National Institute Economic Review*, no. 207, pp. 43-50.

Belke, A. (2009) 'Fiscal Stimulus Packages and Uncertainty in Times of Crisis: Economic Policy for Open Economies', *Economic Analysis & Policy*, vol. 39, pp.25-46.

ECB (2009) 'The economic crisis and the response of fiscal and monetary policy', Speech by Jürgen Stark, Member of the Executive Board of the ECB, delivered at the Austrian Industrial Organisation, Linz, Austria, 8 June 2009.

European Commission (2009) 'Economic Forecast: Spring 2009' (Brussels).

IMF (2008a) 'Greece: Staff Report for the 2007Article IV Consultation' (Washington D.C.).

IMF (2008b) 'Fiscal Policy for the Crisis' (Washington D.C.).

Keynes, J. M. (1936) 'The General Theory of Employment, Interest and Money', Harcourt, Brace (New York).

Leijonhufvud, A. (2008) Keynes and the Crisis, *Centre for Economic Policy Research Policy Insight*, no 23.

Υπουργείο Οικονομίας & Οικονομικών (2009) 'Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης *2009-2011*' (Αθήνα).

Prasad, E., Sorkin, I. (2009) 'Assessing the G-20 Economic Stimulus Plans: A Deeper Look', The Brookings Institution (Washington D.C.).

Spencer R. W. & Yohe, W. P, (1970) 'The 'Crowding Out' of Private Expenditures by Fiscal Policy Actions', Federal Reserve Bank of St. Louis Review, October, pp. 12-24.

Τράπεζα της Ελλάδος (2009α) ΄Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2008’ (Αθήνα).

Τράπεζα της Ελλάδος (2009β) ‘Νομισματική Πολιτική 2008-2009’ (Αθήνα).

ΣΤΗΝ ΙΔΙΑ ΣΕΙΡΑ

102 St. Karagiannis, Y Panagopoulos and Ar. Spiliotis, "Modeling banks' lending behavior in a capital regulated framework'', (2009).

101 Th. Tsekeris, "Public Expenditure Competition in the Greek Transport Sector: Inter-modal and Spatial Considerations'', (2009).

100 N. Georgikopoulos and C. Leon, "Stochastic Shocks of the European and the Greek Economic Fluctuations'', (2009).

99 Π. Ι. Προδρομίδης, Προσδιορισμός των τοπικών αγορών εργασίας της Ελλάδος, (2008).

98 Y. Panagopoulos and P. Vlamis, Bank Lending, Real Estate Bubbles and Basel II, (2008).

97 Y. Panagopoulos, Basel II and the Money Supply Process: Some Empirical Evidence from the Greek Banking System (1995-2006), (2007).

96 N. Benos, St. Karagiannis, Growth Empirics: Evidence from Greek Regions, (2007).

95 N. Benos, St. Karagiannis, Convergence and Economic Performance in Greece: New Evidence at Regional and Prefecture Level, (2007).

94 Th. Tsekeris, Consumer Demand Analysis of Complementarities and Substitutions in the Greek Passenger Transport Market, (2007).

93 Y. Panagopoulos, I. Reziti, Ar. Spiliotis, Monetary and Banking Policy Transmission through Interest Rates: An Empirical Application to the USA, Canada, U.K. and European Union, (2007).

92 W. Kafouros and N. Vagionis, Greek Foreign Trade with Five Balkan States During the Transition Period 1993-2000: Opportunities Exploited and Missed, (2007).

91 St. Karagiannis, The Knowledge-Based Economy, Convergence and Economic Growth: Evidence from the European Union , (2007).

90 Y. Panagopoulos, Some Further Evidence upon Testing Hysteresis in the Greek Phillips-type Aggregate Wage Equation, (2007).

89 N. Benos, Education Policy, Growth and Welfare, (2007).

88 Ε. Π. Μπαλτζάκης, Ιδιωτικοποιήσεις και Απορρυθμίσεις, (2006).

87 Y. Panagopoulos, I. Reziti, The price transmission mechanism in the Greek food market: An empirical approach, (2006). Δημοσιεύθηκε υπό τον τίτλο «Asymmetric Price Transmission in the Greek Agri-Food Sector: Some tests» εις το *Agribusiness,* vol. 24 (1), 2008, 6-30.

86 P. I. Prodromídis, Functional Economies or Administrative Units in Greece: What

Difference does it make for Policy? (2006). Δημοσιεύθηκε εις το *Review of Urban & Regional Development Studies,* vol. 18.2, 2006, 144-164.

85 P. I. Prodromídis, Another View on an Old Inflation: Environment and Policies in the Roman Empire up to Diocletian's Price Edict, (2006).

84 Ε. Αθανασίου, Προοπτικές του δανεισμού των νοικοκυριών στην Ελλάδα και η σημασία τους για την ανάπτυξη, (2006).

83 G. C. Kostelenos, La Banque nationale de Grèce et ses statistiques monétaires (1841-1940), (2006). Δημοσιεύθηκε εις το *Mesurer la monnaie. Banques centrales et construction de l'autorité monétaire (XIX^{e}-XX^{e} siècle),* Paris: Edition Albin Michel, 2005, 69-86.

82 Ε. Π. Μπαλτζάκης, Η ανάγκη βιομηχανικής πολιτικής και η σύγχρονη εκδοχή της, (2006).

81 St. Karagiannis, A study of the diachronic evolution of the EU's structural indicators using factorial analysis, (2006).

80 I. Resiti, An investigation into the relationship between producer, wholesale and retail prices of Greek agricultural products, (2005).

79 Y. Panagopoulos, A. Spiliotis, "An empirical approach to the Greek money supply". Athens, 2005.

78 Y. Panagopoulos, A. Spiliotis, Testing alternative money theories: A G7 application, (2005).

77 I. A. Venetis, E. Emmanuilidi, The fatness in equity returns. The case of Athens stock exchange, (2005).

76 A. Venetis, I. Paya, D. A. Peel, Do real exchange rates "Mean revert" to productivity? A nonlinear approach, (2005). Δημοσιεύτηκε εις το *Oxford Bulleting of Economics and Statistics,* vol. 65.4, 2003, 421-437.

75 Κ. Ν. Κανελλόπουλος, Φοροδιαφυγή στις ανώνυμες εταιρείες: εκτιμήσεις από τις εισαχθείσες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, (2002).

74 N. Glytsos, Dynamic effects of migrant remittances on growth: an econometric model with an application to Mediterranean countries, (2002). Δημοσιεύθηκε υπό τον τίτλο «The contribution of remittances to growth: a dynamic approach and empirical analysis» εις το: *Journal of Economic Studies,* December 2005.

73 N. Glytsos, A model of remittance determination applied to middle east and north Africa countries, (2002).

72 Th. Simos, Forecasting quarterly GDP using a system of stochastic differential equations, (2002).

71 C.N. Kanellopoulos, K.G. Mavromaras, Male-female labour market participation and wage differentials in Greece, (2000). Δημοσιεύθηκε εις το *Labour,* vol. 16, no. 4, 2002, 771-801.

70 St. Balfoussias, R.De Santis, The economic impact of the cap reform on the Greek economy: quantifying the effects of inflexible agricultural structures, (1999).

69 M. Karamessini, O. Kaminioti, Labour market segmentation in Greece: historical perspective and recent trends, (1999).

68 S. Djajic, S. Lahiri and P. Raimondos-Moller, Logic of aid in an intertemporal setting, (1997).

67 St. Makrydakis, Sources of macroeconomic fluctuations in the newly industrialized economies: a common trends approach, (1997). Δημοσιεύθηκε εις το *Asian Economic Journal,* vol. 11, no. 4, 1997, 361-383.

66 G. Petrakos and N. Christodoulakis, Economic development in the Balkan countries and the role of Greece: from bilateral relations to the challenge of integration, (1997).

65 C. Kanellopoulos, Pay structure in Greece 1974-1994, (1997).

64 M. Chletsos, Chr. Kollias and G. Manolas, Structural economic changes and their impact on the relationship between wages, productivity and labour demand in Greece, (1997).

63 M. Chletsos, Changes in social policy-social insurance, restructuring the labour market and the role of the state in Greece in the period of European integration, (1997).

62 M. Chletsos, Government spending and growth in Greece 1958-1993: some preliminary empirical results, (1997).

61 M. Karamessini, Labour flexibility and segmentation of the Greek labour market in the eighties: sectoral analysis and typology, (1997).

60 Chr. Kollias and St. Makrydakis, Is there a Greek-Turkish arms race? Evidence from cointegration and causality tests, (1997). Δημοσιεύθηκε εις το *Defence and Peace Economics,* vol. 8, 1997, 355-379.

59 St. Makrydakis, Testing the intertemporal approach to current account determination: evidence from Greece, (1996). Δημοσιεύθηκε εις το *Empirical Economics,* vol. 24, no. 2, 1999, 183-209.

58 Chr. Kollias and St. Makrydakis, The causal relationship between tax revenues and government spending in Greece: 1950-1990, (1996). Δημοσιεύθηκε εις το *The Cyprus Journal of Economics,* vol. 8, no. 2, 1995, 120-135.

57 Chr. Kollias and A. Refenes, Modeling the effects of defence spending reductions on investment using neural networks in the case of Greece, (1996).

56 Θ. Κατσανέβας, Η εξέλιξη της απασχόλησης και των εργασιακών σχέσεων στην Ελλάδα (Από τη δεκαετία του 1970 έως σήμερα), (1996).

55 Δ. Ντόγκας, Σκέψεις για την αναγκαία σταθεροποιητική και αναπτυξιακή πολιτική και το ρόλο της τράπεζας της Ελλάδος ενόψει της οικονομικής και νομισματικής ένωσης (ΟΝΕ), (1996).

54 N. Glytsos, Demographic changes, retirement, job creation and labour shortages in Greece: an occupational and regional outlook, (1996). Δημοσιεύθηκε εις το *Journal of Economic Studies,* vol. 26, no. 2-3, 1999, 130-158.

53 N. Glytsos, Remitting behavior of "temporary" and "permanent" migrants: the case of Greeks in Germany and Australia, (1996). Δημοσιεύθηκε εις το *Labour,* vol. II, no. 3, 1997, 409-435.

52 V. Stavrinos and V. Droucopoulos, Output expectations, productivity trends and employment: the case of Greek manufacturing, (1996). Δημοσιεύθηκε εις το *European Research Studies,* vol. 1, no. 2, 1998, 93-122.

51 A. Balfoussias and V. Stavrinos, The Greek military sector and macroeconomic effects of military spending in Greece, (1996). Δημοσιεύθηκε εις το *In the Peace Dividend,* επιστημονική επιμέλεια των N.P. Gleditsch, O. Bjerkholt, A. Cappelen, R.P. Smith και J.P. Dunne. Amsterdam: North-Holland, 1996, 191-214.

50 J. Henley, Restructuring large scale state enterprises in the republics of Azerbaijan, Kazakhstan, the Kyrgyz republic and Uzbekistan: the challenge for technical assistance, (1995).

49 C. Kanellopoulos and G. Psacharopoulos, Private education expenditure in a "free education" country: the case of Greece, (1995). Δημοσιεύθηκε εις το *International Journal of Educational Development,* vol. 17, no. 1, 1997, 73-81.

48 G. Kouretas and L. Zarangas, A cointegration analysis of the official and parallel foreign exchange markets for dollars in Greece, (1995). Δημοσιεύθηκε εις το *International Journal of Finance and Economics*, vol. 3, 1998, 261-276.

47 St. Makrydakis, E. Tzavalis and A. Balfoussias, Policy regime changes and the long-run sustainability of fiscal policy: an application to Greece, (1995). Δημοσιεύθηκε εις το *Economic Modelling,* vol. 16 no. 1, 1999, 71-86.

46 N. Christodoulakis and S. Kalyvitis, Likely effects of CSF 1994-1999 on the Greek economy: an ex Ante assessment using an annual four-sector macroeconometric model, (1995).

45 St. Thomadakis and V. Droucopoulos, Dynamic effects in Greek manufacturing: the changing shares of SMEs, 1983-1990, (1995). Δημοσιεύθηκε εις το *Review of Industrial Organization,* vol. 11, no. 1, 1996, 69-78.

44 Π. Μουρδουκούτας, Οι Ιαπωνικές επενδύσεις στην Ελλάδα, (1995).

43 V. Rapanos, Economies of scale and the incidence of the minimum wage in the less developed countries, (1995). Δημοσιεύθηκε με τον τίτλο «Minimum Wage and Income Distribution in the Harris-Todaro model» εις το *Journal of Economic Development*, 2005.

42 V. Rapanos, Trade unions and the incidence of the corporation income tax, (1995).

41 St. Balfoussias, Cost and productivity in electricity generation in Greece, (1995).

40 V. Rapanos, The effects of environmental taxes on income distribution, (1995). Δημοσιεύθηκε εις το *European Journal of Political Economy,* 1995.

39 V. Rapanos, Technical change in a model with fair wages and unemployment, (1995). Δημοσιεύθηκε εις: *International Economic Journal,* vol. 10, no. 4, 1996.

38 M. Panopoulou, Greek merchant navy, technological change and domestic shipbuilding industry from 1850 to 1914, (1995). Δημοσιεύθηκε εις το *The Journal of Transport History,* vol. 16, no. 2, 159-178.

37 Κ. Βεργόπουλος, Το δημόσιο χρέος και οι επιπτώσεις του, (1994).

36 C. Kanellopoulos, Public-private wage differentials in Greece, (1994). Δημοσιεύθηκε εις το *Applied Economics,* vol. 29, 1997, 1023-1032.

35 Z. Georganta, K. Kotsis, Emm. Kounaris, Measurement of total factor productivity in the manufacturing sector of Greece, 1980-1991, (1994).

34 E. Petrakis and A. Xepapadeas, Environmental consciousness and moral hazard in international agreements to protect the environment, (1994). Δημοσιεύθηκε εις το *Journal Public Economics,* vol. 60, 1996, 95-110.

33 C. Carabatsou-Pachaki, The quality strategy: a viable alternative for small Mediterranean agricultures, (1994).

32 Z. Georganta, Measurement errors and the indirect effects of R & D on productivity growth: the U.S. manufacturing sector, (1993).

31 Π. Παρασκευαΐδης, Η οικονομική λειτουργία των αγροτικών συνεταιριστικών επιχειρήσεων, (1993).

30 Z. Georganta, Technical (in) efficiency in the U.S. manufacturing sector, 1977-1982, (1993).

29 H. Dellas, Stabilization policy and long term growth: are they related?, (1993).

28 Z. Georganta, Accession in the EC and its effect on total factor productivity growth of Greek agriculture, (1993).

27 H. Dellas, Recessions and ability discrimination, (1993).

26 Z. Georganta, The effect of a free market price mechanism on total factor productivity: the case of the agricultural crop industry in Greece, (1993). Δημοσιεύθηκε εις το *International Journal of Production Economics,* vol. 52, 1997, 55-71.

25 Α. Γκανά, Φ. Ζερβού και Α. Κώτση, Η περιφερειακή διάσταση της ανεπάρκειας του επιπέδου διαβίωσης στη χώρα μας, (1993).

24 Π. Παρασκευαΐδης, Εισοδηματικές ανισότητες και περιφερειακή κατανομή του εργατικού δυναμικού ηλικίας 20-29 χρονών, (1993).

23 C. Eberwein and Tr. Kollintzas, A dynamic model of bargaining in a unionized firm with irreversible investment, (1993). Δημοσιεύθηκε εις το *Annales d' Economie et de Statistique,* vol. 37/38, 1995, 91-115.

22 Π. Παρασκευαΐδης, Αξιολόγηση σχεδίων περιφερειακής ανάπτυξης Ανατολικής Μακεδονίας-Θράκης και Κρήτης στον αγροτικό τομέα, (1993).

21 Π. Παρασκευαΐδης, Περιφερειακή τυπολογία αγροτικών εκμεταλλεύσεων, (1993).

20 St. Balfoussias, Demand for electric energy in the presence of a two-block declining price schedule, (1993).

19 St. Balfoussias, Ordering equilibria by output or technology in a non-linear pricing context, (1993).

18 C. Carabatsou-Pachaki, Rural problems and policy in Greece, (1993).

17 Κλ. Ευστρατόγλου, Export trading companies: διεθνής εμπειρία και η περίπτωση της Ελλάδος, (1992).

16 Π. Παρασκευαΐδης, Αποτελεσματική προστασία-κόστος εγχώριων πόρων και άνιση κεφαλαιακή δομή της βοοτροφίας, (1992).

15 Κ. Καραμπάτσου-Παχάκη, Η αναμόρφωση της κοινής γεωργικής πολιτικής και οι προοπτικές για την Ελλάδα, (1992).

14 Κ. Καραμπάτσου-Παχάκη, Αρχές διαμόρφωσης-κριτήρια αξιολόγησης περιφερειακών προγραμμάτων, (1992).

13 G. Agapitos and P. Koutsouvelis, The VAT Harmonization within EEC: Single Market and its Impacts on Greece's Private Consumption and Vat Revenue, (1992).

12 C. Kanellopoulos, Incomes and poverty of the Greek elderly, (1992).

11 Δ. Μαρούλης, Οικονομική ανάλυση της μακροοικονομικής πολιτικής στην Ελλάδα στην

περίοδο 1960-1990, (1992).

10 V. Rapanos, Joint production and taxation, (1992). Δημοσιεύθηκε εις το *Public Finance/Finances Publiques,* vol. 3, 1993.

9 V. Rapanos, Technological progress, income distribution, and unemployment in the less developed countries, (1992). Δημοσιεύθηκε εις το *Greek Economic Review,* 1992.

8 N. Χριστοδουλάκης, Ορισμένες μακροοικονομικές συνέπειες της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, (1992).

7 L. Athanassiou, Distribution output prices and expenditure, (1992).

6 J. Geanakoplos και H. Polemarchakis, Observability and constrained optima, (1992).

5 N. Antonakis and D. Karavidas, Defense expenditure and growth in LDCs: the case of Greece, 1950-1985, (1990).

4 K. Κανελλόπουλος, Παραοικονομία στην Ελλάδα: τί δείχνουν επίσημα στοιχεία, (ελληνικά, 1990 - αγγλικά, 1992). Δημοσιεύθηκε εις το *Greek Economic Review,* vol. 14, no.2, 1992, 215-236.

3 J. Dutta and H. Polemarchakis, Credit constraints and investment finance: evidence from Greece, (1990). Δημοσιεύθηκε εις το *Fiscal Policy, Economic Adjustment and Financial Markets, International Monetary Fund*, επιστημονική επιμέλεια του M. Monti, 1989.

2 L. Athanassiou, Adjustments to the Gini coefficient for measuring economic inequality, (1990).

1 Γ. Αλογοσκούφης, Ανταγωνιστικότητα, προσαρμογή μισθών και μακροοικονομική πολιτική στην Ελλάδα, (1990). Δημοσιεύθηκε εις το *Applied Economics,* vol. 29, 1997, 1023-1032.