

Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής

Διεύθυνση
Οικονομικών Μελετών &
Προβλέψεων

Τάσος Αναστασάτος
Senior Economist
tanastasatos@eurobank.gr

- Το έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών έχει προσλάβει πλέον εκρηκτικές διαστάσεις, ξεπερνώντας το 14% ως ποσοστό του ΑΕΠ το 2007. Αυτό το επίπεδο δεν είναι διατηρήσιμο.
- Το έλλειμμα δεν είναι συγκυριακό, προκαλείται από συνδυασμό δομικών προσδιοριστικών παραμέτρων και ανισορροπιών: διαδικασία οικονομικής σύγκλισης, υπεραισιοδοξία για τα μελλοντικά εισοδήματα, δανεισμός των νοικοκυριών, ακαμψίες στις αγορές.
- Για την προσαρμογή θα απαιτηθεί συγκράτηση της ζήτησης και της κατανάλωσης και απάλειψη των θετικών διαφορών πληθωρισμού με την Ευρωζώνη.
- Επιπλέον θα απαιτηθεί στροφή της Ελληνικής οικονομίας προς τη γνώση και την τεχνολογία και αναπροσανατολισμός των αγορών-στόχων, ώστε να τονωθούν οι εξαγωγές.

Τόμος(Τεύχος)	Ημερομηνία	Συγγραφείς-Τίτλοι Άρθρων
ΙΙΙ(5)	5 Μαΐου 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης: Πληθωρισμός: Η Νέα Απειλή για τους Επενδυτές
ΙΙΙ(4)	4 Απριλίου 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: Μελλοντικές Τάσεις στο Διεθνές Εμπόριο και τις Μεταφορές
ΙΙΙ(3)	31 Μαρτίου 2008	Τ. Ευθυμιάδης: Αποκλίσεις Πληθωρισμών στην Ευρωζώνη: Χαρακτηριστικά και Αιτίες
ΙΙΙ(2)	29 Φεβρουαρίου 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης: Διεθνής Αβεβαιότητα, Ομόλογα και Μετοχές
ΙΙΙ(1)	29 Ιανουαρίου 2008	Κ. Ε. Βορλόου: Το Διαδίκτυο και ο Ξενοδοχειακός Κλάδος στην Ελλάδα
ΙΙ(10)	5 Δεκεμβρίου 2007	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: Τάσεις και Προοπτικές των Αγορών Εμπορευμάτων: Συνέπειες για τις Οικονομίες και τους Επενδυτές
ΙΙ(9)	5 Νοεμβρίου 2007	Γ. Χαρδούβελης, Ε. Δαβραδάκης, Ε. Γεωργόπουλος, Ι. Γκιώνης, Θ. Σαμπανιώτης, Κ.Ε. Βορλόου: Special Focus on Cyprus, Ειδικό τεύχος για την οικονομία της Κύπρου
ΙΙ(8)	23 Οκτωβρίου 2007	Γ. Χαρδούβελης: Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση
ΙΙ(7)	19 Σεπτεμβρίου 2007	Ε. Γεωργόπουλος: Οικοδομική Δραστηριότητα και οι Προσδοκίες των Νοικοκυριών και των Κατασκευαστών
ΙΙ(6)	18 Ιουλίου 2007	Μ. Δαβραδάκης: Ελληνικό Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Δανειακή Χρηματοδότηση Ιδιωτικού Τομέα
ΙΙ(5)	27 Ιουνίου 2007	Γ. Χαρδούβελης, Ε. Σιμιντζή & Ό. Κοσμά: Οι Αντιλήψεις για τον Πληθωρισμό και η Επίδραση του Ευρώ
ΙΙ(4)	31 Μαΐου 2007	Κ. Ε. Βορλόου: Εκπαίδευση Εργαζομένων και Επιδόσεις του Ξενοδοχειακού Κλάδου στην Ελλάδα
ΙΙ(3)	27 Απριλίου 2007	Ο. Κοσμά, Ε. Σιμιντζή & Γ. Χαρδούβελης: Ο Πληθωρισμός για Διαφορετικές Εισοδηματικές Τάξεις και η Εισαγωγή του Ευρώ

Τα παραπάνω άρθρα και περισσότερες εκδόσεις είναι διαθέσιμες ηλεκτρονικά δωρεάν, από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

<http://www.eurobank.gr/research>

Κυκλοφορούν επίσης:

1. Γκίκας Χαρδούβελης, «Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006, Εκδόσεις Κέρκυρα), με τα πρακτικά και τις μελέτες του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).
2. Νικόλαος Καραμούζης & Γκίκας Χαρδούβελης, «Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες» (ISBN: 9789604451661, 2007, Εκδόσεις Σάκκουλα).

Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές

ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων
Ερευνητική Ομάδα:

Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,
Chief Economist & Director of Research

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor
Τάσος Αναστασάτος: Senior Economist
Κώστας Ε. Βορλόου: Senior Economist
Ιωάννης Γκιώνης: Research Economist
Στέλλα Κανελλοπούλου: Research Economist

Θεοδότης Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst
Μαρία Πρανδέκα: Economic Analyst
Κώστας Λαμπρινουδάκης: Economic Analyst
Γιώτα Χιώτη: Junior Economic Analyst

Eurobank EFG, Συρρή 5 & Αμαλίας 20, Μποδοσάκειο, 10557 Αθήνα, τηλ. (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687,
web: <http://www.eurobank.gr/research>, Email επικοινωνίας: Research@eurobank.gr

Πήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.

Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής

Τάσος Αναστασάτος¹

1. Εισαγωγή¹

Είναι πλέον κοινός τόπος μεταξύ οικονομικών αναλυτών, υπευθύνων για την άσκηση οικονομικής πολιτικής και συμμετόχων στην αγορά ότι το έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ) και το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της οποίας αυτό είναι ο καθρέφτης είναι το σημαντικότερο πρόβλημα της Ελληνικής οικονομίας μεσοπρόθεσμα. Είναι πλέον τέτοιο το μέγεθος του προβλήματος ώστε να δικαιολογήσει το χαρακτηρισμό της βραδυφλεγούς βόμβας στα θεμέλια της Ελληνικής Οικονομίας. Το 2007, το ελληνικό εξωτερικό έλλειμμα διευρύνθηκε περαιτέρω για να φτάσει το μεταπολεμικά ιστορικό υψηλό του 14,1% ως ποσοστό του ΑΕΠ από 11,1% το 2006. Η Standard & Poor's (2008) φτάνει να εκτιμά ότι η ανταγωνιστική αδυναμία της ελληνικής οικονομίας και τα σχετικά με αυτήν συμπτώματα υπερθέρμανσης μπορεί να μειώσουν μακροχρονίως το δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης του 3%, που στο παρελθόν κατέκτησε με τις δομικές μεταρρυθμίσεις τις οποίες συνεπαγόταν το πλαίσιο της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Επιπλέον, η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων επιφέρει τη συσσώρευση εξωτερικού χρέους, το οποίο έχει ξεπεράσει το 80% του ΑΕΠ, μακράν η χειρότερη επίδοση στην ΕΕ-13 (δεύτερη η Πορτογαλία με περίπου 65% και Τρίτη η Ισπανία με 48%). Πρακτικά, η χώρα χρεώνεται, δηλαδή πωλεί το μελλοντικό της κεφάλαιο, για να χρηματοδοτήσει μία κατανάλωση που ξεπερνά την παραγωγή της.

¹ Δρ. Τάσος Αναστασάτος, Senior Economist, Eurobank EFG Economic Research. Ο συγγραφέας επιθυμεί να ευχαριστήσει τους κκ. Γ. Χαρδούβελι και Κ. Βορλόου για τα χρήσιμα σχόλιά τους. Επίσης τις Κες Ε. Μάρη και Π. Χιώτη και τον κ. Θ. Σαμπανιώτη για την εξαιρετική υποστήριξη τους με τις πηγές των στοιχείων. Τυχόν λάθη που απομένουν βαρύνουν αποκλειστικώς τον υπογράφο.

Οι αναλύσεις οι οποίες προεξοφλούν τον μετριασμό του εξωτερικού ελλείμματος επί τη βάση της οικονομικής συγκυρίας, είναι υπερβολικά καθυστερημένες. Πράγματι, μεγάλο μέρος της επιδείνωσης οφείλεται στις αγορές πλοίων από τους Έλληνες εφοπλιστές και την αυξητική τάση στις τιμές του πετρελαίου από το 2000. Ωστόσο, τα πρώτα στοιχεία του 2008 δείχνουν ότι το εμπορικό ισοζύγιο, μετά και την αφαίρεση καυσίμων και πλοίων, συνεχίζει να επιδεινώνεται. Επιπλέον, η τιμή του πετρελαίου, εκτινάσσεται. Η επίμονη διεύρυνσή του, υποδηλοί ότι το έλλειμμα του ΙΤΣ προκαλείται από ένα συνδυασμό δομικών προσδιοριστικών παραμέτρων και ανισορροπιών και δεν συσχετίζεται απλώς με παράγοντες της οικονομικής συγκυρίας. Ακόμα περισσότερο, κάποιοι παράγοντες που θεωρήθηκαν συγκυριακοί, ιδιαίτερα η επίμονη υπερθέρμανση της Ελληνικής οικονομίας και η – συναρτώμενη- μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης, είναι σε σημαντικό βαθμό προϊόν αυτών των δομικών ανισορροπιών και δεν είναι αναγκαστικά ακίνδυνοι.

Το φαινόμενο δεν παρατηρείται μόνο στην Ελλάδα. Την τελευταία δεκαετία, ευμεγέθεις και επίμονες ανισορροπίες του ΙΤΣ έχουν ενσκήψει και σε άλλες χώρες της ΕΕ οι οποίες συμμετέχουν στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ). Ενώ χώρες όπως η Γερμανία, το Βέλγιο ή η Ολλανδία παρουσιάζουν συστηματικά εξωτερικά πλεονάσματα, κάποιες χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου, βρίσκονται αντιμέτωπες με επίμονα ελλείμματα, σε επίπεδα τα οποία δεν μπορούν να θεωρηθούν διατηρήσιμα στο μακροχρόνιο διάστημα. Εκτός της Ελλάδας, η Ισπανία, όπως και η Πορτογαλία, κατέγραψαν εξωτερικά ελλείμματα της τάξεως του 10% του ΑΕΠ το 2007. Αυτό το μέγεθος είναι τελείως ασύνηθες για μία ανεπτυγμένη χώρα εν καιρώ ειρήνης. Είναι λοιπόν έκδηλη η αιτιώδης συνάφεια της συνεχούς αύξησης του

εξωτερικού ελλείμματος με την ένταξη στη Νομισματική Ένωση και την απώλεια της αυτονομίας στην άσκηση της Νομισματικής και Συναλλαγματικής πολιτικής την οποία αυτή συνεπάγεται. Ειδικότερα, η μεγέθυνση του ελλείμματος συνδέεται με την απώλεια της δυνατότητας των Εθνικών Αρχών –των Ελληνικών εν προκειμένω- να προβούν σε υποτίμηση του εθνικού νομίσματος ώστε να αντισταθίσουν, έστω και προσωρινά, τις απώλειες ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων στην εγχώρια και τις διεθνείς αγορές. Όπως όμως θα εξηγηθεί παρακάτω, αυτό συνιστά πρόβλημα, όχι τόσο αφ' εαυτού, αλλά ιδιαίτερα διότι η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος συνδυάζεται με την επίμονη διατήρηση θετικής διαφοράς πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδας και των υπόλοιπων χωρών-μελών της Ευρωζώνης. Η επιμονή του πληθωρισμού όπως και το γενικότερο έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας σχετίζονται με διαχρονικότερες, διαρθρωτικής φύσης, αδυναμίες. Δεδομένου ότι η επιμονή αυτών των φαινομένων παρατηρείται και στην Ισπανία και την Πορτογαλία, επηρεάζεται η συνοχή και ευστάθεια ολόκληρης της ΟΝΕ.

Μία σημαντική προσδιοριστική παράμετρος του εξωτερικού ελλείμματος που συνδέεται με την διαδικασία της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης είναι η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Η τελευταία υπήρξε απότοκος της μείωσης των επιτοκίων που ακολούθησε την ένταξη στην Ζώνη του Ευρώ και της γενικότερης φιλελευθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος που συντελέστηκε τα τελευταία έτη. Τον Ιούλιο του 2007, Η Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων της Eurobank, δημοσίευσε μελέτη η οποία επιχειρούσε την ανάλυση της σχέσης του ΙΤΣ με την πιστωτική επέκταση. Ωστόσο, οι εξελίξεις, καθώς και το μέγεθος του προβλήματος, καθιστούν αναγκαία την επαναπροσέγγιση το προβλήματος του ελληνικού εξωτερικού ελλείμματος σε διευρυμένη βάση. Απαιτείται συνολική θεωρητική εξέταση και εμπειρική συναξιολόγηση όλων των σημαντικών παραμέτρων του προβλήματος ώστε να προταθούν τελεσφόρα μέτρα πολιτικής. Τελικός στόχος είναι η επίτευξη της κατά το δυνατόν ομαλότερης εξωτερικής προσαρμογής.

Η παρούσα μελέτη θέτει και επιχειρεί να διερευνήσει ορισμένα κεντρικά ερωτήματα: Υπάρχει θεωρητική δικαιολόγηση για την παρουσία ενός τόσο υψηλού ελλείμματος και, βάσει αυτών, πόσο επικίνδυνο είναι; Ποια θεωρία προσφέρει την καταλληλότερη ερμηνευτική κλειδα, λαμβάνοντας υπόψιν τις ιδιομορφίες της Ελληνικής περίπτωσης; Πόσο και με ποιο τρόπο συνδέεται με τις διαφορές πληθωρισμού και πόσο με δομικά προβλήματα χαμηλής ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας που υπερβαίνουν χρονικά το γεγονός της ένταξης στην ΟΝΕ; Είναι το Ελληνικό έλλειμμα δομικά διαφορετικό από αντίστοιχα ελλείμματα που εμφανίστηκαν σε άλλες Μεσογειακές χώρες-μέλη της Ευρωζώνης; Δηλαδή, δεδομένων των μακροοικονομικών ανομοιοτήτων μεταξύ των χωρών που παρουσιάζουν το φαινόμενο, μπορεί να ανιχνευτεί μία κοινή αιτιώδης συνάφεια; Τέλος, υπάρχει χώρος για την άσκηση πολιτικής, και αν ναι, ποιο μείγμα πολιτικής είναι καταλληλότερο για την αντιμετώπιση του προβλήματος;

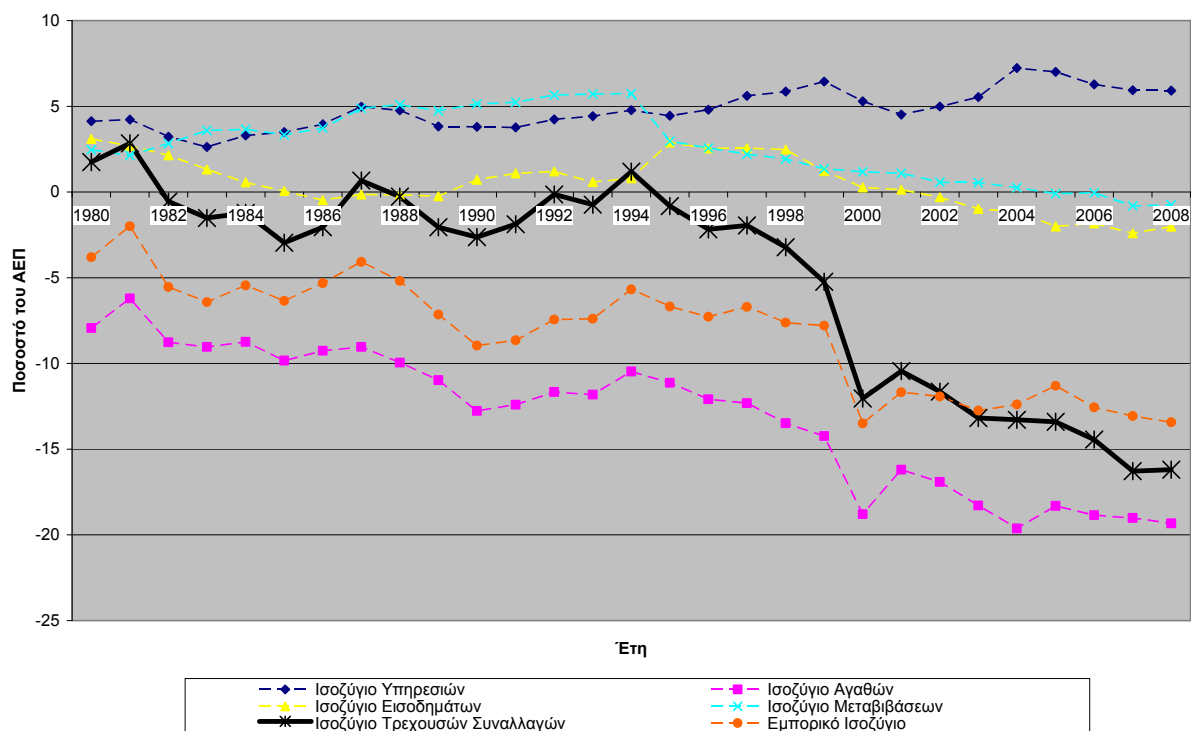
Το υπόλοιπο άρθρο δομείται ως εξής: τα κεφάλαιο 2 επιχειρεί μία ποιοτική περιγραφή των χαρακτηριστικών του Ελληνικού ΙΤΣ. Το κεφάλαιο 3 παρέχει θεωρητικές εξηγήσεις και τις συνδέει με τα ιδιοσυγκρασιακά γνωρίσματα της Ελληνικής περίπτωσης. Το κεφάλαιο 4 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης. Το κεφάλαιο 5 συγκεφαλαιώνει και προτείνει μέτρα πολιτικής.

2. Τελευταίες Εξελίξεις και Προοπτικές στο Ελληνικό Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών: Μία Ποιοτική Ανάλυση

Το Διάγραμμα 1 παρουσιάζει την εξέλιξη του Ελληνικού ΙΤΣ και των επιμέρους συνιστωσών του την τελευταία δεκαετία. Για μία εις βάθος εξέταση των ποιοτικών χαρακτηριστικών του, παρατίθεται και το αναλυτικό ΙΤΣ σε συγκριτική παρουσίαση των ετών 2005-2007 στον Πίνακα 1.

Από τα στοιχεία είναι προφανής η συνεχής χειροτέρευση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, το οποίο από € 9,7 δις το 1994 έφθασε τα € 41,5 δις το 2007. Το εντυπωσιακό είναι ότι αυτή η επιδείνωση επήλθε παρά την

Διάγραμμα 1 Το Ελληνικό Έλλειμμα του ΙΤΣ (ως ποσοστό του ΑΕΠ) και οι Συνιστώσες του



Πηγή: AMECO

επιτάχυνση των εξαγωγών (8,8% αύξηση σε ονομαστικούς όρους το 2007 εν σχέσει προς το 2006 σύμφωνα με τα στοιχεία της AMECO, παρόμοιοι ρυθμοί το 2005 και 2006). Οι εισαγωγές ωστόσο αυξήθηκαν εξίσου ταχέως, ούσες ήδη πολλαπλάσιες των εξαγωγών. Αυτό κατέληξε σε διαρκή επιδείνωση του ΙΤΣ από το 1994 και μετά παρά την ταυτόχρονη συνεχή βελτίωση του ισοζυγίου των υπηρεσιών λόγω της αύξησης των εσόδων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία. Η γενική τάση των τελευταίων ετών είναι η φθίση των παραδοσιακών εξαγωγικών κλάδων προϊόντων της Ελληνικής οικονομίας (π.χ. υφάσματα, ένδυση) και η συνεχής αύξηση των μεριδίων της παγκόσμιας αγοράς στις υπηρεσίες (70% αύξηση την τελευταία πενταετία). Οι υπηρεσίες συνιστούν πλέον άνω του 60% των συνολικών εξαγωγών, το υψηλότερο ποσοστό μεταξύ των Ευρωπαϊκών χωρών (δεύτερο το Η.Β. με περίπου 35%). Οι εξαγωγές αγαθών παραμένουν επικεντρωμένες σε ένα σχετικά μικρό φάσμα αγαθών, κυρίως αγροτικά προϊόντα, χημικά, εξοπλισμό μεταφορών και μηχανολογικό. Ωστόσο παρουσιάζεται μία γεωγραφική μετατόπιση των αγορών-στόχων, από την Ευρωζώνη (36% των εξαγωγών το 2007 από 39% το 2000) προς τα κράτη της Νέας Ευρώπης (25% των εξαγωγών το 2007 από 20%

το 2000), ιδίως των Βαλκανίων. Η γενικότερη τάση των Ελληνικών εξαγωγών είναι να κατευθύνονται προς αναδυόμενες αγορές (50% του συνόλου των εξαγωγών το 2006 έναντι 30% το 1995, IMF, 2008).

Αξίζει μία ειδικότερη αναφορά σε κάποια στοιχεία του ΙΤΣ. Ένα μέρος της επιδείνωσης του εμπορικού ισοζυγίου κατά τα προηγούμενα έτη είχε αποδοθεί στις, πράγματι μεγάλες, αγορές πλοίων στις οποίες προέβησαν οι Έλληνες εφοπλιστές. Το κίνητρο ήταν η εκμετάλλευση της αυξημένης διεθνούς ζήτησης –και των αντίστοιχα αυξημένων ναύλων- στις θαλάσσιες μεταφορές λόγω της άνθησης την οποία γνώρισε το εμπόριο κατά την προηγούμενη περίοδο. Η αιχμή του δόρατος ήταν τα πλοία ξηρού φορτίου (dry). Ασφαλώς, οι επενδύσεις αυτές θα έχουν μία βελτιωτική επίδραση στο Ισοζύγιο Υπηρεσιών μεσοπρόθεσμα μέσω εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες. Δεδομένης όμως της παρούσας κρίσης η οποία αναμένεται να επιβραδύνει τους ρυθμούς ανόδου της παγκόσμιας κατανάλωσης και του εμπορίου, η επίδραση αυτή δεν θα πρέπει να υπερτονιστεί. Ακόμα κι αν η ζήτηση παραμείνει ανθεκτική, θα πρέπει να καλυφθεί το χάσμα με την αυξανόμενη διαθέσιμη χωρητικότητα. Ως

Πίνακας 1: Το Ελληνικό Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, 2005-2007

		Ιανουάριος - Δεκέμβριος		
		2005	2006	2007
I	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A + I.B + I.Γ + I.Δ)	-14,743.5	-23,668.1	-32,261.2
I.A	ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ (I.A.1 - I.A.2)	-27,558.9	-35,286.3	-41,499.2
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ καυσίμων	-6,629.2	-8,761.3	-9,219.6
	ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ χωρίς καύσιμα	-20,929.7	-26,525.0	-32,279.6
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ πλοίων	-723.0	-3,390.5	-5,520.3
	ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ χωρίς καύσιμα και πλοία	-20,206.7	-23,134.5	-26,759.3
I.A.1	Εξαγωγές αγαθών	14,200.9	16,154.3	17,445.5
	Καύσιμα	2,257.7	2,939.8	3,037.3
	Πλοία (εισπράξεις)	1,602.2	1,631.8	2,275.4
	Λοιπά αγαθά	10,341.0	11,582.7	12,132.8
I.A.2	Εισαγωγές αγαθών	41,759.8	51,440.6	58,944.8
	Καύσιμα	8,886.9	11,701.1	12,256.9
	Πλοία (πληρωμές)	2,325.2	5,022.3	7,795.7
	Λοιπά αγαθά	30,547.7	34,717.2	38,892.2
I.B	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1 - I.B.2)	15,391.1	15,337.1	16,723.9
I.B.1	Εισπράξεις	27,253.5	28,364.1	31,425.3
	Ταξιδιωτικό	10,729.5	11,356.7	11,407.2
	Μεταφορές	13,871.4	14,324.7	16,939.3
	Λοιπές υπηρεσίες	2,652.6	2,682.7	3,078.9
I.B.2	Πληρωμές	11,862.4	13,027.0	14,701.4
	Ταξιδιωτικό	2,445.7	2,382.8	2,441.5
	Μεταφορές	6,237.7	6,991.3	7,771.3
	Λοιπές υπηρεσίες	3,179.0	3,652.9	4,488.6
I.Γ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)	-5,676.1	-7,118.8	-9,077.0
I.Γ.1	Εισπράξεις	3,273.5	3,626.1	4,625.7
	Αμοιβές,μισθοί	287.1	318.1	366.9
	Τόκοι,μερίσματα,κέρδη	2,986.4	3,308.0	4,258.9
I.Γ.2	Πληρωμές	8,949.6	10,744.9	13,702.7
	Αμοιβές,μισθοί	219.8	280.7	332.6
	Τόκοι,μερίσματα,κέρδη	8,729.8	10,464.2	13,370.1
I.Δ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)	3,100.4	3,399.9	1,591.1
I.Δ.1	Εισπράξεις (μεταβιβάσεις από/προς ΕΕ, εμβάσματα κλπ)	6,876.4	6,847.4	6,608.1
I.Δ.2	Πληρωμές	3,776.0	3,447.5	5,017.0
II	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (II.1 - II.2)	2,048.6	3,041.3	4,332.3
	Εισπράξεις (κυρίως μεταβιβάσεις απο ΕΕ)	2,324.9	3,310.7	4,673.9
	Πληρωμές	276.3	269.5	341.6
III	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I + II)	-12,694.9	-20,626.8	-27,928.9
IV	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (IV.A + IV.B + IV.Γ + IV.Δ)	12,606.6	20,363.7	27,361.4
	ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	-679.0	953.8	-2,499.0
	Κατοίκων στο εξωτερικό	-1,180.4	-3,321.6	-3,900.1
	Μη κατοίκων στην Ελλάδα	501.3	4,275.4	1,401.1
	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤ/ΚΙΟΥ (Υποχρεώσεις - Απαιτήσεις)	7,322.6	8,115.4	17,441.7
	ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ (Υποχρεώσεις - Απαιτήσεις - Δάνεια Γενικής Κυβέρνησης)	5,914.0	11,518.5	12,740.6
	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	49.0	-224.0	-322.0

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

αποτέλεσμα, οι ναύλοι, ειδικά των δεξαμενοπλοίων, αναμένεται να συγκρατηθούν, αν και παραμένοντας σε επίπεδο άνω του μέσου όρου της τελευταίας δεκαετίας.

Αντιστοίχως βέβαια θα παρουσιάσουν κάμψη και οι αγορές πλοίων αλλά η επίδραση αυτού του παράγοντα δεν θα φανεί τα επόμενα 2-3 χρόνια στο ΙΤΣ δεδομένου

ότι οι πραγματοποιημένες ήδη αγορές πλοίων αποπληρώνονται σε δόσεις.

Διαχρονικά, ένα σημαντικό τμήμα του ελλείμματος οφείλεται στις εισαγωγές πετρελαίου.² Κατά το 2007, η επιδείνωση του ΙΤΣ οφειλόταν μόλις κατά 1,6% στην αύξηση των πληρωμών για καύσιμα. Ωστόσο, η μέση τιμή του πετρελαίου αυξήθηκε μεταξύ 2006 και 2007 μόλις κατά 1,7%. Με τα παρόντα στοιχεία, μετά το ράλι στις διεθνείς αγορές πετρελαίου, η αντίστοιχη αύξηση για το 2008 θα είναι τουλάχιστον 30%. Είναι λοιπόν προφανές ότι η σχετική αρνητική επίδραση στο ΙΤΣ θα είναι πολύ σημαντική, ειδικά καθόσον η ενεργειακή εξάρτηση της Ελληνικής οικονομίας είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή των άλλων χωρών-μελών της Ευρωζώνης.³

Ένα μεγάλο κομμάτι της επιδείνωσης του ΙΤΣ οφείλεται στο γεγονός ότι το Ισοζύγιο Εισοδημάτων γίνεται ελλειμματικό από το 2000 και εντεύθεν (9,077 δις € έλλειμμα το 2007 ή 28,1% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ). Το 2007 καταγράφηκε εκ νέου μεγάλη αύξηση των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη μετοχών. Το έλλειμμα στο ισοζύγιο των εισοδημάτων από το 2005 και μετά αποδίδεται (Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2007 & έκθεση Διοικητή για το 2006, Δαβραδάκης, 2007) σε δύο βασικούς λόγους:

1. στην αύξηση του μεριδίου του Δημόσιου χρέους που διακρατείται από ξένους επενδυτές και αντίστοιχη διεύρυνση των πληρωμών τόκων προς το εξωτερικό, ιδίως λόγω του μεγέθους του Δημόσιου χρέους.
2. στη διαρκή αύξηση της συμμετοχής των ξένων επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Αμφότερες οι εξελίξεις είναι απόρροια της ένταξης στην Ευρωζώνη και της συνεπακόλουθης μείωσης του κινδύνου χώρας (sovereign risk). Ως προς το πρώτο, η αύξηση της

πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου έκανε ελκυστικότερη την κατοχή των ομολογιακών εκδόσεων του Ελληνικού Δημοσίου από ξένους επενδυτές. Το ίδιο συνέβη και στην περίπτωση της Πορτογαλίας. Αξίζει εδώ να σημειωθεί ότι η συνεχής άνοδος των επιτοκίων παρέμβασης της ΕΚΤ από 1/06 ως 7/07, ως αποτέλεσμα της αντιπληθωριστικής της πολιτικής, αναμένεται να διευρύνει περαιτέρω τις πληρωμές τόκων σε ξένους κατόχους τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου μεσοπρόθεσμα. Η μείωση του κινδύνου χώρας επέφερε επίσης την αύξηση της ζήτησης για μετοχές ελληνικών μετοχών από ξένους επενδυτές και αύξησε τις καταβολές μερισμάτων και υπεραξιών. Είναι ενδεικτικό ότι το πρώτο τρίμηνο του 2007 η συμμετοχή των ξένων επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών έφτασε το 53,5%, ποσοστό υψηλότερο αυτού του 2007 όταν είχε ξεπεράσει για πρώτη φορά τη συμμετοχή των ημεδαπών επενδυτών.

Ένα ερωτηματικό είναι πως θα επηρεαστεί το Ισοζύγιο Εισοδημάτων εάν επιμείνουν οι αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές από την παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση. Το πιθανότερο είναι ότι τα επιτόκια θα παραμείνουν υψηλά για λόγους σταθεροποίησης των πληθωριστικών προσδοκιών, στην οποία περίπτωση οι πληρωμές για τόκους προς το εξωτερικό θα μεγεθυνθούν.⁴ Εάν όμως η κρίση επιφέρει και αύξηση του κινδύνου χώρας, είναι πιθανόν η συμμετοχή των ξένων επενδυτών –κι επομένως οι πληρωμές για μερίσματα, τόκους και υπεραξίες- να μειωθούν. Αξίζει να σημειωθεί ότι το πρώτο τρίμηνο του 2008 οι ξένοι επενδυτές ήταν καθαροί πωλητές (εξαιρώντας την εισροή κεφαλαίων για την αγορά πακέτου μετοχών του ΟΤΕ από την Deutsche Telecom). Εάν το φαινόμενο αντανακλά την προσωρινή μείωση της διάθεσης για ανάληψη κινδύνου των ξένων επενδυτών λόγω της παγκόσμιας κρίσης ή την μείωση της

² Ακαθάριστη συμβολή στο έλλειμμα του ΙΤΣ έως και 3% του ΑΕΠ πρόσφατα. Ωστόσο, μέρος ης εισαγωγής επεξεργάζεται και επανεξάγεται.

³ Το 2005, η παραγωγή 1000€ ΑΕΠ απαιτούσε 268,5 kg ισοδύναμα πετρελαίου σε σταθερές τιμές του 1995 (από 236,5 kg το 1995), έναντι 183,4 kg κατά μ.ο. στην Ευρωζώνη (από kg το 196,3 1995).

⁴ Αξίζει να σημειωθεί ότι το μεγαλύτερο τμήμα του εξωτερικού χρέους συνίσταται από κρατικά ομόλογα. Αυτό συμβαίνει, όχι μόνο λόγω του δανεισμού του κράτους από το εξωτερικό, αλλά ιδίως επειδή οι τράπεζες μείωσαν την διακράτηση ομολόγων για να χρηματοδοτήσουν την πιο προσοδοφόρα παροχή δανείων προς τα νοικοκυριά (IMF, 2007). Δεδομένου ότι σημαντικό τμήμα των ομολόγων έχουν λήξη εντός της διετίας, η τρέχουσα και επερχόμενη αύξηση των επιτοκίων θα αυξήσει σημαντικά το κόστος αναχρηματοδότησης του χρέους.

εμπιστοσύνης τους στην Ελληνική οικονομία λόγω των ανισορροπιών της, είναι νωρίς να αποφανθεί κάποιος.

Αρνητική εξέλιξη σημειώνεται και στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Μεταβιβάσεων, το οποίο παραδοσιακά έπαιζε μεγάλο ρόλο στην εξισορρόπηση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου. Σύμφωνα με τα στοιχεία της AMECO, το 2007 το Ισοζύγιο Μεταβιβάσεων μετατράπηκε από πλεονασματικό σε ελλειμματικό. Αυτό οφείλεται, αφενός στην αύξηση των πληρωμών της Γενικής Κυβέρνησης προς την ΕΕ (προφανώς ως αποτέλεσμα της προς τα άνω αναθεώρησης του Ελληνικού ΑΕΠ), και αφετέρου στην αύξηση των εμβασμάτων προς το εξωτερικό από τους αλλοδαπούς μετανάστες που διαμένουν στην Ελλάδα. Αν και ο πρώτος παράγων ήταν συγκυριακός, η γενική τάση είναι πιο μακροχρόνια. Στο βαθμό που και το Ελληνικό ΑΕΠ θα συνεχίσει να αυξάνεται (άρα θα αυξάνονται και οι υποχρεώσεις προς την ΕΕ που είναι συνάρτηση του εισοδήματος) και ο αριθμός των μεταναστών δεν συγκρατείται, αυτές οι εξελίξεις θα επιταθούν τα προσεχρή έτη.

Τα στοιχεία του πρώτου τριμήνου του 2008 δείχνουν ένα μετριασμό του ελλείμματος του ΙΤΣ κατά 7,3% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2007. Πολλοί αναλυτές έσπευσαν να χαιρετίσουν αυτή την εξέλιξη ως ένδειξη κάμψης της υπερκατανάλωσης των ελληνικών νοικοκυριών, υπό την επίρρεια και της διεθνούς συγκυρίας κρίσης. Η εκτίμηση αυτή είναι πρώιμη. Αν και η κατανάλωση παρουσιάζει όντως μία κάμψη, η συγκεκριμένη βελτίωση προέρχεται από τους παράγοντες της συγκυρίας, ήτοι από την συνέχιση της πολύ καλής πορείας της ναυτιλίας ξηρού φορτίου και την ταυτόχρονη κάμψη των αγορών πλοίων. Αντιθέτως, οι εισαγωγές και το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών συνεχίζουν να αυξάνονται, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΤτΕ.⁵

Συμπερασματικά, υπάρχει πράγματι ένα τμήμα του ελλείμματος του ΙΤΣ το οποίο οφείλεται σε παράγοντες

⁵ Τα στοιχεία της ΕΣΥΕ τα οποία δείχνουν μείωση των εισαγωγών κατά 7,8% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους είναι βασισμένα σε τελωνειακά στοιχεία για συναλλαγές με χώρες εκτός ΕΕ. Ως εκ τούτου, είναι «μολυσμένα» από την απεργία στους εμπορικούς λιμένες της χώρας στην αρχή του 2008 και δεν θα πρέπει να τα εμπιστεύεται κανείς για να εξαγάγει μακροχρόνια συμπεράσματα.

της οικονομικής συγκυρίας αλλά δεν θα πρέπει να αναμένει κανείς άμεση βελτίωση σε αυτό. Η συγκυρία της κρίσης μπορεί να μετριάσει την εγχώρια ζήτηση – βραχυχρόνια ελπίζει κανείς και χωρίς να μεταβληθεί σε γενικευμένη ύφεση. Ταυτόχρονα όμως θα μετριάσει και τη ζήτηση για ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες στο εξωτερικό και θα επιφέρει κάμψη στις εισπράξεις από τον τουρισμό και τη ναυτιλία, που επί χρόνια αποτελούσαν το αντίβαρο στο εμπορικό έλλειμμα. Εάν επιπροσθέτως συνεχιστεί το ράλι στην αγορά πετρελαίου, η επιβάρυνση θα είναι σημαντικά μεγαλύτερη. Το πρόβλημα του ελληνικού ΙΤΣ όμως δεν είναι συγκυριακό. Τα Ισοζύγια εισοδημάτων και μεταβιβάσεων υφίστανται δομικές μεταλλάξεις με αβέβαιη τελική καθαρή επίδραση. Ακόμα σημαντικότερο, το έλλειμμα του Εμπορικού Ισοζυγίου αφορά, κατά το μάλλον ή ήττον, τις δομικές, άρα μακροχρόνιες, προσδιοριστικές παραμέτρους της ανταγωνιστικότητας, οι οποίες προκαλούν υστερήσεις από την πλευρά της προσφοράς, και πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης. Πολύ σημαντική μεταξύ αυτών η ύπαρξη επίμονων διαφορών πληθωρισμού με το μέσο της Ευρωζώνης και οι σχέσεις του φαινομένου με την πιστωτική επέκταση, την υπεραισιοδοξία των ελληνικών νοικοκυριών για το μελλοντικό τους εισόδημα και τις ακαμψίες μισθών και τιμών. Εάν αυτές οι παράμετροι δεν μεταβληθούν, πιθανώς με την συνεπικουρία της οικονομικής πολιτικής, οποιαδήποτε βελτίωση θα είναι εφήμερη.

3. Γιατί η Ελλάδα Συσσώρευσε Εξωτερικά Ελλείμματα

Η βιβλιογραφία προτείνει τρεις βασικές γραμμές σκέψης για την ερμηνεία του φαινομένου. Η πρώτη αποδίδει τις εξωτερικές ανισορροπίες στην σύγκλιση των κατά κεφαλήν εισοδημάτων μεταξύ πλουσιότερων και φτωχότερων κρατών. Η δεύτερη βασίζεται σε αυτή την διαδικασία αλλά δίνει έμφαση στην απόφαση των νοικοκυριών αναφορικά με την καταναλωτική τους δαπάνη. Η τρίτη αναδεικνύει την επίπτωση των ακαμψιών των μισθών στην εξωτερική ανταγωνιστικότητα των χωρών. Αυτό το κεφάλαιο επιχειρεί μία κριτική παρουσίαση αυτών των θεωριών και αντιπαραβολή τους με τα εμπειρικά δεδομένα. Τελικός σκοπός είναι η

αξιολόγηση της εγκυρότητας μίας εκάστης ή, εναλλακτικά, τη σχετική σημασία των επιδράσεων κάθε παράγοντα στην περίπτωση των Ελληνικών εξωτερικών ελλειμμάτων, λαμβάνοντας υπόψιν τις ιδιομορφίες της Ελληνικής οικονομίας.

Ταυτοτικά, η επιδείνωση του εξωτερικού ισοζυγίου παραπέμπει στην αποσύζευξη εθνικής αποταμίευσης και επένδυσης (ίδη [Box 1](#) για εξήγηση). Πράγματι, το [Διάγραμμα 2](#) δεικνύει ότι η Ελλάδα τα τελευταία χρόνια χαρακτηρίζεται τόσο από αύξηση των επενδύσεων, όσο και από μείωση ιδιωτικής αποταμίευσης και σταθερά αρνητική δημόσια αποταμίευση. Η καθαρή αποταμίευση είναι πλέον αρνητική, κατά κύριο λόγο εξαιτίας της επέκτασης των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών, δεδομένου ότι η καθαρή αποταμίευση των επιχειρήσεων έχει αυξηθεί (κυρίως αποταμιεύουν οι τράπεζες και οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις). Η αύξηση της επένδυσης (28% του ΑΕΠ το 2007 έναντι 22% του μ.ο. στην Ευρωζώνη) είναι ασφαλώς ένα γεγονός θετικό, δεδομένου ότι επεκτείνει τις παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας και άρα τη μελλοντική ανάπτυξη και εξαγωγική επίδοση. Ωστόσο ένα σταθερά σημαντικό τμήμα της αφορά την άνθηση της οικοδομικής δραστηριότητας, που ενώ κατηγοριοποιείται στις επενδύσεις, δεν έχει τις ίδιες πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στο συνολικό εισόδημα με τις παραγωγικές επενδύσεις που πραγματοποιούνται κατά κόρον στις χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά μετά την ΟΝΕ. Οι επενδύσεις σε εξοπλισμό πρόσφατα μόνο αυξήθηκαν. Η επένδυση σε κατοικίες αντανάκλα, αφενός την επέκταση της στεγαστικής πίστης, αφετέρου την υστέρηση και χαμηλή κερδοφορία των παραγωγικών επενδύσεων στις φτωχότερες χώρες, γεγονός που έστρεψε πολλά κεφάλαια στην αγορά ακινήτων. Ως συνέπεια, σε όλες τις Μεσογειακές χώρες σημειώθηκε σωρευτική άνοδος των τιμών των κατοικιών από το 2001 που ξεπερνά το 70%, εν συγκρίσει με περίπου 12% στις χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά. Αυτό το γεγονός, σε συνδυασμό με την παράλληλη επέκταση της κατανάλωσης, αναδεικνύει το γενικότερο χαρακτηριστικό της ταχείας ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας, ότι βασίστηκε σε μεγάλο βαθμό στην ενίσχυση της συνολικής εγχώριας ζήτησης. Η επιλογή ενός τέτοιου μοντέλου

ανάπτυξης είναι ενδογενής: αντικατοπτρίζει ένα δομικό έλλειμμα εξωτερικής ανταγωνιστικότητας.

Οι παράγοντες που οδήγησαν σε αυτές τις μεταβολές χρήζουν αναλύσεως, ώστε να ιχνηλατηθούν και οι ατραποί διορθώσεώς τους. Η γενική διαπίστωση είναι πως η αποσύζευξη αυτή εν μέρει είναι θετική και αναμενόμενη και εν μέρει αντανάκλα (και ανατροφοδοτείται) από τα γενικά και διαχρονικά δομικά προβλήματα της Ελληνικής οικονομίας.⁶ Το προκύπτον έλλειμμα ανταγωνιστικότητας μεγεθύνεται λόγω της μεταβολής της Ελλάδας σε μικρή ανοιχτή οικονομία, γεγονός που αύξησε την έκθεση της χώρας στο διεθνές εμπόριο (Δαβραδάκης, 2007).⁷ Ωστόσο, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ, η Ελλάδα παραμένει η λιγότερο ανοιχτή από τις μικρές οικονομίες της Ευρωζώνης. Μία προσεκτικότερη παρατήρηση του [Διαγράμματος 1](#) ωστόσο αποκαλύπτει ότι η συνεπής επιδείνωση του Εμπορικού Ισοζυγίου άρχισε από το 1994 και επιδεινώθηκε με την είσοδο στην ΟΝΕ. Επομένως, το σημείο αφετηρίας της ανισορροπίας, και άρα το σημείο από το οποίο πρέπει να εκκινεί η ανάλυση, είναι η επίδραση ενός πολύ σημαντικού παράγοντα: της νομισματικής πολιτικής.

Η έναρξη της συνεπούς επιδείνωσης του ΙΤΣ συμπίπτει χρονικά με την έναρξη της προσπάθειας της χώρας για ένταξη στη ζώνη του Ευρώ, το 1994. Η νομισματική πολιτική επωμίστηκε σημαντικό βάρος της προσπάθειας για την εκπλήρωση των κριτηρίων ένταξης, κυρίως της τιθάσευσης του πληθωρισμού και του περιορισμού των διακυμάνσεων της δραχμής έναντι των υπολοίπων νομισμάτων του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής συνοψίστηκε σε δύο βασικές επιλογές, αφενός μεν την διατήρηση των επιτοκίων σε υψηλά επίπεδα, αφετέρου τον περιορισμό των ονομαστικών υποτιμήσεων της δραχμής, ώστε να περιοριστεί η επίδραση του εισαγόμενου πληθωρισμού και να σηματοδοτηθεί η δέσμευση των ασκούντων την οικονομική πολιτική στο στόχο της ένταξης της χώρας στην ΟΝΕ. Η πολιτική αυτή

⁶ Για μία ανατομία της Ελληνικής οικονομίας, ίδη Standard & Poor's (2008), Χαρδούβελης (2007).

⁷ Το άθροισμα των εξαγωγών και εισαγωγών αυξήθηκε από 28,3% του ΑΕΠ το 1960 σε 51,3% το 2006 (μέγιστη τιμή το 2000, ένα χρόνο πριν την υιοθέτηση του Ευρώ, 61% του ΑΕΠ).

Box 1

Από τη βασική εθνικολογιστική ταυτότητα: $Y = C + I + G + NX$

Όπου Y το συνολικό εισόδημα της οικονομίας, C η κατανάλωση, I η επένδυση, G οι δημοσιονομικές δαπάνες και NX οι καθαρές εξαγωγές, δηλαδή $NX = X - M$

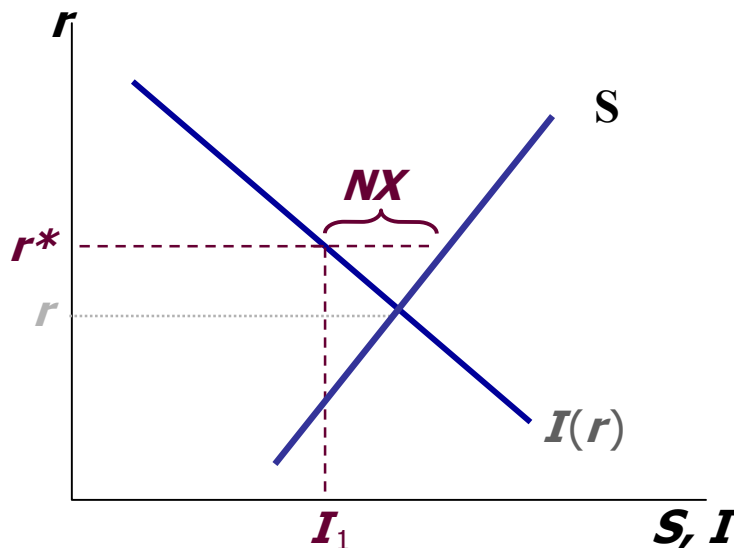
Δηλαδή $NX = X - M = Y - (C + I + G)$

Και $NX = (Y - C - G) - I = S - I$

Η ταυτότητα αυτή δείχνει ότι Εμπορικό ισοζύγιο = καθαρή εκροή κεφαλαίων

Επομένως, μία χώρα με εμπορικό έλλειμμα ($NX < 0$) είναι καθαρός δανειολήπτης ($S < I$).

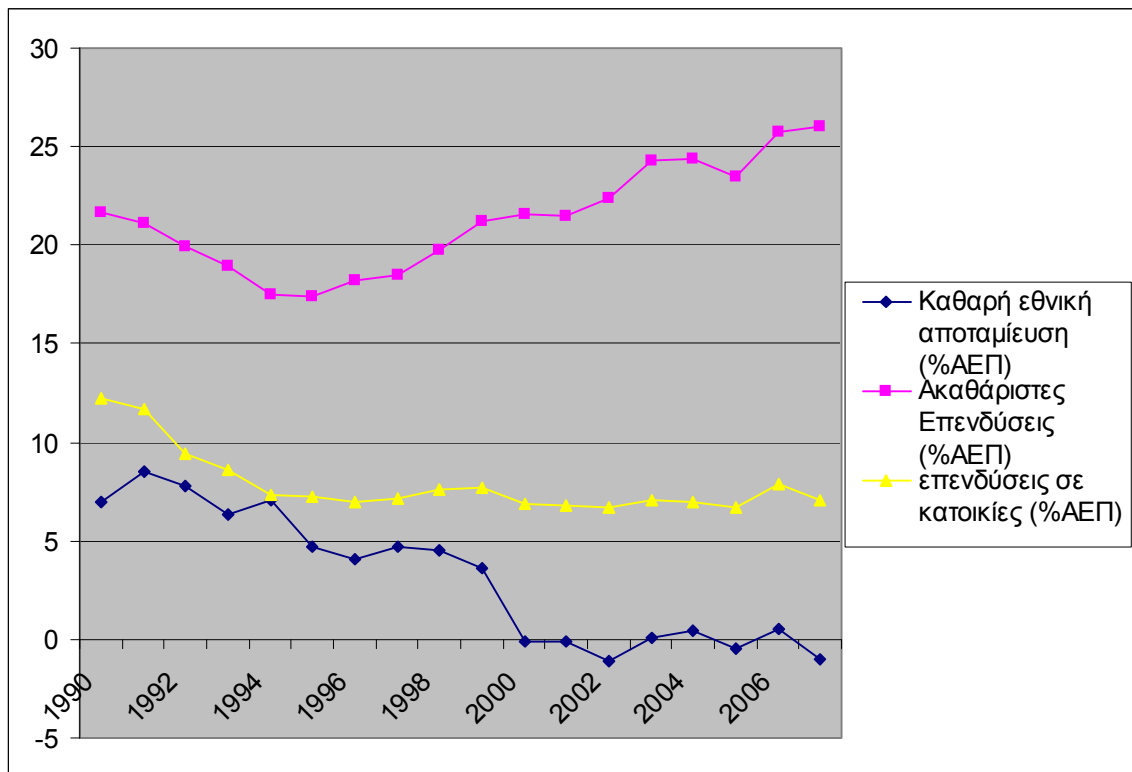
Έστω τώρα ότι τα εγχώρια και τα ξένα χρεώγραφα είναι τέλεια υποκατάστατα, υπάρχει πλήρης κινητικότητα κεφαλαίων και η υπό εξέταση οικονομία είναι μικρή (άρα δεν μπορεί να επηρεάσει το διεθνές επιτόκιο, r^*). Το διάγραμμα δείχνει ότι η επένδυση είναι αρνητική συνάρτηση του επιτοκίου και η αποταμίευση θετική συνάρτηση του επιτοκίου. Σε μία κλειστή οικονομία το επιτόκιο, r , θα προσαρμοζόταν για να εξισώσει αποταμίευση και επένδυση. Αλλά σε μία ανοιχτή οικονομία οι υποψήφιοι επενδυτές μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματαγορές. Άρα το επίπεδο επένδυσης της χώρας καθορίζεται από το διεθνές επιτόκιο, το οποίο είναι εξωγενές. Επομένως, η διαφορά μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης καθορίζει τις καθαρές εκροές κεφαλαίου (και τις καθαρές εξαγωγές). Επακόλουθα, μία μείωση στην ιδιωτική αποταμίευση, S , ή την δημόσια αποταμίευση (αύξηση στο G ή μείωση στο T) έχει τα αποτελέσματα: $\Delta I = 0$, $\Delta NX = \Delta S < 0$. Ομοίως, μία αύξηση στη ζήτηση για επενδύσεις ($\Delta I > 0$), εφόσον δεν επηρεάζει την αποταμίευση ($\Delta S = 0$), μειώνει τις καθαρές εκροές κεφαλαίου και τις καθαρές εξαγωγές κατά το ποσό ΔI .



έγινε γνωστή ως «πολιτική της σκληρής δραχμής». Αυτή η αυτοδέσμευση στόχευε, πέραν της πρωτογενούς της επίδρασης στον πληθωρισμό, να πείσει τα άτομα και τις αγορές για την αφοσίωση των αρχών στον στόχο, ώστε να πετύχει την γρήγορη προσαρμογή των πληθωριστικών

προσδοκιών προς τα κάτω και επομένως την ελαχιστοποίηση του κόστους του αποπληθωρισμού.

Διάγραμμα 2:
Η αποσύζευξη Αποταμίευσης- Επένδυσης και η συνεισφορά των κατοικιών



Πηγή: AMECO

Ο αποπληθωρισμός τελικά επετεύχθη και μαζί του ο -ορισμένος ως εθνικός- στόχος της ένταξης της χώρας στην Ευρωζώνη. Με ένα κόστος όμως. Το γεγονός ότι το ποσοστό διολίσθησης της δραχμής υπολειπόταν συστηματικά του ρυθμού μείωσης του επιπέδου τιμών, ως ηθελημένη επιλογή αποπληθωρισμού, οδήγησε στη συσσώρευση πραγματικής ανατίμησης της δραχμής.⁸ Η υστέρηση του αποπληθωρισμού επιμηνούνταν από τις εισροές κεφαλαίων τα οποία προσελκυόταν από τα υψηλά επιτόκια, και τις οποίες η Τράπεζα της Ελλάδος αναγκαζόταν να αποστειρώνει. Η εισροή κεφαλαίων οδήγησε στην εκ νέου ανατίμηση της δραχμής μετά την υποτίμηση κατά 12,3% ως προς το ECU την οποία απεφάσισε η Τράπεζα της Ελλάδος το Μάρτιο του 1998. Τελικώς, αυτό εκτιμάται ότι οδήγησε στην είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ με μία ισοτιμία μετατροπής η οποία

⁸ Η εγχώρια αγορά πίστευε ότι η δραχμή είναι υπερτιμημένη ήδη από τα μέσα του 1997, σύμφωνα με τους Brissimis et al (2001). Οι προσδοκίες αυτές είχαν τροφοδοτηθεί από το ίδιο το έλλειμμα του ΙΤΣ (4% του ΑΕΠ το 1997), το υψηλό εξωτερικό χρέος της χώρας (μόνο το δημόσιο ακαθάριστο εξωτερικό χρέος ανερχόταν σε 24% του ΑΕΠ το 1997) και τον υψηλό ρυθμό αύξησης των ημερομισθίων. Κάποιες επενδυτικές τράπεζες κοινοποιούσαν εκτιμήσεις πως η δραχμή ήταν υπερτιμημένη έως και 28%.

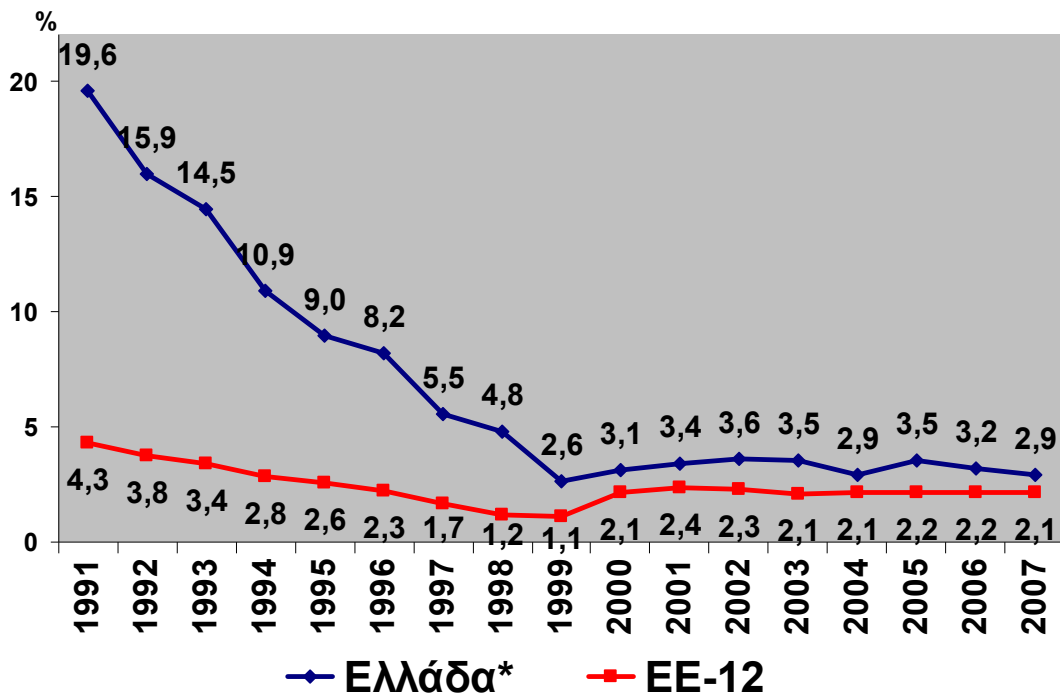
δεν ευνοούσε την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών.⁹

Το σημαντικότερο ωστόσο ήταν ότι η οικονομία δεν είχε πραγματοποιήσει τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις οι οποίες θα της επέτρεπαν να διατηρήσει ένα ρυθμό πληθωρισμού ίσο ή μικρότερο αυτού των Ευρωπαίων εταίρων της.¹⁰ Το δομικό πρόβλημα της επιμονής του Ελληνικού πληθωρισμού φαίνεται πολύ ευκρινώς στο Διάγραμμα 3. Καταρχήν απεικονίζεται η σημαντική μείωση του πληθωρισμού ως συνέπεια της προσπάθειας επίτευξης των κριτηρίων συμμετοχής στην Ευρωζώνη. Παρά ταύτα, από την στιγμή της εισόδου στο κοινό νόμισμα, η Ελλάδα διατηρεί σταθερά θετικές διαφορές

⁹ Αυτό τεκμαίρεται, inter alia, από το γεγονός ότι ήδη το 2000 το ελληνικό εξωτερικό έλλειμμα ήταν ήδη στα επίπεδα του 7,8% του ΑΕΠ.

¹⁰ Ο Arghyroy (2006) συμφωνεί με αυτό το συμπέρασμα. Επιπλέον υποστηρίζει ότι η ίδια η πτώση του πληθωρισμού με την οποία η Ελλάδα μπήκε στην ΟΝΕ ήταν αποτέλεσμα σωπηρών συμφωνιών συγκράτησης των τιμών με τους επιχειρηματίες και παγώματος των τιμολογίων των ΔΕΚΟ. Οι συμφωνίες βέβαια δεν μετέβαλλαν το υπολανθάνον επίπεδο ισορροπίας του πληθωρισμού το οποίο ήταν πιο υψηλό αυτού των Ευρωπαίων εταίρων λόγω των διαρθρωτικών αδυναμιών. Όταν λοιπόν η ένταξη επετεύχθη, οι συμφωνίες έπαυσαν να ισχύουν και ο πληθωρισμός πήρε την ανιούσα.

Διάγραμμα 3
Ρυθμός πληθωρισμού, Ελλάδα και Ευρωζώνη (μέσος)



*Εθνικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
 Πηγή: Eurostat

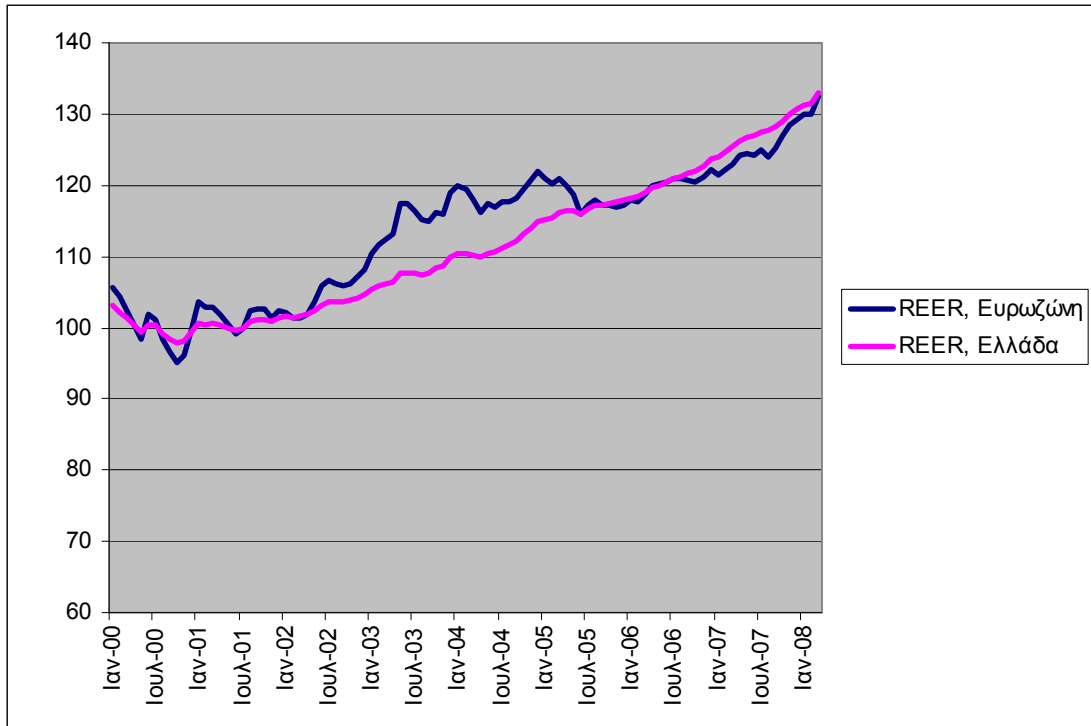
πληθωρισμού έναντι του μέσου όρου της Ζώνης, συνήθως άνω της μίας ποσοστιαίας μονάδας.¹¹ Η κρίσιμη διαφορά με την προηγούμενη περίοδο όμως ήταν πως, μετά την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, η υπονόμευση της ανταγωνιστικής θέσης της χώρας δεν ήταν δυνατόν να αντιμετωπιστεί με υποτίμηση του νομίσματος. Δεδομένης της αδυναμίας αναπροσαρμογής της ισοτιμίας, η σωρευτική επίδραση αυτής της διαφοράς είναι πολύ σημαντική και, σε κάθε περίπτωση, συνιστά σημαντική ανατίμηση έναντι των υπολοίπων μελών. Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι οι θετικές διαφορές πληθωρισμού έναντι των χωρών-μελών της Ευρωζώνης και η πραγματική ανατίμηση που αυτές συνεπάγονται βλάπτουν την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων και υπηρεσιών, όχι μόνο εντός της Ευρωζώνης, αλλά και εκτός αυτής, στο βαθμό που οι χώρες της Ευρωζώνης ανταγωνίζονται μεταξύ τους σε τρίτες αγορές.

¹¹ Όποιος διαβεί εν Ελλάδι θεωρεί μετά σκεπτικισμού το κατά πόσον οι ανακοινωθέντες ρυθμοί πληθωρισμού αντανακλούν την πραγματική αύξηση του κόστους διαβίωσης. Αυτό δεν είναι θέμα της παρούσης μελέτης αλλά μία τέτοια προσμέτρηση θα διέυρνε περαιτέρω την πραγματική διαφορά ρυθμών πληθωρισμού.

Η ανταγωνιστικότητα τιμών της Ελλάδας δεν πλήττεται μόνο από παράγοντες ειδικούς στην Ελλάδα, δηλαδή τους Ελληνικούς ρυθμούς πληθωρισμού. Αυτές οι επιδράσεις έχουν επαυξηθεί από την συνεχή ανατίμηση του Ευρώ τα τελευταία έτη. Είναι γνωστό ότι το Ευρώ κατά τα πρώτα έτη της ύπαρξής του δέχτηκε υποτιμητικές πιέσεις και έφτασε να εμπορεύεται σε ισοτιμία 0,82 USD ανά €. Στη συνέχεια όμως ενισχύθηκε σταθερά και σημαντικά και σήμερα κινείται στη γειτονία των 1,60 USD ανά €. Η ανατιμητική τάση του Ευρώ είναι αποτέλεσμα κυρίως της προσήλωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στο στόχο της σταθερότητας των τιμών. Η ιδρυτική εξουσιοδότηση της ΕΚΤ θέτει ως στόχο της την σταθερότητα των τιμών και όχι προσμετρήσεις για την οικονομική ανάπτυξη, όπως για παράδειγμα συμβαίνει με την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve). Η Fed σε περιπτώσεις πραγματικής ή επαπειλούμενης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας άσκησε επιθετική πολιτική μείωσης των επιτοκίων παρέμβασης. Επίσης επέτρεψε την διολίσθηση του δολαρίου για να διευκολύνει την συγκράτηση του ευμεγέθους Αμερικανικού εξωτερικού ελλείμματος. Η ΕΚΤ σε αντίθεση

Διάγραμμα 4

Δείκτης Πραγματικής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας του Ευρώ Σταθμισμένης για τους Όγκους Εξωτερικού Εμπορίου (Ελλάδας και Ευρωζώνης αντίστοιχα) (2000=100)



Σημείωση: Οι αποπληθωρίσεις έχουν βασιστεί στο -εγχώριο και τα ξένα- ανά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας, LC και LC* αντίστοιχως, δηλαδή απεικονίζεται η πραγματική ισοτιμία

$e = s \frac{LC}{LC^*}$. Οι σταθμίσεις στα διάφορα LC* είναι ανάλογες του μεριδίου κάθε εμπορικού εταίρου στο διεθνές εμπόριο της Ελλάδας (Ευρωζώνης).

Πηγή: IMF

στάθηκε άκαμπτη, με χαρακτηριστικό παράδειγμα την τρέχουσα χρηματοπιστωτική αναταραχή.

Ωστόσο, για την ανάλυση της ανταγωνιστικότητας τιμών απαιτείται να ληθούν υπόψιν και οι σχετικές μεταβολές των επιπέδων τιμών και μισθών, δηλαδή το ενδιαφέρον μέγεθος είναι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, e , και όχι η ονομαστική ισοτιμία, s . Το Διάγραμμα 4 δείχνει την συνεχή πραγματική ανατίμηση την οποία καταγράφει το Ευρώ από το 2001. Ως αποτέλεσμα, η ανταγωνιστικότητα τιμών των προϊόντων και υπηρεσιών όλων των χωρών της Ευρωζώνης υφίσταται μία σωρευτική επιδείνωση. Είναι σημαντικό ότι για την κατασκευή του συγκεκριμένου δείκτη χρησιμοποιήθηκε για τον αποπληθωρισμό της ονομαστικής ισοτιμίας το ανά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας και όχι οι απλές τιμές καταναλωτή. Αυτό σημαίνει ότι η εικονιζόμενη πραγματική

ανατίμηση προκύπτει μετά την αφαίρεση της όποιας βελτίωσης της παραγωγικότητας της εργασίας. Τούτου δοθέντος, είναι σημαντικό ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της Ελλάδας από το 2005 και μετά είναι ακόμα υψηλότερη από την μέση αντίστοιχη της Ευρωζώνης.¹² Αυτό σημαίνει ότι, ενώ όλη η Ευρωζώνη βιώνει μία επιδείνωση της ανταγωνιστικότητάς της ως προς τις τιμές, η Ελλάδα επιβαρύνεται σχετικά περισσότερο. Μέχρι το 2005 η αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα αντιστάθμιζε την θετική διαφορά πληθωρισμού έναντι των υπόλοιπων χωρών της Ευρωζώνης ώστε η σχετική ανατίμηση της Ελλάδας ήταν μικρότερη σε σχέση με την αντίστοιχη της Ευρωζώνης.

¹² Το IMF (2007) υπολογίζει ότι, βάσει της ελαστικότητας του ΙΤΣ σε μεταβολές της πραγματικής ισοτιμίας, το μέγεθος του ελλείμματος του ΙΤΣ υπονοεί πραγματική ανατίμηση της τάξης του 24% (διάστημα εμπιστοσύνης $\pm 6\%$). Με άλλη μεθοδολογία, η πραγματική ισοτιμία υπολογίζεται ως 18% ανατιμημένη σε σχέση με το επίπεδο ισορροπίας που υπονοούν τα θεμελιώδη μεγέθη.

Αυτό επιβεβαιώνεται και από την ανάλυση της Deutsche Bundesbank (2007) η οποία καταγράφει μία σύγκλιση των ανταγωνιστικών θέσεων εντός της Ευρωζώνης λόγω της αύξησης της παραγωγικότητας στις φτωχότερες χώρες της Ευρωζώνης, όπως η Ελλάδα. Ωστόσο, τα τελευταία δύο έτη η Ελληνική οικονομία βιώνει μία συγκριτικά μεγαλύτερη πραγματική ανατίμηση, ακόμα κι αφού συνυπολογιστεί η αύξηση της παραγωγικότητας.¹³ Η σχετικώς ταχύτερη από την Ευρωζώνη αύξηση του ανά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας καθιστά τη διαφορά πληθωρισμού μη διατηρήσιμη. Η σχετική ανατίμηση, μαζί με ποιοτικούς παράγοντες (βλ. παρακάτω), αντικατοπτρίζεται στην μείωση του μεριδίου των Ελληνικών εξαγωγών που κατευθύνεται προς την Ευρωζώνη, την ίδια περίοδο που το μερίδιο προς τις λοιπές ανεπτυγμένες χώρες έχει σταθεροποιηθεί.

Συμπερασματικά, η ανατίμηση του Ευρώ από μόνη της δεν αρκεί για την εξήγηση των ελληνικών εξωτερικών ελλειμμάτων. Παρόμοια ανατίμηση βίωσαν και χώρες όπως η Γερμανία ή η Ολλανδία, οι οποίες όμως καταγράφουν συνεχώς εμπορικά πλεονάσματα.¹⁴ Χώρες όμως όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ισπανία οι οποίες βιώνουν διαρθρωτικά προβλήματα ανταγωνιστικότητας και θετικές διαφορές πληθωρισμού εντός της Ευρωζώνης, είναι ελλειμματικές. Η ανοδική πορεία του Ευρώ απλώς διογκώνει την προϊούσα αδυναμία τους. Επομένως, η ανατίμηση του Ευρώ πρέπει να ιδωθεί ως συμπληρωματικός παράγων που συνετέλεσε στην συνολική επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας τιμών των ελληνικών προϊόντων και υπηρεσιών και όχι ως η κύρια αιτία της.

3.1 Εξηγήσεις από την Σύγχρονη Μακροοικονομική Θεωρία

Εξηγήθηκε ανωτέρω ότι βασικός λόγος της μείωσης ανταγωνιστικότητας τιμών της Ελληνικής οικονομίας είναι η σταθερή συσσώρευση θετικών διαφορών πληθωρισμού

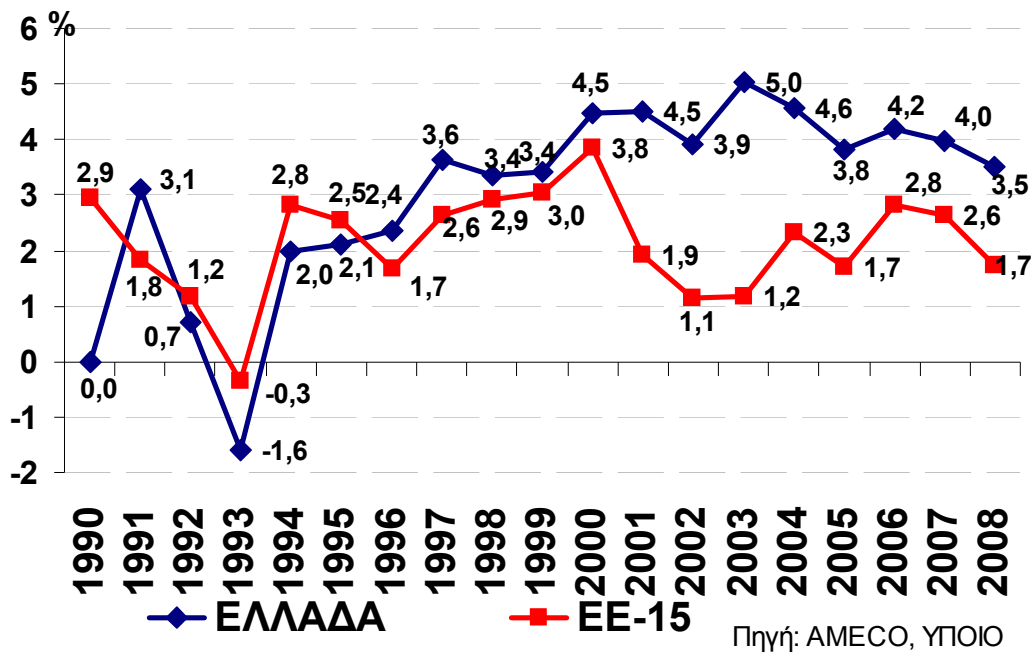
¹³ Η ανατίμηση είναι ακόμα μεγαλύτερη αν δεχτεί κανείς ότι η ελληνική πραγματική ισοτιμία ήταν ήδη υπερτιμημένη κατά το έτος βάσης.

¹⁴ Το κοινό νόμισμα επιτρέπει την εκτροπή εμπορίου: η αδυναμία υποτίμησης λειτουργεί ως επιδότηση των προϊόντων των χωρών με αρνητικές διαφορές πληθωρισμού, οι οποίες εξάγουν στις χώρες με θετικές διαφορές πληθωρισμού, εκτοπίζοντας τις εισαγωγές από τρίτες χώρες.

εν σχέσει προς τα άλλα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης. Μία προφανής εξήγηση είναι να αποδοθεί αυτό στα υψηλά δημόσια ελλείμματα και το χρέος. Πράγματι, η δημοσιονομική πολιτική ήταν μάλλον προ-κυκλική τα προηγούμενα έτη κατά τα οποία η Ελληνική οικονομία ήταν σε φάση υπερθέρμανσης. Το δημόσιο χρέος παραμένει και σήμερα υψηλό ως ποσοστό του ΑΕΠ και η κυβέρνηση συνεχίζει να συσσωρεύει δημοσιονομικά ελλείμματα (αν και με πρωτογενή πλεονάσματα). Αυτό αυξάνει την αποσύζευξη αποταμίευσης-επένδυσης διότι υπονομεύει τους ρυθμούς συνολικής αποταμίευσης και έτσι επεκτείνει τη ζήτηση. Ωστόσο, παρότι τα τελευταία έτη τα δημόσια ελλείμματα μειώνονται ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενόψει του στόχου για μηδενισμό τους μέχρι το 2010-12, τα ελλείμματα του ΙΤΣ διογκώνονται. Άρα πρέπει να αναζητηθούν εξηγήσεις που να αφορούν και τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας.

Η μακροοικονομική θεωρία προσφέρει εναλλακτικές εξηγήσεις των χαρακτηριστικών της πορείας της Ελληνικής οικονομίας που οδήγησαν στη συσσώρευση ελλειμμάτων του ΙΤΣ. Η πρώτη εξ αυτών βασίζεται στην υπόθεση Balassa-Samuelson. Η βάση της υποθέσεως είναι η παρατήρηση ότι χώρες με σχετικώς υψηλά κατά κεφαλήν εισοδήματα χαρακτηρίζονται από υψηλότερα επίπεδα τιμών. Αυτό συμβαίνει διότι στις πλουσιότερες χώρες, οι εργαζόμενοι έχουν εξ ορισμού υψηλότερη παραγωγικότητα (γι αυτό είναι πλουσιότερες) κι επομένως πληρώνονται υψηλότερους μισθούς. Ωστόσο, υπάρχουν κάποιοι κλάδοι που παράγουν αγαθά που δεν είναι διεθνώς εμπορεύσιμα (non-tradeables) διότι δεν μπορούν να μεταφερθούν. Αυτοί οι κλάδοι χρησιμοποιούν εντατικά εργασία και χαρακτηρίζονται από μικρότερη ευαισθησία της παραγωγικότητας στις μεταβολές της τεχνολογίας. Παρά ταύτα, οι κλάδοι αυτοί πρέπει να πληρώνουν στους εργαζομένους τους μισθούς ίσους με αυτούς των εργαζομένων στους κλάδους που παράγουν διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά (tradeables), ειδάλως οι εργαζόμενοι θα αλλάξουν κλάδο. Άρα και οι κλάδοι των μη διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών θα πληρώνουν υψηλότερους μισθούς στις πλουσιότερες χώρες, με συνέπεια το γενικό επίπεδο μισθών – και άρα το γενικό επίπεδο τιμών των προϊόντων- να είναι υψηλότερο σε αυτές. Δεδομένου επίσης ότι η συναλλαγματική ισοτιμία ανταποκρίνεται

Διάγραμμα 5
Πραγματικοί Ρυθμοί Ανάπτυξης, Ελλάδα & ΕΕ-15, 1990–2008



πλήρως στις διαφορές παραγωγικότητας στους τομείς εμπορεύσιμων αγαθών και όχι στη μέση παραγωγικότητα της οικονομίας, θα τείνει να είναι πιο ανατιμημένη υπέρ των πλουσίων χωρών από όσο δικαιολογεί η διαφορά των μέσων πραγματικών εισοδημάτων.

Το ανωτέρω σκεπτικό, εφαρμοζόμενο αντίστροφα, σημαίνει πως αν οι λιγότερο πλούσιες χώρες αρχίσουν να αυξάνουν την παραγωγικότητά τους και να συγκλίνουν με το κατά κεφαλήν εισόδημα των πλουσιότερων χωρών, θα καταγράψουν μία άνοδο του επιπέδου τιμών τους. Εάν επιπροσθέτως η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή, όπως συμβαίνει στην περίπτωση της Ευρωζώνης όπου υπάρχει κοινό νόμισμα, θα παρατηρηθεί και μία επιδείνωση της σχέσης ανταλλαγής με τις πλουσιότερες χώρες (όροι εμπορίου), δηλαδή μία πραγματική «ανατίμηση». Τα εμπειρικά στοιχεία παρέχουν κάποια στήριξη σε αυτό το σκεπτικό. Το Διάγραμμα 5 δείχνει ότι, πράγματι, η περίοδος της επιδείνωσης του Ελληνικού ΙΤΣ συμπίπτει με την περίοδο κατά την οποία ο πραγματικός ρυθμός μεγέθυνσης του Ελληνικού ΑΕΠ υπερέιχε συστηματικά του αντίστοιχου μέσου της Ευρωζώνης. Αντιστοίχως, και οι επενδύσεις ήταν υψηλότερες (28% του ΑΕΠ στην Ελλάδα το 2007, έναντι 22% στην Ευρωζώνη).

Ωστόσο, μελέτες έχουν δείξει ότι ένα μικρό μόνο ποσοστό του ελλείμματος του ΙΤΣ οφείλεται στην επίδραση Balassa-Samuelson. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συμπέρανε ότι το έλλειμμα του ΙΤΣ της Ελλάδας είναι μεγαλύτερο από αυτό που δικαιολογείται από τη διαφορά στους ρυθμούς ανάπτυξης. Επίσης, το IMF (2007) υπελόγισε ότι το ΙΤΣ ισορροπίας της Ελλάδας το οποίο λαμβάνει υπόψιν του τις επιδράσεις του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης εκ της σύγκλισης (όπως και τη γήρανση του πληθυσμού) είναι μόλις -2,7% του ΑΕΠ.¹⁵ Η εξήγηση που επικαλούνται για αυτό είναι το μικρό μέγεθος του τομέα των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και άρα ο περιορισμένος ρόλος του στον καθορισμό των μισθών (κυρίως ο ρόλος του δημόσιου τομέα). Επίσης παρατηρείται μικρή διαφορά παραγωγικότητας μεταξύ εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων τομέων.

¹⁵ Αυτό το εύρημα συμφωνεί και με την ανάλυση του Tresor Economics (2007), που θεωρεί την αύξηση της παραγωγικότητας μία διαρκή ασύμμετρη διαταραχή (shock) που επέφερε η οικονομική ολοκλήρωση λόγω της έντασης του ανταγωνισμού μεταξύ των χωρών-μελών. Ωστόσο, οι προσομοιώσεις από το υπόδειγμα DSGE (βλ. παρακάτω) που αναπτύσσουν, δείχνουν ότι οι παράγοντες που σχετίζονται με την παραγωγικότητα, και άρα την οικονομική σύγκλιση, δεν εξηγούν πάνω από το 1/3 του Ισπανικού ελλείμματος. Ως συνέπεια, τα ελλείμματα των ΙΤΣ των Μεσογειακών χωρών είναι μη διατηρήσιμα.

Αυτές οι ενδείξεις οδηγούν σε ένα και μόνο συμπέρασμα: το μεγαλύτερο τμήμα του ελλείμματος οφείλεται στην επί σειρά ετών επέκταση της Ελληνικής οικονομίας με ρυθμούς ταχύτερους των δυνητικών ρυθμών ανάπτυξης, δηλαδή της πραγματικής ανάπτυξης μείον του τμήματός της που οφείλεται στις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου. Παρότι η ανεργία παρέμενε σε υψηλό επίπεδο λόγω δομικών προβλημάτων, οι τιμές των ελληνικών προϊόντων δεν εσυγκρατούντο, με αποτέλεσμα την συνεχή επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας των τιμών τους. Επομένως, μέρος του ελλείμματος οφείλεται στο ότι η Ελλάδα είναι συνεχώς σε φάση υπερθέρμανσης της οικονομίας της την τελευταία δεκαετία. Με απλά λόγια αυτό σημαίνει ότι καταναλώνουμε περισσότερα από όσα παράγουμε και άρα συσσωρεύουμε χρέη. Επίσης, ανέρχεται το επίπεδο των τιμών αφού η αυξανόμενη ζήτηση προσπαθεί να ικανοποιηθεί από μία προσφορά που υστερεί.

Η συμβολή της ζήτησης στην άνοδο των τιμών άνω του επιπέδου που δικαιολογείται από την επίδραση Balassa-Samuelson μπορεί να περιγραφεί ως εξής: η νεοπαγής αφθονία του χρήματος επιτρέπει στους κατέχοντες να πλειοδοτούν για την ενοίκιαση των τοπικών υπηρεσιών χωρίς να πιέζουν τους παρόχους να αυξήσουν την παραγωγικότητά τους. Σε δεύτερο επίπεδο, όσο ανεβαίνει το κατά κεφαλήν εισόδημα, αυξάνεται η ζήτηση για υπηρεσίες έναντι αγαθών, διότι οι υπηρεσίες είναι «αγαθό πολυτελείας». Επειδή όμως οι υπηρεσίες είναι κατά κόρον μη διεθνώς εμπορεύσιμες, η αύξηση της ζήτησης προκαλεί την εξάντληση των καλής ποιότητας ανθρώπινων πόρων και λιγότερο καλοί πόροι χρησιμοποιούνται για την παροχή τους. Αυτό προκαλεί την πτώση της παραγωγικότητας, αυξάνοντας το επίπεδο τιμών και πλήττοντας την ανταγωνιστικότητα. Τι όμως διατήρησε την Ελληνική οικονομία συνεχώς σε φάση επέκτασης, με συνέπεια την υπερθέρμανση, την πρόσθετη επιβάρυνση του πληθωρισμού και, τελικά, την απώλεια ανταγωνιστικότητας τιμών; Επιπρόσθετα, τι προκάλεσε την αφθονία του χρήματος;

Η Σύγχρονη Μακροοικονομική θεωρία (Νέο-Κεϋνσιανή κυρίως) προσφέρει ερμηνείες αυτών των φαινομένων οι οποίες βασίζονται στην ανάπτυξη Δυναμικών

Υποδειγμάτων Γενικής Ισορροπίας (Dynamic General Equilibrium Models) με μικροοικονομική θεμελίωση. Αυτό επιτρέπει την ανάλυση του ΙΤΣ σε ένα πιο ολιστικό, δυναμικό πλαίσιο (πολλών περιόδων). Σε αυτό το πλαίσιο, δύο βασικές προσεγγίσεις εστιάζουν στα εξωτερικά ελλείμματα σε κάποιες χώρες της ΟΝΕ. Η πρώτη εκκινεί από το άρθρο των Blanchard και Giavazzi (2002) το οποίο είχε κινητροδοτηθεί και επιχειρούσε να εξηγήσει ακριβώς τις περιπτώσεις της Ελλάδας και της Πορτογαλίας. Το βασικό συμπέρασμα του άρθρου είναι ότι τα εξωτερικά ελλείμματα αυτών των δύο χωρών είναι, κατά το μάλλον ή ήττον, ακίνδυνα διότι αποτελούν την φυσική αντίδραση των ατόμων στις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες της ΟΝΕ στη μεταβολή των οικονομικών προοπτικών τους λόγω του νέου, πιο ευνοϊκού περιβάλλοντος.

Συγκεκριμένα, η συμμετοχή στην ΟΝΕ και η διαδικασία σύγκλισης του επιπέδου παραγωγικότητας με αυτό των περισσότερο ανεπτυγμένων χωρών της ΟΝΕ δημιουργεί *προσδοκίες υψηλότερης μελλοντικής ανάπτυξης* (υψηλότερες αποδόσεις επί των επενδύσεων). Όπως και στην υπόθεση Balassa-Samuelson, η αύξηση των ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης απαιτεί αύξηση του επιπέδου συνολικής επένδυσης, γεγονός το οποίο επιδεινώνει το ΙΤΣ. Επιπρόσθετα όμως, η υψηλότερη ανάπτυξη οδηγεί και σε αύξηση του προσδοκώμενου μελλοντικού κατά κεφαλήν εισοδήματος. *Εν όψει αυτής της αύξησης του εισοδήματος, τα ορθολογικά άτομα θα μεταφέρουν πόρους στην παρούσα χρονική στιγμή (δηλαδή θα δανειστούν) ώστε να αυξήσουν την παρούσα κατανάλωσή τους και να επιτύχουν την διαχρονική εξομάλυνση της κατανάλωσής τους στα νέα -υψηλότερα- επίπεδα.* Αυτό επιβαρύνει επιπλέον το ΙΤΣ δεδομένου ότι ένα τμήμα της κατανάλωσης αφορά εισαγωγές.¹⁶

Η αύξηση της κατανάλωσης καθίσταται δυνατή αλλά και μεγεθύνεται από την *μείωση των επιτοκίων δανεισμού* την οποία επιφέρει η συμμετοχή στην ΟΝΕ. Όχι μόνο το ονομαστικό επιτόκιο μειώνεται λόγω της σταθεροποίησης

¹⁶ Η κατανάλωση αυξάνεται, όχι μόνο διότι τα άτομα βλέπουν με μεγαλύτερο οπτιμισμό το μελλοντικό τους εισόδημα αλλά και διότι αυξάνεται η αξία των περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν. Δεδομένου ότι η κατανάλωση είναι θετική συνάρτηση του διαθέσιμου πλούτου, πέραν του εισοδήματος από εργασία, η άνοδος των τιμών των κατοικιών -κυρίως- και των μετοχικών αξιών τροφοδότησε περαιτέρω την κατανάλωση.

του πληθωρισμού αλλά και το ασφάλιστρο κινδύνου επιτοκίου (risk premium) παραμένει χαμηλό λόγω:

1. της υψηλής αξιοπιστίας σταθερότητας την οποία απολαμβάνει η ΕΚΤ (σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών)
2. της ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών, η οποία επέτρεψε στις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες να συμμετάσχουν στις περισσότερο ρευστές Ευρωπαϊκές αγορές και μείωσε τον κίνδυνο απαλλοτρίωσης πόρων (εθνικοποίησης) για τους ξένους επενδυτές
3. της εξάλειψης του κινδύνου συναλλαγματικής ισοτιμίας για τις εντός Ευρωζώνης συναλλαγές
4. της μείωσης των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων
5. της εναρμόνισης των λογιστικών προτύπων και των κανονισμών που διέπουν τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, η οποία παρέχει μεγαλύτερη διαφάνεια στη ροή των πληροφοριών και διευκολύνει την παροχή δανείων διευρωπαϊκά

Εξάλλου, η πολιτική επιτοκίων της ΕΚΤ δεν επηρεάζεται από το Ελληνικό εξωτερικό έλλειμμα. Δεδομένου ότι η κοινή νομισματική πολιτική της ΕΚΤ θέτει μέσους στόχους που αφορούν όλη την Ευρωζώνη, η κατεύθυνσή της τα προηγούμενα χρόνια ήταν μάλλον επεκτατική, όταν η Ελληνική οικονομία παρουσίαζε συμπτώματα υπερθέρμανσης.¹⁷

Η πτώση του κινδύνου χώρας αυξάνει την ελκυστικότητα των ελληνικών ομολόγων και των μετοχών στο ΧΑΑ και προκαλεί εισροές κεφαλαίου. Αυτά τα κεφάλαια προστίθενται στις εισροές κεφαλαίων που πραγματοποιούν οι ελληνικές τράπεζες, δανειζόμενες από ξένες τράπεζες, ώστε να ικανοποιήσουν την αυξημένη ζήτηση για παροχή δανείων.

Συνολικά, η Νομισματική Ένωση διευκολύνει την ανάληψη εξωτερικού χρέους διότι καθιστά τη χρηματοδότησή του ευχερέστερη, παρά την αύξηση της ζήτησης για δάνεια. Αλλά και τα εγχώρια κεφάλαια που είναι διαθέσιμα προς δανεισμό αυξήθηκαν με την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος που εφαρμόστηκε ως προϋπόθεση συμμετοχής στην ΟΝΕ (αποδέσμευση

εποπτικών κεφαλαίων που οι Ελληνικές τράπεζες τηρούσαν στην Τράπεζα της Ελλάδας, άρση των περιορισμών στη χορήγηση καταναλωτικών δανείων). Αυτό επέτρεψε στις Ελληνικές τράπεζες να ακολουθήσουν επιθετικές πολιτικές για την αύξηση του μεριδίου αγοράς τους και να εισαγάγουν καινοτομικά χρηματοοικονομικά προϊόντα. Όλοι αυτοί οι παράγοντες κατέστησαν ευκολότερο για τους καταναλωτές τον δανεισμό έναντι υψηλότερων μελλοντικών εισοδημάτων. Πράγματι, στην Ελλάδα ο ιδιωτικός δανεισμός έφτασε το 2007 το 94% του ΑΕΠ, από 30% πριν την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος (2008). Παραμένει ωστόσο χαμηλότερος από το μ.ο. της Ευρωζώνης, που υπολογίζεται στο 129% του ΑΕΠ σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ, αν και οι αριθμοί δεν είναι απολύτως συγκρίσιμοι. Πιθανώς λοιπόν η πιστωτική επέκταση δεν έχει εξαντλήσει τη δυναμική της. Η ουσία είναι ότι η παρεπόμενη μείωση της αποταμίευσης, ανατροφοδότησε με την ανάπτυξη, ενισχύοντας την παρούσα κατανάλωση και επένδυση, αλλά οδήγησε στην περαιτέρω αύξηση του ελλείμματος του ΙΤΣ.

Υπάρχουν και πρόσθετοι λόγοι που συνδέονται με την ΟΝΕ και οι οποίοι οδηγούν σε ελλείμματα του ΙΤΣ μεγαλύτερα αυτών που δικαιολογούνται από την επίδραση Balassa-Samuelson. Η ενιαία Ευρωπαϊκή αγορά οδήγησε σε μεγαλύτερο ανταγωνισμό εντός της Νομισματικής Ένωσης και ολοκλήρωση στις αγορές αγαθών και άρα σε μεγαλύτερη υποκαταστασιμότητα μεταξύ αγαθών που παράγονται σε διαφορετικές χώρες. Αυτό συνέβη λόγω εναρμόνισης των κανονισμών στις αγορές αγαθών, την επέκταση του τομέα των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών ή την ενδο-κλαδική εξειδίκευση (Fontagne et al, 2005). Ως συνέπεια, η ζήτηση για τα αγαθά κάθε χώρας κατέστη πιο ελαστική και η αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους ευκολότερη. Αυτό έχει ως συνέπεια οι διακυμάνσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας να μεταφράζονται σε πιο επίμονες δομικές ανισορροπίες του εξωτερικού ισοζυγίου. (Obstfeld και Rogoff, 2000). Επίσης, το κοινό νόμισμα εξαλείφει την αβεβαιότητα στην τιμολόγηση εισαγωγών και εξαγωγών. Αυτό επαυξάνει το μέγεθος κυρίως των εισαγωγών, ιδίως επειδή μειώνεται η ανάγκη για αποταμίευση προς αντιστάθμιση της

¹⁷ Για μία αναλυτικότερη περιγραφή, ίδε Χαρδούβελη (2007).

αβεβαιότητας. Τέλος, το Tresor Economics (2007) επικαλείται και έναν παράγοντα πολιτικής οικονομίας: σε μία περιοχή ενιαίου νομίσματος, οι κυβερνήσεις έχουν μικρή δυνατότητα να εφαρμόζουν σιωπηρές πολιτικές ενίσχυσης του ΙΤΣ.

Συμπερασματικά, οι υψηλότεροι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης κατατείνουν προς χαμηλότερη αποταμίευση, δηλαδή υψηλότερο δανεισμό, υψηλότερη επένδυση και την επιδείνωση του ΙΤΣ. Ωστόσο, στο βαθμό που η παραγωγικότητα των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών συγκλίνει με τις υπόλοιπες και τα επίπεδα ανάπτυξής τους ανέλθουν, το εξωτερικό έλλειμμα δεν συνιστά απειλή. Αυτό ισχύει διότι σε αυτή την περίπτωση το μελλοντικό εισόδημα θα αυξηθεί πράγματι και άρα θα επιτρέψει την αποπληρωμή του χρέους που σωρεύεται από την αύξηση της παρούσας κατανάλωσης.

Οι Blanchard και Giavazzi ήλεγξαν εμπειρικά αυτή την υπόθεση. Παρέλειψαν το επιτόκιο και το ασφαλιστρο κινδύνου επιτοκίου από τις επεξηγηματικές τους μεταβλητές και επικέντρωσαν στην επίδραση της σύγκλισης, μετρούμενης ως τον λόγο του κατά κεφαλήν ΑΕΠ προς το κατά κεφαλήν ΑΕΠ μίας ομάδας χωρών. Αν οι χώρες συγκλίνουν πράγματι, οι πλουσιότερες χώρες πρέπει ν' αποταμιεύουν περισσότερο από τις φτωχότερες, δεδομένου ότι προσδοκούν χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης για το μέλλον και άρα έχουν μικρότερο κίνητρο να συσσωρεύουν εξωτερικά ελλείμματα. Αντιθέτως, όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά των κατά κεφαλήν εισοδημάτων στην παρούσα χρονική στιγμή, τόσο μεγαλύτερο το κίνητρο των φτωχότερων χωρών να δανείζονται τώρα, υποθέτοντας ότι η σύγκλιση θα επέλθει, και τόσο αρνητικότερο το εξωτερικό ισοζύγιο. Τα αποτελέσματα του εμπειρικού ελέγχου επιβεβαίωσαν ότι στην Ευρωζώνη υπάρχει μία τάση των φτωχότερων χωρών οι οποίες είναι στη διαδικασία της σύγκλισης να αποταμιεύουν λιγότερο και να συσσωρεύουν εξωτερικά ελλείμματα. Ούτε η επένδυση, ούτε η δημοσιονομική θέση της κυβερνήσεως ήταν σημαντικές προσδιοριστικές παράμετροι των εξωτερικών ελλειμμάτων της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, γεγονός που ενισχύει το επιχειρήμα ότι οι εξωτερικές ανισοροπίες των δύο χωρών ήταν

αποτέλεσμα της διαχρονικής μεγιστοποίησης της ευημερίας των νοικοκυριών.

Οι Fagan και Gaspar (2005, 2007) συμπλήρωσαν αυτή τη γραμμή σκέψης διερευνώντας την επίδραση του επιτοκίου και του ασφαλιστρού κινδύνου επιτοκίου στην κατανάλωση και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αυτοί οι συγγραφείς θεωρούν τη μείωση του επιτοκίου ως τη σημαντικότερη επίπτωση της συμμετοχής στην ΟΝΕ, τουλάχιστον για την Πορτογαλία. Χρησιμοποιώντας επίσης το αναλυτικό πλαίσιο των Δυναμικών Υποδειγμάτων Γενικής Ισορροπίας,¹⁸ εκτέλεσαν προσομοιώσεις της ατραπού προσαρμογής των μεταβλητών ως αποτέλεσμα της μείωσης των επιτοκίων. Αμφότερα τα άρθρα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η μείωση των επιτοκίων προκαλεί μία ευμεγέθη αύξηση της ζήτησης και μία επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Κατ' ουσίαν, το συμπέρασμα είναι ότι η συμμετοχή στην ΟΝΕ έδωσε κίνητρο στους καταναλωτές να αποταμιεύουν λιγότερο και να καταναλώνουν περισσότερο στο παρόν, δανειζόμενοι έναντι των αυξημένων μελλοντικών (κατά τη διάρκεια της ζωής τους) εισοδημάτων τους.

Στο άρθρο του (2005), η αύξηση στην αξία των επιχειρήσεων και οι υψηλότεροι μισθοί που επιφέρει η ΟΝΕ αυξάνουν την αξία του πλούτου. Το έλλειμμα του ΙΤΣ αυξάνεται διότι η ζήτηση αυξάνει ταχέως αλλά η προσφορά δεν μπορεί να προσαρμοστεί με τον ίδιο ρυθμό, με αποτέλεσμα η εγχώρια παραγωγή να μετατοπίζεται προς τα μη εμπορεύσιμα διεθνώς αγαθά και να εισάγονται τα εμπορεύσιμα. Σε μία τέτοια κατάσταση, ο πληθωρισμός μισθών είναι υψηλότερος από το μέσο όρο της Ευρωζώνης, το κόστος εργασίας κατά μονάδα προϊόντος αυξάνεται ταχύτερα και η ανταγωνιστικότητα μειώνεται, τούτέστιν η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμάται. Στο άρθρο του (2007), υποθέτουν ότι οι καταναλωτές χρειάζονται κάποιο χρόνο για να συνηθίζουν να καταναλώνουν το ξένο προϊόν, ώστε η κατανάλωση των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών

¹⁸ Στο πρώτο άρθρο, όλα τα αγαθά παράγονται σε μία οικονομία που χαρακτηρίζεται από ακαμψίες τιμών και ευέλικτους μισθούς. Το δεύτερο άρθρο υποθέτει ότι το εισόδημα των νοικοκυριών προκύπτει με τη μορφή κληροδοτήματος και όχι από απόφαση κατανομής του χρόνου τους μεταξύ εργασίας και αναψυχής επί τη βάση της αρχής της μεγιστοποίησης της ευημερίας τους.

αυξάνεται βαθμιαία και όχι με μεγάλες, διακριτές μεταβολές. Ως αποτέλεσμα όλες οι μεταβλητές παρουσιάζουν τις ίδιες τάσεις αλλά με ένα λιγότερο έντονο τρόπο. Ωστόσο, οι κύριες επιπτώσεις παραμένουν οι ίδιες: η δαπάνη αυξάνεται βραχυχρονίως, η πραγματική ισοτιμία ανατιμάται (αύξηση στη σχετική τιμή των μη εμπορεύσιμων αγαθών) και η οικονομία παρουσιάζει εξωτερικά ελλείμματα και συσσωρεύει εξωτερικό χρέος.

Η δυσχερής κατάσταση στην οποία περιήλθε προσφάτως η Πορτογαλική οικονομία, ανάγκασε τον Blanchard (2006) να επανέλθει με μία εναλλακτική εξήγηση. Αυτή δίνει έμφαση στην απώλεια ανταγωνιστικότητας που προκαλείται από τις ακαμψίες των μισθών. Όπως και στην πρώτη θεωρία, ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι την περίοδο πριν το 2001, η προοπτική της συμμετοχής στην Ευρωζώνη οδήγησε στην διαμόρφωση προσδοκιών για χαμηλότερα επιτόκια και υψηλότερη παραγωγικότητα - επομένως υψηλότερα μελλοντικά εισοδήματα. Εν όψει αυτών, τα νοικοκυριά αύξησαν την κατανάλωση και μείωσαν την αποταμίευσή τους, γεγονός που οδήγησε σε υψηλά εξωτερικά ελλείμματα. Η δημοσιονομική πολιτική, αν και επεκτατικού χαρακτήρα, δεν θεωρείται η κύρια αιτία των εξωτερικών ελλειμμάτων μετά το 1995. Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης ώθησαν τους μισθούς προς τα πάνω, καθόσον η ανεργία μειωνόταν, και επέφεραν μία αύξηση του κόστους εργασίας και απώλεια ανταγωνιστικότητας, επιδεινώνοντας περαιτέρω το ΙΤΣ. Ωστόσο, στην Πορτογαλία η προσδοκώμενη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας δεν πραγματοποιήθηκε, αντιθέτως αυτή παρέμεινε χαμηλότερη από το μέσο όρο της Ευρωζώνης. Ενώ όμως η ζήτηση για εισαγωγές θα αναμενόταν να πιεστεί από τον χαμηλό ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ, οι μισθοί συνέχιζαν να αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους αυτών της ΟΝΕ υπονομεύοντας την ανταγωνιστικότητα.

Ο Blanchard (2006) αποδίδει την αύξηση των μισθών, παρόλη την οικονομική δυσπραγία, στην παρουσία ακαμψιών στους μισθούς. Αν υπάρχει ακαμψία στον πραγματικό μισθό, η αγορά εργασίας δεν εκκαθαρίζει και ο ονομαστικός μισθός συνεχίζει να αυξάνεται ακόμα και όταν υπάρχει υψηλό ποσοστό ανεργίας. Αν υπάρχει ακαμψία στον ονομαστικό μισθό, οι μισθοί

ανταποκρίνονται στις μεταβολές των τιμών και της ανεργίας (και το αντίστροφο) με μεγάλες χρονικές υστερήσεις ή και καθόλου (προς τα κάτω ονομαστική ακαμψία). Σε τέτοιες συνθήκες, το ΙΤΣ μπορεί να συνεχίζει να επιδεινώνεται εκρηκτικά για σημαντικό διάστημα αφότου διαπιστωθεί το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας.

Υπάρχουν ακαμψίες μισθών στις Μεσογειακές χώρες; Οι Dickens et al (2006) εκτιμούν ότι άνω του 60% των μισθωτών σε Ελλάδα, Ιταλία και Πορτογαλία υπόκεινται σε (προς τα κάτω) ακαμψίες του ονομαστικού μισθού.¹⁹ Αντίθετα, μόνο 3% των μισθωτών στην Ελλάδα προστατεύονται από περικοπή του πραγματικού μισθού (15% στην Ιταλία, 30% στην Πορτογαλία).

3.2 Διαρθρωτική Ανταγωνιστικότητα

Στις εξηγήσεις που αναλύθηκαν ανωτέρω, η ανταγωνιστικότητα ταυτίζεται με την ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές. Για παράδειγμα, στο άρθρο του Blanchard (2006) η ανταγωνιστικότητα ορίζεται ως ο λόγος του κατά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας εν σχέσει προς αυτό της Ευρωζώνης. Αυτός ο ορισμός είναι περιοριστικός και δεν περιλαμβάνει σημαντικούς δομικούς παράγοντες που επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα. Στις αναπτυγμένες οικονομίες η ανταγωνιστικότητα δεν βασίζεται κυρίως στη λογική της ελαχιστοποίησης του κόστους αλλά σε παράγοντες που έχουν να κάνουν με την καινοτομία, την υψηλή τεχνολογία, την ποιότητα παραγωγής και τη δημιουργία αναγνωρίσιμων ετικετών (brand names). Όλοι αυτοί οι παράγοντες επιτρέπουν την παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών με υψηλή προστιθέμενη αξία και φήμη ποιότητας, ούτως ώστε να είναι δυνατή η εκμετάλλευση χαρακτηριστικών μονοπωλιακού ανταγωνισμού. Με απλά λόγια αυτό σημαίνει ότι τα προϊόντα μπορούν να διατεθούν σε

¹⁹ Η προς τα κάτω ακαμψία ορίζεται ως αντίσταση σε περικοπές του ονομαστικού μισθού και μετράται στο άρθρο ως ο αριθμός των εργαζομένων με μηδενική μεταβολή μισθών διαιρούμενος με τον αριθμό των εργαζομένων που διατρέχουν τον κίνδυνο της περικοπής του μισθού τους (εργαζόμενοι των οποίων ο μισθός πάγωσε συν αυτούς οι οποίοι υπέστησαν στην πραγματικότητα μείωση μισθού). Η επίδρασή της στην αύξηση μισθών μετράται ως η μεγέθυνση της μέσης περικοπής μισθού εξαιτίας της προς τα κάτω ακαμψίας (απόλυτη τιμή της μέσης περικοπής μισθού επί το ποσοστό των εργαζομένων οι οποίοι βιώνουν μηδενική μεταβολή μισθού).

υψηλότερες τιμές από τα παρόμοια τυποποιημένα των χωρών χαμηλότερου κόστους χωρίς την απώλεια μεγάλων μεριδίων αγοράς. Αυτή η στρατηγική επιτρέπει για παράδειγμα σε χώρες με υψηλό κόστος εργασίας ή με μία συναλλαγματική ισοτιμία η οποία ανατιμάται επί μακρόν να καταγράφουν πλεονάσματα στο ΙΤΣ. Τυπικό παράδειγμα τέτοιας χώρας είναι η Ελβετία. Επίσης, τα προϊόντα τέτοιων χωρών χαρακτηρίζονται από υψηλή εισοδηματική ελαστικότητα, δηλαδή η κατανάλωσή τους αυξάνεται όσο αυξάνεται το εισόδημα των ατόμων. Ο Rahman (2008) υποστηρίζει ότι αυτή η στρατηγική αποδίδει και για τις υπό ένταξη στην ΕΕ χώρες. Συγκεκριμένα τα ευρήματά του καταδεικνύουν ότι οι χώρες οι οποίες μπόρεσαν να αυξήσουν σημαντικά τις εξαγωγές τους, κι έτσι να αντισταθμίσουν την επίμονη αύξηση των εισαγωγών, είναι αυτές που μετέβαλλαν την σύνθεση των εξαγωγών τους προς όφελος προϊόντων που ενσωματώνουν υψηλή τεχνολογία. Παρά τις μεγάλες πραγματικές ανατιμήσεις που βίωσαν, λόγω μηχανισμών παρόμοιων με αυτούς που παρατηρήθηκαν στην Ελλάδα, η ανταγωνιστικότητα του τομέα των διεθνών εμπορεύσιμων προϊόντων διατηρήθηκε και το ΙΤΣ αυτών των χωρών βελτιώθηκε.

Η Ελληνική οικονομία δεν έχει κερδίσει έως τώρα το στοίχημα της ποιότητας. Παρότι έχει σημειωθεί πρόοδος στο τεχνολογικό περιεχόμενο και την ποιότητα –και άρα την αξία– των εξαγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών, η χώρα δεν έχει καταφέρει να δημιουργήσει brand names, με πιθανές εξαιρέσεις τον τουρισμό και τις τραπεζικές υπηρεσίες. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι εξαγωγές της χώρας να ανταγωνίζονται σχεδόν αποκλειστικά σε όρους ελάχιστου κόστους. Είναι αλήθεια ότι τα τελευταία χρόνια οι εξαγωγές προϊόντων «υψηλής τεχνολογίας» (κυρίως χημικά, ηλεκτρικές συσκευές, εξοπλισμός γραφείου και τηλεπικοινωνιών) έχουν υπερδιπλασιαστεί κι έχουν ξεπεράσει το 10% των συνολικών εξαγωγών προϊόντων. Ωστόσο, το θετικό αυτό γεγονός μετριάζεται αν αναλογιστεί κανείς ότι σε μεγάλο ποσοστό αυτές οι εξαγωγές είναι συναρμολόγηση εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών κι επανεξαγωγή τους σε χώρες των Βαλκανίων. Αυτό σημαίνει ότι η ελληνική προστιθέμενη αξία είναι σχετικά μικρή διότι τα προϊόντα δεν ενσωματώνουν αρκετή εγχώρια τεχνογνωσία. Επιπροσθέτως, οι εξαγωγές

αυτές δεν βελτιώνουν σημαντικά το ΙΤΣ διότι συμβαδίζουν με αντίστοιχη αύξηση των εισαγωγών ενδιάμεσων αγαθών.²⁰ Παγκοσμίως, η αναδιάρθρωση της εξαγωγικής δομής των χωρών συμφύρεται με την αύξηση της σημασίας του ενδοκλαδικού εμπορίου ως ποσοστού του συνολικού διεθνούς εμπορίου, όπως και των σταυροειδών επενδύσεων από επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου διεθνικά. Αυτές οι εξελίξεις τεκμαίρουν ότι το διεθνές εμπόριο δεν κινείται αποκλειστικά επί τη βάση της αρχής του σχετικού πλεονεκτήματος, δηλαδή της ανταγωνιστικότητας τιμής, αλλά και από στρατηγικές προσμετρήσεις και παράγοντες ποιότητας.

Είναι σαφές ότι η ανταγωνιστικότητα ποιότητας (non-price competitiveness) των ελληνικών επιχειρήσεων είναι μία κρίσιμη παράμετρος στο ενοποιημένο Ευρωπαϊκό περιβάλλον. Μεσο-μακροπρόθεσμα, η βελτίωση του Ελληνικού ΙΤΣ εξαρτάται κρίσιμα από την στροφή της Ελληνικής οικονομίας προς προϊόντα και υπηρεσίες με χαρακτηριστικά ποιότητας και πραγματικής τεχνολογικής πρωτοπορίας.²¹ Αφενός, η παγκόσμια ζήτηση για τέτοια προϊόντα αυξάνεται πολύ ταχύτερα από των υπολοίπων. Αφετέρου, η Ελλάδα δεν είναι και δεν θα πρέπει να είναι χώρα χαμηλού κόστους εργασίας. Μία Ευρωπαϊκή χώρα, μέλος της ΟΝΕ, δεν μπορεί να έχει μοντέλο εξειδίκευσης της παραγωγής παρόμοιο με αυτό της Ινδονησίας ή των Βαλκανικών κρατών. Αν μη τι άλλο, πάντα θα βρίσκονται αναπτυσσόμενες χώρες που θα έχουν χαμηλότερο κόστος εργασίας. Αυτή η διεκυστίνδα μάλλον πλήττει το κοινωνικό μοντέλο, την σημαντικότερη κατάκτηση της Ευρώπης, παρά εξασφαλίζει ανταγωνιστικότητα. Κατά τούτο, η προσωρινή άνθηση η οποία βασίστηκε στην παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών μεσαίας και χαμηλής τεχνολογίας, η οποία με τη σειρά της βασίστηκε στην

²⁰ Μεσο-μακροπρόθεσμα βεβαίως, αυτό μπορεί να αποβεί επωφελές στο βαθμό που, διαχύσει τεχνολογίες, μειώσει το κόστος παραγωγής –άρα αυξήσει την παραγωγικότητα– και επιτρέψει την επικέντρωση στους τομείς που η οικονομία έχει συγκριτικό πλεονέκτημα. Για την Ελλάδα αυτό δεν φαίνεται να συμβαίνει σε σημαντικό βαθμό όμως, δεδομένου ότι το ενδοκλαδικό εμπόριο συνιστά ποσοστό κάτω του 30% του συνολικού εμπορίου στη μεταποίηση. Ωστόσο, είναι ελπιδοφόρο ότι τα τελευταία έτη αυξάνεται το μερίδιο των εισαγωγών που αφορά κεφαλαιουχικά αγαθά.

²¹ Η μελέτη του IMF (2008β) δείχνει ότι η ποιότητα προϊόντος μπορεί να είναι εμπειρικά σημαντικότερος παράγοντας κατάκτησης μεριδίων αγοράς από την ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές.

αθρόα εισαγωγή μεταναστών χαμηλών προσόντων, είναι παραπλανητική και άρα επιβλαβής.²²

Η ποσοτική αποτίμηση των επιδράσεων της ανταγωνιστικότητας ποιότητας (non-price competitiveness) δεν είναι εύκολη, αφενός λόγω της χαμηλής διαθεσιμότητας των σχετικών στοιχείων, αφετέρου λόγω του γεγονότος ότι η όποια βελτίωση σε αυτό το μέτωπο συνέπεσε χρονικά με την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές, με αποτέλεσμα η σχετική αιτιώδης συνάφεια να συσκοτίζεται στον εμπειρικό έλεγχο. Το πόσο σημαντικός όμως είναι αυτός ο παράγοντας τεκμαίρεται από το ότι η διάσωση ενός υγιούς ρυθμού ανόδου των εξαγωγών τα τελευταία έτη συμπίπτει με τον αναπροσανατολισμό (α) της διάρθρωσής τους προς προϊόντα μεσαίας και υψηλής τεχνολογίας,²³ και (β) την ταυτόχρονη μετατόπιση των αγορών-στόχων προς τη Νοτιοανατολική Ευρώπη, η οποία αναπτύσσεται με ταχύτερο ρυθμό από τις ανεπτυγμένες χώρες.²⁴ Το ότι οι εξαγωγές αυξήθηκαν προς χώρες συγκριτικά φτηνότερες, είναι ένα σημαντικό δίδαγμα. Ωστόσο, το μερίδιο προϊόντων έντασης εργασίας και φυσικών πόρων μειώνεται και στις εξαγωγές προς αυτές τις χώρες. Εάν η στροφή προς την καινοτομία και τη γνώση δεν πραγματοποιηθεί, ούτε αυτές οι αγορές αποτελούν σανίδα σωτηρίας.²⁵

Οι διαρθρωτικές αδυναμίες της Ελληνικής οικονομίας οι οποίες υποσκάπτουν τις εξαγωγικές της επιδόσεις δεν εξαντλούνται στην χαμηλή τεχνολογική της ένταση. Ο Πίνακας 2 παραθέτει την κατάταξη της Ελλάδας στους

²² Τα στοιχεία είναι ξεκάθαρα ως προς αυτό: το ποσοστό των εξαγωγών που αφορά προϊόντα έντασης εργασίας συνεχώς μειώνεται.

²³ Οι εξαγωγές προϊόντων χαμηλής τεχνολογίας μειώθηκαν ως ποσοστό επί του συνόλου από 60% σε 40% την τελευταία δεκαετία (IMF, 2008). Η μείωση είναι ακόμα μεγαλύτερη στις εξαγωγές προς τις ανεπτυγμένες χώρες.

²⁴ 30% των ελληνικών εξαγωγών το 2007 κατευθύνθηκε προς την Ανατολική Ευρώπη, έναντι 16% το 1995. Αυτό αντιστάθμισε τη μείωση των εξαγωγών προς την Ευρωζώνη. Αυτό το γεγονός συντέλεσε, σύμφωνα με τους υπολογισμούς του IMF (2008β) στο να διατηρήσει η χώρα το μερίδιό της επί των παγκόσμιων εξαγωγών.

²⁵ Είναι αποδεδειγμένο (ίδε IMF, 2008β) ότι η είσοδος των αναπτυσσόμενων χωρών στην παραγωγή προϊόντων χαμηλής και μεσαίας τεχνολογίας, σαν κι αυτά που κατά κόρον εξάγει η Ελλάδα, έχει ως αποτέλεσμα ο ανταγωνισμός σε αυτά να είναι μεγαλύτερος απ' ό,τι στα προϊόντα υψηλότερης τεχνολογίας, και άρα οι ανεπτυγμένες χώρες να χάνουν μερίδιο αγοράς. Η τάση αυτή θα παρουσιάζεται εντονότερη και στη Νέα Ευρώπη τα επόμενα χρόνια.

δείκτες συνολικής ανταγωνιστικότητας της Παγκόσμιας Τράπεζας (2006), του World Economic Forum και του International Institute For Management Development. Αυτοί οι δείκτες συνυπολογίζουν πτυχές όπως την φιλικότητα του οικονομικού περιβάλλοντος προς την επιχειρηματικότητα, την ποιότητα των υποδομών, της εκπαίδευσης και της δημόσιας διοίκησης. Η χαμηλή κατάταξη της Ελλάδας αντανακλά τα εγγενή προβλήματα της οικονομίας που πλήττουν τις εξαγωγικές της επιδόσεις πέραν του ζητήματος των τιμών. Η έκταση των αδυναμιών όμως δίνει ένα μέτρο και της βελτίωσης που χωρεί εφόσον αντιμετωπιστούν τα συμπτώματα. Είναι χαρακτηριστικό από την συγκριτική παράθεση ότι όλες οι χώρες της ΕΕ-12 με ελλείμματα του ΙΤΣ έχουν επίσης χαμηλή κατάταξη, σε αντίθεση με τις πλεονασματικές χώρες. Πολλοί αναλυτές²⁶ αναφέρονται στο υψηλό σε χρόνο και χρήμα κόστος εκκίνησης επιχειρηματικής δραστηριότητας ως ένδειξη των θεσμικών και γραφειοκρατικών δυσλειτουργιών που βλάπτουν την ανταγωνιστικότητα. Αυτό είναι ορθό. Επίσης αναφέρεται το υψηλό κόστος μεταφοράς των εμπορευμάτων ως παράγων δυσχέρασης των εξαγωγών και της ανανέωσης του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού των ελληνικών επιχειρήσεων. Αυτό το κόστος μεταφέρεται στον τελικό καταναλωτή ελληνικών προϊόντων μέσω υψηλότερης τιμής, καθιστώντας τα ελληνικά προϊόντα ακριβότερα του ανταγωνισμού. Βέβαια, η ανάλυση αυτή αγνοεί το γεγονός ότι το ίδιο ακριβώς κόστος μεταφοράς και εκτελωνισμού αντιμετωπίζουν και οι εισαγωγές καταναλωτικών αγαθών, χωρίς αυτός ο παράγων να έχει σταθεί εμπόδιο στην τερατώδη αύξηση αυτών των εισαγωγών τα τελευταία έτη. Και αν για τις εισαγωγές κεφαλαιουχικών αγαθών δεν υπάρχει εγχώριο υποκατάστατο, δεν ισχύει το ίδιο και για πολλά καταναλωτικά αγαθά.

Αυτό δεν σημαίνει ότι οι γραφειοκρατικές δυσκαμψίες και οι δυσλειτουργίες των υποδομών δεν υπονομεύουν το εμπόριο. Σημαίνει όμως ότι οι εισαγωγές δεν καθορίζονται τόσο από την ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές όσο από παράγοντες σχετικούς με την εγχώρια ζήτηση. Επίσης, σημαίνει ότι το πλαίσιο αυξημένου ανταγωνισμού το οποίο καθορίζει η ΟΝΕ αναδεικνύει τις διαρθρωτικές

²⁶ Π.χ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το 2006, Δαβραδάκης (2007).

Πίνακας 2

Δείκτες Συνολικής Ανταγωνιστικότητας σε σύγκριση με χώρες ΕΕ-12 με πλεονασματικά vs. Ελλειμματικά ΙΤΣ

Κατάταξη Ανταγωνιστικότητας (Competitiveness Rankings)

A. World Economic Forum

	Ελλειμματικές			Πλεονασματικές		
	ΕΛΛΑΔΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ
2001	36	22	25	17	1	8
2007	65	29	40	5	6	10

Σημείωση: η κατάταξη της ανταγωνιστικότητας των χωρών δεν είναι διαχρονικά συγκρίσιμη λόγω της μεταβολής του συνολικού αριθμού των υπό εξέταση χωρών. Το 2001 το δείγμα περιελάμβανε 75 χώρες ενώ το 2007 131 χώρες.

B. International Institute For Management Development

	Ελλειμματικές			Πλεονασματικές		
	ΕΛΛΑΔΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ
2008	42	33	37	16	10	15

Σημείωση: η κατάταξη αναφέρεται σε ένα δείγμα 55 χωρών.

C. World Bank

(i) Κατάταξη Με Βάση Την Ευκολία Εκκίνησης Επιχειρηματικής Δραστηριότητας

	Ελλειμματικές			Πλεονασματικές		
	ΕΛΛΑΔΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ
2007	146	108	36	65	22	38
2008	152	118	38	71	16	41

Σημείωση: Οι παράμετροι που λαμβάνονται υπόψη στην ανωτέρω κατάταξη είναι ο αριθμός των διαδικασιών και των ημερών που απαιτώνται για την πραγματοποίηση της εξαγωγής και το κόστος ως ποσοστό του κατά κεφαλήν εισοδήματος.

(ii) Κατάταξη Με Βάση Την Ευκολία Διεξαγωγής Πράξεων Διεθνούς Εμπορίου

	Ελλειμματικές			Πλεονασματικές		
	ΕΛΛΑΔΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ
2007	56	43	28	10	5	13
2008	65	47	31	10	5	14

Σημείωση: Οι παράμετροι που λαμβάνονται υπόψη στην ανωτέρω κατάταξη είναι ο αριθμός των εγγράφων και των ημερών που απαιτώνται για την πραγματοποίηση της εξαγωγής και το κόστος ανά εμπορευματοκιβώτιο. Οι αντίστοιχες παράμετροι λαμβάνονται υπόψη για τις εισαγωγές.

αδυναμίες με δραματικό τρόπο. Παράλληλα όμως αποστερεί τα εργαλεία πολιτικής της συναλλαγματικής ισοτιμίας και, εν μέρει, και της δημοσιονομικής πολιτικής, στο βαθμό που το Σύμφωνο Δημοσιονομικής Σταθερότητας περικόπτει την ευελιξία στην άσκησή της. Επομένως, οι διαρθρωτικές πολιτικές από την πλευρά της προσφοράς όπως και ο αναπροσανατολισμός της ζήτησης αποκτούν βαρύνουσα σημασία.

3.3 Έλλειμμα του ΙΤΣ και Άμεσες Ξένες Επενδύσεις

Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι η λύση στο πρόβλημα του ΙΤΣ είναι η προσέλκυση Άμεσων Ξένων Επενδύσεων (ΑΞΕ). Αυτό το συμπέρασμα είναι υπεραπλουστευτικό. Οι ΑΞΕ μπορεί βραχυπρόθεσμα να συμβάλλουν στη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του ΙΤΣ μέσω της εισροής κεφαλαίου. Το επιδεινώνουν όμως αργότερα με την επανεξαγωγή των κερδών τους. Επομένως, για να είναι το καθαρό αποτέλεσμα θετικό, θα πρέπει οι ΑΞΕ που θα εισρεύσουν να έχουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά: να αναβαθμίζουν ποιοτικά την παραγωγική βάση της

οικονομίας, δηλαδή να προωθούν τις διαχύσεις τεχνολογίας και οργανωτικών δεξιοτήτων και στις εγχώριες επιχειρήσεις και να αυξάνουν την παραγωγικότητα της οικονομίας εν συνόλω, να τονώνουν τον ανταγωνισμό (μείωση τιμών), να διευρύνουν τις ευκαιρίες απασχόλησης εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού. Μόνο έτσι οι ΑΞΕ θα προωθούν την στροφή προς προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας. Και πάλι, οι επιπτώσεις στο ΙΤΣ θα ήταν θετικές μόνο μεσοπρόθεσμα και μόνο εάν οι επενδύσεις που θα προσελκύνονταν θα ήταν εξαγωγικού προσανατολισμού.

Αυτή τη στιγμή η πλειονότητα των ΑΞΕ πραγματοποιείται στο λιανικό εμπόριο και γενικότερα σε υπηρεσίες εξυπηρέτησης της εγχώριας αγοράς και είναι μάλλον χαμηλής τεχνολογίας. Εάν αυτό συνεχιστεί η επίπτωση στο ΙΤΣ θα είναι αρνητική, καθόσον οι εξαγωγικές επιδόσεις της χώρας δεν αυξάνονται, εκτοπίζονται εγχώριες επιχειρήσεις με εξαγωγικό προσανατολισμό και επιδεινώνεται και το Ισοζύγιο Εισοδημάτων από την επανεξαγωγή κερδών των Πολυεθνικών Επιχειρήσεων. Επιπροσθέτως, η νόρμα είναι οι ΑΞΕ που γίνονται πλέον στην Ελλάδα να αφορούν κυρίως εξαγορές εγχώριων επιχειρήσεων και όχι δημιουργία νέων, χωρίς να είναι σίγουρο ότι τα απελευθερωμένα κεφάλαια χρησιμοποιούνται σε παραγωγικές επενδύσεις. Τέλος, το επίπεδο των ΑΞΕ στην Ελλάδα είναι μεταπολεμικά ιδιαίτερα χαμηλό, αφορούσε δε παλαιότερα σχεδόν αποκλειστικά ΑΞΕ εκμετάλλευσης φυσικών πόρων. Σήμερα η Ελλάδα εμφανίζεται ουραγός στην προσέλκυση ΑΞΕ (ως % του ΑΕΠ) μεταξύ των ΕΕ-25.²⁷ Αυτό το γεγονός αντανακλά ένα οικονομικό περιβάλλον εχθρικό στην επιχειρηματικότητα (γραφειοκρατία, δυσλειτουργίες των αγορών, διαφθορά, ανεπάρκεια υποδομών, αδυναμίες εκπαιδευτικού συστήματος) αλλά και το γεωστρατηγικό μειονέκτημα της Ελληνικής αγοράς ως προς τις Κεντροευρωπαϊκές. Γι όλους αυτούς τους λόγους, δεν είναι καθόλου προφανές ότι οι ΑΞΕ αποτελούν τη λύση για το πρόβλημα του ΙΤΣ αν δεν μεταβληθεί ποιοτικά το είδος των ΑΞΕ που προσελκύει η χώρα. Αυτό όμως προϋποθέτει την βελτίωση των δομικών παραμέτρων ανταγωνιστικότητας και στήριξης της επιχειρηματικότητας

που αναφέρθηκαν παραπάνω και αφορούν και τις εγχώριες επιχειρήσεις.

3.4 Σενάρια Προσαρμογής

Δεδομένης της μεσο-μακροπρόθεσμης φύσης των διαρθρωτικών προσαρμογών, δεν μπορεί να αναμένει κανείς ότι η βραχυπρόθεσμη προσαρμογή που απαιτείται μπορεί να επιτευχθεί καθ' ολοκληρίαν βάσει αυτών. Είναι πιθανό λοιπόν να απαιτηθούν μέτρα ρύθμισης της ζήτησης και των πιστώσεων. Ένας αναπροσανατολισμός της εγχώριας ζήτησης προς εγχώρια προϊόντα σε αντικατάσταση των εισαγωγών, θα επιβραδύνει ώστε η επιβράδυνση να είναι κατά το δυνατόν ηπιότερη. Επίσης είναι απαραίτητη η ανάληψη πρωτοβουλιών ενεργούς στηρίξεως των εξαγωγών μέσω προωθητικών πολιτικών και πολιτικής κινήτρων προς εξαγωγικές επιχειρήσεις.

Το τμήμα του ελλείμματος που προκύπτει από την επίδραση Balassa- Samuelson (περί το 2,5% του ΑΕΠ) θα διορθωθεί αυτόματα από την κάμψη του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ που θα επέλθει από τη σύγκλιση με το επίπεδο εισοδημάτων της Ευρωζώνης. Με αυτό το σκεπτικό, η προσαρμογή θα είναι ομαλότερη αν η οικονομική πολιτική δώσει έμφαση στην ενίσχυση της παραγωγικότητας του τομέως των μη διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών, δηλαδή πρωτίστως των υπηρεσιών. Ο λόγος είναι ότι η αύξηση της παραγωγικότητας στις υπηρεσίες θα μειώσει το ρυθμό αύξησης του επιπέδου τιμών και άρα θα εξαφανίσει τις θετικές διαφορές πληθωρισμού σε σχέση με τα άλλα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης. Αυτό θα αναστρέψει την πραγματική ανατίμηση, η οποία πλήττει την ανταγωνιστικότητα. Επιπλέον, μειώνοντας τον πληθωρισμό, αυτή η στρατηγική μεγιστοποιεί την αύξηση στο πραγματικό κατά κεφαλήν εισόδημα.

Ομοίως, το τμήμα του ελλείμματος που αφορά την επίδραση a la Blanchard και Gianvazzi (2002), δεν δικαιολογεί παρέμβαση της οικονομικής πολιτικής. Είναι όμως πιο επώδυνο διότι περιλαμβάνει μεγαλύτερη μείωση της ροπής προς κατανάλωση. Η ιδιωτική κατανάλωση στην Ελλάδα ήταν το 2007 ίση με το 70,6% του ΑΕΠ έναντι 56,3% του μ.ο. στην Ευρωζώνη, δηλαδή οι Έλληνες

²⁷ Για περιγραφή των χαρακτηριστικών των εισροών ΑΞΕ προς την Ελλάδα, ίδε Κυρκιλής (2002)

καταναλώνουν ωσάν το εισόδημά τους να ήταν 25% υψηλότερο από αυτό που πράγματι είναι. Εφόσον η Ελλάδα αναπτύσσεται κατά 2% ταχύτερα από την Ευρωζώνη (4,2% έναντι 2,1%), όπως συμβαίνει από την εισαγωγή του Ευρώ, η πραγματική σύγκλιση θα επιτευχθεί σε περίπου 6 έτη.²⁸ Άρα εντός 6 ετών, μαζί με την επιστροφή των επενδύσεων σε διατηρήσιμα επίπεδα (περίπου 22% του ΑΕΠ), θα πρέπει η ιδιωτική κατανάλωση να μειωθεί περίπου 14 μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ ώστε να είναι διατηρήσιμη. Αυτό εξυπονεί πραγματικό ρυθμό αύξησης της κατανάλωσης μεταξύ 1-1,5% ετησίως για την επόμενη 7ετία.²⁹ Αυτή η προσαρμογή θα επιτρέψει στα νοικοκυριά να αυξήσουν την αποταμίευσή τους ώστε να αποπληρώσουν τα χρέη τα οποία συσώρευσαν. Η μείωση της κατανάλωσης θα μειώσει τις εισαγωγές και θα εξισορροπήσει το ΙΤΣ.

Με τις τροποποιήσεις της θεωρίας που επέφεραν οι Fagan και Gaspar (2005, 2007), η προσαρμογή στη νέα κατάσταση σταθερής ισορροπίας είναι πολύ αργή. Ωστόσο, αναπόφευκτα το εξωτερικό χρέος πρέπει να αποπληρωθεί κάποια στιγμή. Άρα η οικονομία σταδιακά αρχίζει να καταναλώνει λιγότερο (ιδίως από τα εμπορεύσιμα) εν σχέσει προς αυτό που θα μπορούσε να αντέξει οικονομικά εν τη απουσία του χρέους και η παραγωγή μετατοπίζεται προς τα διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά. Οι εργαζόμενοι αναγκάζονται να αποδεχθούν χαμηλότερους μισθούς (αυτό μένει να αποδειχθεί), το οποίο οδηγεί σε μείωση του πληθωρισμού. Η μείωση στη σχετική τιμή των εμπορεύσιμων αγαθών (και άρα μία πραγματική υποτίμηση) είναι αναγκαία προκειμένου να αυξηθούν οι εξαγωγές και έτσι να αποπληρωθεί το χρέος.

Εφαρμόζοντας τα ανωτέρω, για να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών (πραγματική υποτίμηση), πρέπει ο ελληνικός ρυθμός πληθωρισμού να μειωθεί κάτω του μ.ο. της Ευρωζώνης. Περαιτέρω, η

²⁸ Το Ελληνικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ θα είναι ίσο με το 89,7% του μέσου όρου της ΕΕ-15 το 2008 σε όρους ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης, σύμφωνα με τις προβολές της AMECO. Η Eurostat επίσης το εκτιμά στο 98% της ΕΕ-27 (news release 89/2008, 24 Ιουνίου 2008).

²⁹ Η προσαρμογή δεν απαιτεί δραματική μείωση της κατανάλωσης, και άρα ύφεση, διότι στο μεταξύ το κατά κεφαλήν εισόδημα της Ελλάδας έχει συγκλίνει με αυτό της Ευρωζώνης. Η Πορτογαλία όμως, η οποία δεν κατέγραψε αύξηση της παραγωγικότητάς της, άρα δεν συγκλίνει γρήγορα, θα αντιμετωπίσει οξύτερο πρόβλημα.

ορθολογικοποίηση της ζήτησης (εξάλειψη υπερθέρμανσης) επιτάσσει συγκράτηση της αύξησης των εισοδημάτων σε ρυθμό που θα υπολείπεται του αθροίσματος πληθωρισμού και αύξησης της παραγωγικότητας (6-7%). Συνυπολογίζοντας τις δύο παραμέτρους, είτε θα πρέπει να αυξηθεί σημαντικά η παραγωγικότητα (η οποία είναι ήδη υψηλότερη του μέσου όρου της Ευρωζώνης), είτε να μειωθεί δραστικά ο ρυθμός αύξησης των πραγματικών μισθών την επόμενη δετία-δετία, είτε συνδυασμός των δύο. Αυτή η εκτίμηση είναι σε συμφωνία με την παρατήρηση των Fagan και Gaspar ότι, παρότι η κατανάλωση και οι μισθοί είναι χαμηλότεροι εν συγκρίσει με τα δυνητικά εν τη απουσία του χρέους, δεν είναι αναγκαστικό ότι θα ενσκήψει μία ύφεση, ένα «ξαφνικό σταμάτημα» (sudden stop) στην ορολογία τους. Ωστόσο, αυτοί οι συγγραφείς σημειώνουν ότι ένα σταμάτημα παρόμοιο με αυτό που συνέβη στην Πορτογαλία το 2001 ή στις νομισματικές κρίσεις της Λατινικής Αμερικής τις δεκαετίες του 1980 και 1990, μπορεί να προκύψει αν, μεταξύ άλλων λόγων, υπάρχουν ακαμψίες στους μισθούς και τις τιμές.

Σε ένα κόσμο με χαμηλό πληθωρισμό, η ύπαρξη ονομαστικών ακαμψιών στους μισθούς σημαίνει ότι απαιτείται ένα μεγάλο χρονικό διάστημα για να αποκατασταθεί η ανταγωνιστικότητα. Η προσαρμογή των μισθών είναι μακρά και επίπονη, ακόμα και αν η παραγωγικότητα αυξάνεται ταχύτερα από ό,τι στην Ευρωζώνη. Για παράδειγμα, ο Blanchard (2006) υπολογίζει ότι για την περίπτωση της Πορτογαλίας, με ίσους ρυθμούς πληθωρισμού, θα χρειάζονταν εννέα έτη για να γεφυρωθεί ένα χάσμα 20% στην ανταγωνιστικότητα, εφόσον οι ονομαστικοί μισθοί αυξάνονται κατά 2% λιγότερο στη χώρα σε σύγκριση με τα υπόλοιπα κράτη-μέλη ή αν η παραγωγικότητα αυξάνεται κατά 2% περισσότερο με ίσους ρυθμούς αύξησης των ονομαστικών μισθών. Εφόσον οι μισθοί δεν προσαρμόζονται αρκετά γρήγορα, μεσολαβεί διάστημα υψηλής ανεργίας και, επομένως, μετανάστευση εργασίας (και ίσως κεφαλαίου) προς τις πιο ανταγωνιστικές χώρες.

Αντίστοιχους υπολογισμούς έκανε και το IMF (2007) για την Ελλάδα: η εξάλειψη μίας πραγματικής ανατίμησης 18% (ο μ.ο. των τριών υπολογισμών του) απαιτεί το

πάγωμα των ονομαστικών μισθών για 5 χρόνια. Αν η παραγωγικότητα της εργασίας αυξηθεί κατά 1% (πχ. με δομικές μεταρρυθμίσεις και συσσώρευση κεφαλαίου) ώστε να ανέλθει στο 3,5% κατ' έτος, η περίοδος προσαρμογής θα συντομευθεί στα 4,25 έτη. Η πιστωτική επέκταση θεωρείται ευκαιριακός παράγων ο οποίος θα εξαφανιστεί καθώς η χρέωση των νοικοκυριών φθάσει στο νέο –υψηλότερο- επίπεδο ισορροπίας της (το οποίο όπως εξηγήθηκε ανωτέρω δεν έχει προσεγγιστεί ακόμα). Τότε, η επέκταση της κατανάλωσης θα μειωθεί από το τρέχον επίπεδο της για να φθάσει στο επίπεδο σταθερής ισορροπίας που ισούται με την αύξηση της παραγωγικότητας συν την αύξηση του πληθυσμού. Για να αποφευχθεί η ύφεση από τη μείωση της εγχώριας ζήτησης, πρέπει να αυξηθούν οι εξαγωγές. Αυτό απαιτεί την μείωση της σχετικής τιμής των μη εμπορεύσιμων διεθνώς αγαθών, ώστε να μεταφερθούν πόροι στην παραγωγή των διεθνώς εμπορεύσιμων και να αυξηθεί η παραγωγικότητα του εξαγωγικού τομέα.

Προς το παρόν, οι επίσημες προβολές του ΥΠΟΙΟ δείχνουν μία κάμψη του ρυθμού ανόδου της κατανάλωσης αλλά όχι αύξηση της ανεργίας. Οι αυξήσεις μισθών που συμφώνησαν ΓΣΕΕ και ΣΕΒ κινούνται στο όριο της προσδοκίας για τον πληθωρισμό συν την αύξηση της παραγωγικότητας. Δεδομένου όμως ότι εσχάτως ο πληθωρισμός έχει εκτιναχθεί στο 4,5%, απορροία του ράλι του πετρελαίου, η συγκεκριμένη συλλογική σύμβαση συνιστά μια κάποια πραγματική συγκράτηση.

Το πραγματιστικό είναι να υποθέσει κανείς ότι για την ομαλότερη δυνατή προσαρμογή θα απαιτηθεί ένας συνδυασμός των παραπάνω προσαρμογών. Σύμφωνα με την κωδικοποίηση του Tresor Economics (2007), οι διαθέσιμοι μηχανισμοί προσαρμογής της αγοράς περιλαμβάνουν:

1. προσαρμογή τιμών: η πραγματική ανατίμηση προκαλεί μείωση της συναθροιστικής ζήτησης. Αν οι τιμές και οι μισθοί είναι δύσκαμπτοι, η υπερ-προσαρμογή της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (over-adjustment risk) είναι πιθανή, που συνοδεύεται από μία αύξηση της ανεργίας αρχικά και μετά μία κάμψη του πληθωρισμού, γεγονός που καθιστά την προσαρμογή πιο επώδυνη.

2. μετανάστευση παραγωγικών συντελεστών στις ηγέτιδες χώρες, εάν οι χώρες της σύγκλισης δεν πραγματοποιούν τα κέρδη παραγωγικότητας που συνεπάγεται η συμμετοχή στην ΟΝΕ και ταυτόχρονα οι ακαμψίες οδηγούν σε αύξηση της ανεργίας παρά σε περικοπές μισθών. Ωστόσο η ανάγκη για προσαρμογές τιμών δεν θα μειωθεί τόσο ώστε να αποφευχθεί η μείωση του κόστους εργασίας.

3. χρηματοοικονομική προσαρμογή: εντός μίας νομισματικής ένωσης η απώλεια επενδυτικής εμπιστοσύνης καταλήγει σε άνοδο των risk premia και όχι σε υποτίμηση. Αυτή η προσαρμογή είναι εξίσου επώδυνη διότι επιτυγχάνεται μέσω μείωσης της εσωτερικής ζήτησης και όχι μέσω αύξησης της ζήτησης από το εξωτερικό, άρα συνεπάγεται επιδείνωση των απωλειών ανταγωνιστικότητας και αύξηση της ανεργίας.³⁰

4. Εμπειρική Ανάλυση

Ο εμπειρικός έλεγχος των υποθέσεων που περιγράφηκαν ανωτέρω, (ίδη [Παράρτημα 1](#) για τα υποδείγματα και [Παράρτημα 2](#) για τις πηγές των στοιχείων) αποσκοπεί στην αποτίμηση της σχετικής σημασίας ενός εκάστου εκ των μνημονευθέντων παραγόντων και της δυναμικής συνεισφοράς τους στο συνολικό πρόβλημα. Τελικός σκοπός είναι η πρόταση πολιτικών για την κατά το δυνατόν ομαλότερη έξοδο από την στενωπό.

Οι υπολογισμοί των βαθμονομημένων (calibrated) σεναρίων δείχνουν ότι, μετά την περαιτέρω επιδείνωση που σημειώθηκε το 2007, η απαιτούμενη προσαρμογή είναι ακόμα μεγαλύτερου μεγέθους σε σχέση με αυτήν που υπολόγισαν προηγούμενες μελέτες. Συγκεκριμένα, υπολογίζεται ότι, μετά την αφαίρεση του τμήματος του ελλείμματος που οφείλεται στις αγορές πλοίων και την άνοδο της τιμής του πετρελαίου, απομένει ένα 5,4% του ΑΕΠ κατά το οποίο πρέπει να μειωθεί το έλλειμμα του ΙΤΣ κατ' ελάχιστον για να καταστεί διατηρήσιμο, δηλαδή να μην οδηγεί στην συσσώρευση δυσανάλογα μεγάλο

³⁰ Επίσης, επειδή η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μειώνει τις ασυμμετρίες πληροφόρησης και προστατεύει τους πιστωτές, οι κρίσεις διαχέονται σε ολόκληρη την ένωση (διεθνοποίηση πιστωτών). Άρα η προσαρμογή δεν πλήττει όλα τα άτομα αλλά μόνο τους δανειολήπτες υψηλού κινδύνου και αυτούς που πληρώνουν τους φόρους ή υφίστανται τις περικοπές δαπανών.

εξωτερικού χρέους.³¹ Για να συμβεί αυτό πρέπει να αποκατασταθεί η ανταγωνιστικότητα τιμών, δηλαδή να υποτιμηθεί η πραγματική ισοτιμία. Από την οικονομετρική εκτίμηση (σε συγκριτική ανάλυση με βαθμονομημένα σενάρια) προκύπτει ότι για κάθε μία ποσοστία μονάδα πραγματικής υποτίμησης, το ΙΤΣ θα βελτιώνεται περίπου 0,21% του ΑΕΠ. Με αυτούς τους ρυθμούς, χρειάζεται μία πραγματική υποτίμηση της τάξης του 24,8%.³² Οι συγκεκριμένοι αριθμοί συμφωνούν με την –επιεική– εκτίμηση ότι η πραγματική ισοτιμία πρέπει να επανέλθει στα επίπεδα στα οποία ήταν όταν η χώρα εισήλθε στο κοινό νόμισμα το 2001.

Ωστόσο, το μέγεθος της απαιτούμενης πραγματικής υποτίμησης μπορεί να μειωθεί σημαντικά αν εφαρμοστούν στρατηγικές βελτίωσης της ποιότητας των εξαγόμενων προϊόντων, πολιτικές προώθησης των εξαγωγών και αναδιάρθρωσής τους και προσανατολισμού σε νέες αγορές-στόχους όπως περιγράφηκαν παραπάνω. Αυτά θα αυξήσουν και την ελαστικότητα εισοδήματος των εξαγωγών (αγαθά και υπηρεσίες «πολυτελείας») και θα επιτρέψουν την κατάκτηση μεριδίων αγοράς. Επίσης, ένα τμήμα των εισαγωγών θα περικοπεί αυτόματα με την αναστροφή της υπερθέρμανσης (λόγω συγκράτησης του ρυθμού αύξησης των πιστώσεων με την άνοδο των επιτοκίων και –πιθανώς– των ασφαλιστρών κινδύνου επιτοκίου, της παρούσας χρηματοοικονομικής κρίσης, της εξάντλησης της επιδράσεως Balassa-Samuelson με την επερχόμενη επίτευξη της πραγματικής σύγκλισης κτλ). Απομένει ένα τμήμα που πρέπει να καλυφθεί με συγκράτηση των ονομαστικών μισθών ή με αύξηση της παραγωγικότητας. Εάν θα επρόκειτο το χάσμα να καλυφθεί μόνο μέσω μισθολογικής συγκράτησης, κι εφόσον έχει εξαιρεθεί η διαφορά ρυθμών πληθωρισμού με την Ευρωζώνη, θα χρειαζόνταν περίπου 6-8 έτη παγώματος των πραγματικών μισθών (3-4%, εάν ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη είναι αντίστοιχος). Αυτό

³¹ Αυτός ο υπολογισμός βασίζεται στην υπόθεση ότι η αποπληρωμένη τιμή του πετρελαίου θα αυξάνεται κατά το μέσο ρυθμό αύξησής της τα προηγούμενα έτη. Εφόσον η αύξηση θα είναι ταχύτερη, όπως φαίνεται πιθανό μετά το πρόσφατο ράλι (άρα δεν θα είναι εποχική), η συνεισφορά των καυσίμων στο έλλειμμα του ΙΤΣ θα είναι μεγαλύτερη και αντιστοίχως και οι απαιτούμενες προσαρμογές θα είναι μεγαλύτερες.

³² Η πραγματική ισοτιμία που έχει χρησιμοποιηθεί είναι βασισμένη στο κατά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας. Με πραγματική ισοτιμία βασισμένη στον τιμάριθμο, η αναγκαία υποτίμηση θα ήταν μικρότερη.

ισοδυναμεί με επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Είναι προφανές πόσο επιτακτική ανάγκη είναι να προχωρήσουν τα διαρθρωτικά μέτρα και η ρύθμιση της ζήτησης.

Όσον αφορά την ίδια την ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές, η πραγματική υποτίμηση εν σχέσει με τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης μπορεί να συμβεί με άνοδο της σχετικής παραγωγικότητας ή με σχετική μείωση του κόστους εργασίας. Εκτιμώντας το αντίστοιχο υπόδειγμα, το εύρημα είναι ότι και οι δύο παράγοντες λειτουργούν, αν και η συγκράτηση των μισθών φαίνεται πιο αποτελεσματική για την μείωση της πραγματικής ισοτιμίας απ' ό,τι η αύξηση της παραγωγικότητας.³³ Αυτό πιθανώς συμβαίνει διότι η αύξηση της παραγωγικότητας σε ένα βαθμό μεταφράζεται σε αύξηση της δύναμης αγοράς και άρα μεταβολή των όρων εμπορίου επί τω βέλτιω. Επίσης άνοδος της παραγωγικότητας σημαίνει άνοδος των εισοδημάτων και άρα, επίδραση Balassa-Samuelson. Οι οικονομικές πολιτικές και οι μεταβολές στην αγορά μπορούν να επικεντρώσουν περισσότερο στην παραγωγικότητα, η οποία συναρτάται με την τεχνολογία και την εκπαίδευση και είναι λιγότερο επώδυνη. Ωστόσο το μέγεθος της απαιτούμενης προσαρμογής της πραγματικής ισοτιμίας, καθιστά λιγότερο πιθανή την αναστροφή χωρίς συγκράτηση του ονομαστικού κόστους παραγωγής.

Η ανάλυση των βραχυ-μεσοπρόθεσμων προσδιοριστικών παραμέτρων του ΙΤΣ έδειξε ότι η επιδείνωση του Ισοζυγίου συσχετίζεται ισχυρά με τις ανατιμήσεις της πραγματικής ισοτιμίας. Η πιστωτική επέκταση έχει την αρνητική επίπτωση που προβλέπει η θεωρία αλλά όχι σε μεγάλη κλίμακα. Από τους παράγοντες της συγκυρίας, η τιμή του πετρελαίου επιδρά επίσης αρνητικά. Αντιθέτως, οι παράγοντες που συσχετίζονται με τις ακαμψίες των μισθών δεν φαίνονται να έχουν σημαντική επίδραση, αν και το επίπεδο των μισθών επηρεάζει σημαντικά την ανταγωνιστικότητα τιμών. Η καταναλωτική δαπάνη και η συνολική ζήτηση της οικονομίας επιδεινώνουν το ΙΤΣ, αλλά τα αποτελέσματα είναι λιγότερο ισχυρά. Η οικονομική σύγκλιση (επίδραση Balassa-Samuelson) δεν

³³ Η σχετική δύναμη όμως των δύο παραγόντων (οι ελαστικότητες) είναι συνάρτηση και της εξειδίκευσης του υποδείγματος.

φαίνεται να έχει την επίδραση που προβλέπει η θεωρία, παρότι το δείγμα είναι αρκετά μακρό για να αναδείξει τις μακροχρόνιες αναπτυξιακές τάσεις. Τέλος, τα δημοσιονομικά ελλείμματα δεν είναι μεταξύ των σημαντικών παραγόντων για τα εξωτερικά ελλείμματα των τελευταίων ετών.

5. Συμπεράσματα και Προτάσεις Πολιτικής για μία Ομαλότερη Προσαρμογή

Η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας τιμών της ελληνικής οικονομίας είναι δεδομένη και σημαντική σε μέγεθος. Εξίσου ανησυχητικά είναι τα διαρθρωτικά προβλήματα ανταγωνιστικότητας που επιβαρύνουν περαιτέρω το πρόβλημα της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές. Προσθέτοντας σε αυτή την εξέλιξη την αύξηση της κατανάλωσης και των εισαγωγών, που προέκυψαν ως παραφερνάλια της ένταξης στην ΟΝΕ, η χώρα οδηγήθηκε σε συνεχή επιδείνωση του Εμπορικού της Ισοζυγίου. Επιπροσθέτως, η Ελλάδα δεν μπορεί να υπολογίζει πλέον στα σταθερά πλεονάσματα των Ισοζυγίων Εισοδημάτων και Μεταβιβάσεων τα οποία αντιστάθμιζαν τα προηγούμενα χρόνια τα εμπορικά ελλείμματα. Ανησυχητικότερη όλων των εξελίξεων όμως είναι η αμεριμνησία με την οποία η Ελληνική κοινωνία αντιμετωπίζει το θέμα. Δεν έχει γίνει κατανοητό πόσο επιτακτική ανάγκη είναι να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα και οι επιπτώσεις από την αποτυχία σε αυτό το εγχείρημα. Η συμμετοχή στην ΟΝΕ συνετέλεσε σε αυτό, αφαιρώντας τις ανησυχίες για τη χρηματοδότηση του εξωτερικού χρέους και τις προειδοποιήσεις των υποτιμήσεων. Το τελευταίο όμως καθιστά και την διόρθωση της απόκλισης δυσχερέστερη, καθόσον η προσαρμογή μίας τιμής, αυτής του νομίσματος, πρέπει να αντικατασταθεί από προσαρμογή χιλιάδων τιμών, προϊόντων, υπηρεσιών και παραγωγικών συντελεστών. Το πραγματικό ερώτημα είναι πως θα ελαχιστοποιηθεί το κόστος της προσαρμογής και όχι αν θα υπάρξει κόστος. Στο θετικό σενάριο, το πρόβλημα θα αντιμετωπιστεί με μία μικρή κάμψη της κατανάλωσης, συγκράτηση των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών, συντονισμένη προσπάθεια μεταστροφής της εγχώριας ζήτησης από εισαγόμενα σε ελληνικά

προϊόντα και ενίσχυση των εξαγωγικών επιδόσεων της οικονομίας. Ως προς το τελευταίο, θετική ένδειξη αποτελεί ο αυξανόμενος δυναμισμός των ελληνικών επιχειρήσεων στη διεύθυνσή τους στη Νέα Ευρώπη και ιδίως στα Βαλκάνια, ο οποίος μπορεί να αντισταθμίσει την κάμψη των εξαγωγών προς την Ευρωζώνη. Αυτό ισχύει ιδίως διότι αυτές οι αγορές αναμένεται να πληγούν συγκριτικά ηπιότερα από την τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση, ώστε η ζήτηση σε αυτές, και άρα η ζήτηση για ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες, δεν θα επηρεαστεί σημαντικά.

Στο αρνητικό σενάριο, η προσαρμογή θα συνοδευτεί από μία παρατεταμένη περίοδο ύφεσης, ανόδου της ανεργίας και μετανάστευσης εργασίας. Αυτό το σενάριο δεν είναι το πιθανότερο, δεδομένου ότι οι ακαμψίες μισθών δεν φαίνεται να είναι πολύ σημαντικές. Ωστόσο, το μέγεθος της απαιτούμενης πραγματικής υποτίμησης, καθώς και το εύρος των διαρθρωτικών αλλαγών που θα στρέψουν την Ελληνική οικονομία σε τομείς υψηλότερης προστιθέμενης αξίας (και σε δυναμικότερα αναπτυσσόμενες αγορές), είναι αρκετό για να δικαιολογεί προβληματισμό.

Η οικονομική πολιτική έχει μπροστά της μία σημαντική πρόκληση. Απαιτούνται συντονισμένες προσπάθειες οι οποίες θα κατατείνουν προς σαφώς ορισμένους ποιοτικά και ποσοτικά στόχους, τόσο στο μακροοικονομικό, όσο και σε κλαδικά επίπεδα:

1. την εξάλειψη της διαφοράς πληθωρισμού από το μ.ο. της Ευρωζώνης με καταπολέμηση των ολιγοπωλιακών καταστάσεων και των ακαμψιών σε όλες τις αγορές.
2. την αναδιάρθρωση της παραγωγής προς τους τομείς των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων και τους τομείς υψηλής τεχνολογίας, άρα την ενίσχυση της εκπαίδευσης και της έρευνας.
3. το ενεργητικό management της εγχώριας ζήτησης για την αποφυγή εκρήξεων και πανικών (boom-and-bust cycle) και την συγκράτηση της ροπής για εισαγωγές.
4. μείωση της εξάρτησης της Ελληνικής οικονομίας από το πετρέλαιο και γενικότερη μεταρρύθμιση του ενεργοβόρου μοντέλου ανάπτυξης.

5. την στήριξη της αυτορρύθμισης που έχουν αρχίσει οι Ελληνικές τράπεζες απο μόνες τους³⁴ και την νουνεχή εποπτεία του τραπεζικού συστήματος για την εμπέδωση διατηρήσιμων ρυθμών διαμεσολάβησης.

6. Συγκράτηση της αύξησης των εισοδημάτων σε ρυθμό που θα υπολείπεται του αθροίσματος πληθωρισμού και αύξησης της παραγωγικότητας.

7. διευκόλυνση παραγωγικών εγχώριων επενδύσεων σε αντικατάσταση των επενδύσεων σε κατοικίες. Πολιτική κινήτρων για προσέλκυση ξένων επενδύσεων εξαγωγικού προσανατολισμού και αποθάρρυνση ΑΞΕ εξυπηρέτησης της εγχώριας αγοράς.

Η υπερθέρμανση της οικονομίας που προήλθε από τις ανταγωνιστικές υστερήσεις και την πιστωτική επέκταση θα μπορούσε να έχει συγκρατηθεί αν η δημοσιονομική πολιτική ήταν περιοριστική ενόσω η οικονομία αναπτυσσόταν υπεράνω του δυνητικού ρυθμού επέκτασής της. Ωστόσο, η δημοσιονομική πολιτική ήταν μάλλον προ-κυκλική καθ' όλη αυτή την περίοδο. Τώρα, ο ρόλος της πρέπει να είναι να στηρίζει τις ομάδες του πληθυσμού που θα πληγούν περισσότερο από την προσαρμογή, χωρίς όμως να ξεφύγει από τις επιταγές του Συμφώνου Δημοσιονομικής Σταθερότητας. Η κυριότερη επιβοήθηση όμως από την πλευρά της οικονομικής πολιτικής είναι η ρύθμιση και εποπτεία των αγορών για την μείωση των μονοπωλιακών καταστάσεων και λοιπών στρεβλώσεων που εμποδίζουν την προσαρμογή της ανταγωνιστικότητας.

Κορωνίδα των διαρθρωτικών αλλαγών είναι η στροφή προς την καινοτομία και τη γνώση για την αύξηση της παραγωγικότητας. Αυτό όμως απαιτεί γενναία ενίσχυση των κονδυλίων για έρευνα και τεχνολογία, ανάπτυξη καινοτόμων μεθόδων οργάνωσης της παραγωγής, έρευνα αγοράς, αποτελεσματική ρύθμιση και υποστήριξη των αγορών από μία στιβαρή δημόσια διοίκηση. Όλα αυτά συνιστούν μία δραστική αλλαγή της παραγωγικής κουλτούρας των οικονομικών δρώντων ατόμων και των φορέων άσκησης πολιτικής. Πρέπει να γίνει αντιληπτό ότι εντός του ενοποιημένου και αυξανόμενα ανταγωνιστικού

³⁴ Εν όψει και της τρέχουσας κρίσης που προκαλεί επιπτώσεις στα χαρτοφυλάκιά τους, οι Ελληνικές τράπεζες έχουν ήδη αυστηροποιήσει την διαδικασία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των υποψήφιων δανειοληπτών και έχουν αντίστοιχα μειώσει τις χορηγήσεις. Αυτό θα συμβάλλει ουσιαστικά στην διατήρηση της -ήδη- καλής υγείας του τραπεζικού συστήματος.

Ευρωπαϊκού και διεθνούς περιβάλλοντος, αυτή η επιλογή δεν είναι ευκαία εναλλακτική αλλά ανάγκη επιβίωσης.□

Βιβλιογραφικές Αναφορές

Ξενόγλωσσες

- Blanchard O. (2006), "Adjustment within the Euro. The difficult case of Portugal" MIT Working Paper 06-04.
- Blanchard O. and Giavazzi F. (2002), Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?, Brookings Papers on Economic Activity 2, p.p. 147-209.
- Brissimis, S.N. et al (2001), "Issues in the transmission of monetary policy", Στο Greece's economic performance and prospects, επιμέλεια έκδοσης R.C. Bryant, N.C. Garganas και G.S. Tavlas, 237-279. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος- The Brookings Institution.
- Deutsche Bundesbank (2007), Monthly Report, June.
- Dickens, W., Goette, L., Groshen, E., Holden, S., Messina, J., Schweitzer, M., Turunen, J. and Ward, M. (2006), The Interaction of Labor Markets and Inflation: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project, paper presented at the conference in Labour Markets and the Macroeconomy, FED of San Francisco, 3/2006.
- Fagan G. and Gaspar, V. (2005), Adjusting to the Euro Area: Some issues inspired by the Portuguese experience, mimeo, Banco de Portugal and ECB.
- Fagan G. and Gaspar, V. (2007), Adjusting to the Euro Area, ECB Working Paper No 716.
- Fontagne, L., M. Freudenberg, and G. Gaulier (2005), Disentangling Horizontal Trade and Vertical Industry Trade, CEPII Working Paper 2005-10.
- IMF (2008), Greece: Selected Issues, Country Report No. 08/147, May.
- IMF (2008β) Competitiveness in the Southern Euro Area: France, Greece, Italy, Portugal, and Spain, prepared by H. Bennett, J. Escolano, S. Fabrizio, E. Gutierrez, I. Ivaschenko, B. Lissovolik, M. Moreno-Badia, W. Schule, S. Tokarick, Y. Xiao, and Z. Zarnic, IMF Working Paper WP/08/112.
- IMF (2007), Greece: Selected Issues, Country Report 07/27, prepared by A. Gagales, M. Rossi and M.M. Badia, January.
- IMF (2006), Methodology for CGER Exchange Rate Assessments, November.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (2000), The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?, NBER Working Paper 7777.
- Sideris, D and N. Zonzilos (2005), "The Greek Model of the European System of Central Banks Multi-Country Model", Bank of Greece Working Paper 20
- Smith, J. (2006), How costly is downward nominal rigidity in the United Kingdom?, forthcoming DTI Economics Paper, August & University of Warwick Working Paper.
- Standard & Poor's (2008), Rating Direct, Hellenic Republic, March.
- Tresor Economics (2007), Should We Worry about Current-Account Imbalances in a Monetary Union ?, No 20, October.
- World Bank (2006), Doing Business.

Ελληνόγλωσσες

- Δαβραδάκης, Μ., (2007), Ελληνικό Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Δανειακή Χρηματοδότηση Ιδιωτικού Τομέα, Οικονομία & Αγορές, Eurobank Research, Τόμος 2, Τεύχος 6, Ιούλιος.
- Κυρκιλής, Δ., (2002), Άμεσες Ξένες Επενδύσεις, Εκδόσεις Κριτική.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2008), Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική, Φεβρουάριος.
- Χαρδούβελης, Γ. (2007), Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση, Οικονομία & Αγορές, Eurobank Research, Τόμος 2, Τεύχος 8, Οκτώβριος.

Παράρτημα 1:

Οικονομετρικό Υπόδειγμα

Οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται ευρέως για τον υπολογισμό του ανταγωνιστικού μειονεκτήματος (και του συνεπαγόμενου ελλείμματος του ΙΤΣ) είναι της Μακροοικονομικής Προσαρμογής (Macroeconomic Balance), της Πραγματικής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας Ισορροπίας (Equilibrium Real Exchange Rate) και της Εξωτερικής Διατηρησιμότητας (External Sustainability). Οι μέθοδοι αυτές έχουν κάποιες αδυναμίες: α) κάνουν πολύ περιοριστικές υποθέσεις προκειμένου να εκτιμηθούν τα επίπεδα ισορροπίας των μεταβλητών ενδιαφέροντος (δεν υπάρχει ομοφωνία επί της αρχής ή επί της εμπειρικής μεθοδολογίας υπολογισμού του επιπέδου του υπολανθάνοντος ΙΤΣ, της πραγματικής ισοτιμίας ή των καθαρών ξένων κεφαλαίων αντίστοιχα για τις μεθοδολογίες MB, EREER και ES) τα οποία είναι συνεπή με τα μεσοχρόνια θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη), β) δεν επιτρέπουν την εξαγωγή συμπερασμάτων για την ατραπό προσαρμογής και γ) κατηγοριοποιούν τις παραμέτρους που κυρίως ενδιαφέρουν στην Ελληνική περίπτωση, δηλαδή την πιστωτική επέκταση και την υπερθέρμανση, στους παράγοντες που συναρτώνται με τον οικονομικό κύκλο ή την συγκυρία (shocks) και τους αφήνουν εκτός ανάλυσης.¹ Γι αυτούς τους λόγους αναπτύσσεται μία μεθοδολογία που αντλεί στοιχεία και από τις τρεις προαναφερθείσες μεθόδους.

Οι υπολογισμοί του υπολανθάνοντος ΙΤΣ, δηλαδή του συνολικού ΙΤΣ μείον του τμήματός του που οφείλεται στην συγκυρία, χαρακτηρίζονται από βαθμό αυθαιρεσίας και επίσης δεν επιτρέπουν σε συγκυριακούς παράγοντες όπως η υπερθέρμανση να αποδοθούν σε δομικές ανισορροπίες (πλεονασματική ζήτηση, ακαμψίες μισθών κτλ). Αντ' αυτού, υπολογίζουμε το υπολανθάνον ισοζύγιο με βαθμονόμηση (calibration), αφαιρώντας δύο επιδράσεις:

(α) τις αγορές πλοίων: το ισοζύγιο πλοίων ήταν περίπου ισοσκελισμένο έως το 2004, ενώ το 2007 αναλογούσε στο 17,1% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ, ήτοι 2,4% του ΑΕΠ ($17,1\% \cdot 14,1\%$).

(β) την απόκλιση της (πραγματικής) τιμής του πετρελαίου από το μέσο όρο της για όλη τη διαθέσιμη χρονοσειρά (από το 1983). Δηλαδή, η υπόθεση είναι ότι το Ισοζύγιο Καυσίμων θα εξακολουθήσει να είναι αρνητικό αλλά κατά το ποσοστό που δείχνει η μακροχρόνια τάση του. Το 2007 τα καύσιμα συνεισέφεραν το 28,4% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ με την πραγματική τιμή του πετρελαίου να είναι 102,4% πάνω από το μακροχρόνιο μέσο της. Επομένως το εποχικό τμήμα είναι 14,01% του ελλείμματος του ΙΤΣ, ήτοι 1,98% του ΑΕΠ.

Άρα, το απομένον τμήμα του ελλείμματος του ΙΤΣ για το 2007 ισούται με 9,7% του ΑΕΠ ($14,1 - 2,4 - 1,98$). Το επίπεδο του ελλείμματος του ΙΤΣ το οποίο διασφαλίζει την Εξωτερική Διατηρησιμότητα, CA_s , υπολογίζεται ως (ίδε IMF, 2001, 2006):

$$CA_s = -\frac{g}{1+g} NFA_s$$

Όπου NFA_s είναι το επίπεδο του εξωτερικού χρέους που μπορεί να αποπληρωθεί ευχερώς και g ο ρυθμός μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ. Δύο σενάρια:

1. Πιο αισιόδοξο από το IMF: $NFA_s = 90\%$ του ΑΕΠ (λόγω της ευκολίας αποπληρωμής που προσφέρει η ΟΝΕ)

και $g=6\%$. Τότε $CA_s = -5,1\%$ του ΑΕΠ.

2. Πιο απαισιόδοξο από το IMF: $NFA_s = 70\%$ του ΑΕΠ και $g=5,3\%$ (λόγω προβλημάτων ανταγωνιστικότητας).

Τότε $CA_s = -3,5\%$ του ΑΕΠ.

Παίρνουμε το μέσο σενάριο, δηλαδή $CA_s = -4,3\%$ του ΑΕΠ. Άρα, το τμήμα του ελλείμματος του ΙΤΣ για το 2007 που πρέπει να διορθωθεί με προσαρμογές της ανταγωνιστικότητας και της εσωτερικής ζήτησης ισούται με $(9,7 - 4,3) = 5,4\%$

του ΑΕΠ.

Στο επόμενο βήμα υπολογίζεται η ελαστικότητα του ΙΤΣ σε μεταβολές της πραγματικής ισοτιμίας, ε_{RER} . Και πάλι με βάση τη μεθοδολογία του IMF:

$$\varepsilon_{RER} = \frac{X}{Y} \eta_X + \frac{M}{Y} (\eta_M - 1)$$

Όπου X, M, Y είναι οι εξαγωγές, εισαγωγές και το ΑΕΠ και η_X και η_M είναι οι ελαστικότητες εξαγωγών και εισαγωγών αντίστοιχα ως προς την πραγματική ισοτιμία.

Με βάση τις ελαστικότητες που υπολόγισε το Multimod του IMF ($\eta_X = 0,71$, $\eta_M = 0,92$), για το 2007 (X = 50,739δισ €, M=80,713, Y= 229,35 με τα στοιχεία της AMECO): $\varepsilon_{RER} = 12,89\%$

Με βάση τις ελαστικότητες των Sideris and Zonzilos (2005), ($\eta_X = 0,6$, $\eta_M = 0,9$), για το 2007: $\varepsilon_{RER} = 9,75\%$

Με αυτές τις ελαστικότητες απαιτείται πραγματική υποτίμηση άνω του 40% για την αποκατάσταση διατηρήσιμου ΙΤΣ. Ωστόσο, αυτή η εκτίμηση είναι υπερβολική διότι, αφενός δεν προσμετρά άλλα εποχικά τμήματα του ελλείμματος και, αφετέρου, πέραν του Εμπορικού Ισοζυγίου, υπάρχουν και τμήματα των Ισοζυγίων Εισοδημάτων και Μεταβιβάσεων που επηρεάζονται από την πραγματική ισοτιμία. Εναλλακτικά λοιπόν, για μία συνολική αποτίμηση, εκτιμάται οικονομομετρικά η μακροχρόνια ελαστικότητα του ΙΤΣ ως προς μεταβολές της πραγματικής ισοτιμίας. Επειδή οι υπόλοιπες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται έχουν συναφές οικονομικό περιεχόμενο με την πραγματική ισοτιμία, παραλείπονται από την αρχική εξίσωση ώστε να μην κατανεμηθεί η επίδραση της RER σε αυτές και δη σε παραμέτρους της συγκυρίας. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ένα γραμμικό-λογαριθμικό υπόδειγμα (lin-log model) ώστε ο εκτιμώμενος συντελεστής να μπορεί να ερμηνευτεί ως ελαστικότητα, δηλαδή ποσοστιαίες μεταβολές της εξαρτημένης μεταβλητής (δηλαδή του ΙΤΣ/ΑΕΠ, το οποίο είναι ήδη ποσοστό) για 1% μεταβολή της ανεξάρτητης (του λογαρίθμου της πραγματικής ισοτιμίας, RER).²

Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων ενδογένειας των επεξηγηματικών μεταβλητών τα οποία χαρακτηρίζουν τις ανηγμένες μορφές εκτίμησης, χρησιμοποιείται η μεθοδολογία της παλινδρόμησης με τη χρήση εργαλειακών μεταβλητών (Instrumental Variable Regression). Αυτή η μέθοδος είναι ιδιαίτερος χρήσιμη στην συγκεκριμένη εφαρμογή στην οποία, εκ της θεωρίας και εκ του εμπειρικού ελέγχου, οι χρησιμοποιούμενες μεταβλητές έχουν πολλάκις σχέση αμφίδρομης αιτιότητας. Η μέθοδος χρησιμοποιεί Εκτίμηση Ελαχίστων Τετραγώνων σε 2 Στάδια (2-stages least squares-TSLS): στο πρώτο στάδιο εκτιμά τη σχέση της ενδογενούς επεξηγηματικής μεταβλητής με μία άλλη η οποία δεν συσχετίζεται με τα κατάλοιπα του υποδείγματος. Στο δεύτερο στάδιο, εκτιμά την σχέση ενδιαφέροντος, αντικαθιστώντας την ενδογενή με την εργαλειακή μεταβλητή. Για την αντιμετώπιση της αυτοσυσχέτισης χρησιμοποιείται η επαναληπτική μέθοδος των Cochrane-Orcutt. Υπολογίζονται τυπικά σφάλματα ανθετικά στην ετεροσκεδαστικότητα με την χρήση της μήτρας συνδιακύμανσης του White. Για να εξαλειφθεί η επίδραση της εποχικότητας τα στοιχεία διαμορφώνονται σε κινητούς μέσους τεσσάρων τριμήνων.³ Η χρονική σταθερότητα των εκτιμώμενων συντελεστών ελέγχεται με τ-tests CUSUM και CUSUMSQ.

Το απλό υπόδειγμα δίνει τα εξής: [τυπικά σφάλματα σε παρενθέσεις, το (*) υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%, η δεύτερη χρονική υστέρηση της πραγματικής ισοτιμίας έχει χρησιμοποιηθεί ως εργαλειακή μεταβλητή]

$$CA/GDP = 0,947* - 0,217 \ln(RER)*$$

(0,17) (0,03)

Model test F(prob) = 91.68 (.0000)

Είναι σαφές ότι οι εκτιμώμενες ελαστικότητες είναι της ίδιας τάξης μεγέθους με τις βαθμονομημένες. Με ελαστικότητα 21,7%, προκύπτει ότι για να μειωθεί το (υπολανθάνον) έλλειμμα από 9,7% του ΑΕΠ στο 4,3% του ΑΕΠ, χρειάζεται μία πραγματική υποτίμηση της τάξης του 24,8%.⁴

Πως μπορεί να συμβεί η πραγματική υποτίμηση; Με άνοδο της παραγωγικότητας, Prod, (οριζομένης ως το πραγματικό ΑΕΠ ανά εργαζόμενο) ή με μείωση του κόστους εργασίας, W. Η μεταβλητή ενδιαφέροντος όμως, δεδομένου και ότι η ονομαστική ισοτιμία του Ευρώ δεν είναι στην αρμοδιότητα των Ελληνικών αρχών, είναι το επίπεδο της πραγματικής ισοτιμίας της Ελλάδας εν σχέσει με αυτό που αντιμετωπίζουν τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης (rel_rer). Εκτιμώντας το αντίστοιχο υπόδειγμα:

$$\ln(\text{rel_rer}) = 8,54 + 1,049 \ln(w)^* - 0,38 \ln(\text{prod})^*$$

(2,70) (0,29) (0,25)

Τα πρόσημα είναι τα αναμενόμενα αλλά παρατηρείται μία διαφορά μεγέθους στις ελαστικότητες. Ωστόσο αυτό το χαρακτηριστικό έχει μία ευαισθησία μεταξύ διαφορετικών εξειδικεύσεων του υποδείγματος.

Με αυτά τα μακροχρόνια χαρακτηριστικά κατά νου, μπορούμε τώρα να αναλύσουμε τις επιμέρους επιδράσεις επί του ΙΤΣ στο βραχυχρόνιο και μεσοχρόνιο διάστημα, όπως αυτές περιγράφονται στις θεωρητικές προσεγγίσεις. Προτιμάται η εκτίμηση ενός υποδείγματος μίας εξίσωσης ανηγμένης μορφής η οποία συνδυάζει όλες τις παραμέτρους που προτείνουν οι διαφορετικές θεωρίες για τον προσδιορισμό του ΙΤΣ στα πλαίσια της ΟΝΕ. Ως ανηγμένη μορφή, ενσωματώνει, inter alia, και τις παραμέτρους των δύο υποδειγμάτων που συναπαρτίζουν την προσέγγιση της Μακροοικονομικής Προσαρμογής, δηλαδή την εξίσωση προσδιορισμού του ΙΤΣ και την εξίσωση προσδιορισμού του χάσματος αποταμίευσης-επένδυσης. Επιπλέον όμως περιλαμβάνει τα “shocks” και τις αποκλίσεις από το δυνητικό προϊόν που προσιδιάζουν στην Ελληνική περίπτωση.

Για την ανάλυση αυτών των βραχυ-μεσοχρόνιων παραγόντων που επηρεάζουν το ΙΤΣ εκτιμήθηκαν πολλά υποδείγματα. Οι μεταβλητές που προσεγγίζουν εμπειρικά τις επιδράσεις που προβλέπουν οι θεωρίες περιλαμβάνουν:

- Για την μέτρηση της απώλειας ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές: χρησιμοποιήθηκαν εναλλακτικά μεταβλητές επιπέδου τιμών, κατά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας και πραγματικών μισθών, σταθμισμένη πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία (βασισμένη στο κατά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας ώστε να αντανακλά αμφοτέρως τις εξελίξεις των μισθών και της παραγωγικότητας - και σε υστερήσεις και σωρευτικές μορφές για να λαμβάνει υπόψιν της την διαχρονική επίδραση στο ΙΤΣ)
- Για την μέτρηση της σημασίας των επιδράσεων τύπου Balassa-Samuelson, δηλαδή της πραγματικής σύγκλισης: πραγματικό ΑΕΠ της Ελλάδας ως ποσοστό του αντίστοιχου της Ευρωζώνης (Bal_Sam)
- Ως προσέγγιση της ακαμψίας μισθών: διάδραση πληθωρισμού-ανεργίας (το γινόμενο τους), η οποία προτάθηκε από την Smith (2006). Το σκεπτικό είναι ότι, εφόσον υπάρχουν ακαμψίες, ένας υψηλότερος πληθωρισμός θα μεγεθύνει το αποτέλεσμα που η ανεργία έχει στους μισθούς, δηλαδή ότι θα κάνει την καμπύλη Phillips να έχει μια πιο απότομα αρνητική κλίση.
- Για την μέτρηση της πιστωτικής επέκτασης: δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ (cre_gdp).
- υπερθέρμανση της οικονομίας: μεταβλητή του παραγωγικού κενού από το δυνητικό προϊόν της οικονομίας (output gap), ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη, συνολική ζήτηση.
- Ψευδομεταβλητές για αυτόνομη επίδραση της εισόδου στην ΟΝΕ (2001) και απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος (1994), ομού μετά διαδράσεων τους με τις λοιπές μεταβλητές κ.ο.κ.

Το πλήθος των υποδειγμάτων και η ευαισθησία των λιγότερο στατιστικά σημαντικών αποτελεσμάτων (λόγω της μέτρησης

ποιότητας των πρωτογενών στοιχείων και της πολυπλοκότητας των αλληλεπιδράσεων) καθιστά ανώφελη την αναλυτική παρουσίασή τους. Τα βασικά συμπεράσματα της συγκριτικής ανάλυσης αυτών των υποδειγμάτων συνοψίζονται στο Κεφάλαιο 4. Εδώ, ενδεικτικά παρατίθεται ένα απλό υπόδειγμα που απεικονίζει τα χαρακτηριστικότερα εκ των ευρημάτων:⁵

$$CA/GDP = 0,175 - 0,126 \ln(RER)^* + 4,54 (Bal_Sam)^* - 0,074 \ln(cre_gdp) - 0,032 \ln(oil)^*$$

(0,21) (0,04) (1,14) (0,02) (0,01)

Παράρτημα 2: Πηγές Στοιχείων

- Ονομαστικό ΑΕΠ Ελλάδας (OECD EOL-grc_gdrq, μετατροπή σε ευρώ) και Ευρωζώνης (OECD MEI, emu_exrgdp_lnbqrsaq).
- Πραγματικό ΑΕΠ Ελλάδας (OECD EOL-grc_gdrnq) και Ευρωζώνης (Reuters, ECOWIN, emu01019) (2000=100)
- Μοναδιαίο Κόστος Εργασίας στη βιομηχανία, Ελλάδα (OECD EOL, grc_ulcmq) και Ευρωζώνη (OECD EOL, euro_ulcmq).
- Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία Ελλάδας, (IFS, s17400reuzfq), Ευρωζώνη (IFS, s16300reuzfq), (2000=100), βασισμένη στο RNULC. Οι σταθμίσεις αναλογούν στον όγκο του εμπορίου με κάθε εμπορικό εταίρο.
- Δείκτης Τιμών Καταναλωτή Ελλάδας, (ECOWIN, grd11819), Ευρωζώνη (Eurostat, ECOWIN ECONOMIC, emu11900), μηνιαία στοιχεία, μετατροπή σε τριμηνιαία, 2005=100).
- Ποσοστό Ανεργίας Ελλάδας (OECD EOL, grc_unra), έως το 2000 ετήσια στοιχεία, μετατροπή σε τριμηνιαία με intrapolation, μετά OECD EOL, grc_unrq.
- Αριθμός εργαζομένων Ελλάδας, (OECD MEI, grc_emestt02_sta), ως το 1984, OECD MEI-grc_emestt02_stq μετά.
- Ιδιωτική Κατανάλωση, OECD EOL- grc_crna, ετήσια, intrapolation, από το 2000 OECD EOL, grc_crna.
- Πίστωση προς τον Ιδιωτικό Τομέα (από τις καταθετικές τράπεζες), IMF IFS-s17422d00zfq, μετατροπή σε ευρώ, από το 2001 IMF IFS-s17422d00uzwq.
- Πραγματική ετήσια αποζημίωση εργαζομένων (σύνολο οικονομίας) Ελλάδα, OECD EOL-grc_rlcta (2000=100) κ.α.
- Παραγωγικό Κενό ελληνικής οικονομίας σε ετήσια βάση, (OECD EOL), grc_gapa.
- Παραγωγικό Κενό, Ελλάδα (OECD EOL, grc_gapa).
- Πραγματική Συνολική Εγχώρια Ζήτηση, Ελλάδα, OECD EOL- grc_tddvap.
- Δημοσιονομικό έλλειμμα, έως το 1997 ifs:s17480000zfq, μετά OECD EOL-grc-nlqq.
- Πραγματική τιμή πετρελαίου, brendt, μ.ο. μηνιαίων, Bloomberg- EUCRBRDT.

Υποσημειώσεις:

- ¹ Βλ. Isard και Faruqee (1998) για περιγραφή των μεθόδων. Ακριβώς λόγω των συγκεκριμένων αδυναμιών των μεθόδων, οι ίδιοι οι συγγραφείς επισημαίνουν ότι οι εκτιμήσεις των αναγκαίων μεταβολών της πραγματικής ισοτιμίας που απορρέουν από αυτές τις μεθόδους δεν θα πρέπει να θεωρούνται ακριβείς.
- ² Η πραγματική ισοτιμία εισέρχεται στο υπόδειγμα με χρονική υστέρηση (lag) ενός τριμήνου για να υπάρχει χρόνος να επιδράσει στο ΙΤΣ. Τα αποτελέσματα με σύγχρονες μεταβλητές ήταν παρόμοια.
- ³ Οι χρονοσειρές που χρησιμοποιούνται μπορούν να θεωρηθούν μακροχρονίως (ασυμπτωτικά) στάσιμες, ωστόσο η διαθεσιμότητα των στοιχείων για το απώτερο παρελθόν είναι χαμηλή. Άλλωστε τόσο μακρές χρονοσειρές θα ενσωμάτωναν πολλές δομικές διακοπές (structural breaks) από τις μεταβολές του θεσμικού πλαισίου της εγχώριας και παγκόσμιας οικονομίας. Παρά ταύτα, η χρήση κινητών μέσων και λογαρίθμων βοηθάει δραστικά στην αποφυγή κίβδηλης παλινδρόμησης (spurious regression).
- ⁴ Εάν στο υπόδειγμα συμπεριληφθεί και η τιμή του πετρελαίου, η ελαστικότητα (που αφορά τότε το εκτός καυσίμων τμήμα του ΙΤΣ) μειώνεται στο 14,6% και τότε η αναγκαία υποτίμηση είναι μεγαλύτερη.
- ⁵ Εργαλειακές μεταβλητές οι πρώτες υστερήσεις των ανεξάρτητων. Το μέγεθος του συντελεστή στο $\ln(Bal_Sam)$ είναι συνάρτηση του απόλυτου μεγέθους της μεταβλητής, όχι ελαστικότητα. Το θετικό πρόσημο μπορεί να ερμηνευτεί ως ένδειξη χρονικής σύμπτωσης μεταξύ ανάπτυξης και καλών εξαγωγικών επιδόσεων. Αντίστροφα, η αρνητική επίπτωση που προβλέπει η υπόθεση Balassa-Samuelson, είναι προφανώς πολύ ασθενής για την Ελλάδα για να αναδειχτεί, όπως προέβλεψε η ποιοτική ανάλυση.