

# Η εξωτερική ανισορροπία της ελληνικής οικονομίας

## Αίτια, χαρακτηριστικά και σενάρια προσαρμογής

Δρ Αναστάσιος Αναστασάτος

ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ

ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ

EUROBANK EFG

### Περίληψη

*Η μελέτη διερευνά το ζήτημα των μεγάλων και χρόνιων ελλειμμάτων του ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ) και των εγγενών προβλημάτων μειωμένης ανταγωνιστικότητας και υπερκατανάλωσης Δημοσίου και ιδιωτών που αυτά αντανακλούν. Το άρθρο εκκινεί από μία ποιοτική περιγραφή των χαρακτηριστικών και των τάσεων του ελληνικού ΙΤΣ. Ακολούθως, επισκοπούνται οι θεωρητικές εξηγήσεις οι οποίες συνδέουν το εξωτερικό έλλειμμα με τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης, την αισιοδοξία νοικοκυριών και επιχειρήσεων για τις οικονομικές τους προοπτικές, την πιστωτική επέκταση, τις ακαμψίες στην αγορά εργασίας και την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Το άρθρο συνδέει τις θεωρητικές εξηγήσεις με τα ιδιοσυγκρασιακά γνωρίσματα της ελληνικής περίπτωσης. Ειδική αναφορά γίνεται στη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και τη δυνητική συνεισφορά των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων στην αντιμετώπιση του προβλήματος. Ακολούθως, ποσοτικοποιούνται, μέσω προσομοιώσεων σεναρίων προσαρμογής και οικονομετρικής ανάλυσης, οι προσαρμογές που πρέπει να συντελεστούν στην ιδιωτική κατανάλωση, το κατά μονάδα προϊόντος πραγματικό κόστος εργασίας και την πραγματική ισοτιμία, ώστε να διορθωθεί η απόκλιση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές. Τα συμπεράσματα μεταφράζονται σε προτάσεις πολιτικής.*

---

Ο συγγραφέας ευχαριστεί τους Ν. Ζόνηλο και Δ. Μαλλιάρη για τα ουσιαστικά τους σχόλια και την Δ. Γιατζίτζου για την εξαιρετική ερευνητική υποστήριξη. Οποιοδήποτε λάθος παραμένει βαρύνει αποκλειστικά τον υπογράφο. Οι απόψεις οι οποίες εκφράζονται είναι προσωπικές και δεν δεσμεύουν την Eurobank EFG.

## 1. Εισαγωγή

Μετά την υπαγωγή της Ελλάδας στον μηχανισμό στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ, η προσοχή οικονομικών αναλυτών, υπευθύνων για την άσκηση οικονομικής πολιτικής και συμμετόχων στην αγορά επικεντρώθηκε στο δημοσιονομικό πρόβλημα της χώρας. Ωστόσο, εξίσου σημαντικό πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας μεσοπρόθεσμα είναι το έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ). Τα δίδυμα ελλείμματα της ελληνικής οικονομίας, δημοσιονομικό και εξωτερικό, αλληλοσυσχετιζόμενα και αλληλοτροφοδοτούμενα, συγκεφαλαιώνουν το στρεβλό παραγωγικό πρότυπο της χώρας με τη μειωμένη ανταγωνιστικότητα και την εγγενή υπερκατανάλωση, Δημοσίου και Ιδιωτών. Η αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων μέσω της ανάταξης και του αναπροσανατολισμού του παραγωγικού δυναμικού αποτελεί βασική προϋπόθεση για την επιτυχία και του προγράμματος δημοσιονομικής εξυγίανσης. Ο μηχανισμός στήριξης, αναγνωρίζοντας αυτή την αδήριτη αναγκαιότητα, έχει θέσει τις επαυξητικές της παραγωγικότητας και της εξωστρέφειας δομικές μεταρρυθμίσεις ως βασικούς πυλώνες και όρους του Προγράμματος Σταθεροποίησης.

Η παρούσα μελέτη θέτει και επιχειρεί να διερευνήσει ορισμένα κεντρικά ερωτήματα: Ποια θεωρία προσφέρει την καταλληλότερη ερμηνευτική κλειδα της εξωτερικής ανισορροπίας, λαμβάνοντας υπόψιν τις ιδιομορφίες της ελληνικής περίπτωσης; Βάσει αυτής, πόσο επικίνδυνο είναι ένα τόσο υψηλό έλλειμμα; Πόσο και με ποιον τρόπο συνδέεται με τις διαφορές πληθωρισμού και πόσο με δομικά προβλήματα χαμηλής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας που υπερβαίνουν χρονικά το γεγονός της ένταξης στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ); Δεδομένων των μακροοικονομικών ανομοιοτήτων με άλλες μεσογειακές χώρες μέλη της ευρωζώνης στις οποίες παρουσιάστηκαν ελλείμματα, μπορεί να ανιχνευτεί μία κοινή αιτιώδης συνάφεια; Τέλος, υπάρχει χώρος για την άσκηση πολιτικής, ιδίως μέσα σε ένα περιβάλλον έντονης δημοσιονομικής προσαρμογής, και αν ναι, ποιο μείγμα πολιτικής είναι καταλληλότερο για την αντιμετώπιση του προβλήματος;

Το υπόλοιπο άρθρο δομείται ως εξής: το Τμήμα 2 επιχειρεί μία ποιοτική περιγραφή των χαρακτηριστικών και των τάσεων του ελληνικού ΙΤΣ. Το Τμήμα 3 παρέχει θεωρητικές εξηγήσεις και τις συνδέει με τα ιδιοσυγκρασιακά γνωρίσματα της ελληνικής περίπτωσης. Το Τμήμα 4 πραγματοποιεί εμπειρική αξιολόγηση της διατηρησιμότητας του ΙΤΣ και των αναγκαίων προσαρμογών. Το Τμήμα 5 συγκεφαλαιώνει και προτείνει μέτρα πολιτικής.

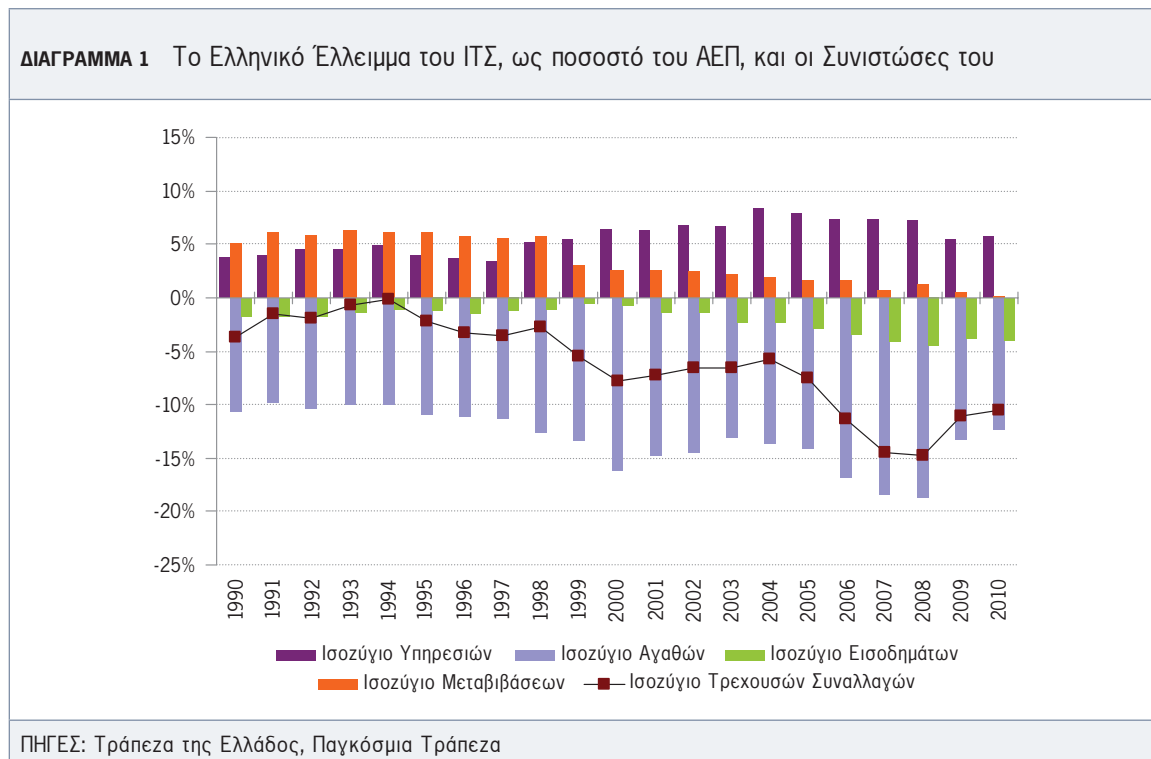
## 2. Χαρακτηριστικά και τάσεις του ελληνικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών: Μία ποιοτική ανάλυση

Το ελληνικό εξωτερικό έλλειμμα σημείωσε το 2008 το μεταπολεμικό ιστορικό υψηλό του 14,8% ως ποσοστό του ΑΕΠ και διατηρήθηκε, εν μέσω σημαντικής ύφεσης, στο 11,1% του ΑΕΠ το 2009 και στο 10,5% το 2010 ή €24 δισ. (στοιχεία ΤτΕ).<sup>1</sup> Η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων επέφερε τη συσσώρευση μεγάλου ακαθάριστου εξωτερικού χρέους, το οποίο είχε ξεπεράσει το τρίτο τρίμηνο του 2010 το 190% του ΑΕΠ (καθαρό εξωτερικό χρέος 97,3% του ΑΕΠ). Επί πολλά έτη η χώρα χρεωνόταν, δηλαδή πωλούσε το μελλοντικό της κεφάλαιο, για να χρηματοδοτήσει μία δαπάνη που ξεπερνούσε την παραγωγή της. Η διαγραμματική απεικόνιση του ελληνικού ΙΤΣ και των επιμέρους συνιστωσών του την τελευταία δεκαετία (Διάγραμμα 1) φανερώνει τη διαρκή επιδείνωση του ελλείματος του εμπορικού ισοζυγίου, το οποίο από € 4,4 δισ. το 1994 έφθασε τα €24,9 δισ. το 2007 και παρέμεινε στα €18,1 δισ. το 2009. Παρά την επιτάχυνση των εξαγωγών (7% μέση ετήσια ονομαστική αύξηση μεταξύ 2000-2008, πριν μειωθούν το 2009), οι εισαγωγές, ιδίως των αγαθών, αυξήθηκαν ακόμα ταχύτερα (7,5% μέση

<sup>1</sup> Χρησιμοποιούνται στοιχεία της Τραπέζης της Ελλάδος ως κατά κανόνα πιο επικαιροποιημένα και εγγύτερα στις προβολές του Μνημονίου. Τα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ., τα οποία αναπαράγονται και στη βάση δεδομένων AMECO της ΕC, παρουσιάζουν το εξωτερικό έλλειμμα συστηματικά μεγαλύτερο, με κορύφωσή του στα έτη 2007 και 2008 (15,7% και 16,4% του ΑΕΠ αντίστοιχως). Η διαφοροποίηση οφείλεται στις πηγές άντλησης των στοιχείων (από τις αντίστοιχες κινήσεις των τραπεζικών λογαριασμών για την ΤτΕ, από τις συναλλαγές στα τελωνεία της χώρας για την ΕΛ.ΣΤΑΤ.), καθώς και στον διαφορετικό τρόπο κατηγοριοποίησης μεταβιβάσεων και εισοδημάτων.

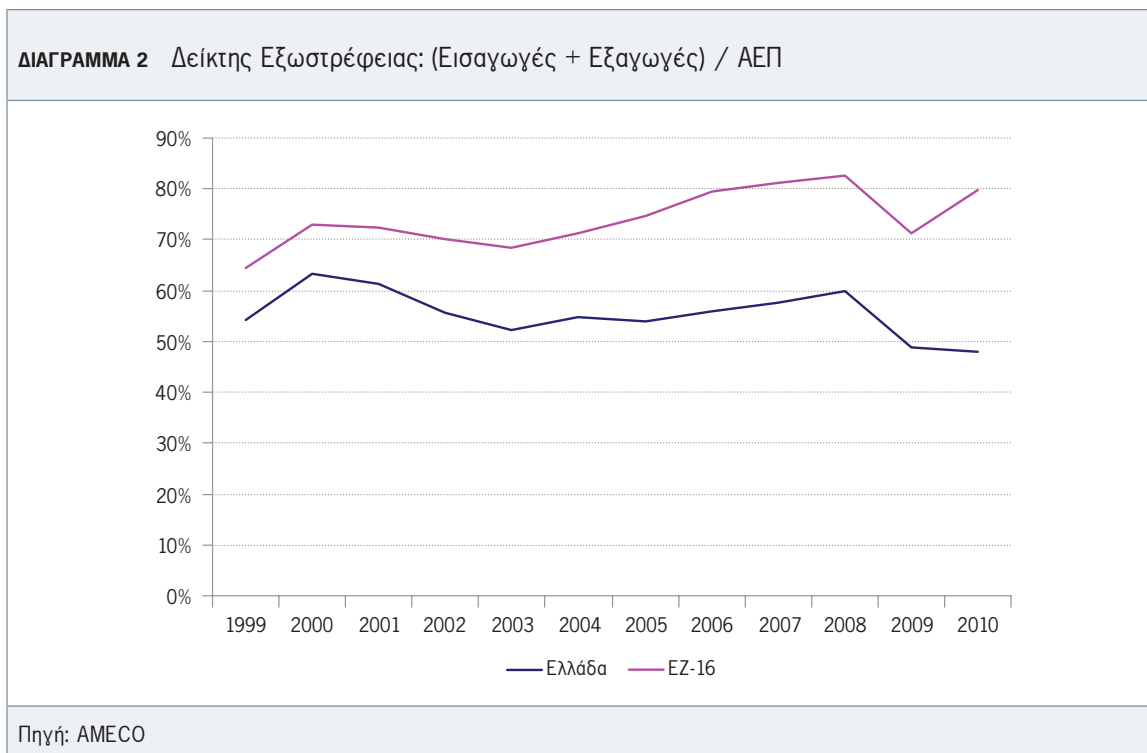
ετήσια αύξηση, 2000-2008), ούσες ήδη πολλαπλάσιες των εξαγωγών. Μία ανάλυση των εξαγωγών σε κλαδικό επίπεδο φανερώνει ότι το ισοζύγιο των υπηρεσιών κατέγραφε συνεχή βελτίωση έως και το 2008 (7,6% μέση ετήσια ονομαστική αύξηση μεταξύ 2000-2008) λόγω της αύξησης των εσόδων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία. Οι εξαγωγές αγαθών, όμως, παραμένουν επικεντρωμένες σε ένα σχετικά μικρό φάσμα αγαθών, κυρίως είδη ένδυσης, μηχανολογικό εξοπλισμό, χημικά, πετρελαιοειδή και μέταλλα. Είναι εντυπωσιακό ότι όλοι οι βιομηχανικοί κλάδοι, ακόμα και οι πλέον εξωστρεφείς, είναι καθαροί εισαγωγείς (ΕC, 2010). Η γενική τάση είναι η φθίση των παραδοσιακών εξαγωγικών κλάδων προϊόντων της ελληνικής οικονομίας (π.χ. υφάσματα, ένδυση) και η συνεχής αύξηση του μεριδίου των υπηρεσιών. Οι υπηρεσίες συνιστούσαν το 2010 άνω του 57% των συνολικών εξαγωγών, το τρίτο υψηλότερο ποσοστό μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών (μετά από Κύπρο και Λουξεμβούργο). Επιπλέον, παρουσιάζεται μία γεωγραφική μετατόπιση των αγορών-στόχων, από την ευρωζώνη (44% των εξαγωγών το 2010 από 58% το 1990) προς τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες (36% των εξαγωγών το 2010 από 17% το 1990). Εξ αυτών, οι χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης απορροφούσαν το 25% των εξαγωγών το 2010 από 6% το 1990 (στοιχεία IMF DOTS). Η υστέρηση του εξωτερικού τομέα αντανακλάται στο γεγονός ότι η Ελλάδα παραμένει και σήμερα η λιγότερο ανοιχτή από τις μικρές οικονομίες της ευρωζώνης: ο δείκτης εισαγωγών συν εξαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν το 2010 στο 48% έναντι μέσου όρου ευρωζώνης 79,7% (Διάγραμμα 2). Αντιθέτως η κατανάλωση, δημόσια και ιδιωτική, αποτελούσε το 93,4% του ΑΕΠ, έναντι μέσου όρου ευρωζώνης 79,7%.

Η επιμονή του εξωτερικού ελλείμματος σε υψηλά επίπεδα και το 2010, ενώ το ΑΕΠ συστελλόταν κατά 4,35%, εν μέρει οφείλεται σε συγκυριακούς παράγοντες και συγκεκριμένα τις πληρωμές για πλοία (€4,4 δισ.) τα οποία έκτισαν οι έλληνες εφοπλιστές κατά τα προηγούμενα έτη και την άνοδο των διεθνών τιμών του πετρελαίου.<sup>2</sup> Αντιθέτως, οι εισαγωγές εκτός πλοίων και καυσίμων μειώθηκαν κατά 12,6% σε σχέση με το 2009, απόρροια της ύφεσης, και το αντίστοιχο ισοζύγιο βελτιώθηκε κατά 19%. Εν μέρει όμως, η αργή βελτίωση του ΙΤΣ οφείλεται στο ότι η βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου αντισταθμίζεται από αρνητικές –και μονιμότερες– μεταβολές οι οποίες συντελούνται στα ισοζύγια εισοδημάτων και μεταβιβάσεων.



<sup>2</sup> Οι εισαγωγές καυσίμων (€13.6 δισ.) αυξήθηκαν κατά 27% σε αξία το 2010 εν σχέσει με το 2009 και συνιστούσαν περίπου το 30% των συνολικών εισαγωγών αγαθών, το δε ισοζύγιο καυσίμων το 36% του ΙΤΣ. Αυτό αντανακλά και το γεγονός ότι η ενεργειακή εξάρτηση της ελληνικής οικονομίας είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή των άλλων χωρών μελών της ευρωζώνης.

Η γενική τάση του Ισοζυγίου Εισοδημάτων είναι αρνητική. Το Ισοζύγιο είναι ελλειμματικό από το 1990, αλλά από το 2003 μέχρι το 2008 το έλλειμμα παρουσίασε αυξητική τάση ως ποσοστό του ΑΕΠ, φθάνοντας το 2010 τα €9,2 δισ. ή 38,4% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ. Οι λόγοι σχετίζονται με την αύξηση των πληρωμών για αμοιβές και μισθούς προς το εξωτερικό, αλλά κυρίως με την αλματώδη αύξηση των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη μετοχών, οι οποίες από €3,5 δισ. το 2003 έφθασαν τα €15,8 δισ. το 2008, με ελαφρά μείωση στα €12,6 δισ. το 2010. Παρά την τρώση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών προς τα ελληνικά ομόλογα, το μεγαλύτερο μέρος του δημόσιου χρέους (άνω του 70%) εξακολουθεί να διακρατείται από ξένους επενδυτές, με τη μείωση της συμμετοχής των ιδιωτών επενδυτών να αντισταθμίζεται εν πολλοίς από την επίσημη τριμερή χρηματοδότηση ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ των €110 δισ. και τις αγορές ελληνικού χρέους από την ΕΚΤ. Ως επακόλουθο, διευρύνθηκαν –και εξακολουθούν να διευρύνονται– οι πληρωμές τόκων προς το εξωτερικό, ιδίως λόγω του μεγέθους του δημόσιου χρέους και της ανόδου των επιτοκίων εξυπηρέτησής του. Επίσης, οι ξένοι επενδυτές εξακολουθούν να κατέχουν περίπου το ήμισυ της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών,<sup>3</sup> αν και η πτώση της κερδοφορίας των εισηγμένων εταιρειών περιορίζει τις πληρωμές κεφαλαιακών υπεραξιών και μερισμάτων.



Αρνητική εξέλιξη σημειώνεται και στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Μεταβιβάσεων, το οποίο παραδοσιακά έπαιζε μεγάλο ρόλο στην εξισορρόπηση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου. Το πλεόνασμα του Ισοζυγίου Μεταβιβάσεων άρχισε να μειώνεται ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 1998 (5,8%), για να φθάσει σε μόλις 0,1% το 2010 (στοιχεία ΤτΕ, Παγκόσμια Τράπεζα). Αυτό οφείλεται, αφενός στην αύξηση των πληρωμών της Γενικής Κυβέρνησης προς την ΕΕ ως αποτέλεσμα της αύξησης –πραγματικής ή λογιστικής– του ελληνικού ΑΕΠ, και αφετέρου στην αύξηση των εμβασμάτων προς το εξωτερικό από τους αλλοδαπούς μετανάστες που διαμένουν στην Ελλάδα. Αυτές οι εξελίξεις αναμένεται να επιταθούν τα προσεχή έτη.

Συμπερασματικά, αν και ένα τμήμα του ελλείμματος του ΙΤΣ οφείλεται σε παράγοντες της οικονομικής συγκυρίας, η επιμονή του εξωτερικού ελλείμματος σε διψήφια ποσοστά ακόμα και εν μέσω υφέσεως υποδηλώνει ότι το πρόβλημα του ελληνικού ΙΤΣ δεν είναι συγκυριακό. Ακόμα και οι παράγοντες που θεωρήθηκαν στο

<sup>3</sup> 48,6% τον Οκτώβριο του 2010, έναντι 48,4% τον Αύγουστο 2009.

παρελθόν συγκυριακοί, ιδιαίτερα η επίμονη υπερθέρμανση της ελληνικής οικονομίας επί σχεδόν μία δεκαετία μετά την είσοδο στην ΟΝΕ και η –συναρτώμενη– μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης, είναι σε σημαντικό βαθμό προϊόν δομικών ανισορροπιών. Αποδείχτηκε δε ότι δεν είναι ακίνδυνοι, όπως κάποιοι υποστήριζαν. Με την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, επειδή το κοινό νόμισμα δεν μπορούσε να γίνει αντικείμενο κερδοσκοπικών επιθέσεων άμα τη εμφανίσει ανισορροπιών στο ΙΤΣ, όπως στο παρελθόν, επικράτησε η αντίληψη ότι το ισοζύγιο δεν αποτελεί πλέον πρόβλημα και περιορισμό της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, τα διαρκή και αυξανόμενα ελλείμματα του ΙΤΣ οδήγησαν στην ταχεία συσσώρευση εξωτερικού χρέους με τις γνωστές συνέπειες.

Επιπροσθέτως, τα ισοζύγια εισοδημάτων και μεταβιβάσεων παρουσιάζουν δομική επιδείνωση. Ως συνέπεια, η εξισορρόπηση του ΙΤΣ τα προσεχή χρόνια θα απαιτήσει τη δημιουργία σημαντικών πρόσθετων πλεονασμάτων στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών προκειμένου να καλυφθούν οι προβλεπόμενες δυσμενείς εξελίξεις στα ισοζύγια μεταβιβάσεων και εισοδημάτων. Όσον αφορά το Εμπορικό Ισοζύγιο, η κρίση μπορεί να μετριάσει την εγχώρια ζήτηση και τις εισαγωγές, αλλά η βελτίωση δεν είναι ούτε αρκετά μεγάλη ούτε αναγκαστικά διατηρήσιμη και μετά το πέρας της υφέσεως. Το εμπορικό έλλειμμα σχετίζεται επικυρίως με τις δομικές, άρα μακροχρόνιες, προσδιοριστικές παραμέτρους της ανταγωνιστικότητας, οι οποίες προκαλούν υστερήσεις από την πλευρά της προσφοράς, και πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης. Αυτές θα ικνηλατηθούν στο υπόλοιπο της μελέτης.<sup>4</sup>

### 3. Γιατί η Ελλάδα συσσώρευσε εξωτερικά ελλείμματα

Ταυτοτικά, η επιδείνωση του εξωτερικού ισοζυγίου παραπέμπει στην αποσύζευξη εθνικής αποταμίευσης και επένδυσης.<sup>5</sup> Πράγματι, η Ελλάδα μεταξύ 2000-2008 χαρακτηριζόταν τόσο από αύξηση των επενδύσεων, όσο και από μείωση ιδιωτικής αποταμίευσης και σταθερά αρνητική δημόσια αποταμίευση. Η καθαρή εθνική αποταμίευση είναι αυξανόμενα αρνητική από το 2005 και μετά (- €26,8 δισ. το 2010), εξαιτίας της επέκτασης της κατανάλωσης και των δανειακών υποχρεώσεων, τόσο του κράτους, όσο και των νοικοκυριών. Αντιθέτως, η καθαρή αποταμίευση των επιχειρήσεων ήταν σταθερά θετική έως και το 2009 (κυρίως αποταμίευαν οι τράπεζες και οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις). Η αύξηση της επένδυσης (μέσος όρος 2000-2008: 21,4% του ΑΕΠ από 17% του ΑΕΠ το 1995, έναντι 21% του μ.ο. 2000-2008 στην ευρωζώνη) ασφαλώς ωφέλησε τον δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης. Ωστόσο, ένα σταθερά σημαντικό τμήμα της αφορά την άνθηση της οικοδομικής δραστηριότητας, ενώ οι επενδύσεις σε εξοπλισμό, πρόσφατα μόνο αυξήθηκαν.<sup>6</sup> Η επένδυση σε κατοικίες αντανakλά, αφενός την επέκταση της στεγαστικής πίστης, αφετέρου την υστέρηση και χαμηλή κερδοφορία των παραγωγικών επενδύσεων στις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, γεγονός που έστρεψε πολλά κεφάλαια στην αγορά ακινήτων. Ως συνέπεια, σε όλες τις μεσογειακές χώρες σημειώθηκε σωρευτική άνοδος των τιμών των κατοικιών από το 2000 που ξεπερνά το 80%, εν συγκρίσει με περίπου 12% στις χώρες του ευρωπαϊκού Βορρά.<sup>7</sup> Η ταχεία επέκταση κατανάλωσης και κτηματαγοράς αποκαλύπτει ότι η επιλογή του ελληνικού

<sup>4</sup> Σε πολύ μακροχρόνιο ορίζοντα, το ΙΤΣ θα επιβαρυνθεί και από την αναμενόμενη γήρανση του πληθυσμού, εξέλιξη η οποία θα μειώσει την παραγωγικότητα και την καθαρή αποταμίευση της οικονομίας. Αυτό το ζήτημα όμως εκφεύγει του σκοπού της παρούσας μελέτης.

<sup>5</sup> Σε μία μικρή, ανοικτή οικονομία οι υποψήφιοι επενδυτές μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματαγορές. Επομένως, το επίπεδο επένδυσης της χώρας καθορίζεται από το διεθνές επιτόκιο, το οποίο είναι εξωγενές. Συνεπώς, η διαφορά μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης καθορίζει τις καθαρές εκροές κεφαλαίου και τις καθαρές εξαγωγές. Τούτέστιν, μία μείωση στην ιδιωτική ή τη δημόσια αποταμίευση αφήνει το επίπεδο των επενδύσεων αμετάβλητο και μειώνει ισόποσα το ΙΤΣ. Ομοίως και μία αύξηση στη ζήτηση για επενδύσεις.

<sup>6</sup> Οι πολλαπλασιαστές των επενδύσεων σε κατοικίες δεν είναι αριθμητικά μικροί, γιατί η οικοδομή διαχέεται βαθιά μέσα στην οικονομία, ωστόσο οι επενδύσεις σε κατοικίες, σε αντίθεση με αυτές σε παραγωγικό εξοπλισμό, δεν ενισχύουν την παραγωγική δυναμικότητα της οικονομίας.

<sup>7</sup> Στην Ελλάδα, οι τιμές των ακινήτων στις αστικές περιοχές αυξήθηκαν μεταξύ 2000 και 2008 (οπότε και άρχισαν μία ελαφρά διόρθωση) κατά 97,4%, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΤτΕ. Αυτό το ποσοστό θα πρέπει να συγκριθεί με μία αύξηση π.χ. άνω του 250% στην Ισπανία.

μοντέλου ανάπτυξης υπήρξε ενδογενής: η διόγκωση της εγχώριας ζήτησης αντικατοπτρίζει ένα δομικό έλλειμμα εξωτερικής ανταγωνιστικότητας.

Συνάγεται ότι η αποσύζευξη επένδυσης-αποταμίευσης εν μέρει είναι θετική και αναμενόμενη και εν μέρει αντανακλά (και ανατροφοδοτείται) από τα γενικά και διαχρονικά δομικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας. Το προκύπτον έλλειμμα ανταγωνιστικότητας θα μεγεθύνεται όσο αυξάνεται η έκθεση της χώρας στο διεθνές εμπόριο. Μία προσεκτικότερη παρατήρηση του Διαγράμματος 1 όμως αποκαλύπτει ότι η συνεχής επιδείνωση του Εμπορικού Ισοζυγίου άρχισε από το 1994.<sup>8</sup> Η αναγνώριση αυτού του σημείου αφετηρίας της ανισορροπίας αναδεικνύει την επίδραση ενός πολύ σημαντικού παράγοντα: της νομισματικής πολιτικής.

Το 1994 εκκίνησε η προσπάθεια της χώρας για ένταξη στη ζώνη του ευρώ. 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 τη διατήρηση των επιτοκίων σε υψηλά επίπεδα, αφετέρου τον περιορισμό των ονομαστικών υποτιμήσεων της δραχμής. Η πολιτική αυτή, η οποία έγινε γνωστή ως «πολιτική της σκληρής δραχμής», αποσκοπούσε στο να περιοριστεί η επίδραση του εισαγόμενου πληθωρισμού και να σηματοδοτηθεί η δέσμευση των ασκούντων την οικονομική πολιτική στον στόχο της ένταξης της χώρας στην ΟΝΕ. Η αξιόπιστη αυτοδέσμευση επιτάχυνε την προσαρμογή των πληθωριστικών προσδοκιών προς τα κάτω και επομένως μείωσε το κόστος του αποπληθωρισμού.

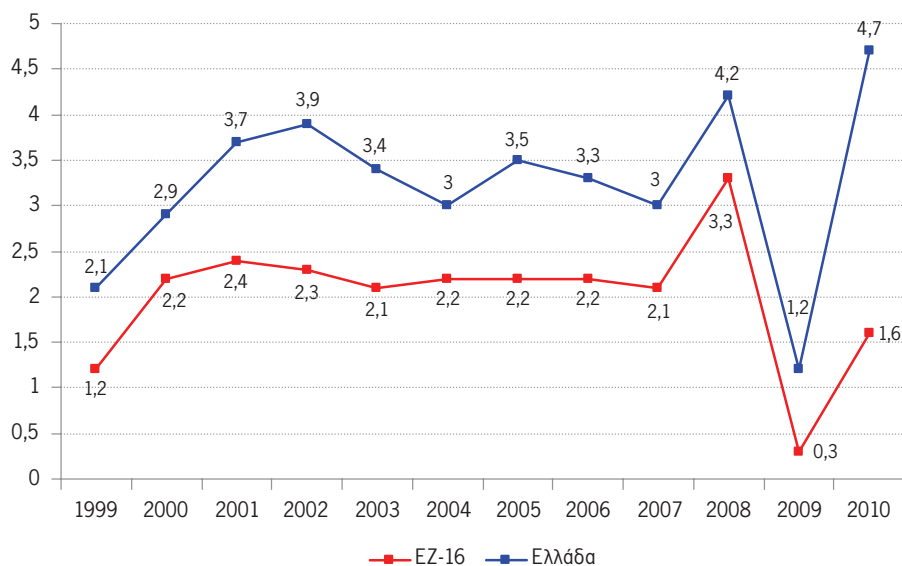
Ο αποπληθωρισμός τελικά επετεύχθη και μαζί του ο –ορισμένος ως εθνικός– στόχος της ένταξης της χώρας στην ευρωζώνη. Με ένα κόστος όμως: τη συσσώρευση πραγματικής ανατίμησης της δραχμής. Τον Μάρτιο του 1998 η Τράπεζα της Ελλάδος απεφάσισε υποτίμηση της δραχμής κατά 12,3% ως προς το ΕCU. Ωστόσο, τα υψηλά επιτόκια συνέχιζαν να προσελκύουν εισροές κεφαλαίων. Η ΤτΕ αναγκαζόταν να απορροφά την πλεονάζουσα ρευστότητα ώστε να μην αναζωπυρώνεται ο πληθωρισμός, αλλά οι ανατιμητικές πιέσεις επέμεναν. Τελικώς, η Ελλάδα εισηγήθηκε στην ΟΝΕ με μία ισοτιμία μετατροπής η οποία εκτιμάται ότι δεν ευνοούσε την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών.

Το σημαντικότερο ωστόσο ήταν ότι η οικονομία δεν είχε πραγματοποιήσει τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας οι οποίες θα αντιμετώπιζαν το δομικό πρόβλημα της επιμονής του ελληνικού πληθωρισμού. Ως αποτέλεσμα, από τη στιγμή της εισόδου στο κοινό νόμισμα, η Ελλάδα διατήρησε σταθερά θετικές διαφορές πληθωρισμού έναντι του μέσου όρου της Ζώνης, συνήθως άνω της μίας ποσοστιαίας μονάδας (Διάγραμμα 3). Οι θετικές διαφορές πληθωρισμού μεταφράστηκαν σε σημαντική πραγματική ανατίμηση έναντι των υπολοίπων μελών της ΟΝΕ.<sup>9</sup> 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.

Η διάβρωση της ελληνικής ανταγωνιστικότητας επαυξήθηκε από τη συνεχή ανατίμηση του ευρώ μετά τα πρώτα έτη της γέννησής του. Η τάση αυτή είναι αποτέλεσμα κυρίως της διαχρονικής προσήλωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στον στόχο της σταθερότητας των τιμών. Η ιδρυτική εξουσιοδότηση της ΕΚΤ θέτει ως στόχο της τη σταθερότητα των τιμών και όχι προσμετρήσεις για την οικονομική ανάπτυξη, όπως για παράδειγμα συμβαίνει με την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve). Γι αυτό τον λόγο, η ΕΚΤ θεωρείται ότι ασκεί λιγότερο επιθετικές πολιτικές μείωσης των επιτοκίων παρέμβασης ή διολίσθησης του ευρώ σε περιπτώσεις πραγματικής ή επαπειλούμενης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας.

<sup>8</sup> Μάλιστα, μετά την είσοδο στην ΟΝΕ, ακολούθησε μία περίοδος σχετικής σταθερότητας του ΙΤΣ ως ποσοστού του ΑΕΠ μέχρι το 2006, όταν και άρχισε μία νέα, ραγδαία αυτή τη φορά, επιδείνωση.

<sup>9</sup> Η πραγματική ανατίμηση έβλαψε 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.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3** Ρυθμός πληθωρισμού, Ελλάδα και ευρωζώνη

Πηγή: AMECO

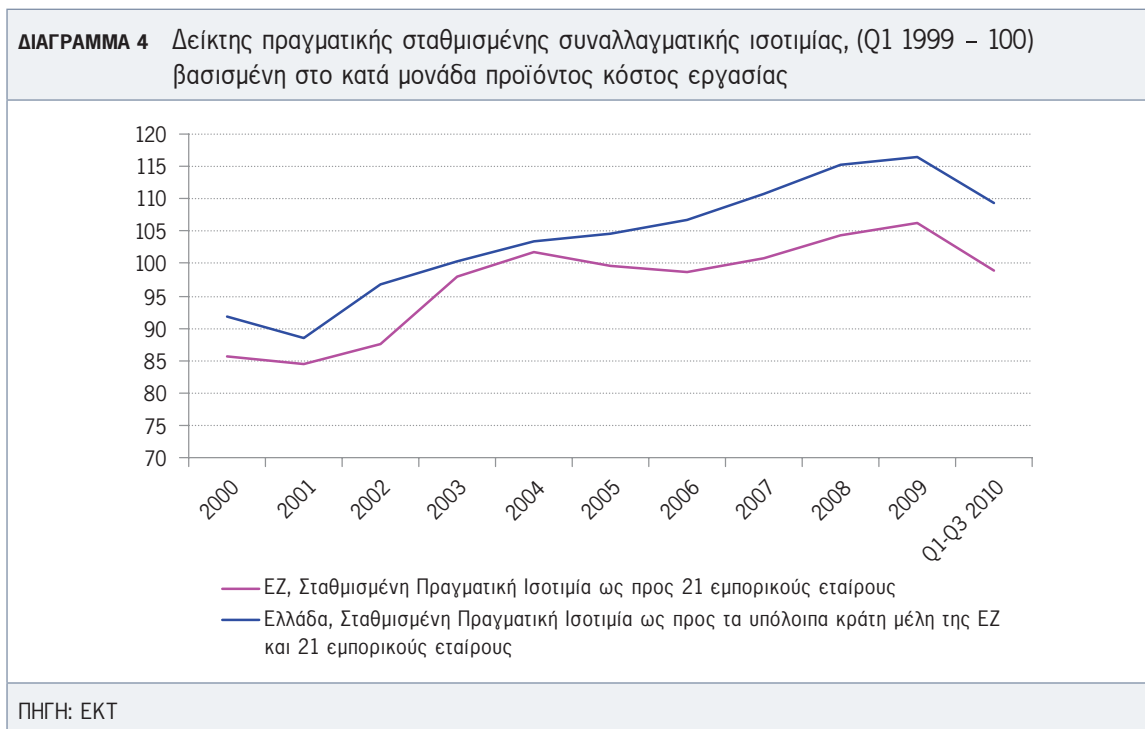
Ωστόσο, τα ελληνικά εξωτερικά ελλείμματα δεν μπορούν να αποδοθούν μονοδιάστατα στο –έως της κρίσης χρέους– ισχυρό ευρώ, καθόσον χώρες όπως η Γερμανία, το Βέλγιο ή η Ολλανδία παρουσιάζουν συστηματικά εξωτερικά πλεονάσματα. Αντιθέτως, ευμεγέθεις και επίμονες ανισορροπίες του ΙΤΣ ενέσκηψαν την τελευταία δεκαετία και σε άλλες χώρες της ΟΝΕ. Κάποιες χώρες του ευρωπαϊκού Νότου κατέγραψαν εξωτερικά ελλείμματα της τάξεως του 10% (Ισπανία) ή και 12% του ΑΕΠ (Πορτογαλία). Αυτά τα επίπεδα ελλείματος δεν μπορούν να θεωρηθούν διατηρήσιμα στο μακροχρόνιο διάστημα, με αποτέλεσμα να απειλούν πλέον τη συνοχή και ευστάθεια ολόκληρης της ΟΝΕ. Οι βαθύτερες αιτίες τους είναι τα διαρθρωτικά, διαχρονικά προβλήματα ανταγωνιστικότητας, τα οποία αντανακλώνται, μεταξύ άλλων, στις θετικές διαφορές πληθωρισμού εντός της ευρωζώνης των οικονομιών του Νότου. Το ισχυρό ευρώ διόγκωσε την προϊούσα αδυναμία τους.

Το Διάγραμμα 4 δείχνει την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία Ελλάδας και ευρωζώνης βασισμένη στο ανά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας. Αυτό σημαίνει ότι η εικονιζόμενη πραγματική ανατίμηση προκύπτει μετά την αφαίρεση της όποιας βελτίωσης της παραγωγικότητας της εργασίας. Ολόκληρη η ευρωζώνη βίωσε μία επιδείνωση της ανταγωνιστικότητάς της ως προς τις τιμές έναντι 21 βασικών εμπορικών εταίρων κατά 27,7% από το 2002 έως και το 2009, ως αποτέλεσμα της μακροχρόνιας ονομαστικής ανατίμησης του ευρώ. Η Ελλάδα όμως, την ίδια περίοδο, ανατιμήθηκε σε πραγματικούς όρους κατά 37,3%, ένεκα και της επιδείνωσης του σχετικού κόστους της έναντι και των υπόλοιπων 15 κρατών μελών της ευρωζώνης.

Αυτό συνέβη διότι η αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα εν σχέσει με τη μέση αντίστοιχη της ευρωζώνης υπεραντισταθμίστηκε από τη σχετικά μεγαλύτερη αύξηση του κατά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας.<sup>10</sup> Παράλληλα, οι ατέλειες στη λειτουργία των αγορών προϊόντων επέτρεπαν στις επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά να μετακυλύουν αυτό το υψηλότερο κόστος στις τιμές, διατηρώντας ανέπαφα ή και αυξάνοντας τα περιθώρια κέρδους τους, με επιπτώσεις όμως στις εξαγωγές

<sup>10</sup> Τα στοιχεία της AMECO, αν και χρησιμοποιούν διαφορετικούς ορισμούς από αυτά της ΕΚΤ, δείχνουν ότι η ολική παραγωγικότητα στην Ελλάδα αυξήθηκε κατά 7,8% μεταξύ 2002-2009, ενώ στην ευρωζώνη μειώθηκε κατά 1,2% στο ίδιο διάστημα. Αντιθέτως, η αύξηση του κατά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας μεταξύ 2002-2009 ήταν στην Ελλάδα 25,3%, ενώ στην ευρωζώνη 15,2%. Να σημειωθεί ωστόσο ότι η αύξηση αφορά κυρίως τον δημόσιο τομέα, τη γεωργία και δευτερευόντως τη βιομηχανία. Στις υπηρεσίες, κυρίως τον τουρισμό, η απόλυτη ανταγωνιστικότητα δεν είναι εξίσου μεγάλη, εάν η Ελλάδα συγκριθεί με τους άμεσους ανταγωνιστές της (Μαλλιαρόπουλος, 2010).

(ΕC, 2006 & 2010β).<sup>11</sup> Απόδειξη, η μείωση του μεριδίου των ελληνικών εξαγωγών που κατευθύνεται προς την ευρωζώνη, την ίδια περίοδο που το μερίδιο προς τις λοιπές ανεπτυγμένες χώρες έχει σταθεροποιηθεί. Είναι σαφές ότι αυτές οι τάσεις ήταν μη διατηρήσιμες.



### 3.1 Εξηγήσεις από τη σύγχρονη μακροοικονομική θεωρία

Μία σημαντική αιτία της μείωσης ανταγωνιστικότητας τιμών της ελληνικής οικονομίας είναι τα υψηλά δημόσια ελλείμματα και το χρέος. Η δημοσιονομική πολιτική ήταν υπερκυκλική τα προηγούμενα έτη κατά τα οποία η ελληνική οικονομία ήταν σε φάση υπερθέρμανσης. Αυτό υπονόμει τους ρυθμούς συνολικής αποταμίευσης, διόγκωνε τη συνολική ζήτηση και άρα αύξανε την αποσύζευξη αποταμίευσης-επένδυσης. Η υπερβάλλουσα ζήτηση συντελούσε και στη σταθερή συσσώρευση θετικών διαφορών πληθωρισμού εν σχέσει προς τα άλλα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Ωστόσο, ακόμα και τα έτη κατά τα οποία τα δημόσια ελλείμματα μειώνοντο ως ποσοστό του ΑΕΠ, τα ελλείμματα του ΙΤΣ συνέχιζαν να διογκώνονται. Επομένως, πρέπει να αναζητηθούν εξηγήσεις που να αφορούν και τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας.

Η βιβλιογραφία προτείνει τρεις βασικές γραμμές σκέψης. Η πρώτη αποδίδει τις εμμένουσες εξωτερικές ανισορροπίες στη σύγκλιση των κατά κεφαλήν εισοδημάτων μεταξύ πλουσιότερων και φτωχότερων κρατών. Η δεύτερη βασίζεται σε αυτή τη 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 τμήμα επιχειρεί μία κριτική παρουσίαση αυτών των θεωριών και μία αξιολόγηση της σχετικότητάς τους με την ελληνική περίπτωση, λαμβάνοντας υπόψιν τις ιδιομορφίες της ελληνικής οικονομίας.

<sup>11</sup> Τα στοιχεία για το περιθώριο κέρδους είναι ελλιπή. Μία προσέγγιση μπορεί να κατασκευαστεί από τα στοιχεία της AMECO ως ο λόγος των καθαρών εσόδων (μετά από εργατικό κόστος, φόρους και αποσβέσεις) προς τη συνολική προστιθέμενη αξία της επιχείρησης. Αυτός ο δείκτης ήταν το 2008 στο 26,8% στην Ελλάδα έναντι 7,7% στην ευρωζώνη, από 27,4% και 8,4% αντίστοιχα το 2002. Ωστόσο, ο δείκτης δεν συνοπολογίζει τη διαφοροποίηση ανά χώρα του κόστους η οποία προέρχεται από παράγοντες όπως η δημόσια διοίκηση και γραφειοκρατία, το θεσμικό περιβάλλον, οι μεταφορές, τα κέρδη των ενδιάμεσων και οι οικονομικές δομές.



Η πρώτη εξήγηση είναι γνωστή ως υπόθεση Balassa–Samuelson. Βάσει αυτής, όσο αυξάνεται η παραγωγικότητα στους κλάδους που παράγουν διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά (tradeables), οι εργαζόμενοι σε αυτούς θα 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. Οι αυξήσεις μισθών στους κλάδους αυτούς όμως πρέπει να συμβαδίζουν με τις αυξήσεις μισθών στους κλάδους εμπορευσίμων, ειδάλλως οι εργαζόμενοι θα αλλάξουν κλάδο. Ως αποτέλεσμα, όσο αναπτύσσεται μία χώρα, το γενικό επίπεδο μισθών –και άρα το γενικό επίπεδο τιμών των προϊόντων– θα αυξάνεται. Αυτό ισχύει ιδίως επειδή η σύγκλιση αυξάνει τη ζήτηση για υπηρεσίες, οι οποίες είναι κατά κόρον μη διεθνώς εμπορεύσιμες. Δεδομένου επίσης ότι η συναλλαγματική ισοτιμία ανταποκρίνεται πλήρως στις διαφορές παραγωγικότητας στους τομείς εμπορευσίμων αγαθών, θα τείνει να ανατιμάται περισσότερο από όσο δικαιολογεί η μέση παραγωγικότητα της οικονομίας. Στην περίπτωση της ευρωζώνης όπου υπάρχει κοινό νόμισμα, αυτό ισοδυναμεί με μία επιδείνωση των όρων εμπορίου με τις πλουσιότερες χώρες, δηλαδή μία πραγματική ανατίμηση.<sup>12</sup>

Στην περίπτωση της Ελλάδας, πράγματι, η περίοδος της επιδείνωσης του ΙΤΣ συμπίπτει με την περίοδο κατά την οποία ο πραγματικός ρυθμός μεγέθυνσης του ελληνικού ΑΕΠ υπερέιχε συστηματικά του αντίστοιχου μέσου της ευρωζώνης (μέσος όρος 2000-2008, 3,9% έναντι 2% αντιστοίχως). Ωστόσο, μελέτες έχουν δείξει ότι ένα μικρό μόνο ποσοστό του ελλείμματος του ΙΤΣ οφείλεται στην επίδραση Balassa–Samuelson. Για παράδειγμα, το IMF (2007) υπολόγισε 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. Ο λόγος είναι το μικρό μέγεθος του τομέα των διεθνώς εμπορευσίμων αγαθών και άρα ο περιορισμένος ρόλος του στον καθορισμό των μισθών. Αντιθέτως, κυρίαρχος είναι ο ρόλος του δημόσιου τομέα, ο οποίος όμως αποτελεί κατεξοχήν μη διεθνώς εμπορεύσιμη δραστηριότητα. Η αύξηση των δημόσιων δαπανών ως ποσοστού του ΑΕΠ, από 43,8% το 2005 σε 53,2% το 2009, συμπίπτει χρονικά με την επιδείνωση του ΙΤΣ, γεγονός που υποδηλώνει αντίστοιχη εκτόπιση του τομέα των διεθνώς εμπορευσίμων. Επίσης, η διαφορά παραγωγικότητας μεταξύ εμπορευσίμων και μη εμπορευσίμων τομέων είναι μικρή.

Η ελληνική περίπτωση όμως έχει ένα επιπρόσθετο χαρακτηριστικό: την επί σειρά ετών επέκταση της οικονομίας με ρυθμούς ταχύτερους των δυνητικών ρυθμών ανάπτυξης, δηλαδή της πραγματικής ανάπτυξης μείον του τμήματός της που οφείλεται στις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου.<sup>13</sup> Η συνεχής υπερθέρμανση επαύξησε τον πληθωρισμό και επιδείνωσε την ανταγωνιστικότητα. Η αυξανόμενη ζήτηση προσπαθούσε να ικανοποιηθεί από μία προσφορά που υστερούσε, παρότι η ανεργία παρέμενε σε υψηλό επίπεδο λόγω δομικών προβλημάτων.

Αυτό το φαινόμενο επιχειρεί να ερμηνεύσει η επόμενη προσέγγιση. Εκκινεί από το άρθρο των Blanchard και Giavazzi (2002), το οποίο είχε κινητροδοτηθεί ακριβώς από τις περιπτώσεις της Ελλάδας και της Πορτογαλίας. Χρησιμοποιώντας ένα Νεο-Κεϋνσιανό Δυναμικό Υπόδειγμα Γενικής Ισορροπίας με μικροοικονομική θεμελίωση, αναλύει το ΙΤΣ σε ένα πιο ολιστικό, δυναμικό πλαίσιο. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η συμμετοχή στην ΟΝΕ δημιούργησε προσδοκίες σύγκλισης του επιπέδου παραγωγικότητας με αυτό των περισσότερο ανεπτυγμένων χωρών και υψηλότερης μελλοντικής ανάπτυξης. 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 μεταφέρουν πόρους στην παρούσα χρονική στιγμή, δηλαδή δανείζονται, ώστε να αυξήσουν την παρούσα

<sup>12</sup> Εντός μιας Νομισματικής Ένωσης, μία πραγματική ανατίμηση προκαλεί πιο επίμονες δομικές ανισορροπίες του ΙΤΣ. Ο λόγος είναι ότι η ολοκλήρωση στις αγορές αγαθών αυξάνει τον ανταγωνισμό και την υποκαταστασιμότητα μεταξύ αγαθών που παράγονται σε διαφορετικές χώρες. Ως συνέπεια, η ζήτηση για τα αγαθά κάθε χώρας καθίσταται πιο ελαστική (Obstfeld και Rogoff, 2000).

<sup>13</sup> Η AMECO υπολογίζει τη μέση ανάπτυξη του δυνητικού προϊόντος κατά τη δεκαετία 2000-2009 σε 3,6%, αν και η μέτρηση του δυνητικού προϊόντος υπόκειται σε μεθοδολογικές διαφωνίες.

κατανάλωσή τους και να επιτύχουν τη διαχρονική εξομάλυνση της κατανάλωσής τους στα νέα –υψηλότερα– επίπεδα. Αυτό επιβαρύνει επιπλέον το ΙΤΣ δεδομένου ότι ένα τμήμα της κατανάλωσης αφορά εισαγωγές. Ο εμπειρικός έλεγχος των συγγραφέων επιβεβαίωσε ότι ούτε η επένδυση, ούτε η δημοσιονομική θέση της κυβέρνησης ήταν σημαντικές προσδιοριστικές παράμετροι των εξωτερικών ελλειμμάτων της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, γεγονός που ενισχύει το επιχειρήμα ότι αυτά ήταν αποτέλεσμα της διαχρονικής μεγιστοποίησης της ευημερίας των νοικοκυριών.

Η Νομισματική Ένωση διευκόλυνε την ανάληψη εξωτερικού χρέους, διότι κατέστησε τη χρηματοδότησή του ευχερέστερη, παρά την αύξηση της ζήτησης για δάνεια, χωρίς οι αποκλίσεις να τιμωρούνται με υψηλότερα επιτόκια. Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών, καθώς και η εξάλειψη του κινδύνου συναλλαγματικής ισοτιμίας και των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, διευκόλυναν την πρόσβαση των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών στις περισσότερο ρευστές ευρωπαϊκές αγορές.

Η αύξηση της κατανάλωσης κατέστη δυνατή, αλλά και μεγεθύνθηκε από τη μείωση των επιτοκίων δανεισμού την οποία επέφερε στις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου η συμμετοχή στην ΟΝΕ. Αφενός, το ονομαστικό επιτόκιο μειώθηκε λόγω της σταθεροποίησης του πληθωρισμού. Αφετέρου, το ασφάλιστρο κινδύνου επιτοκίου (risk premium) παρέμεινε χαμηλό, έως και το ξέσπασμα της κρίσης χρέους. Για μία δεκαετία, οι επενδυτές δάνειζαν τις χώρες τις ΟΝΕ ωσάν να είχαν όλες τον ίδιο πιστωτικό κίνδυνο, βασισμένοι και στην αξιόπιστη αντιπληθωριστική πολιτική της ΕΚΤ. Οι Fagan και Gaspar (2005, 2007) έδειξαν με προσομοιώσεις ότι η μείωση των επιτοκίων μπορεί να προκαλέσει μία ευμεγέθη αύξηση της ζήτησης και μία επιδείνωση του ΙΤΣ. Το αποτέλεσμα επαυξάνεται από την επίδραση πλούτου που επιφέρει η αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων και οι υψηλότεροι μισθοί. Ωστόσο, η αδυναμία της προσφοράς να προσαρμοστεί με τον ίδιο ρυθμό στην ταχεία αύξηση της ζήτησης υποκινεί τη μετατόπιση της εγχώριας παραγωγής προς τα μη εμπορεύσιμα διεθνώς αγαθά και την εισαγωγή των εμπορεύσιμων. Αυτό αυξάνει τον πληθωρισμό μισθών και το μοναδιαίο κόστος εργασίας ταχύτερα από τον μέσο όρο της ευρωζώνης και η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμάται, αυξάνοντας τα εξωτερικά ελλείμματα και το εξωτερικό χρέος.

Στην Ελλάδα, ο δανεισμός διευκολύνθηκε από τρεις επιπλέον παράγοντες. Πρώτον, η εκλαμβανόμενη μείωση του κινδύνου χώρας αύξησε την ελκυστικότητα των ελληνικών ομολόγων και των μετοχών στο ΧΑ και προκάλεσε εισροές κεφαλαίου.<sup>14</sup> Δεύτερον, οι ελληνικές τράπεζες δανείστηκαν από ξένες τράπεζες για τη χρηματοδότηση των εξωτερικών ελλειμμάτων και την ικανοποίηση της αυξημένης ζήτησης για παροχή δανείων. Τρίτον, τα εγχώρια κεφάλαια που ήταν διαθέσιμα προς δανεισμό αυξήθηκαν με την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος η οποία εφαρμόστηκε ως προϋπόθεση συμμετοχής στην ΟΝΕ. Η αποδέσμευση εποπτικών κεφαλαίων και η άρση των περιορισμών στη χορήγηση καταναλωτικών δανείων επέτρεψε στις ελληνικές τράπεζες να ακολουθήσουν επιθετικές πολιτικές για την αύξηση του μεριδίου αγοράς τους και να εισαγάγουν καινοτομικά χρηματοοικονομικά προϊόντα. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, ο ιδιωτικός δανεισμός έφτασε στην Ελλάδα το 2010 το 110,4% του ΑΕΠ, από 30% πριν την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος (στοιχεία ΕΚΤ και ΤτΕ αντίστοιχα).<sup>15</sup> Η παρεπόμενη μείωση της αποταμίευσης ανατροφοδότησε την ανάπτυξη ενισχύοντας τις επενδύσεις. Επέτρεψε όμως και τη διαχρονική εξομάλυνση της κατανάλωσης σε μια πολύ αισιόδοξη εκτίμηση των μελλοντικών εισοδημάτων. Ο Ζόνζηλος (2010) εκτιμά εμπειρικά ότι αυτός ήταν ο κύριος λόγος της επιδείνωσης του εμπορικού ισοζυγίου.

Οι Blanchard και Giavazzi (2002) υποστήριξαν ότι το εξωτερικό έλλειμμα δεν συνιστά απειλή διότι, στο βαθμό που η παραγωγικότητα των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών συγκλίνει με τις υπόλοιπες, το μελλοντικό εισόδημα θα αυξηθεί πράγματι και άρα θα επιτρέψει την αποπληρωμή του χρέους που σωρεύεται από την αύξηση της παρούσας κατανάλωσης. Αυτή η πεποίθηση αποδείχθηκε λανθασμένη.

<sup>14</sup> Οι προσδοκίες υψηλότερης μελλοντικής ανάπτυξης βρήκαν εμπειρική δικαιολόγηση στο γεγονός ότι έως και το 2007 οι αποδόσεις επί των επενδύσεων αυξάνονταν ταχύτερα στην Ελλάδα (14,5% αύξηση από το 2000 έναντι 6,6% μέση αύξηση στην ευρωζώνη, στοιχεία AMECO).

<sup>15</sup> Παραμένει ωστόσο χαμηλότερος από το μ.ο. της ευρωζώνης (120,2% του ΑΕΠ), επομένως ο ιδιωτικός τομέας δεν μπορεί να θεωρηθεί υπερδανεισμένος.

Η αδυναμία αυτόματης προσαρμογής ερμηνεύτηκε από την τρίτη προσέγγιση, του Blanchard (2006), με την επίκληση των ακαμψιών στους μισθούς. Όπως και στις προηγούμενες προσεγγίσεις, ο συγγραφέας περιγράφει πώς τα χαμηλότερα επιτόκια της ΟΝΕ και οι προσδοκίες για υψηλότερα μελλοντικά εισοδήματα οδήγησαν σε αύξηση της κατανάλωσης και των εξωτερικών ελλειμμάτων. Η εσωτερική ζήτηση, συνεπικουρούμενη από μία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, ώθησε τους μισθούς προς τα πάνω, καθόσον η ανεργία μειωνόταν. Η αύξηση του κόστους εργασίας έπληξε την ανταγωνιστικότητα, επιδεινώνοντας περαιτέρω το ΙΤΣ. Ενώ όμως στην Πορτογαλία η προσδοκώμενη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας δεν πραγματοποιήθηκε, οι μισθοί συνέχισαν να αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους αυτών της ΟΝΕ, αυξάνοντας και τη ζήτηση για εισαγωγές και υπονομεύοντας την ανταγωνιστικότητα. Παρομοίως και στην Ελλάδα, η παραγωγικότητα αυξήθηκε αλλά, όπως αναφέρθηκε, οι ονομαστικοί μισθοί αυξήθηκαν ακόμα ταχύτερα.

Ο Blanchard (2006) το αποδίδει αυτό 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 προς τα κάτω, οι μισθοί ανταποκρίνονται στις μεταβολές των τιμών και της ανεργίας (και το αντίστροφο) με μεγάλες χρονικές υστερήσεις ή και καθόλου. 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) εκτίμησαν ότι άνω του 60% των μισθωτών σε Ελλάδα (τότε), Ιταλία και Πορτογαλία υπόκειντο σε (προς τα κάτω) ακαμψίες του ονομαστικού μισθού. Αντίθετα, μόνο 3% των μισθωτών στην Ελλάδα προστατεύονταν από περικοπή του πραγματικού μισθού έναντι 15% στην Ιταλία και 30% στην Πορτογαλία. Στην Ελλάδα, η αποσύνδεση των μισθών από τις εξελίξεις σε τιμές και παραγωγικότητα αποτελεί μια μορφή ακαμψίας.<sup>16</sup> Ο Ζόνζηλος (2010β) δείχνει ότι η μείωση των ακαμψιών στις αγορές προϊόντων και εργασίας στον μέσο όρο της ευρωζώνης θα αύξανε τις εξαγωγές κατά 10,5%.

Η αδυναμία αυτόματης προσαρμογής της εξωτερικής ανισορροπίας συσχετίζεται με δύο ακόμη παράγοντες: α) τη μικρή διαφάνεια στη ροή των μακροοικονομικών πληροφοριών βάσει των οποίων καθορίζεται η παροχή δανείων διευρωπαϊκά, ιδίως στην περίπτωση της Ελλάδας, β) το γεγονός ότι η κοινή νομισματική πολιτική της ΕΚΤ θέτει μέσους στόχους που αφορούν όλη την ευρωζώνη και όχι την κατάσταση ενός εκάστου μέλους ξεχωριστά. Έτσι, η κατεύθυνσή της τα προηγούμενα χρόνια ήταν μάλλον επεκτατική, όταν η ελληνική οικονομία παρουσίαζε συμπτώματα υπερθέρμανσης και δεν επηρεάστηκε από το ελληνικό εξωτερικό έλλειμμα, δεδομένου ότι το εμπορικό ισοζύγιο της ευρωζώνης εν συνόλω ήταν ισοσκελισμένο.

### 3.2 Διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα

Στις εξηγήσεις που αναλύθηκαν ανωτέρω, η ανταγωνιστικότητα ταυτίζεται με το κατά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας εν σχέσει προς αυτό των ανταγωνιστών. Αυτός ο ορισμός αγνοεί σημαντικούς δομικούς παράγοντες που επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα. Στις ανεπτυγμένες 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). Αυτοί οι παράγοντες επιτρέπουν την παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών με υψηλή προστιθέμενη αξία και φήμη ποιότητας. Αυτά μπορούν να διατεθούν με όρους μονοπωλιακού ανταγωνισμού, ήτοι σε υψηλότερες τιμές από τα παρόμοια τυποποιημένα των χωρών χαμηλότερου κόστους χωρίς την απώλεια μεγάλων μεριδίων αγοράς. Η στρατηγική της ποιότητας επιτρέπει σε χώρες με υψηλό κόστος εργασίας ή και με μία συναλλαγματική ισοτιμία η οποία ανατιμάται επί μακρόν, να καταγράφουν πλεονάσματα στο ΙΤΣ. Τυπικό παράδειγμα είναι η Ελβετία. Ο Rahman (2008) υποστηρίζει ότι από τις υπό ένταξη στην ΕΕ χώρες,

<sup>16</sup> Επίσης, λόγω ελλιπούς προώθησης των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, το NAIRU παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα. Ως αποτέλεσμα, μια μικρή επιτάχυνση της δραστηριότητας μειώνει την τρέχουσα ανεργία στο όριο της διαρθρωτικής ανεργίας.

αυτές που αύξησαν σημαντικά τις εξαγωγές τους είναι όσες μετέβαλαν τη σύνθεσή των προς όφελος προϊόντων που ενσωματώνουν υψηλή τεχνολογία.

Η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να κλίνει προς τους τομείς χαμηλής ειδίκευσης (Gibson, 2010). Αντιστοίχως, εξάγει προϊόντα και υπηρεσίες χαμηλού τεχνολογικού περιεχομένου, ποιότητας και άρα χαμηλής αξίας (Felipe & Kumar, 2011). Αυτά δεν είναι πλέον ανταγωνιστικά σε όρους ελαχίστου κόστους (Γιαννίτσης, 2008) και χάνουν μερίδια αγοράς. Οι εξαγωγές προϊόντων «υψηλής τεχνολογίας» (κυρίως χημικά, ηλεκτρικές συσκευές, εξοπλισμός γραφείου και τηλεπικοινωνιών) έχουν υπερδιπλασιαστεί τα τελευταία χρόνια φθάνοντας το 10% των συνολικών εξαγωγών προϊόντων. Ωστόσο, σε μεγάλο ποσοστό αυτές οι εξαγωγές αφορούν συναρμολόγηση εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών και επανεξαγωγή τους σε χώρες των Βαλκανίων. Επειδή τα προϊόντα αυτά δεν ενσωματώνουν αρκετή εγχώρια τεχνολογία, η ελληνική προστιθέμενη αξία είναι σχετικά μικρή και η επίδραση στο ΙΤΣ περιορισμένη.<sup>17</sup> Σε πολύ χαμηλά επίπεδα παραμένουν επίσης το ενδοκλαδικό εμπόριο και οι σταυροειδείς επενδύσεις (από επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου διεθνικά).<sup>18</sup>

Μεσο-μακροπρόθεσμα, η στροφή της ελληνικής οικονομίας προς προϊόντα και υπηρεσίες με χαρακτηριστικά ποιότητας και τεχνολογικής πρωτοπορίας είναι μονόδρομος. Αφενός, η παγκόσμια ζήτηση για τέτοια προϊόντα αυξάνεται πολύ ταχύτερα από των υπολοίπων και είναι πιο ανελαστική. Αφετέρου, η διεκυστίδνα συνεχούς μείωσης του κόστους εργασίας είναι ατελέσφορη, καθόσον πάντα θα βρίσκονται αναπτυσσόμενες χώρες που θα έχουν χαμηλότερο κόστος εργασίας. Εξάλλου, η κοινωνική συνοχή και η αίσθηση ασφάλειας των εργαζομένων είναι σημαντικές προϋποθέσεις παραγωγικότητας. 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 αθρόα εισαγωγή παράνομων μεταναστών χαμηλών προσόντων, διέστρεψε την κατανομή των πόρων, καθυστέρησε τη μετάβαση και άρα υπήρξε επιβλαβής.

Μία στρατηγική για την αύξηση της εγχώριας τεχνολογίας και της προστιθέμενης αξίας των εξαγωγών οφείλει να έχει τα εξής χαρακτηριστικά. Πρώτον, ταυτοποίηση των στοιχείων τα οποία αποτελούν συγκριτικά πλεονεκτήματα για τη χώρα (κλίμα, πολιτισμός, απόθεμα ανθρώπινου κεφαλαίου, γεωγραφική θέση) και των οικονομικών δραστηριοτήτων οι οποίες θα μπορούσαν να κεφαλαιοποιήσουν αυτά τα πλεονεκτήματα. Δεύτερον, θέση προτεραιότητας. Σε μικροοικονομικό επίπεδο, βάσει ποσοτικοποίησης της καθαρής παρούσας αξίας των projects και πρόβλεψης των τάσεων στις παγκόσμιες αγορές. Σε μακροοικονομικό επίπεδο, με μέτρηση του συνολικού οφέλους για τη χώρα, συμπεριλαμβανομένων των εξωτερικών οικονομιών. Τρίτον, πρόταση και κοστολόγηση κινήτρων για την ενθάρρυνση της εξειδίκευσης σε αυτούς τους τομείς.<sup>19</sup>

Η συσσώρευση τεχνολογίας και, τελικά, η οικονομική ανάπτυξη εξαρτώνται κρίσιμα από την ποιότητα των θεσμών. Οι Acemoglu et al. (2001), μεταξύ άλλων, έχουν δείξει τη σημασία παραγόντων όπως η εφαρμογή των νόμων, το επίπεδο γραφειοκρατίας, η διαφθορά, η δομή των δικαιωμάτων στην υλική και πνευματική ιδιοκτησία και η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών. Οι διεθνείς οργανισμοί (Παγκόσμια Τράπεζα, World Economic Forum, International Institute For Management Development) μετρούν τη συνολική ανταγωνιστικότητα με δείκτες οι οποίοι συνυπολογίζουν πτυχές, όπως η φιλικότητα του οικονομικού περιβάλλοντος προς την επιχειρηματικότητα, η ποιότητα των υποδομών, της εκπαίδευσης και της

<sup>17</sup> Παρά ταύτα, η Νοτιοανατολική Ευρώπη αναπτύσσεται με ταχύτερο ρυθμό από τις ανεπτυγμένες χώρες και είναι σημαντική αγορά για την Ελλάδα.

<sup>18</sup> Παγκοσμίως, αυτά τα δύο τεκμαίρουν την αναδιάρθρωση της εξαγωγικής δομής μιας χώρας, δηλαδή τη μετατόπιση από τον ανταγωνισμό βάσει σχετικού πλεονεκτήματος (ανταγωνιστικότητα τιμής), σε στρατηγικές προσμετρήσεις και ανταγωνιστικότητα ποιότητας (non-price competitiveness).

<sup>19</sup> Τα κίνητρα μπορούν να περιλαμβάνουν τη βελτίωση του πλαισίου χρηματοδότησης για καινοτομικές δραστηριότητες οι οποίες ενέχουν υψηλότερο ρίσκο, την ενημέρωση των επιχειρηματιών για τις ευκαιρίες νέων αγορών και τα ευρωπαϊκά προγράμματα στήριξης της επιχειρηματικότητας, τη μείωση του έμμεσου κόστους έναρξης και λειτουργίας επιχειρήσεων και πιθανώς φοροελαφρύνσεις. Οι επιδοτήσεις, αντιθέτως, ιστορικά έχουν αποδειχτεί αναποτελεσματικές, καθόσον επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό, προκαλούν στρεβλώσεις στις σχετικές τιμές των προϊόντων και υπηρεσιών (άρα στροφή πόρων προς μη αποτελεσματικές δραστηριότητες) και δημιουργούν κρατικοδίαιτες επιχειρήσεις οι οποίες αδυνατούν να ανταγωνιστούν διεθνώς μετά το πέρας των επιδοτήσεων.

δημόσιας διοίκησης. Είναι χαρακτηριστικό ότι όλες οι χώρες της ΕΕ-16 με ελλείμματα του ΙΤΣ έχουν χαμηλή κατάταξη σε αυτές τις μετρήσεις, σε αντίθεση με τις πλεονασματικές χώρες. Η ιδιαίτερα χαμηλή κατάταξη της Ελλάδας<sup>20</sup> αντανακλά τα εγγενή προβλήματα της οικονομίας (δυσκαμψίες, πληθώρα διοικητικών περιορισμών) που πλήττουν τη συνολική παραγωγικότητα και τις εξαγωγικές της επιδόσεις, πέραν του ζητήματος των τιμών.<sup>21</sup> Οι Αλμπάνη, Ζόνζηλος και Μπραγουδάκης (2010) δείχνουν ότι η συνολική παραγωγικότητα συμβάλλει κατά τουλάχιστον 50% στην άνοδο του ελληνικού δυναμικού προϊόντος, πολύ περισσότερο από τις εισροές κεφαλαίου ή εργασίας καθαυτές.

Το μέγεθος του προβλήματος δίνει όμως και ένα μέτρο της βελτίωσης που χωρεί εφόσον αντιμετωπιστούν τα συμπτώματα. Είναι θετικό ότι 30% των επιχειρήσεων στην Ελλάδα εξάγει, ποσοστό μεγαλύτερο εν σχέσει με την υπόλοιπη ευρωζώνη (ΕC, 2010). Επομένως, εφόσον αρθούν τα ποικιλώνυμα εμπόδια, οι εξαγωγές μπορούν να ανακάμψουν ταχύτερα, καθόσον τα κανάλια διανομής και η γνώση των αγορών υφίστανται ήδη. Το Πρόγραμμα Προσαρμογής επιτάσσει τη μείωση του μεγέθους του δημόσιου τομέα. Αυτό αποτελεί κορυφαία διαρθρωτική μεταρρύθμιση, καθόσον ένα μεγάλο και αναποτελεσματικό κράτος εκτοπίζει τις ιδιωτικές επενδύσεις και τις εξαγωγές (crowding out), αυξάνει το κόστος δανεισμού και συμβάλλει στο εξωτερικό χρέος.<sup>22</sup> Οριζόντιες παρεμβάσεις του Προγράμματος αντιμετωπίζουν συστηματικά, για πρώτη φορά, χρόνιες παθογένειες, όπως το υψηλό σε χρόνο και χρήμα κόστος εκκίνησης επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα εμπόδια εισόδου και εξόδου επιχειρήσεων από έναν κλάδο, την εξασφάλιση ανταγωνιστικού πεδίου με ίσους όρους, τις υπερβολικά περιοριστικές διατάξεις της εργατικής νομοθεσίας, θεσμικές και γραφειοκρατικές δυσλειτουργίες, το υψηλό κόστος μεταφοράς που δυσχεραίνει τις εξαγωγές και την ανανέωση του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού των ελληνικών επιχειρήσεων.<sup>23</sup> Το πλαίσιο αυξημένου ανταγωνισμού το οποίο καθορίζει η ΟΝΕ και η ελληνική κρίση αναδεικνύουν τις διαρθρωτικές αδυναμίες με δραματικό τρόπο. Η πλήρης πλέον αδυναμία χρήσης, όχι μόνο της συναλλαγματικής αλλά και της δημοσιονομικής πολιτικής, λόγω του υψηλού χρέους, καθιστά τις διαρθρωτικές πολιτικές από την πλευρά της προσφοράς και τον αναπροσανατολισμό της ζήτησης τα κύρια εργαλεία για την αντιμετώπιση των ανισορροπιών.

### 3.3 Έλλειμμα του ΙΤΣ και άμεσες ξένες επενδύσεις

Οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (ΑΞΕ) βραχυπρόθεσμα συμβάλλουν στη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του ΙΤΣ μέσω της εισροής κεφαλαίου, αλλά μεσοπρόθεσμα το βαρύνουν με την επανεξαγωγή των κερδών τους (ενίοτε και με στρεβλή τιμολόγηση των ενδοομιλικών συναλλαγών). Επομένως, το καθαρό αποτέλεσμα στο ΙΤΣ εξαρτάται από το είδος των ΑΞΕ. Θετικό αποτέλεσμα παράγουν οι ΑΞΕ οι οποίες δημιουργούν εμπόριο (trade oriented) και συμπληρώνουν το συγκριτικό πλεονέκτημα της χώρας.<sup>24</sup> Η συνολική ευημερία ωφελείται περισσότερο αν οι ΑΞΕ ωθούν στην αναδιάρθρωση των κλάδων σε συμφωνία με ένα δυναμικό συγκριτικό πλεονέκτημα, ήτοι, στη στροφή προς προϊόντα υψηλής τεχνολογίας και άρα υψηλής προστιθέμενης αξίας.

Αυτό ουδέποτε επετεύχθη. Μεταπολεμικά, το επίπεδο των ΑΞΕ στην Ελλάδα υπήρξε ιδιαίτερα χαμηλό, αφορούσαν δε σχεδόν αποκλειστικά δραστηριότητες εκμετάλλευσης φυσικών πόρων και έντασης εργασίας

<sup>20</sup> Για παράδειγμα, ο Δείκτης Ευκολίας Διεξαγωγής Επιχειρηματικής Δραστηριότητας της Παγκόσμιας Τράπεζας για το 2010 κατατάσσει την Ελλάδα 109η μεταξύ 183 χωρών. Για να γίνει σύγκριση με άλλες χώρες που αντιμετωπίζουν εξωτερικά ελλείμματα, η Βουλγαρία είναι 44η, η Πορτογαλία 48η, η Ρουμανία 55η, η Ισπανία 62η και η Τουρκία 73η.

<sup>21</sup> Ίδε Bosworth και Κολλίντζας (2002).

<sup>22</sup> Την αναποτελεσματικότητα των δημόσιων δαπανών και, αντίστοιχα, το υψηλό διοικητικό βάρος που επιφέρει το κράτος στις επιχειρήσεις διαπιστώνει και ο Ράπανος (2008). Δια ταύτα, προτείνει την επανεξέταση της σκοπιμότητας ύπαρξης ή την αναδιάρθρωση των πολυάριθμων κρατικών φορέων.

<sup>23</sup> Οι Μυλωνάς και Παπακωνσταντίνου (2002) υποστηρίζουν την αναγκαιότητα τέτοιων μεταρρυθμίσεων στην ελληνική οικονομία.

<sup>24</sup> Οι ΑΞΕ υποκατάστασης εμπορίου μπορεί να εκτοπίζουν εγχώριες επιχειρήσεις με εξαγωγικό προσανατολισμό (Kojima και Ozawa, 1985). Ως αποτέλεσμα, οι χώρες υποδοχής εμφανίζουν μόνιμα εμπορικά ελλείμματα, εφόσον εισάγουν ακόμα και σε τομείς στους οποίους έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα.

(Κυρκιλής, 2002). Όταν το κίνητρο του χαμηλού κόστους εργασίας εξέλιπε, η Ελλάδα κατέστη ουραγός στην προσέλκυση ΑΞΕ (ως ποσοστού του ΑΕΠ) μεταξύ των ΕΕ-27. Αυτό το γεγονός αντανάκλα τις εγγενείς παθογένειες αλλά και το γεωστρατηγικό μειονέκτημα της ελληνικής αγοράς ως προς τις κεντροευρωπαϊκές. Τα τελευταία έτη, η πλειονότητα των ΑΞΕ πραγματοποιήθηκε σε τομείς χαμηλής τεχνολογίας, ιδίως στο λιανικό εμπόριο και γενικότερα σε υπηρεσίες εξυπηρέτησης της –μεγεθυνόμενης– εγχώριας αγοράς. Αυτή την τάση ευνόησαν οι ολιγοπωλιακές δομές πολλών κλάδων της ελληνικής οικονομίας.<sup>25</sup> Επίσης, η υπερτίμηση της πραγματικής ισοτιμίας δημιούργησε μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους για προϊόντα και υπηρεσίες που έχουν παραχθεί αλλού, με δεδομένο κόστος. Τέλος, οι περισσότερες ΑΞΕ αφορούσαν εξαγορές εγχώριων επιχειρήσεων και όχι δημιουργία νέων (Greenfield investment). Ως αποτέλεσμα, δεν επεκτείνεται η παραγωγική βάση της οικονομίας αλλά μόνο μεταβάλλεται η εθνικότητα της ιδιοκτησίας του κεφαλαίου.

Η προσέλκυση επιχειρήσεων σε κλάδους αιχμής προϋποθέτει ένα συνολικό σχέδιο μετασχηματισμού της χώρας σε Κέντρο Αριστείας (centre of excellence). Η δημιουργία ενός περιβάλλοντος φιλικού στις επενδύσεις και την επιχειρηματικότητα, καθώς και η βελτίωση των δομικών παραμέτρων ανταγωνιστικότητας, θα μπορούσαν να πυροδοτήσουν αυτοεκληρούμενες προσδοκίες αποτελεσματικότητας. Τούτέστιν, κινητροδοτούν τη γεωγραφική συγκέντρωση-εξειδίκευση της παραγωγής (clustering and spatial agglomeration) και, άρα, αποτελέσματα διάχυσης (spillover effects) τεχνολογίας και οργανωτικών δεξιοτήτων και στις εγχώριες επιχειρήσεις. Έτσι, οι εξωτερικές οικονομίες κλίμακος και φάσματος (τύπου Marshall) δημιουργούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στον κλάδο συνολικά παρά στη μεμονωμένη επιχείρηση (Krugman, 1991). Η ποιοτική αναβάθμιση της παραγωγικής βάσης της οικονομίας τονώνει τον ανταγωνισμό (μείωση τιμών), διευρύνει τις ευκαιρίες απασχόλησης εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού και αυξάνει την παραγωγικότητα της οικονομίας εν συνόλω. Κομβικής σημασίας είναι και η βελτίωση των υποδομών μεταφορών, ώστε να καταστεί αποτελεσματική σε όρους κόστους η παραγωγή εγχωρίως κι επανεξαγωγή στις ανεπτυγμένες χώρες.

## 4. Προσομοιώσεις σεναρίων προσαρμογής

Η κωλυσιεργία στη λήψη μέτρων ρύθμισης της ζήτησης και ενεργούς στηρίξεως των εξαγωγών ακύρωσε τη δυνατότητα μιας ήπιας προσαρμογής. Η ανάδειξη των διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας από την κρίση χρέους επέβαλε μία λογική θεραπείας σοκ. Η βαθιά ύφεση μειώνει σημαντικά τις εισαγωγές. Οι εξαγωγές, από την άλλη, ωφελούνται από την ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου, μετά τη μεγάλη διεθνή ύφεση του 2009. Για να είναι όμως αυτές οι μεταβολές διατηρήσιμες μακροχρονίως, και μετά το πέρας της υφέσεως, είναι επιτακτική ανάγκη να προωθηθούν οι ενισχυτικές της παραγωγικότητας διαρθρωτικές αλλαγές.

Η αναγκαία προσαρμογή μπορεί να προσεγγιστεί με όρους των προαναφερθεισών θεωρητικών εξηγήσεων. Πιο συγκεκριμένα, το τμήμα του ελλείμματος που προκύπτει από την επίδραση Balassa–Samuelson θα διορθωθεί αυτόματα, άμεσα από την ύφεση, και μακροπρόθεσμα από την κάμψη του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ όταν επέλθει σύγκλιση με το επίπεδο εισοδημάτων της ευρωζώνης. Η οικονομική πολιτική μπορεί όμως να επιβοηθήσει την προσαρμογή αν δώσει έμφαση στην ενίσχυση της παραγωγικότητας του τομέα των μη διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών, δηλαδή πρωτίστως των υπηρεσιών.

Η ύφεση έχει δρομολογήσει τη διόρθωση και του τμήματος του ελλείμματος που αφορά την επίδραση τύπου Blanchard και Giavazzi (2002). Η ιδιωτική κατανάλωση στην Ελλάδα παρέμεινε το 2010 ίση με το 75% του ΑΕΠ έναντι 57,7% του μ.ο. στην ευρωζώνη. Τούτέστιν, συγκρινόμενοι με τους υπόλοιπους ευρωπαίους, οι Έλληνες καταναλώνουν ωσάν το εισόδημά τους να ήταν 31,7% υψηλότερο από αυτό που πράγματι είναι. Ας υποθεθεί ότι, ως αποτέλεσμα των διαρθρωτικών αλλαγών, η Ελλάδα μετά το πέρας της υφέσεως θα επανέλθει σε ρυθμούς ανάπτυξης 1,5% υψηλότερους του μέσου όρου της ευρωζώνης. Τότε, η πραγματική σύ-

<sup>25</sup> Παγίως, οι επιχειρήσεις που διεθνοποιούνται ανήκουν σε κλάδους με ολιγοπωλιακή δομή (Knickerbocker, 1973).

γκλιση θα επιτευχθεί σε περίπου 20 έτη.<sup>26</sup> Άρα εντός 20 ετών, μαζί με τη σταθεροποίηση των επενδύσεων σε διατηρήσιμα επίπεδα, θα πρέπει η ιδιωτική κατανάλωση να μειωθεί περίπου 17 μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ, ώστε να θεωρείται διατηρήσιμη με ευρωπαϊκά δεδομένα.<sup>27</sup> Αυτό εξυπονεί πραγματικό ρυθμό μείωσης της κατανάλωσης περίπου 0,13% ετησίως για την επόμενη 20ετία ή, υποθέτοντας μέσο ετήσιο πληθωρισμό 1,5% (υπόθεση ΔΝΤ), ονομαστική αύξηση ετησίως περίπου 1,4%. Η μείωση της ροπής προς κατανάλωση θα αυξήσει τη ροπή προς αποταμίευση, ώστε να αρχίσει η αποπληρωμή –δημόσιων και ιδιωτικών– χρεών, και θα μειώσει τις εισαγωγές. Επίσης, η μείωση της εγχώριας ζήτησης μετατοπίζει σταδιακά την παραγωγή προς τους τομείς των διεθνώς εμπορευσίμων. Η πιστωτική επέκταση θα επιβραδυνθεί ώστε να φθάσει σε επίπεδο ισορροπίας, υψηλότερο μεν, αλλά συμβατό με την επιβραδυνόμενη κατανάλωση.<sup>28</sup> Ο ρόλος της οικονομικής πολιτικής είναι να εξομαλύνει τις επιπτώσεις της προσαρμογής στην κοινωνική συνοχή. Η βασική προτεραιότητα όμως είναι οι διαρθρωτικές πολιτικές οι οποίες θα επιταχύνουν τον ρυθμό οικονομικής αναπτύξεως, ώστε η προσαρμογή να επιτευχθεί με στροφή προς την ποιότητα και την καινοτομία και όχι εξ ολοκλήρου με μία επώδυνη συγκράτηση της καταναλώσεως και του μισθολογικού κόστους.

Σύμφωνα με τη λογική του Blanchard (2006), η αποδοχή εκ μέρους των εργαζομένων της συγκράτησης του κόστους εργασίας θεωρείται αναγκαία για την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας. Αυτό συμβαίνει ήδη με τη διαδικασία της εσωτερικής υποτίμησης. Η ΤτΕ (2011) υπολογίζει ότι το κατά μονάδα προϊόντος πραγματικό κόστος εργασίας έναντι της ΕΕ-16 βελτιώθηκε κατά 9% το 2010, και αναμένει ένα 5% επιπλέον το 2011. Εφόσον αυτή η τάση διατηρηθεί και το 2012,<sup>29</sup> το κατά μονάδα προϊόντος πραγματικό κόστος εργασίας έως το τέλος του 2012 θα έχει μειωθεί σχεδόν κατά το ποσοστό που χρειάζεται (10%), σύμφωνα με τους υπολογισμούς του Μαλλιάρη (2010), για να επανέλθει η Ελλάδα στα επίπεδα ανταγωνιστικότητας τα οποία είχε όταν εισήλθε στην ευρωζώνη. Η κυριότερη επιβοήθηση από την πλευρά της οικονομικής πολιτικής είναι η ρύθμιση και εποπτεία των αγορών για τη μείωση των ολιγοπωλιακών καταστάσεων και λοιπών στρεβλώσεων που εμποδίζουν την προσαρμογή της ανταγωνιστικότητας. Εάν τα κόστη της παραγωγής, εργατικά και άλλα, δεν προσαρμοστούν ταχέως, θα μεσολαβήσει μεγάλο χρονικό διάστημα υψηλής ανεργίας και, πιθανότατα, μετανάστευσης εργασίας και κεφαλαίου προς τις πιο ανταγωνιστικές χώρες, με βαρύτερες συνέπειες για τις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας.

## 4.1 Εμπειρική αποτίμηση προσαρμογής της πραγματικής ισοτιμίας

Το μέγεθος της αναγκαίας προσαρμογής εκτιμάται οικονομικά στο Παράρτημα. Με βαθμονομημένα (calibrated) σενάρια υπολογίζεται ότι, μετά την αφαίρεση συγκυριακών τμημάτων του ελλείμματος (αγορές πλοίων, άνοδος της τιμής του πετρελαίου), απομένει ένα 3,9% του ΑΕΠ κατά το οποίο πρέπει να μειωθεί το εμπορικό έλλειμμα για να καταστεί το εμπορικό ισοζύγιο διατηρήσιμο, δηλαδή να μην οδηγεί στην εκτόξευση του εξωτερικού χρέους. Η οικονομική εκτίμηση (σε συγκριτική ανάλυση με βαθμονομημένα σενάρια) δείχνει ότι 1,7 π.μ. του ΑΕΠ θα διορθωθούν αυτόματα από τη μείωση της κατανάλωσης λόγω της αντιστροφής της επίδρασης Balassa–Samuelson. Απομένουν 2,2 π.μ. του ΑΕΠ προσαρμογής του ΙΤΣ η οποία πρέπει να πραγματοποιηθεί μέσω ανταγωνιστικότητας τιμών. Η ελαστικότητα του ΙΤΣ ως προς την πραγματική ισοτιμία εκτιμάται στο 16,3%. Επομένως, θα απαιτηθεί μία πραγματική υποτίμηση της τάξης του 13,3%.

<sup>26</sup> Σε όρους Ισοδύναμης Αγοραστικής Δύναμης, το κατά κεφαλήν εισόδημα στην Ελλάδα στο τέλος του 2011 θα ισούται με το 73,5% του μέσου όρου της ευρωζώνης (προβολές AMECO).

<sup>27</sup> Μακροχρονίως, διατηρήσιμη είναι η επέκταση της κατανάλωσης που ισούται με την αύξηση της παραγωγικότητας συν την αύξηση του πληθυσμού.

<sup>28</sup> Η άνοδος των περιθωρίων επιτοκίων της Ελλάδας η οποία ακολούθησε την απώλεια επενδυτικής εμπιστοσύνης, επιτάχυνε την προσαρμογή μειώνοντας την επένδυση και τα επιτοκιακά ευαίσθητα τμήματα της κατανάλωσης.

<sup>29</sup> Αύξηση μισθών κατά το ποσοστό του μέσου πληθωρισμού της ευρωζώνης (βάσει Συλλογικής Σύμβασης Εργασίας Άνοιξης 2010), πληθωρισμός 0,5% (πρόβλεψη Προγράμματος Σταθερότητας), ετήσια αύξηση της παραγωγικότητας κατά 1,9% (η μέση ετήσια αύξηση μεταξύ 2000-2008).

Αυτή η εκτίμηση είναι κοντά στις επίσημες μετρήσεις της πραγματικής ισοτιμίας κατά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ το 2001.

Η ανάλυση των βραχυ-μεσοπρόθεσμων προσδιοριστικών παραμέτρων του ΙΤΣ έδειξε ότι η επιδείνωση του ΙΤΣ συσχετίζεται επίσης θετικά και ισχυρά με την πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα, καθώς και την αύξηση της τιμής του πετρελαίου, τα δημοσιονομικά ελλείμματα και τις ακαμψίες στην αγορά εργασίας, αν και αυτά τα ευρήματα παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευαισθησία της στατιστικής τους σημαντικότητας.

## 5. Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής για μία ομαλότερη προσαρμογή

Η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας τιμών της ελληνικής οικονομίας είναι δεδομένη αλλά βρίσκεται ήδη σε ατραπό διόρθωσης. Η αβελτηρία της οικονομικής πολιτικής την περίοδο της ταχείας αναπτύξεως να λάβει τα απαιτούμενα μέτρα, κατέληξε σε μία αναγκαστική προσαρμογή με επώδυνο τρόπο, μέσω βαθιάς ύφεσης και ανόδου της ανεργίας. Η σημαντικότερη προϋπόθεση της μακροχρόνιας ανταγωνιστικότητας της οικονομίας όμως είναι η αντιμετώπιση των διαρθρωτικών της προβλημάτων. Η αύξηση της κατανάλωσης και των εισαγωγών που ακολούθησαν την ένταξη στην ΟΝΕ, καθώς και η δομική μετάλλαξη των Ισοζυγίων Εισοδημάτων και Μεταβιβάσεων καθιστά επιτακτική την ανάγκη δραστικής αντιμετώπισης του προβλήματος. Δεδομένης της αδυναμίας –προσωρινής– μετριάσεως της απώλειας ανταγωνιστικότητας μέσω υποτιμήσεων, ο διαρθρωτικός μετασχηματισμός του μοντέλου αναπτύξεως αποτελεί και κρίσιμη προϋπόθεση επιτυχίας της προσπάθειας δημοσιονομικής σταθεροποίησης. Η συγκράτηση των δανειακών υποχρεώσεων κράτους και νοικοκυριών πρέπει να συνοδεύεται από κάμψη της κατανάλωσης, διευκόλυνση παραγωγικών εξωστρεφών εγχώριων επενδύσεων, συντονισμένη στροφή της προσφοράς προς τα διεθνώς εμπορεύσιμα και της εγχώριας ζήτησης από εισαγόμενα σε ελληνικά προϊόντα. Ειδικής μνείας χρήζει η ανάγκη μείωσης της εξάρτησης της ελληνικής οικονομίας από το πετρέλαιο και γενικότερης μεταρρύθμισης του ενεργοβόρου μοντέλου ανάπτυξης.

Οι πρόνοιες του Προγράμματος Σταθερότητας μπορούν να συμβάλλουν στην εξάλειψη της διαφοράς πληθωρισμού από το μ.ο. της ευρωζώνης με καταπολέμηση των ολιγοπωλιακών καταστάσεων και των ακαμψιών σε όλες τις αγορές. Ωστόσο, για να είναι διατηρήσιμη η ενίσχυση των εξαγωγικών επιδόσεων της οικονομίας δεν μπορεί να βασιστεί σε μισθολογικό dumping, αλλά στην εξειδίκευση σε προϊόντα και υπηρεσίες υψηλότερης τεχνολογίας –και άρα προστιθέμενης αξίας– και σε δυναμικότερα αναπτυσσόμενες αγορές. Μία τέτοια στρατηγική επιλογή απαιτεί αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας μέσω επένδυσης στην παιδεία. Θα ήταν ευκαίριο τα κονδύλια για έρευνα και τεχνολογία να μην περικοπούν. Σημαντικότερη ακόμα όμως είναι η αύξηση της αποτελεσματικότητας των ήδη διατιθέμενων χρημάτων, η σύνδεση της εκπαίδευσης και της έρευνας με τις ανάγκες της οικονομίας, η ανάπτυξη καινοτόμων μεθόδων οργάνωσης της παραγωγής, η χρήση εργαλείων έρευνας αγοράς, η αποτελεσματική ρύθμιση και υποστήριξη των αγορών από μία στιβαρή δημόσια διοίκηση, η δημιουργία ενός περιβάλλοντος φιλικού προς την εξωστρεφή επιχειρηματικότητα. Κομβική προϋπόθεση της επιτυχίας της προσπάθειας προσαρμογής είναι η πρόσπιση της υγείας του τραπεζικού συστήματος και η εμπέδωση επαρκών αλλά διατηρήσιμων ρυθμών πιστωτικής διαμεσολάβησης. Τελική προϋπόθεση είναι η δραστική αλλαγή της παραγωγικής κουλτούρας των ατόμων και των φορέων.



## Βιβλιογραφία

### Ελληνόγλωσση

- Αλμπάνη Μ., Ν. Γ. Ζόνζηλος και Ζ. Μπραγουδάκης (2010), «Εκτιμήσεις του Δυνητικού Προϊόντος Της Ελληνικής Οικονομίας με τη Μέθοδο Της Συνάρτησης Παραγωγής (Βραχυχρόνιες, Μεσοπρόθεσμες και Μακροπρόθεσμες Εκτιμήσεις)», στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών και Προτάσεις Πολιτικής, Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος.
- Αναστασάτος, Τ. (2008), «Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής, Οικονομία & Αγορές», *Eurobank Research*, Τόμος III, Τεύχος 6, Ιούνιος.
- Γιαννίτσης, Τ. (2008), «Τεχνολογία και Ανταγωνιστικότητα, στο συλλογικό τόμο Ελληνική Οικονομία: Κρίσιμα Ζητήματα Οικονομικής Πολιτικής», Έκδοση Ιστορικού Αρχείου Alpha Bank, επιμέλεια Τ. Γιαννίτση.
- Gibson, H. (2010), «Ανάπτυξη της Ελληνικής Οικονομίας Κατά Τομέα την Περίοδο 1995–2003, στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών και Προτάσεις Πολιτικής», Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος.
- Ζόνζηλος, Ν. Γ. (2010), «Παραγωγικότητα, Ανυπόμονοι Καταναλωτές και Έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών και Προτάσεις Πολιτικής», Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος.
- Ζόνζηλος, Ν. Γ. (2010β), «Οι Μακροοικονομικές Επιπτώσεις των Διαρθρωτικών Πολιτικών Ενίσχυσης του Ανταγωνισμού», ΙΟΒΕ, Ειδικές Μελέτες, Μάιος, [http://www.iobe.gr/index.asp?a\\_id=172&news\\_id=938](http://www.iobe.gr/index.asp?a_id=172&news_id=938)
- Κυρκιλής, Δ. (2002), «Άμεσες Ξένες Επενδύσεις», Εκδόσεις Κριτική.
- Μαλλιάρόπουλος, Δ. (2010), «Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ, Οικονομία & Αγορές», *Eurobank Research*, Τόμος 5, Τεύχος 4, Ιούλιος.
- Bosworth B. και Τ. Κολλίντζας (2002), «Οικονομική Ανάπτυξη στην Ελλάδα: Επιδόσεις κατά το Παρελθόν και Προοπτικές για το Μέλλον», στον συλλογικό τόμο Οικονομικές Επιδόσεις και Προοπτικές της Ελλάδος, Τράπεζα της Ελλάδος και Brookings Institution, επιμέλεια R. C. Bryant, Ν. Γκαργκάνας και Γ. Ταβλάς.
- Μυλωνάς, Π. και Γ. Παπακωνσταντίνου (2002), «Μεταρρύθμιση της αγοράς προϊόντων στην Ελλάδα: προτεραιότητες Πολιτικής και Προοπτικές», στο συλλογικό τόμο Οικονομικές Επιδόσεις και Προοπτικές της Ελλάδος, Τράπεζα της Ελλάδος και Brookings Institution, Επιμέλεια Έκδοσης R. C. Bryant, Ν. Γκαργκάνας και Γ. Ταβλάς.
- Ράπανος, Β. (2008), «Μέγεθος και Εύρος Δραστηριοτήτων Του Δημόσιου Τομέα», ΙΟΒΕ, Νοέμβριος.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2011), «Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική 2010-2011», Φεβρουάριος.

### Ξενόγλωσση

- Acemoglu, D., S. Johnson and J. A. Robinson (2001), "Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution", NBER Working Paper 8460.
- 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, pp. 147-209.
- Brissimis, S. N., G. Hondroyannis, C. Papazoglou, N. T. Tsaveas and M. A. Vasardani (2010), "Current Account Determinants and External Sustainability in Periods of Structural Change", ECB Working Paper Series No. 1243, September.
- 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.
- EC (2006), *European Economy*, No. 6/2006, p. 107.

- EC (2010), Quarterly Report on the Euro Area, Volume 9, No. 3.
- EC (2010b), European Economy, No. 1/2010, p. 69.
- Fagan G. and V. Gaspar (2005), "Adjusting to the Euro Area: Some issues inspired by the Portuguese experience", mimeo, Banco de Portugal and ECB.
- Fagan G. and V. Gaspar (2007), "Adjusting to the Euro Area", ECB Working Paper No. 716.
- Felipe, J. and U. Kumar (2011), "Do Some Countries in the Eurozone Need an Internal Devaluation? A Reassessment of What Unit Labour Costs Really Mean", VoxEU, 31 March, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6299>
- IMF (2008), "Competitiveness in the Southern Euro Area: France, Greece, Italy, Portugal, and Spain", prepared by H. Bennett, J. Escolano, S. Fabrizio, E. Gutiérrez, 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.
- Knickerbocker, F. T. (1973), "Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise", Cambridge, MA: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Kojima, K. and T. Ozawa (1985), "Towards a Theory of Industrial Restructuring and Dynamic Comparative Advantage", *Hitotsubashi Journal of Economics*, vol. 26, No. 2.
- Krugman, P. (1991), "Increasing Returns and Economic Geography", *Journal of Political Economy*, 99, 483-99.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (2000), "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?", NBER Working Paper 7777.
- Rahman, J. (2008), "Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria", IMF Working Paper WP/08/92.
- 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.
- World Bank (2006), "Doing Business".
- Smith, J. (2006), "How costly is downward nominal rigidity in the United Kingdom?", DTI Economics Paper, August & University of Warwick Working Paper.

## Παράρτημα

### Οικονομετρικό υπόδειγμα

Τρεις μεθοδολογίες χρησιμοποιούνται διεθνώς για τον υπολογισμό του ανταγωνιστικού μειονεκτήματος και του συνεπαγόμενου ελλείμματος του ΙΤΣ (IMF, 2006):

1. Προσέγγιση Μακροοικονομικής Προσαρμογής (Macroeconomic Balance): υπολογισμός της προσαρμογής της πραγματικής ισοτιμίας η οποία απαιτείται για να συγκλίνει το ΙΤΣ στο «δομικό» του επίπεδο (αυτό που είναι συνεπές με τα μεσοχρόνια θεμελιώδη μεγέθη).
2. Προσέγγιση της Πραγματικής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας Ισορροπίας (Equilibrium Real Exchange Rate): υπολογισμός της πραγματικής ισοτιμίας η οποία είναι συνεπής με τα θεμελιώδη μεγέθη (εξωτερικό χρέος, όροι εμπορίου, διαφορά παραγωγικότητας μεταξύ εμπορευσίμων και μη εμπορευσίμων).
3. Προσέγγιση της Εξωτερικής Διατηρησιμότητας (External Sustainability): υπολογισμός του επιπέδου του ΙΤΣ που σταθεροποιεί το εξωτερικό χρέος σε συγκεκριμένο ποσοστό του ΑΕΠ.

Η κύρια αδυναμία των μεθόδων έγκειται στις περιοριστικές υποθέσεις οι οποίες γίνονται προκειμένου να εκτιμηθούν τα επίπεδα ισορροπίας των μεταβλητών ενδιαφέροντος. Γι' αυτό τον λόγο, αναπτύσσουμε μία μεθοδολογία που αντλεί στοιχεία και από τις τρεις μεθόδους, προσαρμοσμένη στην ελληνική περίπτωση.

Καταρχήν, υπολογίζουμε το δομικό ισοζύγιο με βαθμονόμηση (calibration), αφαιρώντας δύο επιδράσεις εποχικού χαρακτήρα από το συνολικό εμπορικό έλλειμμα (του ισοζυγίου προϊόντων και υπηρεσιών, 7,3% του ΑΕΠ) ή το έλλειμμα του ΙΤΣ (10,5%) του 2010:

- (α) Τις αγορές πλοίων: το ισοζύγιο πλοίων ήταν περίπου ισοσκελισμένο έως το 2004, ενώ το 2010 αναλογούσε στο 15,1% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ, ήτοι 1,6% του ΑΕΠ.<sup>30</sup>
- (β) Την απόκλιση της πραγματικής μέσης τιμής του πετρελαίου για το 2010 (79,6\$ το βαρέλι Brent) από τον μέσο όρο της για όλη τη διαθέσιμη χρονοσειρά (1983-2009, \$30,84). Δηλαδή, η υπόθεση είναι ότι το Ισοζύγιο Καυσίμων θα εξακολουθήσει να είναι αρνητικό αλλά κατά το ποσοστό που δείχνει η μακροχρόνια τάση του. Το 2010 τα καύσιμα συνεισέφεραν το 35,9% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ με την πραγματική τιμή του πετρελαίου να είναι 158,2% πάνω από το μακροχρόνιο μέσο της. Επομένως, το εποχικό τμήμα είναι 22% του ελλείμματος του ΙΤΣ, ήτοι 2,3% του ΑΕΠ.

Άρα, το απομένον τμήμα του εμπορικού ελλείμματος για το 2010 ισούται με 3,4% του ΑΕΠ (7,3-1,6-2,3). Ως προς το ΙΤΣ, το απομένον τμήμα του ελλείμματος είναι 6,6% του ΑΕΠ.

Το επίπεδο του εμπορικού ελλείμματος το οποίο διασφαλίζει την Εξωτερική Διατηρησιμότητα, υπολογίζεται ως εξής: η καθαρή θέση της χώρας στο εξωτερικό (καθαρό εξωτερικό χρέος αν είναι αρνητικό), Β, εξελίσσεται διαχρονικά βάσει της συνθήκης:

$$B_{t+1} = B_t + TB_{t+1}$$

όπου  $TB_{t+1}$  το εμπορικό έλλειμμα του επόμενου έτους. Έστω με πεζά γράμματα οι λόγοι των μεταβλητών ως προς το ΑΕΠ. Η διατηρησιμότητα του εξωτερικού χρέους επιβάλλει, μακροχρονίως, να σταθεροποιηθεί το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, σε κάποιο επίπεδο αναφοράς,  $b_s$ , δηλαδή:

$$b_{t+1} = b_t = b_s.$$

<sup>30</sup> Ο χειρισμός των στοιχείων του εμπορίου για τα πετρέλαια και τα πλοία στο σύστημα εθνικών λογαριασμών δεν είναι ούτε πολύ γνωστός ούτε και σαφής. Επομένως, οι σχετικοί υπολογισμοί αποτελούν προσεγγίσεις.

Με απλές πράξεις και απλοποιήσεις, η συνθήκη διατηρησιμότητας προκύπτει ως:

$$tb_s = \frac{g}{1+g} b_s$$

όπου  $g_t$  είναι ο ρυθμός μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ.<sup>31</sup>

Όσον αφορά το καθαρό εξωτερικό χρέος το οποίο θεωρείται διατηρήσιμο, δεν υπάρχει στη βιβλιογραφία συμφωνία ως προς ένα θεωρητικώς συνεπές επίπεδο. Γίνεται λοιπόν η υπόθεση ότι στόχος είναι η σταθεροποίηση του  $b$  στο επίπεδο το οποίο ήταν προ κρίσεως (85,8% του ΑΕΠ το 2009 για την Ελλάδα). Ως προς το  $g$  στο μακροχρόνιο διάστημα, χρησιμοποιείται η υπόθεση του Μνημονίου για τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης μετά το 2020, ήτοι  $g = 4,8\%$  (3% πραγματική ανάπτυξη, 1,8% πληθωρισμός).<sup>32</sup>

Με αυτά τα δεδομένα, η συνθήκη διατηρησιμότητας επιβάλλει τη δημιουργία πλεονασμάτων 0,5 π.μ. του ΑΕΠ, δηλαδή μία διόρθωση 3,9 π.μ. του ΑΕΠ στο Εμπορικό Ισοζύγιο ή, αντιστοίχως, 7,1 π.μ. του ΑΕΠ στο ΙΤΣ. Αυτό πρέπει να επιτευχθεί με προσαρμογές της ανταγωνιστικότητας και της εσωτερικής ζήτησης.

Στο επόμενο βήμα πρέπει να υπολογιστεί η ελαστικότητα του Εμπορικού Ισοζυγίου σε μεταβολές της πραγματικής ισοτιμίας. Με βάση τη μεθοδολογία του IMF:

$$\epsilon_{\text{REER}} = \frac{X}{\text{ΑΕΠ}} \eta_x + \frac{M}{\text{ΑΕΠ}} (\eta_\mu - 1)$$

Όπου  $X$ ,  $M$  είναι οι εξαγωγές και εισαγωγές και  $\eta_x$ ,  $\eta_\mu$  είναι οι ελαστικότητες εξαγωγών και εισαγωγών αντίστοιχα ως προς την πραγματική ισοτιμία. Για το 2010,  $X = \text{€}45,5$  δισ.,  $M = \text{€}60,6$  δισ.,  $Y = \text{€}230,2$  (στοιχεία από ΤτΕ, εκτιμήσεις ΕΛ.ΣΤΑΤ.). Με τις ελαστικότητες που υπολόγισε το Multimod του IMF: ( $\eta_x = 0,71$ ,  $\eta_\mu = 0,92$ ):  $\epsilon_{\text{REER}} = 11,9\%$ . Με τις ελαστικότητες των Sideris and Zonzilos (2005), ( $\eta_x = 0,6$ ,  $\eta_\mu = 0,9$ ), για το 2010:  $\epsilon_{\text{REER}} = 9,8\%$ .

Με τις ελαστικότητες του Multimod θα απαιτείτο πραγματική υποτίμηση 32,8% για την αποκατάσταση διατηρήσιμου Εμπορικού Ισοζυγίου, ενώ με τις ελαστικότητες των Sideris and Zonzilos (2005) πραγματική υποτίμηση 39,8%. Αυτές οι εκτιμήσεις είναι υπερβολικές. Αφενός, υποθέτουν ότι ολόκληρη η προσαρμογή θα επέλθει από βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, αγνοώντας την προσαρμογή η οποία θα επέλθει αυτόματα από τη μείωση της κατανάλωσης ως αποτέλεσμα της επίδρασης Balassa-Samuelson. Αφετέρου, παραβλέπουν ότι η δημοσιονομική προσαρμογή θα επιφέρει μία σταδιακή αλλά μόνιμη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και ένα νέο steady state του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ως αποτέλεσμα, τα τοκοχρεολύσια θα μειωθούν καθώς το δημόσιο χρέος θα συγκλίνει στη νέα ισορροπία και η εθνική αποταμίευση θα ενισχυθεί μέσω της μείωσης της εσωτερικής ζήτησης.

Εναλλακτικά, για μία συνολική αποτίμηση, αναπτύσσουμε μία οικονομετρική εκτίμηση της μακροχρόνιας ελαστικότητας του ΙΤΣ/ΑΕΠ ως προς μεταβολές των προβλεπόμενων από τη θεωρία προσδιοριστικών του παραμέτρων, ήτοι: 1) της πραγματικής ισοτιμίας (βασισμένη στο ονομαστικό Μοναδιαίο Κόστος Εργασίας) ως προς τους 24 βασικότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδας, REER, 2) για τη μέτρηση των επιδράσεων τύπου Balassa-Samuelson, του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας ως ποσοστού του αντίστοιχου της ευρωζώνης, Bal\_Sam, 3) των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα ως ποσοστού του ΑΕΠ, 4) της πραγματικής τιμής του πετρελαίου, 5) των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, και 6) της ακαμψίας μισθών, η οποία προσεγγίζεται (Smith, 2006) από το γινόμενο πληθωρισμού και ανεργίας (υψηλότερος πληθωρισμός συνεπάγεται μεγαλύτερη επίδραση της ανεργίας στους μισθούς).

<sup>31</sup> Με παρόμοιο τρόπο υπολογίζεται πως εάν εξεταστεί το ΙΤΣ, η συνθήκη διατηρησιμότητας δίνεται από το:  $ca_t = \frac{g-r}{1+g} b_t$ , όπου  $r$  είναι το ονομαστικό επιτόκιο (ίδιο για απαιτήσεις και υποχρεώσεις για λόγους απλούστευσης). Οι διαφορές που προκύπτουν από την ονομαστική ισοτιμία δεν θα έχουν μεγάλη επίπτωση, δεδομένου ότι σχεδόν όλο το ελληνικό εξωτερικό χρέος είναι εκφρασμένο σε ευρώ.

<sup>32</sup> Σε ενωρίτερα έτη θα πραγματοποιούνται ακόμα προσαρμογές.

Εκτιμάται ένα γραμμικό-λογαριθμικό υπόδειγμα (lin-log model) ώστε οι εκτιμώμενοι συντελεστές να είναι ελαστικότητα. <sup>33</sup> Χρησιμοποιούνται τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1980-2010. Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων ενδογένειας των επεξηγηματικών μεταβλητών τα οποία χαρακτηρίζουν τις ανηγμένες μορφές εκτίμησης, χρησιμοποιείται Εκτίμηση Ελάχιστων Τετραγώνων σε 2 Στάδια (2-stages least squares-TSLS) με εργαλειακές μεταβλητές (Instrumental Variables) την πρώτη χρονική υστέρηση κάθε μεταβλητής (δεύτερη για την RER).<sup>34</sup>

Τα αποτελέσματα ήταν εν γένει σύμφωνα με τις προβλέψεις της θεωρίας και συνοψίζονται στο Τμήμα 4.<sup>35</sup> Ωστόσο, η πολυσυγγραμμικότητα μεταξύ των συναφών ανεξάρτητων μεταβλητών και η μέτρια ποιότητα των πρωτογενών στοιχείων μειώνει τη στατιστική σημαντικότητα. Ως εκ τούτου, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα ενός πιο φειδωλού υποδείματος το οποίο επικεντρώνει στις δύο πιο σημαντικές μεταβλητές, την πραγματική ισοτιμία και την επίδραση Balassa-Samuelson [τυπικά σφάλματα σε παρενθέσεις, το (\*) υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%]:

$$CA/GDP = 0,924 - 0,163 \ln(REER) * - 0,389 (Bal\_Sam)^*$$

(0,16) (0,038) (0,097)

Model test F(prob) = 32,13 (.00)

Με βάση τις προβλέψεις της AMECO, το 2012 το κατά κεφαλήν εισόδημα της Ελλάδας σε όρους Ισοδύναμης Αγοραστικής Δύναμης θα είναι το 73,2% του αντίστοιχου της ευρωζώνης, έναντι 77,6% το 2010. Με ελαστικότητα της επίδρασης Balassa-Samuelson 38,9%, αυτό θα μειώσει το εμπορικό έλλειμμα κατά 1,72 π.μ. του ΑΕΠ. Επομένως απομένει εμπορικό έλλειμμα 2,2 π.μ. του ΑΕΠ που πρέπει να διορθωθεί με εσωτερική υποτίμηση. Με την εκτιμημένη ελαστικότητα του 16,3%, αυτό καθιστά αναγκαία μία πραγματική υποτίμηση 13,3%.<sup>36</sup>

#### ΠΗΓΕΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ:

Δημοσιονομικό έλλειμμα: σειρά oecd:grc\_nlgqa (ετήσια στοιχεία έως το 1999).

Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών: σειρά oecd:grc\_cbgdpra (έως το 1987 ετήσια στοιχεία), σειρά oecd:grc\_bpbltt01\_nccua εφεξής.

Ονομαστικό ΑΕΠ: σειρά oecd:grc\_gdprq.

Πιστώσεις προς τον Ιδιωτικό Τομέα: σειρά ifs:s17422d00zfq έως το 2000 με μετατροπή σε ευρώ και για τα επόμενα έτη σειρά ifs:s17422d0uzwq.

Πληθωρισμός: σειρά oecd:grc\_criq, 4είς διαφορές τριμηνιαίων στοιχείων για την εξάλειψη της εποχικότητας (2000=100).

Ποσοστό Ανεργίας: σειρά oecd:grc\_unrtsutt\_stq.

Πραγματική τιμή πετρελαίου brendt: σειρά econwin:com20020, μέσος όρος μηνιαίων στοιχείων.

Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία από EC (1999=100).

Πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ Ελλάδας (σειρά worldbank: grc\_m1126657950) και ευρωζώνης (σειρά worldbank: emu\_m1126657950), ετήσια στοιχεία, μετατροπή σε τριμηνιαία με γραμμικό interpolation, 2000=100.

<sup>33</sup> 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.

<sup>34</sup> Μέθοδος των Cochrane-Orcutt για την αντιμετώπιση της αυτοσυσχέτισης, μήτρα συνδιακύμανσης του White για τυπικά σφάλματα ανθεκτικά στην ετεροσκεδαστικότητα, έλεγχοι CUSUM και CUSUMSQ της διαχρονικής σταθερότητας των εκτιμώμενων συντελεστών. Παρότι οι χρονοσειρές που χρησιμοποιούνται είναι μακρές και ενσωματώνουν πολλές δομικές διακοπές (structural breaks), μπορούν να θεωρηθούν μακροχρονίως (ασυμπτωτικά) στάσιμες.

<sup>35</sup> Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν και επικαιροποιούν παλαιότερες εκτιμήσεις (Αναστασάτος, 2008). Σε ποιοτικά συγκρίσιμα αποτελέσματα είχαν κατόπιν καταλήξει και οι Brissimis et al., (2010).

<sup>36</sup> Για να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα ολόκληρου του ΙΤΣ, τα Ισοζύγια Εισοδημάτων και Μεταβιβάσεων θα πρέπει να προσαρμόζονται κατά τρόπο αναλογικό με το Εμπορικό Ισοζύγιο.

