



ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Μηνιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Μηνιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

Εκδότης:

**ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ**

Σύμβουλοι έκδοσης:

Νικόλαος Φίλιππας, Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς, Πρόεδρος Δ.Σ. και Επιστημονικός Διευθυντής ΚΕΠΕ,
Γεώργιος Λελεδάκης, Μέλος Δ.Σ. ΚΕΠΕ, Επ. Καθηγητής Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

Συντακτική ομάδα:

Αικατερίνη Τσούμα (Υπεύθυνη έκδοσης)
Πρόδρομος Βλάμης
Σωτήρης Παπαϊωάννου
Γεωργία Σκίντζη
Αθανάσιος Χύμης

Διοικητική υποστήριξη -

Πληροφορίες:

Χρήστος Ελευθεριάδης
Τηλ. 210 3676359
Email: greekconomy@kepe.gr

Γλωσσική επιμέλεια-Διορθώσεις:

Ελένη Σουλτανάκη

Παραγωγή ηλεκτρονικής έκδοσης:

Ι. ΓΑΪΤΑΝΗΣ-Κ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ Ο.Ε.

Copyright 2015

**ΚΕΝΤΡΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ**

Αμερικής 11, Αθήνα, 106 72,

Τηλ.: +30-210-3676.300, 210-3676.359

Fax: +30-210-3630.122, 210-3611.136

Το περιοδικό **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ** αναρτάται στον δικτυακό τόπο <http://www.kepe.gr/greekconomy.htm>

Οι γνώμες και κρίσεις που διατυπώνονται στα άρθρα είναι των συγγραφέων και δεν αντιπροσωπεύουν αναγκαία γνώμες ή κρίσεις του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών.



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Μηνιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

№ 13 • ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2015

EDITORIAL 4

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΩΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ 5

Αθανάσιος Χαρέμης

ΕΙΝΑΙ Ο ΧΡΥΣΟΣ Η ΚΑΛΥΤΕΡΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ
ΠΡΟΤΑΣΗ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΚΡΙΣΕΩΝ; 15

Δημήτριος Γουνόπουλος

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ
ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ 28

Σωτήρης Παπαϊωάννου

ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ
ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ 33

Αθανάσιος Χύμης

Στις αρχές του 2015 και καθώς η χώρα διανύει μια ιδιαίτερα κρίσιμη εκλογική περίοδο, επικρατούν συνθήκες αναμονής και αβεβαιότητας αναφορικά με την πορεία που θα χαραχτεί την επομένη της διεξαγωγής των βουλευτικών εκλογών. Συνεπώς, η συνέχιση και τυχόν ενίσχυση εντός του 2015 των πρώτων θετικών ενδείξεων που χαρακτήρισαν ορισμένους τομείς της ελληνικής οικονομίας κατά το 2014 θα εξαρτηθεί από τις πολιτικές και οικονομικές αποφάσεις που θα ληφθούν μετά το σχηματισμό της νέας κυβέρνησης της χώρας.

Με άλλα λόγια, ασαφής παραμένει στην παρούσα συγκυρία η βασική κατεύθυνση της οικονομικής πολιτικής που θα ακολουθηθεί και αφορά είτε στη συνέχιση της δημοσιονομικής εξυγίανσης και τις δημόσιες πολιτικές, είτε στο παραγωγικό μοντέλο που θα επιλεγεί ή στην προώθηση των αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την οριστική εξάλειψη των υφιστάμενων στρεβλώσεων και ανισορροπιών και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας. Ως αποτέλεσμα, είναι αναπόφευκτο η ασάφεια και αβεβαιότητα που επικρατούν να επηρεάσουν για κάποιο χρονικό διάστημα τις επενδυτικές προθέσεις και αποφάσεις, τη δραστηριότητα σε διάφορους κλάδους της οικονομίας αλλά και την πορεία συνολικών οικονομικών μεγεθών.

Στη βάση των ως άνω θεωρήσεων, το παρόν τεύχος της *Ελληνικής Οικονομίας* παρουσιάζει αρχικά, ως είθισται, τις πλέον πρόσφατες εξελίξεις στο διεθνές και εγχώριο περιβάλλον, καλύπτοντας ένα ιδιαίτερα ευρύ φάσμα οικονομικών παραμέτρων. Στη συνέχεια φιλοξενεί τρία άρθρα. Το πρώτο άρθρο εξετάζει κατά πόσο ο χρυσός αποτελεί την καλύτερη επενδυτική πρόταση σε περιόδους κρίσεως. Ειδικότερα, αναλύεται εάν ο χρυσός ως επενδυτική πρόταση υπερτερεί συγκριτικά με άλλα πολύτιμα και επενδυτικά μέταλλα, και ιδιαίτερα ως προς τα βιομηχανικά μέταλλα. Παράλληλα, διερευνάται ο αντισταθμιστικός ρόλος των μετάλλων σε περιπτώσεις μιας απρόσμενης ομολογιακής κρίσης. Το δεύτερο άρθρο εστιάζει στο ρόλο της δημοσιονομικής πολιτικής στην οικονομική ανάπτυξη. Ειδικότερα, επιχειρεί να ποσοτικοποιήσει τις επιπτώσεις της δημοσιονομικής πολιτικής στο ΑΕΠ υπολογίζοντας τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές μέσα από την εκτίμηση ενός οικονομετρικού υποδείγματος. Τα αποτελέσματα παρέχουν ενδείξεις αναφορικά με το μείγμα της δημοσιονομικής πολιτικής που δύναται να ενισχύει την ανάπτυξη διατηρώντας τη δημοσιονομική ισορροπία. Το τρίτο άρθρο διερευνά το ρόλο της ανταγωνιστικότητας στην ανάπτυξη. Ξεκινώντας με μια γενική αναφορά στην έννοια της ανταγωνιστικότητας, ερμηνεύεται η σχέση μεταξύ ανταγωνιστικότητας και οικονομικής ευημερίας, πραγματοποιείται η σύνδεση μεταξύ ανταγωνιστικότητας και άμεσων ξένων επενδύσεων και αναλύονται οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα.

Αικατερίνη Τσούμα
Ερευνήτρια ΚΕΠΕ

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ

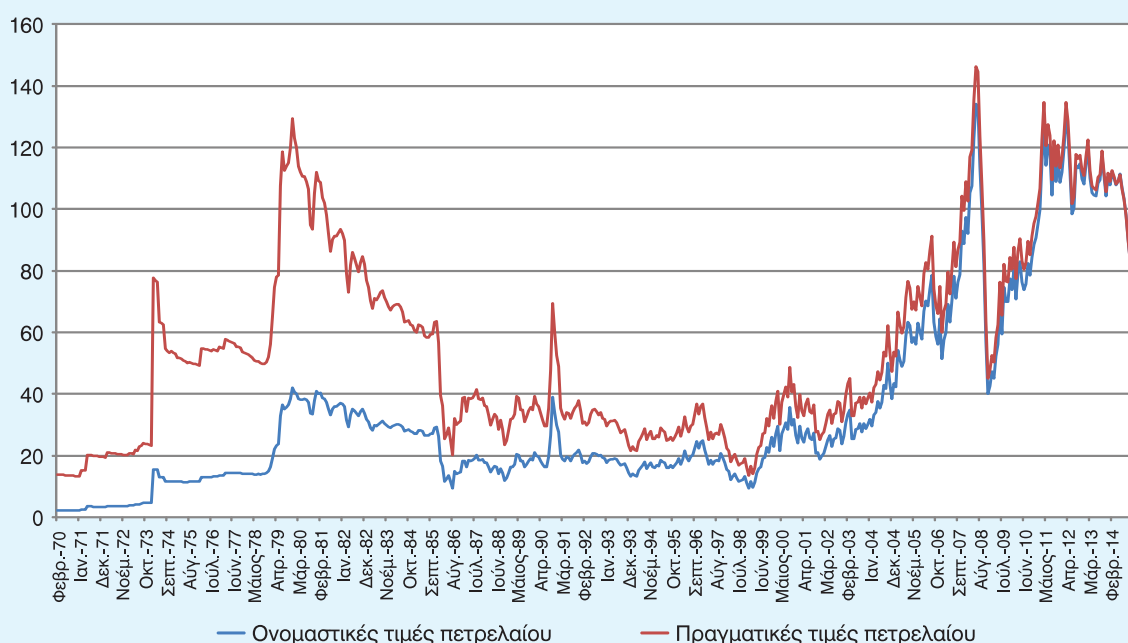
Αθανάσιος Χαρέμης, Βοηθός Έρευνας ΚΕΠΕ, υποψήφιος διδάκτωρ Πανεπιστημίου Πειραιώς

Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

- Με τον ερχομό του 2015, η τρέχουσα συγκυρία έχει να προσφέρει περισσότερες προκλήσεις για το νέο έτος. Αρχικά, σύμφωνα με όσα σημειώνονται σε εκθέσεις διεθνών οργανισμών όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και ο ΟΟΣΑ, οι προβλέψεις για την παγκόσμια οικονομία παραμένουν συγκρατημένες, με την αβεβαιότητα και σημαντικούς κινδύνους να ελλοχεύουν. Οι ρυθμοί ανάπτυξης αναμένεται να ανέλθουν σε 3,5% το 2015 (κατά 0,3% χαμηλότερα από την προηγούμενη εκτίμηση) και 3,7% το 2016. Οι προτάσεις πολιτικής που διαμορφώνονται συγκλίνουν στην υιοθέτηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τη χρήση των εργαλείων νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής για την ισχυροποίηση των ρυθμών ανάπτυξης. Εντούτοις, προβληματισμό προκαλεί η ενδεχόμενη απροθυμία κυβερνήσεων για προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.
- Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα, ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας εκτιμάται να ανέλθει στο 3% για το 2015, έναντι 3,4% της προηγούμενης πρόβλεψης. Επιπλέον, για το 2016 προβλέπεται ρυθμός ανάπτυξης 3,3% (έναντι 3,5%) και το 2017 προβλέπεται στο 3,2%.
- Η ανάπτυξη φαίνεται να ισχυροποιείται σε ορισμένες περιοχές, όπως για παράδειγμα τις ΗΠΑ, ενώ παραμένει εύθραυστη σε άλλες, όπως η Ευρώπη και η Ιαπωνία. Στις ΗΠΑ, ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα ξεπεράσει το 3% και αναμένεται αύξηση των επιτοκίων εντός του 2015. Στην Ευρωζώνη, ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται στο 1,1% το 2015 και στο 1,7% το 2016. Εντούτοις στο προσκήνιο πλέον βρίσκονται οι πολιτικές εξελίξεις στην Ελλάδα, εν όψει των βουλευτικών εκλογών, αλλά και οι εκλογικές αναμετρήσεις που θα διεξαχθούν εντός του 2015, στο Ηνωμένο Βασίλειο και την Ισπανία.
- Την ίδια στιγμή, το ενδιαφέρον επικεντρώνεται και στη στάση που θα τηρήσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, δεδομένου ότι ο ετήσιος πληθωρισμός στην Ευρωζώνη, για τον μήνα Δεκέμβριο διαμορφώνεται στο -0,2%, έναντι +0,3% τον Νοέμβριο. Ευνοϊκά για την οικονομία της Ευρωζώνης και τις εξαγωγές αναμένεται να λειτουργήσει η υποχώρηση του ευρώ, σε χαμηλά 9ετίας. Από την άλλη πλευρά, η αποδυνάμωση του ευρώ φαίνεται να συνδέεται, εκτός των άλλων, και με την αποδυνάμωση της εμπιστοσύνης από την πλευρά των διεθνών επενδυτών, λόγω της αδυναμίας ταχείας λήψης αποφάσεων για την αντιμετώπιση της κρίσης και την αύξηση της αβεβαιότητας.
- Όσον αφορά τις μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες, το 2014 έκλεισε με μια σειρά αβεβαιοτήτων. Η λήξη του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της Fed έπληξε τις αναδυόμενες αγορές, οι οποίες όμως ευνοούνται από τη ραγδαία πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, δεδομένου ότι μειώνεται σημαντικά το κόστος της ενέργειας, που ενισχύει την ανταγωνιστικότητά τους και αναμένεται να δώσει νέα δυναμική στις εξαγωγές τους. Παράλληλα, όπως διαπιστώνεται, παραμένουν σημαντικοί γεωπολιτικοί κίνδυνοι στις χώρες της Μέσης Ανατολής και την Ουκρανία, οι οποίοι εγείρουν ανησυχίες σε διεθνές επίπεδο, μετά και τα πρόσφατα γεγονότα στη Γαλλία.

- Οι τιμές του πετρελαίου έχουν σημειώσει σημαντική υποχώρηση και πιο συγκεκριμένα περίπου κατά 50% από τον Ιούνιο και κατά 40% από τον Σεπτέμβριο (Διάγραμμα 1). Η πτώση αυτή επηρεάζει άπαντες: παραγωγούς, εξαγωγείς, κράτη και καταναλωτές. Σύμφωνα με ανάλυση στο blog του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου¹ των R. Arezki και O. Blanchard, η μείωση των τιμών του πετρελαίου αναμένεται να οδηγήσει σε τόνωση της παγκόσμιας οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, λόγω της μείωσης των τιμών του πετρελαίου εκτιμάται η ενίσχυση του παγκόσμιου ΑΕΠ σε ένα εύρος μεταξύ του 0,3% και 0,7%, για το 2015. Σύμφωνα με την ανάλυση, οι χώρες εισαγωγείς αναμένεται να επωφεληθούν από την ενίσχυση των εισοδημάτων των νοικοκυριών, το χαμηλότερο κόστος παραγωγής και τη βελτίωση των εμπορικών ισοζυγίων τους. Επίσης, επισημαίνεται ότι οι κίνδυνοι για την παγκόσμια χρηματοπιστωτική σταθερότητα, λόγω της πτώσης των τιμών του πετρελαίου, παραμένουν περιορισμένοι, για ορισμένες μόνο χώρες, όπως η Ρωσία, η Βενεζουέλα και η Νιγηρία.

Διάγραμμα 1
Η εξέλιξη των ονομαστικών και πραγματικών τιμών του πετρελαίου (1970-9/1/2015)



Πηγή: Thomson Reuters Datastream, ημερομηνία αναφοράς 9 Ιανουαρίου 2015.

- Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της Ρωσίας, σε BBB- από BBB, δηλαδή, μόλις μια βαθμίδα πάνω από την επενδυτική κατηγορία “junk”. Η ρωσική οικονομία πλήττεται σημαντικά από τη ραγδαία πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, την υποτίμηση του ρουβλίου, την αύξηση των επιτοκίων και την άνοδο του πληθωρισμού. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD) εκτιμά ότι το ΑΕΠ της Ρωσίας θα συρρικνωθεί κατά 4,8%, ενώ η Παγκόσμια Τράπεζα εκτιμά κατά 2,9%. Ταυτόχρονα, οι εκροές ξένων κεφαλαίων από τη Ρωσία ανήλθαν το 2014 σε \$151,5 δις., ξεπερνώντας τις εκροές του 2008, με το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Επιπλέον, οι κυρώσεις που έχουν επιβληθεί οδήγησαν σε τμηματικό αποκλεισμό της Ρωσίας από τις διεθνείς αγορές, γε-

1. R. Arezki και O. Blanchard, “Seven Questions About the Recent Oil Price Slump”, iMFDirect, 22 Δεκεμβρίου 2014.

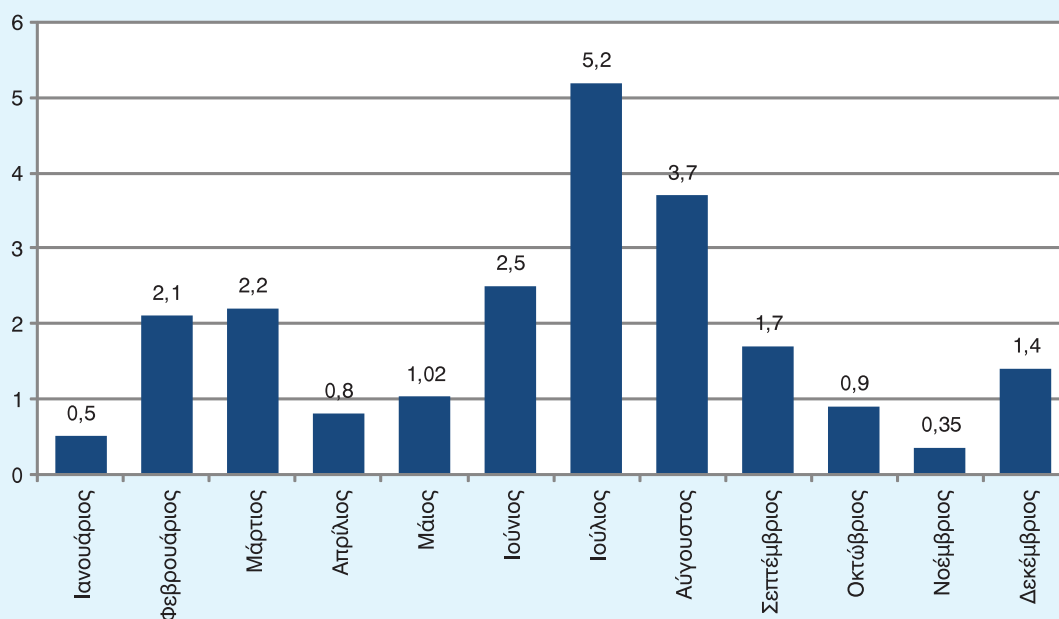
γονός που επηρεάζει σημαντικά το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, χωρίς να εκτιμάται αυξημένος κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης.

- Σύμφωνα με την έκθεση του ΟΟΣΑ με τίτλο: “OECD Revenue Statistics 2014”, το 2013, η φορολογική επιβάρυνση αυξήθηκε σε 21 από τις 30 χώρες του ΟΟΣΑ. Οι μεγαλύτερες αυξήσεις στη φορολογική επιβάρυνση παρατηρήθηκαν το 2013 στην Πορτογαλία, την Τουρκία, τη Σλοβακία, τη Δανία και τη Φινλανδία, ενώ οι μεγαλύτερες μειώσεις καταγράφηκαν στη Νορβηγία, τη Χιλή και τη Νέα Ζηλανδία. Επίσης, σύμφωνα με την έκθεση, η Δανία είχε τον υψηλότερο δείκτη φόρων ως ποσοστό του ΑΕΠ μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ το 2013 (48,6%), με 2^η τη Γαλλία (45%) και 3^ο το Βέλγιο (44,6%).
- Σύμφωνα με την ίδια έκθεση, η φορολογική επιβάρυνση στην Ελλάδα μειώθηκε κατά 0,2%, από 33,7% σε 33,5% το 2013. Το αντίστοιχο ποσοστό για το μέσο όρο του ΟΟΣΑ ήταν μια αύξηση κατά 0,4%, από 33,7% σε 34,1%. Από το 2000 έως το 2013, η φορολογική επιβάρυνση στην Ελλάδα αυξήθηκε από 33,1% σε 33,5%, ενώ το σχετικό ποσοστό για τον μέσο όρο του ΟΟΣΑ ήταν το 2013 ελαφρώς μικρότερο από ό,τι το 2000 (34,1% έναντι 34,3%). Η Ελλάδα κατέλαβε την 16^η θέση μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ το 2012 (δεδομένου ότι για αυτό το έτος υπήρχαν τα δεδομένα για όλες τις οικονομίες). Σαφώς τα στοιχεία αυτά θα πρέπει να συσχετιστούν με τη συνολική αποδοτικότητα του φορολογικού συστήματος. Σύμφωνα πάντα με την ίδια έκθεση, η διάρθρωση του φορολογικού συστήματος στην Ελλάδα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες του ΟΟΣΑ χαρακτηρίζεται από υψηλότερους έμμεσους φόρους και κοινωνικές εισφορές, χαμηλότερη φορολόγηση του εισοδήματος και των εταιρικών κερδών, ενώ φορολόγηση της ακίνητης περιουσίας στην Ελλάδα βρίσκεται στο μέσο όρο των χωρών του ΟΟΣΑ.

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

- Η ελληνική οικονομία, με σημαντικές θυσίες της κοινωνίας, πέτυχε να ξεπεράσει το φάσμα της βαθιάς ύφεσης και βρέθηκε σε πορεία ανάκαμψης μέσα στο 2014. Η βιομηχανική παραγωγή ενισχύθηκε, όπως και ο όγκος των λιανικών πωλήσεων, ενώ σημαντική ήταν και η αύξηση της τουριστικής δραστηριότητας. Ταυτόχρονα, το διεθνές περιβάλλον, που χαρακτηρίζεται από την αποδυνάμωση του ευρώ και την πτώση των τιμών του πετρελαίου, λειτούργησε θετικά για την οικονομία.
- Στην παρούσα συγκυρία, η ελληνική οικονομία διανύει προεκλογική περίοδο, έως τις 25 Ιανουαρίου, με σημαντικές προκλήσεις να παραμένουν. Η σημαντικότερη είναι η ολοκλήρωση της έκθεσης αξιολόγησης για την ελληνική οικονομία, για την υλοποίηση του προγράμματος και η επίτευξη συμφωνίας με τα κράτη-μέλη της ΕΕ, για τη διασφάλιση της πιστοληπτικής γραμμής, δεδομένων των χρηματοδοτικών αναγκών για το 2015, καθώς το κόστος δανεισμού βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, λόγω της αβεβαιότητας. Οι συνολικές υποχρεώσεις της χώρας για το 2015 ανέρχονται σε €22,3 δισ. Στο Διάγραμμα 2 παρουσιάζονται οι μηνιαίες δανειακές υποχρεώσεις της Κεντρικής Κυβέρνησης.
- Η εκλογική διαδικασία, οι συνεπαγόμενες καθυστερήσεις και οι συνδεόμενες αβεβαιότητες ενέχουν κινδύνους για την πορεία της ανάπτυξης, ιδιαίτερα χωρίς την ύπαρξη συναίνεσης στα ζητήματα της ανάπτυξης και των μεταρρυθμίσεων, η οποία απαιτείται για την οριστική έξοδο της χώρας από την κρίση. Με άλλα λόγια, ενώ επανέρχονται οι φόβοι για επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης ή/και στασιμότητα σε βραχυ-μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, λόγω πολιτικών αβεβαιοτήτων για την επομένη των εκλογών, προβληματισμό προκαλεί στην κρίσιμη αυτή

Διάγραμμα 2
Οι δανειακές υποχρεώσεις της Ελλάδας για το 2015



Πηγή: Deutsche Bank, Bloomberg, EFSF και Υπουργείο Οικονομικών.

φάση επιπροσθέτως και η έλλειψη σύγκλισης μεταξύ των πολιτικών δυνάμεων για την πορεία της ελληνικής οικονομίας.

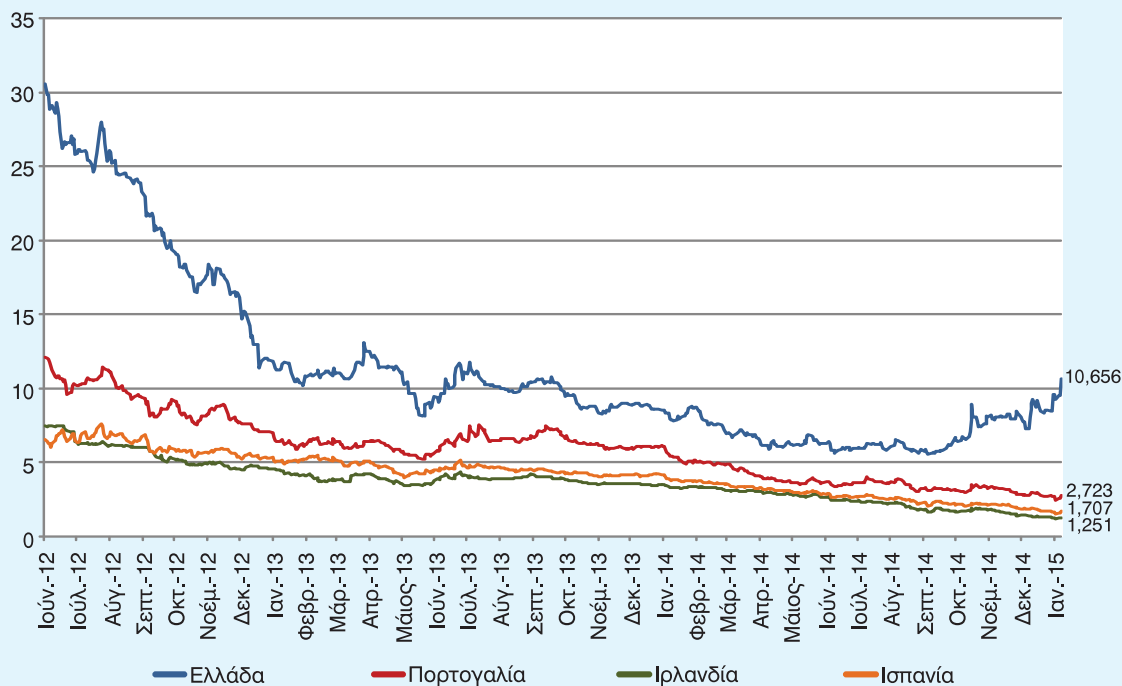
- Βασική προτεραιότητα, για την πορεία της οικονομίας στην οικονομική ανάπτυξη, θα πρέπει να είναι η κατάρτιση ενός ολοκληρωμένου και συμφωνημένου μακρόπνοου προγράμματος και η διαμόρφωση ενός παραγωγικού προτύπου που θα βασίζεται στην εξωστρέφεια, την καινοτομία, τις επενδύσεις και τις εξαγωγές διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών. Αναπόσπαστο μέρος του προτύπου αυτού θα πρέπει να είναι οι μεταρρυθμιστικές παρεμβάσεις στους τομείς της δημόσιας διοίκησης, της δικαιοσύνης, του φορολογικού πλαισίου και του ανθρωπίνου δυναμικού.
- Το κλίμα αυτό ανασφάλειας, το οποίο φαίνεται να πλήττει την επενδυτική εμπιστοσύνη και να επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα, συμπεριλαμβανομένων και των σεναρίων για το ενδεχόμενο εξόδου της Ελλάδας από το ευρώ (“Grexit”), αντανακλάται στους πρόδρομους δείκτες της οικονομίας, όπως τα επιτόκια των ελληνικών ομολόγων και στον δείκτη του ελληνικού χρηματιστηρίου. Ενδεικτική είναι η υποβάθμιση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας από τον οίκο αξιολόγησης Fitch, από “σταθερές” σε “αρνητικές”, επιβεβαιώνοντας την αξιολόγηση “B”, εκτιμώντας ότι λόγω των πολιτικών εξελίξεων και των χαμηλότερων προοπτικών της Ευρωζώνης, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2015 θα διαμορφωθεί στο 1,5% του ΑΕΠ.
- Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών διαμορφώθηκε στις 8/1/2011 στις 762 μονάδες, σημειώνοντας έντονα πτωτική πορεία, λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας για τις εκλογές και την οικονομία γενικότερα. Τις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές απώλειες παρουσιάζει ο τραπεζικός κλάδος, με τον δείκτη των τραπεζών να έχει επιστρέψει στα επίπεδα του Φεβρουαρίου 1987, μετά την ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ότι οι εξαιρέσεις που εφαρμόζει ήδη για τις ελληνικές τράπεζες (όπως η αποδοχή ομολόγων χαμηλής πιστοληπι-

κής ικανότητας), ισχύουν παράλληλα με τη συναίνεση της χώρας μας να τηρήσει τις δεσμεύσεις της και την ύπαρξη προγράμματος χρηματοδότησης.

- Το επιτόκιο των 10ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στις 7/1/2015 ανήλθε στο επίπεδο του 10,656%, ενώ των τριετών ομολόγων ανήλθε στο 15,44%, αντανακλώντας την αυξημένη ανησυχία των διεθνών επενδυτών για τις πολιτικές εξελίξεις και την επόμενη ημέρα για την οικονομία, δεδομένων των αβεβαιοτήτων σχετικά με την οικονομική πολιτική, τη χρηματοδότηση και την πορεία των μεταρρυθμίσεων. Χαρακτηριστικό του κλίματος που επικρατεί είναι η απόκλιση των ελληνικών επιτοκίων σε σχέση με τις υπόλοιπες οικονομίες της περιφέρειας που ολοκλήρωσαν επιτυχώς τα προγράμματα προσαρμογής, όπως στην περίπτωση της Πορτογαλίας, όπου το επιτόκιο των 10ετών ομολόγων διαμορφώνεται στο 2,723%, της Ιρλανδίας στο 1,251%, της Ισπανίας στο 1,701% (Διάγραμμα 3) και της Ιταλίας στο 1,925%.

Διάγραμμα 3

Η εξέλιξη του επιτοκίου των 10ετών ομολόγων της Ελλάδας και ευρωπαϊκών χωρών που εισήλθαν σε Μηχανισμό Στήριξης (Ιούνιος 2012-7/1/2015)

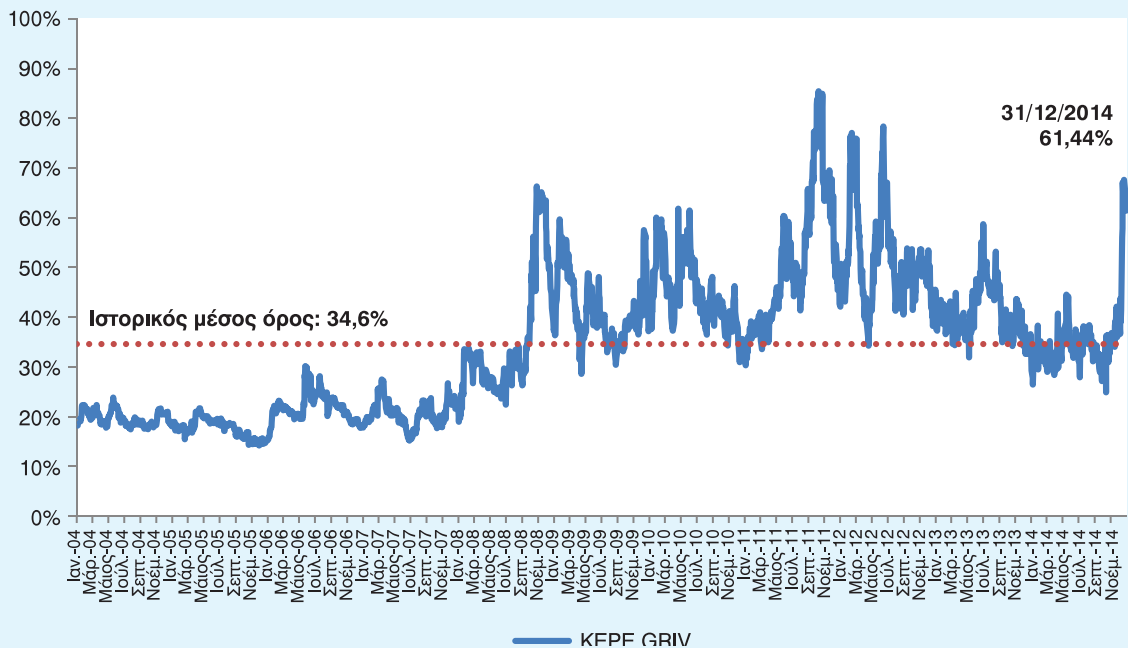


Πηγή: Thomson Reuters Datastream, Ιανουάριος 2015.

- Ο δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας ΚΕΠΕ GRIV² επέστρεψε στα επίπεδα του Ιουνίου 2012, λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας των επενδυτών για την πορεία της ελληνικής οικονομίας ενόψει της εκλογικής διαδικασίας. Ο δείκτης ΚΕΠΕ GRIV διαμορφώθηκε στις 31 Δεκεμβρίου του 2014 στο 61,44%, από 38,65% στις 28/11/2014, σε επίπεδο σχεδόν διπλάσιο από τον ιστορικό μέσο όρο του 34,6%, αντανακλώντας το συναίσθημα “φόβου” στην ελληνική αγορά παραγώγων (βλ. Διάγραμμα 4). Η ραγδαία άνοδος του δείκτη υποδεικνύει έντονη αβεβαιότητα στο οικονομικό περιβάλλον και στις προσδοκίες των επενδυτών για αυξημένη μεταβλητότητα

2. Ο δείκτης κατασκευάστηκε από το ΚΕΠΕ σε συνεργασία με το Πανεπιστήμιο Πατρών και τον Καθηγητή κ. Κ. Συριόπουλο.

Διάγραμμα 4
Πορεία του Δείκτη ΚΕΡΕ GRIV για την Ελληνική Οικονομία (2/1/2004-31/12/2014)



Πηγή: Deutsche Bank, Bloomberg, EFSF και Υπουργείο Οικονομικών.

στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Ο μέσος όρος για όλο τον μήνα Δεκέμβριο διαμορφώθηκε στο 50,79%, σημαντικά υψηλότερος σε σχέση με τον μήνα Νοέμβριο, οπότε και είχε διαμορφωθεί στο 37,04%.

- Ο δείκτης οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (DG ECFIN) για την Ελλάδα τον μήνα Δεκέμβριο παρουσίασε σημαντική υποχώρηση έναντι του μηνός Νοεμβρίου. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης διαμορφώθηκε στις 98,9 μονάδες (από 102,7 τον Νοέμβριο). Επιπροσθέτως, το οικονομικό κλίμα, τόσο στην Ε.Ε.-28 όσο και στην Ευρωζώνη, παρέμεινε αμετάβλητο, με τους σχετικούς δείκτες να διαμορφώνονται στις 104,2 και στις 100,7 μονάδες, αντίστοιχα, τον Δεκέμβριο, από τα επίπεδα των 104,1 και 100,7 τον Νοέμβριο.
- Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις Κατασκευές παρουσίασε βελτίωση, ενώ σε όλους τους υπόλοιπους τομείς, τη Βιομηχανία, το Λιανικό Εμπόριο και τις Υπηρεσίες σημείωσε υποχώρηση. Αναλυτικότερα, οι εκτιμήσεις στον κλάδο Υπηρεσιών παρουσίασαν σημεία κάμψης στην τρέχουσα συγκυρία και βραχυπρόθεσμα. Στη Βιομηχανία οι προβλέψεις για τη βραχυπρόθεσμη εξέλιξη της παραγωγής επιδεινώθηκαν, λόγω της χαμηλής ζήτησης, ενώ τα αποθέματα παρουσίασαν χαμηλότερη ρευστοποίηση και στο Λιανικό Εμπόριο οι εκτιμήσεις για τις πωλήσεις αποδυναμώθηκαν, μετά το πέρας των γιορτών και την αναβολή δαπανών από πλευράς των νοικοκυριών. Στις Κατασκευές, οι εκτιμήσεις για νέες εργασίες σημείωσαν βελτίωση, χωρίς όμως αυτό να βελτιώνει την απασχόληση.
- Ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης, τον Δεκέμβριο παρουσίασε σημαντική πτώση και διαμορφώθηκε στις -53,9 μονάδες (από -49,9 μονάδες τον Νοέμβριο). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται άμεσα με τις πολιτικές εξελίξεις και τη μη-ύπαρξη ξεκάθαρου πλαισίου για την πορεία της οικονομίας, αλλά και με τις αυξημένες φορολογικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών προς το

τέλος του έτους. Παράλληλα, φαίνεται να επιδεινώθηκαν οι προσδοκίες για την πορεία της οικονομίας και της ανεργίας.

- Ο εποχικά προσαρμοσμένος δείκτης υπευθύνων προμηθειών στον τομέα μεταποίησης PMI, σύμφωνα με τα στοιχεία της Markit³, διατηρήθηκε στις 49,4 μονάδες τον μήνα Δεκέμβριο, από 49,1 μονάδες τον Νοέμβριο, σε επίπεδα χαμηλότερα από το 50. Τα στοιχεία δείχνουν ότι ο τομέας της μεταποίησης παραμένει ευάλωτος. Τα επίπεδα παραγωγής των ελληνικών εργοστασίων ενισχύθηκαν οριακά, όπως και η απασχόληση, εντούτοις, τα επίπεδα παραγγελιών σημείωσαν υποχώρηση για τέταρτο συνεχή μήνα, ενώ η ζήτηση φαίνεται να εξασθένησε. Βασικός παράγοντας για αυτό φαίνεται να είναι η μείωση των νέων παραγγελιών για εξαγωγές. Η συνεισφορά του τομέα στη συνολική οικονομική ανάπτυξη κατά το τελευταίο τρίμηνο φαίνεται να ήταν σε γενικές γραμμές ουδέτερη, όπως και η συμβολή του στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας.
- Αναφορικά με ορισμένα μακροοικονομικά δεδομένα για την ελληνική οικονομία, σύμφωνα με ανακοίνωση της ΕΛΣΤΑΤ, η βιομηχανική παραγωγή τον Οκτώβριο αυξήθηκε κατά 2,3%, σε ετήσια βάση, μετά από 8 μήνες υποχώρησης. Η ενίσχυση αυτή οφείλεται στην ενίσχυση κατά 13,2% του δείκτη παραγωγής ορυχείων και λατομείων και στην αύξηση κατά 5,5% της μεταποίησης. Παράλληλα, ο Γενικός Δείκτης Όγκου των Λιανικών Πωλήσεων αυξήθηκε κατά 3,7%, σε ετήσια βάση, τον Οκτώβριο 2014, έναντι μείωσης κατά -1,1% τον Οκτώβριο 2013. Ευνοϊκά για τη βιομηχανική παραγωγή αναμένεται να λειτουργήσει η πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, δεδομένης και της μείωσης του δείκτη τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία.
- Σύμφωνα με άλλη ανακοίνωση της ΕΛΣΤΑΤ, το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε τον Οκτώβριο στο 25,8%, από 26% τον Σεπτέμβριο και 27,8% τον αντίστοιχο μήνα του 2013. Ο αριθμός των ανέργων ανήλθε σε 1.245.340 άτομα, ενώ οι απασχολούμενοι αυξήθηκαν κατά 72.379 άτομα σε σχέση με τον Οκτώβριο του 2013 (αύξηση 2,1%) και ο αριθμός των ανέργων υποχώρησε κατά 104.263 άτομα σε σχέση με τον Σεπτέμβριο του 2013 (μείωση 7,7%). Το ποσοστό ανεργίας στα άτομα ηλικίας 15-24 ετών υποχώρησε στο 50,6% από 57,4% τον ίδιο μήνα του 2013 και σε σχέση με το υψηλό επίπεδο (61,4%) του Νοεμβρίου 2013, ενώ για τις ηλικίες 25-34 ετών διαμορφώθηκε στο 34,5%.
- Σύμφωνα με τα στοιχεία της ετήσιας έκθεσης του μήνα Νοεμβρίου του πληροφοριακού συστήματος “ΕΡΓΑΝΗ”, ο αριθμός των μισθωτών για το 2014 έφτασε στα 1.531.179 άτομα, αυξημένος κατά 159.729 άτομα σε σχέση με το 2013 (αύξηση της τάξης του 11,65%). Σύμφωνα με τα στοιχεία του 11μήνου Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2014, οι συνολικές ροές μισθωτής απασχόλησης παρουσιάζουν θετικό πλεόνασμα 99.956 θέσεων εργασίας. Τα στοιχεία αντικατοπτρίζουν ανάκαμψη της μισθωτής απασχόλησης, αλλά και σταδιακή σταθερή αποκλιμάκωση των δεικτών ανεργίας. Η δημιουργία θέσεων εργασίας μέσω της προσέλκυσης επενδύσεων αποτελεί βασική προτεραιότητα, όχι μόνο για την αντιμετώπιση της φτώχειας και των ανισοτήτων, αλλά και για τη θωράκιση του ασφαλιστικού συστήματος, δεδομένου ότι παρατηρείται σημαντική μείωση στα έσοδα των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης, τα οποία μειώθηκαν στα €33,785 δισ. το 11μηνο του 2014 σε σχέση με €38,233 δισ. πέρυσι.
- Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος⁴, το 10μηνο του 2014, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραψε πλεόνασμα της τάξης των €3,6 δισ., υψηλότερο κατά €1,5 δισ. συγκριτικά με το αντίστοιχο διάστημα του 2013. Επιπλέον, το ίδιο διάστημα, το συνολικό

3. Markit Greece Manufacturing PMI (Ελληνικά), 2 Ιανουαρίου 2015.

<http://www.markiteconomics.com/Survey/PressRelease.mvc/1869496f32a543e6bc6c3dad2a936619>.

4. Τράπεζα της Ελλάδος, “Ισοζύγιο Πληρωμών: Οκτώβριος 2014”. http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/PressReleases/DispItem.aspx?Item_ID=4808&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_by=DT.

ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών παρουσίασε πλεόνασμα €2,9 δισ., έναντι μόλις €1,2 δισ. το 2013, κυρίως λόγω του πλεονάσματος στο ισοζύγιο υπηρεσιών. Επιπροσθέτως, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών παρουσίασαν αύξηση κατά 8,6% στο 10μηνο σε σχέση με το αντίστοιχο του 2013, ενώ οι εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν κατά 4,9% και οι εισπράξεις από υπηρεσίες αυξήθηκαν κατά 11,4%. Το εμπορικό έλλειμμα το 11μηνο αυξήθηκε κατά €908 εκατ., λόγω των αυξημένων καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου τον Νοέμβριο 2014 ανήλθε σε €1,458 δισ., έναντι €1,632 δισ. τον Νοέμβριο του 2013, παρουσιάζοντας μείωση κατά 10,7%.

- Σύμφωνα με τα ίδια στοιχεία, το 10μηνο του 2014, το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων διαμορφώθηκε σε €1,8 δισ., έναντι €2,8 δισ. την αντίστοιχη περίοδο το 2013, ενώ το συνολικό ισοζύγιο μεταβιβάσεων (τρεχουσών και κεφαλαιακών) παρουσίασε πλεόνασμα €4,7 δισ. την ίδια περίοδο, έναντι €6,4 δισ. το 2013. Τέλος, οι άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα από μη κατοίκους, το 9μηνο του 2014 εμφάνισαν καθαρή εισροή ύψους €1,3 δισ., ενώ οι άμεσες επενδύσεις κατοίκων στο εξωτερικό εμφάνισαν καθαρή εκροή ύψους €512 εκατ. Τον Οκτώβριο του 2014, οι άμεσες επενδύσεις από κατοίκους εξωτερικού στην Ελλάδα αυξήθηκαν κατά 173 εκατ. ευρώ, λόγω της συμμετοχής της Madison Point Investment SARL, με έδρα το Λουξεμβούργο, στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Credit Agricole Leasing Hellas AE.
- Σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία εκτέλεσης του Κρατικού Προϋπολογισμού, το 11μηνο του 2014 το πρωτογενές πλεόνασμα της Γενικής Κυβέρνησης διαμορφώθηκε στα 3,678 δισ. ευρώ ή 2,0% του ΑΕΠ, έναντι πρωτογενούς πλεονάσματος 1,5 δισ. ευρώ ή 0,8% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2013. Τον Οκτώβριο, οι ληξιπρόθεσμες οφειλές του Δημοσίου προς τον ιδιωτικό τομέα ανήλθαν στα €3,8 δισ., ενώ τον μήνα Νοέμβριο μειώθηκαν κατά €500 εκατ. Τέλος, οι δαπάνες του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) διαμορφώθηκαν σε €4,6 δισ., αυξημένες κατά 15% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2013, συμβάλλοντας σε κάποιο βαθμό στην ενίσχυση της ρευστότητας στην πραγματική οικονομία. Τα ανωτέρω στοιχεία συνηγορούν στη διατήρηση δίδυμων πλεονασμάτων για το 2014.
- Σύμφωνα με τα οριστικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος⁵, το 10μηνο του 2014, το Ταξιδιωτικό Ισοζύγιο παρουσίασε πλεόνασμα €11,297 δισ. έναντι πλεονάσματος €10,228 δισ. το αντίστοιχο διάστημα του 2013, σημειώνοντας αύξηση κατά 10,5%. Η αύξηση των ταξιδιωτικών εισπράξεων οφείλεται κυρίως στην αύξηση των αφίξεων κατά 21,9%, καθώς η μέση δαπάνη ανά ταξίδι μειώθηκε κατά 9,0%.
- Οι καθαρές εισπράξεις από την παροχή ταξιδιωτικών υπηρεσιών συνέβαλαν με ποσοστό 51,7% στο σύνολο των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες και αντιστάθμισαν το 44,1% του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση των εισπράξεων από κατοίκους των χωρών της ΕΕ-28 κατά 14,7%, οι οποίες διαμορφώθηκαν σε €8,034 δισ. και δευτερευόντως στις εισπράξεις από κατοίκους των λοιπών χωρών εκτός της ΕΕ-28 που διαμορφώθηκαν σε €4,554 δισ. το 10μηνο του 2014, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 4,8% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2013.
- Ως προς το καίριο ζήτημα του δημοσίου χρέους, σε ανάλυσή του το Ινστιτούτο Bruegel⁶ εξέτασε επτά εναλλακτικά σενάρια αναφορικά με τη μείωση του ελληνικού δημοσίου χρέους,

5. Τράπεζα της Ελλάδος, "Εξελίξεις στο Ταξιδιωτικό Ισοζύγιο Πληρωμών: Οκτώβριος 2014".

http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/PressReleases/Displtem.aspx?Item_ID=4815&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_by=DT.

6. Darvas Z. και Hüttl P., "How to reduce the Greek debt burden?", Bruegel, 9 Ιανουαρίου 2015.

<http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1533-how-to-reduce-the-greek-debt-burden/#republishing>.

χωρίς να επωμιστούν οι πιστωτές το βάρος, κυρίως τα κράτη-μέλη της ΕΕ, δεδομένου ότι δεν μπορεί να διενεργηθεί απομείωση στο χρέος που διακρατείται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Από τα σενάρια αυτά προκρίνονται τρία, τα οποία αφορούν:

- Τη μείωση του επιτοκίου, με μηδενικό spread, απόφαση χωρίς ζημιές για τους πιστωτές και όφελος στην καθαρή παρούσα αξία των δανείων €6,4 δισ. ή 3,4% του ΑΕΠ της Ελλάδας το 2015.
 - Την επιμήκυνση της ωρίμανσης του χρέους έως το 2051, από 2041 που είναι σήμερα και παράταση και της περιόδου χάριτος, με όφελος από την αποπληρωμή τόκων ύψους 4,5% του ΑΕΠ.
 - Επιμήκυνση των δανείων του EFSF ύψους €141,8 δισ. κατά 10 έτη, χωρίς μείωση επιτοκίου, με όφελος περίπου 8,1% του ΑΕΠ.
- Ο συνδυασμός των ανωτέρω επιλογών μπορεί να οδηγήσει σε όφελος κατά 17% του ΑΕΠ. Οι άλλες επιλογές που αφορούσαν την επαναγορά των ελληνικών ομολόγων της ΕΚΤ και των κεντρικών τραπεζών, τη μετατροπή των κυμαινόμενων επιτοκίων σε σταθερά και την έκδοση ομολόγων με ρήτρα ανάπτυξης, κρίνεται ότι δεν ενσωματώνουν οφέλη για την Ελλάδα, παρά μόνο εάν επωμιστούν ζημιές οι πιστωτές. Τέλος, η διενέργεια αποκρατικοποιήσεων με την τεχνική υποστήριξη φορέων της ΕΕ θα είχε οφέλη για την Ελλάδα, μέσω της αύξησης των εσόδων και της μείωσης των αναγκών χρηματοδότησης, εντούτοις είναι δύσκολη η διαδικασία αποτίμησης.

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

- Σύμφωνα με τα στοιχεία του Υπουργείου Ανάπτυξης και Ανταγωνιστικότητας, για το 2014 η συνολική απορρόφηση του ΕΣΠΑ 2007-2013 έφτασε το 87,97%, με πραγματοποιηθείσες συνολικές δαπάνες €19.482,6 εκατ. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο εγκρίθηκαν 148 προγράμματα από τα 311 που υποβλήθηκαν. Επιπλέον υλοποιήθηκε το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) με τη χρηματοδότηση να φτάνει στα €6,6 δισ. Επίσης, με την ψήφιση του νέου νόμου για το ΕΣΠΑ και την έγκριση των Επιχειρησιακών Προγραμμάτων (5 Τομεακών και 13 Περιφερειακών) του ΕΣΠΑ 2014-2020, επετεύχθη η εισροή προκαταβολών ύψους €150 εκατ.
- Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε 18 εθνικά και περιφερειακά επενδυτικά προγράμματα, για την περίοδο 2014-2020 στο πλαίσιο του νέου ΕΣΠΑ. Στόχοι των προγραμμάτων είναι η ανάπτυξη, η ενίσχυση της απασχόλησης και η βελτίωση της ποιότητας ζωής. Η συνολική χρηματοδότηση φτάνει τα €18,98 δισ., από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης, το Ταμείο Συνοχής και το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο. Τα προγράμματα αυτά αφορούν σε μεταρρυθμίσεις στη δημόσια διοίκηση, σε ανάπτυξη υποδομών για μεταφορές και στους τομείς του περιβάλλοντος και της ενέργειας. Από τα προγράμματα αυτά εκτιμάται ότι θα στηριχθούν 34.500 μικρομεσαίες επιχειρήσεις, θα ιδρυθούν 2.700 νέες επιχειρήσεις και θα στηριχθεί η συνεργασία 2.000 μικρομεσαίων επιχειρήσεων με ερευνητικούς φορείς.
- Όσον αφορά την κατανομή των πόρων, ανά επιχειρησιακό πρόγραμμα, αυτή είναι:
- Πρόγραμμα “Υποδομές μεταφορών, Περιβάλλον και Βιώσιμη Ανάπτυξη”, προϋπολογισμού €5,15 δισ. και με συμμετοχή της ΕΕ κατά €4,33 δισ.
 - Πρόγραμμα “Ανταγωνιστικότητα, Επιχειρηματικότητα και Καινοτομία” (ΕΠΑνΕΚ-κίνηση), προϋπολογισμού €4,66 δισ. και με συμμετοχή της ΕΕ κατά €3,64 δισ.

- Πρόγραμμα “Ανθρώπινο Δυναμικό”, προϋπολογισμού €2,10 δισ.
 - Πρόγραμμα “Τεχνική βοήθεια”, προϋπολογισμού €402 εκατ.
 - Πρόγραμμα “Μεταρρύθμιση της Δημόσιας Διοίκησης”, προϋπολογισμού €377 εκατ.
 - Περιφερειακά Προγράμματα, προϋπολογισμού περίπου €5,2 δισ.
- Σύμφωνα με ανακοίνωση του Υπουργείου Ανάπτυξης και Ανταγωνιστικότητας, η Ελλάδα το 2014 κατέλαβε την 3^η θέση μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών, σε όρους αριθμού συμβάσεων ΣΔΙΤ (Συμπράξεων Δημοσίου-Ιδιωτικού Τομέα), μετά το Ην. Βασίλειο και τη Γαλλία, και την 3^η θέση, μετά το Ην. Βασίλειο και την Ιρλανδία σε όρους αξίας των συμβάσεων ως προς το ΑΕΠ. Πιο συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια του 2014 στη χώρα μας υπογράφηκαν 7 συμβάσεις ΣΔΙΤ, αξίας €465 εκατ. Οι συμβάσεις αφορούσαν τους εξής τομείς:
- 2 έργα για την υλοποίηση και διαχείριση 14 και 10 σχολικών μονάδων, αντίστοιχα, στην Αττική.
 - 1 έργο για την υλοποίηση συστήματος τηλεματικής για την πληροφόρηση επιβατών στις αστικές συγκοινωνίες της Αττικής.
 - 1 έργο για την υλοποίηση Αυτόματου Συστήματος Συλλογής Κομίστρων στις αστικές συγκοινωνίες Αθηνών.
 - 3 έργα για την υλοποίηση ευρυζωνικών δικτύων.
- Σύμφωνα με την έκθεση της Διεθνούς Διαφάνειας, η Ελλάδα κατέλαβε την 69^η θέση μεταξύ των 175 χωρών. Χαρακτηριστική είναι η σημαντική πρόοδος που έχει επιτευχθεί την τελευταία διετία, δεδομένου ότι η χώρα μας βρισκόταν στην 94^η θέση το 2012 και στην 80^η το 2013. Ωστόσο, ακόμα κατατάσσεται μαζί με την Ιταλία, τη Ρουμανία και τη Βουλγαρία στις τελευταίες θέσεις μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι χώρες με τη χαμηλότερη διαφθορά είναι η Δανία, η Νέα Ζηλανδία και η Φινλανδία, ενώ οι πιο διεφθαρμένες χώρες παγκοσμίως είναι το Σουδάν, η Βόρεια Κορέα και η Σομαλία. Αξιοσημείωτη είναι η επιδείνωση της θέσης της Κίνας και της Τουρκίας, όπου η πρώτη απώλεσε 20 θέσεις, καταλαμβάνοντας την 100^η θέση και η δεύτερη υποβαθμίστηκε κατά 11 θέσεις καταλαμβάνοντας την 64^η.

ΕΙΝΑΙ Ο ΧΡΥΣΟΣ Η ΚΑΛΥΤΕΡΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΚΡΙΣΕΩΝ;

Δημήτριος Γουνόπουλος,
Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου του Σάσσεξ, Μεγάλη Βρετανία

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Την τελευταία πενταετία και πιο συγκεκριμένα από τις αρχές του 2010, βιώσαμε όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο, το φαινόμενο της αυξημένης ζήτησης για το χρυσό, το οποίο οδήγησε τη σκέψη των παλαιότερων αρκετές δεκαετίες πίσω, ενώ αποτέλεσε πρωτόγνωρη εμπειρία για τους νεότερους. Ήταν προς τα τέλη του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου, όταν η Ελλάδα γνώρισε το πέμπτο πιο ακραίο φαινόμενο υπερπληθωρισμού που έχει καταγραφεί παγκοσμίως, ως αποτέλεσμα της κυριαρχίας των δυνάμεων του Άξονα εντός της χώρας. Στην κορύφωσή του, τον Νοέμβριο του 1944, η αξία της δραχμής υποδιπλασιαζόταν κάθε 4,27 ημέρες. Η πρώτη κίνηση των πολιτών της εποχής εκείνης, με το που λάμβαναν κάποια χρήματα, ήταν η άμεση (δηλαδή την ίδια ημέρα) μετατροπή τους σε χρυσές λίρες Αγγλίας και η φύλαξη αυτών για ώρες ανάγκης. Όσοι πολίτες δεν προνόησαν να εξαργυρώσουν άμεσα τις δραχμές, έχασαν μεγάλα χρηματικά ποσά, τα οποία θα μπορούσαν να είχαν μετατραπεί σε σημαντικές περιουσίες. Ακόμα και στις ημέρες μας ακούμε τους μεγαλύτερους να διηγούνται ιστορίες για τον τρόπο που οι δικοί τους έχασαν ποσά αφελώς, με τα οποία θα μπορούσαν να είχαν αγοράσει ένα ή περισσότερα ακίνητα. Στις περισσότερες των περιπτώσεων για όσους προνόησαν και μετέτρεψαν τα χρήματά τους σε χρυσές λίρες Αγγλίας, δεν τα “αντάλλαξαν” πάλι σε δραχμές όταν το νόμισμα σταθεροποιήθηκε, αλλά τις κληροδότησαν στα παιδιά και στα εγγόνια τους. Συχνά παρατηρούμε ακόμα και στις ημέρες μας κληρονομίες, οι οποίες περιλαμβάνουν, πέραν των άλλων, και χρυσές λίρες.

Το φαινόμενο αυτό είναι βαθιά ριζωμένο στο DNA του λαού μας και αποτέλεσε την απαρχή για τις πρόσφατες εξελίξεις, ιδιαίτερα μετά την κορύφωση του προβλήματος δανεισμού της χώρας, την υπαγωγή της στο καθεστώς του Μνημονίου, τις μειώσεις μισθών και συντάξεων και το φόβο για έξοδο από το ευρώ και την επιστροφή στη δραχμή. Ως συνέπεια της αστάθειας, η υποψία για βίαιη υπαγωγή στο νέο νόμισμα με εντολή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (με τον ίδιο ακριβώς τρόπο που συνέβη στην Κύπρο το κούρεμα των καταθέσεων κατόπιν του κλεισίματος των τραπεζών την Παρασκευή, 13 Μαρτίου 2013), χωρίς πρότερη ενημέρωση του λαού και χωρίς δικαίωμα επιλογής νομίσματος από τους πολίτες, παρά μόνο με την άμεση μετατροπή των καταθέσεων σε δραχμές, συνέβαλε στη δημιουργία ενός κλίματος πανικού. Οι πολίτες είχαν μέσα τους τη βαθιά πεποίθηση για ταχύτατη διολίσθηση του νέου νομίσματος, όποτε αυτό προέκυπτε, ώστε να εναρμονιστεί με τις παγκόσμιες ισοτιμίες. Αποτέλεσμα αυτού ήταν η μαζική φυγή καταθέσεων στο εξωτερικό και η μετατροπή μεγάλων χρηματικών ποσών σε χρυσές λίρες Αγγλίας, ακόμα και όταν η λίρα βρισκόταν σε ιστορικά υψηλά ποσοστά, λόγω της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, με συνέπεια επενδυτικές απώλειες. Προφανώς, η όλη συμπεριφορά του κόσμου ήταν απόρροια πανικού και όχι αποτέλεσμα μίας μακροπρόθεσμης επενδυτικής σκέψης. Ενδεχόμενη προεργασία και ετοιμότητα από τους πολίτες θα απομάκρυνε ένα μέρος από τις απώλειες του κεφαλαίου τους και θα συνέβαλε σε επενδυτικά οφέλη ακόμα και κατά τη διάρκεια

της κρίσης. Το ερώτημα που ανακύπτει εδώ είναι εάν ο χρυσός αποτελεί την καλύτερη επενδυτική πρόταση σε περιόδους κρίσεων ή αν υπάρχουν άλλα πολύτιμα βιομηχανικά μέταλλα με καλύτερες αποδόσεις.

A. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ: Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΤΟΥ ΥΠΕΡΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ, ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 1944

Ο Υπερπληθωρισμός¹ στην Ελλάδα ήταν αποτέλεσμα του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου και της μεγάλης εμπιστοσύνης της κυβέρνησης στην πληθωριστική φορολογία. Πιο συγκεκριμένα, ο πόλεμος, και ειδικότερα η ιταλική εισβολή στην Αλβανία, επέτεινε την ανάγκη για έκτακτες στρατιωτικές δαπάνες. Ενώ δημοσιονομικά ο προϋπολογισμός ήταν πλεονασματικός το 1939 (1^η Σεπτεμβρίου 1938-31^η Αυγούστου 1939) στο ποσό των 271 εκατομμυρίων δραχμών, η μείωση των δημοσίων εσόδων με την παράλληλη δραματική αύξηση των εξόδων είχε ως αποτέλεσμα τη συσσώρευση ελλείμματος 790 εκατομμυρίων δραχμών για το δημοσιονομικό έτος του 1940. Η Τράπεζα της Ελλάδος κάλυψε το έλλειμμα με την κοπή νομίσματος. Το ελληνικό φορολογικό σύστημα, το οποίο ήταν βασισμένο σε προκαθορισμένους παρά αναλογικούς με την περιουσία φόρους, αποτέλεσε τη βασική υστέρηση σε σύγκριση με άλλες χώρες, οι οποίες βίωσαν το φαινόμενο του υπερπληθωρισμού. Το σύστημα προκάλεσε δυσκολίες στα δημόσια έσοδα ως προς τη συγκράτηση του πληθωρισμού.

Εκείνη την εποχή, ο πληθωρισμός άγγιξε το υψηλότερο όριό του τον Νοέμβριο του 1944 (βλέπε Πίνακα 1) μετά την απελευθέρωση της αγοράς, σύμφωνα με τον Makinen (1986). Ο λόγος που οι συνθήκες επιβάλλουν τον υπερπληθωρισμό², όπως έχουν πολύ καλά επεξηγηθεί από τους Bernholz and Gersbach (1992) και τους Marcet and Nicolini (2003), είναι ότι η αξία του πραγματικού χρήματος διολισθαίνει με μεγαλύτερη ταχύτητα από την αύξηση του πληθωρισμού (δηλαδή, προκύπτει ανεξέλεγκτη αύξηση του πληθωρισμού). Κάπως έτσι είχε η κατάσταση στην Ελλάδα στις αρχές του 1944 –κατά τη διάρκεια του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου– σε μία χρονική περίοδο που η κυκλοφορία των χαρτονομισμάτων των 50.000 και 100.000 δραχμών συνέβαλε ώστε να χαθεί η εμπιστοσύνη του λαού στο νόμισμα. Συνέπεια αυτού, όπως προαναφέρθηκε, ήταν η άμεση μετατροπή του εγχώριου νομίσματος σε χρυσές λίρες Αγγλίας, μια ενέργεια που οδήγησε τις τιμές τους στα ύψη.

Με το πέρασμα του χρόνου η κατάσταση επιδεινώθηκε και η οικονομία παρέλυσε. Κυκλοφόρησαν χαρτονομίσματα ονομαστικής αξίας 100 εκατομμυρίων δραχμών, ενώ μετέπειτα ακολούθησαν άλλα με ονομαστική αξία 1 και 10 δισεκατομμυρίων δραχμών. Ενδεικτικό της κατάστασης είναι ότι, μετά την απελευθέρωση της χώρας, ο μηνιαίος μισθός ενός ανειδίκευτου εργάτη ήταν 40 τρισεκατομμύρια δραχμές. Παράλληλα, όπως μπορούμε να δούμε στον Πίνακα 2, η ισοτιμία της χρυσής λίρας Αγγλίας έναντι της δραχμής παρουσίασε αλματώδη άνοδο την περίοδο της κρίσης,

1. Ο Υπερπληθωρισμός ορίζεται ως η υπερβολική επέκταση του πληθωρισμού, η τρομακτική αύξηση του επιπέδου τιμών σε αγαθά και υπηρεσίες.

2. Το 1942, η μεγαλύτερη αριθμητική αξία ήταν 50.000 δραχμές. Το 1944 τυπώθηκαν χαρτονομίσματα 100.000.000.000 δραχμών. Με τη μεταρρύθμιση του 1944, μία νέα δραχμή ανταλλάσσεται με 50.000.000.000 δραχμές. Σε μία ακόλουθη μεταρρύθμιση που έλαβε χώρα το 1953, κάθε νέα δραχμή αντικαταστάθηκε με 1.000 παλαιές δραχμές. Η συνολική επιρροή του υπερπληθωρισμού ήταν: 1 (1953) δραχμή = 50.000.000.000.000 προ 1944 δραχμές. Το μηνιαίο ελληνικό πληθωριστικό επιτόκιο άγγιξε το 8,5 δισεκατομμύρια τοις εκατό τον Οκτώβριο του 1944, με αρχή τον Μάιο του 1941 και τέλος τον Δεκέμβριο του 1945. Τον Νοέμβριο του 1944 η κορύφωση ήταν 13.800 τοις εκατό.

καθώς από τον Μάρτιο του 1941 η ισοτιμία 3,82 δραχμές = 1 χρυσή λίρα σκαρφάλωσε στο 208.070.432.868 δραχμές = 1 χρυσή λίρα τον κρίσιμο μήνα, τον Οκτώβριο του 1944. Με τις ενέργειες σταθεροποίησης και τη μεταρρύθμιση του 1944, σύμφωνα με τις οποίες μία νέα δραχμή ανταλλάσσεται με 50.000.000.000 δραχμές, η νέα ισοτιμία διαμορφώθηκε σε 8,30 νέες δραχμές = 1 χρυσή λίρα. Όμως και το νέο νόμισμα είχε άμεση διολίσθηση, ούτως ώστε ένα χρόνο μετά η ισοτιμία ήταν 306,19 νέες δραχμές = 1 χρυσή λίρα. Μετά από όσα προαναφέραμε, είναι προφανής ο λόγος για τον οποίο δημιουργήθηκε πανικός στους Έλληνες πολίτες και υπήρξε ραγδαία ζήτηση για το χρυσό την εποχή εκείνη.

Πίνακας 1
Υπερπληθωρισμός κατά Hanke και Krus

| Χώρα | Αρχή | Τέλος | Μήνας με υψηλότερο πληθωρισμό | Μεγαλύτερο μηνιαίο ποσοστό | Αντίστοιχο ημερήσιο ποσοστό | Χρόνος για το διπλασιασμό τιμών | Νόμισμα |
|---------------|------------------|------------------|-------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|----------------|
| Ουγγαρία | Αύγ. 1945 | Ιουλ. 1946 | Ιουλ. 1946 | 4,19 x 10 ¹⁶ % | 207% | 15,0 ώρες | Πέγκο |
| Ζιμπάμπουε | Μάρ. 2007 | Νοέμ. 2008 | Νοέμ. 2008 | 7,96 x 10 ¹⁰ % | 98% | 24,7 ώρες | Δολάριο |
| Γιουγκοσλαβία | Απρ. 1992 | Ιαν. 1994 | Ιαν. 1994 | 313.000.000% | 64,6% | 1,41 μέρες | Δηνάριο |
| Σερβία | Απρ. 1992 | Ιαν. 1994 | Ιαν. 1994 | 297.000.000% | 64,3% | 1,41 μέρες | Δηνάριο |
| Γερμανία | Αύγ. 1922 | Δεκ. 1923 | Οκτ. 1923 | 29.500% | 20,9% | 3,70 μέρες | Μάρκο |
| Ελλάδα | Μάι. 1941 | Δεκ. 1945 | Οκτ. 1944 | 13.800% | 17,9% | 4,27 μέρες | Δραχμές |
| Κίνα | Οκτ. 1947 | Μάι. 1949 | Απρ. 1949 | 5.070% | 14,1% | 5,34 μέρες | Γουάν |
| Αρμενία | Οκτ. 1993 | Δεκ. 1994 | Νοέμ. 1993 | 438% | 5,77% | 12,5 μέρες | Ρούβλι |
| Τουρκμενιστάν | Ιαν. 1992 | Νοέμ. 1993 | Νοέμ. 1993 | 429% | 5,71% | 12,7 μέρες | Μανάτ |
| Ταϊβάν | Αύγ. 1945 | Σεπτ. 1945 | Αύγ. 1945 | 399% | 5,50% | 13,1 μέρες | Γιέν |

Πηγή: Hanke S. and N. Krus (2012).

Πίνακας 2
Ισοτιμία χρυσής λίρας Αγγλίας με δραχμή (περίοδος 1939 - 1945)

| | 1939 | 1940 | 1941 | 1942 | 1943 | 1944 | 1944 | 1945 | 1946 |
|-------------|------|------|-------|----------|----------|--------------------|-------|--------|--------|
| Ιανουάριος | 2,82 | 3,19 | 3,52 | 68,97 | 424,94 | 9.175,35 | | 11,06 | 413,79 |
| Φεβρουάριος | 2,81 | 3,19 | 3,52 | 82,76 | 395,01 | 16.563,76 | | 13,91 | 414,09 |
| Μάρτιος | 2,81 | 3,19 | 3,82 | 101,54 | 475,42 | 44.029,35 | | 15,61 | 398,53 |
| Απρίλιος | 2,81 | 3,19 | 7,34 | 146,15 | 505,06 | 102.352,75 | | 24,15 | 396,18 |
| Μάιος | 2,82 | 3,14 | 13,21 | 169,04 | 702,57 | 295.524,58 | | 48,23 | 392,18 |
| Ιούνιος | 2,82 | 3,12 | 33,75 | 230,37 | 916,21 | 368.011,74 | | 39,53 | 402,93 |
| Ιούλιος | 2,82 | 3,13 | 34,92 | 346,29 | 962,00 | 1.088.187,82 | | 38,07 | 396,18 |
| Αύγουστος | 2,82 | 3,13 | 33,16 | 558,47 | 1.083,20 | 7.443.580,34 | | 51,59 | 397,95 |
| Σεπτέμβριος | 3,16 | - | 37,86 | 629,20 | 1.261,92 | 52.742.479,82 | | 74,14 | 396,18 |
| Οκτώβριος | 3,19 | - | 62,80 | 1.260,75 | 2.272,34 | 4.770.066.030,81 | | 111,52 | 397,95 |
| Νοέμβριος | 3,19 | - | 83,64 | 805,28 | 3.775,79 | 208.070.432.868,67 | 8,30 | 159,67 | 399,12 |
| Δεκέμβριος | 3,19 | - | 61,92 | 431,99 | 4.547,32 | - | 11,64 | 306,19 | 399,12 |
| M.O. | 2,94 | 3,16 | 31,62 | 402,57 | 1.443,48 | - | 9,97 | 74,48 | 400,39 |

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και Thomadakis et al. (2015).

Β. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΓΙΑ ΕΠΑΝΑΛΗΨΗ ΤΗΣ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ

Είναι χαρακτηριστικό ότι την εποχή εκείνη έκανε την εμφάνισή της η μαύρη αγορά. Αποτέλεσε τμήμα μιας υπόγειας, αφανούς και παράλληλης οικονομίας³, νομισματική βάση της οποίας ήταν ο χρυσός. Οι μαυραγορίτες, προερχόμενοι από την παλαιά τάξη των εμπόρων και των βιομηχάνων, μεσολαβούσαν μεταξύ ζήτησης και προσφοράς, αξιοποιούσαν το υφιστάμενο κεφάλαιο και κινούντο μεταξύ της συνεργασίας με τον κατακτητή και του προσωπικού πλουτισμού. Κάτι αντίστοιχο βιώσαμε και στις μέρες μας με τα αναρίθμητα ανταλλακτήρια χρυσού, τα οποία άνοιξαν σε κάθε γωνιά της πατρίδας μας από επιτηδείς, οι οποίοι είχαν ως στόχο να εκμεταλλευτούν την ανάγκη των πολιτών αγοράζοντας τιμαφή σε ιδιαίτερα χαμηλή τιμή. Από την άλλη πλευρά, υπήρξε αυξημένη ζήτηση για χρυσές λίρες Αγγλίας (βλέπε Ισοτιμία χρυσής λίρας Αγγλίας με δραχμή στον Πίνακα 2) από πολίτες, οι οποίοι προσπαθούσαν να προστατευτούν από την ενδεχόμενη έξοδο από το ευρώ, λόγω της έντονης φημολογίας και της καθημερινής συζήτησης που αναπτυσσόταν για μεγάλο χρονικό διάστημα. Αυτή η φημολογία ενισχύθηκε αργότερα και από ομολογίες ανώτερων ευρωπαϊκών αξιωματούχων, όπως του Προέδρου του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, Χέρμαν Βαν Ρομπάι, ο οποίος δήλωσε τον Νοέμβριο του 2014 ότι πολλοί Ευρωπαίοι επιθυμούσαν την έξοδο της Ελλάδας από το ευρώ.

Το ενδεχόμενο της εξόδου από το ευρώ και η διαρκής επιδείνωση των συνθηκών ζωής στην Ελλάδα, τα οποία συνδυάστηκαν με αύξηση της ανεργίας, μείωση μισθών και συντάξεων, αύξηση των άμεσων και έμμεσων φόρων και αύξηση της μετανάστευσης, δημιούργησαν πανικό στους πολίτες και φόβο για την ασφάλεια των αποταμιεύσεών τους. Πολλοί σκέφτηκαν ότι μία ενδεχόμενη ξαφνική απόφαση για επιστροφή στη δραχμή ή η δημιουργία νέου νομίσματος ή «κουρέματος» των καταθέσεων, θα είχε ως συνέπεια να χάσουν αρκετά χρήματα, όπως και οι πρόγονοί τους τη δεκαετία του '40. Συνεπώς, πολλοί Έλληνες απομάκρυναν τα χρήματά τους από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και, είτε τα μετέφεραν στο εξωτερικό είτε τα κλείδωσαν σε τραπεζικές θυρίδες ή τα μετέτρεψαν σε πολύτιμα μέταλλα και, κυρίως, σε χρυσές λίρες Αγγλίας.

Η απομάκρυνση των χρημάτων από το τραπεζικό σύστημα δημιούργησε μεγάλη μείωση καταθέσεων, λόγω της ανησυχίας για τον κίνδυνο εξόδου της χώρας από την Ευρωζώνη. Επομένως, από τα επίπεδα των 237 δισ. ευρώ που ήταν οι καταθέσεις στο τέλος του 2009 (βλέπε Πίνακα 3) έχουν συρρικνωθεί σήμερα (Δεκέμβριος 2014) στα 161,8 δισ. ευρώ, δηλαδή 75,7 δισ. ευρώ λιγότερα σε σχέση με την περίοδο προ κρίσης. Μάλιστα, την περίοδο των εκλογών του Ιουνίου 2012, οι καταθέσεις είχαν υποχωρήσει σε σημαντικά χαμηλότερα ποσοστά του επιπέδου των 150 δισ. ευρώ. Όπως σημειώνουν στελέχη τραπεζών, ο φόβος για το ενδεχόμενο εξόδου της χώρας μας από το ευρώ δεν έχει εξαλειφθεί και για αυτό οι καταθέσεις δεν επιστρέφουν, καθώς οι πολίτες παραμένουν δύσπιστοι.

Σε όλες τις περιπτώσεις, οι επενδύσεις δεν έγιναν με γνώμονα την απόδοση, αλλά την άμεση ασφάλεια προστασίας του κεφαλαίου και χωρίς να υπάρξει η απαραίτητη έρευνα αγοράς. Είναι χαρακτηριστικό ότι πολλοί πολίτες αγόρασαν το χρυσό σε εξωφρενικά υψηλές τιμές, οι οποίες και άγγιξαν το παγκόσμια ιστορικά υψηλό του μετάλλου αυτού. Χαρακτηριστικά, όπως μπορούμε να δούμε από τον Πίνακα 4, στον οποίο παρουσιάζεται η ισοτιμία χρυσής λίρας με ευρώ, παρατηρούμε ότι υπάρχουν πολίτες, οι οποίοι έδωσαν έως και €368 το Σεπτέμβριο του 2012 για να αγοράσουν μια χρυσή λίρα τον καιρό που, τον Αύγουστο του 2009 και πριν το ξέσπασμα της κρίσης, η ισοτιμία ήταν 1 χρυσή λίρα = €181,15, ενώ τον Ιανουάριο του 2008 ήταν €157,17.

3. Η παράλληλη οικονομία ήταν αποτέλεσμα όχι ορισμένων κακόβουλων ανθρώπων αλλά της ελλείψεως εμπιστοσύνης των πολιτών προς την εκάστοτε κυβερνητική πολιτική και τους θεσμούς.

Πίνακας 3
Καταθέσεις στην Ελλάδα (σε δισ. ευρώ - περίοδος 2008 - 2014)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ιανουάριος | 173,41 | 196,67 | 228,84 | 233,06 | 205,52 | 168,95 | 160,96 | 161,02 |
| Φεβρουάριος | 173,56 | 197,98 | 229,41 | 229,83 | 202,91 | 164,38 | 164,07 | 160,53 |
| Μάρτιος | 177,31 | 201,02 | 230,30 | 227,79 | 199,18 | 165,35 | 164,14 | 161,02 |
| Απρίλιος | 178,35 | 203,02 | 234,11 | 222,71 | 196,75 | 165,95 | 162,33 | 161,40 |
| Μάιος | 178,72 | 205,51 | 232,30 | 220,23 | 191,93 | 157,43 | 163,41 | 162,10 |
| Ιούνιος | 185,47 | 209,70 | 237,51 | 216,87 | 188,17 | 150,58 | 162,67 | 163,06 |
| Ιούλιος | 189,14 | 210,27 | 234,55 | 212,39 | 187,21 | 153,8 | 162,38 | 163,22 |
| Αύγουστος | 188,94 | 213,84 | 236,39 | 213,13 | 188,66 | 153,3 | 162,20 | 164,22 |
| Σεπτέμβριος | 189,28 | 218,24 | 237,82 | 213,01 | 183,20 | 154,3 | 161,34 | 164,74 |
| Οκτώβριος | 188,38 | 223,08 | 235,49 | 211,62 | 176,42 | 155,2 | 160,38 | 164,49 |
| Νοέμβριος | 191,26 | 224,02 | 234,44 | 209,23 | 172,98 | 155,2 | 161,04 | 164,29 |
| Δεκέμβριος | 197,92 | 227,62 | 237,53 | 209,60 | 174,22 | 161,4 | 163,25 | 161,8 |

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Πίνακας 4
Ισοτιμία χρυσής λίρας Αγγλίας με ευρώ (περίοδος 2008 - 2014)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ιανουάριος | 157,17 | 170,89 | 213,03 | 280,24 | 351,05 | 338,26 | 250,88 |
| Φεβρουάριος | 163,94 | 196,05 | 217,55 | 275,37 | 361,51 | 332,69 | 263,94 |
| Μάρτιος | 166,79 | 191,96 | 223,05 | 278,25 | 347,73 | 343,71 | 258,75 |
| Απρίλιος | 155,98 | 184,37 | 232,43 | 280,29 | 343,23 | 307,74 | 255,93 |
| Μάιος | 149,08 | 185,01 | 260,37 | 289,00 | 339,44 | 298,72 | 254,12 |
| Ιούνιος | 149,66 | 183,56 | 274,88 | 291,28 | 348,48 | 252,12 | 263,66 |
| Ιούλιος | 156,07 | 180,15 | 257,03 | 300,98 | 354,34 | 275,48 | 264,88 |
| Αύγουστος | 146,49 | 181,15 | 258,02 | 336,26 | 347,67 | 290,61 | 268,41 |
| Σεπτέμβριος | 149,77 | 185,69 | 266,99 | 354,03 | 368,09 | 271,33 | 262,66 |
| Οκτώβριος | 162,24 | 191,21 | 265,01 | 332,85 | 366,30 | 266,48 | 255,91 |
| Νοέμβριος | 158,72 | 204,54 | 274,54 | 351,38 | 364,39 | 250,99 | 260,52 |
| Δεκέμβριος | 162,73 | 210,82 | 288,99 | 342,44 | 352,92 | 238,18 | |
| Μ.Ο. | 156,44 | 188,83 | 253,55 | 310,13 | 353,83 | - | - |
| Χαμηλό | 139,92 | 147,13 | 209,85 | 262,52 | 254,57 | - | - |
| Υψηλό | 179,71 | 218,34 | 293,33 | 371,03 | 373,96 | - | - |

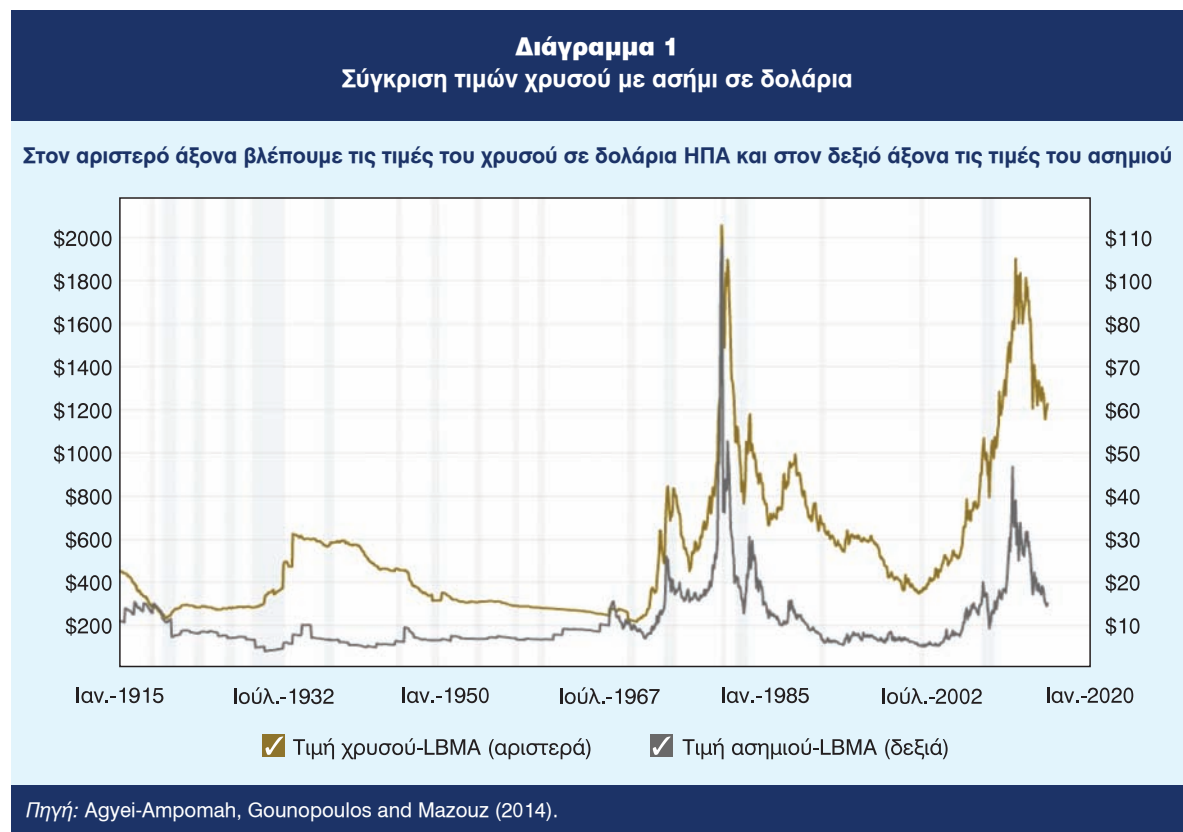
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Οι παραπάνω επενδυτικές αποτυχίες από μεγάλο μέρος του πληθυσμού μας και η τεράστια ζήτηση για χρυσές λίρες Αγγλίας μάς έκανε να διερωτηθούμε εάν ο χρυσός αποτελεί την καλύτερη επενδυτική πρόταση από πλευράς μετάλλων σε περιόδους κρίσεων. Προκειμένου να είμαστε σε θέση να δώσουμε μια ασφαλή απάντηση, διερευνήσαμε μια σειρά από πολύτιμα μέταλλα και επενδυτικά μέταλλα, συμπεριλαμβανομένων των πολύτιμων μετάλλων χρυσού, ασημιού, παλλάδιου και

πλατίνας, καθώς και των βιομηχανικών μετάλλων αλουμινίου, χαλκού, μολύβδου, νικελίου, ψευδαργύρου και κασσίτερου. Επιπλέον, συμβουλευτήκαμε μια σειρά από επιστημονικές μελέτες στο χώρο, όπως των Baur and Lucey (2010), Belousova and Dorfleitner (2012) και Baur (2013). Το κύριο, όμως, σύγγραμμα, που είναι άμεσα συνδεδεμένο με το βασικό μας ερώτημα, προέρχεται από τους Agyei-Ampomah, Gounopoulos and Mazouz (2014), οι οποίοι έχουν κάνει εκτεταμένη μελέτη ακριβώς πάνω στο θεμελιώδες ερώτημά μας.

Γ. Ο ΧΡΥΣΟΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Αποδεδειγμένα ο χρυσός αποτελεί άρτιο επενδυτικό καταφύγιο σε περιόδους βαθιάς ύφεσης της αγοράς [Cai et al. (2001), Baur and McDermott (2010), Daskalaki and Skiadopoulos (2011), Batten et al. (2014)]. Πολλοί ερευνητές σε περαιτέρω μελέτες επισημαίνουν ότι ο χρυσός προστατεύει τους επενδυτές και τα περιουσιακά τους στοιχεία και έναντι της διακύμανσης του δολαρίου [Pukthuanthong and Roll (2011), Reboredo (2013)]. Οι Erb and Harvey (2006) προσθέτουν ότι και τα άλλα πολύτιμα μέταλλα, πέραν του χρυσού, μπορούν να αποτελέσουν πυλώνες προστασίας για τους επενδυτές σε περιόδους ύφεσης των αγορών. Οι Agyei-Ampomah et al. (2014) διευρύνουν την ομάδα των μετάλλων περιλαμβάνοντας και τα βιομηχανικά σε μία μελέτη, η οποία καλύπτει την περίοδο από τον Ιούλιο 1993 μέχρι τον Ιούνιο 2012. Τα Διαγράμματα 1, 2 και 3 δείχνουν την ημερήσια κίνηση της τιμής των βιομηχανικών και πολύτιμων μετάλλων σε όλη την περίοδο του δείγματος.

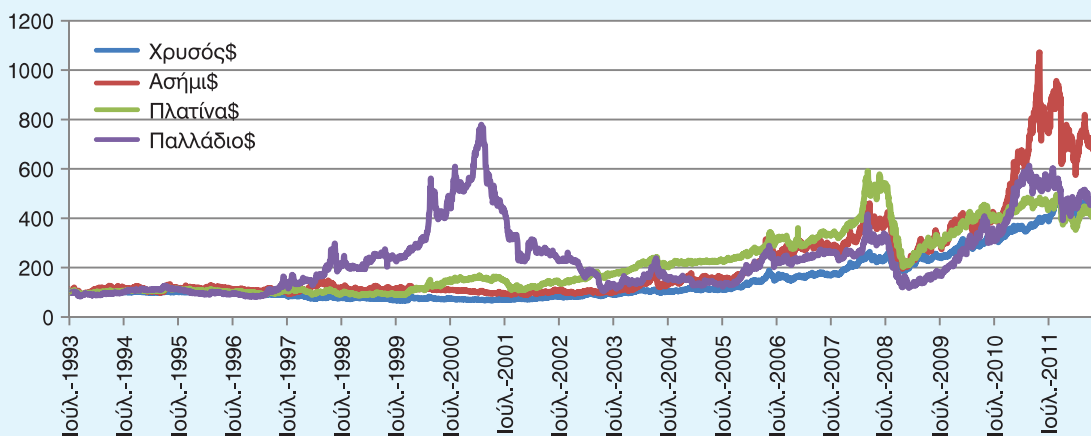


Η τιμή του χρυσού έχει επιδείξει ραγδαία αύξηση κατά τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης όπως υποδεικνύει το Διάγραμμα 1. Πιο συγκεκριμένα αυξήθηκε από τα \$634,5 ανά ουγκιά τον Ιανουάριο του 2007 σε \$942,9 τον Ιούλιο του 2008. Η μεγαλύτερη πτώση στην τιμή του χρυσού παρατηρείται την περίοδο μεταξύ Αυγούστου και Δεκεμβρίου του 2008. Από την άλλη, η τιμή

του χρυσού άγγιξε την ανώτερή της τιμή περίπου στα \$1.800 το 2011. Παρατηρούμε, όμως, ότι υπάρχει παρόμοια τάση και στα άλλα πολύτιμα μέταλλα. Η τιμή στο ασήμι αυξήθηκε από \$11,24 την ουγκιά στις αρχές του 2007 σε \$15,37 την ουγκιά τον Ιανουάριο του 2008. Παρόμοια με την περίπτωση του χρυσού, το ασήμι είχε ραγδαία επιδείνωση ανάμεσα στον Σεπτέμβριο και τον Δεκέμβριο του 2008.

Στο Διάγραμμα 2 εισάγουμε με τους Agyei-Ampromah και Mazouz έναν ειδικό δείκτη ο οποίος αποτυπώνει με ευκρίνεια τις τιμές των πολύτιμων μετάλλων. Ξεχωρίζουμε τις ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις που απολάμβαναν οι επενδυτές παλλαδίου την περίοδο 1997-2003, οι οποίες ήταν πολλαπλάσιες των άλλων πολύτιμων μετάλλων. Διαπιστώνουμε περαιτέρω ότι και το ασήμι παρείχε ευνοϊκές αποδόσεις στους κατόχους του κατά τα πρόσφατα χρόνια, ενώ η πλατίνα υπερίσχυσε κατά την περίοδο 2007-2008. Αξίζει να σημειώσουμε ότι ο χρυσός ποτέ δεν κατάφερε να προσφέρει ιδιαίτερες αποδόσεις στους επενδυτές του, κάτι που φανερώνει ότι δεν αποτελεί το κατάλληλο επενδυτικό καταφύγιο ανάμεσα στα πολύτιμα μέταλλα.

Διάγραμμα 2
Δείκτης τιμών τεσσάρων πολύτιμων μετάλλων σε δολάρια

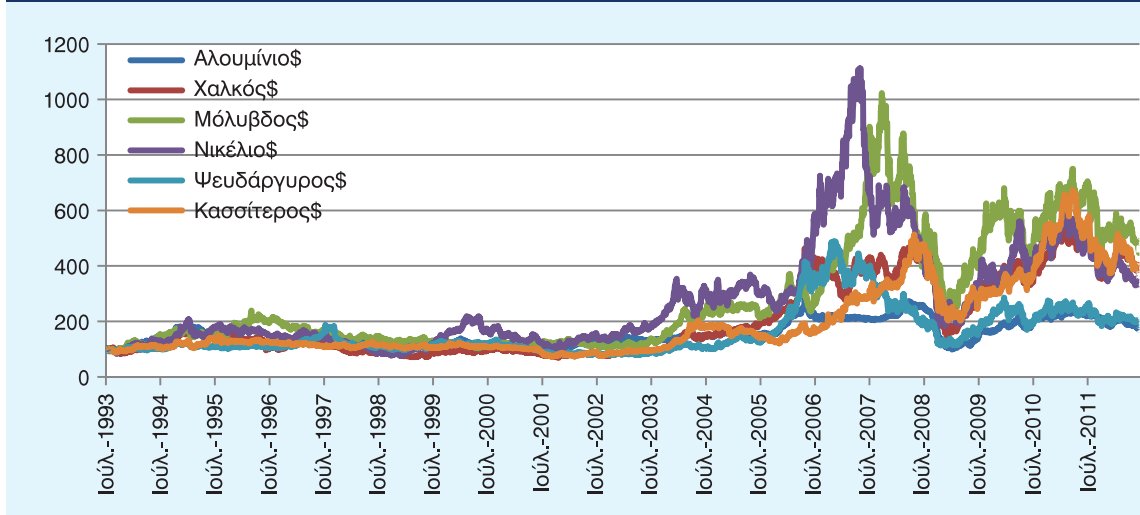


Πηγή: Agyei-Ampromah, Gounopoulos and Mazouz (2014).

Η παρουσία των βιομηχανικών μετάλλων κατά τη διάρκεια της κρίσης δε διαφέρει ιδιαίτερα από αυτή των πολύτιμων μετάλλων. Πιο συγκεκριμένα, η τιμή του χαλκού αυξήθηκε από \$6.380 ο τόνος, τον Ιανουάριο του 2007 σε \$6.641 τον Ιανουάριο του 2008, ενώ η τιμή του άρχισε να εξασθενεί το δεύτερο μισό του 2008. Η τιμή του χαλκού άρχισε και πάλι την άνοδο στις αρχές του 2009 και έφτασε στην αιχμή του περίπου στις \$10.000 το 2011.

Το Διάγραμμα 3 καταδεικνύει ότι οι τιμές των μετάλλων τείνουν να έχουν παράλληλη μετατόπιση κατά τη διάρκεια του χρόνου. Ειδικότερα, βλέπουμε ότι οι τιμές των μετάλλων ήταν γενικότερα σταθερές πριν τον Ιούνιο του 2005. Επίσης, παρατηρείται ότι οι τιμές αυξήθηκαν δραματικά κατά τη διάρκεια της περιόδου 2005-2007, ενώ μειώθηκαν απότομα το 2007 και αυξήθηκαν τον Ιούλιο του 2008, ενώ άρχισαν ξανά την κάθοδο τον Φεβρουάριο του 2011. Το τελευταίο εύρημα υποδηλώνει ότι οι αποταμιευτές και οι επενδυτές της αγοράς των ομολόγων (εταιρικών και κυβερνητικών) μπορούν να αναζητήσουν επενδυτικές ευκαιρίες και σε άλλα μέταλλα, πέραν του χρυσού, ως ένα χρήσιμο χρηματοοικονομικό εργαλείο σε περιόδους υψηλής χρηματοοικονομικής και οικονομικής αβεβαιότητας.

Διάγραμμα 3
Δείκτης τιμών έξι βιομηχανικών μετάλλων σε δολάρια



Πηγή: Agyei-Ampomah, Gounopoulos and Mazouz (2014).

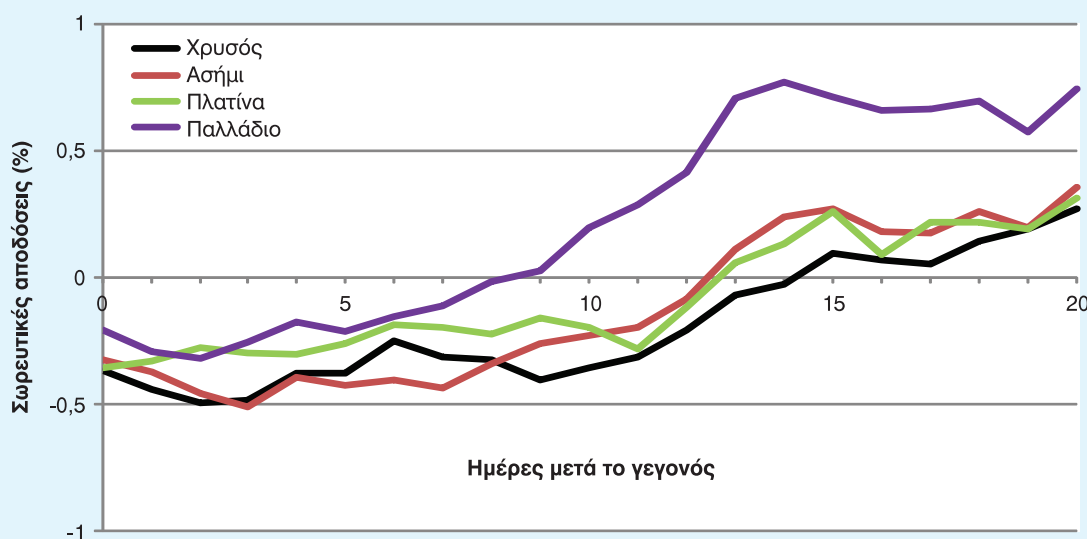
Η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει ότι ο χρυσός μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ισοσταθμικός παράγοντας ή ως ασφαλές καταφύγιο για τους επενδυτές. Πιο συγκεκριμένα, ο χρυσός αποτελεί ισχυρό αντισταθμιστικό εργαλείο έναντι των ανίσχυρων ομολόγων, όπως της Ελλάδας, της Ιταλίας και της Πορτογαλίας, παρά πιο ισχυρών ομολόγων, όπως της Γερμανίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και των Ηνωμένων Πολιτειών. Σε εξαιρετικά δυσμενείς συνθήκες αρνητικών αποδόσεων των ομολόγων, ο χρυσός έχει θετική συσχέτιση με τα γερμανικά ομόλογα, υποδηλώνοντας ότι οι επενδυτές βλέπουν και τα ισχυρά ομόλογα ως ομπρέλα ασφαλείας.

Οι Agyei-Ampomah et al. (2014) βρίσκουν ότι τα βιομηχανικά μέταλλα προσφέρουν μεγαλύτερη αντιστάθμιση έναντι εχθρικών κινήσεων στις τιμές των κρατικών ομολόγων απ' ό,τι ο χρυσός και άλλα πολύτιμα μέταλλα. Τα αποτελέσματα της μελέτης τους δείχνουν ξεκάθαρα ότι οι επενδυτές λαμβάνουν καλύτερες αποδόσεις όταν έχουν στην κατοχή τους βιομηχανικά μέταλλα. Με εξαίρεση τα βρετανικά ομόλογα στην περίπτωση του αλουμινίου και των ελληνικών ομολόγων στην περίπτωση του μόλυβδου, του νικελίου και του ψευδάργυρου, τα βιομηχανικά μέταλλα προσφέρουν ισχυρή αντιστάθμιση ενάντια σε εχθρικές κινήσεις στις τιμές των κρατικών ομολόγων.

Συνολικά τα βιομηχανικά μέταλλα φαίνεται να υπερτερούν των πολύτιμων μετάλλων ως μέσο αντιστάθμισης και ως περιουσιακό στοιχείο, προσφέροντας ασφαλές καταφύγιο στις αγορές κρατικών ομολόγων. Η ικανότητα των βιομηχανικών μετάλλων να προστατεύουν τους επενδυτές από απώλειες σε αμερικανικά και ευρωπαϊκά ομόλογα μπορεί να αποδοθεί στην αύξηση της ζήτησης για αυτά τα μέταλλα κυρίως από αναδυόμενες αγορές, συμπεριλαμβανομένων των BRIC, οι οποίες έχουν, επίσης, επηρεαστεί από την κρίση.

Το Διάγραμμα 4 παρουσιάζει τις μέσες σωρευτικές αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου που αποτελείται από ιδιωτικά κρατικά ομόλογα και μέταλλα. Πιο συγκεκριμένα, δείχνει ότι το παλλάδιο αδιαλείπτως υπερτερεί του χρυσού και των άλλων πολύτιμων μετάλλων στην ικανότητά του να αποζημιώσει τους επενδυτές για τις απώλειές τους στην αγορά κρατικών ομολόγων. Οι επενδυτές, οι οποίοι έχουν στην κατοχή τους χρυσό, ασήμι, πλατίνα και παλλάδιο, σε αντιστοιχία με τα ομόλογα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας απολαμβάνουν τις πρώτες θετικές αποδόσεις της τάξης του 0,09%, 0,1%, 0,05% και 0,03% σε περίπου 15, 13, 13 και 9 ημέρες, ως επακόλουθο

Διάγραμμα 4
Απόδοση μετά το ξέσπασμα της κρίσης ισοσταθμισμένων χαρτοφυλακίων
που αποτελούνται από ομόλογα και πολύτιμα μέταλλα⁴



Πηγή: Agyei-Amromah, Gounopoulos and Mazouz (2014).

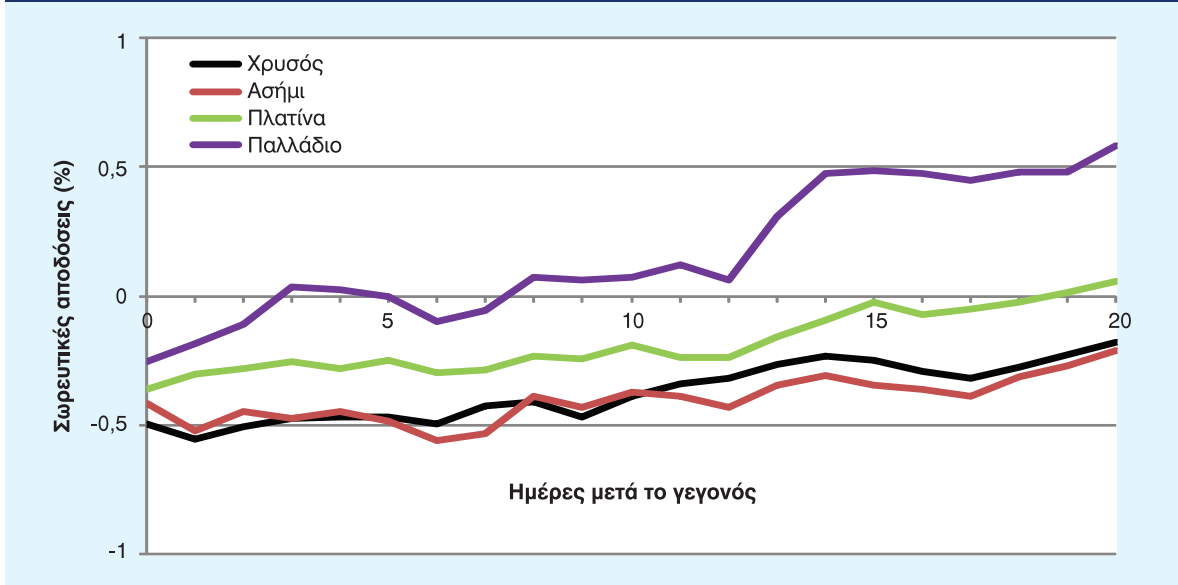
των ακραίων εξωτερικών διαταραχών στην αγορά. Παρόμοια ευρήματα είναι ευδιάκριτα όταν πολύτιμα μέταλλα είναι σε ιδιωτική ιδιοκτησία μαζί με κρατικά ομόλογα Ηνωμένου Βασιλείου και Ηνωμένων Πολιτειών. Ειδικότερα, οι αποδόσεις που συνδυάζονται με χαρτοφυλάκιο παλλάδιου και κρατικών ομολόγων Ηνωμένου Βασιλείου αρχίζουν να είναι θετικές 8 ημέρες μετά από τις ακραίες συνθήκες, οι οποίες επικράτησαν. Το χαρτοφυλάκιο το οποίο περιλαμβάνει ασήμι, έχει θετικές αποδόσεις 19 ημέρες μετά. Τα άλλα δύο χαρτοφυλάκια, τα οποία αποτελούνται από κρατικά ομόλογα Ηνωμένου Βασιλείου και χρυσό ή ασήμι, παραμένουν αρνητικά σε όλη τη μεταγενέστερη περίοδο των αρνητικών επιπτώσεων που μελετούμε.

Παρόμοια ευρήματα παρατηρούνται όταν τα πολύτιμα μέταλλα είναι σε σύγκριση με τα κρατικά ομόλογα Ηνωμένου Βασιλείου και Ηνωμένων Πολιτειών. Ειδικότερα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 5, οι αποδόσεις που αφορούν το χαρτοφυλάκιο παλλάδιου και των κρατικών ομολόγων Ηνωμένου Βασιλείου είναι θετικές 8 ημέρες μετά από τις ακραίες συνθήκες, οι οποίες επικράτησαν. Το χαρτοφυλάκιο, το οποίο περιλαμβάνει ασήμι, έχει θετικές αποδόσεις 19 ημέρες μετά. Τα άλλα δύο χαρτοφυλάκια, τα οποία αποτελούνται από κρατικά ομόλογα Ηνωμένου Βασιλείου σε συνδυασμό με χρυσό ή ασήμι, παραμένουν αρνητικά σε όλη τη μεταγενέστερη περίοδο των αρνητικών επιπτώσεων που μελετούμε.

Το Διάγραμμα 6 δείχνει ότι οι επενδυτές της αγοράς κρατικών ομολόγων των Ηνωμένων Πολιτειών ανακτούν τις απώλειές τους από ακραίες αρνητικές κινήσεις τιμών πιο γρήγορα, εάν είναι κάτοχοι παλλάδιου από οποιοδήποτε άλλο πολύτιμο μέταλλο. Εν συντομία, τα αποτελέσματά μας για το παλλάδιο (ή το χρυσό) είναι ότι προσφέρουν υψηλότερες (χαμηλότερες) αποζημιώσεις για τις απώλειές τους στη αγορά κρατικών ομολόγων.

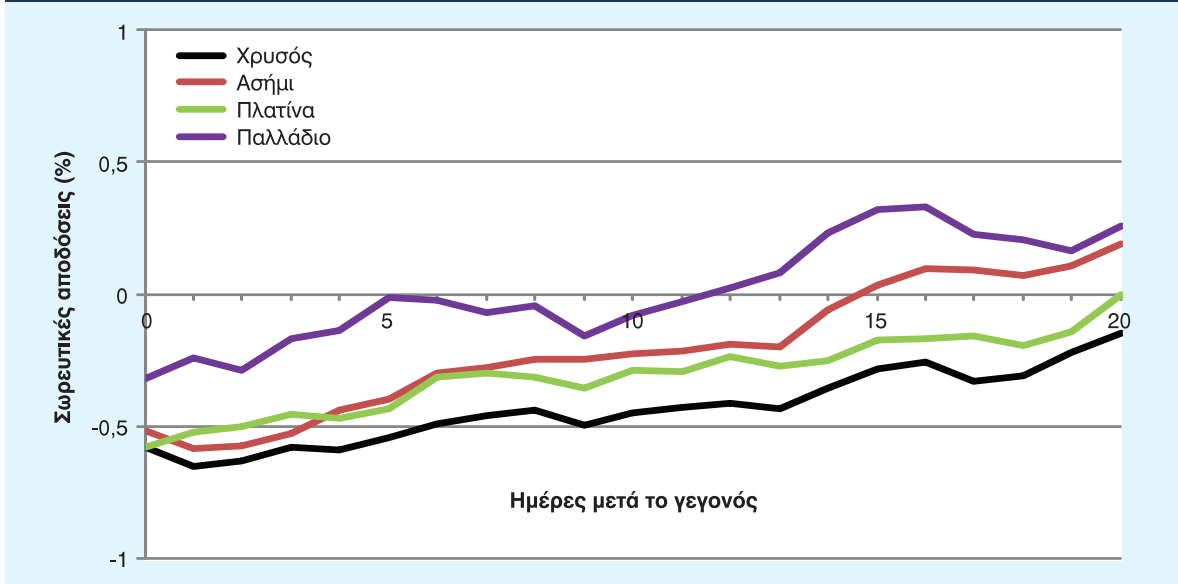
4. Ο επενδυτής αντί να έχει μόνο κρατικά ομόλογα στο χαρτοφυλάκιο του έχει και μέταλλα ως αντιστάθμισμα, δεδομένου ότι όταν τα ομόλογα κινούνται πτωτικά, τα μέταλλα κινούνται ανοδικά.

Διάγραμμα 5
Ισοσταθμισμένο χαρτοφυλάκιο ομολόγων Μεγάλης Βρετανίας και πολύτιμων μετάλλων



Πηγή: Agyei-Ampomah, Gounopoulos and Mazouz (2014).

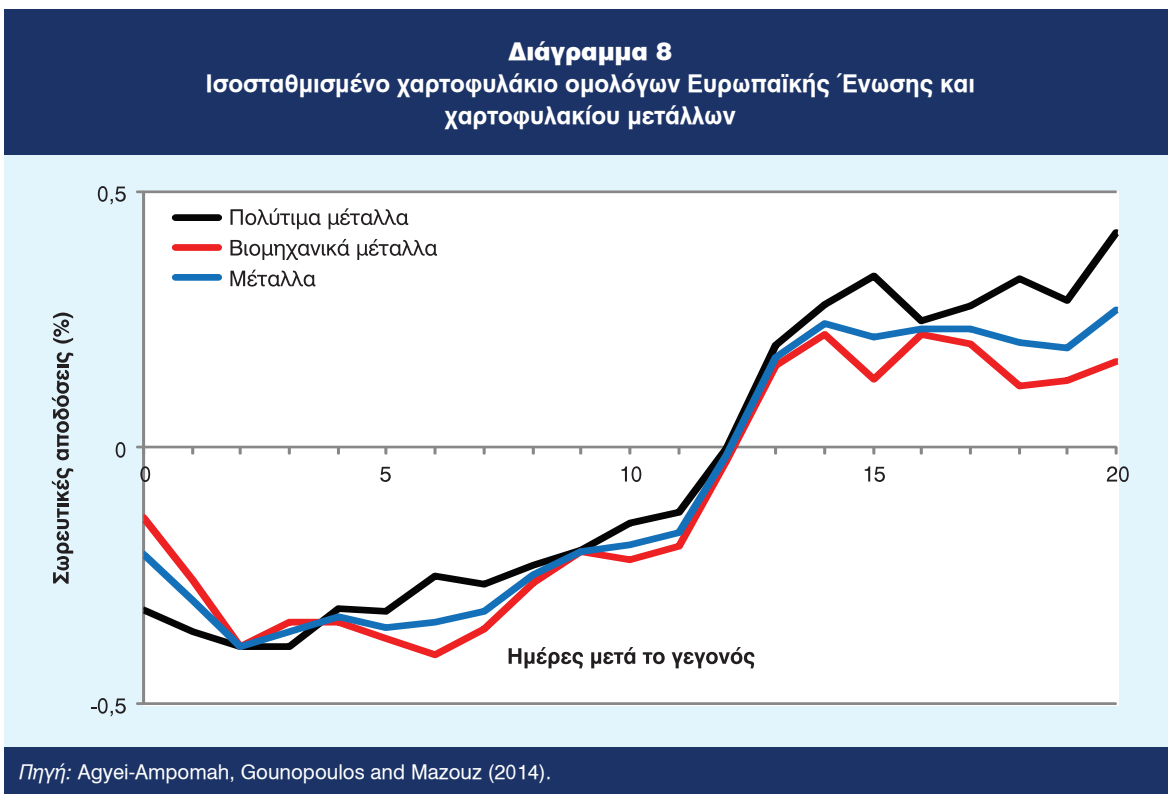
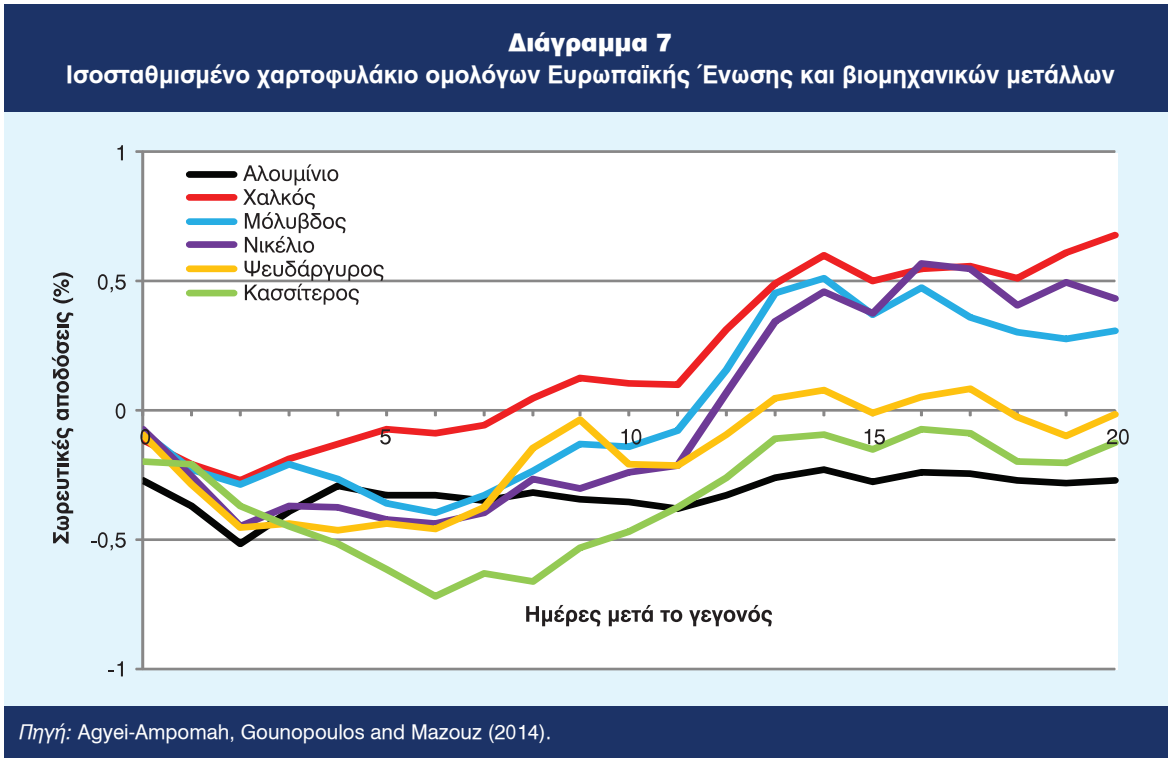
Διάγραμμα 6
Ισοσταθμισμένο χαρτοφυλάκιο ομολόγων Ηνωμένων Πολιτειών και πολύτιμων μετάλλων



Πηγή: Agyei-Ampomah, Gounopoulos and Mazouz (2014).

Το Διάγραμμα 7 παρουσιάζει τις σωρευτικές αποδόσεις χαρτοφυλακίων που αποτελούνται από ατομικά ομόλογα και βιομηχανικά μέταλλα για μία περίοδο 20 ημερών με συναλλαγές οι οποίες ακολούθησαν ακραίες αρνητικές επιστροφές ομολόγων. Το διάγραμμα δείχνει ότι ο χαλκός απολαμβάνει υψηλότερες αποδόσεις μετά την κρίση, υψηλότερες από οποιοδήποτε άλλο μέταλλο. Επίσης, δείχνει ότι οι επενδυτές αναπληρώνουν τις απώλειες στην αγορά ομολόγων πιο γρήγορα εάν είναι κάτοχοι χαλκού παράλληλα με τα κρατικά τους ομόλογα. Τα αποτελέσματα στο Διά-

γραμμά 7 δείχνουν ότι ο χαλκός είναι το καλύτερο μέταλλο που μπορεί ο κάθε επενδυτής να έχει στην κατοχή του σε συνδυασμό με αμερικανικά κρατικά ομόλογα, καθώς ο χαλκός απολαμβάνει καλύτερες αποδόσεις μετά την κρίση από ό,τι το παλλάδιο που είναι το πολύτιμο μέταλλο με τις καλύτερες αποδόσεις.



Το Διάγραμμα 8 φανερώνει ότι τα μέταλλα προσφέρουν καλύτερη προστασία έναντι των εχθρικών κινήσεων στις τιμές των ομολόγων, όταν αυτά χρησιμοποιούνται κυρίως ιδιωτικά παρά ως στοιχείο χαρτοφυλακίου. Επίσης, δείχνει ότι ένα χαρτοφυλάκιο πολύτιμων μετάλλων υστερεί από ένα χαρτοφυλάκιο βιομηχανικών μετάλλων και υπερτερεί κατόπιν αρνητικών εξελίξεων στα κρατικά ομόλογα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, του Ηνωμένου Βασιλείου και των Ηνωμένων Πολιτειών. Συνολικά, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι: (α) τα μέταλλα προσφέρουν καλύτερη προστασία ενάντια στις αρνητικές αποδόσεις της αγοράς των κρατικών ομολόγων, όταν αυτά αποτελούν μέρος χαρτοφυλακίου, (β) όλα τα πολύτιμα μέταλλα και πολλά βιομηχανικά μέταλλα υπερτερούν του χρυσού στη συνολικότερη προσπάθεια προστασίας των επενδυτών από απώλειες στην αγορά κρατικών ομολόγων, και (γ) ο χαλκός αποτελεί την καλύτερη επενδυτική πρόταση από πλευράς μετάλλων για την περίοδο που ακολουθεί τη δραματική πτώση των τιμών των κρατικών ομολόγων.

Δ. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Διαπιστώνουμε από τα προαναφερθέντα ότι η δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου βιομηχανικών μετάλλων δίνει καλύτερες αποδόσεις από ένα αντίστοιχο χαρτοφυλάκιο πολύτιμων μετάλλων, καθώς και ότι ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει διάφορα μέταλλα αποτελεί εργαλείο αντιστάθμισης έναντι των αρνητικών μεταβολών των κρατικών ομολόγων. Όσον αφορά τη μελέτη υποπεριόδων, υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι τα βιομηχανικά μέταλλα παρέχουν καλύτερη αποζημίωση για τις απώλειες των επενδυτών, κυρίως σε περιόδους με ιδιαίτερες αναταράξεις στην αγορά ομολόγων. Το παλλάδιο, ο χαλκός και ο μόλυβδος αποτελούν ασφαλή επενδυτικά καταφύγια, καθώς είναι ικανά ως μέταλλα να αποτελέσουν τους ιδανικούς αντισταθμιστές ενάντια στην υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των ομολόγων κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης.

Ανακεφαλαιώνοντας, διαπιστώνουμε, πρώτον, ότι ο χρυσός, ως το πιο γνωστό μέταλλο στο ευρύ επενδυτικό κοινό, αποτελεί πολύ καλή επενδυτική πρόταση κατά τη διάρκεια περιόδων χρηματοοικονομικής κρίσης. Όμως, υπάρχουν και άλλα πολύτιμα αλλά και επενδυτικά μέταλλα, τα οποία παρέχουν ακόμα καλύτερες αποδόσεις. Δεύτερον, τα βιομηχανικά μέταλλα αποτελούν καλύτερο επενδυτικό καταφύγιο σε σύγκριση με τα πολύτιμα, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης των αγορών. Τρίτον, διαπιστώνεται ότι όλα τα μέταλλα έχουν την ικανότητα να προστατεύσουν τους επενδυτές έναντι απρόσμενης ομολογιακής κρίσης. Τέλος, καθώς ο αντισταθμιστικός ρόλος και η ιδιότητα του χρυσού και των άλλων μετάλλων ως ασφαλών επενδύσεων ποικίλλει ανάλογα με τα ομόλογα, κρίνεται απαραίτητη η στοχευμένη τοποθέτηση του κεφαλαίου, ώστε να εξασφαλίζεται η σωστή σύνθεση μεταξύ ομολόγων και μετάλλων. Το αποτέλεσμα της προσεκτικής και επιλεκτικής τοποθέτησης είναι η προστασία των επενδυτών από μαζικές απώλειες εξαιτίας κρίσεων στις αγορές ομολόγων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Agyei-Ampomah, S., D. Gounopoulos, and K. Mazouz, 2014. "Does gold offer a better protection against losses in sovereign debt bonds than other metals?" *Journal of Banking & Finance* 40, 507-521.
- Batten, J. A., C. Ciner, and B. M. Lucey, 2014. "On the Economic Determinants of the Gold-Inflation Relation", *Resources Policy*, 41, 101-108.
- Baur, D. G., 2013. "The autumn effect of gold", *Research in International Business and Finance* 27, 1-11.

- Baur, D. G., and B. M. Lucey, 2010. "Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold", *Financial Review* 45, 217-229.
- Baur, D. G., and T. K. McDermott, 2010. "Is gold a safe haven? International evidence", *Journal of Banking & Finance* 34, 1886-1898.
- Belousova, J., and G. Dorfleitner, 2012. "On the diversification benefits of commodities from the perspective of euro investors", *Journal of Banking & Finance* 36, 2455-2472.
- Bernholz, P., and H. Gersbach, 1992. "The present monetary theory of advanced inflation: A failure", *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 148, 705-719.
- Cai, J., Y.-L. Cheung, and M. C. S. Wong, 2001. "What moves the gold market?", *Journal of Futures Markets* 21, 257-278.
- Daskalaki, C., and G. Skiadopoulos, 2011. "Should investors include commodities in their portfolios after all? New evidence", *Journal of Banking & Finance* 35, 2606-2626.
- Erb, C. B., and C. R. Harvey, 2006. "The strategic and tactical value of commodity futures", *Financial Analysts Journal* 62.
- Hanke, S., and N. Krus, 2012. *World Hyperinflations* (Routledge Publishing, London).
- Makinen, G. E., 1986. "The Greek hyperinflation and stabilization of 1943-1946", *Journal of Economic History* 46, 795-805.
- Marcet, A., and Nikolini J.P., 2003. "Recurrent hyperinflation and learning", *American Economic Review* 93, 1476-1498.
- Pukthuanthong, K., and R. Roll, 2011. "Gold and the Dollar (and the Euro, Pound, and Yen)", *Journal of Banking & Finance* 35, 2070-2083.
- Reboredo, J. C., 2013. "Is gold a safe haven or a hedge for the US dollar? Implications for risk management", *Journal of Banking & Finance* 37, 2665-2676.
- Thomadakis, S., D. Gounopoulos, C. Nounis, and M. Riginos, 2015. "Financial innovation and growth: Listing and IPOs from 1880 to World War II", Working Paper, London School of Economics.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σωτήρης Παπαϊωάννου, *Ερευνητής ΚΕΠΕ*

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο ρόλος της δημοσιονομικής πολιτικής στην οικονομική ανάπτυξη είναι ένα από τα πιο αμφιλεγόμενα ζητήματα στη σύγχρονη μακροοικονομία. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της κεϋνσιανής οικονομικής θεωρίας, η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την αύξηση της παραγωγής με τη στήριξη της εγχώριας ζήτησης. Αντίθετα, η νεοκλασική οικονομική θεώρηση υποστηρίζει ότι η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική μπορεί να παρεμποδίσει την ανάπτυξη μέσω της εκτόπισης του ιδιωτικού τομέα. Ομοίως, οι υπάρχουσες εμπειρικές μελέτες διαπιστώνουν είτε ότι ο πολλαπλασιαστής δημοσίων δαπανών είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα ή ότι είναι πολύ πιο κάτω από 1, με το μέγεθος της επίπτωσης στο εγχώριο προϊόν να ποικίλλει ανάλογα με κατά τόπους χαρακτηριστικά που σχετίζονται με τη νομισματική πολιτική, το καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών, το άνοιγμα του εμπορίου και το επίπεδο του δημόσιου χρέους (Ilzetzki κ.ά. 2013).

Η συζήτηση σχετικά με τις επιδράσεις της δημοσιονομικής πολιτικής στην οικονομική ανάπτυξη έχει κινηθεί προς μια νέα κατεύθυνση μετά την έλευση της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, με μια ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα περίπτωση που αξίζει να μελετηθεί να είναι αυτή της ελληνικής οικονομίας. Μια σειρά από δημοσιονομικά μέτρα που έχουν υιοθετηθεί κατά τη διάρκεια των τελευταίων πέντε ετών περιλαμβάνουν περικοπές στις δημόσιες δαπάνες και στις δημόσιες επενδύσεις και αυξήσεις άμεσων και έμμεσων φόρων. Ωστόσο, η αποτελεσματικότητα ορισμένων από αυτά τα μέτρα έχει αμφισβητηθεί πρόσφατα καθώς οι Blanchard και Leigh (2013) τόνισαν ότι η λήψη τους βασίστηκε σε εσφαλμένες εκτιμήσεις για το μέγεθος των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών. Ο προβληματισμός αυτός έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία καθώς έχει υποστηριχθεί ότι οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές είναι υψηλότεροι κατά τη διάρκεια της ύφεσης (Alesina κ.ά. 2012), ή ότι τα εμπροσθοβαρή προγράμματα λιτότητας οδηγούν συχνά σε υψηλότερους από τους συνήθεις δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές (Bagaria κ.ά. 2012).

Το παρόν άρθρο προσπαθεί να συμβάλλει στον ευρύτερο προβληματισμό, με την ποσοτικοποίηση των επιπτώσεων της δημοσιονομικής πολιτικής στο ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα δεδομένων που ξεκινά από το πρώτο τρίμηνο του 1999 και φτάνει έως και το τρίτο τρίμηνο του 2013, υπολογίζονται δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές ύστερα από την εκτίμηση ενός αυτοπαλίνδρομου οικονομετρικού υποδείγματος VAR.

2. ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Η υπάρχουσα θεωρητική βιβλιογραφία μάς παρέχει αμφιλεγόμενες προβλέψεις αναφορικά με τον αντίκτυπο της δημοσιονομικής πολιτικής στο παραγόμενο προϊόν. Από τη μία πλευρά, τα νεοκεϋνσιανά υποδείγματα γενικής ισορροπίας υποστηρίζουν ότι ο πολλαπλασιαστής των δημοσίων δαπανών είναι κοντά ή ακόμα και πάνω από 1 (Gali κ.ά. 2007, Monacelli και Perotti 2008)¹. Από την

1. Στην περίπτωση που ο πολλαπλασιαστής δημοσίων δαπανών είναι υψηλότερος του 1, αυτό σημαίνει ότι η αύξηση του ΑΕΠ υπερβαίνει την αύξηση των δημοσίων δαπανών. Σε αντίθετη περίπτωση, ο πολλαπλασιαστής είναι μικρότερος της μονάδας.

άλλη πλευρά, τα νεοκλασικά υποδείγματα έρχονται σε πλήρη αντίθεση με τα νεοκεϋνσιανά υποδείγματα, καθώς προβλέπουν ότι το μέγεθος του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή είναι μικρότερο από τη μονάδα, ενώ η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να μειωθεί (Baxter και King 1993, Burnside κ.ά. 2004, Ramey 2011).

Το κύριο χαρακτηριστικό των νεο-κεϋνσιανών υποδειγμάτων είναι ότι τα νοικοκυριά δεν προγραμματίζουν την κατανάλωσή τους έχοντας στη διάθεσή τους έναν άπειρο χρονικό ορίζοντα και, ως εκ τούτου, η κατανάλωσή τους είναι συνάρτηση του τρέχοντος διαθέσιμου εισοδήματός τους. Έτσι, οποιαδήποτε αύξηση των δημοσίων δαπανών που δεν χρηματοδοτείται από την αύξηση των φόρων οδηγεί σε μεγαλύτερη κατανάλωση και υψηλότερο παραγόμενο προϊόν. Τα νεοκλασικά υποδείγματα έρχονται σε αντίθεση με αυτή την υπόθεση και υποθέτουν ότι τα νοικοκυριά αντιμετωπίζουν άπειρο χρονικό ορίζοντα, ενώ η κατανάλωσή τους υπόκειται σε ένα διαχρονικό εισοδηματικό περιορισμό. Έτσι, η αύξηση των δημοσίων δαπανών μειώνει την παρούσα αξία του διαθέσιμου εισοδήματος (μετά από φόρους), δημιουργώντας με τη σειρά της αρνητικές επιπτώσεις στο διαθέσιμο πλούτο και στην κατανάλωση των νοικοκυριών.

Η υπάρχουσα εμπειρική έρευνα βασίζεται κυρίως στην εκτίμηση αυτοπαλίνδρομων οικονομετρικών υποδειγμάτων (VAR), τα οποία επιτρέπουν τη δυναμική ανατροφοδότηση μεταξύ των ενδογενών ερμηνευτικών μεταβλητών. Όπως και στην περίπτωση των θεωρητικών υποδειγμάτων, οι υπάρχουσες εμπειρικές εκτιμήσεις δεν παρέχουν ομόφωνες προβλέψεις αναφορικά με τον αντίκτυπο της δημοσιονομικής πολιτικής στο ΑΕΠ. Μια σειρά από μελέτες με επίκεντρο την οικονομία των ΗΠΑ δείχνουν ότι η επίπτωση στην ιδιωτική κατανάλωση ύστερα από μια θετική μεταβολή στις δημόσιες δαπάνες είναι αρκετά θετική, με το μέγεθος του πολλαπλασιαστή να είναι κοντά ή ακόμη και υψηλότερο της μονάδας (Fatas και Mihov 2001, Blanchard και Perotti 2002, Monacelli κ.ά. 2010). Ωστόσο, ένα μέρος της βιβλιογραφίας έχει εντοπίσει μη κεϋνσιανές επιδράσεις σε περιόδους μεγάλης δημοσιονομικής εξυγίανσης, με το προϊόν να αυξάνεται καθώς μειώνονται οι δημόσιες δαπάνες (Perotti 1999). Σχετικά πρόσφατα, ο Perotti (2005) έδειξε ότι οι επιδράσεις της δημοσιονομικής πολιτικής στο ΑΕΠ πέντε μεγάλων χωρών του ΟΟΣΑ έχουν γίνει αισθητά ασθενέστερες με την πάροδο του χρόνου, με τον πολλαπλασιαστή δημοσίων δαπανών να είναι μεγαλύτερος από 1 μόνο στις ΗΠΑ, για την περίοδο πριν από το 1980.

3. ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

Η εκτίμηση των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών βασίζεται στην εκτίμηση του εξής διαρθρωτικού αυτοπαλίνδρομου οικονομετρικού ποδείγματος:

$$Z_t = A(L)Z_{t-1} + U_t \quad (1)$$

όπου Z είναι το διάνυσμα των ερμηνευτικών μεταβλητών του οικονομετρικού συστήματος. Η οικονομετρική εξειδίκευση βασίζεται σε τριμηνιαία στοιχεία για τις μεταβλητές των δημοσίων δαπανών (δημόσια κατανάλωση συν δημόσιες επενδύσεις), των φόρων μείον τις μεταβιβάσεις και του ΑΕΠ. Περιλαμβάνει επίσης μια μεταβλητή για τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ, καθώς και μια μεταβλητή για το επιτόκιο του 10ετούς δημόσιου χρέους.

Όλες οι μεταβλητές είναι σε πραγματικούς όρους, εποχικώς διορθωμένες, εκτός από τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ και το επιτόκιο. $A(L)$ είναι το διάνυσμα των εκτιμημένων οικονομετρικών συντελεστών και U είναι το διάνυσμα των καταλοίπων. Το δείγμα της ανάλυσης καλύπτει την περίοδο από το πρώτο τρίμηνο του 1999 έως και το τρίτο τρίμηνο του 2013. Τα στατιστικά δεδομένα προέρχονται από τη βάση δεδομένων των εθνικών λογαριασμών της Eurostat καθώς και από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Ύστερα από την εκτίμηση του υποδείγματος (1), ακολουθείται η μεθοδολογία των Blanchard και Perotti (2002) και Perotti (2005) προκειμένου να αναπαραχθούν “εξωγενείς διαταραχές” για τις δημόσιες δαπάνες και τους φόρους, τα οποία στη συνέχεια χρησιμοποιούνται για να αποτυπωθούν οι δυναμικές επιδράσεις τους στο ΑΕΠ. Ο αριθμός των χρονικών υστερήσεων για το σύστημα VAR τίθεται ίσος με 2, καθώς πληρούται η συνθήκη ευστάθειας του συστήματος, δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση στα κατάλοιπα και τουλάχιστον ένα από τα σχετικά διαγνωστικά κριτήρια ελαχιστοποιείται.

Μετά από την εκτίμηση του διαρθρωτικού υποδείγματος VAR, πραγματοποιήθηκαν μια σειρά από προσομοιώσεις προκειμένου να ανιχνευθεί η επίπτωση στο ΑΕΠ των εξωγενών δημοσιονομικών διαταραχών. Οι διαταραχές αυτές αντιστοιχούν σε ύψος μιας θετικής τυπικής απόκλισης και ο αντίκτυπός τους στο ΑΕΠ απεικονίζεται μέσω των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών. Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τους αθροιστικούς δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές σε όρους παρούσας αξίας μετά από μια διαταραχή των δημοσίων δαπανών και μετά από ένα σοκ στους φόρους για χρονικό ορίζοντα ενός έτους.

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 1 δείχνουν ότι η αύξηση των δημοσίων δαπανών αυξάνει το ΑΕΠ με τον αθροιστικό πολλαπλασιαστή να φθάνει στο 0,16 τέσσερα τρίμηνα μετά την αρχική διαταραχή. Στο ίδιο σχήμα, η επίπτωση στο ΑΕΠ μετά από μια διαταραχή στους φόρους είναι αρνητική, με τη σωρευτική επίδραση να αντιστοιχεί σε -0,38 τέσσερα τρίμηνα μετά την αρχική διαταραχή. Οι επιδράσεις των δαπανών και των φόρων αναλύονται περαιτέρω διερευνώντας τις επιπτώσεις των επιμέρους συστατικών τους (δημόσια κατανάλωση, δημόσιες επενδύσεις, άμεσοι και έμμεσοι φόροι).

Η επίπτωση στο ΑΕΠ ύστερα από μια διαταραχή στη δημόσια κατανάλωση είναι αρνητική για ολόκληρο το χρονικό ορίζοντα με τον αθροιστικό δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή να φθάνει στο -0,62 τέσσερα τρίμηνα μετά την αρχική διαταραχή. Αυτό το αποτέλεσμα είναι σύμφωνο με τις προβλέψεις των νεοκλασικών υποδειγμάτων για αρνητικές επιπτώσεις στο διαθέσιμο πλούτο, οι οποίες προκαλούνται από τις προσδοκίες των νοικοκυριών για υψηλότερη μελλοντική φορολογική επιβάρυνση. Αντίθετα, η επίπτωση στο ΑΕΠ ύστερα από μια εξωγενή διαταραχή στις δημόσιες επενδύσεις είναι θετική και ο πολλαπλασιαστής είναι ίσος με 0,48 ύστερα από τέσσερα τρίμηνα. Εκτός από βραχυχρόνιες επιδράσεις στην εγχώρια συνολική ζήτηση, οι δημόσιες επενδύσεις συμβάλλουν στην αύξηση της παραγωγής από την πλευρά της προσφοράς, καθώς ένα υψηλότερο απόθεμα δημόσιων υποδομών αυξάνει το οριακό προϊόν των υπόλοιπων εισροών και ενθαρρύνει τη διενέργεια ιδιωτικών επενδύσεων. Όπως είναι αναμενόμενο, οι σωρευτικές επιδράσεις των πολλαπλασιαστών των φόρων είναι αρνητικές και φτάνουν στο -1,42 και -0,84 για τους άμεσους και έμμεσους φόρους, αντίστοιχα, ύστερα από τέσσερα τρίμηνα. Το κάτω τμήμα του Πίνακα 1 παρουσιάζει τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές που λαμβάνονται εάν στο οικονομικό σύστημα συμπεριληφθεί μια ψευδομεταβλητή για την περίοδο της κρίσης (λαμβάνοντας τιμές του 1 για την περίοδο από το δεύτερο τρίμηνο του 2008 και ύστερα και 0 διαφορετικά). Οι εκτιμήσεις που έχουν ληφθεί σύμφωνα με αυτή την εξειδίκευση επαληθεύουν τα πρώτα αποτελέσματα όσον αφορά το πρόσημο των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών. Ωστόσο, παρατηρούμε ότι ο πολλαπλασιαστής των δημοσίων δαπανών είναι σημαντικά υψηλότερος (0,35 ύστερα από 4 τρίμηνα). Επιπλέον, ο πολλαπλασιαστής της δημόσιας κατανάλωσης είναι συγκριτικά μικρότερος σε απόλυτους όρους (-0,15 ύστερα από 4 τρίμηνα), ενώ ο πολλαπλασιαστής της δημόσιας επένδυσης είναι υψηλότερος (1,36 ύστερα από 4 τρίμηνα). Τέλος, ο πολλαπλασιαστής των άμεσων φόρων είναι σημαντικά πιο υψηλός (-2,12 ύστερα από 4 τρίμηνα).

Πίνακας 1
Αθροιστικοί δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές

| <i>Βασικό Υπόδειγμα</i> | | | | |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Α΄ ΤΡΙΜ. | Β΄ ΤΡΙΜ. | Γ΄ ΤΡΙΜ. | Δ΄ ΤΡΙΜ. |
| Δημόσιες δαπάνες | 0,03 | 0,08 | 0,12 | 0,16 |
| Δημόσια κατανάλωση | -0,14 | -0,26 | -0,39 | -0,62 |
| Δημόσια επένδυση | 0,03 | 0,02 | 0,16 | 0,48 |
| Φόροι | -0,09 | -0,21 | -0,30 | -0,38 |
| Άμεσοι φόροι | -0,60 | -1,15 | -1,35 | -1,42 |
| Έμμεσοι φόροι | -0,15 | -0,34 | -0,56 | -0,84 |
| <i>Υπόδειγμα με ψευδομεταβλητή για την περίοδο της κρίσης</i> | | | | |
| | Α΄ ΤΡΙΜ. | Β΄ ΤΡΙΜ. | Γ΄ ΤΡΙΜ. | Δ΄ ΤΡΙΜ. |
| Δημόσιες δαπάνες | 0,04 | 0,12 | 0,23 | 0,35 |
| Δημόσια κατανάλωση | -0,08 | -0,13 | -0,12 | -0,15 |
| Δημόσια επένδυση | 0,21 | 0,38 | 0,75 | 1,36 |
| Φόροι | -0,08 | -0,20 | -0,29 | -0,37 |
| Άμεσοι φόροι | -0,78 | -1,46 | -1,84 | -2,12 |
| Έμμεσοι φόροι | -0,17 | -0,37 | -0,56 | -0,79 |

4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα αποτελέσματα αυτής της εργασίας μπορεί να αποδειχθούν χρήσιμα για το σχεδιασμό μιας οικονομικής πολιτικής που θα ενθαρρύνει την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας χωρίς την αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Συγκεκριμένα, το μέγεθος του πολλαπλασιαστή των δημοσίων δαπανών, αν και θετικό, είναι χαμηλότερο από τη μονάδα και αυτό υπονοεί ότι οι επιπτώσεις στο ΑΕΠ μέσω της αύξησης των κρατικών δαπανών είναι σχετικά ασθενείς.

Με παρόμοιο τρόπο, φαίνεται ότι η πολιτική για την αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης υπονομεύει τις προσπάθειες για μια γρήγορη ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας καθώς ο πολλαπλασιαστής τους είναι αρνητικός. Σε χώρες όπου η ροπή προς τις εισαγωγές είναι πολύ υψηλή, όπως είναι η Ελλάδα, οι αρνητικοί πολλαπλασιαστές μπορεί να αποδοθούν στο γεγονός ότι ένα μεγάλο ποσοστό της κατανάλωσης κατευθύνεται προς εισαγόμενα προϊόντα. Αντίθετα, η αύξηση των δημοσίων επενδύσεων φαίνεται να συμβάλλει θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ, με πιθανούς μηχανισμούς μετάδοσης τη μείωση της ανεργίας, την ενίσχυση των δημοσίων υποδομών και την ενθάρρυνση των ιδιωτικών επενδύσεων. Από την άλλη πλευρά, η επίπτωση στο ΑΕΠ ύστερα από μια διαταραχή στους φόρους είναι αρκετά αρνητική. Ο πολλαπλασιαστής των άμεσων φόρων είναι υψηλότερος από 1, πράγμα που σημαίνει ότι μια πολιτική προς την κατεύθυνση της μείωσής τους μπορεί να τονώσει την οικονομική δραστηριότητα στην ελληνική οικονομία.

Δεδομένου ότι η δημοσιονομική εξυγίανση θα συνεχιστεί κατά τα επόμενα έτη, οι δημόσιες πολιτικές που μειώνουν τους φόρους και αυξάνουν τις δημόσιες επενδύσεις φαίνεται να λειτουργούν προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας, επειδή αυξάνουν την παραγωγική ικανότητα και ενθαρρύνουν τις ιδιωτικές επενδύσεις. Το βασικό συμπέρασμα

που προκύπτει από αυτό το σύντομο άρθρο είναι ότι ο σχεδιασμός του μείγματος δημοσιονομικής πολιτικής δεν θα πρέπει να υπονομεύει τις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και παράλληλα δεν θα πρέπει να οδηγεί σε μακροχρόνιες μακροοικονομικές ανισορροπίες.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Alesina, A., Favero, C., Giavazzi, F., 2012, "The output effect of fiscal consolidations", NBER Working Paper No. 18336.
- Bagaria, N., Holland, D., Van Reenen, J., 2012, "Fiscal consolidation during a depression", Centre for Economic Performance Special Paper No. 27.
- Baxter, M., King, R., 1993, "Fiscal policy in general equilibrium", *American Economic Review* 83: 315-334.
- Blanchard, O., Leigh, D., 2013, "Growth forecast errors and fiscal multipliers", *American Economic Review: Papers and Proceedings* 103: 117-120.
- Blanchard, O., Perotti, R., 2002, "An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output", *Quarterly Journal of Economics* 117: 1329-1368.
- Burnside, C., Eichenbaum, M., Fisher, J., 2004, "Fiscal shocks and their consequences", *Journal of Economic Theory* 115: 89-117.
- Fatas, A., Mihov, I., 2001, "The effects of fiscal policy on consumption and employment: theory and evidence", CEPR Discussion Paper No. 2760.
- Gali, J., Lopez-Salido, J.D., Valles, J., 2007, "Understanding the effects of government spending on consumption", *Journal of the European Economic Association* 5: 227-270.
- Ilzetzki, E., Mendoza, G., Végh, C., 2013, "How big (small) are fiscal multipliers?", *Journal of Monetary Economics* 60: 239-254.
- Monacelli, T., Perotti, R., 2008, "Fiscal policy, wealth effects and markups", NBER Working Paper No. 14584.
- Monacelli, T., Perotti, R., Trigari, A., 2010, "Unemployment fiscal multipliers", *Journal of Monetary Economics* 57: 531-553.
- Perotti, R., 1999, "Fiscal policy in good times and bad", *Quarterly Journal of Economics* 114: 1399-1436.
- Perotti, R., 2005, "Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries", Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Ramey, V., 2011, "Identifying government expenditure shocks: it is all in the timing", *Quarterly Journal of Economics* 126: 1-50.

ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Αθανάσιος Χύμης, Ερευνητής ΚΕΠΕ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η έννοια της Ανταγωνιστικότητας δείχνει να κυριαρχεί το τελευταίο διάστημα στον δημόσιο διάλογο και όχι αδικαιολόγητα, δεδομένου ότι όσο πιο ανταγωνιστική είναι μία οικονομία τόσο υψηλότερο είναι το επίπεδο ευημερίας της. Οι δείκτες ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος ήταν σε πολύ χαμηλό επίπεδο για πολλά χρόνια προ της παρούσης κρίσεως. Εάν ως χώρα είχαμε εστιάσει στην βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς μας αρκετά νωρίτερα –και βεβαίως προ της κρίσεως– και είχαμε λάβει τα αναγκαία μέτρα για την βελτίωση αυτής, οι επιπτώσεις της επεκτάσεως της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσεως στην Ελλάδα θα ήταν πολύ μικρότερες.

Υπάρχουν αρκετοί παγκόσμιοι οργανισμοί που επιχειρούν να μετρήσουν την ανταγωνιστικότητα των κρατών, με πιο γνωστούς το Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ (World Economic Forum –WEF), την Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank –WB) αλλά και το διεθνές ίδρυμα International Institute for Management Development (IMD). Λόγω της πληθώρας των δεικτών και υποδεικτών¹ που χρησιμοποιούνται, αλλά και των ορισμών περί ανταγωνιστικότητας, το παρόν άρθρο έχει σκοπό α) να διερευνήσει τι σημαίνει ανταγωνιστικότητα και β) να επικεντρώσει σε ορισμένους κρίσιμους παράγοντες που την επηρεάζουν άμεσα και που η χώρα μας χρειάζεται να βελτιώσει τάχιστα, προκειμένου να αυξήσουμε σημαντικά τον ρυθμό αναπτύξεως ο οποίος μετά από 6 συνεχή χρόνια αρνητικού προσήμου, επιτέλους, κατέστη θετικός.

2. ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Αυξημένη ανταγωνιστικότητα ουσιαστικά αντικατοπτρίζει την αυξημένη παραγωγικότητα, δηλαδή την ικανότητα μιας οικονομίας να παράγει προϊόν (όπως π.χ. μετρείται από το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν –ΑΕΠ) με χαμηλότερο κόστος σε σχέση με άλλες χώρες (Τράπεζα της Ελλάδος, 2010). Όπως επεσήμανε η ΤτΕ ήδη από το 2010, η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας παρέμεινε σε συνεχή πτώση για περισσότερο από μία εικοσαετία. Αυτό σημαίνει, μεταξύ άλλων, ότι η Ελλάς παρήγαγε με συνεχώς αυξανόμενο κόστος, ήτοι με συνεχώς μειούμενη αποδοτικότητα και άρα η παραγωγικότητά της έφθινε συνεχώς σε σχέση με τους εταίρους της όχι μόνο στην Ευρωπαϊκή Ένωση αλλά και στον ΟΟΣΑ.

Η μείωση της παραγωγικότητας αντανακλάται στην ισοτιμία του νομίσματος της χώρας με τα άλλα νομίσματα. Συγκεκριμένα, η ΤτΕ και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) καταρτίζουν τον δείκτη της Πραγματικής Σταθμισμένης Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (ΠΣΣΙ), ο οποίος αντανακλά,

1. Το WEF εκδίδει κάθε χρόνο την Έκθεση Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας (Global Competitiveness Report) όπου παρουσιάζει τον Δείκτη Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας (Global Competitiveness Index –GCI). Η WB, επίσης σε ετήσια βάση, δημοσιοποιεί τον Δείκτη Ευκολίας του Επιχειρείν (Ease of Doing Business) ενώ το IMD εκδίδει, επίσης ετησίως, την Επετηρίδα Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας (World Competitiveness Yearbook). Οι δείκτες αυτοί περιλαμβάνουν πληθώρα υποδεικτών. Για περισσότερες πληροφορίες παραπέμπουμε τον αναγνώστη σε σχετικό άρθρο περί δεικτών ανταγωνιστικότητας στο προηγούμενο δελτίο (Δεκεμβρίου).

εν μέρει, τις διαφορές στην παραγωγικότητα μεταξύ των χωρών σε παγκόσμιο επίπεδο. Έτσι, στην προ ΟΝΕ εποχή, η διαφορά στην παραγωγικότητα γινόταν, εμμέσως, αντιληπτή στο ευρύ κοινό με την συνεχή διολίσθηση της δραχμής (ενίοτε και υποτιμήσεις). Η ανταγωνιστικότητα και, κατά συνέπεια, η παραγωγικότητα της χώρας, δεν σταμάτησε να έχει διαφορά και να υπολείπεται σημαντικά αυτής των εταίρων μας και μετά την εισαγωγή του κοινού νομίσματος (ευρώ). Η διολίσθηση συνεχιζόταν, όπως δείχνουν τα στοιχεία της ΤτΕ και της ΕΚΤ. Συγκεκριμένα, την περίοδο 2001-2009, με βάση τον δείκτη ΠΣΣΙ της ΤτΕ η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας έφθασε το 27,7% σε όρους κόστους εργασίας (ΤτΕ, 2010). Όμως, δεν υπήρχε η δυνατότητα αυτό να φανεί στο –κοινό πλέον– νόμισμα. Έτσι, ήταν μοιραίο να φθάσουμε στην κρίση όπου ουσιαστικά είχαμε μία απότομη υποτίμηση (την λεγόμενη εσωτερική υποτίμηση που συνετέλεσθη) μέσω της απώλειας σχεδόν 26% του ΑΕΠ από το 2009 έως σήμερα, ποσοστό που δεν απέχει πολύ από το ανωτέρω 27,7%.

Για να το πούμε δηλαδή με απλά λόγια, τα υψηλά επίπεδα του ΑΕΠ τα οποία φθάσαμε να απολαμβάνουμε λίγο πριν την κρίση δεν ήταν πραγματικά αλλά αποτέλεσμα «φούσκας», η οποία έσκασε για να επανέλθουμε εκεί όπου οφείλαμε να είμαστε βάσει της παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας. Κατά συνέπεια, δεν παίζει τόσο σημαντικό ρόλο εάν έχουμε δραχμή, ευρώ, δολάριο ή όπως αλλιώς ονομάσουμε το νόμισμά μας, την στιγμή που δεν έχουμε παραγωγικότητα και, κατά συνέπεια, ανταγωνιστικότητα.

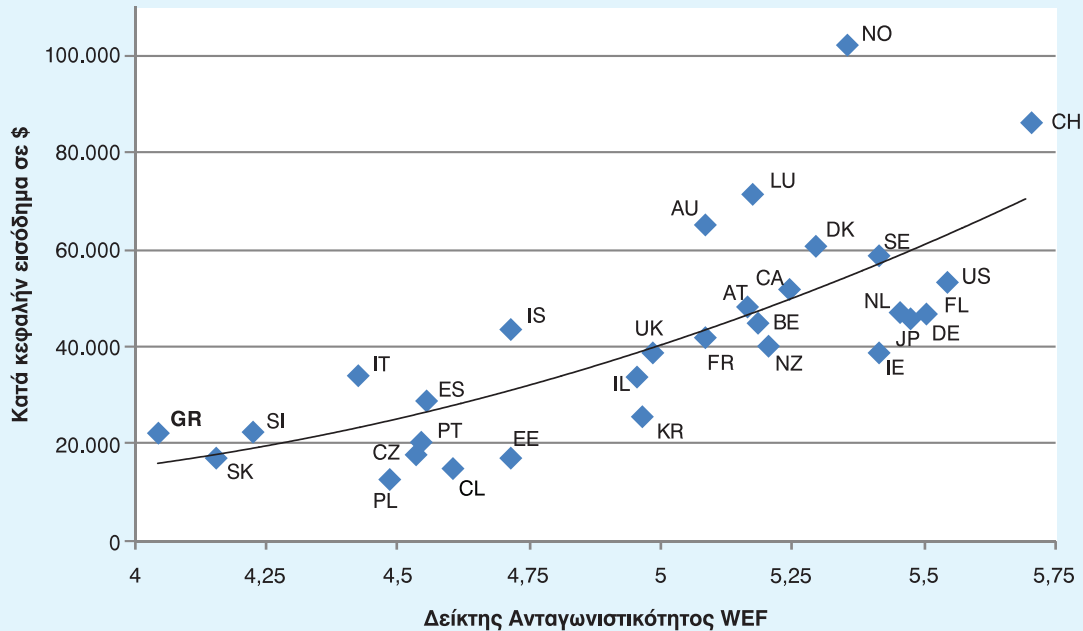
3. Η ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΟΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΥΗΜΕΡΙΑΣ

Ο λόγος που η ανταγωνιστικότητα είναι μία έννοια που συνεχώς αναφέρεται σε διεθνές επίπεδο, απασχολεί όλα τα κράτη και δείκτες αυτής καταρτίζονται από τους μεγαλύτερους παγκοσμίους οργανισμούς, δεν είναι άλλος από την σύνδεσή της με την οικονομική και κοινωνική ευημερία. Το κατά κεφαλήν εθνικό εισόδημα (Gross National Income –GNI) και το ποσοστό ανεργίας αποτελούν δύο βασικούς δείκτες οικονομικής και κοινωνικής ευημερίας. Τα Διαγράμματα 1 και 2 απεικονίζουν παραστατικά την σχέση μεταξύ ανταγωνιστικότητας –όπως αυτή υπολογίζεται σύμφωνα με τον Δείκτη Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας (GCI) που καταρτίζει κάθε χρόνο το WEF– και του κατά κεφαλήν εθνικού εισοδήματος, όπως και του ποσοστού ανεργίας.

Τα διαγράμματα αφορούν στην πλέον πρόσφατη κατάταξη (2014) των 31 πλουσίων χωρών του ΟΟΣΑ² –της ομάδος χωρών στην οποίαν ανήκει και η Ελλάς– της τελευταίας εκθέσεως του WEF για την Παγκόσμια Ανταγωνιστικότητα, σύμφωνα με την οποίαν η χώρα μας ανέβηκε 10 θέσεις στην κατάταξη (81^η από 91^η το 2013). Παρά την σημαντική αυτή άνοδο, η Ελλάς παραμένει στην τελευταία θέση στην κατηγορία των πλουσίων χωρών του ΟΟΣΑ. Διευκρινίζεται ότι η έκθεση του WEF αφορά σε στοιχεία του προηγούμενου έτους 2013, και η ανεργία αφορά συγκεκριμένα στο 4^ο τρίμηνο του 2013.

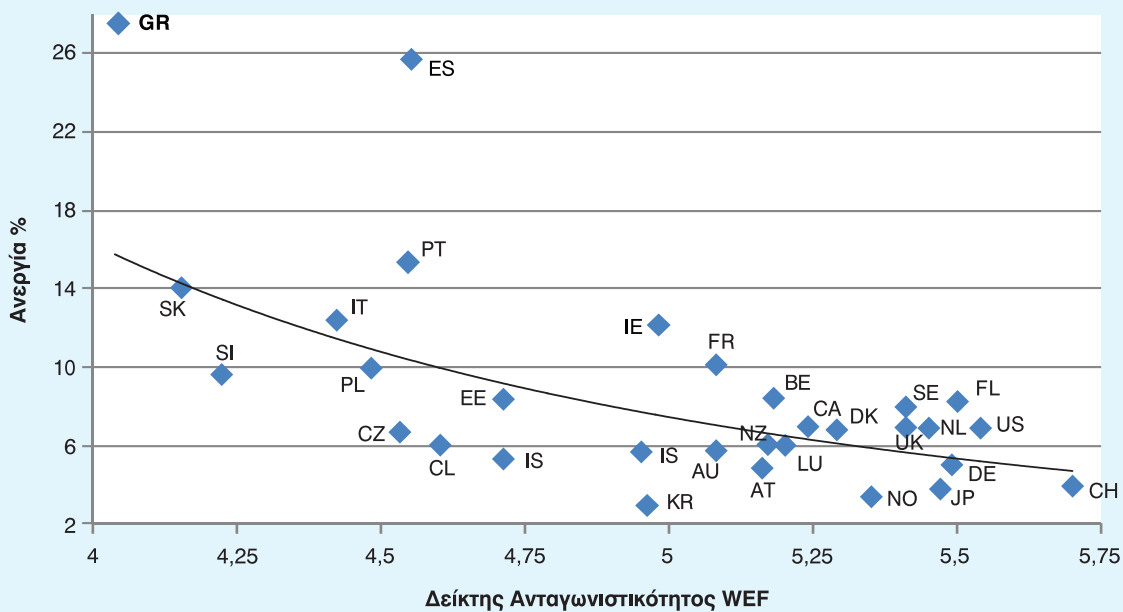
2. Οι 31 χώρες της κατηγορίας “OECD high income countries” είναι οι εξής: Αυστραλία (AU), Αυστρία (AT), Βέλγιο (BE), Καναδάς (CA), Χιλή (CL), Τσεχία (CZ), Δανία (DK), Εσθονία (EE), Φινλανδία (FL), Γαλλία (FR), Γερμανία (DE), Ελλάς (GR), Ισλανδία (IS), Ιρλανδία (IE), Ισραήλ (IL), Ιταλία (IT), Ιαπωνία (JP), Ν. Κορέα (KR), Λουξεμβούργο (LU), Ολλανδία (NL), Νέα Ζηλανδία (NZ), Νορβηγία (NO), Πολωνία (PL), Πορτογαλία (PT), Σλοβακία (SK), Σλοβενία (SI), Ισπανία (ES), Σουηδία (SE), Ελβετία (CH), Ηνωμένο Βασίλειο (UK) και ΗΠΑ (US).

Διάγραμμα 1
Σχέση Ανταγωνιστικότητας - μέσου κατά κεφαλήν εθνικού εισοδήματος



Πηγή: WEF 2014, ΟΟΣΑ 2014. Επεξεργασία από τον συγγραφέα.

Διάγραμμα 2
Σχέση Ανταγωνιστικότητας - Ανεργίας



Πηγή: WEF 2014, ΟΟΣΑ 2014. Επεξεργασία από τον συγγραφέα.

4. ΤΙ ΣΗΜΑΙΝΕΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ: ΠΡΟΣΕΛΚΥΣΗ ΑΜΕΣΩΝ ΞΕΝΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Η σχέση μεταξύ Ανταγωνιστικότητας και Αμέσων Ξένων Επενδύσεων (ΑΞΕ) έχει μελετηθεί από την διεθνή βιβλιογραφία και δείχνει να είναι θετική (Anastassopoulos, 2007· Caves, 1974· Jaysuriya, 2011· Milner και Pentecost, 1996· Shneider και Matei, 2010· Walsh και Yu, 2010). Πράγματι, όταν ένα κράτος είναι ανταγωνιστικό σημαίνει, μεταξύ άλλων, ότι έχει την ικανότητα να παράγει με χαμηλότερο κόστος από ό,τι άλλα κράτη. Εάν συμβαίνει αυτό, τότε επιχειρήσεις από το εξωτερικό θα θελήσουν να δραστηριοποιηθούν στην χώρα με την υψηλή ανταγωνιστικότητα, αφού θα μπορέσουν να παράγουν με πιο αποτελεσματικό (βλ. ανταγωνιστικό) τρόπο. Μία ανταγωνιστική οικονομία είναι δηλαδή ελκυστική σε επιχειρήσεις και, κατά συνέπεια, επενδύσεις.

Η οικονομική θεωρία ορίζει ότι, για να υπάρξει μείωση της ανεργίας, χρειάζεται η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας στην πραγματική οικονομία, σε αντίθεση με το παλιό μοντέλο ανάπτυξης της Ελλάδος, της δημιουργίας μη παραγωγικών, άρα μη ανταγωνιστικών, θέσεων εργασίας κυρίως στο Δημόσιο που, τελικά, μας οδήγησε στην κατάρρευση. Αυτό για να επιτευχθεί σημαίνει ότι θα πρέπει να γίνουν στην Ελλάδα επενδύσεις, δηλαδή επιχειρηματίες (ημεδαποί και ξένοι) να θελήσουν να δραστηριοποιηθούν στην χώρα και να παράγουν. Για να γίνει τούτο θα πρέπει το, λεγόμενο, επενδυτικό κλίμα στην χώρα να είναι ευμενές, δηλαδή ελκυστικό στον επιχειρηματία, παραγωγό.

Το Διάγραμμα 3 δείχνει το απόθεμα των εισροών ΑΞΕ στις υψηλού εισοδήματος χώρες του ΟΟΣΑ το έτος 2013. Η χώρα μας υπολείπεται κατά πολύ στην προσέλκυση ΑΞΕ, το μόνο, αυτή τη στιγμή, δραστικό μέτρο (δεδομένης της δυσκολίας στην χρηματοδότηση των εγχωρίων επιχειρήσεων) για ταχεία μείωση της ανεργίας. Επίσης, ο Πίνακας 1 παρουσιάζει συγκριτικά τα αποθέματα εισροών ΑΞΕ μεταξύ των ετών 2008 και 2013 σε επιλεγμένες οικονομίες χωρών-μελών του ΟΟΣΑ.

Είναι παραπάνω από εμφανές ότι η Ελλάς υπολείπεται σημαντικά σε ΑΞΕ και, παρά την επιχειρηματολογία περί βελτιώσεως του επενδυτικού κλίματος, η αύξηση του αποθέματος εισροών



Πίνακας 1
Απόθεμα εισροών ΑΞΕ τα έτη 2008 και 2013 σε επιλεγμένες χώρες (% του ΑΕΠ)

| | Ιρλανδία | Εσθονία | Τσεχία | Σουηδία | Πορτογαλία | Ισπανία | ΕΕ-28 | ΟΟΣΑ | Γερμανία | Ιταλία | Ελλάς |
|------|----------|---------|--------|---------|------------|---------|-------|-------|----------|--------|-------|
| 2008 | 71,32 | 72,80 | 50,20 | 57,33 | 39,68 | 36,96 | 41,50 | 25,63 | 25,59 | 14,21 | 11,16 |
| 2013 | 173,35 | 87,64 | 68,52 | 67,77 | 58,41 | 52,71 | 50,61 | 32,10 | 29,16 | 19,49 | 11,48 |

Πηγή: FDI in figures, OECD (2014).

ΑΞΕ μεταξύ 2008-2013 είναι αμελητέα σε σχέση με χώρες που αντιμετώπισαν παρόμοια κρίση όπως η Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία και Ιταλία. Να σημειωθεί εδώ ότι οι ΑΞΕ, όπως έχει άλλωστε επισημάνει και η διεθνής βιβλιογραφία (Anastassopoulos, 2007), είναι σημαντικότερες για μικρότερες οικονομίες όπως η ελληνική. Μεγάλες οικονομίες όπως η Γερμανία, οι ΗΠΑ, η Ιαπωνία, η Ιταλία (βλ. Διάγραμμα 3) και, ιδιαιτέρως, χώρες που έχουν ήδη αναπτύξει σημαντική εγχώρια βιομηχανία (ΗΠΑ, Κορέα, Ιαπωνία, Ιταλία), έχουν την δυνατότητα να στηριχθούν στην εγχώρια επιχειρηματικότητα. Μία χώρα σαν την Ελλάδα, που θέλει να αντιμετωπίσει γρήγορα και αποτελεσματικά το φλέγον ζήτημα της ανεργίας, δεν αρκεί να έχει απόθεμα εισροών ΑΞΕ μόλις στο 11-11,5% του ΑΕΠ της, όταν ο ευρωπαϊκός μέσος όρος είναι κοντά στο 50%. Ας φανταστούμε την περίπτωση στην χώρα μας να εισρεύσουν ΑΞΕ αξίας ύψους όσο το μισό περίπου ΑΕΠ μας, δηλαδή περίπου 100 δις, πόσες θέσεις εργασίας θα δημιουργηθούν!

Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα Διαγράμματα 1,2 και 3 αλλά και τον Πίνακα 1, είναι προφανές ότι μόνο τυχαίο δεν είναι ότι η Ελλάς, η οποία καταλαμβάνει την τελευταία θέση μεταξύ των 31 υψηλού εισοδήματος χωρών του ΟΟΣΑ, όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα (σύμφωνα με τον δείκτη του WEF), έχει τόσο περιορισμένη προσέλευση ΑΞΕ. Τι πρέπει όμως συγκεκριμένα να διορθώσει άμεσα;

5. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

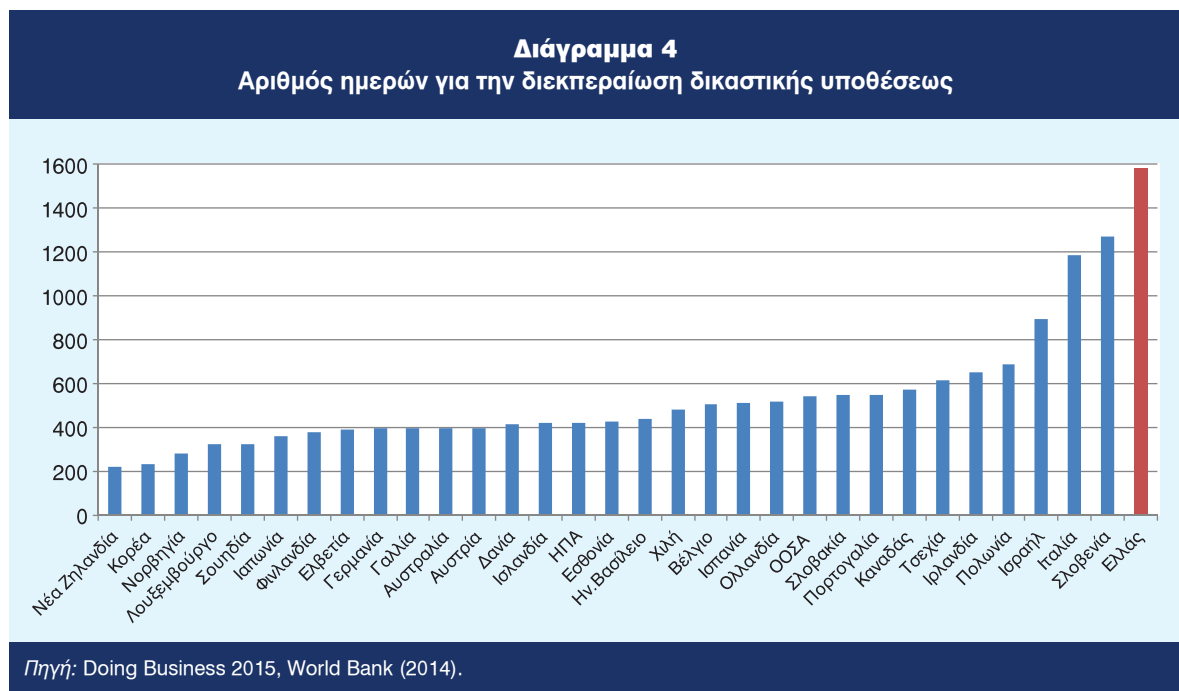
Οι παράγοντες που καθορίζουν την ανταγωνιστικότητα –και άρα, μεταξύ άλλων, την ικανότητα, όπως εξηγήσαμε ανωτέρω, για παραγωγή με φθηνότερο κόστος– μιας χώρας είναι πάρα πολλοί. Αυτό φαίνεται από τον αριθμό υποδεικτών που οι διεθνείς οργανισμοί λαμβάνουν υπ' όψιν τους προκειμένου να υπολογίσουν έναν γενικό δείκτη ανταγωνιστικότητας. Χαρακτηριστικά, αναφέρουμε ότι το WEF χρησιμοποιεί 114 τέτοιους υποδείκτες χωρισμένους σε 12 κατηγορίες-πυλώνες. Πολλοί από αυτούς τους υποδείκτες σχετίζονται μεταξύ τους και το κρίσιμο ερώτημα είναι: ποιοι είναι οι πιο σημαντικοί για την Ελλάδα οι οποίοι χρήζουν άμεσου βελτιώσεως προκειμένου να αυξήσουμε δραστικά τους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας, έτσι ώστε να μειωθεί η ανεργία και να αυξηθεί το κατά κεφαλήν εισόδημα;

Η Ελλάς σήμερα χρειάζεται άμεση αύξηση του ΑΕΠ, δηλαδή αύξηση παραγωγής. Χρειάζεται δηλαδή άμεση δραστηριοποίηση επιχειρηματιών και επενδύσεις οι οποίες θα δημιουργήσουν νέες θέσεις εργασίας. Για να γίνει αυτό, θα πρέπει να βελτιωθούν συγκεκριμένοι παράγοντες. Ποιοι είναι αυτοί; Το WEF δημοσιεύει στις ετήσιες εκθέσεις του τα βασικότερα εμπόδια στο επιχειρείν για κάθε χώρα. Σύμφωνα λοιπόν με τις ετήσιες εκθέσεις του WEF, επί σειράν ετών τα δύο βασικότερα προβλήματα στο επιχειρείν στην περίπτωση της Ελλάδος, εξαιρουμένης της προσβάσεως στην χρηματοδότηση που αποτελεί μείζον πρόβλημα λόγω της κρίσεως (για τις εγχώριες κυρίως επιχειρήσεις) είναι τα εξής: α) η αναποτελεσματική γραφειοκρατία και β) οι φορολογικές ρυθμίσεις (WEF, 2008 σελ. 174· 2014 σελ. 194).

Επίσης, όπως ρητώς αναφέρει η έκθεση του Επιχειρείν της Παγκοσμίου Τραπέζης (WB), η δικαιοσύνη είναι ένας κρίσιμος (αν όχι ο κρίσιμότερος) παράγων προσελκύσεως επενδύσεων σε μία χώρα. Επί λέξει, η τελευταία έκθεση αναφέρει: «Η αποτελεσματική επίλυση των εμπορικών διαφορών έχει πολλά οφέλη. Τα δικαστήρια είναι ουσιαστικής σημασίας για τους επιχειρηματίες διότι ερμηνεύουν και εφαρμόζουν τους νόμους και προστατεύουν έτσι τα δικαιώματα ιδιοκτησίας. Τα αποτελεσματικά και διαφανή δικαστήρια ενθαρρύνουν νέες επιχειρηματικές σχέσεις καθ' ότι οι επιχειρηματίες μπορούν να βασίζονται στα δικαστήρια εάν μια συμφωνία δεν τηρηθεί. Γρήγορες και αποτελεσματικές δίκες είναι ιδιαίτερα απαραίτητες για μικρές επιχειρήσεις, οι οποίες δεν διαθέτουν τους πόρους να παραμείνουν στην αγορά όσο περιμένουν την έκβαση μιας μακράς και χρονοβόρου δικαστικής υποθέσεως» (WB, 2014 σελ. 74).

Κατόπιν των ανωτέρω, και σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία, καταλήγουμε ότι η ανταγωνιστικότητα μίας χώρας εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό κυρίως από θεσμούς όπως: αποτελεσματική και γρήγορη απονομή δικαιοσύνης, αποτελεσματική γραφειοκρατία, και αποτελεσματικό φορολογικό σύστημα (Acemoglu & Robinson, 2012· North, 1990, 2005· Olson, 1982· Rodrik et al., 2002· Williamson, 1985).

Στο Διάγραμμα 4 απεικονίζεται ο αριθμός ημερών που χρειάζεται σε κάθε μία από τις 31 πλούσιες χώρες του ΟΟΣΑ για να επιλυθεί μία μέση υπόθεση. Στην Ελλάδα ο αριθμός είναι 1580 μέρες (4,3 χρόνια περίπου), όταν ο μέσος όρος του ΟΟΣΑ είναι 540 ημέρες. Το Διάγραμμα είναι αρκετά εύγλωπτο ώστε κάθε περαιτέρω σχολιασμός περιττεύει.



Στον Πίνακα 2 παραθέτουμε την κατάταξη της Ελλάδος όσον αφορά συγκεκριμένους δείκτες που αφορούν την αποτελεσματικότητα λειτουργίας του ρυθμιστικού πλαισίου (γραφειοκρατίας) και του φορολογικού συστήματος. Συγκεκριμένα, παραθέτουμε τους δείκτες: 1.09 «Βάρος ρυθμιστικού πλαισίου» ο οποίος αντικατοπτρίζει την γραφειοκρατία, 6.04 «Επίδραση φορολογίας στα κίνητρα προς επενδύσεις» και 7.05 «Επίδραση φορολογίας στα κίνητρα προς εργασία», οι οποίοι αντικατοπτρίζουν την αποτελεσματικότητα του φορολογικού συστήματος συνολικά και όχι μόνο το ύψος των φορολογικών συντελεστών. Η σύγκριση γίνεται με χώρες παρομοίου (πληθυσμιακού) μεγέθους με την Ελλάδα και με τον μέσο όρο του ΟΟΣΑ.

Πίνακας 2
Κατάταξη της Ελλάδος ως προς την αποτελεσματικότητα γραφειοκρατίας και φορολογικού συστήματος και σύγκριση με επιλεγμένες χώρες

| Δείκτης | Εσθονία | Σουηδία | Νορβηγία | Ολλανδία | Ιρλανδία | ΟΟΣΑ | Αυστρία | Δανία | Πορτογαλία | Βέλγιο | Ελλάς |
|---------|---------|---------|----------|----------|----------|------|---------|-------|------------|--------|-------|
| 1.09 | 10 | 20 | 38 | 30 | 22 | 52 | 83 | 80 | 108 | 130 | 136 |
| 6.04 | 12 | 28 | 41 | 17 | 18 | 74 | 75 | 115 | 129 | 126 | 141 |
| 7.05 | 24 | 30 | 29 | 62 | 93 | 71 | 121 | 132 | 131 | 141 | 138 |

Πηγή: WEF 2014. Κατάταξη σε σύνολο 144 χωρών.

Δείκτες: 1.09 Βάρος ρυθμιστικού πλαισίου, 6.04 Επίδραση φορολογίας στα κίνητρα προς επενδύσεις, 7.05 Επίδραση φορολογίας στα κίνητρα προς εργασία.

Είναι σαφές ότι η χώρα μας κατατάσσεται όχι μόνο τελευταία των 31 πλουσίων χωρών του ΟΟΣΑ αλλά και πολύ πίσω από τις περισσότερες των 144 χωρών που αξιολογεί το Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ.

Η αντιπαραβολή των Διαγραμμάτων 3 και 4 δείχνει με τον πιο emphaticό τρόπο την σχέση μεταξύ ταχύτητας απονομής δικαιοσύνης και προσελκύσεως ΑΞΕ. Να επιστημόνουμε μόνο εδώ ότι, όπως ανεφέρθη και πιο πάνω, οι μεγάλες οικονομίες (ΗΠΑ, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία) δεν έχουν τόση ανάγκη ΑΞΕ όσο οι μικρότερες οικονομίες. Επιπλέον, όσον αφορά τις Ιαπωνία και Κορέα, σημαντικό ρόλο φαίνεται να παίζει και ο παράγων κουλτούρα. Ιάπωνες και Κορεάτες είναι λιγότερο ανοικτοί σε ξένες επιχειρήσεις και έχουν οι ίδιοι αναπτύξει ισχυρές βιομηχανίες και επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε όλον τον κόσμο. Αυτό, εν μέρει, εξηγεί το γεγονός των χαμηλών ΑΞΕ σε Κορέα και Ιαπωνία, παρά την εκεί αποτελεσματική λειτουργία της δικαιοσύνης (230 και 360 μέρες, αντίστοιχα, βλ. Διάγραμμα 4).

Θα πρέπει να τονισθεί ότι η χώρα μας, παρά την επώδυνη οικονομική κρίση και παρά την απώλεια του 26% του ΑΕΠ της σε σχέση με το 2008, παραμένει στην κατηγορία των 31 πλουσίων χωρών του ΟΟΣΑ, και έχει απολέσει μόνο λίγες θέσεις. Συγκεκριμένα, ως προς το κατά κεφαλήν εισόδημα, το 2008 η χώρα μας ήταν 21^η, ενώ σήμερα (στοιχεία 2013) είναι στην 25^η θέση. Η κατάταξή μας όμως ως προς το κατά κεφαλήν εισόδημα παρουσιάζει σχετικά μεγάλη αντίθεση με την κατάταξή μας ως προς τους δείκτες ανταγωνιστικότητας, που, όπως φαίνεται και από τα ανωτέρω στοιχεία, είμαστε σταθερά στην τελευταία θέση μεταξύ των 31 πλουσίων χωρών του ΟΟΣΑ.

Όπως τονίζει η σχολή της Νέας Οικονομικής των Θεσμών (New Institutional Economics), και συγκεκριμένα οι διακεκριμένοι και βραβευμένοι με το Νόμπελ Οικονομικών Douglass North (1990) και Oliver Williamson (2000), χρειάζεται χρόνος για να φανούν τα αποτελέσματα στην οικονομία των θεσμών οι οποίοι επιδρούν σημαντικά στην ανταγωνιστικότητα μιας χώρας. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι η Κορέα, η οποία έχει βελτιώσει τους δείκτες ανταγωνιστικότητός της με μεταρρυθμίσεις που έκανε με αφορμή την κρίση του 1997-2000. Έτσι, ενώ το 2008 είχε μέσο κατά κεφαλήν εισόδημα ύψους 19.690 δολαρίων, αρκετά πίσω από την Ελλάδα των \$29.630, σήμερα (2013) βρίσκεται στα \$25.920 ενώ εμείς υποχωρήσαμε στα \$22.530.

Έτερο παράδειγμα και μάλιστα πιο κοντινό μας είναι η Ιρλανδία, η οποία προέβη σε δραστικές μεταρρυθμίσεις στις αρχές της δεκαετίας του '90, προσήλκυσε σημαντικά ποσά ΑΞΕ με αποτέλεσμα, ενώ ήταν αρκετά φτωχότερη από τη χώρα μας όταν εισήλθε στην Ευρωπαϊκή Ένωση, σήμερα είναι αρκετά πιο πλούσια με \$39.110 μέσο κατά κεφαλήν εισόδημα!

Σε προηγούμενο άρθρο μας περί αποδοτικότητας των φόρων (τεύχος Σεπτεμβρίου) είχαμε αναφερθεί στην περίπτωση της Εσθονίας, όπου προβλέπαμε γρήγορη ανάκαμψη της χώρας λόγω ακριβώς του πολύ καλού επιπέδου ανταγωνιστικότητας στο οποίο βρίσκεται. Το 2008 η Εσθονία ήταν πολύ πιο φτωχή από την χώρα μας με \$13.200 μέσο κατά κεφαλήν εισόδημα. Σήμερα (2013) και παρά την κρίση που μαστίζει την Ευρώπη έχει φθάσει τα \$17.370, όταν ένα χρόνο πριν (2012) ήταν στα \$15.830. Αυτό σημαίνει ότι το 2013 είχε ρυθμό ανάπτυξης 9,7%, ποσοστό ασύλληπτο για την σημερινή Ελλάδα. Δεν αποκλείεται με τέτοιους ρυθμούς ανάπτυξης η Εσθονία να μας ξεπεράσει στα επόμενα 3-4 χρόνια, εάν εμείς δεν αρχίσουμε να αναπτυσσόμεθα με γρήγορους ρυθμούς.

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το βασικό συμπέρασμα των ανωτέρω είναι ότι η χώρα μας χρειάζεται να βελτιώσει άμεσα τους κρίσιμους παράγοντες που επιδρούν στην προσέλκυση επενδύσεων. Αυτοί είναι: α) γρήγορη και αποτελεσματική απονομή δικαιοσύνης, β) αποτελεσματικό και φιλικό στην επιχείρηση ρυθμιστικό πλαίσιο και γ) αποτελεσματικό και απλό φορολογικό σύστημα. Παρά την άνοδο κατά 10 θέσεις στον δείκτη Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας του 2014, παραμένουμε στις τελευταίες θέσεις σε σχέση με τους εταίρους μας. Ιδιαίτερα όσον αφορά τους ανωτέρω τρεις παράγοντες, είμαστε στις τελευταίες θέσεις παγκοσμίως. Δεν είναι να απορεί λοιπόν κανείς που τα επίπεδα των επενδύσεων που προσελκύει η χώρα δεν είναι ικανοποιητικά.

Η βελτίωση σε αυτούς τους κρίσιμους παράγοντες θα ενισχύσει τις επενδύσεις, την παραγωγή και θα συμβάλει στην μείωση της ανεργίας και στην επίτευξη υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Ενδεικτικά μόνο θα αναφέρουμε το ακόλουθο παράδειγμα, για να διαπιστώσουμε τις δυνατότητες της Ελλάδος να επανέλθει σε τροχιά γρήγορης ανάπτυξης και να κερδίσει το χαμένο έδαφος:

Όπως ανεφέρθη προηγουμένως, υψηλή ανταγωνιστικότητα αντικατοπτρίζει υψηλή παραγωγικότητα. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, η παραγωγικότητα του μέσου Έλληνα εργαζομένου το 2013 ήταν περίπου €23 την ώρα, η οποία πολλαπλασιαζόμενη με την μέση τιμή των 2.000 περίπου ωρών εργασίας –πάντα με στοιχεία του ΟΟΣΑ– μας δίνει €46.000 αξία παραγωγής ανά μέσο εργαζόμενο. Το 2013 οι εργαζόμενοι στην Ελλάδα, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, ήταν περίπου 3,6 εκατ. Ο πολλαπλασιασμός των εργαζομένων επί το προϊόν εκάστου ισούται, περίπου, με το ΑΕΠ του 2013, ήτοι €165 δις. Ο μέσος όρος παραγωγικότητας της ΕΕ-28 ήταν €38 ανά ώρα ανά εργαζόμενο. Τι σημαίνει αυτό; Σημαίνει ότι, εάν η παραγωγικότητα στην Ελλάδα φθάσει στον μέσο όρο της ΕΕ-28, τότε το ΑΕΠ της Ελλάδος θα φθάσει, *ceteris paribus*, στα €274 δις, ή 65% παραπάνω από το σημερινό προϊόν! Αφήνουμε σαν άσκηση στον αναγνώστη να υπολογίσει το ΑΕΠ της χώρας εάν η παραγωγικότητά μας φθάσει στα επίπεδα της Νορβηγίας (της χώρας με το υψηλότερο εισόδημα μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ), ήτοι €67 μέση ωριαία αξία παραγωγής.

Φυσικά, η αύξηση της παραγωγής θα έλθει μέσα από επενδύσεις σε παραγωγικές επιχειρήσεις. Για να δείξουμε την σημασία των επενδύσεων, αρκεί το εξής απλό παράδειγμα. Εάν έρθουν στην Ελλάδα επενδύσεις που θα μείωναν την ανεργία στα προ κρίσεως επίπεδα, δηλαδή στο 8%, αυτό μεταφράζεται σε ένα εκατομμύριο περισσότερους εργαζομένους από ό,τι το 2013. Για να είμαστε συντηρητικοί στους υπολογισμούς μας, υποθέτουμε ότι η νέα παραγωγικότητα εργασίας παραμένει στα σημερινά επίπεδα (πράγμα που σχεδόν αποκλείεται διότι η έλευση παραγωγικών επενδύσεων αυξάνει την παραγωγικότητα). Ένα εκατομμύριο επιπλέον εργαζόμενοι επί €46.000 παραγωγή έκαστος σημαίνει €46 δις περισσότερο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ), ή 28% υψηλότερο από το ΑΕΠ του 2013.

Τα ανωτέρω δύο απλά παραδείγματα δείχνουν ότι η επίτευξη γρήγορων ρυθμών αναπτύξεως στην Ελλάδα δεν είναι άπιαστο όνειρο. Εξαρτάται από εμάς και μόνον και, σε σημαντικό βαθμό, από το πόσο γρήγορα θα βελτιώσουμε την αποτελεσματικότητα: α) στην απονομή δικαιοσύνης, β) στο ρυθμιστικό και κανονιστικό πλαίσιο και γ) στο φορολογικό σύστημα.

ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Acemoglu, D. and Robinson J.A. (2012). *Why nations fail: the origins of power, prosperity, and poverty*. Crown Publishing Group.
- Anastassopoulos, G. (2007). "Countries' international competitiveness and FDI: An empirical analysis of selected EU member-countries and regions." *Journal of Economics and Business*, 10(1): 35-52.
- Caves, R.E. (1974). "Causes of direct investment: foreign firms' shares in Canadian and United Kingdom manufacturing industries." *Review of Economics and Statistics*, 56(3): 272-293.
- Jayasuriya, D. (2011). "Improvements in the World Bank's Ease of Doing Business Rankings: Do they translate into Greater Foreign Direct Investment inflows?" The World Bank, Policy Research Working Paper No 5787.
- Krifa-Schneider, H. & Matei, I. (2010). "Business Climate, Political Risk and FDI in Developing Countries: Evidence from Panel Data." *International Journal of Economics and Finance*, 2(5): 54-65.
- Milner, C. & Pentecost, E. (1996). "Locational advantage and US foreign direct investment in UK manufacturing." *Applied Economics*, 28(5): 605-15.
- North, D.C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press.
- North, D.C. (2005). *Understanding the process of economic change*. Princeton University Press.
- Olson, M. (1982). *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*. Yale University Press.
- Rodrik, D., Subramanian, A., and Trebbi, F. (2002). "Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Geography and Integration in Economic Development." Mimeo, Harvard University, October.
- Walsh, J.P. & Yu, J. (2010). "Determinants of Foreign Direct Investment: A Sectoral and Institutional Approach." IMF working paper. WP/10/187.
- Williamson, O.E. (1985). *Economic institutions of Capitalism*. New York, Free Press.
- World Economic Forum (2008). *Global Competitiveness Report 2008-2009*. Διαθέσιμο στο: http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2008-09.pdf.
- World Economic Forum (2014). *Global Competitiveness Report 2014-2015*. Διαθέσιμο στο: http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2014-15.pdf.
- World Bank (2014). *Ease of Doing Business 2015 Report*. Διαθέσιμο στο: <http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2015>.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2010). *Νομισματική Πολιτική 2009-2010*. Διαθέσιμο ηλεκτρονικά: <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/NomPol20092010.pdf>.



**ΕΛΛΗΝΙΚΗ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2015