



ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Διπλωματική Εργασία

Θέμα:

**Το φαινόμενο Feldstein – Horioka puzzle
στη σχέση αποταμιεύσεων και
επενδύσεων**

Φοιτήτρια: Δόμινου Μαργαρίτα
Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Νικόλαος Απέργης
Ιούλιος 2009

Περιεχόμενα

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	1
Εισαγωγή.....	2
Ιστορική Ανασκόπηση.....	2
Συγκρούσεις – Αμφισβήτηση.....	3
Παραδοχές – Συμπεράσματα.....	3
Παλινδρόμηση FH και κινητικότητα κεφαλαίου.....	5
Μέτρα – Μεγέθη σχετικά με τη σχέση αποταμίευσης – επένδυσης.....	6
Εναλλακτικές Ερμηνείες – Προσεγγίσεις.....	8
Feldstein – Horioka και καθεστώς ισοτιμίας.....	11
ΑΡΘΡΟ FELDSTEIN – HORIOKA (1979)	12
Εγχώρια αποταμίευση και Διεθνείς κεφαλαιακές ροές.....	13
Διεθνής κινητικότητα κεφαλαίου : Σπουδαιότητα και Περιορισμοί.....	13
Προσδιορισμός και Δεδομένα.....	17
Βασικά Αποτελέσματα.....	20
Στοιχεία της αποταμίευσης και της επένδυσης.....	23
ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΜΕΛΕΤΕΣ – ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	24
Cunado – Gracia (2005).....	25
Nouriel Roubini (1988).....	27
Caprio & Howard (1984).....	28
Baxter & Crusini (1993).....	29
Jansen (1996).....	31
Sinn (1992).....	32
Tobin (1983).....	33
ΔΕΔΟΜΕΝΑ – ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	35
Δεδομένα.....	36
Μεθοδολογία Panel data.....	36
Αποτελέσματα.....	38
Περαιτέρω έρευνα.....	42
Συμπεράσματα.....	44
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	45

Feldstein – Horioka Puzzle

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι οικονομολόγοι, συχνά, χρησιμοποιούν τον όρο «puzzle» για να αναφερθούν σε περίεργα και μη αναμενόμενα εμπειρικά δεδομένα – γεγονότα, τα οποία δε συνάδουν με τα ευρέως αποδεκτά θεωρητικά πλαίσια που έχουν οι ίδιοι θέσει και οριοθετήσει. Στη συγκεκριμένη ανασκόπηση εξετάζουμε τις αντιδράσεις που προέκυψαν από το puzzle των Feldstein – Horioka.

Ο βασικός ισχυρισμός των FH ήταν ότι υπό συνθήκες πλήρους κινητικότητας κεφαλαίου, δεν υπάρχει απαραίτητα σχέση μεταξύ εθνικής αποταμίευσης και επενδύσεων, από τη στιγμή που η αποταμίευση μπορεί να επιφέρει πολύ υψηλές αποδόσεις διεθνώς. Αυτό σημαίνει ότι μια ενδεχόμενη εξωγενής αύξηση των επενδύσεων σε οποιαδήποτε χώρα μπορεί να χρηματοδοτηθεί από μια πλήρως ελαστική προσφορά διεθνών κονδυλίων. Αντίθετα υποστήριζαν, ότι η μηδενική κινητικότητα κεφαλαίου συνεπάγεται τον απόλυτο συσχετισμό αποταμιεύσεων – επενδύσεων, με δεδομένο ότι οι αποταμιεύσεις θα πρέπει να επενδύονται εγχώρια. Σε αυτή την περίπτωση υπάρχουν άπειρες ξεχωριστές αγορές, στις οποίες κάθε χώρα καθορίζει το επιτόκιο εγχώρια και η εγχώρια νομισματική και δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να είναι ανάλογα αποτελεσματικές.

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Η βιβλιογραφία γύρω από το φαινόμενο – puzzle των FH είναι πάρα πολύ μεγάλη και στα μέσα του 1996 δεν δείχνει σημάδια ότι πρόκειται να μετριαστεί. Το αρχικό και γνήσιο άρθρο έχει παρατεθεί περί των 142 φορών στα οικονομικά και σε σχετικά επιστημονικά περιοδικά τα έτη μεταξύ 1988 – 1995, το οποίο δομείται ως εξής: Το πρώτο μέρος σκιαγραφεί το θεωρητικό πλαίσιο των FH με τέτοιο τρόπο, ώστε να είναι ικανό να «ανταγωνιστεί» τις διαφορετικές προσεγγίσεις όσον αφορά στην κινητικότητα κεφαλαίου. Η επόμενη ενότητα παρουσιάζει διάφορους τρόπους και τεστ που αποδεικνύουν την υψηλή σχέση αποταμιεύσεων – επενδύσεων ενώ στη συνέχεια απευθύνεται στα προβλήματα που επηρεάζουν αρνητικά την ισχύ της προσέγγισης των FH, και εν τέλει παρατίθενται τα βασικά συμπεράσματα που προκύπτουν. Αυτό που δεν μπορεί να παραβλεφθεί είναι ότι οι περισσότερες μελέτες και ανασκοπήσεις που έχουν γίνει και γίνονται μέχρι σήμερα είναι πολύ πιθανόν να

καταλήξουν με ελλείψεις από τη στιγμή που συνεχίζονται οι διαφωνίες και οι συγκρούσεις σχετικά με την ερμηνεία που δίνεται για το φαινόμενο.

ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΙΣ – ΑΜΦΙΣΒΗΤΗΣΗ

Οι ισχυρισμοί των FH έχουν αμφισβητηθεί ποικιλοτρόπως από πολλές και διαφορετικές πλευρές. Παρά το γεγονός ότι η υψηλή συσχέτιση αποταμιεύσεων επενδύσεων είναι αποδεκτή, η ερμηνεία της και κάτω από ποια προϋπόθεση αυτή ισχύει, έχει προκαλέσει αντιπαραθέσεις και έχει διχάσει κυρίως όσον αφορά σε ένα πολύ σημαντικό θέμα: είναι αυτός ο υψηλός δείκτης συσχέτισης επαρκής και σωστό μέτρο πληροφόρησης για την κινητικότητα κεφαλαίου, όπως και ισχυρίζονται οι FH; Παρόλο που μεταγενέστερες μελέτες έδειξαν ότι το αποτέλεσμα των FH είναι σύμφωνο με την πλήρη κινητικότητα του κεφαλαίου σε μια πληθώρα θεωρητικών υποδειγμάτων, υπήρξαν και περιπτώσεις θεωρητικών αλλά και εμπειρικών μελετών που υποστήριζαν την προσέγγισή των οικονομολόγων FH. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτό που δε συνδράμει στην επίλυση του προβλήματος είναι το γεγονός ότι η εμπειρική οικονομετρική ανάλυση δέχεται σε σημαντικό βαθμό την ύπαρξη της μεταβλητότητας και γι' αυτό συχνά χρησιμοποιούνται θεωρητικά πλαίσια για την ερμηνεία του φαινομένου. Για παράδειγμα, μέσα στα πλαίσια των FH υπάρχει η αποδοχή ότι η κινητικότητα κεφαλαίου αυξήθηκε από το 1980 και είναι ακόμα υψηλότερη σε συγκεκριμένα δείγματα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τέτοιες αναφορές «δίνουν τροφή» στους δυσπιστούντες της προσέγγισης των FH για την κινητικότητα του κεφαλαίου.

ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Εν μέσω των διαφωνιών και συγκρούσεων που έχουν προκύψει όλα αυτά τα χρόνια, σημειώνονται κάποια βασικά συμπεράσματα που αξίζει να αναφερθούν:

- 1) Το φαινόμενο των FH της υψηλής συσχέτισης μεταξύ αποταμιεύσεων και επενδύσεων έχει παραμείνει χαρακτηριστικά ισχυρό στις χώρες του ΟΟΣΑ, παρόλο που ο συντελεστής των αποταμιεύσεων δείχνει πρόσφατα μια πτωτική τάση. Από την άλλη μεριά όμως, δε φαίνεται να υπάρχουν τόσο δυνατές

αποδείξεις και συμπεράσματα για μια τέτοια στενή σχέση μεταξύ των παραπάνω μεγεθών σε δείγματα από χώρες που δεν υπάγονται στον ΟΟΣΑ, ιδιαίτερα σε αυτά που προέρχονται από τις λιγότερο αναπτυσσόμενες χώρες (LDC Countries).

- 2) Υπό αμφισβήτηση παραμένει η τακτική του να χρησιμοποιείται η παλινδρόμηση των FH για πολιτικούς σκοπούς, διότι υποθέτουμε ότι οι μεταβλητές αποταμίευση και επένδυση είναι ενδογενείς και έτσι η παλινδρόμηση δεν αναγνωρίζει εξωγενείς μεταβολές στην αποταμίευση από ενδογενείς, που ενδεχομένως να προέρχονται από παράγοντες που επηρεάζουν και τις επενδύσεις.
- 3) Το συμπέρασμα των FH μπορεί να μην δίνει επαρκή πληροφόρηση για την κινητικότητα κεφαλαίου, από τη στιγμή που υπάρχει μια πληθώρα από θεωρητικά υποδείγματα που παράγουν ουσιαστική συσχέτιση αποταμιεύσεων και επενδύσεων ακόμα και υπό συνθήκες πλήρους κινητικότητας κεφαλαίου και αυτό είναι κάτι που αποτελεί πλέον κοινή παραδοχή στις ευρύτερες μελέτες. Το puzzle των FH σε καμία περίπτωση δεν έχει «επιλυθεί», ενώ παράλληλα πρόσφατες μελέτες έχουν δείξει τον προαναφερθέντα συσχετισμό αποταμίευσης – επένδυσης – κεφαλαίου.
- 4) Οι συζητήσεις που έχουν γίνει γύρω από το φαινόμενο FH έχουν καταστήσει σαφές ότι η έννοια της κινητικότητας κεφαλαίου από μόνη της δεν είναι ξεκάθαρη. Διάφορα εμπόδια που είναι πιθανόν να εμφανιστούν στην κινητικότητα του οικονομικού, του φυσικού είτε του ανθρώπινου κεφαλαίου έχουν διαφορετικές συνέπειες ενώ υποθέτοντας πλήρη κινητικότητα μπορεί να παραχθούν λογικά συμπεράσματα σε έναν αριθμό υποδειγμάτων ενώ σε άλλα όχι.

ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ FH ΚΑΙ ΚΙΝΗΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το puzzle των FH παρατέθηκε για πρώτη φορά το 1980 στο Economic Journal όπου και παρουσιάστηκε μια παλινδρόμηση της μορφής

$$(I/Y)_i = \alpha + \beta (S/Y)_i + u_i, \quad i = 1, 2, 3, \dots, N$$

όπου I η εθνική επένδυση (δημόσια και ιδιωτική) της εκάστοτε i χώρας, S η εθνική αποταμίευση και Y το εθνικό εισόδημα. Τέτοιες σχέσεις όπως είναι αυτή μεταξύ επένδυσης και αποταμίευσης θεωρούνται μέρος του ΑΕΠ γι αυτό και στην παραπάνω σχέση παρουσιάζονται συναρτήσει του εθνικού εισοδήματος. Η παράμετρος β λέγεται συντελεστής β των FH και αποτελεί ουσιαστικά τη συσχέτιση αποταμίευσης – επένδυσης. Το πρόβλημα που προκύπτει από την παραπάνω σχέση είναι τι υποδηλώνει ο συντελεστής β . Οι FH ερμήνευσαν το συγκεκριμένο συντελεστή ως ένα δείκτη της κινητικότητας του κεφαλαίου. Τα αποτελέσματα, για παράδειγμα, που προέκυψαν για τις δεκαέξι χώρες του ΟΟΣΑ την περίοδο 1960 – 1974 έδειξαν πολύ υψηλή συσχέτιση αποταμιεύσεων και επενδύσεων και επιπρόσθετα δεν μπορούσαν να απορρίψουν τη μηδενική υπόθεση $\beta = 1$ ή της μηδενικής κινητικότητας του κεφαλαίου. Κατά συνέπεια οι FH υποστήριζαν ότι αφενός είναι πιθανόν να υπάρχουν ευκαιρίες για arbitrage και πραγματικά οφέλη από μακροπρόθεσμες επενδύσεις διεθνώς, αφετέρου όμως μπορεί να υπάρχουν δυσκαμψίες και δυσκολίες για κάτι τέτοιο ή προτιμήσεις που θα διατηρήσουν τις αποταμιεύσεις εγχώρια και θα χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις στο εσωτερικό της εκάστοτε χώρας.

Η διαπίστωση των FH από μόνη της δεν τελεί υπό αμφισβήτηση και μάλιστα έχει χρησιμοποιηθεί για τις χώρες του ΟΟΣΑ πολλές φορές και μόνο με μικρές διαφοροποιήσεις. Παρόλ' αυτά όμως και ενώ η διαπίστωση της υψηλής συσχέτισης αποταμίευσης – επένδυσης παραμένει ισχυρή και αποδεκτή, η θέση των FH ότι ο συντελεστής β μπορεί να θεωρηθεί ως μέτρο για την κινητικότητα κεφαλαίου έχει τελέσει υπό αμφισβήτηση διότι υποστηρίζεται ότι δεν είναι φανερό ποιές παραμέτρους εξετάζει και μετρά η παραπάνω σχέση παλινδρόμησης που παρουσιάστηκε από τους FH.

ΜΕΤΡΑ - ΜΕΓΕΘΗ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΣΧΕΣΗ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗΣ – ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από οικονομετρικά μοντέλα σχετικά με την συσχέτιση των δύο παραπάνω παραμέτρων χαρακτηρίζονται «εύθραυστα» και επισφαλή, καθώς οι εκτιμήσεις επηρεάζονται από διάφορα θέματα και καταστάσεις όπως ο προσδιορισμός και καθορισμός του μοντέλου, η μέθοδος της εκτίμησης, το δείγμα και τα συγκεκριμένα μεγέθη που χρησιμοποιούνται για την ερμηνεία των θεωρητικών μεταβλητών. Η αρχική αντίδραση στους FH ήταν ότι θα έπρεπε να επικεντρωθούν στα «οικονομετρικά σφάλματα» για να ερμηνεύσουν τα εύρηματά τους. Τα προβλήματα της παλινδρόμησης που χρησιμοποίησαν οι FH συμπεριλαμβάνουν την ταυτοποίηση όπως έχει προαναφερθεί (δεν είναι ξεκάθαρο ποια παράμετρο μετρά ο συντελεστής β), τον ελλιπή προσδιορισμό παραγόντων (είναι πιθανό ορισμένοι σχετικοί παράγοντες να έχουν παραληφθεί), μόνιμες ή εφήμερες συνέπειες (ο συντελεστής β μετρά βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επιδράσεις), την «ευαισθησία» του δείγματος, τη μη στασιμότητα κ.ά.

Ευαισθησία του δείγματος

Παρόλο που φαίνεται να είναι αποδεκτή η υψηλή συσχέτιση αποταμίευσης – επένδυσης στις χώρες του ΟΟΣΑ συνολικά, κάποιοι ερευνητές κατέληξαν ότι προκύπτουν ανωμαλίες σχετικά με τις υποθέσεις και τα συμπεράσματα, όταν το δείγμα αλλάζει με διάφορους τρόπους, μερικοί από τους οποίους παρατίθενται παρακάτω:

Large Country Effect

Ο Murphy (1984) υποστήριξε ότι η παλινδρόμηση των FH εξετάζει δύο υποθέσεις, της πλήρους κινητικότητας κεφαλαίου και των μικρών ανοικτών οικονομιών. Οι μικρές χώρες δεν μπορούν να επηρεάσουν τα επιτόκια και τις τιμές σε αντίθεση με τις μεγάλες χώρες που μπορούν και επιπλέον έχουν τη δυνατότητα να οδηγήσουν τη σχέση αποταμίευσης και επένδυσης προς το ένα προς ένα, δηλαδή στην απόλυτη συσχέτιση. Οι FH αναγνώρισαν το φαινόμενο της επίδρασης της μεγάλης χώρας υποστηρίζοντας ότι όταν μία χώρα είναι μεγάλη, θα συμπεριφέρεται ως κλειστή οικονομία. Χαρακτηριστικά έχει λεχθεί ότι «παρόλο που ο συνδετικός κρίκος ανάμεσα σε εγχώρια αποταμίευση και επένδυση μπορεί να ποικίλλει μεταξύ

διαφόρων χωρών, δεν υπάρχουν αποδείξεις ότι διαφέρει ούτε λόγω μεγέθους της οικονομίας ούτε λόγω της σπουδαιότητας του διεθνούς εμπορίου».

Επιστρέφοντας στους ισχυρισμούς του Murphy, για να τους αποδείξει, χώρισε το δείγμα των δεκαεπτά (17) χωρών του ΟΟΣΑ σε δέκα (10) μικρές και επτά (7) μεγάλες χώρες. Έτσι κατέληξε ότι οι μεγάλες χώρες είχαν συντελεστή συσχέτισης 0,98, ενώ οι μικρές μόνο 0,59 και ισχυρίστηκε εύλογα ότι αυτά τα αποτελέσματα έχουν να κάνουν με την αναμενόμενη επίδραση του μεγέθους της χώρας, όταν υφίσταται κινητικότητα κεφαλαίου μεταξύ των χωρών.

Ομοίως, ο Harberger (1980) υποστήριξε ότι το αποτέλεσμα των FH αντανακλά στην επιρροή του μεγέθους της χώρας παρά στη χαμηλή κινητικότητα κεφαλαίου. Μία μεγάλη χώρα θα χρηματοδοτήσει τα περισσότερα επενδυτικά σχέδια από την εγχώρια αποταμίευση και επομένως θα έχει λιγότερη ανάγκη να δανειστεί από άλλη χώρα. Επίσης κατέληξε ότι οι κεφαλαιακές ροές μεταβάλλονται περισσότερο και είναι μεγαλύτερες σε απόλυτη τιμή για τις μικρές χώρες.

EU Effect

Ορισμένοι οικονομολόγοι (Feldstein και Bachetta (1991), Artis και Bayoumi (1992), Bachetta (1996)) υποστήριξαν ότι, εξαιτίας πληροφοριακών και θεσμικών συνδέσμων, οι χρηματοροές ανάμεσα στις Ευρωπαϊκές χώρες θα έπρεπε να είναι μεγαλύτερες από αυτές μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ και επομένως αυτές οι χώρες θα χαρακτηρίζονταν από χαμηλότερη συσχέτιση αποταμίευσης και επένδυσης.

Οι Feldstein και Bachetta χώρισαν το δείγμα των εικοσιτριών (23) χωρών του ΟΟΣΑ στις τότε εννέα (9) Ευρωπαϊκές και στις υπόλοιπες μη Ευρωπαϊκές για την περίοδο 1960 – 1986. Χρησιμοποιώντας καθαρά μεγέθη, έδειξαν ότι οι Ευρωπαϊκές χώρες χαρακτηρίστηκαν από μικρή μείωση στη σχέση αποταμίευσης και επένδυσης μέχρι το 1970 οπότε και ακολούθησε δριμυία μείωση τη δεκαετία του 1980. Παράλληλα, ο συντελεστής συσχέτισης για τις μη Ευρωπαϊκές χώρες μειώθηκε πολύ πιο αργά και ομαλά. Αυτά τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η κινητικότητα κεφαλαίου αυξήθηκε με το πέρασ των χρόνων στις Ευρωπαϊκές χώρες και ιδιαίτερα στη δεκαετία του 1980.

Από τη άλλη μεριά όμως, χρησιμοποιώντας ακαθάριστα μεγέθη, ο συντελεστής συσχέτισης για τις Ευρωπαϊκές χώρες παρουσιάστηκε ουσιαστικός κατά τη διάρκεια όλης της περιόδου παρόλο που έπεσε λίγο από το 1980 και έπειτα. Ο αντίστοιχος συντελεστής για τις μη Ευρωπαϊκές χώρες αναδείχτηκε περισσότερο πτωτικός,

γεγονός που υποδηλώνει, σύμφωνα με την ερμηνεία των FH, ότι η κινητικότητα κεφαλαίου αυξήθηκε περισσότερο στις μη Ευρωπαϊκές χώρες.

Τα προκείμενα αντικρουόμενα ευρήματα δηλώνουν ότι τα αποτελέσματα των Feldstein – Brachetta θα πρέπει να ερμηνεύονται με σύνεση.

Αναπτυσσόμενες χώρες

Ορισμένοι οικονομολόγοι (Dooley-1984, Mamingi-1994) εξέτασαν την παλινδρόμηση των FH χρησιμοποιώντας τις χρονοσειρές για πενήντα οκτώ (58) αναπτυσσόμενες χώρες. Συνολικά βρήκαν ότι ο συντελεστής συσχέτισης αποταμιεύσεων – επενδύσεων ήταν πιο αδύναμος στις αναπτυσσόμενες χώρες από τον αντίστοιχο συντελεστή στις χώρες του ΟΟΣΑ. Ειδικότερα, απέδωσαν την «αδυναμία» του συντελεστή στον προαναφερθέντα παράγοντα του «μεγέθους της χώρας», αφού το δείγμα των αναπτυσσόμενων χωρών περιλάμβανε μικρές χώρες που δεν μπορούσαν να επηρεάσουν τα διεθνή επιτόκια και γι αυτό η σχέση αποταμίευσης επένδυσης δεν θα μπορούσε να θεωρηθεί σημαντική.

ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΕΡΜΗΝΕΙΕΣ – ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ

A. Γενική ισορροπία (General Equilibrium Approach)

Η θεωρία που παρατέθηκε από τους FH, ήταν μέσα στα πλαίσια μερικής ισορροπίας. Ορισμένοι συγγραφείς κατασκεύασαν μοντέλα γενικής ισορροπίας τα οποία ενσωματώνουν ταυτόχρονα την υψηλή συσχέτιση αποταμίευσης – επένδυσης με την υψηλή ή ακόμα και τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου. Τέτοια μοντέλα γενικής ισορροπίας, όμως, υστερούν στις εμπειρικές – οικονομετρικές αποδείξεις, στηρίζονται δηλαδή περισσότερο στη θεωρία από ότι στην πράξη.

Ο Obstfeld (1986) κατασκεύασε ένα απλό σύγχρονο μοντέλο μιας μικρής ανοικτής οικονομίας στην οποία προσωρινά shocks στην παραγωγικότητα του εγχωρίου κεφαλαίου και εργασίας προκαλούν βραχυπρόθεσμες μεταβολές προς την ίδια κατεύθυνση της αποταμίευσης και της επένδυσης παρόλη την τέλεια κινητικότητα του κεφαλαίου. Λόγω του ότι ο παραγωγικός συντελεστής της εργασίας δεν μπορεί να μετακινηθεί εύκολα εκτός των εθνικών συνόρων, έχει ως αποτέλεσμα ένα shock να μην μπορεί να απορροφηθεί από τις ξένες αγορές εργασίας. Προκειμένου λοιπόν να διατηρηθεί η ισορροπία μεταξύ του οριακού προϊόντος του κεφαλαίου και του

ποσοστού της απόδοσης του κεφαλαίου, θα πρέπει οι επιχειρήσεις να αυξήσουν το κεφαλαιακό τους απόθεμα. Στην περίπτωση που η εργασία ήταν απόλυτα ευέλικτη και μπορούσε να μετακινηθεί και εκτός συνόρων, η επίδραση ενός shock της παραγωγικότητας της εργασίας στην εγχώρια οικονομία θα περιοριζόταν, από τη στιγμή που το πλεονάζον εργατικό δυναμικό θα απορροφούνταν στο εξωτερικό. Η αποταμίευση μπορεί να αυξανόταν ενώ η εγχώρια επένδυση δεν θα ήταν απαραίτητο να ακολουθήσει την ίδια κατεύθυνση αφού το οριακό προϊόν του κεφαλαίου θα παρέμενε αμετάβλητο.

Ο Tesar(1993) συνδέει το αποτέλεσμα των FH στο χαμηλό συσχετισμό της κατανάλωσης μεταξύ χωρών και στην επικράτηση των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων σε εθνικά χαρτοφυλάκια.

B. Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (Current Account Approach)

Το ισοζύγιο πληρωμών αναφορικά στο στοιχείο του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (το έτερο στοιχείο είναι το ισοζύγιο κινήσεως κεφαλαίων), ισούται με την αποταμίευση μείον την επένδυση ($B = S - I$). Ορισμένοι συγγραφείς υποστήριξαν ότι αν, σε περίπτωση ανισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών, οι φορείς επιχειρούσαν να επαναφέρουν την ισορροπία, αυτό θα σήμαινε «συνεργασία» μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης ακόμα και υπό συνθήκες υψηλής κινητικότητας κεφαλαίου.

Ο Sachs (1982) κατέληξε ότι οι μεταβολές στην ισορροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συσχετίζονται περισσότερο με μεταβολές στην επένδυση παρά στην αποταμίευση. Φτάνει στο συμπέρασμα ότι η ευθύνη του παγκόσμιου κεφαλαίου στις μεταβολές στην επένδυση στην εγχώρια οικονομία υποδηλώνει ότι οι παγκόσμιες αγορές κεφαλαίου ενσωματώνονται στην οικονομία και παίζουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο.

Τα συμπεράσματα του Sachs αντέκρουσαν σε μεγάλο βαθμό αυτά των FH. Οι Penalty και Dooley (1984) υπέθεσαν ότι αν τα συμπεράσματα του Sachs είναι βάσιμα τότε η εξίσωση που χρησιμοποίησε θα ενδυναμωνόταν με το πέρασμα του χρόνου, όσο οι διεθνείς χρηματαγορές θα γίνονταν περισσότερο ενιαίες και ισχυρές. Χρησιμοποιώντας τις εξισώσεις των FH και Sachs σε δεκαεννέα (19) εκβιομηχανισμένες χώρες, έδειξαν ότι ενώ η σχέση των FH παρέμενε ισχυρή με το χρόνο, η σχέση του Sachs «κατέρρευσε» όταν η περίοδος του δείγματος συμπεριέλαβε και το 1980 και όταν οι χώρες αυξήθηκαν. Επομένως, τα

συμπεράσματα των PD τους οδήγησαν στο να απορρίψουν την υπόθεση της κινητικότητας κεφαλαίου.

Μια διαφορετική ερμηνεία που υπάρχει στη βιβλιογραφία είναι ότι η υψηλή συσχέτιση αποταμίευσης – επένδυσης εξηγείται από το γεγονός ότι οι κυβερνήσεις στοχεύουν στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών χρησιμοποιώντας κατάλληλες μεθόδους πολιτικής. Οι Artis και Bayoumi ισχυρίστηκαν ότι οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούν τη νομισματική παρά τη δημοσιονομική πολιτική για να στοχεύσουν στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Μέσω κάποιων τεχνικών και λειτουργιών υποστήριξαν ότι τα συμπεράσματά τους επιβεβαιώνουν το γεγονός ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αποτέλεσε στόχο για την νομισματική πολιτική την δεκαετία του 1970 αλλά η σπουδαιότητά του ελαττώθηκε με κάποιο τρόπο τη δεκαετία του 1980. Αυτή η συμπεριφορά φαίνεται να ανταποκρίνεται στη μείωση της συσχέτισης αποταμίευσης – επένδυσης μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ. Είναι πιθανόν, λοιπόν, ότι το ενδιαφέρον των κυβερνήσεων στο ισοζύγιο βοηθά στην υψηλή αυτή συσχέτιση.

Ο Coakley (1996) πρότεινε μια λύση του FH puzzle, η οποία βασίστηκε στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αλλά διαφοροποιήθηκε από τις προηγούμενες εξηγήσεις. Αρχικά το μοντέλο που παρέθεσε υπογραμμίζει τους περιορισμούς στις αγορές κεφαλαίου παρά τους στόχους των κυβερνήσεων και δε βασίζεται σε ενδογενείς κυβερνητικές πολιτικές. Σχετίζει, δηλαδή, τη συμπεριφορά αποταμίευσης – επένδυσης στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μέσω μίας αγοράς που καθορίζει ασφάλιστρο κινδύνου στο δανεισμό. Κατά δεύτερον το μοντέλο δε βασίζεται σε μέτρα ελέγχου του κεφαλαίου. Αυτό που ισχυρίστηκε ο Coakley είναι ότι, ακόμα και υπό συνθήκες πλήρους κινητικότητας κεφαλαίου, το επιτόκιο που αντιμετωπίζει μία χώρα περιλαμβάνει το διεθνές επιτόκιο και ένα ασφάλιστρο κινδύνου, το οποίο θα διασφαλίσει μακροπρόθεσμη οικονομική ευρωστία και θα μετατρέψει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε μια σταθερή και στάσιμη διαδικασία. Από τη στιγμή, λοιπόν, που η αποταμίευση και η επένδυση αποτελούν ενιαίες διαδικασίες και εξαρτώνται η μία από την άλλη, ένα σταθερό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών υποδηλώνει ότι συσχετίζονται με ένα μοναδιαίο συντελεστή. Ο συντελεστής είναι αυτός που μετρούν οι FH και αποτελεί το βαθμό συσχέτισης της αποταμίευσης με την επένδυση.

FELDSTEIN – HORIOKA ΚΑΙ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ

Σύμφωνα με διάφορες μελέτες που έχουν γίνει (Alexakis & Apergis, 1994) φαίνεται πως η σχέση αποταμίευσης και επενδύσεων διαφοροποιείται ανάλογα με το καθεστώς ισοτιμίας που επικρατεί.

Πιο συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια μιας περιόδου όπου επικρατεί ο μηχανισμός της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, η παραπάνω σχέση παρουσιάζεται ισχυρή, πιθανόν λόγω επιτακτικού ελέγχου ή περιορισμού στην κίνηση του κεφαλαίου. Σε ένα τέτοιο καθεστώς περιορίζεται η πιθανότητα να αναλαμβάνει κάποιος ένα εγχώριο επενδυτικό σχέδιο χωρίς να λαμβάνει υπόψη τις εγχώριες συνθήκες της αποταμίευσης.

Αντίθετα, κατά τη διάρκεια μιας περιόδου όπου επικρατεί ο μηχανισμός της κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας, μια στενή σχέση αποταμίευσης – επένδυσης φαίνεται να εξαφανίζεται. Ένα αποτέλεσμα σαν και αυτό θα μπορούσε εύκολα να αποδοθεί στην μαζική «χαλάρωση» του καθεστώτος ελέγχου της κίνησης του κεφαλαίου. Σε ένα τέτοιο ελεύθερο περιβάλλον, ένα εγχώριο επενδυτικό σχέδιο θα μπορούσε εύκολα να χρηματοδοτηθεί από διεθνείς αποταμιεύσεις.

Feldstein – Horioka Puzzle
ΑΠΟ ΤΟ FELDSTEIN HORIOKA (1979)

Εγχώρια Αποταμίευση και Διεθνείς Κεφαλαιακές Ροές

Το άρθρο των FH χρησιμοποιεί νέες στατιστικές μεθόδους για να συγκρίνει δύο απόψεις σχετικά με την διεθνή κινητικότητα κεφαλαίου. Υπό συνθήκες πλήρους κινητικότητας κεφαλαίου θα υπήρχε μικρή ή και καμία σχέση μεταξύ του μεγέθους της αποταμίευσης που προέρχεται από μια χώρα και της εγχώριας επένδυσης στην ίδια χώρα. Αντίθετα, η άλλη άποψη υποστηρίζει ότι αν οι εκάστοτε προτιμήσεις και οι θεσμικές δυσκαμψίες εμποδίζουν τη ροή των κεφαλαίων μεταξύ των χωρών, τότε οι όποιες αυξήσεις στην εγχώρια αποταμίευση θα αντικατοπτρίζονταν πρωτίστως στην επιπρόσθετη εγχώρια επένδυση. Τα ευρήματα που παρουσιάζονται στο άρθρο αυτό υποδηλώνουν τη συμφωνία των FH περισσότερο με τη δεύτερη άποψη παρά με την πρώτη. Οι διεθνείς διαφοροποιήσεις στην εγχώρια αποταμίευση διαφόρων μεγάλων βιομηχανικών χωρών κινούνται παράλληλα με ανάλογες διαφοροποιήσεις στην εγχώρια επένδυση.

Τα ερωτήματα που θέτουν στο άρθρο τους οι FH είναι τα εξής: Πόσο εύκολα μπορεί να κινείται διεθνώς η προσφορά του κεφαλαίου; Το κεφάλαιο κινείται μεταξύ των βιομηχανικών χωρών για να αντισταθμίσει την απόδοση των επενδυτών; Εναλλακτικά, η αποταμίευση που δημιουργείται σε μια χώρα παραμένει εκεί για να επενδυθεί; Ή μήπως η αλήθεια βρίσκεται κάπου στη μέση; Οι απαντήσεις σε αυτές τις ερωτήσεις δεν είναι μόνο σημαντικές για την κατανόηση της λειτουργίας της διεθνούς αγοράς κεφαλαίου, αλλά είναι και κρίσιμες για την ανάλυση θεμάτων που περιλαμβάνουν το ιδανικό ποσοστό της εθνικής αποταμίευσης και τις μεταβολές της φορολογίας.

1. Διεθνής κινητικότητα κεφαλαίου : Σπουδαιότητα και Περιορισμοί

Σε μία κλειστή οικονομία, η εθνική απόδοση της επιπρόσθετης αποταμίευσης είναι το εγχώριο οριακό προϊόν του κεφαλαίου. Το ερώτημα για το αν θα έπρεπε η κυβέρνηση να επιδιώξει να αυξήσει το επιτόκιο της αποταμίευσης είναι αντίστοιχο με το να αποφασίσει αν αυτό το οριακό προϊόν του κεφαλαίου προσφέρει μια αρκετά μεγάλη ανταμοιβή για να δικαιολογήσει το περιορισμό της κατανάλωσης. Παρόλο που η καθαρή απόδοση που λαμβάνουν οι επενδυτές μειώνεται από τη φορολογία στο

εισόδημα, το κράτος σαν σύνολο λαμβάνει την απόδοση μετά φόρων και το έσοδο από τη φορολογία. Αυτό το προ φόρων οριακό προϊόν του κεφαλαίου θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψιν για την πολιτική που θα ακολουθήσει μια χώρα με κλειστή οικονομία όσον αφορά στην εθνική αποταμίευση.

Αντίθετα, αν το κεφάλαιο είναι εύκολα μετακινήσιμο ανάμεσα στις χώρες, το μεγαλύτερο ποσοστό από την αύξηση της αποταμίευσης θα «φύγει» από τη χώρα του ή θα αντικαταστήσει άλλες ξένες πηγές κεφαλαίου, οι οποίες διαφορετικά θα επενδύονταν στη συγκεκριμένη χώρα. Σε αυτήν την περίπτωση, η απόδοση που λαμβάνει η χώρα από την επιπρόσθετη αποταμίευση θα είναι μόνο η καθαρή απόδοση του επενδυτή και όχι το προ φόρων οριακό προϊόν του κεφαλαίου. Εάν, δηλαδή, η επιπρόσθετη αποταμίευση επενδύεται στο εξωτερικό, οι ξένες κυβερνήσεις είναι αυτές που λαμβάνουν το επιπρόσθετο έσοδο από τη φορολογία. Εάν, στη συνέχεια, η επιπρόσθετη αποταμίευση μειώνει τις εισαγωγές κεφαλαίου στη χώρα, το έσοδο από τη φορολογία που λαμβάνει η εγχώρια κυβέρνηση δε μεταβάλλεται και το εθνικό εισόδημα αυξάνεται μόνο από την μετά φόρων απόδοση στους επενδυτές. Από τη στιγμή που οι μετά φόρων αποδόσεις αποτελούν μόνο το 50 τοις εκατό των προ φόρων αποδόσεων, η ιδανική πολιτική για την αποταμίευση που θα ακολουθηθεί, εξαρτάται από το αν η κλειστή οικονομία ή η παγκόσμια αγορά κεφαλαίου αποτελεί μια καλύτερη προσέγγιση στην πραγματικότητα.

Η έκταση της κινητικότητας του κεφαλαίου είναι επίσης πολύ σημαντική για την ανάλυση του μεγέθους της φορολογίας. Στη μοντέρνα βιβλιογραφία για τα δημόσια οικονομικά, οι θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες για τη φορολογία υποθέτουν μια κλειστή οικονομία. Ωστόσο, είναι εύκολο να δει κανείς ότι τα συμπεράσματα που προκύπτουν από μια τέτοια ανάλυση θα μεταβάλλονταν δραματικά με την αντικατάσταση της παραπάνω υπόθεσης με ένα υπόδειγμα πλήρους κινητικότητας κεφαλαίου. Για παράδειγμα, στο γνωστό υπόδειγμα της κλειστής οικονομίας με σταθερό κεφαλαιακό απόθεμα, ένας φόρος στο εισόδημα όλου του κεφαλαίου που χρησιμοποιείται στην παραγωγή προέρχεται ολοκληρωτικά από του κατόχους του κεφαλαίου. Όμως εάν το κεφάλαιο είναι ελεύθερο να φύγει από τη χώρα, τότε ένα μεγάλο κομμάτι της επιβάρυνσης θα μπορούσε να μετατεθεί στο εγχώριο εργατικό δυναμικό και στους ξένους κατόχους του κεφαλαίου. Ομοίως, ένας φόρος στο επιχειρησιακό εισόδημα θα έτεινε να προέρχεται λιγότερο από κεφάλαιο και περισσότερο από την εγχώρια εργασία στο βαθμό που το κεφάλαιο κινείται ελεύθερα εκτός συνόρων. Επιπλέον, η δυνατότητα της εργασίας να μεταθέσει ένα φόρο από

εισόδημα της εργασίας στους εγχώριους κατόχους του κεφαλαίου, μέσω μιας μείωσης στην προσφορά εργασίας, θα ήταν λιγότερη αν το κεφάλαιο είναι ελεύθερο να μετακινηθεί και στο εξωτερικό.

Η άποψη ότι το κεφάλαιο μετακινείται μεταξύ χωρών για να εξισώσει τις καθαρές αποδόσεις φαίνεται πολύ λογική. Είναι ξεκάθαρο από τις αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων στην ευρωπαϊκή αγορά και από τις μελλοντικές τιμές των ευρωπαϊκών νομισμάτων, ότι τα ρευστά οικονομικά κεφάλαια κινείται πολύ γρήγορα με σκοπό κερδοσκοπίας από τέτοιες βραχυπρόθεσμες διεθνείς διαφοροποιήσεις στις αποδόσεις. Δυστυχώς, παρόμοιες μετρήσεις για τις αναμενόμενες καθαρές αποδόσεις σε μακροπρόθεσμα χαρτοφυλάκια ή άμεσες επενδύσεις δεν μπορούν να παρατηρηθούν. Παρόλα αυτά μπορεί να είναι εύλογο ότι οι μακροπρόθεσμες κινήσεις του κεφαλαίου θα εξίσωναν επίσης τις καθαρές αποδόσεις από τη στιγμή που μια αποτυχία θα άφηνε ανεκμετάλλευτες ευκαιρίες κέρδους. Ωστόσο υπάρχουν λόγοι για σκεπτικισμό και αμφιβολία όσον αφορά σε τέτοιες μακροπρόθεσμες ευκαιρίες κερδοσκοπίας.

Αρχικά, η υπόθεση ότι η επένδυση θα κατευθυνθεί εκεί όπου υπάρχει η ευκαιρία μέγιστης απόδοσης, είναι μια ακραία μορφή της θεωρίας χαρτοφυλακίου. Γενικότερα, από τη στιγμή που οι κίνδυνοι της επένδυσης σε διαφορετικές χώρες και νομίσματα δεν συσχετίζονται απόλυτα, οι επενδυτές θα επιδιώξουν να επιλέξουν ένα χαρτοφυλάκιο στο οποίο οι αναμενόμενες αποδόσεις δεν θα είναι ίσες. Για τους περισσότερους επενδυτές, η αβεβαιότητα και ο κίνδυνος που σχετίζονται με την ξένη επένδυση παρατηρούνται τόσο πολύ που η επένδυση περιορίζεται στην εγχώρια οικονομία. Η αποστροφή στον κίνδυνο είναι εξαιρετικά σημαντική για περισσότερο μακροπρόθεσμες και λιγότερο ρευστοποιήσιμες επενδύσεις, υποδηλώνοντας ότι η κερδοσκοπία με βραχυπρόθεσμα και ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία είναι σύμφωνη με πολύ λιγότερη μετακίνηση μακροπρόθεσμου κεφαλαίου. Αν οι συνολικές συνθήκες ζήτησης σχετικά με το χαρτοφυλάκιο δεν επηρεάζονται ιδιαίτερα από τις διαφοροποιήσεις στις αποδόσεις, τότε οι μεταβολές στα επιτόκια της εθνικής αποταμίευσης ή της φορολογίας μπορούν να πραγματοποιηθούν χωρίς να παρασύρουν σημαντικά τις διεθνείς κεφαλαιακές ροές.

Κατά δεύτερον, ακόμη και αν όλοι οι επενδυτές ήταν καλά πληροφορημένοι και πρόθυμοι να επιδιώξουν την μεγαλύτερη απόδοση, χωρίς να λαμβάνουν υπόψιν τον κίνδυνο, η απόλυτη κινητικότητα του κεφαλαίου θα εμποδιζόταν από επίσημους περιορισμούς στην εξαγωγή του. Επιπλέον, η ανησυχία για περιορισμούς και

ελέγχους στις μελλοντικές εξαγωγές κεφαλαίου από τις χώρες ή δυσμενείς αλλαγές στη φορολόγηση των ξένων επενδύσεων, ενδεχομένως να απέτρεπε τους επενδυτές να τοποθετήσουν κεφάλαια εκεί που θα τους ενδιέφερε.

Τρίτον, σημαντικοί θεσμικοί περιορισμοί και δυσκαμψίες τείνουν επίσης να κρατήσουν ένα μεγάλο μερίδιο της εγχώριας αποταμίευσης στην ίδια χώρα. Το πιο προφανές που αποδεικνύει την παραπάνω τάση στις Ηνωμένες Πολιτείες, είναι οι θεσμοί στην αποταμίευση που απαιτούνται από το νόμο για να επενδυθεί σε υποθήκες της εγχώριας ακίνητης περιουσίας. Αμερικάνικες ασφαλιστικές εταιρείες και κάποια άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα έχουν μεγάλες υποχρεώσεις σε δολάρια και γι αυτό επιδιώκουν να περιορίσουν τον κίνδυνο επενδύοντας σε εγχώρια περιουσιακά στοιχεία.

Τέλος, υπάρχουν έμμεσες αποδείξεις σχετικά με το πρότυπο των επενδυτικών ροών, ότι το κεφάλαιο δεν μετακινείται για να μεγιστοποιήσει την καθαρή απόδοση του κάθε επενδυτή. Εξαιτίας των διεθνών διαφορών στους κανόνες της φορολογίας και στην αλληλεπίδραση της ξένης με την εγχώρια φορολόγηση, η μεγιστοποίηση της καθαρής απόδοσης συνεπάγεται ένα πολύ διαφορετικό πρότυπο για τις επενδυτικές ροές από αυτό στην περίπτωση που δεν θα υπήρχαν φόροι. Χωρίς φόρους, οι ακαθάριστες αποδόσεις θα ήταν ίσες σε όλες τις χώρες και κάθε επενδυτής θα ήταν αδιάφορος για το πού θα τοποθετούσε τα κεφάλαιά του. Από την άλλη, με την ύπαρξη φόρων, οι επενδυτές θα έπρεπε να συγκεκριμενοποιήσουν την επένδυσή τους σε κάποια χώρα, η οποία συχνά θα ήταν άλλη από τη χώρα που αυτοί προέρχονται (Για παράδειγμα ένας κάτοικος των Ηνωμένων Πολιτειών που επιθυμεί να επενδύσει σε ομόλογα και πιστεύει ότι η ισότητα αγοραστικής δύναμης θα επικρατήσει μακροχρόνια και ότι η Γερμανία θα έχει χαμηλότερο δείκτη πληθωρισμού, θα έπρεπε να επενδύσει σε γερμανικά ομόλογα και όχι σε αμερικάνικα, διότι η απόδοση που προκύπτει με τη μορφή της ανατίμησης της ονομαστικής αξίας (σε δολάρια) του ομολόγου, θα φορολογηθεί ως κεφαλαιακά κέρδη αντί ως εισόδημα. Οι ίσες προ φόρων αποδόσεις συνεπάγονται διαφορετικές μετά φόρων αποδόσεις. Εάν οι δυνάμεις της αγοράς κάνουν τις προ φόρων αποδόσεις άνισες, τότε κάποιοι Αμερικάνοι επενδυτές θα μεγιστοποιούσαν τη συνολική καθαρή τους απόδοση επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον τους στα γερμανικά ομόλογα ενώ παράλληλα κάποιοι άλλοι θα επένδυαν στα αμερικάνικα ομόλογα). Η απουσία μιας τέτοιας συγκεκριμενοποίησης δίνει μια ένδειξη οι περιορισμοί των χαρτοφυλακίων στην

κινητικότητα του κεφαλαίου εμποδίζουν το κεφάλαιο να μετακινηθεί με σκοπό να μεγιστοποιήσει την καθαρή απόδοση του κάθε επενδυτή.

Φαίνεται ότι ένα μεγάλο ποσοστό της άμεσης επένδυσης στις ξένες αγορές σχετίζεται με την εφαρμογή στρατηγικών της αγοράς, είτε εκμεταλλεύοντας την γνώση της παραγωγής είτε ξεπερνώντας τους περιορισμούς του εμπορίου, αντί να σχετίζεται με την επιδίωξη ευκαιριών που θα αποφέρουν κέρδος. Αυτός πρέπει να είναι πιθανόν ο λόγος που εξηγεί γιατί οι χώρες είναι ταυτόχρονα και εισαγωγείς και εξαγωγείς κεφαλαίου. Ενδεχομένως να υποδηλώνει ότι μπορεί να υφίστανται σημαντικές ροές άμεσης επένδυσης ακόμη και αν δεν οφείλονται σε μεταβολές της εγχώριας φορολογίας ή ανάλογες προσφορές κεφαλαίου.

2. Προσδιορισμός και Δεδομένα

Το άρθρο των FH χρησιμοποιεί δεδομένα μεγάλων βιομηχανικών χωρών για να μετρήσει κατά πόσο ένα υψηλότερο ποσοστό εγχώριας αποταμίευσης σχετίζεται με ένα υψηλότερο ποσοστό εγχώριας επένδυσης. Κάτω από συνθήκες πλήρους κινητικότητας του παγκόσμιου κεφαλαίου, δεν θα έπρεπε να υπάρχει καμία σχέση μεταξύ εγχώριας αποταμίευσης και επένδυσης: η αποταμίευση σε κάθε χώρα «απαντά» στις παγκόσμιες ευκαιρίες για επένδυση ενώ παράλληλα η επένδυση σε κάθε χώρα χρηματοδοτείται από παγκόσμιες πηγές κεφαλαίου. Αντίστροφα, αν η αυξημένη αποταμίευση τείνει να επενδύεται στη χώρα από όπου και προέρχεται, οι διαφορές στην επένδυση μεταξύ των χωρών θα αντιστοιχεί σε διαφορές στην αποταμίευση.

Υπάρχει πράγματι απόκλιση στους εγχώριους δείκτες της αποταμίευσης μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ, οι οποίες χρησιμοποιούνται ως αντικείμενο μελέτης σε αυτό το άρθρο. Για την περίοδο από το 1960 έως το 1974 συνολικά, η αναλογία της ακαθάριστης εγχώριας αποταμίευσης προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν ήταν κατά μέσο όρο 0,250 και τυπική απόκλιση 0,045 για τις 21 χώρες του ΟΟΣΑ.

Το πρότυπο των χωρών με υψηλούς και χαμηλούς δείκτες αποταμίευσης παρέμεινε σταθερό κατά της διάρκειας της προαναφερθείσας περιόδου. Για να μετρήσουν οι FH αυτή τη σταθερότητα, χώρισαν το δείγμα τους σε τρεις περιόδους των πέντε ετών και υπολόγισαν τη συσχέτιση των δεικτών της αποταμίευσης ανά ζεύγη περιόδων: μεταξύ των περιόδων 1960-1964 και 1965-1969 η συσχέτιση ήταν 0,974, για τις περιόδους

1965-1969 και 1970-1974 ήταν 0,931 και τέλος για τις περιόδους 1960-1964 και 1970-1974 η συσχέτιση ήταν 0,895.

Η αντίστοιχη αναλογία της ακαθάριστης εγχώριας επένδυσης προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν επίσης δείχνουν διακύμανση μεταξύ των χωρών και ένα σταθερό πρότυπο με την πάροδο του χρόνου. Η παραπάνω αναλογία είχε μέσο, για τα 15 χρόνια, 0,254 και τυπική απόκλιση 0,041. Οι συσχετίσεις μεταξύ των αναλογιών της επένδυσης όπως παραπάνω ήταν: 0,937 για την περίοδο 1960-1964 και 1965-1969, 0,884 για τις περιόδους 1965-1969 και 1970-1974 και 0,864 για τις περιόδους 1960-1964 και 1970-1974.

Για να προσδιοριστεί η σχέση μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης οι FH εκτίμησαν εξισώσεις της παρακάτω μορφής, για την οποία είναι χρήσιμο να σημειωθεί η ερμηνεία της:

$$(I/Y)_i = \alpha + \beta (S/Y)_i$$

Υπό συνθήκες πλήρους κινητικότητας κεφαλαίου, μία αύξηση στο δείκτη της αποταμίευσης μιας χώρας i θα είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της επένδυσης σε όλες τις χώρες. Η κατανομή του αυξημένου κεφαλαίου μεταξύ των χωρών θα διέφερε ανάλογα με το αρχικό κεφαλαιακό απόθεμα της κάθε χώρας και αντιστρόφως ανάλογα με την ελαστικότητα του οριακού προϊόντος του κεφαλαίου της χώρας. Στην εξαιρετική περίπτωση όπου η χώρα i θα ήταν πάρα πολύ μικρή σε σχέση με την παγκόσμια οικονομία, η τιμή του β θα ήταν μηδέν. Αλλά ακόμη και για μια σχετικά μεγάλη χώρα, η τιμή του β θα ήταν της τάξης μεγέθους του μεριδίου της στο συνολικό παγκόσμιο κεφάλαιο. Επομένως, η πραγματική τιμή του β θα διέφερε μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ αλλά θα κυμαινόταν κατά μέσο όρο και λιγότερο από 0,1.

Αντίθετα, εκτιμήσεις που δίνουν τον συντελεστή β κοντά στη μονάδα θα μαρτυρούσαν ότι το μεγαλύτερο ποσοστό από την αυξημένη αποταμίευση σε κάθε χώρα παρέμεινε εκεί. Σημειώνεται ότι το εύρημα ότι το β είναι κοντά στη μονάδα μπορεί να αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι η εγχώρια αποταμίευση και επένδυση υποκινούνται από ένα υψηλό ποσοστό απόδοσης. Αυτή η ερμηνεία, όμως, είναι αντιφατική με την υπόθεση της πλήρους παγκόσμιας κινητικότητας του κεφαλαίου (υπό τέτοιες συνθήκες ο δείκτης της εγχώριας αποταμίευσης δεν εξαρτάται από τις εγχώριες επενδυτικές ευκαιρίες). Επίσης, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι, η

υπόθεση της πλήρους κινητικότητας κεφαλαίου έρχεται σε αντίθεση με την παραδοσιακή Κεϋνσιανή ερμηνεία οι εξωγενείς μεταβολές στο επίπεδο της επένδυσης προκαλούν μεταβολές στο εισόδημα έως ότου το αποτελεσματικό επίπεδο της αποταμίευσης να εξισωθεί με την επένδυση. Όποια και να είναι η εγκυρότητα αυτού του επιχειρήματος για μια κλειστή οικονομία, σίγουρα είναι ακατάλληλο εάν η εγχώρια αποταμίευση προστίθεται στις παγκόσμιες πηγές του κεφαλαίου. Βέβαια, είναι πιθανόν ότι μια υψηλή τιμή για το β θα μπορούσε να αντανakλά σε άλλες αιτίες για τη διακύμανση της αποταμίευσης και της επένδυσης. Τα ευρήματα της υψηλής τιμής του β , ωστόσο, θα αποτελούσαν ισχυρή απόδειξη ενάντια της υπόθεσης της πλήρους κινητικότητας του παγκόσμιου κεφαλαίου και θα έριχναν στους υποστηρικτές αυτής της άποψης το βάρος του προσδιορισμού αυτών των διαφορετικών αιτιών και παραγόντων.

Παρόλο που η παραπάνω εξίσωση μετρά την έκταση που παίρνει η παγκόσμια κινητικότητα του κεφαλαίου μέσω της ανάλυσης των μεγεθών της αποταμίευσης και της επένδυσης, μπορεί επίσης να ερμηνευθεί αναφορικά με τις ξένες επενδυτικές ροές. Από τη στιγμή που η πρόσθετη ακαθάριστη επένδυση σε σχέση με την ακαθάριστη αποταμίευση ισούται με την καθαρή εισροή ξένης επένδυσης, μία παλινδρόμηση της αναλογίας της καθαρής ξένης επενδυτικής ροής προς το ΑΕΠ, πάνω στις εγχώριες αποταμιεύσεις θα είχε συντελεστή ίσο με τη μονάδα. Ελέγχοντας την υπόθεση ότι το β ισούται με τη μονάδα είναι η ίδια διαδικασία με το να ελέγχεται η υπόθεση ότι οι διεθνείς κεφαλαιακές ροές δεν εξαρτώνται από τους δείκτες της εγχώριας αποταμίευσης.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η ταυτότητα της εθνικής αποταμίευσης και επένδυσης δεν συνεπάγεται ισότητα μεταξύ εγχώριας αποταμίευσης και επένδυσης. Εξαιτίας των διεθνών κεφαλαιακών ροών, η εγχώρια αποταμίευση μπορεί να διαφέρει με την επένδυση για πολύ μεγάλες χρονικές περιόδους. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια του 19^{ου} αιώνα, η βρετανική εγχώρια αποταμίευση υπερέβη την εγχώρια επένδυση, όσο η Βρετανία επένδυε στο εξωτερικό.

Η ανάλυση στην οποία στηρίζεται το άρθρο των FH επικεντρώνει το ενδιαφέρον του στην ακαθάριστη αποταμίευση και επένδυση για δύο βασικούς λόγους. Πρώτον, οι ακαθάριστες ροές της αποταμίευσης είναι αυτές, οι οποίες, αρχικά, είναι ελεύθερες να μετακινούνται από χώρα σε χώρα λόγω των διαφοροποιήσεων στις αποδόσεις. Κατά δεύτερον, ο λογιστικός καθορισμός της υποτίμησης είναι ελλιπής, ειδικά όταν υπάρχει σημαντικό ποσοστό πληθωρισμού. Ως επακόλουθο, σφάλματα που θα

γινόντουσαν στην μέτρηση των προβλέψεων για υποτίμηση, θα προκαλούσαν μια «ψεύτικη» συσχέτιση μεταξύ της καθαρής αποταμίευσης και της επένδυσης. Παρόλο που τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στις επόμενες ενότητες έχουν να κάνουν με την ακαθάριστη αποταμίευση και επένδυση, όλοι οι συντελεστές συσχέτισης έχουν επίσης εκτιμηθεί και για καθαρές ροές.

Από το βασικό δείγμα των 21 χωρών του ΟΟΣΑ για τις οποίες τα δεδομένα είναι διαθέσιμα για όλα τα έτη της περιόδου 1960-1974, πέντε χώρες διαγράφηκαν (Γαλλία, Λουξεμβούργο, Νορβηγία, Ισπανία και Ελβετία) επειδή άλλαξαν την μέθοδο του απολογισμού του εθνικού εισοδήματος κατά τη διάρκεια της παραπάνω περιόδου. Όταν κάποιες από τις παλινδρομήσεις υπολογίζονταν χρησιμοποιώντας ολόκληρο το δείγμα των 21 χωρών, οι συντελεστές συσχέτισης βρέθηκαν παρόμοιοι με το δείγμα των 16 χωρών, οι οποίες δεν άλλαξαν τη μέθοδο απολογισμού.

3. Βασικά Αποτελέσματα

Οι βασικές εκτιμήσεις της εξίσωσης των FH που παρατέθηκε παραπάνω, παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Η σχέση μεταξύ εγχώριας αποταμίευσης και εγχώριας επένδυσης

ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΗ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΗ			ΚΑΘΑΡΗ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΗ		
	A	S/Y	R ²	A	S/Y	R ²
1960-1974	0,035 (0,018)	0,887 (0,074)	0,91	0,017 (0,014)	0,938 (0,091)	0,87
1960-1964	0,029 (0,015)	0,909 (0,060)	0,94	0,017 (0,011)	0,936 (0,072)	0,91
1965-1969	0,039 (0,025)	0,872 (0,101)	0,83	0,022 (0,020)	0,908 (0,133)	0,75
1970-1974	0,039 (0,024)	0,871 (0,092)	0,85	0,018 (0,018)	0,932 (0,107)	0,83

*Τα παραπάνω αποτελέσματα αφορούν τις 16 χώρες του ΟΟΣΑ. Στις παρενθέσεις αναφέρονται τα τυπικά σφάλματα.

Η εκτίμηση του β για ολόκληρη την περίοδο του δείγματος των δεκαπέντε ετών είναι 0,887 (με τυπικό σφάλμα 0,074), όταν χρησιμοποιούνται η ακαθάριστη αποταμίευση και επένδυση και 0,938 (με τυπικό σφάλμα 0,091), όταν χρησιμοποιούνται τα καθαρά μεγέθη. Κανένας από τους συντελεστές δεν απέχει σημαντικά από τη μονάδα ενώ παράλληλα και οι δύο δε συμφωνούν με την υπόθεση ότι η πραγματική τιμή του β είναι μηδέν. Όπως φαίνεται και από τον πίνακα οι τιμές των συντελεστών για καθεμιά από τις υποπεριόδους είναι παρόμοιες στο συνολικό συντελεστή. Τα ευρήματα αντικρούουν την υπόθεση της πλήρους κινητικότητας κεφαλαίου και υποδηλώνουν ότι το μεγαλύτερο ποσοστό της αποταμίευσης τείνει να παραμένει μέσα στη χώρα στην οποία γίνεται. Επομένως οι διεθνείς κεφαλαιακές ροές που υπάρχουν δεν εμφανίζονται για να καλύψουν τις διεθνείς διαφορές στους δείκτες της αποταμίευσης. Οι τιμές των συντελεστών της αποταμίευσης προς το εισόδημα (S/Y) όσον αφορά στις καθαρές ροές είναι υψηλότερες από τις αντίστοιχες που βασίζονται στις ακαθάριστες ροές. Όπως προαναφέρθηκε, τα σφάλματα της μέτρησης της υποτίμησης είναι πιθανόν να προκαλέσουν μια «ψεύτικη» συσχέτιση, η οποία με τη σειρά της προκαλεί μια ανοδική τάση στους συντελεστές των καθαρών ροών. Μια συνεπής εκτίμηση μπορεί να πραγματοποιηθεί, ωστόσο, χρησιμοποιώντας μια μεταβλητή, η οποία συσχετίζεται με την καθαρή αποταμίευση αλλά δεν συσχετίζεται με το σφάλμα από τη μέτρηση της υποτίμησης. Η προφανής υποψήφια παράμετρος είναι η ακαθάριστη αποταμίευση, αφού δε συμπεριλαμβάνει καμία εκτίμηση της υποτίμησης αλλά είναι πιθανόν να συσχετίζεται σημαντικά με την πραγματική καθαρή αποταμίευση. Οι εκτιμήσεις του β με αυτήν τη μεταβλητή είναι όλες χαμηλότερες από τις αντίστοιχες με την μεταβλητή της καθαρής αποταμίευσης, αλλά η διαφορά δεν είναι σε καμία περίοδο παραπάνω από 0,1. Επομένως, μια τέτοια εκτίμηση δεν μεταβάλλει το συμπέρασμα ότι η εγχώρια επένδυση απορροφά σχεδόν όλες τις διαφοροποιήσεις των διεθνών τιμών της αποταμίευσης.

Ο υψηλός συντελεστής στη σχέση εγχώριας αποταμίευσης και εγχώριας επένδυσης μπορεί να υποδηλώνει την επίδραση κάποιας τρίτης μεταβλητής. Σύμφωνα με τη θεωρία του κύκλου ζωής της αποταμίευσης, ο πιο σημαντικός εξωγενής καθοριστικός παράγοντας της συνολικής τιμής της αποταμίευσης είναι το ποσοστό της πληθυσμιακής ανάπτυξης. Ένα μεγαλύτερο ποσοστό πληθυσμιακής ανάπτυξης θα μπορούσε επίσης να αυξήσει και το ποσοστό της επένδυσης. Παρόλα αυτά η προσθήκη του μέσου ετήσιου ποσοστού της πληθυσμιακής ανάπτυξης ως

επιπρόσθετη μεταβλητή στην εξίσωση δεν είχε καμία επίδραση στην τιμή του β , διότι ο συντελεστής της ανάπτυξης από μόνος του ήταν πολύ μικρός και στατιστικά μη σημαντικός. Είναι βέβαια πιθανόν να υπάρχουν άλλες μεταβλητές που να επηρεάζουν ανεξάρτητα και την αποταμίευση και την επένδυση.

Οι FH εξέτασαν, επίσης, την πιθανότητα να μεταβάλλεται η σχέση αποταμίευσης και επένδυσης ανάλογα με πόσο ανοικτή είναι η οικονομία. Είναι εύλογο ότι οι μικρές οικονομίες, οι οποίες εμπλέκονται στο διεθνές εμπόριο θα χαρακτηρίζονται από έναν πιο αδύναμο σύνδεσμο μεταξύ εγχώριας αποταμίευσης και επένδυσης από τις μεγαλύτερες και περισσότερο «αυταρχικές» οικονομίες. Γι αυτόν τον λόγο οι FH εκτίμησαν μια παραλλαγή της βασικής εξίσωσης, στην οποία η τιμή του β μπορεί να μεταβάλλεται ανάλογα με το πόσο ανοικτή είναι η οικονομία:

$$(I/Y)_i = \alpha + (\beta_0 + \beta_1 x_i) (S/Y)_i$$

Η μεταβλητή x_i αντιπροσωπεύει το πόσο ανοικτή ή κλειστή είναι η οικονομία. Η πρώτη μέτρηση ήταν το μερίδιο του εμπορίου στο ΑΕΠ, όπως μετρήθηκε από το σύνολο των εξαγωγών και των εισαγωγών ανά δολλάριο του ΑΕΠ. Οι εκτιμήσεις του β_1 προκύπτουν αρνητικές, όπως ήταν αναμενόμενο, αλλά πολύ μικρές που δεν απέχουν πολύ από το μηδέν. Για την περίοδο των δεκαπέντε χρόνων συνολικά, το β_1 εκτιμήθηκε στο $-0,033$, ενώ για τις υποπεριόδους τα αποτελέσματα είναι παρόμοια. Οι FH χρησιμοποίησαν σαν εναλλακτική μέτρηση το μέγεθος της οικονομίας για να έχει βάση η εξήγηση ότι μια μεγάλη οικονομία είναι πιθανότερο να αυτάρκης και ανεξάρτητη, με αποτέλεσμα να επενδύει ένα μεγαλύτερο μερίδιο από τις αποταμιεύσεις της εντός της χώρας. Επομένως με το να ερμηνεύεται το x_i κατά αυτόν τον εναλλακτικό τρόπο, όλες οι εκτιμήσεις του β προέκυψαν αρνητικές. Συμπερασματικά, ενώ ο σύνδεσμος μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης μπορεί να ποικίλλει ανάμεσα στις χώρες, δε βρέθηκαν αποδείξεις ότι μεταβάλλεται σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας ή την σημαντικότητα του διεθνούς εμπορίου.

Εν τέλει ολοκληρώνεται η ανάλυση των FH για τις συνολικές εκτιμήσεις μεταξύ των χωρών. Οι εκτιμήσεις αυτές παρέχουν αποδείξεις οι οποίες είναι ασύμφωνες με την υπόθεση του πλήρους μετακινήσιμου παγκόσμιου κεφαλαιακού αποθέματος που μετακινείται για να εξισορροπήσει τις αποδόσεις. Παρόλο που μπορεί να υπάρχει τέλεια ευκαιρία για κερδοσκοπία σχετικά με τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις και πραγματικές ροές σχετικά με την μακροπρόθεσμη άμεση επένδυση, παρουσιάζονται

ικανοί περιορισμοί και προτιμήσεις για να κρατήσουν το μεγαλύτερο ποσοστό της αυξημένης αποταμίευσης επενδυμένο στη χώρα από όπου προέρχεται.

4. Στοιχεία της Αποταμίευσης και της Επένδυσης

Για τις εννέα από τις χώρες του δείγματος, ο ΟΟΣΑ διαχωρίζει τη συνολική αποταμίευση σε τρία μέρη: την αποταμίευση των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και του κράτους. Ο διαχωρισμός αυτός είναι σημαντικός, γιατί με αυτόν τον τρόπο είναι πιθανόν να φανεί εάν η εγχώρια επένδυση ανταποκρίνεται εξίσου σε όλους τους τύπους της αποταμίευσης. Στο βαθμό που αυτό είναι εφικτό, είναι λιγότερο πιθανόν ότι η μεγάλη τιμή του εκτιμητή β συμβολίζει κάποιο μη παρατηρήσιμο παράγοντα που αυξάνει την αποταμίευση και την επένδυση. Η ευαισθησία της συνολικής επένδυσης στους διαφορετικούς τύπους της αποταμίευσης σχετίζεται επίσης με τον καθορισμό πολιτικών που σχεδιάζονται για να αυξηθεί η επένδυση θέτοντας σε λειτουργία τους τύπους της αποταμίευσης. Στη συνέχεια, τα δεδομένα για αυτές τις χώρες επιτρέπουν το διαχωρισμό της επένδυσης σε δημόσια και ιδιωτική και περαιτέρω το διαχωρισμό της ιδιωτικής επένδυσης σε αυτές των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

Βάσει των παραπάνω οι FH διαφοροποίησαν την βασική εξίσωση στην παρακάτω μορφή:

$$(I/Y)_i = \alpha + \beta_H (S_H/Y)_i + \beta_C (S_C/Y)_i + \beta_G (S_G/Y)_i,$$

όπου S_H η αποταμίευση των νοικοκυριών, S_C η αποταμίευση των επιχειρήσεων και S_G η αποταμίευση του κράτους. Η παραπάνω εξίσωση εκτιμάται επίσης με την αντικατάσταση της συνολικής επένδυσης από την ιδιωτική ή την επένδυση των επιχειρήσεων.

Η γενική εικόνα που προκύπτει από αυτές τις εκτιμήσεις είναι ότι δεν υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση μεταξύ των τριών τύπων της αποταμίευσης όσον αφορά στη συμμετοχή τους στη συνολική επένδυση ή στη συνολική ιδιωτική επένδυση. Ωστόσο στο επίπεδο της επιχειρησιακής επένδυσης, ενδέχεται να υπάρχουν διεθνείς φραγμοί ή προτιμήσεις χαρτοφυλακίων που κάνουν την επιχειρησιακή επένδυση να ανταποκρίνεται περισσότερο στην επιχειρησιακή αποταμίευση από ότι στις άλλες πηγές κεφαλαίων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

Feldstein – Horioka Puzzle

ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΜΕΛΕΤΕΣ – ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ & ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ (Cunado – Gracia, 2005)

Όπως έχει προαναφερθεί, οι FH υποστήριξαν ότι αν το κεφάλαιο παραμένει αμετακίνητο μεταξύ χωρών τότε το CA (current account – ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών) είναι πάντα μηδενικό και επομένως η αποταμίευση πάντα θα ισούται με την επένδυση. Αντίθετα, όταν υφίσταται πλήρης κινητικότητα κεφαλαίου τότε οι οποιεσδήποτε μεταβολές στην επένδυση μπορούν να είναι ανεξάρτητες από μεταβολές στην αποταμίευση. Οι FH βρήκαν υψηλή συσχέτιση μεταξύ της μακροπρόθεσμης αποταμίευσης και επένδυσης των χωρών του ΟΟΣΑ με τον συντελεστή συσχέτισής τους να πλησιάζει τη μονάδα. Αυτό το αποτέλεσμα φαίνεται απροσδόκητο επειδή δεν «συμβαδίζει» με μεγάλες και εξακολουθητικές ανισοροπίες που παρατηρήθηκαν στις χώρες του ΟΟΣΑ καθώς και με ενδείξεις υψηλών κεφαλαιακών ροών στις οικονομίες τους από το 1970 και έπειτα. Έχουν δοθεί πολλές εξηγήσεις για να «εναρμονιστεί» το συμπέρασμα των FH ενός υψηλού συντελεστή συσχέτισης με ένα υψηλό βαθμό κινητικότητας κεφαλαίου. Μία εξήγηση είναι ότι οι εκτιμήσεις έχουν κατά κάποιο τρόπο παραποιηθεί λόγω του ότι οι παράμετροι αποταμίευση και επένδυση χαρακτηρίζονται ως ενδογενείς. Κάποιοι άλλοι υποστηρίζουν ότι το δείγμα που χρησιμοποίησαν οι FH είναι πολύ μικρό για να μπορεί να συλλάβει τις όποιες αυξήσεις στην κινητικότητα του κεφαλαίου, ενώ μια τρίτη εξήγηση είναι ότι τα συμπεράσματα από τις παλινδρομήσεις της επένδυσης με την αποταμίευση δεν ερμηνεύτηκαν σωστά.

Ο Obstfeld (1986) τονίζει ότι ένας υψηλός συντελεστής συσχέτισης, στην παλινδρόμηση, μεταξύ επένδυσης και αποταμίευσης μπορεί να αντανakλά την επιρροή που ενδεχομένως να ασκεί και στις δύο μεταβλητές ένας κοινός παράγοντας, όπως η οικονομική ανάπτυξη. Σε αυτό το κλίμα, οι Baxter και Crusini (1993) υποστήριξαν ότι τα shocks στην παραγωγικότητα σχετίζουν την αποταμίευση με την επένδυση. Έδειξαν μάλιστα ότι οι συσχετίσεις των μεταβλητών θα είναι μεγαλύτερες στις μεγαλύτερες χώρες. Παρόλο που αυτά τα επιχειρήματα εξηγούν πώς είναι δυνατόν να προκύψει από την παλινδρόμηση ένας συντελεστής κοντά στη μονάδα, παράλληλα υποδηλώνουν ότι αποταμίευση και επένδυση δεν περιλαμβάνουν πληροφόρηση για την κινητικότητα του κεφαλαίου.

Ωστόσο, μεταγενέστερες θεωρητικές μελέτες που χρησιμοποίησαν διεξοδικά και λεπτομερή υποδείγματα έδειξαν ότι τέτοια ευρήματα μπορεί πιθανώς να είναι σύμφωνα με τη διαχρονική θεωρία και την κινητικότητα κεφαλαίου. Κατά την εκδοχή των Baxter και Crusini (1993), εάν μία χώρα υποστεί ένα θετικό τεχνολογικό shock, όπως και ο υπόλοιπος κόσμος την ίδια χρονική στιγμή, δεν θα μπορεί να δανειστεί από το εξωτερικό για να αυξήσει το κεφαλαιακό της απόθεμα, λόγω του ότι και ο υπόλοιπος κόσμος θα επιθυμούσε να κάνει το ίδιο. Σε μία τέτοια περίπτωση και παρόλη την τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου, οποιαδήποτε πρόοδος στην επένδυση θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί από μία αντίστοιχη πρόοδο στην αποταμίευση, όσο τα νοικοκυριά θα «εξομαλύνουν» την προσωρινή πρόοδο στην παραγωγή μέσω της κατανάλωσης.

Οι επιπτώσεις των shocks στο CA μπορεί να είναι αόριστες και διαφορούμενες, γι αυτό και η εμπειρική ανάλυση έχει επικεντρωθεί στη σχέση μεταξύ των αυξομειώσεων στην επένδυση και στο ισοζύγιο. Επιπρόσθετα, έχουν προταθεί πρόσφατα διάφορες προσεγγίσεις για τη μελέτη της επιρροής των shocks της παραγωγικότητας στο ισοζύγιο και την επένδυση σε μια ανοικτή οικονομία (Glick & Rogoff (1995), Gregory & Head (1999), Nason & Rogers (1999)).

Αρχικά, οι Glick και Rogoff (1995) κατέληξαν στα εξής συμπεράσματα: Πρώτον, ένα shock στην παραγωγικότητα μιας συγκεκριμένης χώρας επηρεάζει το ισοζύγιο περισσότερο από την επένδυση, επειδή η κατανάλωση και η επένδυση αντιδρούν στις μεταβολές της παραγωγικότητας, ωθώντας το ισοζύγιο σε μεγαλύτερη αντίδραση. Αξίζει να σημειωθεί ότι η επιρροή στο ισοζύγιο υφίσταται μόνο όταν υπάρξουν shocks σε συγκεκριμένες χώρες και αυτό γιατί αν μια αύξηση στην παραγωγικότητα γενικευτεί σε όλες τις χώρες τότε όλοι οι καταναλωτές θα προσπαθήσουν ταυτόχρονα να μην αποταμιεύσουν. Αυτό συνεπάγεται μία αύξηση στα πραγματικά επιτόκια που θα επαναφέρει την ισορροπία μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης, με καμία συνέπεια στο ισοζύγιο της κάθε χώρας. Ένα τέτοιο ενδεχόμενο συμβαίνει όταν όλες οι χώρες είναι συμμετρικές. Στην αντίθετη περίπτωση ένα παγκόσμιο shock στην παραγωγικότητα θα επηρεάσει το ισοζύγιο της κάθε χώρας. Δεύτερον, τα παγκόσμια shocks στην παραγωγικότητα δεν ασκούν καμία επιρροή στο ισοζύγιο, διότι οι χώρες με παρόμοια κληροδοτήματα και τεχνολογίες προσαρμόζουν την κατανάλωσή τους και την επένδυση συμμετρικά.

Οι Gregory και Head (1999), εκτιμούν συγκεκριμένα συστατικά και μεγέθη συγκεκριμένων χωρών στην παραγωγικότητα και την επένδυση έτσι ώστε να

αποτιμήσουν την επιρροή τους στο ισοζύγιο τους. Η εμπειρική τους ανάλυση στις G7 χώρες δείχνει ότι υπάρχουν συγκεκριμένες κοινές κινήσεις στην παραγωγικότητα και την επένδυση, οι οποίες σχετίζονται με τις αυξομειώσεις στο ισοζύγιο μόνο στην Αμερική και τη Γαλλία. Αντίθετα, αυξήσεις στην επένδυση συγκεκριμένων χωρών σχετίζονται με σημαντική επιδείνωση στο ισοζύγιο όλων των χωρών εκτός της Αμερικής.

ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΑ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΣΕ ΕΝΑ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΕΞΟΜΑΛΥΝΣΗΣ ΤΗΣ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ: Η ΕΠΙΛΥΣΗ ΣΤΟ PUZZLE ΤΩΝ FH?

Nouriel Roubini (1988)

Ο Roubini (1988) παρουσίασε ένα μοντέλο εξομάλυνσης της κατανάλωσης και της φορολογίας, που υποδηλώνει μια απλή σχέση μεταξύ του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού, των δεικτών της επένδυσης και των παροδικών shocks στην συνολική παραγωγή. Ισχυρίστηκε ότι ένα τέτοιο μοντέλο θα μπορούσε να εξηγήσει το puzzle των FH, της φαινομενικής, δηλαδή, έλλειψης της διεθνούς κινητικότητας κεφαλαίου. Οι απλές παλινδρομήσεις των δεικτών της αποταμίευσης σε αυτούς της επένδυσης φάνηκαν να είναι λανθασμένες μέθοδοι αξιολόγησης της υπόθεσης της κινητικότητας του κεφαλαίου, διότι δεν ελέγχουν τον ανεξάρτητο ρόλο των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού και των παροδικών shocks στη συνολική παραγωγή στο CA και τις εξισώσεις της αποταμίευσης. Οι εμπειρικές μελέτες που έγιναν πάνω στο μοντέλο, με δείγμα τις 18 χώρες του ΟΟΣΑ, έδειξαν ότι οι διεθνείς αγορές του κεφαλαίου είναι σε μεγάλο βαθμό ενοποιημένες και το puzzle των FH μπορεί να εξηγηθεί από το σημαντικό ρόλο που παίζουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα στον προσδιορισμό του CA και της αποταμιευτικής συμπεριφοράς.

ΕΓΧΩΡΙΑ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ, ΙΣΟΖΥΓΙΑ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΙΝΗΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**Caprio & Howard (1984)**

Το άρθρο των Caprio και Howard (1984) εξετάζει την πρόταση των FH ότι οι μεσοπρόθεσμες διακυμάνσεις της εγχώριας αποταμίευσης μιας χώρας αντικατοπτρίζονται σχεδόν αποκλειστικά από ανάλογες μεταβολές στην εγχώρια επένδυση παρά στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της χώρας. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για την εξέταση της παραπάνω πρότασης ήταν από τις 23 χώρες του ΟΟΣΑ για τους τέσσερις οικονομικούς κύκλους του ΟΟΣΑ, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1963-1981. Τα ευρήματα που παρουσιάστηκαν σε αυτό το άρθρο δε συμβαδίζουν με την πρόταση των FH. Αυτό σημαίνει ότι εντοπίζεται ως ένα βαθμό καθαρή διεθνής κινητικότητα κεφαλαίου.

Παρόλα αυτά, παραμένει το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια μεγάλων χρονικών περιόδων τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών τείνουν να είναι μικρά σε απόλυτη τιμή. Για αυτούς που διαμορφώνουν την πολιτική και τους μακροοικονομικούς είναι πολύ σημαντικό να γίνει κατανοητό για ποιο λόγο τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών αθροίζονται στο μηδέν μακροπρόθεσμα. Αν, για παράδειγμα, το φαινόμενο αντικατοπτρίζει μια κυβερνητική πολιτική που στοχεύει στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, όπου η τιμή – στόχος είναι κάτι μικρό, τότε μια αλλαγή στον πολιτικό μηχανισμό μπορεί να κάνει την προηγούμενη κατάσταση άσχετη και δεν μπορεί να υπάρχει καμία υπόθεση ότι τα ισοζύγια θα ισορροπήσουν απαραίτητα σε μακροχρόνια περίοδο. Επομένως, η ανάπτυξη του ισοζυγίου δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι παροδική επειδή στο παρελθόν μια τέτοια ανάπτυξη θα έτεινε να διαγραφεί με την πάροδο του χρόνου.

ΕΡΜΗΝΕΙΕΣ ΤΩΝ ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΩΝ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗΣ - ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**Baxter & Crusini (1993)**

Το άρθρο των Baxter και Crusini (1993) παρουσιάζει αποδείξεις που ανατρέπουν την ευρέως επικρατούσα άποψη ότι η υψηλή συσχέτιση αποταμιεύσεων και επενδύσεων δε συμβαδίζει με έναν κόσμο στον οποίο το κεφάλαιο είναι εύκολα μετακινήσιμο. Οι B & C κατασκεύασαν ένα απλό υπόδειγμα, στο οποίο οι μόνες ενδιαφέρουσες ερωτήσεις που μπορούν να προκύψουν, αφορούν το διεθνή προσδιορισμό της αποταμίευσης, της επένδυσης και των κεφαλαιακών ροών. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν ήταν τα ακόλουθα: Αρχικά, βρήκαν ότι οι θετικές συσχετίσεις ανάμεσα στην βασική αποταμίευση και την επένδυση αποτελούν μια ισχυρή πρόβλεψη για το ποσοτικά περιορισμένο μοντέλο και ότι το μοντέλο προβλέπει σωστά πως αυτές οι συσχετίσεις είναι υψηλότερες για τις μεγαλύτερες χώρες. Κατά δεύτερον, εξέτασαν τους συνδέσμους μεταξύ της παραγωγής, της επένδυσης και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κατέληξαν ότι το υπόδειγμά τους συμφωνεί με τα εμπειρικά αποτελέσματα του Sachs (βλέπε σελ. 10). Σε μια παλινδρόμηση του ισοζυγίου προς το ΑΕΠ και της επένδυσης προς το ΑΕΠ, ο συντελεστής της αναλογίας της επένδυσης ήταν αρνητική για τις 12 από τις 14 χώρες του δείγματος του Sachs. Το μοντέλο των B & C προβλέπει αυτήν την αρνητική τιμή του συντελεστή της παλινδρόμησης, υποστηρίζοντας την άποψη του Sachs ότι οι διεθνείς επενδυτικές ροές είναι καθοριστικοί βραχυπρόθεσμοι παράγοντες των μεταβολών του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Στη συνέχεια, το μοντέλο προβλέπει ότι το παραπάνω αποτέλεσμα είναι περισσότερο ισχυρό (ο συντελεστής θα έπρεπε να είναι μεγαλύτερες σε απόλυτη τιμή) στις μικρότερες χώρες, γεγονός που είναι επίσης σύμφωνο με τα ευρήματα του Sachs. Τα ευρήματα του Sachs ερμηνεύθηκαν ως αποδείξεις ότι το κεφάλαιο είναι διεθνώς μετακινήσιμο σε μεγάλο βαθμό, ενώ παράλληλα οι υψηλές συσχετίσεις αποταμίευσης – επένδυσης ερμηνεύθηκαν ως αποδείξεις ότι το κεφάλαιο δεν μετακινείται σε μεγάλο βαθμό.

Από τη στιγμή που το υπόδειγμα των B & C επιτρέπει το διεθνές εμπόριο μιας πληθώρας αξιόγραφων, η βασική αποταμίευση (μετράται ως $Y - C - G$) τυπικά δεν αποτελεί ένα καλό μέτρο της πραγματικής αποταμίευσης. Γενικά, η συσχέτιση μεταξύ της βασικής αποταμίευσης και της επένδυσης είναι πολύ υψηλότερη από την πραγματική συσχέτιση και αυτή η παραποίηση είναι περισσότερο σημαντική για τις

μικρές χώρες. Στην πραγματικότητα, είναι σχεδόν απίθανο να προκύψει χαμηλή συσχέτιση μεταξύ της βασικής αποταμίευσης και της επένδυσης, αν κάποιος διατηρήσει την ακεραιότητα του υποδείγματος. Αυτό συμβαίνει λόγω του ότι η συσχέτιση βασικής αποταμίευσης – επένδυσης εξαρτάται σχεδόν ολοκληρωτικά από τη συσχέτιση παραγωγής – επένδυσης, η οποία είναι αρκετά υψηλή στο ποσοτικά περιορισμένο υπόδειγμα.

Σε αυτό το υπόδειγμα γενικής ισορροπίας, το σχετικό μέγεθος της χώρας μπορεί να ποικίλλει. Αυτή η προσέγγιση, επέτρεψε στους B & C να μελετήσουν μικρές οικονομίες διατηρώντας ένα πλαίσιο γενικής ισορροπίας. Οι μελέτες γενικής ισορροπίας φαίνονται να είναι σημαντικές, ακόμη και για ερωτήσεις που αφορούν μικρές ανοικτές οικονομίες. Οι μεταβολές, για παράδειγμα, στο διεθνές επιτόκιο συσχετίζεται με shocks που λαμβάνουν χώρα στη μικρή ανοικτή οικονομία. Επομένως, η παραδοσιακή υπόθεση της μικρής ανοικτής οικονομίας ότι το διεθνές επιτόκιο είναι α) σταθερό ή β) το λιγότερο μη σχετιζόμενο με shocks στην μικρή οικονομία, είναι εμπειρικά αβάσιμη.

Παρόλες τις επιτυχίες του, το υπόδειγμα των B & C φαίνεται να αποτυγχάνει σε δύο τομείς: Πρώτον, το υπόδειγμα περιλαμβάνει την πρόβλεψη ότι η κατανάλωση θα έπρεπε να είναι σχεδόν τέλεια συσχετιζόμενη μεταξύ των χωρών. Δεύτερον, ο ένας τομέας του υποδείγματος, ο τομέας του διεθνούς εμπορίου αντιμετωπίζει δυσκολίες στο να παράγει τη θετική διεθνή μεταβολή των επενδύσεων, του παραγωγικού συντελεστή της εργασίας και της παραγωγής, που παρατηρούνται στα δεδομένα. Η περισσότερη έρευνα κατευθύνεται στους λόγους για την χαμηλή διεθνή συσχέτιση της κατανάλωσης. Για παράδειγμα, οι B & C (1991) εξέτασαν τις συνέπειες του περιορισμού του εμπορίου των περιουσιακών στοιχείων και βρήκαν ότι μια τέτοια πολιτική τείνει να μειώσει τη διεθνή συσχέτιση της κατανάλωσης και να αυξήσει τη διεθνή συσχέτιση της παραγωγής.

Συνοπτικά, οι B & C έδειξαν ότι ένα μοντέλο ισορροπίας με υψηλή κινητικότητα κεφαλαίου είναι ικανό να εξηγήσει πολλά χαρακτηριστικά του διεθνούς μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Πιο συγκεκριμένα, βρήκαν ότι το puzzle δεν είναι καθόλου puzzle τελικά. Ωστόσο, θεώρησαν τη δουλειά τους σαν προκαταρκτική μελέτη για την πολύ σημαντική έρευνα της ανάλυσης των διεθνών μακροοικονομικών επιπτώσεων των νομισματικών πολιτικών και πολιτικών φορολογίας. Είναι πιθανόν, η μελλοντική έρευνα να δείξει λανθασμένες μερικές από τις προβλέψεις του Feldstein (1983) για τις επιδράσεις των πολιτικών επεμβάσεων σε

μια ανοικτή οικονομία: « Η πλήρης κινητικότητα του κεφαλαίου δηλώνει ότι το βάρος των φόρων του εισοδήματος των επιχειρήσεων πέφτει στο εργατικό δυναμικό, ότι τα ελλείμματα της κυβέρνησης δεν ωθούν την ιδιωτική επένδυση, ότι αυξήσεις στην αποταμίευση δεν συνεπάγονται αυξήσεις στην επένδυση». Η πιθανότητα κάποιες από αυτές τις θέσεις να είναι αληθινές, εξαρτάται από το μέγεθος της οικονομίας από όπου προέρχονται οι πολιτικές, από τον χαρακτήρα των διεθνών χρηματοοικονομικών συνθηκών στην παγκόσμια οικονομία και από το βαθμό της διεθνούς συνεργασίας για τις μεταβολές της δημοσιονομικής πολιτικής.

ΤΟ ΤΕΣΤ ΤΩΝ FELDSTEIN – HORIOKA ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΚΙΝΗΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ: ΕΙΝΑΙ ΑΥΤΟ ΕΦΙΚΤΟ?

Jansen (1996)

Το άρθρο του Jansen (1996) υποστηρίζει ότι η υψηλή συσχέτιση αποταμίευσης και επένδυσης αντικατοπτρίζει την ενσωμάτωση των παραμέτρων αυτών της κάθε χώρας στη διάσταση του χρόνου. Η αποταμίευση και η επένδυση φανερώνουν μια μακροχρόνια σχέση, η οποία παίρνει τη μορφή ενός σταθερού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Αυτό είναι μια άμεση συνέπεια του διαχρονικού περιορισμού του προϋπολογισμού μιας καθόλα ανοικτής οικονομίας. Από την άλλη μεριά, οι περιορισμοί στις κεφαλαιακές ροές μιας χώρας ενδυναμώνει την επίδραση του διαχρονικού περιορισμού του προϋπολογισμού στη σταθερότητα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της. Επομένως, η ενσωμάτωση της αποταμίευσης και της επένδυσης μιας χώρας πάνω στο χρόνο μπορεί να αντικατοπτρίζει δύο φαινόμενα, ένα που δε σχετίζεται με την κινητικότητα του κεφαλαίου και ένα που σχετίζεται.

Το άρθρο του Jansen, επικεντρώνεται στα επακόλουθα αυτής της ενσωμάτωσης στην παραδοσιακή παλινδρόμηση της αποταμίευσης και επένδυσης, η οποία επιχειρεί να προσδιορίσει την παγκόσμια κινητικότητα κεφαλαίου. Η συμβατική εξίσωση διατυπώνεται στα επίπεδα των μεταβλητών. Ο Jansen διερεύνησε, σε εξομοιώσεις Monte Carlo, την συμπεριφορά σε μικρό δείγμα της συσχέτισης αποταμίευσης και επένδυσης σε διάφορες παλινδρομήσεις με διαστρωματικά στοιχεία και βρήκε ότι αυτές οι παλινδρομήσεις παράγουν μια εκτίμηση για τη συσχέτιση που τείνει στη μονάδα. Αυτό το αποτέλεσμα φαίνεται ότι αντιστοιχεί στην πραγματικότητα, εάν ο

διαχρονικός φραγμός του προϋπολογισμού δεν είναι ιδιαίτερος περιοριστικός στο επίπεδο της μιας χώρας. Επιπρόσθετα, βρήκε υψηλές συσχετίσεις ακόμα και αν ο συντελεστής είναι μηδέν και όλες οι χώρες είναι τέλεια ενοποιημένες στην παγκόσμια αγορά κεφαλαίου σύμφωνα με το κριτήριο των FH. Οι συμβατικές παλινδρομήσεις είναι πιθανόν, επομένως, να παράγουν υψηλές συσχετίσεις αποταμίευσης και επένδυσης, ασχέτως αν το επίπεδο της διεθνούς κινητικότητας κεφαλαίου είναι υψηλό ή χαμηλό. Συμπερασματικά, για τον Jansen, το τεστ των FH όπως παρουσιάζεται στη βιβλιογραφία δεν είναι διαφωτιστικό.

Στο εμπειρικό κομμάτι του άρθρου ο Jansen εξετάζει την βραχυχρόνια συμπεριφορά των συσχετίσεων πάνω στο χρόνο και διαμέσω των χωρών και καταλήγει ότι, αν η βραχυχρόνια συσχέτιση πράγματι μετρά το επίπεδο της παγκόσμιας κινητικότητας κεφαλαίου, αυτό θα έπρεπε να φθίνει κατά τη διάρκεια του χρόνου. Ωστόσο, βρήκε ότι η βραχυχρόνια αυτή συσχέτιση μεταβάλλεται κυρίως μεταξύ των χωρών και όχι κατά τη διάρκεια του χρόνου.

ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΙΣ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗΣ – ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΗΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ: ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΕΤΗΣΙΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Sinn (1992)

Το άρθρο του Sinn (1992) εκτιμά τη χρησιμότητα των συσχετίσεων της αποταμίευσης με την επένδυση για τη μέτρηση της κινητικότητας του κεφαλαίου. Υποστηρίζεται ότι η διαχρονική προσέγγιση με το ισοζύγιο πληρωμών προβλέπει πως η πρακτική του υπολογισμού του συντελεστή συσχέτισης, χρησιμοποιώντας μακροπρόθεσμους μέσους όρους μεριδίων αποταμίευσης και επένδυσης, επηρεάζει μάλλον αρνητικά το αποτέλεσμα προς την αποδοχή της υπόθεσης της μη κινητικότητας κεφαλαίου. Οι υπολογισμοί που έγιναν σε ετήσια δεδομένα για μερίδια αποταμίευσης και επένδυσης δείχνουν, αρχικά, ότι ο συντελεστής συσχέτισης αρκετά χαμηλός και, κατά δεύτερον, μεταβάλλεται σημαντικά από χρόνο σε χρόνο. Συγκεκριμένα, η «ανέλιξη» του συντελεστή συσχέτισης τη δεκαετία του 1970 κινείται περισσότερο παράλληλα με άλλα ευρήματα που οδηγούν στην αύξηση της κινητικότητας κεφαλαίου παρά με τα αποτελέσματα από προηγούμενα τεστ τύπου σαν των FH. Ωστόσο, τα καινούρια ευρήματα δεν ανατρέπουν αυτό των FH, μιας μη

αναμενόμενης, δηλαδή, υψηλής συσχέτισης μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης. Προκειμένου να οριστούν να νέα ευρήματα, το άρθρο του Sinn παρέχει προβλέψεις της εγχώριας κινητικότητας κεφαλαίου βασισμένες σε μερίδια αποταμίευσης και επένδυσης των Ηνωμένων πολιτειών της Αμερικής. Αυτό που προκύπτει είναι ότι ο σύνδεσμος της αποταμίευσης με την επένδυση είναι υποδεέστερος στο εσωτερικό της χώρας παρά μεταξύ των χωρών. Το αποτέλεσμα αυτό δίνει υποστήριξη σε μια από τις υποθέσεις της κλασικής θεωρίας του διεθνούς εμπορίου, ότι η κινητικότητα του κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη στο εσωτερικό της χώρας από ότι μεταξύ των χωρών.

ΣΧΟΛΙΑ ΣΤΑ ΑΡΘΡΑ ΤΩΝ FELDSTEIN – HORIOKA

Tobin (1983)

Ο Feldstein στο άρθρο του «Εγχώρια Αποταμίευση και Διεθνής Κινητικότητα Κεφαλαίου σε βραχυχρόνια και μακροχρόνια περίοδο», καθώς και στο άρθρο του με τον Horioka, υποστηρίζει ότι παρόλη τη σημαντική αύξηση της κινητικότητας του κεφαλαίου μεταξύ των χωρών, η εγχώρια αποταμίευση αποτελεί μια πολύ πιο σημαντική πηγή για τη χρηματοδότηση της εθνικής επένδυσης παρά η αποταμίευση από άλλες χώρες. Η αντίθετη υπόθεση είναι ότι οι αποταμιεύσεις, ασχέτως από τις χώρες που προέρχονται, συγκεντρώνονται σε μια διεθνή αγορά κεφαλαίου και μια κοινή παγκόσμια διάρθρωση επιτοκίων.

Εν συνεχεία, ο Feldstein υποστηρίζει ότι μία μεγαλύτερη τάση για αποταμίευση θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη κεφαλαιακή ανάπτυξη (σχεδόν δολλάριο προς δολλάριο). Αυτό θα ήταν το ευτυχές αποτέλεσμα της μειωμένης φορολόγησης του κεφαλαιακού εισοδήματος, για παράδειγμα, ή των μικρότερων προϋπολογισμών και των ελλειμμάτων τους.

Ο Tobin δεν ακολούθησε ακριβώς την παραπάνω λογική. Η περισσότερη αποταμίευση που επενδύεται στο εξωτερικό θα αυξήσει την ευημερία των μελλοντικών γενεών, όπως και η αποταμίευση που επενδύεται εντός της χώρας. Πράγματι, το αποτέλεσμα θα είναι καλύτερο από την εγχώρια κεφαλαιακή ανάπτυξη εάν η απόδοση μετά φόρων από το εξωτερικό, υπερβεί την οριακή αποδοτικότητα της εγχώριας επένδυσης προ φόρων.

Σε κάθε περίπτωση, η πεποίθηση του Tobin a priori συμφωνεί με αυτή του Feldstein και των ευρημάτων του. Η αποταμίευση της Ιαπωνίας, της Γερμανίας ή της Ελλάδας δεν είναι τόσο πιθανόν να φανεί στην επένδυση των Ηνωμένων Πολιτειών όσο είναι η αποταμίευση της Αμερικής. Πράγματι, η αποταμίευση της Ευρώπης είναι λιγότερο πιθανόν να χρηματοδοτεί την επένδυση της Αμερικής από ότι είναι η αποταμίευση της Μασαχουσέτης να χρηματοδοτεί την επένδυση του Τέξας. Ωστόσο, ο Tobin θεωρεί ότι υπάρχει σε κάποιο ποσοστό τοπική προκατάληψη στη γεωγραφική κατανομή της αποταμίευσης ακόμη και μεταξύ πολιτειών και περιοχών εντός του ίδιου έθνους και νομίσματος.

Σίγουρα υπάρχουν σημαντικά πλεονεκτήματα από τη διαφοροποίηση των νομισμάτων και των οικονομιών, τα οποία παραμένουν για να αξιοποιηθούν. Το ερώτημα που προκύπτει είναι γιατί να μην δανειστεί κάποιος από το εξωτερικό, αν δεν βρίσκει κάποιον άλλον να τον δανείσει στο εσωτερικό;

Ο Feldstein αναφέρει μια πληθώρα από εμπόδια – φραγμούς, όπως τον κίνδυνο του συναλλάγματος, τις νομικές δυσκολίες, τα κόστη συναλλαγών και τους περιορισμούς της πληροφόρησης. Ο Tobin προσθέτει με τη σειρά του κάποιους παράγοντες εντοπιότητας που θα υπήρχαν ακόμη και εντός μιας και μόνο χώρας. Οι αποταμιευτές και οι επενδυτές δεν είναι πανομοιότυποι για να παρατηρούν ότι μεγάλο ποσοστό της αποταμίευσης πηγαίνει απευθείας στην επένδυση, ειδικά όταν γίνεται αναφορά στην ακαθάριστη αποταμίευση και επένδυση. Ένα μέρος της απευθείας επενδυμένης αποταμίευσης παραμένει στον τόπο από όπου προήλθε, όπως αυτό των κατασκευαστών, των αυτό απασχολούμενων αγροτών, των επιχειρηματιών και των επαγγελματιών. Ένα μεγάλο μερίδιο της επένδυσης μιας επιχείρησης χρηματοδοτείται από τη διατήρηση των μικτών κερδών.

Τέλος, ένα απευθείας τεστ της υπόθεσης της πλήρους διεθνούς αγοράς κεφαλαίου θα μπορούσε να είναι η εξέταση των τάσεων για ισότητα των αποδόσεων του κεφαλαίου σε διάφορες οικονομίες. Όπως παρατήρησε και ο Feldstein, μια τέτοια διαδικασία μπορεί να είναι δύσκολη έως και αδύνατη, εξαιτίας της πολυπλοκότητας της φορολόγησης. Ο φόρος εξαρτάται όχι μόνο από τις χώρες του επενδυτή και της επένδυσης, αλλά και από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του επενδυτή και του τύπου της επένδυσης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

Feldstein – Horioka Puzzle

ΔΕΔΟΜΕΝΑ – ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Μελετώντας τη βιβλιογραφία, ξεκινώντας από παλαιότερα άρθρα και καταλήγοντας σε κάποια νεότερης ημερομηνίας, γίνεται σαφές ότι το φαινόμενο που υποστήριξαν οι Feldstein – Horioka έχει αποδυναμωθεί. Είναι λογικό να υποστηρίξει κανείς ότι οι αποταμιεύσεις θα χρηματοδοτήσουν, αρχικά, τις επενδύσεις στην ίδια χώρα, γεγονός που θα σημαίνει ότι δεν θα υπάρχει ισχυρή κινητικότητα κεφαλαίου. Στην πραγματικότητα όμως, τα τελευταία χρόνια δεν φαίνεται να ισχύει κάτι τέτοιο, για μια πληθώρα λόγων.

Δεδομένα

Σκοπός της εργασίας είναι η μελέτη της συσχέτισης των παραμέτρων της εγχώριας αποταμίευσης (S) και της εγχώριας επένδυσης (I) σε δεκαεννέα (19) χώρες του ΟΟΣΑ. Οι παρατηρήσεις του δείγματος είναι τριμηνιαίες και περιλαμβάνουν τα έτη της περιόδου 1980 – 2008. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι panel και μέσω αυτού εξετάζεται κατά πόσο ισχύει η πρόταση των FH, ότι υπάρχει, δηλαδή, υψηλή συσχέτιση μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης υπό συνθήκες χαμηλής κινητικότητας κεφαλαίου.

Η σχέση που χρησιμοποιείται για τη μελέτη των παραπάνω είναι η βασική εξίσωση των FH:

$$(I / Y)_i = \alpha + \beta (S / Y)_i$$

Η συσχέτιση της εξαρτημένης μεταβλητής I με την ανεξάρτητη S θα προκύψει από την τιμή του συντελεστή συσχέτισης β . Όσο μεγαλύτερη η τιμή του β τόσο πιο υψηλή είναι η συσχέτιση αποταμίευσης και επένδυσης και επομένως ενδυναμώνεται περισσότερο το αποτέλεσμα των FH. Αντίθετα, όσο μικρότερη η τιμή του β τόσο πιο χαμηλή είναι η συσχέτιση των δύο μεταβλητών και επομένως αποδυναμώνεται το αποτέλεσμα των FH.

Μεθοδολογία Panel Data

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω τα αποτελέσματα των εμπειρικών εκτιμήσεων του συντελεστή β , προκύπτουν από τη μέθοδο panel data, δηλαδή από το συνδυασμό χρονολογικών σειρών και διαστρωματικών στοιχείων. Πιο αναλυτικά, μια μεταβλητή αποκαλείται χρονολογική σειρά όταν λαμβάνει τιμές κατά τη διάρκεια ορισμένης χρονικής περιόδου. Τα διαστρωματικά στοιχεία είναι στατιστικά δεδομένα τα οποία

αφορούν μια ή περισσότερες μεταβλητές σε κάποια συγκεκριμένη χρονολογική στιγμή.

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τη χρήση των panel data είναι τα ακόλουθα:

- Περιορίζεται το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας (η διακύμανση του διαταρακτικού όρου δεν παραμένει σταθερή)
- Δίνουν περισσότερες πληροφορίες από τα συμπεράσματα που προκύπτουν, τα οποία είναι πιο αποτελεσματικά, δίνουν περισσότερους βαθμούς ελευθερίας, καθώς και μειώνουν το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας.
- Τα panel data είναι προτιμότερα και καλύτερα για τη μελέτη διαδοχικών και διαχρονικών προσαρμογών των δεδομένων που είναι διαθέσιμα.
- Επιτρέπουν τη χρήση πιο περίπλοκων υποδειγμάτων.

Το πιο σημαντικό χαρακτηριστικό των μελετών που χρησιμοποιούν panel data είναι ότι οι μεταβολές, συνήθως, συμπεριλαμβάνονται αυτομάτως στο σχεδιασμό τους.

Στη γενική περίπτωση των pooled OLS models υποτίθεται ότι όλες οι παράμετροι είναι ίδιες για κάθε διαστρωματικό στοιχείο. Ωστόσο, ένα fixed effects υπόδειγμα το οποίο λαμβάνει υπόψη συγκεκριμένους παράγοντες κάθε στρώματος (χώρας) φαίνεται πως είναι καταλληλότερο για την εμπειρική διερεύνηση της παρούσας εργασίας.

Στην παρούσα εργασία εξετάζουμε την επίδραση μεταξύ δύο μεταβλητών, της αποταμίευσης και της επένδυσης.

Το βασικό fixed effects model δίνεται από την παρακάτω εξίσωση:

$$Y_{it} = a + \beta X_{it} + u_{it},$$

Όπου $U_{it} = \mu_{it} + v_{it}$

$U_{it} \rightarrow$ ο διαταρακτικός όρος

$\mu_{it} \rightarrow$ το χρονικό αμετάβλητο fixed effect του στρώματος i

$i = 1, 2, \dots, N$, η διάσταση των διαστρωματικών στοιχείων (cross - section)

$t = 1, 2, \dots, T$, η διάσταση των χρονολογικών σειρών (time series)

$a \rightarrow$ σταθερά και $\beta_1 \rightarrow$ ο εκτιμητής

$X_{it} \rightarrow$ η i – οστή παρατήρηση από τις K ερμηνευτικές μεταβλητές

Η δημιουργία ενός pool με κάποια διαστρωματικά στοιχεία συνεπάγεται και κάποια πλεονεκτήματα. Πρώτον, δεν υφίσταται το πρόβλημα της μη στασιμότητας των χρονοσειρών. Η παρουσία ενός μεγάλου αριθμού διαστρωματικών στοιχείων είναι

πιθανόν να επιτρέπει στους συντελεστές υστέρησης να μεταβάλλονται στη διάρκεια του χρόνου. Στην παρούσα εργασία το pool, δηλαδή το σύνολο των παρατηρήσεων που αντιστοιχούν στο δείγμα της περιόδου 1980 – 2008 με τριμηνιαία στοιχεία, για 19 χώρες ανέρχεται στον αριθμό των 4.402.

Αποτελέσματα

Σε πρώτη φάση τα αποτελέσματα που προκύπτουν από το panel των δεκαεννέα(19) χωρών του ΟΟΣΑ είναι τα εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Περίοδος Δείγματος	Παράμετρος α	Συντελεστής β	R ²
1980q1 – 1990q4	- 0,030 (0,030)	0,576 (0,073)	0,821
1980q1 – 2000q4	0,090 (0,024)	0,291 (0,057)	0,775
1980q1 – 2008q4	0,191 (0,014)	0,066 (0,032)	0,723

*Οι 19 χώρες είναι οι εξής: Αυστραλία, Γερμανία, Βέλγιο, Τσεχία, Δανία, Φινλανδία, Γαλλία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Κορέα, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Πολωνία, Πορτογαλία, Σουηδία, Ελβετία, Σλοβακία, Τουρκία.

**Στις παρενθέσεις αναφέρονται τα τυπικά σφάλματα.

Παρατηρήσεις (σχ. Πίνακας 1)

Με μια πρώτη ματιά, είναι φανερό ότι κατά την περίοδο 1980-1990 η συσχέτιση αποταμίευσης και επένδυσης ήταν σχετικά υψηλή, με το συντελεστή να κυμαίνεται στο 0,576. Καθώς όμως συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα και τα νεότερα έτη, παρατηρείται ραγδαία κάμψη του συντελεστή. Συγκεκριμένα για την περίοδο 1980-2000 η εκτίμηση είναι 0,291, ενώ για τη συνολική περίοδο 1980-2008 μόλις 0,066!

Αυτό που μπορεί κανείς να υποστηρίξει για να δικαιολογήσει αυτήν την τάση είναι ότι πλέον, στη σημερινή εποχή, δεν υπάρχουν τόσο έντονοι κεφαλαιακοί περιορισμοί. Ο ισχυρισμός των FH για τη χαμηλή κινητικότητα κεφαλαίου ευσταθεί για την περίοδο 1980-1990 αφού σημειώνεται υψηλή συσχέτιση αποταμίευσης και επένδυσης και μάλιστα είναι πιθανόν, όπως έδειξαν και οι ίδιοι, ότι και για τα παλαιότερα χρόνια

(από το 1960 για παράδειγμα) η συσχέτιση να ήταν ακόμη ισχυρότερη. Για την περίοδο όμως, που περιλαμβάνει και τα έτη 1991-2008 ισχύει η, σε υψηλό βαθμό κινητικότητα κεφαλαίου.

Ένας άλλος λόγος που μπορεί να δικαιολογήσει τη μη συσχέτιση πλέον των δύο μεταβλητών είναι η πληροφόρηση. Τη σημερινή εποχή είναι σίγουρα ευκολότερο για ένα επενδυτή να πληροφορηθεί για τις καλές επενδυτικές ευκαιρίες που ενδεχομένως να υπάρχουν σε χώρες του εξωτερικού και έτσι να επιλέξει μια άλλη χώρα για να υλοποιήσει τα επενδυτικά του σχέδια. Αντίστοιχα, η επαρκής πληροφόρηση μπορεί να κάνει τους αποταμιευτές να επιθυμούν να αποταμιεύσουν τα χρήματά τους σε χώρες, όπου η απόδοση που υπόσχονται να είναι κατά πολύ υψηλότερη από αυτή που προσφέρεται εγχωρίως.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο κίνδυνος των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι σε μεγάλο βαθμό περιορισμένος σε σχέση με παλαιότερα. Είναι λογικό ότι ο επενδυτής που αποστρέφεται τον κίνδυνο και επιθυμεί να μεγιστοποιήσει την απόδοσή του θα επιθυμούσε σε χαμηλότερο βαθμό να επενδύσει στο εξωτερικό. Αυτό θα συνέβαινε γιατί μια ενδεχόμενη αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας θα του απέφερε μείωση στην απόδοση της επένδυσής του. Λόγω του ότι η μεταβολή της ισοτιμίας θεωρείτο και θεωρείται απρόβλεπτη καθώς στηρίζεται σε απρόβλεπτα γεγονότα που επηρεάζουν μια οικονομία, ο επενδυτής, ανάλογα με το βαθμό που αποστρέφεται τον κίνδυνο, θα περιόριζε την μετακίνηση του κεφαλαίου του και θα προτιμούσε να επενδύσει στον τόπο διαμονής του. Με την καθιέρωση του ευρώ ως νόμισμα για τις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες, εξαλείφθηκε ο παραπάνω κίνδυνος. Οι επενδυτές που χρησιμοποιούν το ευρώ και επενδύουν σε χώρες με το ίδιο νόμισμα δεν λαμβάνουν υπόψιν τον παραπάνω κίνδυνο και είναι ευκολότερο για αυτούς να μετακινήσουν τα κεφάλαιά τους εκτός των συνόρων τους. Αυτή μπορεί να είναι άλλη μια σημαντική αιτία που δικαιολογεί την τόσο ραγδαία μείωση του συντελεστή στο 0,066 για την περίοδο που περιλαμβάνει και τα έτη 2000-2008.

Σε δεύτερη φάση είναι σημαντικό να απομονωθούν οι χώρες με το μεγαλύτερο συντελεστή β και να μελετηθούν ξεχωριστά η καθεμιά αλλά και σαν σύνολο.

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται οι έντεκα (11) χώρες του ΟΟΣΑ με το μεγαλύτερο συντελεστή ξεχωριστά η καθεμία, για το σύνολο της περιόδου 1980-2008:

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Χώρα	Συντελεστής β
Βέλγιο	0,801
Πορτογαλία	0,774
Ελβετία	0,591
Δανία	0,521
Ιρλανδία	0,393
Πολωνία	0,323
Ελλάδα	0,179
Λουξεμβούργο	0,155
Ολλανδία	0,137
Σουηδία	0,065
Κορέα	0,013

Παρατηρήσεις (σχ. Πίνακας 2)

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε η διαφοροποίηση των συντελεστών β εάν παρουσιαστούν μεμονωμένες οι χώρες είναι μεγάλη. Στο Βέλγιο και την Πορτογαλία, για παράδειγμα, φαίνεται ότι το αποτέλεσμα των FH επιβεβαιώνεται με τον συντελεστή β να κυμαίνεται στις τιμές 0,801 και 0,774 αντίστοιχα. Αντίθετα σε χώρες όπως η Κορέα και η Σουηδία οι τιμές 0,013 κι 0,065 δείχνουν ότι το αποτέλεσμα των FH δεν ισχύει.

Μια πιθανή εξήγηση για την σημαντική απόκλιση στις τιμές των παραπάνω συντελεστών θα μπορούσε να είναι ότι η Σουηδία και η Κορέα διέπονται από ένα τέτοιο θεσμικό πλαίσιο, το οποίο τους επιτρέπει να μετακινούν τα κεφάλαιά τους εύκολα και στο εξωτερικό. Ακόμη, είναι πιθανόν να επικρατούν ευνοϊκότερες φορολογικές συνθήκες, οι οποίες ομοίως επιτρέπουν την ευκολότερη και υψηλότερη κινητικότητα. Αντίθετα, στο Βέλγιο και την Πορτογαλία, οι υψηλοί συντελεστές συσχέτισης ενδέχεται να δείχνουν τους κεφαλαιακούς περιορισμούς και τη διαφοροποίηση της πολιτικής που ακολουθούν.

Είναι λογικό, ότι δεν μπορούμε να συμπεράνουμε από τη συμπεριφορά μιας χώρας αν ισχύει ή όχι το αποτέλεσμα των FH. Κάθε χώρα έχει διαφορετική πολιτική και διαφορετική νοοτροπία, η οποία δίνει και διαφορετικά αποτελέσματα. Γι αυτό και στην περίπτωση του Πίνακα 2 τα αποτελέσματα για το συντελεστή β

διαφοροποιούνται τόσο πολύ. Οι επενδυτές και οι αποταμιευτές της κάθε χώρας έχουν διαφορετικό τρόπο αντίληψης, οι κυβερνήσεις θέτουν διαφορετικούς στόχους και επιβάλλουν διαφορετικές πολιτικές και στην οικονομία.

Στη συνέχεια, στον πίνακα 3, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για το σύνολο των έντεκα (11) χωρών του ΟΟΣΑ για τρεις διαφορετικές χρονικές περιόδους:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Περίοδος δείγματος	Συντελεστής β	R^2
1980q1 – 1990q4	0,807	0,823
1980q1 – 2000q4	0,511	0,786
1980q1 – 2008q4	0,135	0,755
2000q1 – 2008q4	0,084	0,801

Παρατηρήσεις (σχ. Πίνακας 3)

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν έχουν παρόμοια συμπεριφορά με αυτά του Πίνακα 1. Κατά τη δεκαετία 1980-1990 το αποτέλεσμα των FH παρουσιάζεται ιδιαίτερος ισχυρό και επαληθεύεται, σε αντίθεση με το σύνολο της περιόδου 1980-2008. Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά τη διάρκεια της μεμονωμένης περιόδου 2000-2008 ο συντελεστής συσχέτισης αποταμίευσης και επένδυσης ανέρχεται μόνο στο 0,084.

Είναι φανερό ότι με το πέρασμα των χρόνων, ακόμα και οι χώρες του ΟΟΣΑ που εμφάνιζαν πολύ υψηλό συντελεστή, δείχνουν ότι πλέον επικρατεί η συνθήκη της υψηλής κινητικότητας του κεφαλαίου. Οι αγορές έχουν απελευθερωθεί και οι διεθνείς αγορές του κεφαλαίου συσχετίζονται άμεσα με αποτέλεσμα τα κεφάλαια να κινούνται μεταξύ των χωρών, με σκοπό τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων.

Είναι προτιμότερο για έναν επενδυτή, που έχει επαρκή πληροφόρηση για τις οικονομικές συνθήκες σε άλλες χώρες, να προτιμήσει να δανειστεί στο εξωτερικό παρά να δανειστεί εγχώρια, εφόσον η απόδοση που θα λάβει θα είναι μεγαλύτερη και προς το συμφέρον του.

Η διαφοροποίηση που υπάρχει όσον αφορά στην οικονομική ανάπτυξη των χωρών τη δεκαετία 1980-1990 με τη δεκαετία 2000-2008 είναι σημαντική και επαληθεύεται από τις τιμές του συντελεστή. Είναι λογικό ότι τη δεκαετία 1980-1990 υπήρχε έντονος

περιορισμός στην κινητικότητα του κεφαλαίου και γενικότερα οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούσαν στις χώρες ήταν περισσότερο περιοριστικές με αποτέλεσμα οι επενδυτές να χρηματοδοτούνται ως επί το πλείστον την εγχώρια αποταμίευση. Σήμερα, οι συνθήκες είναι διαφορετικές και οι επενδυτικές επιλογές περισσότερες. Είναι πιθανόν και πάλι ο επενδυτής να προτιμήσει τη χώρα του, αλλά είναι εξίσου πιθανόν να προτιμήσει και κάποια άλλη χώρα.

ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Έχει ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε εάν ισχύει το αποτέλεσμα των Feldstein και Bachetta (1991), σχετικά με το European Effect, το οποίο αναφέρεται και σε προηγούμενη ενότητα (βλ. Ανασκόπηση, σελ. 7).

Δεδομένων των παραπάνω αποτελεσμάτων, η περίοδος για την οποία εξετάζεται το EU Effect είναι η δεκαετία 1980-1990 και αυτό διότι αυτή είναι η χρονική περίοδος όπου φαίνεται να έχει ακόμη ισχύ το αποτέλεσμα των FH.

Από το σύνολο των δεκαεννέα (19) χωρών του ΟΟΣΑ, γίνεται ο διαχωρισμός τους σε ευρωπαϊκές (16) και μη ευρωπαϊκές χώρες (3). Τα αποτελέσματα για τον εκτιμητή β φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Περίοδος Δείγματος 1980q1 – 1990q4	Ευρωπαϊκές χώρες	Μη Ευρωπαϊκές χώρες
Συντελεστής β	0,318	0,694
R^2	0,675	0,727

Παρατηρήσεις (σχ. Πίνακας 4)

Όπως μπορούμε εύκολα να συμπεράνουμε το European Effect δείχνει να ισχύει κατά την συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Μάλιστα ο συντελεστής β για τις μη ευρωπαϊκές χώρες είναι υπερδιπλάσιος από αυτόν των ευρωπαϊκών χωρών.

Μία θέση που μπορεί να δικαιολογήσει αυτήν την τάση του συντελεστή συσχέτισης είναι αυτή που υποστήριζαν οι Feldstein και Bachetta (1991), ότι μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών υπάρχουν πληροφοριακοί και θεσμικοί σύνδεσμοι που επιτρέπουν και διευκολύνουν πολύ περισσότερο την κινητικότητα του κεφαλαίου από

ότι μεταξύ των μη ευρωπαϊκών χωρών. Επίσης, θα μπορούσε κανείς να υποστηρίξει ότι οι ευρωπαϊκές χώρες, λόγω γεωγραφικής κατανομής, επιτρέπουν την κινητικότητα του κεφαλαίου, καθώς οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τον κίνδυνο μικρότερο και θεωρούν λογικά, ότι με μικρότερο κίνδυνο θα έχουν μεγαλύτερη απόδοση. Για παράδειγμα, ένας Έλληνας επενδυτής το 1980 που επιθυμούσε να επενδύσει στο εξωτερικό, μάλλον θα προτιμούσε τη Γερμανία από τις ΗΠΑ, αφού θα είχε περισσότερη πληροφόρηση για τις επενδυτικές ευκαιρίες και τις οικονομικές συνθήκες της Γερμανίας από των ΗΠΑ και θα αισθανόταν περισσότερο ασφαλής λόγω απόστασης στην χώρα που υπάγεται στην Ευρώπη από στην Αμερική.

Λόγω του ότι το δείγμα των μη ευρωπαϊκών χωρών είναι μικρό (Αυστραλία, Τουρκία, Κορέα) και για να ενδυναμωθεί το παραπάνω αποτέλεσμα, θα προσθέσουμε και τις υπόλοιπες χώρες του ΟΟΣΑ που είναι εκτός Ευρώπης. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Περίοδος Δείγματος 1980q1 – 1990q4	Ευρωπαϊκές χώρες	Μη Ευρωπαϊκές χώρες
Συντελεστής β	0,318	0,529
R ²	0,675	0,859

*Οι μη ευρωπαϊκές χώρες είναι οκτώ (8) και είναι οι εξής: Καναδάς, ΗΠΑ, Μεξικό, Ιαπωνία, Κορέα, Τουρκία, Αυστραλία, Νέα Ζηλανδία.

Είναι προφανές, επομένως και από τα παραπάνω αποτελέσματα ότι **κατά την περίοδο 1980-1990** παρατηρείται το European Effect.

Ένα, επιπλέον, ενδιαφέρον φαινόμενο είναι το Large Country Effect, το κατά πόσο δηλαδή επηρεάζεται η σχέση αποταμίευσης και επένδυσης από το μέγεθος της χώρας. Οι Murphy (1984) και Harberger (1980) απέδειξαν ότι ισχύει το LC Effect, υποστηρίζοντας ότι μια μεγάλη σε μέγεθος χώρα συμπεριφέρεται ως κλειστή οικονομία και χρηματοδοτεί τα περισσότερα επενδυτικά της σχέδια από την εγχώρια αποταμίευση, σε αντίθεση με μια μικρή χώρα που έχει μεγαλύτερη ανάγκη τα ξένα κεφάλαια.

Η έρευνα όμως που έγινε για να διαπιστωθούν τα παραπάνω αποτελέσματα, έδειξε ότι το φαινόμενο του LC Effect δεν ισχύει πλέον. Ο συντελεστής β των μεγάλων και

των μικρών χωρών ξεχωριστά είναι πολύ μικρός της τάξης του 0,2 για τις μεγάλες και του 0,1 για τις μικρές, ακόμα και για τη μεμονωμένη περίοδο της δεκαετίας 1980-1990, όπου φαίνεται ότι η συσχέτιση αποταμίευσης και επένδυσης είχε ακόμη κάποια ισχύ.

Συμπεράσματα

Έχει διαπιστωθεί λοιπόν ότι το αποτέλεσμα των FH, της υψηλής συσχέτισης (κοντά στη μονάδα) μεταξύ της αποταμίευσης και της επένδυσης, γεγονός που υποδηλώνει χαμηλή κινητικότητα κεφαλαίου, δεν ισχύει για τα νεότερα χρόνια, από το 1980 και έπειτα, τουλάχιστον για τις χώρες του ΟΟΣΑ.

Το γεγονός που μπορεί να εξηγήσει την αντιστροφή του αποτελέσματος των FH είναι **η απελευθέρωση των αγορών του κεφαλαίου** που ξεκίνησε τη δεκαετία του 1980 και συνεχίζεται έως και σήμερα στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης σε συνδυασμό με την χαλάρωση του θεσμικού πλαισίου και των κρατικών περιορισμών. Όταν μιλάμε σήμερα για την παγκοσμιοποίηση αναφερόμαστε πρώτα απ' όλα σε μια νέα οικονομική πραγματικότητα, που χαρακτηρίζεται από την απελευθέρωση των ροών του κεφαλαίου, την εντυπωσιακή ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου, την αύξηση του αριθμού και της δύναμης των μεγάλων πολυεθνικών επιχειρήσεων, την άνθηση του χρηματιστικού κεφαλαίου, την αυξανόμενη αλληλεξάρτηση των διάφορων εθνικών οικονομιών. Με την έναρξη της οικονομικής απελευθέρωσης τα πραγματικά επιτόκια γίνονται θετικά, με αποτέλεσμα οι αποταμιευτές να καταθέτουν τα χρήματά τους στις τράπεζες αφού υπάρχουν αξιόλογες αποδόσεις και οι τράπεζες με τη σειρά τους να κατευθύνουν τις χρηματικές ροές με τη μορφή των δανείων προς αποδοτικές επενδύσεις, οι οποίες προάγουν την οικονομική ανάπτυξη. Ο περιορισμός των κρατικών παρεμβάσεων στην οικονομία φυσικό είναι να οδηγήσει και στην ελεύθερη δραστηριοποίηση των εγχώριων επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές. Είναι εύλογο, πως υπό τέτοιες οικονομικές συνθήκες η συσχέτιση της αποταμίευσης με την επένδυση, σε μια συγκεκριμένη χώρα, αναμένεται να είναι χαμηλή. Ειδικότερα στις ευρωπαϊκές χώρες, οι οποίες χρησιμοποιούν το Ευρώ ως νόμισμα η τάση για περαιτέρω πτώση του συντελεστή συσχέτισης είναι ακόμη εντονότερη κατά τη δεκαετία 2000-2008.

Βιβλιογραφία

Alexakis, A. and Apergis, S., 'The Feldstein–Horioka Puzzle and Exchange Rate Regimes: Evidence From Cointegration Tests', *Journal of Policy Modelling*, **16** (1992), 459–72.

Baxter, M. and Crucini, M.J., 'Explaining Saving-Investment Correlations', *American Economic Review*, **83** (1993), 416–36.

Caprio, G. and Howard, D., 'Domestic Saving, Current Accounts and International Capital Mobility', *International Finance Discussion Papers*, (1984).

Coakley, J., Kulasi, F. and Smith, R., 'The Feldstein – Horioka Puzzle and Capital Mobility: A Review', *International Journal of Finance and Economics*, **3** (1998), 169-188.

Cunado, J. and Gracia, F.P., 'Current Account and productivity: evidence for some European countries', *Journal of Policy Modelling*, **27** (2005), 75-89.

Dooley, M., Frankel, J. and Mathieson, D.J., 'International Capital Mobility: What Do Saving-Investment Correlations Tell US?', *IMF Staff Papers*, **34** (1987), 503–29.

Feldstein, M. and Bachetta, P., 'National Saving and International Investment' in D. Bernheim and J. Shoven (Eds.), *National Saving and Economic Performance*, Chicago: University of Chicago Press, 1991, 201–26.

Feldstein, M. and Horioka, C., 'Domestic Saving and International Capital Flows', *Economic Journal*, **90** (1980), 314–329.

Jansen, J., 'The Feldstein – Horioka test of International Capital Mobility: Is it feasible?', *International Monetary Fund*, (1996).

Harberger, A., 'Vignettes on the World Capital Market', *American Economic Review*, **70** (1980), 331–37.

Mamingi, N., 'Savings-Investment Correlations and Capital Mobility in Developing Countries', The World Bank Policy Research Working Paper Number 1211, 1994.

Murphy, R.G., 'Capital Mobility and the Relationship between Saving and Investment Rates', *Journal of International Money and Finance*, **3** (1984), 327–42.

Obstfeld, M., 'Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, **24** (1986), 55–104.

Obstfeld, M., 'International Capital Mobility in the 1990s', in P.B. Kenen (Ed.), *Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton: Princeton University Press, 1995.

Penati, A. and Dooley, M., ‘Current Account Imbalances and Capital Formation in the Industrialised Countries’, *IMF Staff Papers*, **31** (1984), 1–24.

Roubini, N., ‘Current account and budget deficits in an intertemporal model of consumption and taxation smoothing. A solution to the “Feldstein – Horioka puzzle”’, *National Bureau of Economic Research*, (1988).

Sachs, J.D., ‘The Current Account in the Macroeconomic Adjustment Process’, *Scandinavian Journal of Economics*, **84** (1982), 147–159.

Sinn, S., ‘Saving – Investment Correlations and Capital Mobility: on the evidence from Annual Data’, *The Economic Journal*, **102** (1992), 1162 – 1170.

Tobin, J., ‘Comment on ‘Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run’’, *European Economic Review*, **21** (1983), 153– 56.