



Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Τμήμα Χρηματοοικονομικής και
Τραπεζικής Διοικητικής

Μ.Π.Σ. Στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για
Στελέχη Επιχειρήσεων

«Ο Χρηματοοικονομικός Επιταχυντής στην
Ελληνική Οικονομία. Περίοδος 2004 έως 2011»

Πηνιό Αν. Μπίστολα

Επιβλέπων Καθηγητής : **Εμμανουήλ Δ. Τσιριτάκης**

Επιτροπή: **Δημήτριος Μαλλιάρopoulos**

Δημήτριος Βολιώτης

Πειραιάς 2012

*Αφιερώνεται στους
Γονείς μου και στον
Αδερφό μου
για την υποστήριξη τους
σε κάθε σημαντικό βήμα
της ζωής μου*

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Εμμανουήλ Τσιριτάκη για την καθοδήγηση του κατά την διάρκεια της συγγραφής της παρούσας διπλωματικής εργασίας καθώς και για το ιδιαίτερο πνεύμα συνεργασίας που υπέδειξε.

Πίνακας περιεχομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο	6
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο	8
2.1 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	8
2.1.1 Εισαγωγή.....	8
2.1.2 Παραδοσιακό Κανάλι Επιτοκίου (Traditional interest rate channels).....	9
2.1.3 Άλλα κανάλια Τιμών Περιουσιακών Στοιχείων (Other Asset Price Channels).....	11
2.1.4 Κανάλι Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (Exchange Rate Channel).....	11
2.1.5 Κανάλια Τιμών Μετοχών (Equity Price Channels)	12
2.2. ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΚΑΝΑΛΙΑ (Credit Channels)	14
2.2.1 Κανάλι Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel)	15
2.2.2 Κανάλι Ισολογισμού (Balance - Sheet Channels).....	16
2.2.3 Οικιακοί Ισολογισμοί –Επιπτώσεις (Household Balance -Sheet Effects).....	19
2.3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	21
2.4 ΓΕΝΙΚΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο	26
3.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΤΗΣ	26
Financial accelerator	26
3.1.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΤΗΣ (συνέχεια)	31
3.1.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΤΗΣ (ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ)	35
3.2 ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ 2004 έως 2011	39
3.2.1 Η Ελληνική Οικονομία το 2004	39
3.2.2 Η Αναπτυξιακή Πορεία το 2005	40
3.2.3 Η Ελληνική Οικονομία το 2006	42
3.2.4 Η Ελληνική Οικονομία το 2007	44
3.2.5 Η Ελληνική Οικονομία το 2008.....	46
3.2.6 Η Ελληνική Οικονομία 2009-2011	51
3.2.7 Η Κρίση της Ελλάδας είναι κρίση του Παγκόσμιου Τραπεζικού Συστήματος.....	57
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο	62
4.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ	62

4.1.1 Έρευνα για την επίδραση του Χρηματοοικονομικού Επιταχυντή στην Ελληνική Οικονομία.....	62
4.1.2 Υπόδειγμα.....	65
4.1.3 Δεδομένα.....	66
4.1.4 Ύφεση και Επενδύσεις.....	68
4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	69
4.2.1 Έλεγχος Υποθέσεων.....	69
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο.....	97
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	97
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	99

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η οικονομική ανάπτυξη και ευημερία προέρχονται από αυτά που αποκαλούν οι οικονομολόγοι πραγματικούς παράγοντες , από την παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού , την διαθεσιμότητα της γης και των φυσικών πόρων , τη ποσότητα και την ποιότητα του μετοχικού κεφαλαίου ,την κατάσταση των τεχνικών γνώσεων και τη δημιουργικότητα και τις δεξιότητες των επιχειρήσεων. Για να επεκταθούν και να εκσυγχρονιστούν οι επιχειρήσεις θα πρέπει να στραφούν σε χρηματοπιστωτικές αγορές ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την υλοποίηση του στόχου τους.

Η συνεχιζόμενη χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε στα μέσα του 2007 και εντάθηκε από το φθινόπωρο του 2008 έχει σημαντικές επιπτώσεις σε παγκόσμιο επίπεδο τόσο για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος όσο και για την πραγματική οικονομία.

Η εργασία αυτή θα εξετάσει τον μηχανισμό του χρηματοοικονομικού επιταχυντή μέσα από την ανάλυση των καθοριστικών παραγόντων που επηρεάζουν τις επενδύσεις . Σε περιόδους ύφεσης οι επενδύσεις είναι πιο ευαίσθητες στη ρευστότητα παρά στον δανεισμό.

Η μεγάλη εξάρτηση από την εξωτερική χρηματοδότηση σε μια εποχή που το κόστος έχει χαρακτηριστεί ως οικονομική επίδραση του χρηματοοικονομικού επιταχυντή.

Πολλές μελέτες έχουν δείξει ότι οι δείκτες του ισολογισμού επηρεάζουν τα επιτόκια επιχειρήσεων που χρεώνονται στους δανειολήπτες, και η νομισματική πολιτική διαδίδεται άμεσα μεταξύ των επιχειρήσεων, γεγονός που υποδηλώνει κάποια υποστήριξη για την ύπαρξη χρηματοοικονομικού επιταχυντή.

Η μεγαλύτερη εξάρτηση από την εξωτερική χρηματοδότηση σε μια εποχή που το κόστος δανεισμού έχει αυξηθεί έχει χαρακτηριστεί ως "οικονομική επίδραση του χρηματοοικονομικού επιταχυντή" . Η δύναμη των ισολογισμών των επιχειρήσεων φαίνεται να διαφέρει σύμφωνα με το μέγεθος της κάθε επιχείρησης. (Bernanke et al. 1999).

Η έρευνα που ακολουθεί θα αποδείξει την επίδραση του Χρηματοοικονομικού Επιταχυντή και την συμπεριφορά των επενδύσεων στην Ελλάδα από το 2004 έως το 2011. Η προσέγγιση θα γίνει με τη απόδειξη των εξής υποθέσεων ,εάν οι θέσεις του ισολογισμού αποτελούν σημαντικό στοιχείο, των επενδύσεων των ελληνικών εταιρειών. Εάν σε περίπτωση οικονομικής ύφεσης, οι θέσεις του ισολογισμού είναι καθοριστικής σημασίας για τις επενδύσεις και εάν ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής έχει επίδραση σε μικρές εταιρείες ή σε μεγάλες εταιρείες .

Χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από ισολογισμούς ελληνικών εταιρειών καθώς και στοιχεία από καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως. Οι εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν είναι εταιρείες από τον ευρύτερο ελληνικό βιομηχανικό κλάδο και οι οποίες είναι στη χρηματιστηριακή αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

2.1 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

2.1.1 Εισαγωγή

Η νομισματική πολιτική είναι τώρα στο επίκεντρο συζητήσεων σχετικά με την προώθηση της αειφόρου ανάπτυξης και του χαμηλού πληθωρισμού στην οικονομία. Η δημοσιονομική πολιτική έχει χάσει την λάμψη της ως εργαλείο για τη σταθεροποίηση της συνολικής οικονομίας, λόγω των αμφιβολιών για την ικανότητα των δράσεων της δημοσιονομικής πολιτικής για να αποκτήσουν επιθυμητά αποτελέσματα σταθεροποίησης, καθώς και ανησυχίες για τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Το αποτέλεσμα είναι ότι οικονομολόγοι και πολιτικοί τα τελευταία χρόνια υποστηρίζουν ότι η σταθεροποίηση της παραγωγής και ο πληθωρισμός έχει αφεθεί στην νομισματική πολιτική. Η επιστήμη της οικονομίας υποστηρίζει περισσότερο τη σταθερότητα των τιμών, ως το μακροπρόθεσμο πρωταρχικό στόχο για μια κεντρική τράπεζα. Πράγματι, τα τελευταία χρόνια έχουμε δει τις κεντρικές τράπεζες σε πολλές χώρες να επιδιώκουν μια στρατηγική για την αύξηση των επιτοκίων προληπτικά, προκειμένου να αποφευχθεί η αύξηση του πληθωρισμού που απορρέει από μια υπερθέρμανση της οικονομίας. Για να είναι επιτυχής μια τέτοια επιχείρηση, οι νομισματικές αρχές πρέπει να έχουν μια ακριβή εκτίμηση του χρόνου και της επίδρασης των πολιτικών τους για την οικονομία, με αποτέλεσμα να χρειάζονται την κατανόηση των μηχανισμών, μέσω των οποίων η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία. Αυτή η εργασία, παρέχει μια επισκόπηση των μηχανισμών μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Πρώτα θα ξεκινήσουμε με τα παραδοσιακά κανάλια επιτοκίων, θα συνεχίσουμε με τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, και στη συνέχεια θα συζητήσουμε τα κανάλια πιστωτικού διαύλου, το οποίο ερευνάται τα τελευταία χρόνια. Η κατανόηση αυτών των μηχανισμών μετάδοσης είναι σημαντικά όχι μόνο από μόνα τους, αλλά και επειδή έχουν σημαντικά μαθήματα για τη νομισματική πολιτική.

2.1.2 Παραδοσιακό Κανάλι Επιτοκίου (Traditional interest rate channels)

Αρχίζουμε την επισκόπηση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής με το κανάλι του επιτοκίου, επειδή αυτό έχει ένα τυποποιημένο χαρακτηριστικό γνώρισμα στη βιβλιογραφία για πάνω από πενήντα χρόνια και είναι το κλειδί του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στο Κεϋνσιανό μοντέλο IS LM, το οποίο στηρίζεται στην μακροοικονομία.

Το παραδοσιακό Κεϋνσιανό IS LM του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής μπορεί να χαρακτηριστεί από το ακόλουθο σχηματικό που δείχνει τις επιπτώσεις μιας νομισματικής επέκτασης.

$$M \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

όπου M υποδηλώνει μια επεκτατική νομισματική πολιτική που οδηγεί σε πτώση των πραγματικών επιτοκίων ($i_r \downarrow$), η οποία με τη σειρά του μειώνει το κόστος του κεφαλαίου, με αποτέλεσμα την αύξηση των επενδυτικών δαπανών (I), οδηγώντας έτσι σε αύξηση της συνολικής ζήτησης και την αύξηση της παραγωγής (Y).

Παρά το γεγονός ότι ο Keynes τόνισε αρχικά ότι αυτό το κανάλι ως λειτουργία των επιχειρηματικών αποφάσεων σχετικά με τις επενδυτικές δαπάνες, μετά την έρευνα αναγνωρίζεται ότι οι αποφάσεις των καταναλωτών σχετικά με τη στέγαση και των καταναλωτικών δαπανών είναι, επίσης, αποφάσεις για επενδύσεις. Έτσι, το κανάλι του επιτοκίου της νομισματικής μετάδοσης που περιγράφεται στο ανωτέρω σχήμα ισχύει και για τις καταναλωτικές δαπάνες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν κατοικίες και καταναλωτικές δαπάνες.

Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό του επιτοκίου ως μηχανισμό μετάδοσης, είναι η έμφαση στο πραγματικό και όχι στο ονομαστικό επιτόκιο, αυτό που επηρεάζει τις αποφάσεις των καταναλωτών και των επιχειρήσεων. Επιπλέον, συχνά το πραγματικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο και όχι το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο θεωρείται ότι έχει μεγαλύτερο αντίκτυπο στις δαπάνες.

Πώς οι αλλαγές στο βραχυπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο που προκαλείται από μια κεντρική τράπεζα θα οδηγήσει σε αντίστοιχη μεταβολή του πραγματικού επιτοκίου για τα βραχυπρόθεσμα όσο και τα μακροπρόθεσμα ομόλογα;

Το κλειδί είναι οι άκαμπτες τιμές, γεγονός που μειώνει το βραχυπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο, και η επεκτατική νομισματική πολιτική μειώνει επίσης το βραχυπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο, και αυτό θα εξακολουθήσει να ισχύει ακόμα και σε έναν κόσμο με λογικές προσδοκίες. Η υπόθεση των προσδοκιών, η οποία αναφέρει ότι το μακροπρόθεσμο επιτόκιο είναι ο μέσος όρος των αναμενόμενων μελλοντικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, δείχνει ότι το χαμηλότερο πραγματικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο οδηγεί σε μείωση του πραγματικού μακροπρόθεσμου επιτοκίου.

Αυτά τα χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια στη συνέχεια θα οδηγήσουν σε αύξηση των πάγιων επενδύσεων των επιχειρήσεων, των επενδύσεων κατοικιών στέγασης, των διαρκών καταναλωτικών δαπανών και των επενδύσεων των αποθεμάτων, τα οποία παράγουν την αύξηση του συνολικού προϊόντος.

Το γεγονός ότι το πραγματικό επιτόκιο επηρεάζει τις δαπάνες και όχι το ονομαστικό επιτόκιο αποτελεί ένα σημαντικό μηχανισμό για το πώς η νομισματική πολιτική μπορεί να τονώσει την οικονομία, ακόμη και αν τα ονομαστικά επιτόκια πέσουν κατά τη διάρκεια των πληθωριστικών επεισοδίων. Με τα ονομαστικά επιτόκια να έχουν πέσει, μια επέκταση της προσφοράς χρήματος ($M \uparrow$) μπορεί να αυξήσει το αναμενόμενο επίπεδο τιμών ($Pe \uparrow$) και ως εκ τούτου, αναμένεται ότι ο πληθωρισμός ($\pi_e \uparrow$) θα αυξηθεί, μειώνοντας έτσι το πραγματικό επιτόκιο ($ir \downarrow$), ακόμη και όταν το ονομαστικό επιτόκιο πέσει στο μηδέν, θα επέλθει τόνωση των δαπανών μέσα από το κανάλι επιτοκίου, δηλαδή :

$$M \uparrow \leftrightarrow Pe \uparrow \leftrightarrow \pi_e \uparrow \leftrightarrow ir \downarrow \leftrightarrow I \uparrow \leftrightarrow Y \uparrow.$$

Ο μηχανισμός αυτός δείχνει έτσι ότι η νομισματική πολιτική μπορεί ακόμα να είναι αποτελεσματική, ακόμη και όταν τα ονομαστικά επιτόκια έχουν ήδη μειωθεί κοντά στο μηδέν από τις νομισματικές αρχές. Πράγματι, ο μηχανισμός αυτός αποτελεί βασικό στοιχείο στις μονεταριστικές συζητήσεις γιατί η αμερικανική οικονομία δεν έχει κολλήσει σε μια παγίδα ρευστότητας κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης (παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929) και γιατί η επεκτατική νομισματική πολιτική θα μπορούσε να είχε αποτρέψει την απότομη μείωση της παραγωγής κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου.

Ο Taylor (1995) βρίσκεται σε μια εξαιρετική μελέτη της πρόσφατης έρευνας για τα κανάλια επιτοκίου και παίρνει θέση ότι υπάρχουν ισχυρά εμπειρικά στοιχεία για ουσιαστικές επιπτώσεις επιτοκίου στις καταναλωτικές και επενδυτικές δαπάνες, με αποτέλεσμα το επιτόκιο ως μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής να είναι ισχυρό. Η θέση του είναι ιδιαίτερα αμφιλεγόμενη, διότι πολλοί ερευνητές, για παράδειγμα, ο Bernanke και Gertler (1995), έχουν μια εναλλακτική άποψη, ότι οι εμπειρικές μελέτες είχαν μεγάλη δυσκολία στον προσδιορισμό των σημαντικών επιπτώσεων των επιτοκίων μέσα από το κόστος του κεφαλαίου.

2.1.3 Άλλα κανάλια Τιμών Περιουσιακών Στοιχείων (Other Asset Price Channels)

Μια βασική μονεταριστική ένσταση στο IS LM για την ανάλυση των νομισματικών επιπτώσεων πολιτικής στην οικονομία είναι ότι επικεντρώνεται σε μια μόνο τιμή των περιουσιακών στοιχείων, το επιτόκιο, παρά σε πολλές τιμές περιουσιακών στοιχείων. (Βλ. Meltzer (1995))

Οι Μονεταριστές οραματίζονται ένα μηχανισμό μετάδοσης, στην οποία οι σχετικές τιμές των περιουσιακών στοιχείων και ο πραγματικό πλούτος, μεταδίδουν νομισματικές επιπτώσεις πάνω στην οικονομία. Η αναγνώριση αυτών των καναλιών είναι ένα χαρακτηριστικό των μακροοικονομικών μοντέλων που κατασκεύασαν οι Κεύνσιανοί όπως ο Franco Modigliani, οι οποίοι βλέπουν επίσης αυτές τις άλλες επιπτώσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων ως κρίσιμες για το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Υπάρχουν δύο βασικά στοιχεία του ενεργητικού εκτός από τα ομόλογα που λαμβάνουν σημαντική προσοχή στη βιβλιογραφία σχετικά με το μηχανισμό μετάδοσης -συνάλλαγμα και μετοχές.

2.1.4 Κανάλι Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (Exchange Rate Channel)

Με την αυξανόμενη διεθνοποίηση της οικονομίας των ΗΠΑ και την έλευση των ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών, μεγαλύτερη προσοχή έχει δοθεί στη λειτουργία μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μέσω των επιδράσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας στις καθαρές εξαγωγές. Πράγματι,

ο μηχανισμός μετάδοσης είναι το κύριο χαρακτηριστικό στην μακροοικονομία. Αυτό το κανάλι περιλαμβάνει επίσης αποτελέσματα των επιτοκίων, επειδή όταν πέφτουν τα εγχώρια πραγματικά επιτόκια, οι εγχώριες καταθέσεις σε δολάρια γίνονται λιγότερο ελκυστικές σε σχέση με τις καταθέσεις σε ξένα νομίσματα, οδηγώντας σε πτώση της αξίας των καταθέσεων σε δολάρια σε σχέση με άλλες καταθέσεις, δηλαδή, μια υποτίμηση του δολαρίου (συμβολίζεται με $E \downarrow$). Η χαμηλότερη τιμή του εγχώριου νομίσματος καθιστά τα εγχώρια αγαθά φθηνότερα από τα ξένα αγαθά, προκαλώντας έτσι την αύξηση των καθαρών εξαγωγών ($NX \uparrow$) και ως εκ τούτου, του συνολικού προϊόντος.

Το σχήμα για το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής λειτουργίας μέσω της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι :

$$M \uparrow \leftrightarrow ir \downarrow \leftrightarrow E \downarrow \leftrightarrow NX \uparrow \leftrightarrow Y \uparrow$$

Αυτό το κανάλι της συναλλαγματικής ισοτιμίας παίζει σημαντικό ρόλο στον τρόπο με τον οποίο η νομισματική πολιτική επηρεάζει την εγχώρια οικονομία, όπως είναι φανερό σε πρόσφατες έρευνες, Bryant, Hooper και Mann (1993) και Taylor (1993).

2.1.5 Κανάλια Τιμών Μετοχών (Equity Price Channels)

Υπάρχουν δύο κανάλια που περιλαμβάνουν τις τιμές των μετοχών που είναι σημαντικά για το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής : αυτές περιλαμβάνουν τη *Θεωρία Tobin q* των επενδύσεων και τις *επιπτώσεις του πλούτου* στην κατανάλωση.

Η θεωρία Tobin Q: Η Θεωρία Tobin Q παρέχει έναν μηχανισμό μέσω του οποίου η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία μέσω των επιπτώσεων της αποτίμησης των μετοχών (βλ. Tobin [1969]). Ο Tobin ορίζει το q ως την αγοραία αξία των επιχειρήσεων που διαιρείται με το κόστος αντικατάστασης του κεφαλαίου. Αν q είναι υψηλή, η τιμή της αγοράς των επιχειρήσεων είναι υψηλή σε σχέση με το κόστος αντικατάστασης του κεφαλαίου, και οι νέες εγκαταστάσεις και ο εξοπλισμός του κεφαλαίου είναι φθηνά σε σχέση με την αγοραία αξία των επιχειρήσεων. Οι εταιρείες μπορούν να εκδώσουν μετοχές και να πάρουν μια υψηλή τιμή σε σχέση με το κόστος

των εγκαταστάσεων και του εξοπλισμού που αγοράζουν. Έτσι, οι επενδυτικές δαπάνες θα αυξηθούν, διότι οι επιχειρήσεις μπορούν να αγοράσουν πολλά νέα επενδυτικά αγαθά με μόνο μικρή έκδοση ιδίων κεφαλαίων.

Από την άλλη πλευρά, όταν q είναι χαμηλή, οι εταιρείες δεν θα αγοράσουν νέα επενδυτικά αγαθά, διότι η αγοραία αξία των επιχειρήσεων είναι χαμηλή σε σχέση με το κόστος του κεφαλαίου. Αν οι εταιρείες θέλουν να αποκτήσουν κεφάλαιο όταν q είναι χαμηλό, αγοράζουν φτηνά από άλλη επιχείρηση και αποκτούν παλιό κεφάλαιο αντ' αυτού. Οι επενδυτικές δαπάνες στη συνέχεια θα είναι χαμηλές.

Η ουσία αυτής της συζήτησης είναι ότι υπάρχει σύνδεση μεταξύ του q Tobin και των επενδυτικών δαπανών. Αλλά πώς θα μπορούσε να επηρεάσει η νομισματική πολιτική τις τιμές των μετοχών;

Σε μια μονεταριστική ιστορία, όταν η προσφορά χρήματος αυξάνεται, το κοινό θεωρεί ότι έχει περισσότερα χρήματα από ό, τι θέλει και έτσι προσπαθεί να μειώσει την εκμετάλλευση των χρημάτων από την αύξηση των δαπανών τους. Ένα μέρος του κοινού μπορεί να δαπανήσει περισσότερο στο χρηματιστήριο, αυξάνοντας τη ζήτηση για μετοχές και, κατά συνέπεια, αυξάνοντας τις τιμές τους. Μια πιο κεύσσιανή ιστορία καταλήγει σε παρόμοιο συμπέρασμα, διότι βλέπει ότι από την πτώση των επιτοκίων, που απορρέουν από την επεκτατική νομισματική πολιτική, να καθιστά λιγότερο ελκυστικά τα ομόλογα σε σχέση με τις μετοχές, με αποτέλεσμα η τιμή των μετοχών να αυξηθεί. Συνδυάζοντας αυτές τις απόψεις με το γεγονός ότι οι υψηλότερες τιμές των μετοχών ($P_e \uparrow$) θα οδηγήσει σε υψηλότερο q ($q \uparrow$) και ως εκ τούτου σε υψηλότερες επενδυτικές δαπάνες ($I \uparrow$) οδηγεί στον ακόλουθο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής:

$$M \uparrow \leftrightarrow P_e \uparrow \leftrightarrow q \uparrow \leftrightarrow I \uparrow \leftrightarrow Y \uparrow$$

Επιπτώσεις στον πλούτο: Μια εναλλακτική λύση για το κανάλι μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μέσω των τιμών των μετοχών γίνεται μέσω των επιπτώσεων του πλούτου στην κατανάλωση. Αυτό το κανάλι υποστηρίζεται έντονα από τον Franco Modigliani και το MPS μοντέλο του, μια έκδοση που είναι σήμερα σε χρήση στο Συμβούλιο των Διοικητών του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος - βλ. Modigliani (1971). Στη διάρκεια του κύκλου ζωής του μοντέλου Modigliani, η δαπάνη κατανάλωσης καθορίζεται από τους πόρους ζωής των καταναλωτών, η οποία αποτελείται

από δύο κεφάλαια, το πραγματικό κεφάλαιο και τον οικονομικό πλούτο. Ένα σημαντικό στοιχείο του οικονομικού πλούτου είναι τα κοινά αποθέματα. Όταν οι τιμές των μετοχών αυξάνονται, η αξία του χρηματοοικονομικού πλούτου αυξάνει, αυξάνοντας έτσι τους πόρους ζωής των καταναλωτών, και η κατανάλωση θα πρέπει να αυξηθεί. Δεδομένου ότι έχουμε ήδη δει ότι η επεκτατική νομισματική πολιτική μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των τιμών των μετοχών ($Pe \uparrow$), τότε έχουμε ένα άλλο μηχανισμό μετάδοσης:

$$M \uparrow \leftrightarrow Pe \uparrow \leftrightarrow \text{wealth} \uparrow \leftrightarrow \text{consumption} \uparrow \leftrightarrow Y \uparrow$$

Στέγαση και Κανάλια τιμών της γης: Και τα δύο κανάλια, ο πλούτος και η Q Tobin που περιγράφονται παραπάνω δίνουν έναν γενικό ορισμό των ιδίων κεφαλαίων. Η Q Tobin ισχύει με την αγορά στέγης, όπου η στέγαση αποτελείται από τα ίδια κεφάλαια. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών, η οποία αυξάνει τις τιμές τους σε σχέση με το κόστος αντικατάστασης, οδηγεί σε αύξηση της Q Tobin για τη στέγαση, τονώνοντας έτσι την παραγωγή της. Ομοίως, η στέγαση και οι τιμές της γης είναι μια εξαιρετικά σημαντική συνιστώσα του πλούτου και έτσι αυξάνοντας αυτές οι τιμές, αυξάνεται ο πλούτος, και έτσι αυξάνεται και η κατανάλωση. Επεκτατική Νομισματική πολιτική, η οποία αυξάνει τις τιμές της γης και κατοικίας, μέσω των μηχανισμών που περιγράφονται ανωτέρω, συνεπάγεται μια αύξηση της συνολικής ζήτησης. Άρα, ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής δραστηριοποιείται επίσης και μέσω των καναλιών, των τιμών γης και της στέγης.

2.2. ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΚΑΝΑΛΙΑ (Credit Channels)

Η δυσαρέσκεια με τις συμβατικές ιστορίες για το πώς οι επιπτώσεις του επιτοκίου θα εξηγήσουν την επίδραση της νομισματικής πολιτικής στις δαπάνες, έχει οδηγήσει σε μια νέα άποψη του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που δίνει έμφαση στην ασύμμετρη πληροφόρηση στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο μηχανισμός αυτός στηρίζεται στην προσφορά δανείων που δίνονται από τις τράπεζες. Αυτός ο μηχανισμός δημιουργήθηκε από την αρνητική σχέση μεταξύ του ασφάλιστρου και της οικονομικής κατάστασης του δανειζόμενου, ο οποίος σε συνδυασμό με κάποιες αναταράξεις μπορεί να προκαλέσει μεγαλύτερες αναταραχές στην οικονομία.

Υπάρχουν δύο βασικά κανάλια μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που προκύπτουν ως αποτέλεσμα των προβλημάτων στις πληροφορίες των πιστωτικών αγορών: το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού και το κανάλι του ισολογισμού. (Εξαιρετικές έρευνες για το πιστωτικό κανάλι μπορούν να βρεθούν στον Bernanke και Gertler (1995), Cecchetti (1995) και Hubbard (1995).)

2.2.1 Κανάλι Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel)

Το κανάλι τραπεζικού δανεισμού στηρίζεται στην άποψη ότι οι τράπεζες διαδραματίζουν ιδιαίτερο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, διότι είναι ιδιαίτερα κατάλληλη για να λύσει τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης στις πιστωτικές αγορές. Λόγω του ιδιαίτερου ρόλου των τραπεζών, ορισμένοι δανειολήπτες δεν θα έχουν πρόσβαση στις πιστωτικές αγορές, εκτός αν δανείζονται από τις τράπεζες. Όσο δεν υπάρχει καμία υποκατάσταση των λιανικών τραπεζικών καταθέσεων με άλλες πηγές χρηματοδότησης, το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού της νομισματικής μετάδοσης λειτουργεί ως εξής. Επεκτατική νομισματική πολιτική, η οποία αυξάνει τα τραπεζικά διαθέσιμα και τις τραπεζικές καταθέσεις, αυξάνει την διαθεσιμότητα των τραπεζικών δανείων. Λαμβάνοντας υπόψη τον ιδιαίτερο ρόλο των τραπεζών ,ως δανειστές, για τους δανειολήπτες , αυτή η αύξηση των δανείων θα προκαλέσει αύξηση στις δαπάνες επενδύσεων (και πιθανή κατανάλωση). Σχηματικά, η νομισματική πολιτική δράση θα είναι:

$$M \uparrow \leftrightarrow \text{bank deposits} \uparrow \leftrightarrow \text{bank loans} \uparrow \leftrightarrow I \uparrow \leftrightarrow Y \uparrow$$

Μια σημαντική συνέπεια της πίστωσης είναι ότι η νομισματική πολιτική θα έχει μεγαλύτερη επίδραση στις δαπάνες των μικρότερων επιχειρήσεων που εξαρτώνται περισσότερο από τα τραπεζικά δάνεια , από ό, τι σε μεγάλες επιχειρήσεις που μπορούν να έχουν άμεση πρόσβαση στις πιστωτικές αγορές μέσω μετοχών και των αγορών ομολόγων.

Οι αμφιβολίες έχουν αυξηθεί σχετικά με το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού στη λογοτεχνία .(βλ. Ramey (1993) and Meltzer (1995)) . Υπάρχουν υπόνοιες ότι το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού στις Ηνωμένες Πολιτείες μπορεί να μην είναι τόσο ισχυρό όσο ήταν κάποτε. Πρώτη είναι ότι το πλαίσιο κανονισμών των ΗΠΑ δεν επιβάλλει περιορισμούς στις τράπεζες που

δυσχεραίνουν την ικανότητά τους να αντλούν κεφάλαια. Πριν τα μέσα της δεκαετίας του 1980, τα (CDs) υπόκεινται σε υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών και του κανονισμού Q , ως ανώτατο ύψος των καταθέσεων, γεγονός που κατέστησε δύσκολο για τις τράπεζες να αντικαταστήσουν τις καταθέσεις που έρεαν από το τραπεζικό σύστημα κατά τη διάρκεια της νομισματικής συστολής. Με αυτούς τους κανονιστικούς περιορισμούς να καταργούνται, οι τράπεζες μπόρεσαν πιο εύκολα να ανταποκριθούν σε μια μείωση των αποθεματικών τους και της απώλειας των καταθέσεων λιανικής, με την έκδοση CDs με επιτόκια της αγοράς τα οποία δεν απαιτείται να συνοδεύονται από τα απαιτούμενα αποθεματικά. Δεύτερον, η παρακμή του τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων, το οποίο συμβαίνει σε όλο τον κόσμο (βλ. Edwards και Mishkin [1995]), σημαίνει ότι οι τράπεζες παίζουν ένα λιγότερο σημαντικό ρόλο στις πιστωτικές αγορές, καθιστώντας το κανάλι τραπεζικού δανεισμού λιγότερο ισχυρό.

2.2.2 Κανάλι Ισολογισμού (Balance - Sheet Channels)

Ακόμα κι αν το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού μπορεί να μην έχει την απαιτούμενη σημασία, δεν είναι καθόλου σαφές ότι αυτή η περίπτωση ισχύει και για το άλλο κανάλι πίστωσης, το κανάλι του ισολογισμού. Το κανάλι του ισολογισμού προκύπτει επίσης από την παρουσία των ασύμμετρων πληροφοριών στις πιστωτικές αγορές.

Ο σκοπός της νομισματικής πολιτικής είναι να επηρεάσει το ρυθμό των οικονομικών δραστηριοτήτων στη χώρα. Ο τρόπος με τον οποίο αυτή η πολιτική επηρεάζει τα οικονομικά μεγέθη όπως τον πληθωρισμό, τη παραγωγή, το επιτόκιο, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και την απασχόληση αναφέρεται ως μηχανισμός μετάδοσης. Στη θεωρία, η νομισματική πολιτική μπορεί να μεταδοθεί μέσω της οικονομίας σε διάφορα κανάλια: το επιτόκιο, τη τραπεζική πίστωση, τον ισολογισμό, τη συναλλαγματική ισοτιμία, τη τιμή του ενεργητικού, και τα προσδοκώμενα κανάλια .

Σε αυτό το σημείο, θα εξετάσουμε ποιο είναι το κανάλι του ισολογισμού της νομισματικής πολιτικής και το πώς η νομισματική πολιτική που διαβιβάζονται μέσω αυτού του καναλιού θα επηρεάσει την υπόλοιπη οικονομία. Αυτό το κανάλι μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αναφέρεται στην οικονομική

θέση των ιδιωτικών παραγόντων παίζουν ρόλο στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τη μεταστροφή στην πολιτική επηρεάζει όχι μόνο τα επιτόκια της αγοράς, αλλά και την οικονομική κατάσταση των ιδιωτικών οικονομικών φορέων, επειδή μεταβολές των επιτοκίων επηρεάζουν τους ισολογισμούς των τραπεζών, τα μετρητά, τη καθαρή θέση των επιχειρήσεων και των καταναλωτών. Υψηλότερα επιτόκια έχουν σαν αποτέλεσμα την μείωση των ταμειακών ροών, τη μείωση της καθαρής θέσης, τη μείωση των δανείων και τη μείωση της συνολικής ζήτησης. Τα επιτόκια επηρεάζουν την τιμή της αγοράς και τις ροές εισοδήματος ορισμένων κατηγοριών των χρηματοοικονομικών μέσων και ότι αυτές οι αλλαγές στον πλούτο και το εισόδημα από τόκους έχουν συνέπειες στην παραγωγή, στις τιμές και την αποδοτικότητα των οικονομικών φορέων, επειδή επηρεάζουν άμεσα τα στοιχεία του ισολογισμού των λογαριασμών των εταιρειών.

Όσο χαμηλότερη είναι η καθαρή θέση των επιχειρήσεων, τόσο πιο σοβαρός είναι ο κίνδυνος στο δανεισμό για αυτές τις επιχειρήσεις. Χαμηλή καθαρή θέση σημαίνει ότι οι δανειστές στην πραγματικότητα έχουν λιγότερη ασφάλεια για τα δάνεια τους, και έτσι οι απώλειες είναι υψηλότερες. Η μείωση της καθαρής θέσης, η οποία αυξάνει τα προβλήματα, οδηγεί σε μειωμένη χρηματοδότηση για τις επενδυτικές δαπάνες. Η χαμηλότερη καθαρή αξία των εταιρειών αυξάνει τον κίνδυνο, διότι σημαίνει ότι οι ιδιοκτήτες έχουν ένα χαμηλότερο ποσοστό συμμετοχής στις επιχειρήσεις τους, δίνοντάς τους κίνητρο για να συμμετέχουν σε υψηλού κινδύνου επενδυτικά σχέδια. Μια μείωση της καθαρής θέσης των επιχειρήσεων των επιχειρήσεων, οδηγεί σε μείωση του δανεισμού και ως εκ τούτου των δαπανών στον τομέα των επενδύσεων.

Η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων με διάφορους τρόπους. Επεκτατική νομισματική πολιτική ($M \uparrow$), η οποία προκαλεί αύξηση των τιμών των μετοχών ($Pe \uparrow$), αυξάνει την καθαρή αξία των επιχειρήσεων και έτσι οδηγεί σε υψηλότερες επενδυτικές δαπάνες ($I \uparrow$) και αύξηση της συνολικής ζήτησης ($Y \uparrow$). Αυτό οδηγεί στο εξής σχήμα:

$M \uparrow \leftrightarrow Pe \uparrow \leftrightarrow \text{adverse selection} \downarrow \ \& \ \text{moral hazard} \downarrow \leftrightarrow \text{lending} \uparrow \leftrightarrow I \uparrow \leftrightarrow Y \uparrow$

Επεκτατική νομισματική πολιτική, η οποία μειώνει τα επιτόκια, προκαλεί επίσης τη βελτίωση των ισολογισμών των επιχειρήσεων, διότι αυξάνει τις ταμειακές ροές, μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο. Αυτό οδηγεί στο εξής σχήμα:

$M \uparrow \leftrightarrow i \downarrow \leftrightarrow \text{cash flow} \uparrow \leftrightarrow \text{adverse selection} \downarrow \ \& \ \text{moral hazard} \downarrow \leftrightarrow \text{lending} \uparrow \leftrightarrow I \uparrow \leftrightarrow Y \uparrow$

Η διαδικασία του καναλιού ισολογισμός δείχνει πώς η νομισματική πολιτική επηρεάζει το χαρτοφυλάκιο πιστώσεων των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, καθώς και άλλων οικονομικών φορέων. Για παράδειγμα, μια συστατική νομισματική πολιτική, όπως η πώληση treasury instruments θα μπορούσε να επηρεάσει την ικανότητα των τραπεζών να χορηγούν δάνεια, με αποτέλεσμα την καθιέρωση δελτίου πιστώσεων. Αυτό έχει επιπτώσεις για τη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς τους δανειολήπτες, κυρίως μικρής κλίμακας οφειλέτες με λιγότερη πολυπλοκότητα και εξασφαλίσεις για back-up ζήτησης των δανείων τους. Επίσης, η χαμηλή πίστωση οδηγεί σε αύξηση των επιτοκίων, αυξάνοντας έτσι το κόστος της πίστωσης για τους μικρούς χρήστες.

Όπως αποδεικνύεται από Stiglitz και Weiss (1981), το δελτίο πιστώσεων συμβαίνει σε περιπτώσεις κατά τις οποίες οι οφειλέτες στερούνται τα δάνεια ακόμη και όταν είναι πρόθυμοι να πληρώσουν ένα υψηλότερο επιτόκιο. Αυτό συμβαίνει επειδή οι επιχειρήσεις με πιο επικίνδυνα επενδυτικά σχέδια είναι ακριβώς αυτές που είναι πρόθυμες να πληρώσουν τα υψηλότερα επιτόκια, δεδομένου ότι, αν η επένδυση υψηλού κινδύνου πετύχει, θα είναι οι πρώτοι που επωφελούνται. Η επεκτατική νομισματική πολιτική μειώνει τα επιτόκια, μειώνει τον κίνδυνο, και οι οφειλέτες είναι περισσότεροι από τα άτομα που ζητούν δάνεια και έτσι οι δανειστές είναι περισσότερο πρόθυμοι να δανείσουν, αυξάνοντας τόσο τις επενδύσεις όσο και την παραγωγή.

Ένα τρίτο κανάλι ισολογισμού λειτουργεί μέσω των επιπτώσεων της νομισματικής πολιτικής στο γενικό επίπεδο των τιμών. Επειδή οι πληρωμές του χρέους είναι σταθερές σε ονομαστικούς όρους, μια απρόβλεπτη αύξηση του επιπέδου των τιμών μειώνει την αξία των επιχειρήσεων του παθητικού, σε πραγματικούς όρους (μειώνει το χρέος), αλλά δεν θα πρέπει να μειώσει την πραγματική αξία των επιχειρήσεων δηλαδή τα περιουσιακά στοιχεία. Επεκτατική Νομισματική πολιτική που οδηγεί σε μια μη αναμενόμενη αύξηση

των τιμών ($P \uparrow$), αυξάνει ως εκ τούτου την πραγματική καθαρή αξία, γεγονός που μειώνει τον κίνδυνο, με αποτέλεσμα να αυξάνει τις δαπάνες των επενδύσεων και τη συνολική παραγωγή, όπως φαίνεται στο διάγραμμα που ακολουθεί:

$M \uparrow$ unanticipated $\rightarrow P \uparrow$ adverse selection $\downarrow \rightarrow$ & moral hazard $\downarrow \rightarrow$ lending $\uparrow \rightarrow I \uparrow$
 $\rightarrow Y \uparrow$

Η άποψη ότι οι μη αναμενόμενες κινήσεις του επιπέδου των τιμών έχουν σημαντικές επιπτώσεις στη συνολική ζήτηση έχει μακρά παράδοση στα οικονομικά: αυτό είναι το βασικό χαρακτηριστικό, κατά την άποψη του χρέους-αποπληθωρισμού της Μεγάλης Ύφεσης κατά τον Irving Fisher (1933).

2.2.3 Οικιακοί Ισολογισμοί –Επιπτώσεις (Household Balance -Sheet Effects)

Παρά το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας σχετικά με το κανάλι πίστωσης επικεντρώνεται στις δαπάνες των επιχειρήσεων, το κανάλι πίστωσης θα πρέπει να ισχύει εξίσου και για τις δαπάνες των καταναλωτών, ιδίως σε διαρκή καταναλωτικά αγαθά και τη στέγαση. Μειώσεις των τραπεζικών χορηγήσεων που προκαλείται από μια συσταλτική νομισματική πολιτική πρέπει να προκαλέσει τη μείωση των αγορών από τους καταναλωτές, που δεν έχουν πρόσβαση σε άλλες πηγές πίστωσης. Παρομοίως, οι αυξήσεις των επιτοκίων θα προκαλέσουν υποβάθμιση των ισολογισμών των νοικοκυριών, επειδή οι ταμειακές ροές των καταναλωτών επηρεάζονται αρνητικά.

Ένας άλλος τρόπος για να βλέπουμε πώς το κανάλι του ισολογισμού μπορεί να δραστηριοποιείται μέσω των καταναλωτών είναι να ληφθούν υπόψη τα αποτελέσματά της ρευστότητας για τις καταναλωτικές και στεγαστικές δαπάνες, οι οποίες βρέθηκαν να παίζουν σημαντικό ρόλο κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης (Mishkin [1978]).

Λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά και η στέγαση είναι πολύ δύσκολα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Εάν υπάρξει περίπτωση μείωσης του εισοδήματος και απαιτείται η πώληση καταναλωτικών αγαθών ή κατοικιών για να συγκεντρωθούν τα χρήματα, θα περίμενε κανείς μια μεγάλη απώλεια, γιατί δεν θα μπορούσε να πάρει την

πλήρη αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων . (Αυτό περιγράφεται από τον Akerlof (1970), το οποίο συνέβαλε στην έρευνα σχετικά με το κανάλι της πιστοληπτικής ικανότητας.) Αντίθετα, εάν οι καταναλωτές έχουν στην κατοχή τους χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (όπως χρήματα στην τράπεζα, αποθέματα, ή ομόλογα) , θα μπορούσαν να τα πωλούν εύκολα στην πλήρη αξία τους και να αυξήσουν τα μετρητά τους . Ως εκ τούτου, εάν οι καταναλωτές αναμένουν μεγαλύτερες πιθανότητες να βρεθούν σε κίνδυνο, θα προτιμούσαν να έχουν λιγότερα καταναλωτικά περιουσιακά στοιχεία και πιο ρευστοποιήσιμα χρηματοοικονομικά στοιχεία .

Όταν οι καταναλωτές έχουν περισσότερα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τα χρέη τους, ο κίνδυνος είναι χαμηλός, και θα είναι πιο πρόθυμοι να αγοράσουν διαρκή καταναλωτικά αγαθά ή κατοικίες. Με την άνοδο των τιμών των μετοχών, η αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών

στοιχείων

αυξάνεται, καθώς και οι καταναλωτικές δαπάνες θα αυξηθούν, επειδή η οικονομική κατάσταση των καταναλωτών είναι πιο ασφαλής και έχουν χαμηλότερη πιθανότητα να πάσχουν από χρηματοοικονομικές δυσχέρειες. Αυτό οδηγεί σε ένα άλλο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που λειτουργεί μέσα από την σχέση χρήματος και των τιμών των μετοχών:

$$M \uparrow \leftrightarrow Pe \uparrow \leftrightarrow \text{financial assets} \uparrow \leftrightarrow \text{likelihood of financial distress} \downarrow \leftrightarrow \text{consumer durable and housing expenditure} \uparrow \leftrightarrow Y \uparrow.$$

Η έλλειψη ρευστότητας των διαρκών καταναλωτικών αγαθών και των περιουσιακών στοιχείων παρέχει μια συσταλτική νομισματική πολιτική, η οποία αυξάνει τα επιτόκια και κατά συνέπεια μειώνει τις ταμειακές ροές των καταναλωτών, η οποία οδηγεί σε μείωση των δαπανών για διαρκή καταναλωτικά αγαθά και τη στέγαση. Η μείωση των ταμειακών ροών των καταναλωτών αυξάνει την πιθανότητα της οικονομικής δυσχέρειας, η οποία μειώνει την επιθυμία των καταναλωτών να κατέχουν τα διαρκή αγαθά, έτσι μειώνει τις δαπάνες τους και ως εκ τούτου, το συνολικό προϊόν. Η μόνη διαφορά μεταξύ αυτής της ταμειακής ροής και των επιπτώσεων που περιγράφονται στο σχήμα ανωτέρω είναι , ότι δεν είναι η απροθυμία των δανειστών να δανείζουν στους καταναλωτές , το οποίο προκαλεί μείωση των δαπανών, αλλά η απροθυμία των καταναλωτών να δαπανήσουν.

2.3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Μια οικονομική κρίση είναι μια αναστάτωση στις χρηματοπιστωτικές αγορές που εμπεριέχει έντονα και σοβαρά προβλήματα και αυξάνει την ασύμμετρη πληροφόρηση, έτσι ώστε οι χρηματοπιστωτικές αγορές να μην είναι σε θέση να διοχετεύσουν αποτελεσματικά τα κεφάλαια σε εκείνους που έχουν τις πιο παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες. Το αποτέλεσμα είναι μια απότομη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης των οικονομικών κρίσεων, η οποία περιγράφεται από το Bernanke (1983) και Mishkin (1991, 1994), δείχνει ότι η συσταλτική νομισματική πολιτική μπορεί να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην ύπαρξη οικονομικών κρίσεων.

Ο Mishkin (1994) περιγράφει πέντε παράγοντες που μπορούν να προωθήσουν μια οικονομική κρίση: 1) αυξήσεις των επιτοκίων, 2) πτώσεις στη χρηματιστηριακή αγορά, 3) μια απρόβλεπτη πτώση του επιπέδου τιμών, 4) αύξηση της αβεβαιότητας, και 5) τράπεζα πανικός.

Η συσταλτική νομισματική πολιτική μπορεί να οδηγήσει σε προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης που προκαλούν τη συρρίκνωση της οικονομίας, ως αποτέλεσμα των τριών πρώτων παραγόντων. Μια συσταλτική νομισματική πολιτική, η οποία αυξάνει τα επιτόκια, αυξάνει την δυσμενή επιλογή, επειδή οι οικονομικοί παράγοντες οι οποίοι είναι πρόθυμοι να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους και ως εκ τούτου να πληρώνουν τα υψηλότερα επιτόκια θα είναι αυτοί που ανησυχούν περισσότερο για τον δανεισμό. Επιπλέον, τα υψηλότερα επιτόκια, τα οποία μειώνουν τις ταμειακές ροές των επιχειρήσεων, μπορούν να βλάψουν την θέση του ισολογισμού τους, αυξάνοντας τον κίνδυνο και τα προβλήματα, καθιστώντας τις αγορές να μην είναι πρόθυμες να δανείσουν σε αυτές. Η συσταλτική Νομισματική Πολιτική παράγει επίσης μια πτώση των τιμών των μετοχών, γεγονός που μειώνει την καθαρή θέση των επιχειρήσεων, αυξάνοντας και τον κίνδυνο στις πιστωτικές αγορές. Επίσης μπορεί να παράγει μια απρόβλεπτη πτώση στο επίπεδο της τιμής το οποίο, επειδή το χρέος είναι εκφρασμένο σε ονομαστικούς όρους, οδηγεί σε ένα σενάριο χρέους-αποπληθωρισμού, Fisher (1933), στην οποία η προκύπτουσα μείωση της καθαρής θέσης των επιχειρήσεων αυξάνει τον κίνδυνο. Έτσι, η ανάλυσή των πιστωτικών διαύλων παραπάνω δείχνει πώς η

νομισματική πολιτική μπορεί να οδηγήσει σε μια οικονομική κρίση, η οποία είναι μια ακραία περίπτωση αυξημένης ασύμμετρης πληροφόρησης, και ως εκ τούτου να οδηγήσει σε απότομη οικονομική συρρίκνωση.

Οι δύο τελευταίοι παράγοντες που προωθούν τις οικονομικές κρίσεις μπορεί επίσης να ενισχυθούν από τη συστατική νομισματική πολιτική. Η ύφεση, η οποία μπορεί να προκύψει από τη συστατική νομισματική πολιτική, συνήθως οδηγεί σε αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με τις εξοφλήσεις του χρέους. Η αύξηση της αβεβαιότητας αυτής εμποδίζει τον δανεισμό και ως εκ τούτου προκαλεί μια μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Η Συστατική Νομισματική Πολιτική μπορεί επίσης να παράγει τραπεζικούς πανικούς γιατί, όπως έχουμε δει, μπορεί να οδηγήσει σε επιδείνωση των ισολογισμών των επιχειρήσεων και να προκαλέσει στα τραπεζικά δάνεια να πηγαίνουν άσχημα. Επειδή οι καταθέτες μπορεί να μην είναι σε θέση να διακρίνουν τις τράπεζες που έχουν κάνει καλό σε σχέση με τα επισφαλή δάνεια, αποσύρουν τα κεφάλαιά τους από τις τράπεζες. Η συρρίκνωση των καταθέσεων και η επιθυμία των τραπεζών να αυξήσουν τα αποθέματά τους σε σχέση με τις καταθέσεις, για να προστατευθούν από τις αποσύρσεις των καταθέσεων, οδηγεί σε συρρίκνωση των δανείων και των καταθέσεων, όπως περιγράφονται στο Friedman και Schwartz (1963), που προωθεί άλλες πτωχεύσεις τραπεζών και οδηγεί σε τραπεζικό πανικό. Όπως είδαμε νωρίτερα, οι τράπεζες κατέχουν ιδιαίτερο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα επειδή είναι τόσο καλά προσαρμοσμένες στην επίλυση προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης στις πιστωτικές αγορές. Η μείωση του αριθμού των τραπεζών και των πηγών των κεφαλαίων τους, κάνουν την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να μειώνει τον δανεισμό στις πιστωτικές αγορές, με αποτέλεσμα να μειώνονται οι επενδύσεις και να μειώνεται η οικονομική δραστηριότητα.

Όπως τεκμηριώνεται από τον Mishkin (1991), οι περισσότερες οικονομικές κρίσεις στις ΗΠΑ έχουν αρχίσει με μια απότομη αύξηση των επιτοκίων, μια κατάρρευση του χρηματιστηρίου, και την αύξηση της αβεβαιότητας που προκύπτει μετά την έναρξη της ύφεσης, τα οποία προωθούνται από τη συστατική νομισματική πολιτική. Με την επιδείνωση των επιχειρηματικών συνθηκών και της αβεβαιότητας σχετικά με την υγεία των τραπεζών τους, οι καταθέτες άρχισαν να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους από τις τράπεζες,

το οποίο οδήγησε σε τραπεζικό πανικό. Στις χειρότερες οικονομικές κρίσεις, μια απρόβλεπτη πτώση του επιπέδου τιμών που προκαλείται από τη συσταλτική νομισματική πολιτική θα οδηγούσε στη περίπτωση χρέους-αποπληθωρισμού και θα προκαλούσε περαιτέρω επιδείνωση της καθαρής θέσης των επιχειρήσεων. Μπορούμε λοιπόν να δούμε πώς η συσταλτική νομισματική πολιτική μπορεί να παράγει μια ακολουθία γεγονότων που οδηγούν σε απότομη αύξηση της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου το οποίο οδηγεί σε οικονομική κρίση. Η χρηματοπιστωτική κρίση προσφέρει στη συνέχεια μια άλλη διαδρομή για το πώς νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την οικονομία.

2.4 ΓΕΝΙΚΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ

Παραπάνω αναφέρθηκαν τα διάφορα κανάλια του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Πώς θα πρέπει να δούμε τη σχετική σημασία τους;

Αν και ορισμένοι ερευνητές, όπως ο Taylor (1995), αναφέρθηκε στα παραδοσιακά κανάλια επιτοκίου τα οποία λειτουργούν μέσω του κόστους κεφαλαίου και είναι εξαιρετικά σημαντικά στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, πολλοί άλλοι δεν το κάνουν. Μια πρόσφατη έρευνα για τις επιχειρηματικές σταθερές επενδυτικές δαπάνες (Chirinko [1993]), καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η ανταπόκριση των επενδύσεων στις μεταβλητές των τιμών τείνει να είναι μικρή και ασήμαντη, σε σχέση με τις μεταβλητές της ποσότητας. Είναι βεβαίως αλήθεια ότι πολλά μακροοικονομικά μοντέλα έχουν αναπτυχθεί από μεγάλες επιπτώσεις επιτοκίων, αλλά εκείνοι που έχουν εργαστεί με αυτά τα μοντέλα συχνά διαπιστώνουν ότι οι μικρές αλλαγές στη μείωση αυτών των επιτοκίων.

Ωστόσο, αν και τα παραδοσιακά κανάλια επιτοκίου δεν μπορεί να είναι σημαντικά, έχουμε δει ότι τα πιστωτικά κανάλια της νομισματικής μετάδοσης παρέχουν πρόσθετους τρόπους με τους οποίους, μεταβολές των επιτοκίων μπορεί να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στη συνολική ζήτηση. Πράγματι, οι υποστηρικτές των πιστωτικών διαύλων βλέπουν αυτά τα κανάλια ως ενίσχυση των επιπτώσεων του επιτοκίου. (Βλ. Bernanke and Gertler (1995)).

Δεδομένου ότι η πίστωση και ο δανεισμός δεν είναι ανεξάρτητες κινητήριες δυνάμεις της οικονομίας, έτσι οι χρονολογικές σειρές δοκιμών της σχετικής πρόβλεψης των πιστωτικών μεγεθών, Ramey (1993) και Meltzer (1995), είναι απίθανο να ρίξουν φως σχετικά με την εγκυρότητα των πιστωτικών διαύλων.

Υπάρχουν τρεις λόγοι να πιστεύουμε ότι τα κανάλια πιστωτικής αποτελούν σημαντικό μέρος του μηχανισμού νομισματικής μετάδοσης.

Πρώτον, υπάρχουν αποδεικτικά στοιχεία που υποστηρίζουν την άποψη ότι οι ατέλειες της πιστωτικής αγοράς στα κανάλια πίστωσης επηρεάζουν πράγματι τις αποφάσεις των επιχειρήσεων, την απασχόληση και τις δαπάνες. (Βλ. Hubbard (1995)).

Δεύτερον, υπάρχουν ενδείξεις, όπως αυτό που βρήκε ο Gertler και Gilchrist (1994), το οποίο δείχνει ότι οι μικρές επιχειρήσεις, οι οποίες είναι πιθανό να έχουν περιορισμένη πίστωση, θα επηρεαστούν αρνητικά περισσότερο από την αυστηρή νομισματική πολιτική από ό, τι οι μεγάλες επιχειρήσεις, οι οποίες είναι απίθανο να έχουν συγκρατημένη πίστωση.

Τρίτον, και ίσως πιο σημαντικό, η ασύμμετρη προβολή πληροφοριών της πιστωτικής αγοράς εξηγεί γιατί υπάρχουν πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και γιατί το χρηματοπιστωτικό σύστημα μας έχει την δομή που έχει. (βλ. Gertler (1988) , Mishkin (1995), κεφ. 9.). Επιπλέον, η ανάλυση του καναλιού πίστωσης που περιγράφεται εδώ παρέχει μια εξήγηση των γεγονότων που συμβαίνουν κατά τη διάρκεια μιας τυπικής οικονομικής κρίσης και εξηγεί γιατί οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι τόσο επιζήμιες για την οικονομία. (βλ. Bernanke (1983) , Mishkin (1991)) . Η καλύτερη υποστήριξη για μια θεωρία είναι όταν υπάρχει ένα ευρύ φάσμα εφαρμογών.

Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό των πιστωτικών διαύλων είναι η έμφαση τους σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία μέσω των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, εκτός από τα επιτόκια. Επιπλέον, η συζήτηση που κάναμε για τα πρόσθετα κανάλια, όπως η συναλλαγματική ισοτιμία, ο Tobin, ο πλούτος, η στέγαση και οι τιμές της γης παρέχει επιπλέον λόγους για τους οποίους οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων παίζουν τόσο σημαντικό ρόλο στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Η έρευνα για το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που περιγράφεται στο παρόν έγγραφο ήταν πολύ χρήσιμη στην προσπάθεια να

κατανοήσουμε τη νομισματική πολιτική και πώς οι πολιτικές θα επηρεάσουν την οικονομία. Οι πληροφορίες αυτές δεν είναι μόνο ενδιαφέρον από μόνη της, αλλά και όπως έχουμε δει, παρέχει σημαντική καθοδήγηση για τη νομισματική πολιτική στη συμπεριφορά τους με την πολιτική και πώς μπορούν να αποφευχθούν καλύτερα τα λάθη του παρελθόντος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

3.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΤΗΣ

Financial accelerator

Ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής χρησιμοποιήθηκε για να εξηγήσει με ποιον τρόπο οι χρηματοοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν τους οικονομικούς κύκλους. (Mody 2007). Τα υποδείγματα βασίζονται κυρίως στην ύπαρξη τριβών στις χρηματοοικονομικές αγορές, οι οποίες δημιουργούν ένα είδος σύνδεσης μεταξύ του δανεισμού (κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης) και των ιδίων κεφαλαίων (κόστος ευκαιρίας εσωτερικής χρηματοδότησης), δηλαδή το ασφάλιστρο εξωτερικών κεφαλαίων.

Το ασφάλιστρο αυτό εξαρτάται αρνητικά από τη χρηματοοικονομική κατάσταση του δανειζόμενου, αφού ο ισολογισμός είναι το βασικό στοιχείο ώστε να αξιολογηθεί σωστά ο δανειζόμενος για να του γίνει χορήγηση δανείου. Η αρνητική αυτή σχέση εμφανίζεται κυρίως όταν οι δανειζόμενοι έχουν ελάχιστα διαθέσιμα για την πραγματοποίηση της χρηματοδότησης και τότε η δυνητική απόκλιση των επιτοκίων μεταξύ του πιστωτή και του δανειζόμενου χειροτερεύει, με αποτέλεσμα να αυξάνονται τα (agency costs) έξοδα αντιπροσώπευσης. Για το μεγάλο κόστος που δημιουργείται, ο δανειστής πρέπει να είναι καλυμμένος, για αυτό το λόγο υπάρχει ένα υψηλό ασφάλιστρο εξωτερικών κεφαλαίων. (Bernanke & Gertler 1989).

Ενώ η πραγματική οικονομική δραστηριότητα εξελίσσεται και αναπτύσσεται το ασφάλιστρο εξωτερικών κεφαλαίων μειώνεται, αυτό οδηγεί σε επιτάχυνση της οικονομίας, αφού αυξάνεται η κατανάλωση και η παραγωγή. Επομένως οι τριβές στις οικονομικές αγορές επιταχύνουν τις διακυμάνσεις την κατανάλωση, παραγωγή και τις επενδύσεις των δανειζόμενων και αυτό έχει σαν συνέπεια την επιτάχυνση των διακυμάνσεων στο σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας.

Ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής στη μακροοικονομία αφορά την ιδέα, ότι οι αρνητικές κρίσεις για την οικονομία, μπορεί να ενισχύονται από την επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών της αγοράς.

Γενικότερα, οι δυσμενείς συνθήκες στην πραγματική οικονομία και στις χρηματοπιστωτικές αγορές αλληλο -ενισχύονται, οδηγώντας σε ύφεση.

Η σχέση μεταξύ της πραγματικής οικονομίας και των χρηματοπιστωτικών αγορών πηγάζει από τις ανάγκες των επιχειρήσεων για εξωτερική χρηματοδότηση προκειμένου συμμετάσχουν σε επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες.

Η αρχή της επιτάχυνσης, δηλαδή η ιδέα ότι οι μικρές αλλαγές στη ζήτηση μπορούν να παράγουν μεγάλες αλλαγές στην παραγωγή, είναι ένα παλαιότερο φαινόμενο το οποίο έχει χρησιμοποιηθεί από τις αρχές του 1900. Το πιο γνωστό παράδειγμα της παραδοσιακής άποψης της επιτάχυνσης το οποίο εισήχθη από τον Samuelson (1939), υποστηρίζει ότι η αύξηση της ζήτησης, για παράδειγμα των κρατικών δαπανών, οδηγεί σε αύξηση του εθνικού εισοδήματος, η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε αύξηση την κατανάλωση και τις επενδύσεις, άρα κατ' επέκταση στην επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας.

Σημαντική μελέτη και εφαρμογή για τον χρηματοοικονομικό επιταχυντή έχει γίνει από τους Bernanke (1999), Gertler και Gilchrist. Το υπόδειγμά τους αναφέρεται κυρίως στο ότι οι δαπάνες επένδυσης είναι ανάλογες προς τον καθαρό πλούτο.

Παραδείγματος χάριν, όταν θέλει μια επιχείρηση να της χορηγηθεί δάνειο και η αναμενόμενη απόδοση του κεφαλαίου από μια επένδυση της αυξάνεται, τότε αυτό δείχνει ότι η επένδυση θα αποφέρει θετικά αποτελέσματα και η χρηματοδότηση θα γίνει. Στην αντίθετη περίπτωση η αύξηση του χρέους σε σχέση με τον καθαρό πλούτο μια επιχείρησης οδηγεί σε αύξηση του κόστους και στην αδυναμία πιστοληπτικής ικανότητας για την ανάπτυξη της επιχείρησης. Στην ισορροπία η αναμενόμενη επένδυση του κεφαλαίου ισοδυναμεί με το χρέος. Μια περιοριστική νομισματική πολιτική, σε αυτό το μοντέλο, οδηγεί σε μείωση των επενδύσεων. Το μοντέλο αυτό αποτελείται από πολλές μη γραμμικές εξισώσεις, και χρησιμοποιεί calibration και simulation, για να καταλήξει σε κάποιο συμπέρασμα.

Η εξίσωση του Bernanke είναι η εξής:

$$E_t \{ r_{t+1}^k \} - r_{t+1} = -u [n_{t+1} - (q_t + k_{t+1})]$$

Όπου:

$E_t \{ r^k_{t+1} \}$: αναμενόμενη απόδοση μιας μονάδας κεφαλαίου από το χρόνο t στο χρόνο $t+1$.

r_{t+1} : πραγματικό επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

u : αναλογία της απόδοσης κεφαλαίου προς την αναμενόμενη απόδοση .

n_{t+1} : net worth στο τέλος της περιόδου t .

q_t : η τιμή πώλησης μιας μονάδας παραγόμενου κεφαλαίου .

k_{t+1} : ποσότητα κεφαλαίου αγορασμένη στο χρόνο t ώστε να χρησιμοποιηθεί στο χρόνο $t+1$.

Το μοντέλο αυτό μας δείχνει ότι όταν πέφτει ο καθαρός πλούτος μιας επιχείρησης , μειώνεται και η αξιοπιστία προς αυτή την επιχείρηση και για αυτό τον λόγο οι πιστωτές θα ζητήσουν υψηλότερο ασφάλιστρο για την χρηματοδότηση.

Οι Bernanke (1999) , Gertler και Gilchrist δεν έμειναν μόνο στις επιχειρήσεις αλλά επέκτειναν την μελέτη για νοικοκυριά , κυβερνήσεις και τράπεζες . Επομένως ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής επιδρά σε πολλούς κλάδους της οικονομίας.

Για να επεκταθούν και να εκσυγχρονιστούν οι επιχειρήσεις θα πρέπει να στραφούν σε χρηματοπιστωτικές αγορές ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την υλοποίηση του στόχου τους . Πολλές οικογένειες βασίζονται στις υγιείς οικονομικές αγορές , ζητώντας τη χρηματοδότηση στεγαστικών δανείων καθώς και χρηματοδότηση για την εκπαίδευση των παιδιών τους . Για το λόγο αυτό μια από τις πιο κρίσιμες προτεραιότητες μιας οικονομίας είναι η θέσπιση ενός ικανού και λειτουργικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Οι Ηνωμένες Πολιτείες έχουν ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα το οποίο έχει προωθήσει την ανάπτυξη , με την αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων και επίσης έχει αυξήσει την οικονομική ανθεκτικότητα. Αυξάνοντας την ικανότητά να μοιράζονται και να διαφοροποιούνται οι κίνδυνοι τόσο στην εγχώρια αγορά όσο και στην παγκόσμια αγορά.

Όπως ένα υγιές χρηματοπιστωτικό σύστημα προωθεί την ανάπτυξη, δυσμενείς οικονομικές συνθήκες μπορεί να αποτρέψουν στην οικονομία να υπάρξει ευημερία.

Ένα αδύναμο τραπεζικό σύστημα που έχει να αντιμετωπίσει τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και τα ανεπαρκή επιχειρηματικά κεφάλαια των επιχειρήσεων των οποίων η πιστοληπτική τους ικανότητα έχει διαβρωθεί εξαιτίας της υψηλής μόχλευσης ή μείωση αξίας του ενεργητικού, είναι παραδείγματα των οικονομικών συνθηκών που θα μπορούσαν να υπονομεύσουν την ανάπτυξη.

Η κρίσιμη ιδέα είναι ότι, το κόστος των κεφαλαίων των δανειοληπτών εξαρτάται αντιστρόφως ανάλογα με την πιστοληπτική τους ικανότητα, και μετράται με δείκτες όπως η καθαρή θέση και τη ρευστότητα. Ενδογενείς αλλαγές στην πιστοληπτική ικανότητα μπορούν να αυξήσουν το εύρος των επιχειρηματικών κύκλων (οικονομικός επιταχυντής) και να ενισχύσει την επιρροή της νομισματικής πολιτικής (κανάλι πίστωσης). (Bernanke 2007, financial accelerator and credit channel).

Χρηματοοικονομικός Επιταχυντής: Ένα δυσμενές σοκ στην μακροοικονομία οδηγεί σε επιδείνωση των χρηματοοικονομικών συνθηκών των εταιρειών. Οι οικονομικές συνέπειες είναι διπλές: στο πιστωτικό κανάλι θα επηρεάσουν την χρηματοδότηση για συντήρηση των εταιρειών όταν είναι ως επί το πλείστον στην ανάγκη για περισσότερη και στο κανάλι της παραγωγής αυτό θα οδηγήσει τις εταιρείες σε συγκράτηση των επενδύσεων και κατά συνέπεια της παραγωγής. Έτσι, το αρχικό σοκ διαδίδεται και το μέγεθος του κύκλου είναι ενισχυμένο.

Εξωτερική Χρηματοδότηση: Λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, ο δανειστής αναλαμβάνει ένα κόστος παρακολούθησης της δραστηριότητας του οφειλέτη. Αυτή η κατάσταση οδηγεί σε μια εξωτερική χρηματοδότηση η οποία είναι πιο δαπανηρή από την εσωτερική χρηματοδότηση. Καθώς η καθαρή θέση των επιχειρήσεων πέφτει με την επιδείνωση των χρηματοοικονομικών συνθηκών που δημιουργήθηκαν από το σοκ, τα εξωτερικά ασφάλιστρα συντήρησης θα αυξηθούν, είναι άμεσα, αλλά αντιστρόφως ανάλογα με την καθαρή θέση στο μοντέλο. η καθαρή θέση επιτείνει τις κυκλικές διακυμάνσεις, ενώ τα εξωτερικά ασφάλιστρα συντήρησης είναι αντικυκλικά σε σχέση με το σοκ.

«Flight to quality» Οι πιστωτές θα απομακρυνθούν από τους οφειλέτες που περιλαμβάνουν τα υψηλότερα έξοδα αντιπροσώπευσης. Αυτοί που πλήττονται περισσότερο θα είναι οι μικρές επιχειρήσεις γενικά, και οι επιχειρήσεις με ασθενείς ισολογισμούς ειδικότερα. Bernanke et al. (1996) υποδεικνύουν ότι η μικρή εταιρεία κατασκευής θα υποφέρουν περισσότερο από την μεταβολή στις πωλήσεις, στα αποθέματα, και στο βραχυπρόθεσμο χρέος.

Ανοικτή Οικονομία: Σε μια ανοικτή οικονομία, το σοκ μπορεί επίσης να προέρχεται άμεσα ή έμμεσα, από μια υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ισολογισμοί με αναντιστοιχίες νομισμάτων θα είναι παραμορφωμένες και επιχειρήσεις με χρέη σε ξένο συνάλλαγμα θα δουν την καθαρή αξία τους να διαβρώνεται.

Οι συνέπειες για την εταιρική δομή είναι κάπως διαφορούμενες. Καθώς η καθαρή θέση θα πέσει, ο χρηματοδοτικός μηχανισμός επιτάχυνσης διαδίδεται μέσω του οικονομικού κύκλου. Στη συνέχεια, καθώς το πιστωτικό κανάλι σφίγγει, το ποσό των ξένων κεφαλαίων που μπορούν να αυξηθούν, μειώνεται σημαντικά, και μερικά δάνεια recalled πριν λήξουν λόγω του αυξημένου κινδύνου αθέτησης. Στη συνέχεια αναμένουμε ότι ο οικονομικός επιταχυντής θα προκαλέσει αύξηση της σχέσης χρέους / μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων μόνο όταν αυτές είναι πιο ευάλωτες.

Έτσι, η μόχλευση αυξάνεται καθώς ο επιχειρηματικός κύκλος πηγαίνει προς τα κάτω, δημιουργώντας ένα άνοιγμα το οποίο είναι ανεπιθύμητο.

Στη συνέχεια γίνεται μια αναφορά σε βασικά άρθρα που βασίζονται στον χρηματοοικονομικό επιταχυντή.

3.1.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΤΗΣ (συνέχεια)

Οι περισσότεροι οικονομολόγοι θα συμφωνούσαν ότι, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την πορεία της πραγματικής οικονομίας.

Πράγματι, πολλές πρόσφατες εμπειρικές έρευνες έχουν επιβεβαιώσει το αρχικό εύρημα του Friedman και Schwartz (1963), ότι από τις ενέργειες της νομισματικής πολιτικής ακολουθούν και οι μεταβολές στην παραγωγή που μπορεί να διαρκέσουν για δύο χρόνια ή και περισσότερο (Romer και Romer, 1989 Bernanke και Blinder, 1992 Christiano, Eichenbaum και Evans, 1994α,β. Σε ένα μεγάλο βαθμό, η εμπειρική ανάλυση των επιπτώσεων της νομισματικής πολιτικής αντιμετωπίζει το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής ως ένα «μαύρο κουτί»(black box). («Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission» Ben Bernanke and Mark Gertler (1995)). Και αυτό γιατί η έρευνα δείχνει ότι οι αλλαγές στη νομισματική πολιτική που τελικά ακολουθείται από αλλαγές στην παραγωγή είναι σε μεγάλο βαθμό σιωπηλή σχετικά με το τι συμβαίνει στο μεσοδιάστημα. Σύμφωνα με πολλά βιβλία, οι φορείς χάραξης της νομισματικής πολιτικής χρησιμοποιούν τη μόχλευση τους πάνω στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια για να επηρεάσουν το κόστος του κεφαλαίου και, κατά συνέπεια, τις δαπάνες για τα διαρκή αγαθά, όπως την επένδυση, τη στέγαση, τα αποθέματα και τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά. Με τη σειρά τους, οι μεταβολές της συνολικής ζήτησης επηρεάζουν το επίπεδο της παραγωγής. Σε αυτό το άρθρο, παρουσιάζουν συνοπτικά την άποψη για το πιστωτικό κανάλι και το ρόλο του μέσα στο «μαύρο κουτί» μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Όπως έχουν επισημάνει, η κλασική ανάλυση μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής έχει ορισμένες ελλείψεις. Ωστόσο, με την εισαγωγή του πιστωτικού διαύλου επιλύονται αυτές οι απορίες.

Πρώτον, ενώ η νομισματική πολιτική έχει ισχυρή επίδραση στις δαπάνες των διαρκών αγαθών και οι περισσότερες έρευνες δυσκολεύτηκαν να εντοπίσουν τις επιδράσεις του κόστους- κεφαλαίου του καθαρού νεοκλασικού τύπου. Ωστόσο, το τυπικό κόστος κεφαλαίου σπάνια υπολογίζει τη μεταβλητή προμοδότησης της εξωτερικής χρηματοδότησης. Η μέτρηση της εξωτερικής χρηματοδότησης των ασφαλιστρών, είναι δύσκολη. Ωστόσο, πολυάριθμες

πρόσφατες μελέτες έχουν δείξει ότι οι δείκτες για την πριμοδότηση της ζήτησης των διαρκών καταναλωτικών αγαθών βελτιώνει σημαντικά τις επιδόσεις τους(δείτε Kashyar, Lamont και Stein, 1994, σχετικά με τη ζήτηση για την καταγραφή των αποθεμάτων.

Ένα δεύτερο μειονέκτημα της ανάλυσης είναι ότι, μετά από μια περιοριστική νομισματική πολιτική, μεγάλο μέρος της μείωσης και των αποθεμάτων και των μη οικιακών επενδύσεων εμφανίζεται με χρονική υστέρηση, κυρίως, όταν τα επιτόκια έχουν αρχίσει να πέφτουν πίσω από τα αρχικά επίπεδα.

Υπολογίζοντας τη μεταβολή της εξωτερικής πριμοδότησης της χρηματοδότησης μπορεί να είναι χρήσιμο για την εξήγηση ,τόσο του χρονικού προσδιορισμού των αποθεμάτων και των επενδύσεων, καθώς και το γεγονός ότι αυτές οι μεταβλητές φαίνεται να μπορούν καλύτερα εξηγηθούν από τις πωλήσεις ή τις ταμιακές ροές από ό, τι από τα επιτόκια. Για παράδειγμα, μετά από μια περιοριστική νομισματική πολιτική, ο ισολογισμός των επιχειρήσεων μπορεί να επιδεινωθεί καθώς τα επιτόκια αυξάνονται, οι ταμιακές ροές μειώνονται και ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός αυξάνεται για τη χρηματοδότηση συσσώρευσης αποθεμάτων, μισθοδοσίες και ούτω καθεξής. Η διαρκής αποδυνάμωση των ισολογισμών συνεπάγεται ότι η πριμοδότηση για την εξωτερική χρηματοδότηση (και ως εκ τούτου το κόστος του κεφαλαίου) μπορεί να συνεχίζει να αυξάνεται καθώς η ύφεση υπάρχει, αν και τα επιτόκια της αγοράς πέφτουν. Αυτή η «οικονομική πίεση» εξηγεί την καθυστερημένη, αλλά και απότομη πτώση στα αποθέματα και τις επενδύσεις.

Ένα τρίτο πρόβλημα για την κανονική προβολή είναι η μεγάλη και ταχεία αντίδραση των επενδύσεων της στέγασης στις αλλαγές της νομισματικής πολιτικής, παρά το γεγονός ότι πιθανώς η νομισματική πολιτική έχει στην καλύτερη περίπτωση , περιορισμένο έλεγχο πραγματικών μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Για άλλη μια φορά, η λύση μπορεί να επιτρέψει τις κινήσεις του εξωτερικού ασφάλιστρου χρηματοδότησης που προκύπτουν από την αλλαγή της πολιτικής. Σε αυτό το άρθρο, τόσο τα κανάλια του ισολογισμού και του τραπεζικού δανεισμού έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στην αγορά. Πολλές επιτυχημένες αναλύσεις μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής θα πρέπει να (και σε πολλές περιπτώσεις, έχει ήδη γίνει) περιλαμβάνουν αυτούς τους μηχανισμούς.

Στο άρθρο του Ben Bernanke, Mark Gertler and Simon Gilchrist (The Financial Accelerator and the Flight to Quality) γίνεται αναφορά ότι οι δυσμενείς διαταραχές στην οικονομία μπορούν να επιδεινώσουν τις συνθήκες της πιστωτικής αγοράς- «χρηματοοικονομικός επιταχυντής." Θεωρητικά, ερμηνεύουν τον χρηματοοικονομικό επιταχυντή, όπως προκύπτει από τις ενδογενείς αλλαγές κατά τη διάρκεια των επιχειρηματικού κύκλου στις δαπάνες αντιπροσώπευσης του δανεισμού. Μία συνέπεια της θεωρίας είναι ότι, σε μια ύφεση, οι δανειολήπτες που αντιμετωπίζουν υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης θα πρέπει να λαμβάνουν σχετικά μικρότερο μερίδιο πιστώσεων (με την πτήση προς την ποιότητα-flight to quality) και ως εκ τούτου θα πρέπει να αντιστοιχούν σε ένα αναλογικά μεγαλύτερο μέρος της μείωσης της οικονομικής τους δραστηριότητας. Εξετάζονται οι αποδείξεις για αυτές τις προβλέψεις και παρουσιάζονται στοιχεία που αντλούνται από μια ομάδα μεγάλων και μικρών επιχειρήσεων .

Σε αυτή την ενότητα γίνεται σύντομη επισκόπηση του θεωρητικού υπόβαθρου της επιτάχυνσης με αναλύσεις της σχέσης δανειστή-οφειλέτη και στη συνέχεια στρέφονται σε δυναμικά μακροοικονομικά μοντέλα.

Η βασική θεωρία του χρηματοοικονομικού επιταχυντή προτείνει ότι (1) οι δανειστές που αντιμετωπίζουν υψηλά κόστη αντιπροσώπευσης στις πιστωτικές αγορές θα κρατήσουν το βάρος της οικονομικής ύφεσης (flight to quality) και ότι (2) οι μειωμένες δαπάνες , παραγωγής και επενδύσεων με υψηλά κόστη αντιπροσώπευσης των οφειλετών θα επιδεινώσουν τις επιπτώσεις των υφέσεων . Σε αυτό το άρθρο επικεντρώθηκαν στην απόδειξη ότι οι υφέσεις διαφορετικά επηρεάζουν τη πρόσβαση στις πιστώσεις και διαφορετικά την οικονομική δραστηριότητα του υψηλού κόστους αντιπροσώπευσης των δανειοληπτών.

Ενώ υπάρχουν σημαντικά εμπειρικά στοιχεία σχετικά με την μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ (βλ. Angeloni, Kashyap, και Mojon 2003), υπάρχει έλλειψη γνώσης σχετικά με το μηχανισμό μετάδοσης στα Ευρωπαϊκά Νέα κράτη μέλη της Ένωσης, εκείνων που προσχώρησαν στην ΕΕ το 2004

Αυτό είναι εντυπωσιακό για διάφορους λόγους, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι πολλές από αυτές τις οικονομίες ήταν πιθανόν να ενταχθούν στην ευρωζώνη και συνεπώς, να υπόκειται σε κοινή νομισματική πολιτική. (Financial accelerator

effects in the Balance Sheets of Czech Firms , By Roman Horvath ,2006). Η εργασία αυτή έχει ως στόχο να γεφυρώσει αυτό το χάσμα της γνώσης, παρέχοντας εμπειρικά στοιχεία σχετικά με το κανάλι του ισολογισμού σε ένα τέτοιο νέο μέλος της ΕΕ, τη Τσεχική Δημοκρατία. .

Πρώτα γίνεται υπολογισμός του επιτοκίου που υπάρχει σε έναν ισολογισμό, το οποίο υπολογίζεται κατά προσέγγιση με τη μόχλευση, τη ρευστότητα, την πρόσβαση στην αγορά, και την αξία των εξασφαλίσεων. Εξετάζεται επίσης εάν οι μικρές επιχειρήσεις πληρώνουν υψηλότερα επιτόκια κατά μέσο όρο, και επίσης αν αυξάνονται τα εταιρικά επιτόκια κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης. Στη συνέχεια, θα εξετάζεται εάν η νομισματική πολιτική έχει ετερογενή αποτελέσματα για τις επιχειρήσεις ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης. Τέλος, διερευνάται κατά πόσον η νομισματική πολιτική επηρεάζει τα εταιρικά επιτόκια πιο έντονα κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης.

Εξετάστηκαν σε αυτό το άρθρο οι καθοριστικοί παράγοντες των εταιρικών επιτοκίων χρησιμοποιώντας ένα σύνολο δεδομένων με βάση τις οικονομικές καταστάσεις Τσεχικών επιχειρήσεων από την περίοδο 1996-2002. Δηλαδή, αξιολόγησε τη σχέση μεταξύ της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης και το εξωτερικό κόστος χρηματοδότησης.

Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για τη ανάλυση προέρχονται από το ARAD δημόσια βάση δεδομένων που διαχειρίζεται η Εθνική Τράπεζα της Τσεχίας (CNB). Τα στοιχεία για τη ανάλυση περιλαμβάνουν το ανεξόφλητο χρέος και τα επιτόκια. Και οι δύο μεταβλητές κωδικοποιούνται, ανάλογα με την ωρίμανσή τους, βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα. Κατά κύριο λόγο, χρησιμοποιούνται αυτά τα δεδομένα να υπολογίσουν ένα συνολικό αντιπροσωπευτικό επιτόκιο για τη σύγκριση με το δείγμα εταιρικών επιτοκίων.

Συνολικά, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι δείκτες του ισολογισμού είναι καθοριστικοί παράγοντες των εταιρικών επιτοκίων. Επιπλέον, η ισχύς των δεικτών του ισολογισμού φαίνεται να ποικίλλει ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης. Επίσης βρέθηκαν ορισμένα στοιχεία για την ετερογενή επίδραση της νομισματικής πολιτικής. Η νομισματική πολιτική έχει ισχυρότερες επιπτώσεις για τις μικρές από ό, τι στις μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις. Ωστόσο, δεν υπάρχει καμία απόδειξη ότι η νομισματική πολιτική εξαρτάται από τον επιχειρηματικό κύκλο.

Για να συνοψίσουμε, τα αποτελέσματά έδειξαν ότι οι δείκτες του ισολογισμού επηρεάζουν τα επιτόκια επιχειρήσεων που χρεώνονται στους δανειολήπτες, και ότι η νομισματική πολιτική διαδίδεται άνισα μεταξύ των επιχειρήσεων, γεγονός που υποδηλώνει κάποια υποστήριξη για την ύπαρξη χρηματοοικονομικού επιταχυντή στο δείγμα .

3.1.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΤΗΣ (Ιστορική Ανασκόπηση)

Οι Gertler και Gilchrist (1993) εξετάζουν τους ενοποιημένους ισολογισμούς των μικρών και μεγάλων εταιρειών στις ΗΠΑ. Διαπιστώνουν ότι τα αποθέματα των μικρών εταιρειών μειώνονται αισθητά ,με την περιοριστική νομισματική πολιτική, από τα αποθέματα των μεγάλων εταιρειών. Στο ίδιο πλαίσιο, οι Gertler και Gilchrist (1994) εκτιμούν τις παλινδρομήσεις των αποθεμάτων για τις μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις με την προσθήκη του ποσοστού κάλυψης (coverage ratio) ως επεξηγηματική μεταβλητή. Διαπιστώνουν ότι αυτή η αναλογία είναι πολύ σημαντική μόνο για τις μικρές επιχειρήσεις και ο μέσος συντελεστής είναι σημαντικά διαφορετικός σε περιόδους χαμηλής αύξησης του ΑΕΠ σε σχέση με περιόδους υψηλής αύξησης του ΑΕΠ. Οι Oliner και Rudebusch (1996) έχουν δείξει ότι ανάλογες διαφορές εμφανίζονται μεταξύ διαφόρων εταιρειών στην επένδυση από μια διαταραχή της νομισματικής πολιτικής.

Παραδείγματος χάριν οι Blinder και Maccini (1991) τονίζουν ότι στις Αμερικανικές μεταπολεμικές υφέσεις, οι επενδύσεις αποθεμάτων φθίνουν κατά μέσο όρο 87 % του ΑΕΠ.

Επιπλέον, οι Eckstein και Sinai (1986) υποστήριξαν ότι σε κάθε μια από τις έξι υφέσεις που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ μεταξύ του 1957 και του 1982 είχε προηγηθεί μια περίοδος περιοριστικής νομισματικής πολιτικής και αυξανόμενων επιτοκίων.

Οι Kashyap et.al., (1994) σε μια μελέτη που άσκησε ιδιαίτερη επιρροή , έδειξαν ότι οι χρηματοοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν τις μεταβολές των αποθεμάτων και επίσης αυτές οι κινήσεις διαδραματίζουν έναν σημαντικό ρόλο στις μεταβολές των επιχειρηματικών κύκλων.

Οι Bernanke et. al., (1999) έθεσαν την ασυμμετρία των εξόδων επένδυσης πέρα από τον επιχειρηματικό κύκλο μέσω της ενίσχυσης των διαταραχών.

Συγκεκριμένα προκειμένου να δοθεί η απαραίτητη προσοχή σε αυτήν την μελέτη, οι Bernanke et. al., (1999) ανέπτυξαν το πιο σημαντικό υπόδειγμα με έναν χρηματοοικονομικό επιταχυντή στον οποίο οι εταιρικές δαπάνες επένδυσης είναι ανάλογες προς τον καθαρό πλούτο του ιδιοκτήτη. Εάν η αναμενόμενη απόδοση στο κεφάλαιο από μια επένδυση αυξάνεται, η πιθανότητα αποτυχίας του σχεδίου μικραίνει και οι ιδιοκτήτες μπορούν να δανειστούν για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη.

Συγχρόνως, η αυξανόμενη αναλογία του χρέους στον καθαρό πλούτο αυξάνει το αναμενόμενο κόστος της αποτυχίας. Στην ισορροπία, η απόδοση μιας κεφαλαιακής επένδυσης ισοδυναμεί με την οριακή δαπάνη του χρέους. Είναι προφανές ότι σε αυτό το μοντέλο μια νομισματική πολιτική οδηγεί σε μείωση των επενδύσεων. Επιπλέον, η τιμή του πραγματικού κεφαλαίου πέφτει και αυτό μειώνει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και του καθαρού πλούτου της, το οποίο τείνει να οδηγήσει τους πιστωτές να απαιτούν ένα υψηλότερο ασφάλιστρο χρηματοδότησης. Η πλειοψηφία των μελετών έχει εστιάσει στην Αμερικάνικη οικονομία, αφήνοντας μας με πολύ λιγότερα στοιχεία για τις Ευρωπαϊκές χώρες. Οι Rondi et. al. (1998), εστιάζουν στις Ιταλικές επιχειρήσεις και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αποφάσεις πάγιας επένδυσης των μικρών εταιρειών είναι πιο ευαίσθητες στα μέτρα της δανειοληπτικής τους ικανότητας στις περιόδους νομισματικής σκλήρυνσης. Οι Bond et. al., (1999) παρουσιάζουν αποτελέσματα για δείγματα Βρετανικών και Γερμανικών μεταποιητικών επιχειρήσεων. Παρόλα αυτά δεν βρίσκουν κανένα σημαντικό αποτέλεσμα όταν προστίθενται οι ταμειακές ροές στο βασικό τους υπόδειγμα για τις Γερμανικές επιχειρήσεις, ενώ αντίθετα για τις Βρετανικές παραθέτουν σημαντικά αποτελέσματα αναφορικά με τις ταμειακές ροές. Η Guariglia (1999), εξετάζοντας επίσης την Βρετανική περίπτωση, βρίσκει μια σημαντική σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικών μεταβλητών και των επενδύσεων σε αποθέματα, η οποία είναι ισχυρότερη για τις εταιρείες με τους «αδύνατους» ισολογισμούς κατά τη διάρκεια των περιόδων υφέσεων και περιοριστικής νομισματικής πολιτικής.

Περαιτέρω, οι Bagliano και Sembenelli (2001), μελετούν τα αποτελέσματα της πρόωρης ύφεσης της δεκαετίας του '90 στην επένδυση αποθεμάτων, χρησιμοποιώντας στοιχεία σε επίπεδο εταιρειών από την Ιταλία, Γαλλία και τη Μ. Βρετανία. Υποστηρίζουν ότι μια έντονα προ κυκλική συμπεριφορά των αποθεμάτων και μια σημαντική επίδραση των χρηματοοικονομικών παραγόντων, όπως η χρηματοοικονομική μόχλευση-δανειακή επιβάρυνση (leverage), στη συμπεριφορά των αποθεμάτων. Οι Audretsch και Elston (2002) διαπίστωσαν ότι οι Γερμανικές εταιρείες που αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικούς περιορισμούς παρουσιάζουν υψηλότερη ευαισθησία ταμειακής ροής και επένδυσης.

Ο Vermeulen (2002), παρουσιάζει για τέσσερις ευρωπαϊκές χώρες, δηλαδή Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, και Ισπανία, ότι ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής είναι σε λειτουργία με ασύμμετρα αποτελέσματα κατά τη διάρκεια του επιχειρηματικού κύκλου, με την επένδυση να είναι πιο ευαίσθητη στη ρευστότητα κατά τη διάρκεια των υφέσεων.

Οι Peersman και Smets (2002), υπολογίζοντας τα αποτελέσματα της αλλαγής της νομισματικής πολιτικής σε χώρες του ευρώ αναφορικά με την αύξηση της παραγωγής, υποστηρίζουν ότι οι χρηματοοικονομικοί μηχανισμοί των επιταχυντών λειτουργούν κυρίως στις περιόδους που εμφανίζεται μια υποχώρηση.

Οι Bond et. al. (2003) εξετάζουν τη σχέση των χρηματοδοτικών παραγόντων και των αποφάσεων επένδυσης σε τέσσερις ευρωπαϊκές χώρες που υποστηρίζουν ότι η σχέση επένδυσης και ρευστότητας εμφανίζεται να είναι σημαντικότερη στη Μ. Βρετανία από ότι στο Βέλγιο, Γαλλία και Γερμανία.

Τέλος οι Berg et. al., (2004) εστιάζοντας στη Σουηδία, αναφέρουν ότι ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής έχει ουσιαστικά αποτέλεσμα των επενδύσεων σε εταιρικό επίπεδο.

Διάφορες μελέτες έχουν παράσχει εμπειρικά στοιχεία για την ασυμμετρική αντίδραση των δαπανών επένδυσης στις ταμειακές ροές, καταδεικνύοντας μια ενίσχυση των κλονισμών της παραγωγής μέσω των ατελειών της αγοράς κεφαλαίου (Gertler και Gilchrist, 1993, 1994; Kashyap et. al., 1994; Bernanke et. al., 1999).

Βασικά, το προφίλ των ισολογισμών γίνεται σημαντικότερο κατά τη διάρκεια των περιόδων πτώσης στην οικονομική δραστηριότητα όταν συγκρίνεται με τις περιόδους επέκτασης.

Η πλειοψηφία των μελετών έχει εστιάσει σε Αμερικανικά στοιχεία (e.g. Blinder και Maccini, 1991; Gertler και Gilchrist, 1993, 1994; Kashyap et. al., 1994; Oliner και Rudebusch, 1996; Bernanke et. al., 1999), αφήνοντας μας με πολύ μικρότερα στοιχεία για τις ευρωπαϊκές χώρες. Οι Rondi et. al. (1998), εστιάζοντας στις Ιταλικές επιχειρήσεις καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αποφάσεις πάγιας επένδυσης από τις μικρές επιχειρήσεις είναι πιο ευαίσθητες στα μέτρα της δανειοληπτικής ικανότητας στις περιόδους συσταλτικής νομισματικής πολιτικής. Οι Bond et. al. (1999) παρουσιάζουν αποτελέσματα για δείγματα Βρετανικών και Γερμανικών μεταποιητικών επιχειρήσεων.

3.2 ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ 2004 έως 2011

3.2.1 Η Ελληνική Οικονομία το 2004

Κατά το έτος 2004, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έφθασε το 4,7%. Η ισχυρή ανάπτυξη υποβοηθήθηκε σε μεγάλο βαθμό από τη σημαντική αύξηση στα έσοδα από ναυτιλιακές μεταφορές (και συνεπώς από την αύξηση των εξαγωγών στις υπηρεσίες) κατά 40% σε τρέχουσες τιμές. Αυτή η σημαντική αύξηση στα έσοδα από ναυτιλιακές μεταφορές δεν είναι συνήθης. Οι συνολικές επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 5,7% και ειδικότερα οι επιχειρηματικές επενδύσεις κατά 6,8% ενώ μικρή μείωση σημείωσαν οι επενδύσεις σε κατοικίες, κατά 0,6%. Μετά την επιτυχή ολοκλήρωση των Ολυμπιακών Αγώνων, η επενδυτική κατασκευαστική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2004, όπως επίσης και η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα.

Η ιδιωτική κατανάλωση παρέμεινε ισχυρή κατά το 2004, αυξανόμενη κατά 4,4% και η δημόσια κατανάλωση αυξήθηκε κατά 3,9%, λόγω των σημαντικών αυξήσεων των αμοιβών των απασχολούμενων στην κεντρική κυβέρνηση. Ο ρυθμός αύξησης της πιστωτικής επέκτασης (χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα) παρέμεινε επίσης υψηλός (υπερδιπλάσιος του μέσο όρο της Ευρωζώνης), ενισχύοντας τόσο την καταναλωτική όσο και την επενδυτική δαπάνη νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Παρά το σημαντικό ρυθμό αύξησης της πιστωτικής επέκτασης το 2004, το επίπεδο δανεισμού στην Ελλάδα εξακολουθεί να παραμένει σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα από το μέσο όρο της Ευρωζώνης, δηλαδή στο 70% του ΑΕΠ, έναντι 120% αντίστοιχα. Επιπλέον οι πωλήσεις νέων αυτοκινήτων αυξήθηκαν κατά 15,7%, και ο δανεισμός προς τα νοικοκυριά συνέχισε να επιταχύνεται με υψηλό ρυθμό 28,5%.

Στον εξωτερικό τομέα, λόγω της επιδείνωσης της ανταγωνιστικότητας, αύξηση του δείκτη πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά 4,3%, καθώς και της σημαντικής επιτάχυνσης του ρυθμού αύξησης των τιμών των εξαγομένων προϊόντων (εκτός καυσίμων) κατά 2,4%, ο όγκος των εξαγωγών για αγαθά μειώθηκε κατά 2,5%. Αντίθετα, οι εισαγωγές αγαθών αυξήθηκαν κατά 9,0% σε σταθερές τιμές, με αποτέλεσμα τη διεύρυνση του εμπορικού ελλείμματος κατά 1,0% του ΑΕΠ, σε σχέση με το 2003. Οι εξαγωγές υπηρεσιών όμως,

σημείωσαν μεγάλη αύξηση, και ιδιαίτερα οι εισπράξεις από μεταφορές (ναυτιλία) και τα έσοδα από τον τουρισμό, συμβάλλοντας σημαντικά στη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε εθνικό λογιστική βάση, στο 8,2% του ΑΕΠ, από 8,6% το 2003.

Η συνολική απασχόληση αυξήθηκε το 2004 κατά 2,9%. Το ποσοστό ανεργίας όμως παρέμεινε στο επίπεδο του 11%, δεδομένου ότι το εργατικό δυναμικό αυξήθηκε σε παρόμοιο βαθμό με την απασχόληση.

Ο πληθωρισμός, παρέμεινε σε επίπεδα υψηλότερα του μέσου όρου της ευρωζώνης (αν και μειώθηκε στο 3,0% από 3,4% το 2003), λόγω τόσο της σημαντικής ανόδου της τιμής του πετρελαίου, όσο και της ισχυρής εγχώριας ζήτησης. Μολαταύτα, η διαφορά του ρυθμού πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και Ευρωζώνης συνέχισε να παρουσιάζει πτωτική τάση, συρρικνωμένη στο 0,9%, έναντι 1,3% το 2003 και 1,6% το 2002.

όσον αφορά στις δημοσιονομικές εξελίξεις, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης διαμορφώθηκε το 2004 στο 6,6% του ΑΕΠ, και το δημόσιο χρέος ανήλθε στο 109,3% του ΑΕΠ. Τα δύο μεγέθη παρουσιάζουν απόκλιση σε σχέση με το προηγούμενο ΠΣΑ κυρίως εξαιτίας της αναθεώρησης των στατιστικών στοιχείων, της υπέρβασης των δαπανών για τους Ολυμπιακούς Αγώνες καθώς και άλλων δαπανών που είχαν υποεκτιμηθεί στον Προϋπολογισμό του 2004, όπως επίσης και εξαιτίας της απόκλισης των εσόδων από τα σχετικά προϋπολογισθέντα μεγέθη. (<http://www.mnec.gr>)

3.2.2 Η Αναπτυξιακή Πορεία το 2005

Το 2005, η Ελληνική Οικονομία παρά τις αντίθετες προβλέψεις για σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης και τις απρόσμενα υψηλές τιμές του πετρελαίου, διατηρεί το δυναμισμό της με υψηλό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ στο επίπεδο του 3,6%, σημαντικά υψηλότερο από το μέσο ρυθμό ανάπτυξης στην Ευρωζώνη. Ο ρυθμός αύξησης του δανεισμού του ιδιωτικού τομέα διατηρείται επίσης σε υψηλά επίπεδα (15%), ενισχύοντας έτσι την καταναλωτική και επενδυτική δαπάνη νοικοκυριών και επιχειρήσεων.

Αναφορικά με την πιστωτική επέκταση, τα περιθώρια περαιτέρω διεύρυνσης φαίνεται να παραμένουν σημαντικά στην ελληνική οικονομία. Η στεγαστική και καταναλωτική πίστη προς τα νοικοκυριά ανέρχεται στο 41% του Ακαθαρίστου Διαθεσίμου Εισοδήματος (ΑΔΕ), έναντι 83% στην Ευρωζώνη. Οι πληρωμές

τόκων ανέρχονται στο 2,5% του Ακαθαρίστου Διαθεσίμου Εισοδήματος, έναντι 4,5% στην Ευρωζώνη. Επιπλέον, τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις ανέρχονται στο 40% του ΑΕΠ, έναντι 62% στην Ευρωζώνη.

Ο όγκος των λιανικών πωλήσεων εξακολούθησε να αυξάνεται με ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς της τάξης του 3,4% στο 3^ο τρίμηνο του 2005, μη επαληθεύοντας την πτωτική τάση του δείκτη εμπιστοσύνης των νοικοκυριών.

Η καταναλωτική πίστη επίσης, αυξήθηκε κατά 25% στο 3^ο τρίμηνο του 2005. Σημειώνεται επιπλέον ότι οι άδειες για νέες οικοδομές, καθώς και τα στεγαστικά δάνεια, αυξήθηκαν στην περίοδο Ιαν. – Αυγ. 2005 κατά 4,6% και 25,1% αντίστοιχα.

	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005
1 ^ο τρ.		2 ^ο τρ.	3 ^ο τρ.	4 ^ο τρ.	1 ^ο τρ.	2 ^ο τρ.	3 ^ο τρ.
Ελλάς							
1.ΑΕΠ	4,8	4,6	4,5	4,8	3,5	3,7	3,8
2.Χρηματοδότηση ιδιωτικού τομέα	17,8	16,4	16,0	15,8	14,7	14,2	14,2
3.Πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ)	2,9	3,1	3,0	3,2	3,4	3,2	3,8
4.Όγκος Λιανικών Πωλήσεων	4,9	5,0	4,7	3,5	2,9	4,1	3,4

Πηγή :Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, ΕΣΥΕ,, Eurostat.

Ιδιαίτερα ευνοϊκή είναι η πορεία του εξωτερικού εμπορίου. Οι σχεδόν αμετάβλητες τιμές των εξαγομένων προϊόντων και υπηρεσιών εκτός καυσίμων και η υποχώρηση της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου επηρέασαν θετικά τις εξαγωγές αγαθών. Αυτές αυξήθηκαν κατά 12,3% σε τρέχουσες τιμές κατά τους εννέα πρώτους μήνες του 2005 σημειώνοντας σημαντική βελτίωση έναντι της ίδιας περιόδου του 2004, οπότε είχε παρατηρηθεί μείωση κατά 0,4%. Αντίθετα, οι εισαγωγές αγαθών, αυξήθηκαν με σημαντικά χαμηλότερο ρυθμό (2,7%), ενώ μη συνυπολογιζομένων των πετρελαιοειδών παρουσίασαν μείωση της τάξης του 2,3%. Αύξηση κατά 4,2% σημείωσαν επίσης τα έσοδα από τον τουρισμό και τις μεταφορές κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2005, βελτιώνοντας σημαντικά τη θετική συμβολή των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στο ρυθμό ανάπτυξης.

Στην αγορά εργασίας, η συνολική απασχόληση αυξήθηκε το α' εξάμηνο του 2005 κατά 1,5% και ο αριθμός των απασχολουμένων μισθωτών με σχέση εξαρτημένης εργασίας κατά 1,9%, με αποτέλεσμα την υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας στο 9,6% το β' τρίμηνο του 2005, από 10,2% το 2004.

Ο πληθωρισμός, παρά τη σημαντική άνοδο της τιμής του πετρελαίου και την αύξηση των συντελεστών του ΦΠΑ κατά μία ποσοστιαία μονάδα, παραμένει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα (και στα πλαίσια των προβλέψεων του προηγούμενου ΠΣΑ) διατηρώντας έτσι ικανοποιητική την πραγματική αγοραστική δύναμη των μισθωτών και γενικότερα των νοικοκυριών. Σημειώνεται επίσης ότι παρά τον υψηλό ρυθμό αύξησης τους ΑΕΠ, της κατανάλωσης, αλλά και της υψηλής τιμής του πετρελαίου (από τον Ιαν. 2005 αυξήθηκε κατά 60%), ο πληθωρισμός δεν έχει επηρεασθεί πολύ παραμένοντας σε μέσα επίπεδα στο 3,5% (Ιαν. – Νοεμβρ. 2005), έναντι 2,1% στην Ευρωζώνη. Ο πυρήνας του πληθωρισμού άλλωστε, ακολουθεί σταθερά πτωτική πορεία, από 3,3% το 2004 στο 3,1% το 2005, συμβάλλοντας σημαντικά στην συγκράτηση των τιμών. (βλ. επικυρωμένο πρόγραμμα σταθερότητας και ανάπτυξης 2005).

3.2.3 Η Ελληνική Οικονομία το 2006

Οι οικονομικές εξελίξεις το 2006 χαρακτηρίζονται από την δυναμική ανάκαμψη των επενδύσεων, την εντυπωσιακή αύξηση των 'εξαγωγών αγαθών', την υπεράνω των προσδοκιών αναπτυξιακή επίδοση της οικονομίας και την σημαντική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, επιτυγχάνοντας επίπεδα κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ.

Οι θετικές μακροοικονομικές εξελίξεις του 2005 συνεχίστηκαν και το 2006. Όλοι σχεδόν οι βραχυχρόνιοι δείκτες της εγχώριας ζήτησης και του εξωτερικού τομέα, επιβεβαιώνοντας την ανοδική τάση των δεικτών οικονομικού κλίματος, παρουσιάζουν σημαντική επιτάχυνση με ταυτόχρονη επιβράδυνση του πυρήνα του πληθωρισμού και του ποσοστού ανεργίας.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχύνθηκε στο 4,2% σε ετήσια βάση. Το 2006 η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 4%. Η επιτάχυνση της εγχώριας ζήτησης αποδίδεται στην ισχυρή ανάκαμψη της επενδυτικής δραστηριότητας, στην καταναλωτική

δαπάνη και στην πορεία των εξαγωγών για αγαθά. Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε κατά 3,8% το 2006, καθώς ο δείκτης του όγκου λιανικού εμπορίου την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου αυξήθηκε κατά 7,5% έναντι 3,6% το 2005.

Οι συνολικές επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 9,1%. Ειδικότερα οι επενδύσεις στις κατασκευές εκτιμάται αυξήθηκαν κατά 18% το 2006, όπως φαίνεται από το δείκτη οικοδομικής δραστηριότητας με βάση τις άδειες οικοδομών, ενώ οι δαπάνες του ΠΔΕ δείχνουν αύξηση κατά 15,5% σε τρέχουσες τιμές για την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου έναντι μείωσης κατά 31,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2005. Οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν κατά 20,2% σε τρέχουσες τιμές την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, σημειώνοντας επιτάχυνση κατά 6,3 εκατοστιαίες μονάδες έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2005. Οι εξαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων αυξήθηκαν κατά 13,4% έναντι 11,1% το 2005. Αντιθέτως, κατά την ίδια περίοδο, οι εξαγωγές υπηρεσιών αυξήθηκαν μόνο κατά 3,2% σε τρέχουσες τιμές, κυρίως λόγω του τομέα 'μεταφορών και λοιπών υπηρεσιών', αν και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις αυξήθηκαν κατά 6,8%, δηλαδή σημείωσαν επιτάχυνση 1,2 εκατοστιαίες μονάδες έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2005. Η επιτάχυνση της εγχώριας ζήτησης στο εννεάμηνο του 2006, καθώς και οι υψηλές τιμές του πετρελαίου, είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση των 'εισαγωγών αγαθών' κατά 15,6% σε τρέχουσες τιμές, ενώ οι πληρωμές για εισαγωγές υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 9,3%. Σύμφωνα με τις παραπάνω εξελίξεις, το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (σε εθνικολογιστική βάση), εκτιμάται στο 10,8% του ΑΕΠ. Σημαντικός προωθητικός παράγοντας της εγχώριας ζήτησης είναι η έντονη επενδυτική δραστηριότητα, η οποία αυξήθηκε κατά 9,5% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006.

Παρά τη σημαντική αύξηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, ο πληθωρισμός σημείωσε πτωτική τάση το 2006. Ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή αυξήθηκε κατά 3,2% σε μέσα επίπεδα την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου, έναντι 3,5% το 2005. Ο πυρήνας του πληθωρισμού σημείωσε επιβράδυνση στο 2,6% έναντι 3,1% το 2005.

Η ισχυρή αναπτυξιακή πορεία της οικονομίας έχει συμβάλει στη μείωση του ποσοστού ανεργίας. Το πρώτο εξάμηνο του 2006 το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 9,2% από 10,0% το 2005. Ο αριθμός των απασχολούμενων

κατά το πρώτο εξάμηνο του 2006 αυξήθηκε κατά 73.100 άτομα σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005, ενώ ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε κατά 34.400 άτομα. Το ποσοστό των μακροχρονίως ανέργων μειώθηκε στο 5,1% και το ποσοστό ανεργίας των νέων (15-24 ετών) μειώθηκε στο 24,9%. Κατά το τρίτο τρίμηνο του 2006, οι καταγεγραμμένοι άνεργοι στον ΟΑΕΔ μειώθηκαν κατά 30.400 άτομα έναντι της ίδιας περιόδου του 2005. Η μείωση αυτή αντιστοιχεί σε 6,7%. Το 2006, η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 1,7% και το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 9,2%. Τα στοιχεία αυτά αποδεικνύουν ότι η επίδραση της ανάπτυξης στην απασχόληση έχει βελτιωθεί σημαντικά κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών. Το γεγονός ότι η ελαστικότητα της απασχόλησης σε σχέση με το ΑΕΠ αυξήθηκε από 0,297 σε 0,354 αποτελεί σημαντική διαρθρωτική μεταβολή στην αγορά εργασίας.

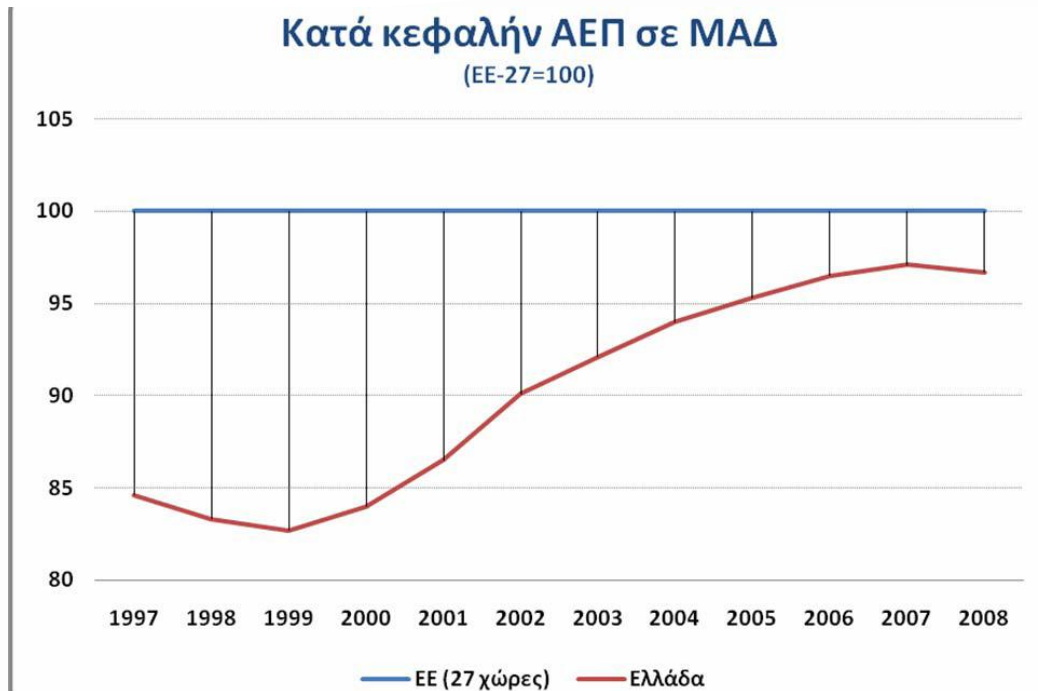
Η δημοσιονομική πολιτική το 2006 στηρίχθηκε στην περαιτέρω μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος, στην καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και στη συγκράτηση των δαπανών. Η πολιτική αυτή συνέβαλε στην πιστή πραγματοποίηση των στόχων του προϋπολογισμού του 2006. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα μηνιαία στοιχεία εσόδων και δαπανών, το έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης εκτιμάται στο 4,4% του ΑΕΠ το 2006, ενώ επετεύχθη και ο στόχος για έλλειμμα γενικής κυβέρνησης στο 2,6% του ΑΕΠ, όπως αυτός είχε τεθεί στον προϋπολογισμό του 2006.

3.2.4 Η Ελληνική Οικονομία το 2007

Κατά τη διάρκεια του 2007, η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με ρυθμούς κοντά στη μακροπρόθεσμη τάση, καταγράφοντας ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ 4%, από 4,5% το 2006, υψηλότερο κατά 1,3 ποσοστιαίες μονάδες από το μέσο ρυθμό ανάπτυξης της ευρωζώνης. Η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη ήταν αποτέλεσμα κυρίως της υψηλής εγχώριας ζήτησης, η οποία συνέβαλλε 4,6 ποσοστιαίες μονάδες στο ρυθμό ανάπτυξης. Το εξωτερικό ισοζύγιο είχε αρνητική συμβολή 1,62 ποσοστιαίες μονάδες στο ρυθμό ανάπτυξης, δεδομένου ότι ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών ήταν υψηλότερος κατά 3,6 ποσοστιαίες μονάδες από την αντίστοιχη αύξηση των εξαγωγών. Η τελική

ζήτηση συνέβαλε 6,41 ποσοστιαίες μονάδες στο συνολικό ρυθμό ανάπτυξης, ενώ η συμβολή των εξαγωγών υπηρεσιών ήταν 1,6 ποσοστιαίες μονάδες, καταγράφοντας σημαντική αύξηση σε σύγκριση με τα ιστορικά δεδομένα. Επιπλέον, η αύξηση των επενδύσεων, αν και ελαφρώς μειωμένη, παρέμεινε σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα. Οι συνολικές επενδύσεις σε σταθερές τιμές αυξήθηκαν κατά 4,9% και οι επενδύσεις σε εξοπλισμό κατά 9,1%, ενώ, σε τρέχουσες τιμές, οι επενδύσεις ανήλθαν στο 22,5% του ΑΕΠ. Από την οπτική γωνία της σχέσης αποταμίευσης –επενδύσεων, η υψηλή αύξηση των επενδύσεων και η αύξηση της εγχώριας ζήτησης συνέβαλαν στην αύξηση της διαφοράς αποταμίευσης-επενδύσεων, η οποία αντανάκλαται επίσης στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο έφθασε το 14% του ΑΕΠ το 2007.

Ο ρυθμός ανάπτυξης των αγορών εξαγωγικών προϊόντων μειώθηκε στο 5,7% από 8,7% το 2006 και, κατά συνέπεια, η ανοδική τάση του προηγούμενου έτους στο ρυθμό αύξησης των εξαγωγών αγαθών αντιστράφηκε κατά το 2007. Ωστόσο, οι εξαγωγές υπηρεσιών, σε σταθερές τιμές, αυξήθηκαν σημαντικά κατά 12,7%, συνεισφέροντας 1,6 ποσοστιαίες μονάδες στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Από την άλλη πλευρά, παρά τη σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των εισαγωγών αγαθών σε σταθερές τιμές σε σύγκριση με το 2006, ο ρυθμός αυτός παρέμεινε στο 6,7%, ενώ και οι εισαγωγές υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 6,8%. Συνολικά, οι εξελίξεις στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας καθορίστηκαν κυρίως από τις αυξανόμενες τιμές του πετρελαίου, την υψηλή ενεργειακή εξάρτηση της οικονομίας, την ανατίμηση του ευρώ, τη χαμηλότερη ανάπτυξη πολλών ευρωπαϊκών χωρών που δέχονται πάνω από το ήμισυ των ελληνικών εξαγωγών, την ισχυρή εγχώρια ζήτηση, τη διατήρηση υψηλών ρυθμών αύξησης των επενδύσεων και τις σημαντικές εισαγωγές μηχανημάτων και εξοπλισμού. Στον εγχώριο τομέα, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών αυξήθηκε κατά 4,2% και, κατά συνέπεια, η ιδιωτική κατανάλωση σε σταθερές τιμές αυξήθηκε κατά 3,0%. Η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις ήταν ο ακρογωνιαίος λίθος της υψηλής εγχώριας ζήτησης σε συνδυασμό με τα επενδυτικά κίνητρα. Οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ οδήγησαν σε επιτάχυνση της διαδικασίας πραγματικής σύγκλισης, όπως προκύπτει από το κατά κεφαλήν ΑΕΠ (σε Μονάδες Αγοραστικής Δύναμης).



Πηγή: Eurostat (οι τιμές για το 2008 είναι προβλέψεις)

Η διατήρηση του ρυθμού αύξησης της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας ενίσχυσε τη συνεχιζόμενη μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 8,0% από 8,6% το 2006, καθώς και την αύξηση της συνολικής απασχόλησης κατά 1,3%. Η παραγωγικότητα της εργασίας αυξήθηκε κατά 2,7%, έναντι μέσης αύξησης της παραγωγικότητας στην ευρωζώνη κατά 1,1%. Ο πληθωρισμός, με βάση τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ μειώθηκε στο 2,9% από 3,2% το 2006, παρά την άνοδο του πετρελαίου και των τιμών των βασικών εμπορευμάτων από τα μέσα του 2007. Ο αποπληθωριστής ιδιωτικής κατανάλωσης επιβραδύνθηκε επίσης στο 3,2% από 3,5% το 2006.

3.2.5 Η Ελληνική Οικονομία το 2008

Οι δυσμενείς διεθνείς οικονομικές συνθήκες από τον Αύγουστο του 2007 επηρέασαν και την Ελληνική οικονομία. Οι οικονομικές εξελίξεις το 2008 προσδιορίστηκαν κυρίως από δύο παράγοντες: από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων μέχρι τον Ιούλιο του 2008 και από τις επιπτώσεις της κλιμακούμενης οικονομικής κρίσης, η οποία επηρέασε τις μακροοικονομικές μεταβλητές κυρίως κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Ωστόσο, η επιβράδυνση της αύξησης του ΑΕΠ φαίνεται περιορισμένη σε σύγκριση με τις προοπτικές σε διεθνές επίπεδο.

Κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2008, η αύξηση του ΑΕΠ παρέμεινε ισχυρή, αν και σε πτωτική πορεία, και πάνω από το μέσο όρο της ευρωζώνης. Σε ετήσια βάση, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 3,6% κατά το δεύτερο τρίμηνο και κατά 3,1% το τρίτο τρίμηνο, με το μέσο ρυθμό ανάπτυξης της ευρωζώνης να διαμορφώνεται στο 1,4% και 0,8% αντίστοιχα. Οι εξελίξεις για την εγχώρια ζήτηση και τις εξαγωγές ήταν σχετικά πιο ευνοϊκές, αν και η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας είναι εμφανής.

Όσον αφορά στις επενδύσεις, κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου μειώθηκαν σημαντικά σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2007. Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των επενδύσεων αντανακλά τη σημαντική επιβράδυνση της ιδιωτικής κατασκευαστικής δραστηριότητας και, συνεπώς, μια πιθανή διόρθωση στην αγορά στέγης. Η άποψη αυτή υποστηρίζεται επίσης από το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια του τρίτου τριμήνου του 2008 υπάρχει μια σημαντική πτώση άνω του 20% στις κατασκευαστικές άδειες. Ωστόσο, κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους, οι πιστώσεις προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά διατήρησαν ρυθμό αύξησης κοντά στο 20%, αν και ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά ήταν κάπως χαμηλότερος. Οι εν λόγω εξελίξεις σηματοδοτούν χαμηλότερη ζήτηση δανείων, λόγω της αύξησης των επιτοκίων για στεγαστικά δάνεια, καθώς και πιο αυστηρούς κανόνες από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα κατά την έγκριση των δανείων.

Οι εξελίξεις όσον αφορά στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα αντικατοπτρίζουν την αύξηση της συνολικής ιδιωτικής και δημόσιας κατανάλωσης μέχρι τα μέσα του 2008, που τόνωσε τη συνολική τελική ζήτηση, ενώ, από το τρίτο τρίμηνο του έτους και μετά, ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής και δημόσιας κατανάλωσης μειώθηκε. Η μείωση αυτή σε ένα βαθμό οφείλεται στην επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των λιανικών πωλήσεων. Οι δείκτες οικονομικού κλίματος και οι δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών δείχνουν επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης και του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, η οποία φαίνεται να εντείνεται από το δεύτερο τρίμηνο του έτους και, ιδιαίτερα, στο μεταποιητικό τομέα.

Στον εξωτερικό τομέα, οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών κατέγραψαν απότομη πτώση κατά το τρίτο τρίμηνο του 2008, σηματοδοτώντας επιδείνωση στις εισαγωγές αγαθών. Οι εξελίξεις στις εισαγωγές αγαθών αποδίδονται στην

αύξηση του δείκτη τιμών εισαγομένων, ως αποτέλεσμα της αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, από την άλλη πλευρά, διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα κατά τα δύο πρώτα τρίμηνα, κυρίως εξαιτίας του υψηλού ρυθμού αύξησης των εξαγωγών υπηρεσιών. Ωστόσο, κατά το τρίτο τρίμηνο η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών περιορίστηκε. Συνολικά, κατά το τρίτο τρίμηνο, το έλλειμμα του εξωτερικού τομέα, σε εθνικολογιστική βάση μειώθηκε, συμβάλλοντας θετικά στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ.

Όσον αφορά τις εξελίξεις στην αγορά εργασίας, η αύξηση της απασχόλησης παραμένει θετική, αναδεικνύοντας μια σχετικά «ανθεκτική» αγορά εργασίας. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σε 7,2% κατά το δεύτερο και το τρίτο τρίμηνο του 2008 από 8,3% το πρώτο τρίμηνο (στοιχεία Έρευνας Εργατικού Δυναμικού).

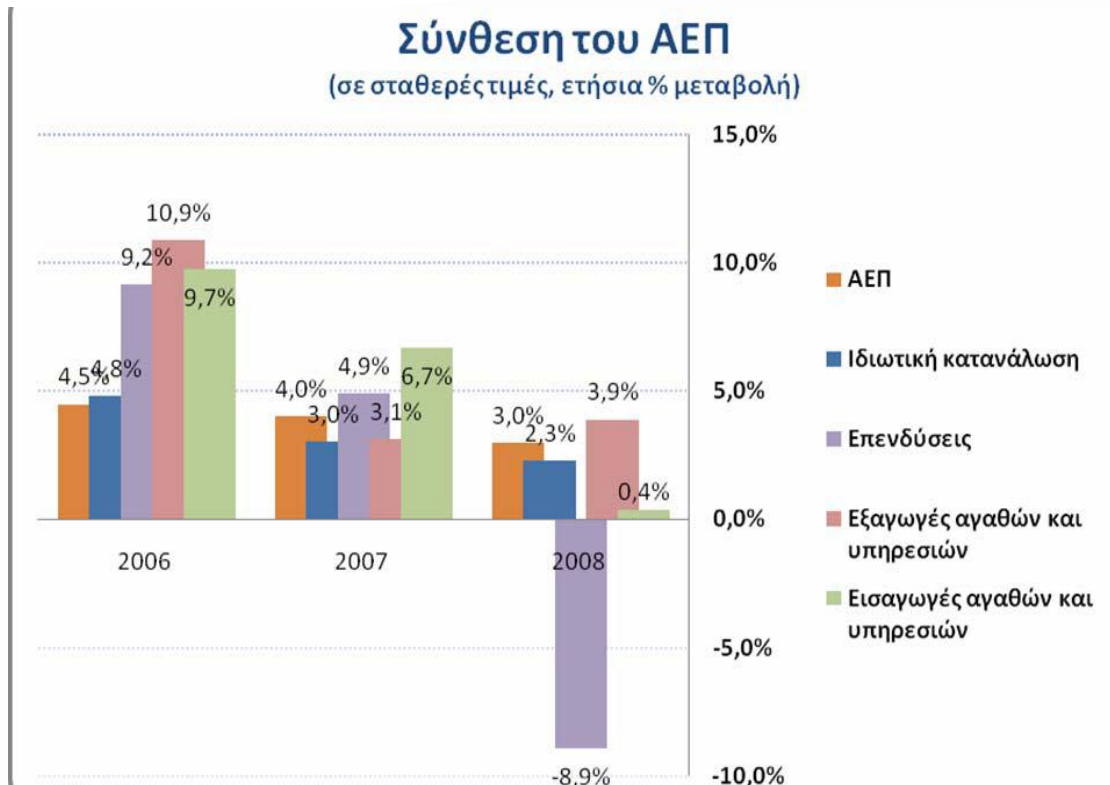
Υπό το πρίσμα της επιδείνωσης των οικονομικών προοπτικών, η οποία αρχίζει να γίνεται εμφανής κυρίως από το τρίτο τρίμηνο του 2008, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για το 2008 εκτιμάται σε 3,0%. Οι εκτιμήσεις αυτές αποτελούν αναθεώρηση προς τα κάτω του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, κατά 1,0 εκατοστιαία μονάδα σε σύγκριση με τις προβλέψεις που περιλαμβάνονται στην περυσινή επικαιροποίηση του Π.Σ.Α..

Η επιβράδυνση στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ προέρχεται από το χαμηλότερο ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης (2,3% σε σταθερές τιμές), και από την έντονη κάμψη στις ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου κατά 8,9%, αντανακλώντας τη σημαντική μείωση κατά 15,0% στη συνολική κατασκευαστική δραστηριότητα και κατά 25,0% στις επενδύσεις κατοικιών. Οι συνολικές επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να μειωθούν στο 19,9% από 22,5% το 2007. Ωστόσο, οι επενδύσεις της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι αυξήθηκαν σε πραγματικές όρους κατά 4,0%, οδηγώντας σε τόνωση της ζήτησης και ενισχύοντας την προοπτική της οικονομικής ανάκαμψης.

Από μια πιο θετική οπτική γωνία, αν και μια μικρή μείωση στο σύνολο των εξαγωγών θα ήταν αναμενόμενη, κυρίως λόγω του περιορισμού των εξαγωγών υπηρεσιών (κυρίως στον τουρισμό και στις υπηρεσίες μεταφορών), το περιεχόμενο των εξαγωγών αγαθών, καθώς και η γεωγραφική εξειδίκευση των εμπορικών ροών προς χώρες με υψηλότερη ανάπτυξη, περιορίζει

ενδεχόμενες αρνητικές πιέσεις στις εξαγωγές. Έτσι, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών εκτιμάται ότι αυξήθηκαν το 2008 κατά 3,9%, αντικατοπτρίζοντας αύξηση κατά 7,7% των εξαγωγών υπηρεσιών και μείωση κατά 1,1% των εξαγωγών αγαθών. Οι εξελίξεις αυτές υποδηλώνουν μια συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,93 ποσοστιαίες μονάδες. Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών από την άλλη πλευρά, εκτιμάται ότι έχουν επιδεινωθεί ραγδαία, με ρυθμό αύξησης 0,4%, κυρίως λόγω της σημαντικής μείωσης των εισαγωγών αγαθών κατά 2,3%. Οι εξελίξεις αυτές οφείλονται στη μείωση των καταναλωτικών δαπανών, καθώς και στη χαλάρωση των πιέσεων στις τιμές του πετρελαίου. Το εξωτερικό ισοζύγιο συμβάλει κατά 0,79 ποσοστιαίες μονάδες στην αύξηση του ΑΕΠ, ενώ η τελική εγχώρια ζήτηση κατά 0,30 ποσοστιαίες μονάδες, συνεισφορά που βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο και αντανακλά την αρνητική συμβολή των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου κατά 2,18 ποσοστιαίες μονάδες.

Το πραγματικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε ελαφρά κατά 0,9% σε σύγκριση με ρυθμό 3,5% το 2007, σηματοδοτώντας με τον τρόπο αυτό βελτίωση συνολικά της ανταγωνιστικότητας της χώρας, ενώ προβλέπεται επίσης, συγκράτηση των ονομαστικών μισθών. Η απασχόληση εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 1,0% και το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται στο 7,5%, σε εθνικολογιστική βάση, καταγράφοντας μια αθροιστική μείωση κατά 1,1 ποσοστιαία μονάδα κατά την περίοδο 2006-2008.



Παρά τη θετική επίδραση της μείωσης των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων από τον Ιούλιο του 2008, καθώς και τον περιορισμό της οικονομικής δραστηριότητας, τόσο ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ ως μέτρο του πληθωρισμού όσο και ο αποπληθωριστής της ιδιωτικής κατανάλωσης εκτιμώνται το 2008 στο 4,3% και στο 4,2% αντίστοιχα, έναντι 2,9 % και 3,2% το 2007. Αυτό οφείλεται σε ένα αποτέλεσμα συγκριτικής βάσης από έκρηξη των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων κατά τη διάρκεια των δύο πρώτων τριμήνων του έτους. Το ποσοστό πληθωρισμού (μετρούμενο από το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή Δ.Κ.Τ.) παρέμεινε σε σταθερά υψηλά επίπεδα (4,6% για την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου), ωστόσο, η τάση αυτή φαίνεται να έχει αντιστραφεί, καθώς ο ρυθμός μεταβολής του Δ.Τ.Κ. μειώθηκε στο 3,9% τον Οκτώβριο του 2008 και στο 2,9% το Νοέμβριο, ενώ περαιτέρω μείωση στο 2,0% σημειώθηκε το Δεκέμβριο του 2008. Ο πυρήνας του Δ.Τ.Κ. επίσης παρουσίασε επιβράδυνση στο 3,4% το Δεκέμβριο του 2008, διατηρώντας μια μάλλον σταθερή τάση σε όλη τη διάρκεια του έτους. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι γίνεται μία παραδοχή για ακαμψία των τιμών κατά την εξέταση της συνολικής επίδρασης στον Δ.Τ.Κ από τη μείωση στον πληθωρισμό λόγω των καυσίμων. Από την άλλη πλευρά, η υποτίμηση του ευρώ από τον Αύγουστο του 2008, εάν διατηρούνταν, θα μπορούσε να

περιορίσει την ενδεχόμενη αντιπληθωριστική επίδραση της μείωσης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων.

3.2.6 Η Ελληνική Οικονομία 2009-2011

Το βασικό σενάριο του προγράμματος της περιόδου 2009-2011 αντικατοπτρίζει τις μεσοπρόθεσμες επιπτώσεις της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα. Στηρίζεται στις υποθέσεις της βραχυπρόθεσμης συγκράτησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων, στη σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και στη μείωση των συναλλαγών του διεθνούς εμπορίου μέχρι το τέλος του 2009.

Το πραγματικό ΑΕΠ θα επηρεαστεί σημαντικά από την παγκόσμια οικονομική ύφεση σημειώνοντας μέσο ρυθμό αύξησης 1,67% κατά τη διάρκεια των επόμενων τριών ετών, συγκρινόμενο με το μέσο ρυθμό αύξησης 4,07% της περιόδου 2000-2008. Σε ετήσια βάση, η αύξηση του ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί στο 1,1% το 2009, ανακάμπτοντας στο 1,6% το 2010 και στο 2,3% το 2011, ακολουθώντας και την προβλεπόμενη παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη. Μέσα στο πλαίσιο της ρευστότητας και αβεβαιότητας που παρουσιάζει η παγκόσμια οικονομία, η καταναλωτική και επιχειρηματική εμπιστοσύνη αναμένεται να αποκατασταθεί σταδιακά οδηγώντας και στην ανάκαμψη της αύξησης του ΑΕΠ, έστω και με βραδύτερο ρυθμό. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη χρονική υστέρηση των θετικών επιδράσεων που θα έχει το Σχέδιο Στήριξης των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων στην πραγματική οικονομία, καθώς και στη σταδιακή επίδραση της ανάκαμψης των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου.

Το 2009, οι ρυθμοί αύξησης των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών του ΑΕΠ παραμένουν σε πτωτική πορεία, ενώ κατά τη διάρκεια του 2010 η τάση αυτή θα αντιστραφεί. Η εγχώρια ζήτηση επηρεάζεται τόσο από το χαμηλότερο ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων. Η πρόβλεψη για το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών είναι ότι θα αντισταθμίσει σε ένα βαθμό τις εξελίξεις στην εγχώρια ζήτηση και θα ενισχύσει το ρυθμό ανάπτυξης τουλάχιστον μέχρι τις αρχές του 2010.

Η ιδιωτική κατανάλωση διατηρείται στο 1,9% το 2009 και στο 2,0% κατά μέσο όρο την περίοδο 2010-2011. Η αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα αυξάνεται από το 2009 και έπειτα, λόγω τόσο της αυξημένης αβεβαιότητας σχετικά με τις οικονομικές προοπτικές όσο και λόγω της εξέλιξης των επιτοκίων. Οι ευνοϊκές εξελίξεις στην αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, ως αποτέλεσμα των χαμηλότερων πληθωριστικών πιέσεων καθώς και της «ανθεκτικότητας» της αγοράς εργασίας (όπως αυτή φαίνεται από τη μείωση του ποσοστού ανεργίας), ενισχύει το ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Οι εξελίξεις στην εγχώρια ζήτηση περιλαμβάνουν και μικρότερη αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης κατά μέσο όρο στο 1,8% για την περίοδο 2009-2011, ενώ οι επενδύσεις σε εξοπλισμό παραμένουν σταθερές το 2009 και αυξήθηκαν κατά 4,0% στη διάρκεια των δύο επόμενων ετών. Η εξέλιξη των επενδύσεων στις κατασκευές αντανακλούν κυρίως την αναμενόμενη διόρθωση στην αγορά κατοικιών, η οποία άρχισε το 2008 και συνεχίστηκε το 2009, ανακάμπτοντας σταδιακά προς το τέλος της περιόδου που καλύπτει το πρόγραμμα. Η καθυστέρηση στη διαδικασία ανάκαμψης στην αγορά κατοικιών σηματοδοτεί τόσο την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης για στεγαστικά δάνεια, όσο και την υψηλή αβεβαιότητα όσον αφορά την ανάληψη αποφάσεων για νέες επενδύσεις στις κατοικίες από την πλευρά των κατασκευαστών. Η συνολική εικόνα των επενδύσεων βελτιώνεται αν ληφθεί υπόψη ότι οι ιδιωτικές επενδύσεις εκτός κατοικιών, θα αυξηθούν κατά μέσο όρο 4,2% την περίοδο 2009-2011, κυρίως μέσω της ενίσχυσης της χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (π.χ., με κίνητρα από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων), της επιτάχυνσης των έργων που υλοποιούνται μέσω του Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης, καθώς και των έργων εκείνων που στηρίζονται στις Συμπράξεις Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα και στον Επενδυτικό Νόμο. Η σημαντικότητα του Επενδυτικού Νόμου τεκμηριώνεται αν ληφθεί υπόψη ότι έχουν ήδη εγκριθεί 5.170 προγράμματα, τα οποία αντιστοιχούν σε επενδύσεις ύψους 9,8 δις. ευρώ και στη δημιουργία 27.400 νέων θέσεων εργασίας.

Η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται επηρεάζει την εξέλιξη των μισθολογικών αυξήσεων, οδηγώντας σε χαμηλότερο ονομαστικό κόστος εργασίας, σε αντιστοιχία με την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας.

Τα μέτρα οικονομικής πολιτικής και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας αποδίδουν και μειώνουν τις επιπτώσεις από τη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας στην ανεργία. Το ποσοστό ανεργίας θα σταθεροποιηθεί στο 7,9% την περίοδο 2009-2011, με σταδιακή μείωση από το 2010 και έπειτα. Η αύξηση της απασχόλησης επιταχύνεται σταδιακά, με μέσο όρο αύξησης 0,5%.

Από την άλλη πλευρά, ο εξωτερικός τομέας και ειδικότερα ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών αγαθών επηρεάζονται από τις εξελίξεις στην εσωτερική ζήτηση. Οι εισαγωγές αγαθών μειώνονται κατά 3,5% το 2009, και αυξάνονται κατά 1,8% το 2010 και 2,4% το 2011, ενώ οι εισαγωγές υπηρεσιών διατηρούν μέσο ρυθμό αύξησης 3,4% την περίοδο 2009-2011. Από το 2010, η πορεία των εισαγωγών επηρεάζεται και από την κίνηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών διατηρούν την τάση τους, αυξάνοντας κατά μέσο όρο 2,4% την περίοδο 2009-2011, αντικατοπτρίζοντας τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας λόγω των εξελίξεων στο μοναδιαίο κόστος εργασίας και τον περιορισμό στις πληθωριστικές πιέσεις, καθώς και τις προσδοκίες για την ισοτιμία του ευρώ. Επιπλέον, η γεωγραφική εξειδίκευση των εξαγωγών προς χώρες με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης έχει ως αποτέλεσμα μια συγκρατημένη μείωση των εξαγωγών αγαθών το 2009, οι οποίες όμως ανακάμπτουν στη συνέχεια, σημειώνοντας θετικό μέσο ρυθμό αύξησης μεσοπρόθεσμα. Η αύξηση των εισπράξεων από μεταφορές και τουρισμό περιορίζεται σε σχέση με την περίοδο 2006-2007, λόγω των αρνητικών εξελίξεων στην παγκόσμια οικονομία. Συνεπώς, συνολικά οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξάνονται μεσοπρόθεσμα κατά μέσο όρο 2,4%. Η σχετική εξέλιξη των τιμών των εξαγόμενων και των τιμών των εισαγόμενων προϊόντων οδηγεί σε βελτίωση των πραγματικών όρων εμπορίου, μετριάζοντας σε ένα βαθμό τις ανισοροπίες στον εξωτερικό τομέα λόγω των εξελίξεων στην ανταγωνιστικότητα.

Κατά τη διάρκεια του προγράμματος, ο πληθωρισμός, όπως μετρείται τόσο από τον από πληθωριστή του ΑΕΠ όσο και από τον αποπληθωριστή ιδιωτικής κατανάλωσης επιβραδύνεται με μέσους ρυθμούς αύξησης 2,6% και 2,5% αντιστοίχως. Η συγκράτηση του ρυθμού αύξησης του αποπληθωριστή ιδιωτικής κατανάλωσης ενισχύεται από το χαμηλότερο ονομαστικό μοναδιαίο

κόστος εργασίας, το οποίο σταδιακά περιορίζεται σε ρυθμό αύξησης μόλις 1,8% το 2011 από 5,1% το 2009. Οι εξελίξεις στις τιμές διαμορφώνονται από την επιβράδυνση της τρέχουσας οικονομικής δραστηριότητας και τη συγκράτηση του εισαγόμενου πληθωρισμού, περιορίζοντας με τον τρόπο αυτό και την σχέση αλληλεπίδρασης των τιμών και των μισθών.

Για το μεσοπρόθεσμο σενάριο υπάρχουν και κάποιοι κίνδυνοι, στους οποίους περιλαμβάνονται η μεγάλη αβεβαιότητα που υπάρχει για τις παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις, η υστέρηση όσον αφορά τα αποτελέσματα των δημοσιονομικών μέτρων που ελήφθησαν από πολλές χώρες, καθώς και οι αμφιβολίες όσον αφορά το πραγματικό μέγεθος της αρνητικών επιπτώσεων της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην εγχώρια πραγματική οικονομική δραστηριότητα.

«Ένα απλό συμπέρασμα είναι ότι η Ελλάδα δαπανά περισσότερα από ότι παράγει»

Αυτό απαντά στο ερώτημα γιατί φτάσαμε ως εδώ;

Η ελληνική οικονομία, έχοντας σημειώσει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης έως το έτος 2008, έδειξε σημεία ύφεσης το 2009, ως αποτέλεσμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, ενώ το έτος 2010 η ύφεση εντάθηκε σημαντικά λόγω δημοσιονομικών ανισορροπιών. Η ανάγκη εξυγίανσης οδήγησε τη χώρα στην ένταξή της σε τριμερή μηχανισμό οικονομικής στήριξης, αποτελούμενο από την ΕΕ, το ΔΝΤ και την ΕΚΤ. Η αυστηρή εισοδηματική πολιτική και ο δραστικός περιορισμός των δημοσίων δαπανών που ασκήθηκαν στο έτος αυτό, επηρέασαν, όπως ήταν αναμενόμενο, αρνητικά την εξέλιξη του ΑΕΠ κατά το 2010, με αποτέλεσμα το μέγεθός του να σημειώσει μείωση κατά -4,35 % (σταθερές τιμές έτους 2000).

Οι μεταρρυθμίσεις που έγιναν και η περιοριστική πολιτική που ακολουθήθηκε έχουν ωστόσο αρχίσει να αποδίδουν καρπούς. Το δημόσιο έλλειμμα μειώθηκε κατά 31,82 % το 2010, σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Με την επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων, που αποβλέπουν στη δημιουργία ενός ελκυστικότερου επενδυτικού και επιχειρηματικού περιβάλλοντος, όπως η απελευθέρωση συγκεκριμένων αγορών, η ταχύτερη άδαιο δοτική διαδικασία, ο νέος αναπτυξιακός νόμος, η ευελιξία στην αγορά εργασίας κλπ., καθώς επίσης με τη μείωση των τιμών των παραγωγικών συντελεστών λόγω της

κρίσης, αναμένεται βελτίωση των τάσεων εξέλιξης του ΑΕΠ από το 2012 . Την εκτίμηση αυτή κάνει και η Business Monitor International (Business Forecast Report/ Greece, 1st Quarter 2011), όπου για το 2012 προβλέπεται αύξηση 0,9% του ΑΕΠ στην Ελλάδα.

Σημαντικοί Οικονομικοί Δείκτες

	2007	2008	2009	2010
Εξέλιξη ΑΕΠ	4.3%	1%	-2%	-4.35%
Πληθωρισμός: Μέσος Ετήσιος	2.9%	4.2%	1.2%	4.7%
Πληθωρισμός: Μεταβολή: Δεκέμβριος - Δεκέμβριος	3.9%	2.0%	2.6%	5.2%
Παραγωγικότητα εργασίας (EU-27=100)**	97.1	99.8	98.9	n.a.
Ποσοστό ανεργίας	8.3%	7.6%	9.5%	12.5
Δημόσιες επενδύσεις (% ΑΕΠ)**	3.4%	3.6%	3.0%	2.8%
Εξαγωγές (αγαθά- τρέχουσες τιμές)	21.4*	22.8*	18.5*	20.7
Εισαγωγές (αγαθά- τρέχουσες τιμές)	65.8*	71.2*	56.8*	53.4

*δισεκατομμύρια

€

**

Πηγή:

Eurostat

Πηγή:

Ελληνική

Στατιστική

Αρχή,

2011

Απασχόληση-Ανεργία

Έως και το 2008 η ανεργία στην Ελλάδα ήταν σχετικά χαμηλή και κινούνταν με ποσοστό της τάξεως του 7,6% στο μέσο όρο της Ευρωζώνης. Κατά το 2009 η ανεργία στη χώρα αυξήθηκε ως αποτέλεσμα της διεθνούς κρίσης που έπληξε και την Ελλάδα και ανήλθε σε 9,5 %, ενώ για το 2010 αυξήθηκε περαιτέρω στο 12,5%, ως συνέπεια της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκε εξαιτίας της κρίσης χρέους.

Οι Επενδύσεις

Το έτος 2010, ο σχηματισμός παγίου κεφαλαίου στην Ελλάδα ανήλθε στα 33,2 δις Ευρώ, εμφανίζοντας μείωση 13% σε σύγκριση με τα μεγέθη του

έτους 2009 (38,2 δις Ευρώ). Η μείωση αυτή οφείλεται στη δραστική περικοπή των δημοσίων δαπανών και την περιοριστική οικονομική πολιτική που ασκήθηκε λόγω της οικονομικής κρίσης που εκδηλώθηκε στη χώρα. Σε ότι αφορά τις Ξένες Άμεσες Επενδύσεις (ΞΑΕ), παρά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, οι επιπτώσεις της οποίας στις παγκόσμιες ροές κεφαλαίων ήταν εμφανείς, καθώς και την εγχώρια κρίση δημοσίου χρέους και την ένταξη της χώρας στο μηχανισμό στήριξης ΔΝΤ – ΕΕ - ΕΚΤ, αυτές κινήθηκαν σε σχετικά ικανοποιητικά επίπεδα στην Ελλάδα κατά το 2010, δείχνοντας σταθεροποιητικές τάσεις μετά το 2009. Οι συνολικές εισροές κεφαλαίων στη χώρα το έτος αυτό ανήλθαν σε 4 δις Ευρώ, ενώ οι καθαρές εισροές ξεπέρασαν τα 1,6 δις Ευρώ. Σε σχέση με το έτος 2009 οι καθαρές εισροές ΞΑΕ στην Ελλάδα σημείωσαν, κατά κύριο λόγο ως επακόλουθο της κρίσης, μείωση κατά 5,82 %, η μείωση ωστόσο αυτή είναι χαμηλή, με βάση τις ιδιαίτερες δημοσιονομικές συνθήκες και την οικονομική κρίση του έτους αυτού. Σημαντικό είναι όμως το γεγονός, ότι κατά το έτος 2010 σημειώθηκε αύξηση κατά 4,96% των συνολικών εισροών επενδυτικών κεφαλαίων (ακαθάριστες επενδύσεις), τα οποία αντικατοπτρίζουν και την ουσιαστική επίδοση της χώρας στην προσέλκυση ξένων επενδύσεων.

Το Διεθνές Εμπόριο

Οι εξαγωγές ελληνικών αγαθών κατά το έτος 2010 εμφάνισαν σημαντική άνοδο και ανήλθαν σε τρέχουσες τιμές σε 20,7 δις Ευρώ από 18,5 δις Ευρώ το 2009. Η αύξηση αυτή οφείλεται αφενός στην σταδιακή υποχώρηση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, ειδικότερα στις παραδοσιακές αγορές για τα ελληνικά προϊόντα, και αφετέρου στη μείωση τιμών προϊόντων, ενδιάμεσων αγαθών και παραγωγικών συντελεστών ως αποτέλεσμα της εγχώριας οικονομικής κρίσης. Σημειώνεται ότι οι εισαγωγές της χώρας σε τρέχουσες τιμές το 2010 ανήλθαν σε 53,4 δις Ευρώ ενώ το 2009 ήταν 56,8 δις Ευρώ. Η αύξηση των εξαγωγών κατά το 2010 και η αντίστοιχη μείωση των εισαγωγών έχει σαν αποτέλεσμα την περαιτέρω μείωση του εμπορικού ελλείμματος της χώρας.

3.2.7 Η Κρίση της Ελλάδας είναι κρίση του Παγκόσμιου Τραπεζικού Συστήματος

Αντιμετωπίζουμε μια κρίση, κανείς δεν έχει αντιρρήσεις σε αυτό, αλλά δεν πρόκειται για κρίση της Ελλάδας. Θα ήταν αδιανόητο η αφερεγγυότητα μιας τόσο μικρής χώρας να αποτελεί το μοναδικό πρόβλημα ολόκληρου του κόσμου και να προκαλεί τόσο μεγάλη ζημιά στην παγκόσμια οικονομία.

Ό,τι μάθαμε να αποκαλούμε ελληνική κρίση αποτελεί καταρχήν μια διεθνή τραπεζική κρίση. Όπως και οι Lehman Brothers, έτσι και η Ελλάδα δεν είναι πολύ μεγάλη για να αφεθεί σε χρεοκοπία. Το πρόβλημα δηλαδή δεν παράγεται από το μέγεθος, παράγεται από τη διασύνδεση. Η Ελλάδα είναι πολύ διασυνδεδεμένη με το διεθνές τραπεζικό σύστημα αλλά και πολύ διασυνδεδεμένη με τις πολιτικές φιλοδοξίες όσων δεκαετίες τώρα επιχειρούν να αντικαταστήσουν το σύστημα των εθνικών κρατών με μια ενωμένη Ευρώπη.

Ας αρχίσουμε με τις ελληνικές τράπεζες που κατέχουν ελληνικά κρατικά ομόλογα ύψους 70 δις ευρώ. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του περιοδικού Economist, αν οι ελληνικές τράπεζες υποχρεούνταν να αναγνωρίσουν ότι οι αγορές αποτιμούν τα ελληνικά ομόλογα στο ήμισυ της αξίας με τα οποία οι ίδιες τα έχουν εγγεγραμμένα στα βιβλία τους, οι μέτοχοί τους θα έχαναν τα λεφτά τους και οι ίδιες οι τράπεζες θα πάλευαν να βρουν τρόπους να συγκεντρώσουν νέα κεφάλαια.

Παρομοίως θα αγωνιούσαν και θα πάλευαν να αποσύρουν τα χρήματά τους από τις ελληνικές τράπεζες και οι καταθέτες, ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα έπρεπε να παραβιάσει όλους τους κανόνες της προκειμένου να βρει τρόπο να συνεχίζει να δέχεται ως εγγυήσεις αυτά τα ομόλογα προκειμένου να παρέχει τη ρευστότητα που χρειάζεται το ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Αλλά και για τα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα η ζωή θα γινόταν πολύ πιο δύσκολη. Μεγάλο θα ήταν καταρχήν το πλήγμα για τις γερμανικές τράπεζες που έχουν μεγάλες κεφαλαιακές τρύπες και που θα γονάτιζαν σε περίπτωση που υποχρεώνονταν να αναγνωρίσουν ότι οι λογιστικές απεικονίσεις των βιβλίων τους – που περιέχουν ελληνικά και άλλα κρατικά ομόλογα και τράπεζες και εταιρείες καταγεγραμμένες σε αξίες που δεν έχουν καμία σχέση με την πραγματική – συνιστούν έργο επιστημονικής φαντασίας.

Κι αυτή δεν είναι η κατάσταση μόνο των γερμανικών τραπεζών. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν εκφράσει ήδη έντονες ανησυχίες σχετικά με την έκθεση στα προβληματικά ομόλογα 3 γαλλικών και 29 ιταλικών τραπεζών ενώ ο διοικητής της Τράπεζας της Αγγλίας έχει αποκαλέσει τα προβλήματα των υπερχρεωμένων κρατών της Ευρωζώνης ως τον 'πιο σοβαρό και άμεσο κίνδυνο' για το χρηματοπιστωτικό τομέα της Βρετανίας. Και είναι επίσης σαφές ότι δεν έχουμε καμιά καθαρή εικόνα για το ποια είναι η έκθεση των αμερικανικών κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων στην αφερεγγυότητα της Ελλάδας ή των ασφαλιστικών εταιρειών – θυμάται κανείς τι έγινε στην AIG; Γι' αυτό είχαμε τις τελευταίες εβδομάδες και την απόσυρση 51 δις δολαρίων από αυτά τα κεφάλαια από νευρικούς επενδυτές, σε όλα αυτά οφείλεται η απροθυμία των αμερικανικών τραπεζών να δανείσουν τις ευρωπαϊκές ομολόγους τους, γι' αυτό και η αμερικανική FED θέτει ερωτήματα στις αμερικανικές τράπεζες για την έκθεσή τους στις ευρωπαϊκές τράπεζες, συμπεριλαμβανομένων των συμβολαίων ασφάλισης έναντι κινδύνου πτώχευσης (CDS).

Το ελληνικό πρόβλημα όμως έχει αποκαλύψει κι άλλη μια κρίση – μια κρίση διακυβέρνησης. Ο πύργος της Βαβέλ που αποτελεί τη διακυβέρνηση της Ευρωζώνης καταρρέει. Οι αγορές περνούσαν από την αρχική σύγχυση στην ανοικτή δυσπιστία κι από εκεί σταδιακά στον πανικό καθώς ο Χέρμαν Βαν Ρομππί έλεγε κάτι, ο Χοσέ Μανουέλ Μπαρόζο κάτι άλλο, ο Τρισέ κάτι άλλο και η Αγγέλα Μέρκελ ξανά κάτι διαφορετικό. Η αποτυχία των ηγετών της Ευρωζώνης να εκφραστούν με ομοφωνία έχει όχι απλά βλάψει – έχει κυριολεκτικά καταστρέψει κάθε εμπιστοσύνη που είχαν κάποτε οι αγορές στην ικανότητα του συστήματος διακυβέρνησης της Ευρωζώνης.

Και η τρίτη και σχετική με όλα αυτά κρίση είναι η κρίση της γερμανικής ταυτότητας. Η σημερινή γενιά Γερμανών ψηφοφόρων δεν είναι πια σίγουρη ότι θα πρέπει να πληρώνει οποιοδήποτε κόστος για την ένταξη του κράτους της στην ευρύτερη Ευρώπη από φόβο μήπως η οικονομική ισχύς της Γερμανίας τροφοδοτήσει παλαιούς φόβους για αναγέννηση του 'γερμανικού προβλήματος'. Οι σημερινοί Γερμανοί θυμούνται πιο έντονα το κόστος που επί 10 χρόνια υποχρεώθηκαν να πληρώσουν προκειμένου να στηρίξουν την προσέγγιση της ανατολικής Γερμανίας στα πρότυπα της Δύσης και δεν είναι σίγουροι ότι θέλουν να καταβάλλουν αντίστοιχο κόστος για να φέρουν τον

ευρωπαϊκό Νότο κοντά στα γερμανικά πρότυπα οικονομικής αποδοτικότητας, ακόμη κι αν θεωρήσουμε ότι κάτι τέτοιο είναι εφικτό. Η Γερμανία θέλει να γίνει ξανά μια 'φυσιολογική' χώρα, μια χώρα δηλαδή που δεν συναινεί αδιαμαρτύρητα στη διαρκή μεταβίβαση μέρος των εσόδων και του πλούτου της προς το Νότο. Να όμως που δυστυχώς αυτή είναι η μοναδική εναλλακτική λύση στο χρεοστάσιο – αν πράγματι αποκλείσουμε την υποτίμηση, η οποία δεν είναι δυνατή στο πλαίσιο της Ευρωζώνης. <http://www.sofokleous10.gr>

Στον Πίνακα αναγράφονται τα χρέη, δημόσια και ιδιωτικά, ορισμένων δυτικών χωρών, έτσι ώστε να δούμε που ακριβώς ευρίσκεται η χώρα μας σήμερα.

ΠΙΝΑΚΑΣ : Συνολικά χρέη 2011, δημόσια και ιδιωτικά, ως ποσοστό επί του ΑΕΠ

Χώρα	Σύνολο	Τράπεζες	Επιχειρήσεις	Νοικοκυριά	Δημόσιο
Ιρλανδία	1.166	689	245	123	109
Μ. Βρετανία*	847	547	118	101	81
Ιαπωνία	641	188	143	77	233
Ισπανία	457	111	192	87	67
Γαλλία	449	151	150	61	87
Βέλγιο	435	112	175	53	95
Πορτογαλία	422	61	149	106	106
Ιταλία	377	96	110	50	121
Η.Π.Α.	376	94	90	92	100
Ελλάδα	333	22	74	71	166
Γερμανία**	321	98	80	60	83

Πηγή: MM (IMF)

Ελλάδα: Τα μεγέθη της χώρας μας, σε σχέση με το 2008, έχουν επιδεινωθεί, αφού το συνολικό χρέος (δημόσιο και ιδιωτικό), αυξήθηκε από περίπου 254%

του ΑΕΠ, στο 333% – γεγονός όμως που οφείλεται στην πτώση του ΑΕΠ, λόγω κυρίως της υφεσιακής πολιτικής, στην οποία την καταδίκασε σκόπιμα το ΔΝΤ.

Εν τούτοις, η Ελλάδα συνεχίζει να ευρίσκεται σε εξαιρετική συγκριτικά θέση, αφού έχει το ίδιο περίπου συνολικό χρέος (333%) με τη Γερμανία (321%), παρά τη μείωση του ΑΕΠ της – ενώ διαθέτει, σε αντίθεση με όλα σχεδόν τα υπόλοιπα κράτη, συμπεριλαμβανομένης και της Γερμανίας, μεγάλη δημόσια περιουσία. Για παράδειγμα, τόσο οι Η.Π.Α., όσο και η Μεγάλη Βρετανία, έχουν ιδιωτικοποιήσει σχεδόν τα πάντα – επίσης η Γερμανία, σε μεγάλο βαθμό.

Επομένως η Ελλάδα είναι σε πολύ καλύτερη θέση, ακόμη και από τη Γερμανία – ειδικά όσον αφορά τις τράπεζες της οι οποίες, με 22% του ΑΕΠ, είναι πολύ λιγότερο χρεωμένες, από όλα τα άλλα κράτη. Οι Ελληνικές επιχειρήσεις οφείλουν επίσης ελάχιστα συγκριτικά, ενώ τα νοικοκυριά μας δεν ξεπερνούν το μέσον όρο. Τέλος, οι πιθανοί κίνδυνοι των υγιών τραπεζών και επιχειρήσεων δεν οφείλονται στις ίδιες, αλλά στην ενδεχόμενη χρεοκοπία του δημοσίου – η οποία δεν έχει «τιμολογηθεί» ακόμη για καμία από τις άλλες χώρες.

Ανεξάρτητα τώρα από τα παραπάνω, η Γερμανία ευρίσκεται σε πορεία σύγκρουσης με τη Γαλλία, η οποία επιθυμεί να χρησιμοποιήσει το EFSF, μετατρέποντας το σε τράπεζα, κυρίως για τη στήριξη των δικών της τραπεζών – εύλογα όπως φαίνεται από τον Πίνακα που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ : Οι μεγαλύτεροι πιστωτές – ξένες τράπεζες της Ελλάδας, με νέα στοιχεία

Τράπεζα	Χώρα	Ποσόν σε δις €
BNP Paribas	Γαλλία	5.239
Dexia	Γαλλία-Βέλγιο	3.462
Commerzbank	Γερμανία	3.065
Societe Generale	Γαλλία	2.837

Deutsche Bank	Γερμανία	1.773
BPCE	Πορτογαλία	1.335
HSBC	Μ. Βρετανία	1.319
RBS	Μ. Βρετανία	1.199
LBBW	Γερμανία	775
DZ Bank	Γερμανία	731
Credit Agricole	Γαλλία	655

Πηγή: EBA

Σύμφωνα με πρόσφατη έκθεση της BIS, οι γαλλικές τράπεζες έχουν ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου αξίας 8 δις €, οι θυγατρικές τους στην Ελλάδα έχουν δανείσει τις επιχειρήσεις με 43 δις €, ενώ διαθέτουν Ισπανικά ομόλογα ύψους 30 δις € και Ιταλικά 106 δις €. Είναι εκτεθειμένες λοιπόν με δάνεια άνω των 150 δις € σε χώρες, οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα – ένα τεράστιο ποσόν, σε σχέση με τα κεφάλαια τους.

Όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα, το τραπεζικό σύστημα της Γαλλίας είναι πολύ πιο εκτεθειμένο στα Ελληνικά ομόλογα, από όσο το Γερμανικό – γεγονός που ισχύει και για τις υπόλοιπες υπερχρεωμένες χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου.

Μήπως θα έπρεπε να βασιστούμε σε κάποια αξιόλογα στοιχεία πριν μιλήσουμε για την Ελληνική «Χρεοκοπία;»

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

4.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

4.1.1 Έρευνα για την επίδραση του Χρηματοοικονομικού Επιταχυντή στην Ελληνική Οικονομία

Η μελέτη για τον χρηματοοικονομικό επιταχυντή και η επίδρασή του στην ελληνική οικονομία από το 2004 έως το 2011, ακολουθεί υποθέσεις παρόμοιες με αυτές που χρησιμοποιήθηκαν για τη απόδειξη του επιταχυντή στην Ευρώπη. (Vermeulen 2002 Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe).

Ο Vermeulen (2002) διεξάγει μια μελέτη σχετικά με την απόδειξη του χρηματοοικονομικού επιταχυντή στην Ευρώπη, χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις τέσσερις μεγαλύτερες ευρωπαϊκές οικονομίες (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία και Ισπανία) από το 1983 έως και το 1997. Τα στοιχεία προέρχονται από την ΒΑΧ-βάση δεδομένων, η οποία διεξάγεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και περιλαμβάνει πληροφορίες σχετικά με συγκεντρωτικούς ισολογισμούς επιχειρήσεων και καταστάσεις κερδών και ζημιών για τρεις διαφορετικές τάξεις μεγέθους επιχειρήσεων (μικρή, μεσαία, μεγάλη) και 23 διαφορετικές βιομηχανίες.

Οι αδύναμοι ισολογισμοί ενισχύουν αρνητικά τις διαταραχές στην επένδυση της επιχείρησης. Αυτή η επιρροή είναι ασύμμετρη και δυνατότερη σε περιόδους ύφεσης από ότι σε περιόδους ανάκαμψης. Και επίσης δυνατότερη σε μικρές εταιρίες από ότι σε μεγάλες εταιρείες. Η περίοδος που χρησιμοποιήθηκε από το 1983 έως το 1997, δείχνει ότι οι αδύναμοι ισολογισμοί είναι περισσότερο σημαντικοί κατά τη διάρκεια υφέσεων παράτι σε ανακάμψεις. Η επιρροή του επιταχυντή είναι μεγαλύτερη σε μικρές εταιρείες. Ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής είναι συνδεδεμένος με το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού. Οι επενδυτικές δαπάνες επηρεάζονται από τη θέση του ισολογισμού.

Ο συγγραφέας καταλήγει στο συμπέρασμα από την επισκόπηση της βιβλιογραφίας ότι υπάρχουν τρεις υποθέσεις σχετικά με τον χρηματοοικονομικό επιταχυντή.

H₁: Οι θέσεις του ισολογισμού αποτελούν καθοριστικό στοιχείο των επενδυτικών δαπανών των επιχειρήσεων.

H₂: Σε περίπτωση οικονομικής ύφεσης, οι θέσεις του ισολογισμού είναι σημαντικές στις επενδυτικές δαπάνες των εταιρειών .

H₃: Οι επιρροές του χρηματοοικονομικού επιταχυντή σε μικρές και μεγάλες επενδυτικές δαπάνες διαφέρουν. Οι μικρές επιχειρήσεις είναι πιθανό να επηρεαστούν περισσότερο.

Οι υποστηρικτές του χρηματοοικονομικού επιταχυντή χρησιμοποιούν εταιρείες με αδύναμους ισολογισμούς για να δείξουν ποιες εταιρείες είναι ευάλωτες σε έναν επιταχυντή . Για αυτό το λόγο ο Vermeulen (2002) χρησιμοποιεί τέσσερις δείκτες του ισολογισμού :

Τη μόχλευση (χρέος προς συνολικό ενεργητικό), το βραχυπρόθεσμο χρέος , τη ρευστότητα και την πιστοληπτική ικανότητα .

Ο συγγραφέας επισημαίνει τα προβλήματα που προκύπτουν κατά τη χρήση του δείκτη κάλυψης. Είναι γνωστό ότι οι ταμειακές ροές σχετίζονται στενά με τις επενδύσεις . Αλλά δεν είναι γνωστό εάν αυτό οφείλεται στις πραγματικές επιπτώσεις του επιταχυντή ή σε μια ταμειακή ροή που περιέχει πληροφορίες σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία.

Κατά την εκτίμηση της πρώτης παλινδρόμησης μόνο το ποσοστό κάλυψης είναι ιδιαίτερα σημαντικό.

Η Παλινδρόμηση επεκτείνεται για να δοκιμάσει την δεύτερη υπόθεση , εάν οι θέσεις του ισολογισμού είναι περισσότερο σημαντικές σε υφέσεις από ότι εκτός υφέσεων και προσθέτει στη θέση του ισολογισμού έναν ψεύτικο συντελεστή το οποίο δείχνει όταν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση κατά χρονικό διάστημα .

Οι συντελεστές φαίνεται να είναι οικονομικά σημαντικοί όπως αναφέρθηκε από τον Vermeulen , *μια αύξηση της τυπικής απόκλισης του δείκτη μόχλευσης οδηγεί σε μείωση του δείκτη επενδύσεις / κεφάλαιο ύψους 1,07 ποσοστιαίες μονάδες εκτός ύφεσης και 1,65 ποσοστιαίες μονάδες σε περιόδους ύφεσης.*

Σύμφωνα με τον Bernanke (1998) ο οικονομικός επιταχυντής πρέπει να επηρεάζει τις μικρές επιχειρήσεις περισσότερο από τις μεγάλες επιχειρήσεις .

Στην τελευταία υπόθεση υπάρχει η εισαγωγή ψευδών-συντελεστών οι οποίες είναι , η μια όταν η εταιρεία είναι μικρή , μεσαία ή μεγάλη αντίστοιχα. (Vermeulen (2002)). Μετά από εκτιμήσεις ανακάλυφθηκε ότι μια αύξηση της

τυπικής απόκλισης του δείκτη μόχλευσης(χρέος/ενεργητικό) οδηγεί σε μια μείωση στο ποσοστό των επενδύσεων κατά 5,6 ποσοστιαίες μονάδες για μικρές επιχειρήσεις.

Όμως δεν βρέθηκε κάποια απόδειξη ότι ο δείκτης (χρέος/ ενεργητικό) έχει επιρροή σε μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις.(Vermeulen , 2002)

Τέλος η παλινδρόμηση γίνεται συνδυάζοντας την μια ψευδό μεταβλητή για την οικονομική ύφεση και την άλλη για το μέγεθος της εταιρείας.

Τα προηγούμενα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μικρές επιχειρήσεις είναι περισσότερο ευαίσθητες σε μεταβλητές του ισολογισμού αλλά δεν βρέθηκε κάποια απόδειξη ότι αυτό αυξάνει σε περιόδους ύφεσης.(Vermeulen). Μεσαίες επιχειρήσεις φαίνεται να μην επηρεάζονται από τον οικονομικό επιταχυντή έξω από μια οικονομική επιβράδυνση και μεγάλες εταιρείες έχουν την τάση να μην επηρεάζονται καθόλου.

Συμπέρασμα από τη μελέτη αυτή είναι ότι υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι η επένδυση μικρών εταιρειών είναι πιο ευάλωτες σε ασταθείς ισολογισμούς. Από την άλλη πλευρά όμως δεν μπορεί να επιβεβαιωθεί ότι οι μικρές επιχειρήσεις υποφέρουν έναν δυνατότερο επιταχυντή σε περιόδους ύφεσης από ότι εκτός υφέσεων. Οι μεγάλες επιχειρήσεις δεν επηρεάζονται από έναν χρηματοοικονομικό επιταχυντή κατά τη διάρκεια και εκτός των οικονομικών συστολών. Δεν υπάρχουν αποδείξεις ότι οι μεσαίες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν έναν οικονομικό επιταχυντή εκτός ύφεσης. Ωστόσο μεσαίες επιχειρήσεις με αδύναμο ισολογισμό φαίνεται να γίνονται θύμα κατά τη διάρκεια χρηματοοικονομικών υφέσεων. Η επιρροή του αδύναμου ισολογισμού σε υφέσεις φαίνεται να είναι δυνατότερη στη Γαλλία και την Ισπανία από ότι στη Γερμανία και την Ισπανία. Σαφώς περαιτέρω έρευνα με πολλά δεδομένα απαιτείται για την αντιμετώπιση πιθανών ασύμμετρων επιρροών για τον χρηματοοικονομικό επιταχυντή.

Υπάρχουν όμως άφθονες ενδείξεις ότι ένας χρηματοοικονομικός επιταχυντής με διαφορετική περιεκτικότητα σε τάξεις μεγέθους εταιρειών και ασύμμετρες επιρροές πάνω στον κύκλο λαμβάνει μέρος στην Ευρώπη.

4.1.2 Υπόδειγμα

Η παρούσα έρευνα βασίζεται στο υπόδειγμα της μεθοδολογίας για την απόδειξη του επιταχυντή στην Ευρώπη και σε χώρες που ήταν στη διαδικασία ένταξής τους, στην Ευρωπαϊκή Ένωση. (Vermeulen 2002, Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe) και (Roman Horváth Financial accelerator effects in the Balance Sheets of Czech Firms). Θα ερευνήσουμε την συμπεριφορά των επενδύσεων στην Ελλάδα από το 2004 έως το 2011, χρησιμοποιώντας τις εξής υποθέσεις:

H₁: Εάν οι θέσεις του ισολογισμού αποτελούν καθοριστικό στοιχείο των επενδυτικών δαπανών των επιχειρήσεων.

H₂: Εάν σε περίπτωση οικονομικής ύφεσης, οι θέσεις του ισολογισμού είναι σημαντικές στις επενδυτικές δαπάνες των εταιρειών .

H₃: Οι επιρροές του χρηματοοικονομικού επιταχυντή στις επενδυτικές δαπάνες διαφέρουν για μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις, σε περίοδο ύφεσης. Οι μικρές επιχειρήσεις είναι πιθανό να επηρεαστούν περισσότερο.

Στην έρευνα χρησιμοποιούμε παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή, τις επενδύσεις και ως ανεξάρτητες μεταβλητές τους δείκτες του ισολογισμού των εταιρειών. Τη μόχλευση (χρέος προς συνολικό ενεργητικό), το βραχυπρόθεσμο χρέος ,τη ρευστότητα και την πιστοληπτική ικανότητα . Προσθέτουμε σε αυτές τις μεταβλητές και dummies, τα οποία αφορούν το μέγεθος των επιχειρήσεων (μικρές, μεγάλες) και την περίοδο υφέσεων .

Θα αποδείξουμε πως επιδρά ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής στην Ελληνική Οικονομία.

Πολλές εμπειρικές μελέτες έχουν εξετάσει αυτές τις υποθέσεις, όπου αφού λάβουν υπόψη τους τις προσδιοριστικές μεταβλητές της επένδυσης, δείχνουν ότι οι μεταβλητές ισολογισμών (συνήθως ταμειακές ροές ή γενικότερα μέτρα της ρευστότητας) έχουν επιπτώσεις στις δαπάνες επένδυσης (Fazzari et. al., 1988; Oliner και Rudebusch, 1992; Whited, 1992; Schaller, 1993; Bond και Meghir, 1994; Hubbard et. al., 1995; Goergen και Renneboog, 2001; Vijverberg, 2004). Συνήθως, οι οικονομετρικές μελέτες για τη διερεύνηση οικονομικές επιπτώσεις επιταχυντή αναλύουν την εταιρική δυναμική επένδυση.

4.1.3 Δεδομένα

Η έρευνα που ακολουθεί χρησιμοποιεί δεδομένα από την βάση δεδομένων World scope Thomson DataStream. Τα δεδομένα έχουν ετήσια βάση με περίοδο ανάλυσης από το 2004 έως το 2011. Χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από ισολογισμούς ελληνικών εταιρειών καθώς και στοιχεία από καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως. Οι εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν είναι εταιρείες από τον ευρύτερο ελληνικό βιομηχανικό κλάδο και οι οποίες είναι στη χρηματιστηριακή αγορά.

Το δείγμα των επιχειρήσεων είναι το ακόλουθο:

ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ	
Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	9
Βιομηχανίες Πρώτων Υλών, Χάλυβα, Μετάλλων	15
Χημικά	6
Φαρμακευτικές Βιομηχανίες	2
Τρόφιμα, Ποτά, Καπνό	15
Βιομηχανίες Ηλεκτρισμού	2
ΣΥΝΟΛΟ	49

Για τον έλεγχο του μεγέθους των επιχειρήσεων σε μικρές και μεγάλες ελέγχθηκε το ενεργητικό της κάθε επιχείρησης . Μεγάλη είναι μια εταιρεία με ενεργητικό μεγαλύτερο από το μέσο όρο του κλάδου που ανήκει κάθε επιχείρηση και μικρή με ενεργητικό μικρότερο αντίστοιχα.

Για την ανάλυση των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε το πρόγραμμα E views . Τα δεδομένα αποτελούν panel data . Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για αυτή την ανάλυση είναι η GMM (Generalized Method of Moments) , η οποία είναι η καταλληλότερη για την εκτίμηση του δείκτη των επενδυτικών δαπανών ,γιατί λαμβάνει υπ' όψη την αυτό-συσχέτιση στον διαταρακτικό όρο και καταλήγει σε συνεπή εκτίμηση των τυπικών σφαλμάτων.

Ουσιαστικά όμως, το υπόδειγμα είναι γραμμικό, άρα αυτή θεωρείται η καταλληλότερη μέθοδος, γι' αυτό και θα δοθεί περισσότερο βάρος στα αποτελέσματα από αυτή την εκτίμηση.

Στην ανάλυση περιλαμβάνονται επίσης χρονικές ψευδώς-μεταβλητές προκειμένου να ελεγχθεί η ύπαρξη πιθανής εξάρτησης μεταξύ των μεταβλητών του panel, όπου τα τυπικά σφάλματα έχουν διορθωθεί για την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης. Επίσης, με βάση τον έλεγχο Arellano και Bond (1991), δεν φαίνεται να υπάρχει πρόβλημα αυτό-συσχέτισης στα κατάλοιπα της εξίσωσης.

Σημειώστε ότι δεν μπορεί κανείς να χρησιμοποιήσει τα επίπεδα των μεταβλητών σε υστέρηση 1 ως όργανο λόγω της παρουσίας του σφάλματος στην παλινδρόμηση.

Η εγκυρότητα των μέσων (instruments) εξαρτάται από την έλλειψη της σειριακής συσχέτισης του όρου του σφάλματος.

Οι Arellano και Bond (1991) έχουν αναπτύξει στατιστικά στοιχεία δοκιμής για να δοκιμαστεί η πρώτη τάξη και για δεύτερη η συσχέτιση των διαφορετικών καταλοίπων. Το GMM είναι ευρέως γνωστό ως η λύση για τις ενδογενείς μεταβλητές της παλινδρόμησης: οι ερμηνευτικές μεταβλητές συσχετίζονται με τον όρο σφάλματος της παλινδρόμησης, η μέθοδος αυτή παρέχει έναν τρόπο να αποκτήσουν οι παράμετροι ωστόσο συνεπείς εκτιμήσεις.

Τα δεδομένα που λήφθηκαν από τη Data Stream έχουν πρόσβαση μόνο για την περίοδο από το 2004 έως το 2010.

4.1.4 Ύφεση και Επενδύσεις

Προκειμένου να τεστάρουμε εάν ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής είναι ισχυρός σε υφέσεις θα πρέπει να εντοπίσουμε πρώτα την περίοδο των υφέσεων.

Στον πίνακα 1 παρέχεται η βιομηχανική παραγωγή για την Ελλάδα από το 2004 έως το 2011. Το μήκος της ύφεσης όμως δεν δείχνει και απαραίτητα τη σοβαρότητα της ύφεσης .

Πίνακας 1

Βιομηχανική παραγωγή (Ελλάδα)

2004	100,86
2005	100
2006	100,85
2007	103,16
2008	99,02
2009	89,71
2010	84,46
2011	Δεν βρέθηκαν αποτελέσματα

Στον πίνακα 2 δίνεται μια πιο διορατική φύση των υφέσεων.

Πίνακας 2

	2008	2009	2010
GR GOVERNMENT CONSUMPTION	1,50%	10,33%	-8,31%
GR GROSS FIXED CAPITAL FORMATION	-7,51%	-11,19%	-16,52%
GR CHANGES IN INVENTORIES	-5,48%	-148,03%	-44,04%
CONSUMER SPENDING	3,21%	-1,76%	-4,63%
TOTAL DOMESTIC EXPENDITURE	2,87%	0,58%	-5,41%

Από τον πίνακα μπορούμε να διακρίνουμε ότι η ύφεση συμπίπτει με μια σοβαρή μείωση και στη δημόσια κατανάλωση(gross fixed capital) και στη μείωση των αποθεμάτων. Η μείωση στη δημόσια κατανάλωση είναι ένα σημαντικό σημάδι της ύφεσης.

4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

4.2.1 Έλεγχος Υποθέσεων

Σε αυτή την εργασία θα προσπαθήσουμε να εξετάσουμε εάν οι εταιρείες είναι περισσότερο ευάλωτες σε έναν χρηματοοικονομικό επιταχυντή. Οι υποστηρικτές της οικονομικής θεωρίας του επιταχυντή έχουν χρησιμοποιήσει τον όρο «ασταθείς ισολογισμούς» για τις επιχειρήσεις.

Στην πρώτη υπόθεση **H1** θα εξετασθεί αν οι θέσεις του ισολογισμού είναι καθοριστικοί παράγοντες για τις επενδύσεις. Αυτή η υπόθεση είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τη θεωρία του χρηματοοικονομικού επιταχυντή. Για την έρευνα χρησιμοποιήθηκαν τέσσερις δείκτες του ισολογισμού.

Αυτοί οι δείκτες του ισολογισμού είναι οι εξής:

DA_{it}: δείχνει τη μόχλευση των εταιρειών και υπολογίζεται από συνολικό χρέος προς συνολικό ενεργητικό της επιχείρησης. (leverage)

SDCA_{it}: αυτός ο δείκτης είναι η ρευστότητα (liquidity) των επιχειρήσεων και δείχνει το βραχυπρόθεσμο χρέος σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Υπολογίζεται από το κυκλοφορούν ενεργητικό προς τις υποχρεώσεις. (current assets /current liabilities).

FS_{it}: δείχνει το βραχυπρόθεσμο χρέος προς το συνολικό χρέος. Οι προσπάθειες για να μετρηθεί το μέγεθος της επιχείρησης πρέπει να αυτοχρηματοδοτείται βραχυπρόθεσμα και όχι μακροπρόθεσμα και συνεπώς με την πρόσβασή της σε μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση (market access).

Cov_{it}: (coverage ratio) είναι η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του χρέους (credit worthiness). Ο δείκτης αυτός υπολογίστηκε ως εξής (ebit / interest expense ratio) . Αυτός ο δείκτης μπορεί να έχει χρησιμοποιηθεί σε πολλές έρευνες (Gertler & Gilchrist 1994) αλλά είναι μια αμφιλεγόμενη μεταβλητή γιατί υπάρχουν προβλήματα που προκύπτουν κατά τη χρήση του δείκτη κάλυψης. Είναι γνωστό ότι οι ταμειακές ροές σχετίζονται στενά με τις επενδύσεις . Αλλά δεν είναι γνωστό εάν αυτό οφείλεται στις πραγματικές επιπτώσεις του επιταχυντή ή σε μια ταμειακή ροή που περιέχει πληροφορίες σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία.

Η κατεύθυνση προς την οποία οι δείκτες αυτοί αποδίδουν ασθενέστερους ισολογισμούς υποτίθεται ότι λειτουργεί ως εξής:

Το υψηλότερο συνολικό χρέος ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού και το υψηλότερο βραχυπρόθεσμο χρέος σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία αποδίδουν έναν πιο αδύναμο ισολογισμό. Το υψηλότερο βραχυπρόθεσμο χρέος ως ποσοστό του συνολικού χρέους, δίνει και ασθενέστερο ισολογισμό. Ενώ όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης coverage ratio τόσο ισχυρότερος είναι και ο ισολογισμός.

Για την υπόθεση **H1** χρησιμοποιούμε έναν απλό προσδιορισμό επιταχυντή πωλήσεων (sales-accelerator, βλ. Oliner , Rudebush and Sichel 1995) στο ποσοστό των επενδύσεων. Υποστηρίζεται ότι το υπόδειγμα του επιταχυντή πωλήσεων έχει μια μακροχρόνια παράδοση και λειτουργεί συνήθως καλύτερα έναντι των περιπλοκότερων προδιαγραφών επένδυσης . (Vermeulen ,2002).

$$IK_{it} = \alpha + \beta IK_{i,t-1} + \gamma SK_{i,t-1} + \theta B_{i,t-1} + \delta_t + u_i + e_{i,t}$$

Όπου IK_{it} είναι ο δείκτης επενδυτικών δαπανών προς τα ίδια κεφάλαια μιας εταιρείας i σε χρόνο t (investment capital ratio) και υπολογίστηκε από το CAPEX ~ Capital expenditure~ προς το book value. Το capex δείχνει τις επενδύσεις που γίνονται για να ανανεωθούν τα πάγια μιας εταιρείας.

Ο δείκτης $SK_{i,t-1}$ είναι ο δείκτης των πωλήσεων προς τα ίδια κεφάλαια, σε χρόνο $t-1$. Και υπολογίστηκε sales/ book value.

$B_{i,t-1}$: μετράει τη θέση του ισολογισμού με (DA_{it} , $SDCA_{it}$, FS_{it} ή το Cov_{it})

δ_t : είναι time fixed effect

u_i : είναι ένα απαραίτητο firm fixed effect.

Και

$e_{i,t}$: (error term) είναι ένας σειριακός ασυσχέτιστος όρος σφάλματος και επίσης είναι ασυσχέτιστος με όλες τις μεταβλητές στο χρόνο $t-1$.

Το time fixed effect και το firm fixed effect στην ανωτέρω παλινδρόμηση ελέγχει τις διαφορές που υπάρχουν στο δείγμα μας.

$\Theta_{1,2}$: Ο συντελεστής αυτός μετρά την ευαισθησία του δείκτη των επενδύσεων όσον αφορά τις αλλαγές στον κάθε δείκτη του ισολογισμού.

Εάν η χρηματοοικονομική υπόθεση του επιταχυτή είναι σωστή τότε το θ θα πρέπει να είναι αρνητικό όταν το $B_{i,t-1}$ μετριέται από το $(DA_{it}, SDCA_{it}, FS_{it})$ και θα πρέπει να είναι θετικό αν μετριέται από το Cov_{it} .

Για την πρώτη υπόθεση **H1** θα πρέπει να γίνει ανάλυση κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής με την εξαρτημένη (IK), για να ελεγχθεί πόσο σημαντικές είναι για το δείγμα.

Στην παρακάτω ανάλυση φαίνονται τα αποτελέσματα από την επίδραση του επιταχυτή. Οι συντελεστές δείχνουν το σωστό σημάδι, όπως περιμέναμε από τον χρηματοοικονομικό επιταχυτή.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι σημαντικές με $prob < 0,05$. Οι εκτιμώμενοι συντελεστές για τις μεταβλητές του ισολογισμού μετρούν την μέση επίδραση σε όλους τους κλάδους, όλες τις τάξεις μεγέθους και σε όλα τα έτη.

Η παλινδρόμηση είναι ίδια για όλες τις αναλύσεις το μόνο που αλλάζει είναι η αλλαγή της θέσης του ισολογισμού.

Έλεγχος της μεταβλητής DA_{t-1} :

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/13/12 Time: 23:20

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 47

Total panel (unbalanced) observations: 138

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) IK(-2) SK(-2) DA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	-0.224209	0.046967	-4.773714	0.0000
SK(-1)	0.005899	0.001845	3.197866	0.0017
DA(-1)	-0.003522	0.000318	-11.06270	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.003438	S.D. dependent var	0.164239
S.E. of regression	0.192890	Sum squared resid	5.022907
J-statistic	15.70786	Instrument rank	16.000000

Η επίδραση του επιταχυντή στις μοχλευμένες εταιρείες είναι εμφανής με τον αρνητικό συντελεστή. Η ανεξάρτητη μεταβλητή DA_{t-1} παρατηρείται ότι είναι σημαντική. (Proν<0.05)

Έλεγχος της μεταβλητής SDCA_{t-1}:

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/14/12 Time: 01:03

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 49

Total panel (unbalanced) observations: 166

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) SDCA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000397	5.12E-05	7.746522	0.0000
SK(-1)	-0.006377	0.001817	-3.510156	0.0006
SDCA(-1)	-0.212069	0.031410	-6.751565	0.0000

Effects Specification

 Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.012228	S.D. dependent var	0.174108
S.E. of regression	0.220893	Sum squared resid	7.953405
J-statistic	13.18807	Instrument rank	16.000000

Και σε αυτό το μοντέλο επιδρά ο επιταχυντής στη μεταβλητή της ρευστότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και επίσης η μεταβλητή αυτή δείχνει πόσο σημαντική είναι για το δείγμα μας. Οι ελληνικές εταιρείες φαίνεται ότι είναι πιο ευάλωτες στη ρευστότητα.

Έλεγχος της FS_{t-1}:

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/14/12 Time: 12:01

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 48

Total panel (unbalanced) observations: 158

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) FS(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000338	2.14E-05	15.78392	0.0000
SK(-1)	0.003299	0.004212	0.783171	0.4347
FS(-1)	-0.207903	0.019025	-10.92799	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	7.86E-05	S.D. dependent var	0.143672
S.E. of regression	0.205002	Sum squared resid	6.513979
J-statistic	13.46559	Instrument rank	16.000000

Η μεγάλη επίδραση του επιταχυντή είναι εμφανής στη μεταβλητή FS_{t-1} . Έχει και αυτό το σωστό σήμα για την ύπαρξη του επιταχυντή.

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/15/12 Time: 22:37

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 48

Total panel (unbalanced) observations: 161

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) COV(-2) SK(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000276	9.59E-06	28.80859	0.0000
SK(-1)	-0.003004	0.000611	-4.914950	0.0000
COV(-1)	3.01E-06	7.61E-07	3.958575	0.0001

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.012751	S.D. dependent var	0.176761
S.E. of regression	0.200028	Sum squared resid	6.321788
J-statistic	19.06458	Instrument rank	17.000000

Σε αυτή τη περίπτωση παρατηρούμε το σωστό συντελεστή για τη μεταβλητή και υπάρχει και το σωστό σήμα για την εμφάνιση του επιταχυντή καθώς επίσης η μεταβλητή είναι σημαντική. Η ύπαρξη της χαμηλής σημαντικότητας μπορεί να μην είναι πολύ περίεργη. (Vermeulen (2002.)). Για όλες τις μεταβλητές μας ενδιαφέρει ο σωστός συντελεστής, όπου και τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι η υπόθεση H1 είναι σωστή.

Στη συνέχεια θα γίνει ανάλυση της δεύτερης υπόθεσης **H2** η οποία θα δείξει αν σε περίπτωση οικονομικής ύφεσης, οι θέσεις του ισολογισμού είναι καθοριστικής σημασίας για τις επενδύσεις. Η περίοδος της ύφεσης για την Ελλάδα είναι από το 2008 έως το 2010. Αυτό αποδείχθηκε στην ανάλυση της ύφεσης με την πτώση της βιομηχανικής παραγωγής.

Σε αυτή την ανάλυση της υπόθεσης θα χρησιμοποιηθεί μια dummy για να δείξει την ύφεση. Η dummy αυτή συμβολίζεται ως *down*.

Η παλινδρόμηση θα έχει την εξής μορφή:

$$IK_{it} = \alpha + \beta IK_{i,t-1} + \gamma SK_{i,t-1} + (\theta_1 + \theta_2 * \text{DOWN}) B_{i,t-1} + \delta_t + u_i + e_{i,t}$$

Όπου όπως αναφέρθηκε νωρίτερα $B_{i,t-1}$: μετράει τη θέση του ισολογισμού με (DA_{it} , $SDCA_{it}$, FS_{it} ή το Cov_{it}).

Για την δεύτερη υπόθεση **H2** θα πρέπει να γίνει ανάλυση κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής με την εξαρτημένη (IK) μέσα σε περιόδους ύφεσης, για να ελεγχθεί πόσο σημαντικές είναι για το δείγμα. Και επίσης θα ελεγχθεί εάν οι συντελεστές του ισολογισμού διαφέρουν σε περιόδους ύφεσης ή εκτός ύφεσης.

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/15/12 Time: 22:11

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 49

Total panel (unbalanced) observations: 166

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) DA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000688	5.91E-05	11.62812	0.0000
SK(-1)	0.010236	0.004247	2.410168	0.0171
DA(-1)	-0.001564	0.000188	-8.312890	0.0000
DOWN*DA(-1)	-0.002023	0.000210	-9.626092	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.012228	S.D. dependent var	0.174108
S.E. of regression	0.198611	Sum squared resid	6.390310
J-statistic	15.50273	Instrument rank	16.000000

Η Θ_2 μετράει την επιπλέον επίδραση της ύφεσης. Εάν ο οικονομικός επιταχυντής είναι δυνατότερος σε υφέσεις από ότι εκτός υφέσεων, θα πρέπει ο συντελεστής Θ_2 να είναι αρνητικός όταν μετράται με τις μεταβλητές (DA_{it-1} , $SDCA_{it-1}$, FS_{it-1}) και θετικός όταν μετράται με Cov_{it-1} . (VERMEULEN 2002).

Η επίδραση του επιταχυντή σε ύφεση της οικονομίας οδηγεί σε μείωση στο δείκτη των επενδύσεων από ότι εκτός υφέσεων. Και αυτό το παρατηρούμε αν

ελέγξουμε την επιπλέον επίδραση στην ύφεση με (-0,003587) . Ενώ εκτός ύφεσης είναι (-0.001564).

Η ανεξάρτητη μεταβλητή δείχνει ότι είναι σημαντική σε σχέση με την εξαρτημένη. Η περίοδος της ύφεσης για την Ελλάδα είναι από το 2008 έως 2010. Επίσης παρατηρείται ότι οι ελληνικές εταιρείες οι οποίες είναι μοχλευμένες την περίοδο της ύφεσης παρατηρείται ότι έχουν αρνητική σχέση με τις επενδύσεις. Επομένως οι επιχειρήσεις είναι πιο ευάλωτες σε αδύναμους ισολογισμούς , αλλά και σε αδύναμους ισολογισμούς μέσα σε ύφεση.

Θεωρούμε ότι η πιστωτική τράπεζα έχει σημαντικό αντίκτυπο στην Ελλάδα και την οικονομική της δραστηριότητα. Η διαθεσιμότητα των τραπεζικών πιστώσεων προς τις ιδιωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας από τη συνεχιζόμενη ύφεση.

Η μεγάλη εξάρτηση από την εξωτερική χρηματοδότηση σε μια εποχή ύφεσης το κόστος έχει χαρακτηριστεί ως οικονομική επίδραση του χρηματοοικονομικού επιταχυντή.

Σε δύσκολους καιρούς η πίστωση γίνεται ακριβότερη από ό, τι σε μια οικονομία με σταθερή οικονομία, και οι επιχειρήσεις μπορεί να καθυστερήσουν τις επενδύσεις και την παραγωγή. Η ύφεση κάνει χειρότερη οικονομική κατάσταση των ελληνικών εταιρειών και κυρίως όσων εταιρειών οι ισολογισμοί τους είναι αδύναμοι. Και αυτό γιατί οι τράπεζες δεν χορηγούν δάνεια σε εταιρείες με αδύναμους ισολογισμούς και στη περίπτωση που χρηματοδοτήσουν τέτοιες εταιρείες θα ζητήσουν υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης. (Βλ. Bernanke, B., Gertler, M., 1989. Agency costs, net worth and business fluctuations. American Economic Review 79, 14–31.)

Η μεγάλη εξάρτηση από την εξωτερική χρηματοδότηση σε μια εποχή ύφεσης το κόστος έχει χαρακτηριστεί ως οικονομική επίδραση του χρηματοοικονομικού επιταχυντή.

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/15/12 Time: 22:12

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 49

Total panel (unbalanced) observations: 166

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) SDCA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000663	7.89E-05	8.413074	0.0000
SK(-1)	0.003058	0.005061	0.604346	0.5465
SDCA(-1)	-0.148836	0.024974	-5.959567	0.0000
DOWN*SDCA(-1)	-0.060687	0.011564	-5.247921	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.012228	S.D. dependent var	0.174108
S.E. of regression	0.211908	Sum squared resid	7.274626
J-statistic	11.77252	Instrument rank	16.000000

Και σε αυτή την περίπτωση έχουμε σημαντική μεταβλητή της ρευστότητας και έχει αρνητικό συντελεστή, όπως αναφέρεται και στην επίδραση του επιταχυτή. Η εμφάνιση του χρηματοοικονομικού επιταχυτή είναι εμφανής και πολύ ισχυρός σε περίοδο ύφεσης με ποσό (-0,209523). Ενώ εκτός ύφεσης το ποσό είναι (-0.148836).

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/15/12 Time: 22:13

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 48

Total panel (unbalanced) observations: 158

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) FS(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000627	3.13E-05	20.00855	0.0000
SK(-1)	0.008083	0.003293	2.454839	0.0152
FS(-1)	-0.100372	0.018828	-5.331031	0.0000
FS(-1)*DOWN	-0.117469	0.006856	-17.13359	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	7.86E-05	S.D. dependent var	0.143672
S.E. of regression	0.204977	Sum squared resid	6.470382
J-statistic	13.32410	Instrument rank	16.000000

Η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι σημαντική και έχει επιπλέον επιρροή από τον χρηματοοικονομικό επιταχυντή, με ποσό (-0,217841). Ενώ η μεταβλητή εκτός ύφεσης ο συντελεστής είναι στο ποσό (-0.100372). Το ποσοστό του δείκτη επενδύσεων και σε αυτή την περίπτωση μειώνεται.

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν στηρίξει την πραγματική οικονομία κατά τα τελευταία δύο χρόνια, παρά τις σοβαρές δυσκολίες στη χρηματοδότησή τους στις διεθνείς αγορές χρήματος, λόγω της κυρίαρχης κρίση του χρέους.

Κατά την περίοδο της ύφεσης μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η πρόσβαση στο δανεισμό κάποιων εταιρειών είναι σημαντική για να κάνουν επενδύσεις αλλά προτιμούν να καλύψουν άλλες υποχρεώσεις .

Ο δανεισμός των ελληνικών εταιρειών έχει παγώσει και μόνο στις υγιείς εταιρείες και σε εταιρείες με δυνατούς ισολογισμούς μπορούν να χορηγήσουν οι τράπεζες πιστώσεις .

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/15/12 Time: 22:14

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 48

Total panel (unbalanced) observations: 161

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) COV(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000348	3.16E-05	11.01008	0.0000
SK(-1)	0.001285	0.003081	0.417185	0.6771
COV(-1)	0.005222	0.001833	2.848850	0.0050
DOWN*COV(-1)	-0.005253	0.001843	-2.849939	0.0050

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.012751	S.D. dependent var	0.176761
S.E. of regression	0.243827	Sum squared resid	9.333894
			16.00000
J-statistic	18.07963	Instrument rank	0

Στο ανωτέρω μοντέλο είναι φανερό ότι η μεταβλητή COV είναι σημαντική και έχει το κατάλληλο συντελεστή, όταν γίνεται έλεγχος εκτός και εντός ύφεσης. Μετά την ανάλυση αυτής της υπόθεσης παρατηρείται ότι όλες οι μεταβλητές είναι σημαντικές για το μοντέλο και έχουν το κατάλληλο σήμα, με αρνητικό συντελεστή. Αυτό δείχνει την ύπαρξη του χρηματοοικονομικού επιταχυντή μέσα σε περίοδο ύφεσης και αποδεικνύεται ότι το ποσοστό του δείκτη επενδύσεων μειώνεται εντός ύφεσης.

Για την **H3** θα πρέπει να γίνει ανάλυση της εξαρτημένης μεταβλητής με τις εξαρτημένες για να ελεγχθεί εάν ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής έχει επίδραση περισσότερο σε μικρές εταιρείες ή σε μεγάλες εταιρείες. Οι εταιρείες στο δείγμα έχουν χωριστεί σε μικρές εταιρείες με μικρό ενεργητικό σε σύγκριση με το ενεργητικό του κλάδου τους και σε μεγάλες αντίστοιχα.

Η παλινδρόμηση για την τρίτη υπόθεση είναι η εξής:

$$IK_{it} = \alpha + \beta IK_{i,t-1} + \gamma SK_{i,t-1} + \theta_s B_{i,t-1} + \theta_l B_{i,t-1} + \delta_t + u_i + e_{i,t}$$

Και σε αυτή την περίπτωση χρησιμοποιήθηκαν dummies για μικρές και μεγάλες εταιρείες.

θ_s : συντελεστής για τις μικρές εταιρείες

θ_l : συντελεστής για τις μεγάλες εταιρείες

Στην υπόθεση αυτή αναμένεται ότι οι μικρές εταιρείες δείχνουν μεγαλύτερη ευαισθησία από τις μεγάλες εταιρείες. Θα αποδειχθεί εάν ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής επηρεάζει ανάλογα με το μέγεθος των εταιρειών.

Όσο πιο μικρή είναι μια επιχείρηση, τόσο δυσκολότερη πρόσβαση έχει στον τραπεζικό δανεισμό - τον οποίο θεωρεί απαραίτητο επιχειρηματικό εργαλείο - μικρότερες δυνατότητες διαπραγμάτευσης με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ελλιπή ενημέρωση.

Ακολουθεί σύγκριση των μεταβλητών για μικρές και μεγάλες εταιρείες.

Μικρές εταιρείες

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 01:46

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 90

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) DA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000173	5.30E-06	32.74015	0.0000
SK(-1)	-0.004591	0.000270	-16.99830	0.0000
S*DA(-1)	-0.002701	3.65E-05	-74.00932	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.010910	S.D. dependent var	0.214102
S.E. of regression	0.222978	Sum squared resid	4.325556
J-statistic	14.66410	Instrument rank	16.000000

Μεγάλες εταιρείες

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 01:47

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 24

Total panel (unbalanced) observations: 76

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) DA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	-0.160230	0.012596	-12.72103	0.0000
SK(-1)	0.028503	0.011040	2.581779	0.0118
L*DA(-1)	0.003599	0.000361	9.958645	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.013789	S.D. dependent var	0.110858
S.E. of regression	0.161783	Sum squared resid	1.910680
J-statistic	14.52109	Instrument rank	16.000000

Επομένως παρατηρείται ότι για τις μικρές εταιρείες υπάρχει μια δυνατότερη επιρροή του επιταχυτή. Η μεταβλητή των μικρών εταιρειών είναι σημαντική. Για τις μεγάλες εταιρείες δεν υπάρχει κάποια ένδειξη επιρροής του επιταχυτή.

Μεγάλες εταιρείες

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 01:44

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 24

Total panel (unbalanced) observations: 76

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) FS(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000279	7.04E-06	39.70543	0.0000
SK(-1)	-0.003599	0.000876	-4.107527	0.0001
L*FS(-1)	-0.001947	0.002695	-0.722467	0.4721

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	-0.012343	S.D. dependent var	0.165174
S.E. of regression	0.226540	Sum squared resid	4.208252
J-statistic	16.92371	Instrument rank	16.000000

ΜΙΚΡΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 01:45

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 90

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) FS(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

IK(-1)	0.211048	0.056844	3.712764	0.0004
SK(-1)	0.050672	0.013814	3.668259	0.0005
S*FS(-1)	-0.201761	0.046652	-4.324852	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.014542	S.D. dependent var	0.113076
S.E. of regression	0.178327	Sum squared resid	2.226030
J-statistic	16.57774	Instrument rank	16.000000

Παρατηρούμε ότι η επίδραση του επιταχυντή για τις μικρές εταιρείες είναι μεγαλύτερη από τις μεγάλες. Σε αυτή την ανάλυση οι μικρού μεγέθους, για την μεταβλητή FS_{t-1} , εταιρείες έχουν αρνητική συσχέτιση με τις επενδύσεις με $\theta_s = -0.201761$ με την ανεξάρτητη μεταβλητή της πρόσβασης στον μακροπρόθεσμο δανεισμό να είναι πολύ σημαντική για την ανεξάρτητη. Ενώ για τις μεγάλες εταιρείες δεν φαίνεται να υπάρχει κάποια επίδραση.

Μικρές εταιρείες

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 01:48

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 90

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) SDCA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

IK(-1)	0.000289	3.33E-06	86.83981	0.0000
SK(-1)	-0.003518	0.000198	-17.74546	0.0000
S*SDCA(-1)	-0.023970	0.001009	-23.75680	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.010910	S.D. dependent var	0.214102
S.E. of regression	0.223247	Sum squared resid	4.336024
J-statistic	15.85712	Instrument rank	16.000000

Μεγάλες εταιρείες

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 01:49

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 24

Total panel (unbalanced) observations: 76

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) SDCA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.010598	0.019646	0.539443	0.5912
SK(-1)	0.057221	0.012251	4.670701	0.0000
L*SDCA(-1)	0.001775	0.013992	0.126833	0.8994

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.013789	S.D. dependent var	0.110858
S.E. of regression	0.169458	Sum squared resid	2.096262
J-statistic	13.91979	Instrument rank	16.000000

Σε αυτή την ανάλυση μπορεί να είναι σημαντική η μεταβλητή για τις μικρές εταιρείες και έχει το σωστό συντελεστή. Ενώ για τις μεγάλες δεν υπάρχει κάποια απόδειξη.

Μικρές εταιρείες

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 01:50

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 89

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) COV(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000281	1.13E-05	24.72985	0.0000
SK(-1)	-0.003869	0.000591	-6.543725	0.0000
S*COV(-1)	-1.84E-06	4.32E-07	-4.266582	0.0001

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.010809	S.D. dependent var	0.215310
--------------------	----------	--------------------	----------

S.E. of regression	0.221792	Sum squared resid	4.230481
J-statistic	14.14615	Instrument rank	16.000000

Ο συντελεστής της μεταβλητής *Con* είναι αρνητικός για τις μικρές εταιρείες και επίσης η μεταβλητή είναι πολύ σημαντική για την ανάλυση του μοντέλου. Ενώ για τις μεγάλες εταιρείες δεν υπάρχει κάποια ένδειξη, όπως παρατηρείται παρακάτω:

Μεγάλες εταιρείες

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 01:51

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 23

Total panel (unbalanced) observations: 72

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) COV(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.086515	0.018600	4.651424	0.0000
SK(-1)	0.051117	0.010281	4.971776	0.0000
L*COV(-1)	-0.000371	0.000261	-1.422742	0.1593

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.015151	S.D. dependent var	0.113759
S.E. of regression	0.178301	Sum squared resid	2.193606

J-statistic	10.57007	Instrument rank	16.000000
-------------	----------	-----------------	-----------

Στη συνέχεια της **H3** γίνεται μια έρευνα κατά πόσο μέσα στην ύφεση από το 2008 έως το 2010 επηρεάστηκαν περισσότερο οι μικρές ή οι μεγάλες εταιρείες.

Στην έρευνα αυτή πραγματοποιείται μια πολύπλοκη παλινδρόμηση η οποία αποτελείται από την εξαρτημένη μεταβλητή , την ανεξάρτητη αλλά και από την χρήση τριών dummies . Η μία αφορά την ύφεση και οι άλλες δυο το μέγεθος των εταιρειών μικρές ή μεγάλες.

Η παλινδρόμηση είναι η εξής :

$$IK_{it} = \alpha + \beta IK_{i,t-1} + \gamma SK_{i,t-1} + (\theta_s + \theta_{s\ down}) S B_{i,t-1} + (\theta_L + \theta_{L\ down}) L B_{i,t-1} + \delta_t + u_i + e_{i,t}$$

Με βάση την ανωτέρω παλινδρόμηση το δείγμα παίρνει την κατωτέρω μορφή.

Μικρές Εταιρείες

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/13/12 Time: 23:39

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 100

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) DA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

IK(-1)	0.000909	9.90E-05	9.181047	0.0000
SK(-1)	0.030804	0.008833	3.487391	0.0007
S*DA(-1)	-0.005547	0.000539	-10.28310	0.0000
S*DA(-1)*DOWN	-0.001581	0.000193	-8.197025	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.018771	S.D. dependent var	0.198288
S.E. of regression	0.238831	Sum squared resid	5.989221
J-statistic	15.63472	Instrument rank	16.000000

Μεγάλες Εταιρείες

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 03:20

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 24

Total panel (balanced) observations: 96

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) DA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	-0.488297	0.065526	-7.451906	0.0000
SK(-1)	0.015616	0.004082	3.825849	0.0002
L*DA(-1)	-0.000207	0.001515	-0.136486	0.8917
L*DA(-1)*DOWN	-0.000338	0.000901	-0.375081	0.7085

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	-0.010738	S.D. dependent var	0.162083
S.E. of regression	0.149959	Sum squared resid	2.068876
J-statistic	14.48342	Instrument rank	16.000000

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 03:18

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 25

Total panel (balanced) observations: 100

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) SDCA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000753	3.88E-05	19.40205	0.0000
SK(-1)	0.028575	0.003475	8.224023	0.0000
S*SDCA(-1)	-0.024385	0.005482	-4.448222	0.0000
S*SDCA(-1)*DOWN	-0.073995	0.006775	-10.92191	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.017044	S.D. dependent var	0.222876
S.E. of regression	0.230519	Sum squared resid	5.101325
J-statistic	12.75481	Instrument rank	16.000000

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 03:20

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 24

Total panel (balanced) observations: 96

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) SDCA(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	-0.558346	0.052987	-10.53745	0.0000
SK(-1)	0.016918	0.002907	5.819330	0.0000
L*SDCA(-1)	0.182229	0.019754	9.225124	0.0000
L*SDCA(-1)*DOWN	-0.013922	0.031387	-0.443554	0.6584

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	-0.010738	S.D. dependent var	0.162083
S.E. of regression	0.149382	Sum squared resid	2.052984
J-statistic	12.29200	Instrument rank	16.000000

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/13/12 Time: 23:43

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 100

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) FS(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.001002	4.57E-05	21.92251	0.0000
SK(-1)	0.039518	0.009850	4.011963	0.0001
FS(-1)*S	-0.157789	0.045521	-3.466325	0.0008
S*FS(-1)*DOWN	-0.114561	0.004709	-24.32731	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	7.89E-05	S.D. dependent var	0.155014
S.E. of regression	0.248928	Sum squared resid	6.258475
J-statistic	13.24374	Instrument rank	16.000000

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 03:20

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 24

Total panel (balanced) observations: 96

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) FS(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

IK(-1)	-0.470971	0.033741	-13.95854	0.0000
SK(-1)	0.016539	0.002114	7.823560	0.0000
L*FS(-1)	0.102013	0.048419	2.106875	0.0378
L*FS(-1)*DOWN	-0.062075	0.033316	-1.863231	0.0656

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	-0.010738	S.D. dependent var	0.162083
S.E. of regression	0.149154	Sum squared resid	2.046726
J-statistic	13.59010	Instrument rank	16.000000

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/14/12 Time: 14:58

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 100

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	0.000658	3.06E-05	21.53463	0.0000
SK(-1)	0.036697	0.003343	10.97840	0.0000
S*COV(-1)	-0.011144	0.001733	-6.431624	0.0000
S*COV(-1)*DOWN	-0.008534	0.000732	-11.65180	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	0.018771	S.D. dependent var	0.198288
S.E. of regression	0.643725	Sum squared resid	43.51010
J-statistic	16.00659	Instrument rank	15.000000

Dependent Variable: IK

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Date: 02/16/12 Time: 03:20

Sample (adjusted): 2007 2010

Periods included: 4

Cross-sections included: 24

Total panel (balanced) observations: 96

White period instrument weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument list: @DYN(IK,-2) SK(-2) COV(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IK(-1)	-0.404961	0.033056	-12.25086	0.0000
SK(-1)	0.012040	0.001475	8.163762	0.0000
L*COV(-1)	0.007043	0.001655	4.255950	0.0001
L*COV(-1)*DOWN	-0.007082	0.001666	-4.250328	0.0001

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Mean dependent var	-0.010738	S.D. dependent var	0.162083
S.E. of regression	0.151568	Sum squared resid	2.113513
J-statistic	12.91943	Instrument rank	16.000000

Στην ανάλυση του πολύπλοκου μοντέλου παρατηρείται ότι οι μεταβλητές που αφορούν τις μικρές εταιρείες είναι σημαντικές . Επίσης ότι οι μικρές επιχειρήσεις είναι πιο ευάλωτες σε αδύναμους ισολογισμούς, ενώ εντός υφέσεων υπάρχει μια επιπλέον επίδραση του επιταχυντή, η οποία είναι μικρότερη από ότι εκτός υφέσεων. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές αναλύουν απόλυτα την εξαρτημένη μεταβλητή. Επίσης

Σε αυτή τη περίπτωση η ύφεση έχει επιβραδύνει τις επενδύσεις των μικρών εταιρειών και τις έχει επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό με αρνητικό βαθμό. Με αυτό το αποτέλεσμα παρατηρούμε ότι χειροτερεύει και η οικονομική κατάσταση των εταιρειών μικρού μεγέθους.

Οι αδύναμοι ισολογισμοί έχουν δυσκολότερη πρόσβαση στην εξωτερική χρηματοδότηση και εξαρτώνται από την ρευστότητα , σε περιόδους ύφεσης οι επενδύσεις είναι πιο ευαίσθητες στη ρευστότητα παρά στον δανεισμό.

Τα υψηλότερα επιτόκια που δόθηκαν για τα δάνεια , έχουν σαν αποτέλεσμα τη μείωση των ταμειακών ροών, τη μείωση της καθαρής θέσης , τη μείωση των δανείων και τη μείωση της συνολικής ζήτησης . Η μείωση της καθαρής θέσης την περίοδο της ύφεσης οδηγεί σε μειωμένη χρηματοδότηση για τις επενδυτικές δαπάνες. Οι μεγάλες ελληνικές εταιρείες παρατηρείται ότι έχουν επηρεαστεί κατά την περίοδο της ύφεσης και αυτές όπως και οι μικρές εταιρείες , αλλά οι μικρές εταιρείες έχουν επηρεαστεί περισσότερο. Ενώ από την άλλη πλευρά οι μεγάλες επιχειρήσεις τείνουν να είναι περισσότερο «ώριμες» και να έχουν σταθερές σχέσεις με τους χρηματοδότες τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με την ανωτέρω μελέτη έγινε προσπάθεια ελέγχου της σχέσης μεταξύ των χρηματοοικονομικών παραγόντων του ισολογισμού των επενδύσεων των βιομηχανικών ελληνικών εταιρειών . Επιπλέον η προσπάθεια αυτή έγινε με την χρήση υποθέσεων όπως : Η πρώτη υπόθεση αναφέρεται στο ,εάν οι θέσεις του ισολογισμού αποτελούν σημαντικό στοιχείο για τις επενδύσεις των ελληνικών εταιρειών, δεύτερον, εάν σε περίπτωση οικονομικής ύφεσης, οι θέσεις του ισολογισμού είναι καθοριστικής σημασίας για τις επενδύσεις και εάν ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής έχει επίδραση σε μικρές εταιρείες ή σε μεγάλες εταιρείες .

Το κανάλι τραπεζικού δανεισμού στηρίζεται στην άποψη ότι οι τράπεζες διαδραματίζουν ιδιαίτερο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, διότι είναι ιδιαίτερα κατάλληλη για να λύσει τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης στις πιστωτικές αγορές. Επίσης η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης των οικονομικών κρίσεων, η οποία περιγράφεται από το Bernanke (1983) και Mishkin (1991, 1994), φανερώνει ότι η συσταλτική νομισματική πολιτική μπορεί να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην ύπαρξη οικονομικών κρίσεων. Συγκεκριμένα προκειμένου να δοθεί η απαραίτητη προσοχή σε αυτήν την μελέτη, χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα του χρηματοοικονομικού επιταχυντή στον οποίο οι εταιρικές δαπάνες επένδυσης είναι ανάλογες προς τον καθαρό πλούτο του ιδιοκτήτη.(Bernanke et. al., 1999). Ένα δυσμενές σοκ στην μακροοικονομία οδηγεί σε επιδείνωση των χρηματοοικονομικών συνθηκών των εταιρειών.

Συνοψίζοντας η έρευνα έδειξε ότι οι ελληνικές εταιρείες έχουν ανάγκη την εξωτερική χρηματοδότηση ,έτσι ώστε να μπορέσουν να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους .Από την εποχή της ανάκαμψης γεγονός που φανερώνεται το 2004 , τα αποτελέσματα της βιομηχανικής παραγωγής ανάγονται σε πολύ υψηλά επίπεδα και συνεχίζουν την ανοδική πορεία έως και το 2007 , όμως από το 2008 έως και σήμερα τα πράγματα φαίνονται να μεταβάλλονται με μείωση της βιομηχανικής παραγωγής . Οι ελληνικές εταιρείες υπερχρεώθηκαν με αποτέλεσμα να μην έχουν την ικανότητα κάλυψης των

υποχρεώσεων τους , η ρευστότητα τους αποτέλεσε θετικό σημάδι για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων , αλλά όμως μετά την έρευνα που έγινε η ρευστότητα αυτή βασιζόταν στην εξωτερική χρηματοδότηση.

Το συμπέρασμα από την ανωτέρω μελέτη είναι ότι την περίοδο της ύφεσης οι μικρές εταιρείες επηρεάστηκαν περισσότερο από τις μεγάλες εταιρείες και υφίστανται ενδείξεις ότι οι επενδύσεις των μικρών εταιρειών είναι περισσότερο ευάλωτες σε μια ασταθή οικονομία και κατ'επέκταση είναι πιο ευάλωτες οι εταιρείες , οι οποίες έχουν ασταθείς οικονομικές καταστάσεις.

Οι εταιρείες με δυνατούς ισολογισμούς φαίνεται ότι θα αντέξουν σε μια ύφεση ,ενώ οι εταιρείες με αδύναμους ισολογισμούς φαίνεται ότι ο χρηματοοικονομικός επιταχυντής τις αφορά με μεγαλύτερη ένταση.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μεγάλες εταιρείες διέθεταν την ρευστότητα , τις θετικές τους εισροές και τους ισχυρούς ισολογισμούς , ώστε να μπορούν να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις. Κατά την περίοδο της ύφεσης όμως και οι μεγάλες ελληνικές εταιρείες επηρεάστηκαν αρνητικά , αλλά περισσότερο επηρεάστηκαν οι μικρού μεγέθους εταιρείες . Οι μικρές εταιρείες κατέφευγαν στον εξωτερικό δανεισμό για τις επενδύσεις τους και αυτό είχε ως αποτέλεσμα να είναι περισσότερο ευάλωτες την περίοδο της ύφεσης. Η πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου για τις μικρές εταιρείες μειώθηκε , αφού μέσω της Διεθνούς Ύφεσης που κυριαρχεί μέχρι και σήμερα , ο δανεισμός έχει ελαττωθεί σε μεγάλο βαθμό και επίσης η πρόσβαση γίνεται μόνο σε επιχειρήσεις με υγιείς ισολογισμούς. Η έρευνα θα μπορούσε να εξελιχθεί περισσότερο με ένα δείγμα περισσότερων εταιρειών και μεγαλύτερων περιόδων.

Εν κατακλείδι συμπεραίνουμε ότι η κρίση έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον των οικονομολόγων και των κεντρικών τραπεζών για το πώς οι ισολογισμοί και οι χρηματοοικονομικές συνθήκες των επιχειρήσεων επηρεάζουν την οικονομική ανάπτυξη και ποιος είναι ο ρόλος που παίζει η νομισματική πολιτική .

Οι αλλαγές στη μακροοικονομική πολιτική, συμπεριλαμβανομένης της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής , όπως οι μεταβολές στα επιτόκια ή στην ποσότητα χρήματος, έχουν την ικανότητα να βάλουν σε λειτουργία τον χρηματοοικονομικό επιταχυντή .

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Arellano, M. and Bond, S., (1991). “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations”, *Review of Economic Studies*, 58, 277-297
- Arellano, M., and Bover, O. (1995), “Another look at the instrumental variables estimation of error components models“, *Journal of Econometrics* 68, pp. 29-51
- Berg, C., Hansen, J., and P. Sellin, (2004). “The Financial Accelerator and Corporate Investment” *Sveriges Riksbank, Economic Review*, 2, 23-46.
- Bernanke, B., Gertler, M., 1989. Agency costs, net worth and business fluctuations. *American Economic Review* 79, 14–31.
- Bernanke, B., and Gertler, M., (1990). “Financial Fragility and Economic Performance”, *Quarterly Journal of Economics*, 105, 97-114.
- Bernanke, B., Blinder, A., 1992. The federal funds rate and the channels of monetary transmission. *American Economic Review* 82, 901–921.
- Bernanke, B., Gertler, M., and S. Gilchrist, (1996). “The Financial Accelerator and the Flight to Quality”, *Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15.
- Bernanke, B., Gertler, M., Gilchrist, S., 1998. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. NBER Working Paper, 6455.
- Bond, S., and C. Meghir, (1994). “Dynamic Investment Models and the Firm’s Financial Policy”, *Review of Economic Studies*, 61, 197-222.
- Bond, S, Elston-Ann, J., Mairesse, J., and B. Mulkay, (2003). “Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: A Comparison Using Company Panel Data”, *The Review of Economics and Statistics*, 85(1), 153-165.
- Bond, S., Klemm, A., Newton-Smith, R., Syed, M., and Vlieghe, G., (2004). “The Roles of Expected Profitability, Tobin’s Q and Cash Flow in Econometric Models of Company Investment”, *Institute for Fiscal Studies, Working Paper No 04/12*.

Fazzari, S., Hubbard, R., and B. Petersen, (1988). “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 19, 141-195.

Fazzari, S., and B. Petersen, (1993). “Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints”, *RAND Journal of Economics*, 24(3), 328-342.

Fisher, I., (1933). “The Debt –Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, 1, 337-357.

Gertler M., (1988). “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 20 (part 2): 559-596.

Gertler M., and R. Hubbard, (1988). “Financial Factors in Business Fluctuations”, *NBER Working Paper No. 2758*.

Gertler M., (1992). “Financial Capacity and Output Fluctuations in an Economy with Multiperiod Financial Relationships”, *Review of Economic Studies*, 59, 455-472.

Gertler, M., and S. Gilchrist, (1994). “Monetary Policy, Business Cycles and the Behaviour of Small Manufacturing Firms” *Quarterly Journal of Economics*, 109, 309-340.

Gilchrist, S., and D. Himmelberg, (1995). “Evidence on the Role of Cash Flow for Investment”, *Journal of Monetary Economics*, 36, 541-572.

Gilchrist, S., and C. Himmelberg, (1998). “Investment Fundamentals, and Finance”, *NBER Working Paper Series, No. 6652*.

Mishkin, F., (1978). “Consumer Sentiment and Spending on Durable Goods”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 217-232.

Mishkin, F., (1991). “Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective”, in R. G. Hubbard ed., *Financial Markets and Financial Crises*. University of Chicago Press, 69-108

Oliner, D., and Rudebusch, D., (1992). “Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment”, *Review of Economics and Statistics*, 74(2), 643-654.

Oliner, S., Rudebusch, G., and D. Sichel, (1995). “New and Old Models of Business Investment: A Comparison of Forecasting Performance”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 27, 806–826.

Oliner, S., and G. Rudebusch, (1996), “Is there a broad credit channel for monetary policy?” *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, No.1,3-13.

Peersman, G., and F. Smets, (2002). “The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area.” *European Central Bank, Working Paper No. 165*.

Roman Horváth , (November 2006) *Financial Accelerator Effects in the Balance Sheets of Czech Firms* , William Davidson Institute Working Paper Number 847.

Rondi, L., Sack, B., Schiantarelli, F., and A. Sembenelli, (1998). “Firms’ Financial and Real Responses to Monetary Tightening: Evidence for Large and Small Italian Companies.” *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, 57(1), 35-64.

Tobin, J., (1969). “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29

Vermeulen, P., (2002). “Business Fixed Investment: Evidence of a Financial Accelerator in Europe”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 64, 3, 213-231.

Websites

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

<http://www.sofokleous10.gr/portal2/oikonomia/>

<http://www.imf.org/external/country/GRC/index.htm>

<http://www.econstats.com/weo/CGRC.htm>

http://www.minfin.gr/contentapi/f/binaryChannel/minfin/datastore/c2/19/01/c21901b5a65b14f5c06160dd2c55928e7f0e73ec/application/pdf/CAS_H+AND+ESA+LAW.pdf

<http://www.ase.gr/content/gr/ann.asp?AnnID=42244>