



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ

ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

**Η συμπεριφορά των χρηματιστηριακών αγορών,
μετά από επιτυχημένες δημοσιονομικές πολιτικές**

Πολυτίμη Σάλμα

Επιβλέπων καθηγητής Νικήτας Πιπτής

Επιτροπή : Δρ. Γεώργιος Διακογιάννης, Δρ. Χριστίνα Χρίστου

Περίληψη

Σε αυτή την εργασία διερευνάται η συμπεριφορά των χρηματιστηριακών αγορών μετά αποτυχημένες δημοσιονομικές προσαρμογές στο ερώτημα απαντήθηκε μέσω κατηγοριοποίησης των προσαρμογών και σύγκριση των σωρευτικών αποδόσεων για διάφορα χρονικά διαστήματα.

Τελικά ως συμπέρασμα προκύπτει ότι οι επιτυχημένες (μείωση χρέους) δημοσιονομικές πολιτικές αντανakλούν τα αποτελέσματα τους και στο χρηματιστήριο, αποδεικνύοντας μεγαλύτερες αποδόσεις και για μεγαλύτερη διάρκεια. Αντίθετα οι αποτυχημένες δεν καταφέρνουν εξίσου μεγάλες αποδόσεις. Επίσης οι πολιτικές που οδήγησαν σε αύξηση του ΑΕΠ (αλλά δεν πέτυχαν απαραίτητα και μείωση του χρέους) υπεραπόδωσαν σε σχέση με αυτές που είχαν συσταλτικό χαρακτήρα. Οι πολιτικές που βασίστηκαν στη μείωση των δημοσίων δαπανών προκάλεσαν μεγαλύτερα κέρδη στο χρηματιστήριο, τέλος τα αποτελέσματα σε σχέση με το μέγεθος της προσαρμογής (επί της συνολικής μεταβολής του ΑΕΠ), από το δείγμα μου δεν φαίνεται να επηρεάζει.

Εισαγωγή

Στην εργασία αυτή εξετάζεται η σχέση μεταξύ δημοσιονομικής πολιτικής και της συμπεριφοράς του χρηματιστηρίου. Πιο συγκεκριμένα διερευνάται εμπειρικά αν η δημοσιονομική πολιτική επηρεάζει την χρηματιστηριακή αγορά.

Υπάρχουν λίγες μελέτες που έχουν εστιάσει στη σχέση μεταξύ της δημοσιονομικής πολιτικής και της χρηματιστηριακής δραστηριότητας, αυτό γιατί τα δημοσιευμένα στοιχεία για την ακριβή δημοσιονομική είναι δύσκολο να βρεθούν καθώς και η ακριβή ημερομηνία εφαρμογής τους.

Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας μου είναι να διαπιστώσω εάν η εκάστοτε δημοσιονομική πολιτική που επιλέγεται από τα κράτη επηρεάζει την χρηματιστηριακή αγορά, συγκεκριμένα αν το είδος, το μέγεθος, η της έκβασης της δημοσιονομικής πολιτικής παίζει ρόλο.

Από θεωρητικής άποψης, τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής, οι αλλαγές στο επίπεδο των δημοσίων δαπανών και στο φορολογικό πλαίσιο, επηρεάζουν άμεσα το δημοσιονομικό έλλειμμα ή πλεόνασμα, άρα παίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, επομένως και των μετοχών.

Οι περιπτώσεις που μελέτησα αναφέρονται σε μία αρκετά μεγάλη περίοδο, από το 1983 έως το 2007, περίοδος η οποία χαρακτηρίζεται από έντονες διακυμάνσεις της διεθνούς οικονομίας και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

Μελέτησα προγενέστερες έρευνες ώστε να γενικεύσω την μελέτη μου και προσπάθησα να βγάλω χρήσιμα συμπεράσματα για τη συμπεριφορά των μετοχών και των μακροοικονομικών παραγόντων, που επηρεάζονται από μια δημοσιονομική αλλαγή. Για να αξιολογήσω το αν οι αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται δημιουργήσα κάποιες κατηγορίες και μελέτησα τα αποτελέσματα.

Σε αυτή την εργασία θα προσπαθήσω να διερευνήσω το βαθμό και τον ρυθμό στον οποίο ενσωματώνονται οι αλλαγές, ή είναι ορατό μόνο κατά την ολοκλήρωση οι αλλαγές μιας οικονομίας στην τιμή των μετοχών σε αρχικό ή μεταγενέστερο στάδιο ή είναι ορατή μετά το πέρας της ολοκλήρωσης της πολιτικής. Αρχικά, θα ήταν ενδιαφέρον να βρούμε αν το χρηματιστήριο αξιών είναι ένα κανάλι διάδοσης της δημοσιονομικής πολιτικής και κατά δεύτερον αν μπορούν να δημιουργηθούν ευκαιρίες, έστω και βραχυπρόθεσμες, από το γεγονός μιας χρονικής υστέρησης της πλήρους απορρόφησης της αλλαγής στην οικονομία της χώρας προεξόφληση της επιτυχίας ή αποτυχίας αυτής.

Για παράδειγμα, μια αύξηση φόρων, θεωρώντας τις δημόσιες δαπάνες αμετάβλητες αναμένουμε να μειώσει αναμενόμενη απόδοση των μετοχών, καθώς αποθαρρύνουν τους επενδυτές από την περαιτέρω επένδυση στο χρηματιστήριο, έλλειψη διαθέσιμου εισοδήματος.

Από την άλλη μια απόφαση για αύξηση του ποσοστού του δημοσίου δανεισμού πιθανά να προκαλέσει αύξηση του επιτοκίου με το οποίο, να μειώσει την παρούσα αξία των ταμειακών ροών από ένα περιουσιακό στοιχείο (όπως μια μετοχή) και ως εκ τούτου σηματοδοτεί μια μείωση της δραστηριότητας της χρηματιστηριακής αγοράς, αυτό είναι το άμεσο «κόστος» στη χρηματιστηριακή αγορά εκτός από άλλες δυσμενείς επιπτώσεις στην οικονομία στο σύνολό της. Αναλυτικότερα θα αναφερθώ στη συνέχεια της εργασίας.

Περιεχόμενα

Μέθοδος Μελέτης.....	6
Κύρια Δεδομένα και Δομή Εργασίας.....	6
Δημοσιονομική Πολιτική.....	8
Δημόσιες Δαπάνες	11
Φορολογία	12
Νομισματική Πολιτική.....	14
Επισκόπηση Άλλων Μελετών.....	16
Δημοσιονομική Πολιτική και Χρηματιστήριο.....	18
Θεωρητική προσέγγιση δημοσιονομικής πολιτικής& Χρηματιστηρίου.....	20
Πολλαπλασιαστές.....	24
Αποτελεσματικές Αγορές.....	27
Στοιχεία χωρών.....	31
Κριτήρια Κατηγοριών Δημοσιονομικών Πολιτικών.....	36
Ανάλυση Κατηγοριών.....	38
Μεθοδολογία Έρευνας.....	40
Αποτελέσματα.....	42
Συμπεράσματα	47
Βιβλιογραφία	48
Παράρτημα.....	51

Μέθοδος Μελέτης

Ο κύριος τρόπος μελέτης εστιάστηκε στο θεωρητικό επίπεδο και στην παρατήρηση των δεδομένων. Έγινε εκτενής βιβλιογραφική έρευνα που περιελάμβανε βιβλία και άρθρα επιστημονικών περιοδικών σε έντυπη και ηλεκτρονική μορφή. Αξιόλογη βοήθεια είχα από τους διδακτορικούς φοιτητές του τμήματος.

Κύρια εργαλεία για το εμπειρικό κομμάτι της μελέτης μου, αποτέλεσαν το άρθρο των Alessina και Ardagna, "The design of fiscal adjustments" (2012) και το IMF working paper με τίτλο, "A new action based dataset of fiscal consolidation" (2011).

Στο άρθρο τους Alberto Alesina & Silvia Ardagna, "The design of fiscal adjustments" (Σεπτέμβριος 2012), όπου αποτελεί σημείο αναφοράς της έρευνας μου, οι συγγραφείς επιχειρούν να χαρτογραφήσουν τις δημοσιονομικές πολιτικές διαφόρων κρατών, και να τις κατατάξουν σε επιτυχημένες και αποτυχημένες, (σε επόμενο στάδιο αναλυτικότερα), καταγράφουμε τη σωρευτική απόδοση για διάφορα χρονικά διαστήματα για όλες τις κατηγορίες που κατάφερα να συνθέσω.

Κύρια Δεδομένα και Δομή Εργασίας

Για την μελέτη έχω χρησιμοποιήσει στοιχεία από τη μελέτη των Alberto Alesina & Silvia Ardagna, "The design of fiscal adjustments" (Σεπτέμβριος 2012), Μηνιαίες Αποδόσεις των Χρηματιστηριακών δεικτών από τη Bloomberg, τριμηνιαία δεδομένα σχετικά με το επίπεδο ανεργίας, φορολογικών εσόδων, δημοσίων δαπανών και δημοσίων επενδύσεων από τη Data Stream.

Αρχικά παρουσιάζεται η δύναμη και η αξία της δημοσιονομική πολιτικής, οι λόγοι που ενεργοποιούν αυτή τη διαδικασία. Τα μέτρα υλοποίησης αυτής, τα συστατικά των δημοσίων δαπανών και της φορολογίας, Μια σύντομη ανασκόπηση των κυριοτέρων άρθρων που με βοήθησαν στην εργασία μου. Στη συνέχεια αναπτύσσεται εν συντομία η έννοια των πολλαπλάσιων μιας χώρας.

Σε επόμενο κεφάλαιο επιχειρείται μια θεωρητική προσέγγιση της σύνδεσης της δημοσιονομικής πολιτικής και του χρηματιστηρίου. Απαραίτητη ήταν μια μικρή ανασκόπηση της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών, αφού μέρος της μελέτης ήταν το πότε και κατά πόσο αντιλήφθηκαν οι συμμετέχοντες στο χρηματιστήριο την αλλαγή.

Παρουσιάζονται στη συνέχεια οι δημοσιονομικές προσαρμογές υπό μελέτη, οι χώρες, οι περίοδοι και κάποια χαρακτηριστικά αυτών. Τέλος ο τρόπος, διεξαγωγής του εμπειρικού τμήματος, οι κατηγοριοποιήσεις και τα συμπεράσματα.

Δημοσιονομική Πολιτική

Μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής έχουν χρησιμοποιηθεί για την αντιμετώπιση διαφόρων κρίσεων και εξυγιάνσεων στην παγκόσμια οικονομία, οι κρίσεις από όπου και αν προέρχονται εμφανίζονται και θα εμφανίζονται σε διάφορα διαστήματα, δημιουργώντας ανισορροπίες στους εθνικούς λογαριασμούς, και όχι μόνο, στην οικονομία και την κοινωνία γενικότερα. Πολλές φορές είναι επιτακτική η ανάγκη για άσκηση μιας πολιτικής με διαρθρωτικά μέσα.

Δεδομένης της τωρινής αδύναμης φάσης της παγκόσμιας οικονομίας, σχεδόν κάθε χώρα καλείται να αντιμετωπίσει την πρόκληση της χάραξης μιας δημοσιονομικής πολιτικής, που θα έχει αποτελέσματα και θα ενεργοποιήσει την οικονομική δραστηριότητα.

Η δημοσιονομική πολιτική ενός κράτους μπορεί να επιδιώκει συγκυριακούς στόχους (την αποφυγή της ύφεσης, την μείωση του χρέους ή τον περιορισμό του πληθωρισμού) ή στόχους διαρθρωτικής βελτίωσης της εθνικής οικονομίας, με την αντιμετώπιση κυκλικών αδυναμιών.

Είναι λοιπόν σημαντικό να αξιολογήσουμε τη δημοσιονομική πολιτική και την πολυδιάστατη σημασία της εφόσον επηρεάζονται και άλλες πτυχές της οικονομίας, όπως η ρευστότητα και τα επιτόκια και κατ' επέκταση η ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα και η οικονομική δραστηριότητα γενικότερα. Πέραν της μακροοικονομικής διάστασης οι προεκτάσεις της δημοσιονομικής πολιτικής επηρεάζουν είτε θετικά είτε αρνητικά κοινωνικά καθώς και αναπτυξιακά δεδομένα.

Η χρήση συγκεκριμένων μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής έχει ως στόχο την εξυγίανση της οικονομίας, όπως προανέφερα. Μια εφαρμογή μπορεί να έχει ως στόχο την μείωση του πληθωρισμού και του εξωτερικού χρέους των χωρών όταν αυτό είναι σε ανησυχητικά υψηλό επίπεδο, την μείωση της ανεργίας, την αύξηση της ανταγωνιστικότητας, την δικαιότερη κατανομή του πλούτου, την τόνωση της κατανάλωσης.

Η άριστη επιλογή δημοσιονομικής πολιτικής είναι δύσκολο έργο και προσδιορίζεται βάση των επιδιωκόμενων στόχων, της δομής της χώρας και την κρισιμότητα της τωρινής της κατάστασης, είναι επόμενο χώρες με μεγάλα χρέη να είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες σε δημοσιονομικά μέτρα.

Ακόμη και το χαρακτηριστικό της διάρκειας μιας δημοσιονομικής πρέπει να υπόκειται σε μελέτη, ο Angeletos (2002) αναγνωρίζει την άριστη δομή της διάρκειας ως αυτή η οποία διασφαλίζει τον προϋπολογισμό της κυβέρνησης από μακροοικονομικές διαταραχές και επιτρέπει σε αυτή να διατηρεί σταθερούς φορολογικούς συντελεστές.

Οι στόχοι μπορεί να είναι πολλοί, ποσοτικοί ή ποιοτικοί όμως τα εργαλεία στα χέρια των κυβερνήσεων είναι περιορισμένα και συχνά πρέπει να αντιμετωπίσουν αντικρουόμενους στόχους.

Η δημοσιονομική πολιτική ασκείται κυρίως μέσω δύο καναλιών, των δημοσιών δαπανών και της φορολογίας

Το Δημόσιο Χρέος

Ο Missale (1997) και οι Bacchiocchi και Missale (2005) σημειώνουν ότι η άριστη δομή ενός χαρτοφυλακίου δημοσίου χρέους εξαρτάται από την ιδιαίτερη δομή που έχει η κάθε οικονομία. Κατά συνέπεια η βέλτιστη δομή για μια χώρα δεν είναι απαραίτητο ότι είναι βέλτιστη και για μια άλλη χώρα. Αυτό αποδεικνύουν επίσης οι Lukas και Stokey (1983), King (1990), Shiller (1993), οι Chari και Christiano και Kehoe (1994) και ο Barro (1995,1997).Κάνοντας τα πράγματα ακόμη δυσκολότερα για την επιλογή του σωστού συνδυασμού ανάμεσα στα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής.

Από το μέγεθος και τη πολυπλοκότητα του δημόσιου χρέους μπορεί να υπάρξουν σημαντικές μακροοικονομικές επιπτώσεις στην οικονομία μιας χώρας. Το μονοπάτι αυτό διέρχεται μέσω της δυναμικής του χρέους, του κόστους εξυπηρέτησης του δηλαδή, και του κινδύνου που μπορεί να εμπεριέχει τα οποία μπορούν να επηρεάσουν άμεσα τον κρατικό προϋπολογισμό και κατά συνέπεια τη δημοσιονομική πολιτική. Έτσι είναι επιβεβλημένη η διαρκής και ορθολογική διαχείριση του δημόσιου χρέους θέτοντας σαφείς στόχους τόσο μακροχρόνιους όσο και βραχυχρόνιους.

Λαμβάνοντας υπόψη τη μακροοικονομική σημασία του δημόσιου χρέους αλλά και πώς αυτή μπορεί να επηρεαστεί από τα δομικά χαρακτηριστικά του χρέους ο Missale (1999) δίνει έναν ορισμό για το τι είναι η διαχείριση δημοσίου χρέους και λέει ότι «η διαχείριση του δημοσίου χρέους είναι η επιλογή μιας κυβέρνησης η οποία αφορά τη σύνθεση των εκκρεμών της υποχρεώσεων». Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) και η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank) (2003) ορίζουν τη διαχείριση δημοσίου χρέους ως εξής: «Η διαχείριση δημοσίου χρέους είναι η διαδικασία θεμελίωσης και εκτέλεσης μιας στρατηγικής διαχείρισης του χρέους της κυβέρνησης ώστε να συγκεντρωθεί η απαιτούμενη ποσότητα χρηματοδότησης, επιδιώκοντας τους αντικειμενικούς στόχους κόστους και ρίσκου, και σε συνέπεια με όποιους άλλους στόχους της διαχείρισης του δημοσίου χρέους έχει θέσει η κυβέρνηση, όπως η ανάπτυξη και διατήρηση μιας αποτελεσματικής και ρευστής αγοράς κρατικών χρεογράφων».

Προς ενίσχυση της σημαντικότητας παρακολούθησης των κρατικών ελλειμμάτων, η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει θεσπίσει κάποια μέτρα αναφοράς όπως πληροφορούμαι από την Ελληνική Στατιστική Υπηρεσία.

Σύμφωνα με τους όρους της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, τα κράτη μέλη της ΕΕ οφείλουν να υποβάλλουν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή τις στατιστικές του δημόσιου ελλείμματος και του χρέους τους δύο φορές τον χρόνο.

Τέλος να αναφέρω ότι η Eurostat συλλέγει λεπτομερέστερα στοιχεία για τα δημόσια οικονομικά, στο πλαίσιο του ESA transmission programme προγράμματος διαβίβασης στοιχείων βάσει του κανονισμού ΕΣΛ, πράγμα που έχει ως αποτέλεσμα την υποβολή των στοιχείων για τους εθνικούς λογαριασμούς.

Τα κύρια συγκεντρωτικά μεγέθη που συλλέγονται για τη γενική κυβέρνηση υποβάλλονται, δύο φορές τον χρόνο, ενώ οι στατιστικές σχετικά με τις λειτουργίες της κάθε κυβέρνησης και τα αναλυτικά στοιχεία όπου αφορούν τα φορολογικά έσοδα και τα έσοδα κοινωνικών εισφορών και τις δημόσιες δαπάνες θα πρέπει να επικοινωνούνται εντός ενός έτους από τη λήξη της περιόδου αναφοράς και εντός προθεσμίας εννέα μηνών από τη λήξη της περιόδου αναφοράς, αντίστοιχα.

Δημόσιες Δαπάνες

Οι δημόσιες δαπάνες απεικονίζουν τα έξοδα κατά μια έννοια που διενεργεί ο δημόσιος τομέας. Το μεγαλύτερο ποσοστό των δημοσίων δαπανών αφορά συνήθως, κοινωνικές μεταβιβάσεις σε χρήμα ή είδος και τις δημόσιες επενδύσεις.

Το σύνολο των δημοσίων δαπανών έχει μεγάλη βαρύτητα στην οικονομική δραστηριότητα κυρίως για τους παρακάτω λόγους. Επηρεάζει το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης και το επίπεδο παραγωγής του ιδιωτικού τομέα. Στις σύγχρονες οικονομίες το κράτος καταλαμβάνει ένα σημαντικό ποσοστό της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας και κάθε αλλαγή έχει μεγάλες επιπτώσεις. Τέλος, γιατί με δεδομένες τις σημαντικές διαφορές μεταξύ των οικονομιών στην οικονομική ανάπτυξη, ένα βασικό ερώτημα είναι η πιθανή (θετική ή αρνητική) επίδραση του κράτους σε αυτές τις διαφορές.

Οι κύριες δαπάνες συμπεριλαμβάνουν τις αμοιβές των (δημοσίων) υπαλλήλων, τις κοινωνικές παροχές, τους τόκους για το δημόσιο χρέος, τις επιδοτήσεις και τον ακαθάριστο σχηματισμό παγίου κεφαλαίου. Οι συνολικές δαπάνες της γενικής κυβέρνησης ορίζονται με αναφορά σε έναν κατάλογο του ΕΣΛ95: ενδιάμεση κατανάλωση, ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου, αμοιβές των απασχολουμένων, επιδοτήσεις, κοινωνικές παροχές, ορισμένα μερίδια των κοινωνικών μεταβιβάσεων σε είδος, λοιπές τρέχουσες μεταβιβάσεις, ορισμένες προσαρμογές, μεταβιβάσεις κεφαλαίου και συναλλαγές μη παραχθέντων περιουσιακών στοιχείων» από τη στατιστική υπηρεσία.

Η απόφαση για μείωση ή αύξηση των δημοσίων δαπανών είναι συνήθως δείγμα σημαντικών μεταρρυθμίσεων σε πολλούς τομείς της οικονομίας μιας χώρας. Το βάθος, η ένταση και προφανώς η υλοποίηση των αλλαγών αυτών μπορεί να προσδιορίσει εκ νέου μια οικονομία.

Όταν η κυβέρνηση αυξάνει ή μειώνει τις δημόσιες δαπάνες για αγαθά και υπηρεσίες μετατοπίζει την καμπύλη συναθροιστικής ζήτησης προς τα δεξιά ή αριστερά. Επομένως θεωρητικά από μία αύξηση των δαπανών, αναμένουμε μια αύξηση της

συναθροιστικής ζήτησης και αύξηση της παραγόμενης ποσότητας και με αλυσιδωτές αντιδράσεις αύξηση της κατανάλωσης, αύξηση των εταιρικών κερδών, άρα και της χρηματιστηριακής αξίας αυτών. Ταυτόχρονα μια αύξηση των δημοσίων δαπανών μπορεί να μεταφραστεί και ως σημάδι (signaling) από τον επιχειρηματικό κόσμο για έναυσμα επενδύσεων.

Αντίθετα μπορεί να οδηγήσει όμως και στον παραγκωνισμό /εκτοπισμό του ιδιωτικού τομέα που σταδιακά θα οδηγήσει σε μείωση του συνολικού εισοδήματος της οικονομίας. Στις περιπτώσεις δημοσίων ελλειμμάτων, συνηθέστερη είναι η μείωση των δημοσίων δαπανών, που συνήθως ή τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα μεταφράζεται ως συρρίκνωση της οικονομίας

Φορολογία

Τα κύρια έσοδα της γενικής κυβέρνησης περιλαμβάνουν τους φόρους, τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, τις πωλήσεις και το εισόδημα περιουσίας. Ορίζονται επίσης στο ΕΣΛ95 με αναφορά σε έναν κατάλογο κατηγοριών: εμπορεύσιμη παραγωγή, εισφορές για τη λοιπή μη εμπορεύσιμη παραγωγή, φόροι επί της παραγωγής και των εισαγωγών, λοιπές επιδοτήσεις παραγωγής, εισπρακτέο εισόδημα περιουσίας, τρέχοντες φόροι εισοδήματος, πλούτου, εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, λοιπές τρέχουσες μεταβιβάσεις και φόροι επί των μεταβιβάσεων κεφαλαίου.

Οι εισφορές αυτές (που γενικώς αναφέρονται ως φόροι) είναι οργανωμένες σε τρεις κύριους τομείς, που προσδιορίζονται από τις ακόλουθες κατηγορίες:

- φόροι εισοδήματος και πλούτου, συμπεριλαμβανομένων όλων των υποχρεωτικών πληρωμών που επιβάλλονται από το κράτος σε τακτά χρονικά διαστήματα επί του εισοδήματος και του πλούτου των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών
- φόροι επί της παραγωγής και των εισαγωγών, που συμπεριλαμβάνονται θέσεις όλων των υποχρεωτικών πληρωμών που επιβάλλονται από το κράτος όσον αφορά την παραγωγή και τις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, την απασχόληση εργατικού δυναμικού, την ιδιοκτησία ή χρήση γης, κτιρίων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή.
- εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, που συμπεριλαμβάνουν όλων των κοινωνικών εισφορών των εργοδοτών και των μισθωτών, καθώς και τεκμαρτές κοινωνικές εισφορές που αντιπροσωπεύουν το αντίστοιχο των κοινωνικών παροχών οι οποίες καταβάλλονται απευθείας από τους εργοδότες.

Το άλλο εργαλείο επομένως για χάραξη δημοσιονομικής πολιτικής είναι η φορολογία, οι φόροι άμεσοι ή έμμεσοι αποτελούντο κύριο έσοδο του κράτους. Το επίπεδο φορολόγησης επηρεάζει ευθέως το διαθέσιμο εισόδημα για κατανάλωση και επενδύσεις από ιδιώτες και επιχειρήσεις και τα αποτελέσματα είναι συνήθως άμεσα στην πραγματική οικονομία.

Η θεωρία γύρω από το φορολογικό σύστημα μιας χώρας είναι μεγάλη και συνδέεται κατά πολλούς μελετητές άμεσα με το ποσοστό χρέους της χώρας. Για παράδειγμα μία περικοπή φόρων μια δεδομένη χρονική στιγμή, η οποία θα προκαλέσει μια ανάγκη για χρηματοδότηση μέσω έκδοσης χρεογράφων, υπονοεί πως η φορολογία θα πρέπει να αυξηθεί σε κάποια μελλοντική χρονική στιγμή για να εξυπηρετήσει το χρέος που δημιουργήθηκε από την προγενέστερη φορολογική περικοπή.

Δεδομένου πως σε αυτό το πλαίσιο οι φορολογούμενοι μπορούν να το αντιληφθούν αυτό, δηλαδή «βλέπουν μπροστά» οι αποφάσεις τους για την διαχρονική τους κατανάλωση δεν θα πρέπει να αλλάξουν και ο πραγματικός τους πλούτος δεν θα πρέπει να μεταβληθεί. Δηλαδή το όφελος της φορολογικής περικοπής που δέχονται, το αποταμιεύουν σήμερα, είναι δηλαδή προφανές πως συμβαίνει ένας κύκλος στους φόρους και στο χρέος και έτσι η κατανάλωση δεν θα πρέπει να μεταβληθεί και η επιλογή μεταξύ φόρων και χρέους θα πρέπει να είναι αδιάφορη, η θεωρητική προσέγγιση έχει ως ανωτέρω, η παρατήρηση της πραγματικότητας όμως διαφέρει. Η φορολογία ως μέτρο λειτουργεί πολλές φορές σαν άμεσο φάρμακο για την κάλυψη μεγάλων ελλειμμάτων

Ακόμη και το είδος της φορολογίας δημιουργεί άλλες προσδοκίες στα νοικοκυριά, και με την υπόθεση ότι τα νοικοκυριά είναι ορθολογικά, οι αποφάσεις τους δεν αφορούν ένα βραχύ πλάνο κατανάλωσης αδιαφορώντας για το τι θα συμβεί στο μέλλον. Αν η φορολογία στην οποία είναι υποκείμενα τα νοικοκυριά είναι εφ' άπαξ φορολογία και δεν επηρεάζει τη διαχρονική διάθεση για κατανάλωση, όπως για παράδειγμα ένας εφ' άπαξ φόρος εισοδήματος, αντιδρούν διαφορετικά ως προς το πως θα διαθέσουν ή θα επενδύσουν το εισόδημα τους. Όταν όμως ανακοινώνεται μια φορολογική μεταρρύθμιση με διάρκεια, αλλάζει η αίσθηση που αντιμετωπίζουν τον μελλοντικό τους πλούτο.

Συνοπτικά, όταν η κυβέρνηση μειώνει ή αυξάνει τους φόρους μετατοπίζει την καμπύλη συναθροιστικής ζήτησης προς τα δεξιά ή αριστερά, αντίστοιχα. Η μείωση των φόρων αυξάνει το διαθέσιμο εισόδημα και την κατανάλωση, η μειωμένη φορολογία λειτουργεί και ως κινητήριο δύναμη για τις επιχειρήσεις και τα

αντίθετα αναμένονται από μία αύξηση φόρων. Ο βαθμός εξάρτησης μιας οικονομίας από τον κρατικό μηχανισμό, η ήδη υπάρχουσα οικονομική συγκυρία και κατάσταση της χώρας (% χρέους), αποτελούν τους βασικούς παράγοντες για την επιλογή του μέτρου ή του μείγματος, για τα προσδοκώμενα αποτελέσματα.

Νομισματική Πολιτική

Θα ήταν παράλειψη να μην αναφέρουμε σε αυτό το σημείο και την δύναμη της νομισματικής πολιτικής για την υλοποίηση των στόχων της δημοσιονομικής πολιτικής. Η κεντρική τράπεζα αλλάζει τα επιτόκια, επηρεάζοντας άμεσα τις επενδυτικές δαπάνες των εταιρειών, αλλά και την σχέση των νομισμάτων των χωρών, καθιστώντας κάποιες ανταγωνιστικότερες ως προς τον τομέα των εξαγωγών. Σε θεωρητικό επίπεδο η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική μπορούν να σταθεροποιήσουν την οικονομία, αλλά είναι πάντα αυτός ο συντονισμός εφικτός? Τουλάχιστον σε θεωρητικό επίπεδο.

Η νομισματική πολιτική στην οικονομική και νομισματική ένωση (ONE) ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), και η πολιτική που ασκείται καθορίζεται από τις συνολικές οικονομικές συνθήκες που επικρατούν την ONE. Επομένως μια αύξηση των επιτοκίων θα οδηγούσε σε περαιτέρω ύφεση μια υπερχρεωμένη οικονομία, ενώ για κάποιες που είναι σε άνθιση θα ήταν ένας συσταλτικός παράγοντας.

Πιο συγκεκριμένα η αποσύνδεση της νομισματικής πολιτικής από την πολιτική διαχείρισης δημοσίου χρέους στις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης έχει πραγματοποιηθεί σαφής διαχωρισμός των νομισματικών αρχών και των δημοσιονομικών καθώς η νομισματική πολιτική πραγματοποιείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ενώ η δημοσιονομική αρχή της κάθε χώρας είναι υπεύθυνη για την διαχείριση του δημοσίου χρέους.

Έτσι έχει καταστεί δυνατός ο πλήρης διαχωρισμός των στόχων πολιτικής των διαφορετικών αρχών καθώς και ο διακριτός ρόλος τους. Ταυτόχρονα συμμερίζεται η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα τις δημοσιονομικές αρχές της κάθε χώρας και αναπτύσσονται μηχανισμοί ανταλλαγής πληροφοριών για τις ανάγκες χρηματοδότησης της κάθε χώρας αλλά και άλλων μακροοικονομικών δεδομένων.

Ο θεσμικός αυτός διαχωρισμός της νομισματικής από τη δημοσιονομική πολιτική ελαχιστοποιεί τα κόστη από πιθανή σύγκρουση συμφερόντων των δυο αρχών. Η

ενίσχυση του διακριτού ρόλου των δυο αρχών έχει προωθηθεί και από τις αποφάσεις της συμφωνίας του Μάαστριχτ (1992) για απαγόρευση δανεισμού από τις εγχώριες Κεντρικές Τράπεζες, και για τα όρια ελλειμμάτων και χρέους.

Στην Αμερική αντιθέτως η Κεντρική Τράπεζα ορίζει τη νομισματική πολιτική αλλά υπάρχει ένα ομοσπονδιακό σύστημα που το προσαρμόζει σε κάθε πολιτεία. Υπάρχει μεταφορά από τις πιο εύρωστες κατά καιρούς πολιτείες στις πιο αδύναμες. Η επικοινωνία κράτους και κεντρικής τράπεζας είναι αμεσότερη και μάλλον αποτελεσματικότερη, αφού υπάρχει ένας κοινός στόχος.

Επισκόπηση Άλλων Μελετών

Οι κυβερνήσεις καλούνται να χαράξουν μια πολιτική, μετά τα άνωθεν αναφερόμενα εργαλεία για να ξεπεράσουν κρίσεις και υφέσεις, ο Alesina στο άρθρο του, *Fiscal Adjustments lessons from the recent history* (2010), σημειώνει αν τελικά οι κυβερνήσεις εν γένει έχουν παραδειγματιστεί από τα μαθήματα της σύγχρονης και παλαιότερης ιστορίας σχετικά με την επιλογή του σωστού τρόπου χρήσης και επιλογής δημοσιονομικής πολιτικής.

Υποστηρίζει ότι οι δημοσιονομικές πολιτικές που έχουν βασιστεί στη μείωση των δημοσίων δαπανών, είναι αυτές που είχαν μεγαλύτερο βαθμό επιτυχίας, όμως οι κυβερνήσεις είναι συχνά απρόθυμες και αναβλητικές σε τέτοια μέτρα, φοβούμενοι το πολιτικό κόστος που ίσως υποστούν.

Υπογραμμίζει επίσης ότι ένα κανάλι μέσω του οποίου διαχέεται η δημοσιονομική πολιτική είναι και το χρηματιστήριο. Αυτό γιατί η δημοσιονομική πολιτική, μέσω των προσδοκιών των επενδυτών μπορεί να επηρεάσει την οικονομία πριν καν υλοποιηθεί έμπρακτα. Τονίζει ότι αν οι επενδυτές πιστούν ότι η προσπάθεια σταθεροποίησης της οικονομίας είναι αξιόπιστη και δραστική θα ενισχύσουν την οικονομική τους δραστηριότητα.

Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν, δηλαδή, ότι, οι περικοπές των δαπανών είναι πιθανότερο να επιτύχουν από μια πολιτική επιβολής φόρων, Alesina & Perroti (1995), καθώς και σε πιο σύγχρονη μελέτη τους, Alesina & Ardagna (2010). Βέβαια υπάρχουν και διαφορετικές απόψεις, οι Holden & Midthjell (2013) διαφωνούν, υποστηρίζοντας ότι δεν υπάρχει σαφή ένδειξη ότι η επιτυχία της δημοσιονομικής πολιτικής καθορίζεται από τον τρόπο διεξαγωγής της, αλλά από το μέγεθος αυτής, αν ήταν ικανοποιητικά μεγάλο ώστε να μειώσει το χρέος της.

Επίσης, οι Mc.Dermott και Wescott στο άρθρο τους *An empirical analysis of fiscal adjustments*, (1996), καταλήγουν ότι προσαρμογές που είναι βασισμένες στις δημόσιες δαπάνες, ιδίως στις μεταβιβάσεις και στους κυβερνητικούς μισθούς έχουν περισσότερη πιθανότητα επιτυχία του στόχου, δηλαδή

της μείωσης του δημοσίου χρέους και αυξάνουν τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα την οικονομική ανάπτυξη.

Ο Νικηφόρος Λαοπόδης, στη μελέτη του με τίτλο *Fiscal Policy, Monetary Policy and the Stock Market* επιχειρεί την εξήγηση των δυνάμεων που ασκούνται μεταξύ αυτών των τριών αυτών συστατικών, νομισματικής, δημοσιονομικής πολιτικής και χρηματιστηρίου. Αποδεικνύει ότι τα ελλείμματα των χωρών επηρεάζουν τα χρηματιστήρια. Παρατηρεί ότι οι αποδόσεις των χρηματιστηρίων παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευαισθησία στις μεταβολές των φόρων παρά στις μεταβολές στις δαπάνες. Η επιβολή φόρων έχει αρνητική συσχέτιση με την πορεία του χρηματιστηρίου.

Η Κευνσιανή θεωρία, υποστηρίζει ότι αύξηση των φορών ή μείωση των δημοσίων δαπανών «φρενάρει» την σωρευτική ζήτηση και γι' αυτό μειώνεται η οικονομική δραστηριότητα βραχυπρόθεσμα.

Από την άλλη πλευρά οι Alessina & Perotti (1997) υποστηρίζουν ότι μεγάλες δημοσιονομικές προσαρμογές, ιδίως σε χώρες με μεγάλα δημόσια χρέη, μειώνουν το κόστος δανεισμού της χώρα γεγονός που αυξάνει την οικονομική δραστηριότητα.

Σε άρθρο τους οι Von Hagen και Strauch, με τίτλο *Fiscal Consolidation: Quality, Economic Conditions and Success* (2001), ενισχύουν την άποψη ότι τα ποιοτικά χαρακτηριστικά μιας δημοσιονομικής πολιτικής είναι πολύ σημαντικά για την επιτυχία της έκβασης και ότι η νομισματική πολιτική είναι περιορισμένης επίδρασης στο αποτέλεσμα.

Ο Henriksson συμπυκνώνει διάφορες μελέτες του στο άρθρο του *Ten Lessons about Budget Consolidations* (2007), και σημειώνει ότι η ύπαρξη χρέους είναι ιδιαίτερα είναι καθοριστικός παράγοντας γιατί οι χώρες με μεγάλα δημόσια χρέη είναι συνεχώς υπό παρακολούθηση από τη διεθνή επενδυτική κοινότητα και συνεχώς εκτεθειμένες στις αλλαγές πιστοληπτικής ικανότητας από τους οίκους αξιολόγησης.

Οι παραπάνω έρευνες αποτέλεσαν πηγή προβληματισμού και ερωτημάτων και βοήθησαν στην διευκρίνιση των στόχων μου γι αυτή τη μελέτη.

Τιμές Μετοχών

Η δημοσιονομική πολιτική είναι ένας από τους παράγοντες που επηρεάζουν την κίνηση του χρηματιστηρίου, όμως λόγω της άμεσης σύνδεσης της σε όλους του τομείς της οικονομίας τα αποτελέσματα είναι άμεσα και πολλαπλασιαστικά. Παρακάτω παραθέτω κάποιους παράγοντες που διαμορφώνουν τις τιμές των μετοχών και έχουν άμεση «εξάρτηση» από τη δημοσιονομική πολιτική.

Προσδοκίες – κοινωνικοί και ψυχολογικοί παράγοντες:

- Προσδοκία
- Πλαίσιο λειτουργίας και εποπτείας χρηματιστηρίου
- Πληροφόρηση
- Ψυχολογία

Πολιτικοί και διεθνείς παράγοντες:

- Πολιτική κατάσταση της χώρας
- Διεθνείς συγκυρίες

Παράγοντες που αφορούν την εταιρεία

- Μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας
- Οικονομική ευημερία του κλάδου

Οικονομικοί και νομισματικοί παράγοντες

- Οικονομική κατάσταση της χώρας
- Επίπεδο πληθωρισμού
- Εξέλιξη πραγματικού εισοδήματος
- Επίπεδο τρεχόντων επιτοκίων

- Ύψος απόδοσης μετοχής σε σχέση με εναλλακτικές τοποθετήσεις κεφαλαίου.
- Επίπεδο ρευστότητας και προσφοράς χρήματος
- Φορολογική πολιτική

Θεωρητική Προσέγγιση της Δημοσιονομικής Πολιτικής και του Χρηματιστηρίου

Έχοντας παρουσιάσει τα εργαλεία δημοσιονομικής πολιτικής και μετά από μια ανασκόπηση στην βιβλιογραφία, στο επόμενο κομμάτι θα παρουσιάσω μια σύνδεση των επιπτώσεων στο χρηματιστήριο.

Από την μακροοικονομική διάσταση της δημοσιονομικής πολιτικής είναι γεγονός επηρεάζει όλα τα φάσματα της οικονομικής δραστηριότητας, πόσο μάλλον το χρηματιστήριο. Ένα εύλογο συμπέρασμα είναι ότι μπορεί να δημιουργηθούν θετικές ή αρνητικές προσδοκίες, αρνητικά ή θετικά πραγματικά αποτελέσματα ανάλογα με το μείγμα και τη δομή της συγκεκριμένης πολιτικής.

Μέσα από παραδείγματα των επιπτώσεων δημοσιονομικών πολιτικών και τη βοήθεια της υπάρχουσας θεωρίας για το θέμα, θα επιχειρήσω μια λογική, θεωρητική σύνδεση με τις πιθανές επιπτώσεις στο χρηματιστήριο.

Αν για παράδειγμα μία κυβέρνηση έχει ψηλούς φορολογικούς συντελεστές στα εταιρικά κέρδη με στόχο τα ψηλά έσοδα από επιχειρήσεις μπορεί να δημιουργηθούν συσταλτικές τάσεις στον ιδιωτικό τομέα, μείωση στον ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης και περισσότερη ανεργία. Είναι επίσης δυνατό να προκύψουν και χαμηλότερα φορολογικά έσοδα από την φθίνουσα πορεία των εταιρικών κερδών. Μια τέτοια πολιτική θα επενεργούσε αρνητικά στην επενδυτική δραστηριότητα. Τα μειωμένα εταιρικά κέρδη θα αντανakλώνται στην τιμή της μετοχής, δημιουργώντας συρρίκνωση του χρηματιστηρίου. Είναι γεγονός ότι, πολλές φορές το κράτος δεναντιμετωπίζει τον

ιδιωτικό τομέα, ως ένα ισότιμο εταίρο για την ανάπτυξη μιας χώρας και έτσι δημιουργούνται επιπλοκές.

Υπάρχουν και εκ διαμέτρου αντίθετες θεωρίες,σε σχέση με το παραπάνω παράδειγμα οι Bertola και Drazen (1993), υποστηρίζουν ότι τα αποτελέσματα της δημοσιονομικής πολιτικής εξαρτώνται από τις προσδοκίες δημιουργούν στους επενδυτές. Μια αύξηση των φόρων σήμερα μπορεί να έχει τελικά επεκτατικά αποτελέσματα στην οικονομία αν οι καταναλωτές το μεταφράσουν ως μείωση της αβεβαιότητας για το τι θα γίνει στο μέλλον και ότι η και η κατάσταση στην χώρα σταθεροποιείται και η δημοσιονομική πολιτική ολοκληρώθηκε. Από πρακτικής άποψης όμως μια τέτοια μεταβλητή είναι αδύνατο να ποσοτικοποιηθεί και να συμπεριληφθεί για την επιλογή της πολιτικής, αφού γίνεται ορατή μόνο κατά την ολοκλήρωση της διαδικασίας.

Το χρηματιστήριο κινείται κατά μεγάλο μέρος βάσει των προσδοκιών, διαφορετικός τρόπος μείωσης των δημοσίων δαπανών δημιουργεί διαφορετικές εντυπώσεις. Έστω, μια ανακοίνωση ότι μειώνεται η δημόσια επένδυση και αφορά στην στα δημοσίων κτιρίων και ανακοινώνεται επίσης η κατάργηση ενός δημόσιου οργανισμού που απασχολεί χ υπαλλήλους. Μπορεί ποσοτικά να αντιστοιχούν στο ίδιο μέγεθος, στον ισολογισμό όμως η αίσθηση της μονιμότητας που διέπει τη δεύτερη ανακοίνωση λειτουργεί μεγαλύτερη διάρκεια και ένταση. Επομένως η σύνθεση επηρεάζει περισσότερο από το μέγεθος (Perrotti & Alesina, 1996).

Ο Tobin (1969), στη γενική θεωρία ισορροπίας του χρηματοπιστωτικού τομέα, υπογράμμισε τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και των ελλειμμάτων και της προσφοράς χρήματος είναι άμεση.

Είναι γνωστό ότι τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα επηρεάζουν δυσμενώς τις τιμές των μετοχών και των ομολόγων, αυτό γιατί αρχικά προκαλούν αύξηση των επιτοκίων, αυξάνουν την επικινδυνότητα για επενδύσεις σε μια χώρα, δημιουργώντας ένα όχι και τόσο ελκυστικό περιβάλλον για τους επενδυτές.

Τα ελλείμματα συνεπάγονται επιπλέον κινδύνους για την οικονομία που περιλαμβάνουν απώλεια εμπιστοσύνης εγχώριων και ξένων επενδυτών. Συγκεκριμένα, η απώλεια εμπιστοσύνης στη χώρα θα μπορούσε να προκαλέσει μια μετακίνηση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών από το εγχώριο χρηματιστήριο σε ξένο, προκαλώντας περαιτέρω απόμείωση αυτού.

Από τις έρευνες του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF) και της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank) (2003) τονίζουν τη σημασία παρακολούθησης και προσδιορισμού των ρίσκων που εμπεριέχει η δομή του χρέους. Προτείνουν πως θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και να συνυπολογίζεται το χρηματοοικονομικό ρίσκο και άλλου είδους ρίσκα που επισύρουν οι κυβερνητικές χρηματοροές, όταν τίθεται και σχηματίζεται η δομή του χρέους. Το ρίσκο που καλείται να αντιμετωπίσει η κάθε χώρα δεν είναι κοινό ώστε μια στρατηγική να μπορεί να εφαρμοστεί με επιτυχία για την κάθε περίπτωση. Το ρίσκο διαφοροποιείται και σχετίζεται για κάθε χώρα από τις δεδομένες ιδιαίτερες συνθήκες που αντιμετωπίζει η κάθε μία από αυτές όπως επίσης εξαρτάται και από την εκάστοτε δομή της κάθε οικονομίας. Αυτό λόγω χάρη μπορεί να γίνει εύκολα κατανοητό από την παρατήρηση των ανεπτυγμένων βιομηχανικών χωρών σε σχέση με τις αναπτυσσόμενες ή κατηγοριοποιώντας τις χώρες με ιδιαίτερα υψηλό δημόσιο χρέος σε σχέση με αυτές που διατηρούν ένα ανεκτό επίπεδο χρέους.

Ο ιδιωτικός τομέας είναι ευαίσθητος στις μεταβολές του επιτοκίου, μια μείωση του επιτοκίου μπορεί να οδηγήσει σε ανατίμηση των τιμών των μετοχών, αυξάνοντας με αυτόν τρόπο των πλούτο των επενδυτών και ενεργοποιώντας άλλους μηχανισμούς όπως την αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων.

Αντίθετα, η αύξηση των επιτοκίων είναι ανασταλτικός παράγοντας για τον δανεισμό των επιχειρήσεων για νέες επενδύσεις, γεγονός που υπονομεύει άμεσα την πραγματική οικονομική δραστηριότητα με αποτέλεσμα την αποτύπωση τους στις χρηματιστηριακές αγορές.

Επιπλέον, το κράτος, είναι πιθανά ο μεγαλύτερος δανειολήπτης, απορροφώντας με αυτό τον τρόπο μεγάλα ποσά κονδυλίων που διαφορετικά θα ήταν διαθέσιμα για τον ιδιωτικό τομέα και τις επενδύσεις.

Στη μελέτη των Senbet&Gande , FinancialCrisisandStockMarket:Issues, ImpactandPolicies, αποδεικνύεται ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές επηρεάζονται από τα creditratings, για να προβούν σε επενδύσεις. Να σημειωθεί επίσης ότι οι δημοσιονομικές πολιτικές, όταν γίνονται σε χώρες με μεγάλα δημόσια χρέη έχουν πολλαπλές επιπτώσεις.

Τέλος, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της οικονομίας της χώρας, όπως η εθνική αποταμίευση, η έκθεση που έχουν από στις κινήσεις της παγκόσμιας οικονομίας, η ευελιξία στα δομικά χαρακτηριστικά της οικονομίας ,η εξάρτηση από άλλα έθνη συνθέτουν την πολυπλοκότητα της σύνθεσης των σωστών και αποδοτικών μέτρων.

Στην επόμενη παράγραφο αναπτύσσεται η έννοια των πολλαπλασιαστών που αντανακλά την ευαισθησία σε πιθανές αλλαγές μίας χώρας σε διάφορους τομείς.

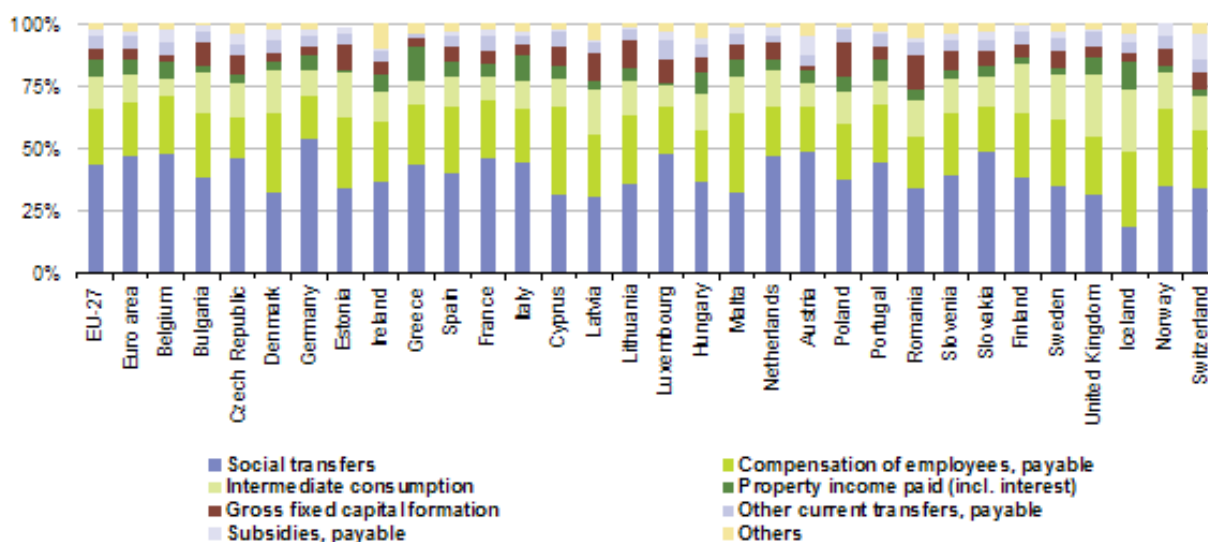
Πολλαπλασιαστές

Σε ποιο βαθμό επηρεάζεται η οικονομία μιας χώρας από τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής εξαρτάται ευθέως από τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές αυτής. Όπως είναι λογικό και αναμενόμενο, η δομή μιας χώρας, τι θέση έχει το κράτος ως εργοδότης, τι ποσά δαπανώνται για την δημόσια υγεία, ασφάλεια, κοινωνικές παροχές, συνταξιοδοτικά προγράμματα και άλλα βασικά χαρακτηριστικά της όπως, το επίπεδο ανάπτυξης, ο εξαγωγικός ή όχι χαρακτήρας, το επίπεδο δημόσιου χρέους, θα δώσουν άλλη βαρύτητα στην επιλεγθείσα πολιτική.

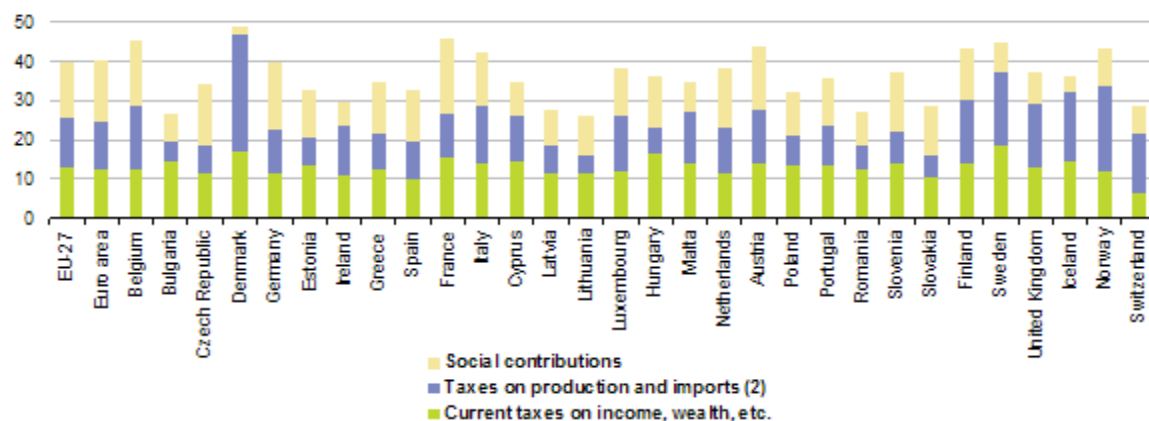
Για την ανάδειξη της διαφοροποίησης της δομής μιας οικονομίας σε σχέση με την δημοσιονομική πολιτική, ενδεικτικά θα αναφέρω κάποιες περιπτώσεις.

Σε κάθε κράτος, η σχετική σημασία των διαφόρων κατηγοριών εσόδων ποικίλλει σε μεγάλο βαθμό. Για παράδειγμα, οι φόροι ανήλθαν σε λιγότερο από το 50 % των εσόδων του δημοσίου στην Ουγγαρία, την Τσεχική Δημοκρατία, τη Σλοβακία και τη Σλοβενία, αλλά σχεδόν στο 84 % των εσόδων του δημοσίου στη Δανία (2011).

Αντίστοιχα ποικίλει και η κατανομή των δαπανών σημαντικά μεταξύ των κρατών. Το 2011 οι χώρες με τα υψηλότερα επίπεδα δημόσιων δαπανών ήταν η Δανία, η Φινλανδία, η Γαλλία, το Βέλγιο και η Σουηδία.



(1) Data extracted on 22.10.2012.
Source: Eurostat (online data code: gov_a_main)



(1) Data extracted on 22.10.2012.
(2) Denmark, includes taxes on production and imports paid to the institutions of the European Union.
Source: Eurostat (online data code: gov_a_main)

Από τους 2 παραπάνω πίνακες, είναι ξεκάθαρο ότι η δομή κάθε οικονομίας διαφέρει, άρα η δημοσιονομική πολιτική που θα επιλεγεί θα επιδράσει πολύ διαφορετικά.

Η αρχική κατάσταση της χώρας και ο τύπος δημοσιονομικής σαφώς επηρεάζουν, η Ardagna (2009), σημειώνει ότι δημοσιονομικές προσαρμογές που διενεργούνται σε χώρες που έχουν μεγάλα χρέη για χρόνια, όταν γίνονται από την πλευρά των δαπανών (μείωση), δημιουργούν μια μόνιμη και ικανού μεγέθους μείωση του χρέους και συνήθως συνοδεύονται από μείωση των επιτοκίων και αύξηση των χρηματιστηριακών αποδόσεων.

Σε μερικές περιπτώσεις οι προσδοκίες από την επιλεγμένη δημοσιονομική πολιτική είναι πολύ πιο εμφανή στη χρηματιστηριακή αγορά από την τελική της έκβαση στους λογαριασμούς του κράτους. Δημιουργώντας μια ψευδαίσθηση σε σχέση με τον μελλοντικό πλούτο, ενδυναμώνοντας τη δυνατότητα κατανάλωσης, αυξάνοντας εταιρικά κέρδη που αντανακλώνται στο χρηματιστήριο. Αυτό θα λέγαμε είναι μια προεξόφληση της δημοσιονομικής πολιτικής...βέβαια όχι πάντα, γιατί οι μεταβλητές που επηρεάζουν την χρηματιστηριακή απόδοση είναι πάρα πολλοί .

Αποτελεσματικές Αγορές

Εξετάζοντας την επίδραση των δημοσιονομικών προσαρμογών στο χρηματιστήριο, εν μέρει εξετάζουμε την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς. Κατά πόσο και πόσο γρήγορα οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν αυτές τις αλλαγές. Βέβαια συχνά, υπάρχει μια «διακριτική» διαχείριση των πληροφοριών σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική που καθιστά την μελέτη των περιπτώσεων δυσκολότερη

Σε αυτό το σημείο θα γίνει μια συνοπτική αναφορά στην θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.

Στον τομέα της χρηματοοικονομικής, όταν οι οικονομολόγοι χαρακτηρίζουν τις αγορές κεφαλαίου αποτελεσματικές εννοούν ότι σε αυτές οι τιμές των μετοχών και οι αποδόσεις τους διαμορφώνονται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης που καθορίζει ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών οι οποίοι σκέπτονται και πράττουν με ορθολογικό τρόπο. Ο ορθολογικός τρόπος συμπεριφοράς επιβάλλει την άμεση αφομοίωση των πληροφοριών σχετικά με τον καθορισμό των τιμών των χρεογράφων.

Η Υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών (EMH) εκφράστηκε αρχικά από τον Γάλλο μαθηματικό Louis Bachelier, στην διατριβή του " Η Θεωρία της Κερδοσκοπίας " το 1900. Το 1970 ο Fama δημοσίευσε τη βασική θεωρία του για την έννοια των αποτελεσματικών περιλαμβάνοντας τους ορισμούς των τριών μορφών της Αποτελεσματικής Αγοράς.

Έτσι στις αρχές της δεκαετίας του 1990 γίνεται ευρέως αποδεκτή η Υπόθεση Αποτελεσματικών Αγορών. Μια αγορά λέγεται αποτελεσματική αγορά όταν οι τιμές των χρεογράφων που διαπραγματεύονται σε αυτή αντιδρούν με ταχύτητα και ακρίβεια στην εμφάνιση μιας νέας πληροφορίας και επομένως οι τρέχουσες τιμές τους απεικονίζουν πλήρως όλη τη γνωστή πληροφόρηση.

Ο Fama καθόρισε σαν Αποτελεσματική Αγορά ότι είναι η αγορά της οποίας οι τιμές των χρεογράφων που διαπραγματεύονται στην αγορά, αντανακλούν ανά πάσα

στιγμή και πλήρως με όλες τις πληροφορίες που σχετίζονται ή που θα έπρεπε να σχετίζονται με την τιμή του χρεογράφου. Ο Fama κατηγοριοποίησε επίσης την αποτελεσματική αγορά με βάση το πληροφοριακό σύνολο που αντανακλάται στις τιμές των χρεογράφων, σε τρεις μορφές. Αυτές οι μορφές είναι:

Ασθενής Μορφή (Weak Form)

Η αγορά με τη μορφή αυτή υποθέτει ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν πλήρως τη πληροφόρηση που μπορεί να παραχθεί από τα στοιχεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Τα στοιχεία της αγοράς περιλαμβάνουν τις τιμές των μετοχών στο παρόν και στο παρελθόν, τις μεταβολές των τιμών, τον όγκο των συναλλαγών, το ύψος κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη και οποιαδήποτε άλλη πληροφορία αναφέρεται στην αγορά. Βάση αυτής της υπόθεσης τότε δεν υπάρχει επενδυτής που να μπορεί να προβλέψει τις μεταβολές των τιμών των μετοχών, και να εκμεταλλευτεί την συγκυρία. Η ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας δεν υποθέτει ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων είναι ανεξάρτητες, αλλά ούτε έχουν τις ίδιες κατανομές πιθανοτήτων διαχρονικά.

Ημι-ισχυρής Μορφή (Semi strong Form)

Η αγορά με τη μορφή αυτή υποθέτει ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη στο ευρύ κοινό πληροφόρηση. Η δημοσιευμένη πληροφόρηση (π.χ. την ανακοίνωση νέων δημοσιονομικών μέτρων) περιλαμβάνει τα στοιχεία της χρηματιστηριακής αγοράς και λοιπές δημοσιές πληροφορίες, όπως ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων, δείκτες τιμής μετοχής, επενδύσεις της εταιρείας μερισματικές αποδόσεις, ανακοινώσεις διάσπασης μετοχών, ανάπτυξη νέων προϊόντων, δυσκολίες χρηματοδότησης, οικονομικά νέα, πολιτικά. Άρα, η ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικής αγοράς ενσωματώνει την ασθενή μορφή αποτελεσματικής αγοράς. Βάση αυτής της υπόθεσης της ημι-ισχυρής μορφής αποτελεσματικής αγοράς, οι τιμές των χρεογράφων θα προσαρμόζονται με μεγάλη ταχύτητα άμεσα με την ανακοίνωση

κάποιας πληροφορίας. Στη περίπτωση αυτή κανένας επενδυτής δεν μπορεί να αποκομίσει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις κανονικές, χρησιμοποιώντας πληροφορίες κατά την ανακοίνωσή τους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι τιμές των χρεογράφων έχουν προλάβει να ενσωματώσουν τις νέες αυτές πληροφορίες.

Ισχυρή Μορφή (Strong Form)

Η αγορά με τη μορφή αυτή υποθέτει ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν όλη την πληροφόρηση, είτε έχει δημοσιευθεί είτε δεν έχει δημοσιευθεί (δηλαδή ιδιωτική πληροφόρηση). Άρα, η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας περικλείει τις δύο παραπάνω περιπτώσεις. Στη περίπτωση αυτή δεν υπάρχει κατηγορία επενδυτών που να έχει προνομιακή πρόσβαση σε πληροφορίες που μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών. Κατά συνέπεια, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις κανονικές σταθερά στο χρόνο.

Γενικά, εάν μια αγορά είναι αποτελεσματική, θα πρέπει να παρουσιάζει τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

- Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν άμεσα και πλήρως στην εμφάνιση κάθε νέας πληροφορίας που έχει σημασία στο επίπεδο της αξίας τους
- Οι μεταβολές των αναμενόμενων αποδόσεων των τιμών των μετοχών από μια περίοδο στην άλλη συνδέονται μόνον με τις μεταβολές (α. στο επίπεδο του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο και β) στο επίπεδο του ασφαλιστικού κινδύνου)
- Δεν είναι δυνατό να μπορέσουμε να διαχωρίσουμε μεταξύ κερδοφόρων και μη κερδοφόρων επενδύσεων, μελλοντικά, εξετάζοντας τα τρέχοντα δεδομένα και τιμές.
- Εάν χωρίσουμε τους επενδυτές σε αυτούς που γνωρίζουν και σε αυτούς που δεν γνωρίζουν, τότε θα ανακαλύψουμε ότι οι μέσες αποδόσεις των επενδύσεών τους δεν διαφέρουν μεταξύ τους. Με άλλα λόγια οι διαφορές στις

αποδόσεις κάθε κατηγορίας και κάθε επενδύτη σε κάθε κατηγορία, είναι αποτέλεσμα τύχης και όχι συστηματικές και σταθερές.

Θα προσπαθήσω να εξετάσω στο επόμενο κεφάλαιο κατά πόσο οι αλλαγές στη δημοσιονομική πολιτική ενσωματώνονται στις τιμές των αγορών, τελικά μήπως υπάρχουν ευκαιρίες για κερδοφόρες επενδύσεις...τότε αντανακλάται πλήρως η πληροφορία της δημοσιονομικής αλλαγής?

Στοιχεία χωρών υπό μελέτη (σε όσες ήταν δυνατό να βρεθούν)

Ιρλανδία 1987-1989

Το 1987 το χρέος της Ιρλανδίας έφθανε το 116% του ΑΕΠ. Η κυβέρνηση της περιόδου εκείνης επέλεξε μια δημοσιονομική πολιτική βασισμένη εξ ολοκλήρου στη μείωση των δημοσίων δαπανών. Οι μεγαλύτερες μειώσεις έγιναν στις μεταβιβάσεις (συγκεκριμένα μειώθηκαν κατά 2.6% του ΑΕΠ). Ο κρατικός τομέας αποδυναμώθηκε ως εργοδότης, κατά 7% !!! ενώ ταυτόχρονα μειώθηκαν και οι μισθοί του δημοσίου, τα έσοδα μειώθηκαν γεγονός που αποδεικνύει ότι η προσαρμογή έγινε από την πλευρά των δημοσίων δαπανών. Το χρηματιστήριο της Ιρλανδίας για το υπό μελέτη διάστημα, είχε σωρευτική απόδοση 67,15%. Το πρώτο έτος η απόδοση ήταν 25,60%, γεγονός που μάλλον πιστοποιεί ότι η διαθρωτική αλλαγή αντιμετωπίστηκε ικανοδοξά και οι προσδοκίες ήταν θετικές. Η Ιρλανδία είναι στη λίστα των επιτυχημένων προσαρμογών βάσει των ορισμών (1) και (2). Το correlation της ανεργίας σε σχέση με την ανεργία είναι -0,96366, γεγονός που δείχνει ότι η αύξηση του ΑΕΠ συνοδευόταν από μείωση της ανεργίας δεδομένου ότι το κράτος μείωσε την έκθεση του σαν εργοδότης συμπεραίνουμε ότι ο ιδιωτικός τομέας απορρόφησε το εργατικό δυναμικό.

Ιταλία 1993

Η Ιταλία το 1993 άλλαξε την μέχρι τότε δημοσιονομική πολιτική της που ήταν βασισμένη σε φορολογική βάση και έκανε μεγάλες μειώσεις στις δημόσιες δαπάνες (2,5% του ΑΕΠ), με κυριότερα κανάλια την δημόσια επένδυση και του δημόσιους μισθούς. Το χρηματιστήριο της Ιταλίας απέδωσε 43,69%.

Ισπανία 1987

Στην Ισπανία το 1987 η δημοσιονομική πολιτική στηρίχτηκε σε φοροεισπρακτικά μέσα, όπως διαβάζω στο OECD Economic Survey 1987-1988, ο χρηματιστηριακός δείκτης απέδωσε 29,04%. Θεωρείται επιτυχημένη δημοσιονομική πολιτική βάση του κριτηρίου των Alesina&Ardagna. Ακόμη και μετά την ολοκλήρωση της το χρηματιστήριο απέδωσε 10,52%.

Αυστρία(1996-1997)

Στην Αυστρία το 1996 ξεκίνησε μια μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή, το μεγαλύτερο μέρος προήλθε από την μείωση των δημοσίων δαπανών. Η δημοσιονομική προσαρμογή κινητοποιήθηκε με στόχο την κατάκτηση των κριτηρίων του Μάαστριχτ. Τα βασικά μέτρα από την πλευρά των δαπανών ήταν η μείωση του αριθμού των δημοσίων υπάλληλων αλλά και των μισθών τους. Μείωση διαφόρων κοινωνικών μεταβιβάσεων. Οι φόροι έμμεσοι και άμεσοι αυξήθηκαν επίσης. Το χρηματιστήριο συνολικά στο χρονικό διάστημα αυτό απέφερε σωρευτική απόδοση 24,5%, στο πρώτο έτος όμως δεν έγινε «αποδεκτή από το χρηματιστήριο αφού η πορεία του ήταν αρνητική κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες.

Καναδάς (1986-1989)

Δημοσιονομική προσαρμογή που βασίστηκε στην αύξηση των εσόδων κατά το μεγαλύτερο βαθμό και λιγότερο στην μείωση των δημοσίων δαπανών. Μια προσαρμογή που ξεκίνησε από την κυβέρνηση για να μειώσει το έλλειμμα που «κληρονόμησε».

Καναδάς(1993-1997)

Αυτή τη φορά η δημοσιονομική πολιτική βασίστηκε στη μείωση των δημοσίων δαπανών. Μειώθηκε κυρίως η δημόσια κατανάλωση και τα επιδόματα ανεργία και λοιπά κοινωνικά βοήθημα.Ο λόγος έναρξης ήταν μείωση ελλείμματος.

Φιλανδία(1993-1994)

Η δημοσιονομική πολιτική που ακολουθήθηκε ήταν εξ ολοκλήρου βασισμένη στη μείωση των δημοσίων δαπάνων. Οι μειώσεις έγιναν στους τομείς της υγείας της άμυνας, μεταφορών ,τηλεπικοινωνιών και κοινωνικών επιχορηγήσεων. Το σύνολο της προσαρμογής έφτασε το 3,47% του ΑΕΠ.

Φιλανδία(1996-1998)

Η προσαρμογή που ενεργοποιήθηκε για την επίτευξη των κριτηρίων της συνθήκης του Μάαστριχτ, η μείωση των δημοσίων δαπανών ήταν το κύριο εργαλείο για την υλοποίηση των στόχων.

Γαλλία(1994-2001)

Μια μεγάλη περίοδος δημοσιονομικής πολιτικής,βασισμένη κατά το μεγαλύτερο μέρος της στην επί χρόνια συνεχή αύξηση των φοροεσπρακτικών μέτρων

Γερμανία (1995-2000)

Ένα μείγμα δημοσιονομικής πολιτικής, τα πρώτα 3 χρόνια με ένταση στα φοροεισπρακτικά μέσα ενώ το τελευταίο έτος η μείωση των δημοσίων δαπανών γίνεται εντονότερη.

Γερμανία (2003-2007)

Σε αυτά τα χρόνια αθροιστικά η προσπάθεια κατανέμεται σχεδόν ισόποσα και στα 2 εργαλεία δημοσιονομικής πολιτικής. Το κύριο συστατικό έναρξης της δημοσιονομικής πολιτικής ήταν η Γερμανία να είναι μέσα στα θεσμοθετημένα από την Ευρωπαϊκή Ένωση κριτήρια. (Stability and Growth Pact)

Ιρλανδία (1986-1989)

Η ανάγκη για μείωση στο budget deficit ώθησε την Ιρλανδία σε μια χάραξη δημοσιονομικής πολιτικής. (IMF 1986...the 1986 budget aimed to cut back the current budget deficit...) με Μεγαλύτερη ήταν η συμβολή του από την πλευρά των δημοσίων δαπανών.

Ιταλία (1995-1997)

Ένα μείγμα δημοσιονομικής εφαρμόστηκε στην περίπτωση της Ιταλίας για την επίτευξη των στόχων για την συνθήκη του Μάαστριχτ, deficit λιγότερο από 3% του ΑΕΠ μέχρι το 1998.

Ολλανδία (2004-2007)

Μείγμα δημοσιονομικής πολιτικής με μια ελαφρά τάση να υπερισχύει η συμβολή των δημοσίων δαπανών.

Πορτογαλία (2002-2003)

Ο κύριος όγκος της μεταβολής προήλθε κυρίως από τα φορολογικά έσοδα.

Πορτογαλία (2006-2007)

Η συνολική προσαρμογή άγγιξε το 1,65% του ΑΕΠ, το 1,10% ήταν η συμβολή των εισπρακτικών μέσων.

Ισπανία (1994-1997)

Μείωση των δημοσίων δαπανών ήταν η γενική κατεύθυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής

Σουηδία (2004-2005)

Μείγμα πολιτικής

Βρετανία (1994-2000)

Μείγμα πολιτικής

Κριτήρια Κατηγοριών Δημοσιονομικών Πολιτικών

Ξεκινώντας το εμπειρικό κομμάτι της έρευνας μου, έγινε άμεσα αντιληπτό το πρόβλημα της κατηγοριοποίησης για την μελέτη. Πρακτικά ερωτήματα αναδύθηκαν ως προς την υλοποίηση του στόχου.

Συγκεκριμένα, η δυσκολία του ακριβή εντοπισμού της δημοσιονομικής πολιτικής που ακολουθήθηκε. Το ερώτημα πότε μια δημοσιονομική πολιτική θεωρείται επιτυχημένη. Η δυσκολία ανεύρεσης των ποιοτικών χαρακτηριστικών της δημοσιονομικής προσαρμογής όπως και ο ορισμός του μεγέθους αυτής. Ταυτόχρονα οι μεταβλητές υπό μελέτη για αυτήν την εργασία παρουσιάζουν μεγάλη ενδογένεια καθιστώντας το έργο ακόμη δυσκολότερο.

Κατά τη διάρκεια της συλλογής των στοιχείων, τις περισσότερες φορές κατάφερα να βρίσκω τα αποτελέσματα των επιλεγθέντων πολιτικών, και μόνο λεπτομέρειες για την δημοσιονομική πολιτική που επιλέχτηκε.

Συνήθως τα δεδομένα που δημοσιεύονται είναι ετήσια, άρα δύσκολα επεξεργάσιμα για μια βαθύτερη ανάλυση. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι το έργο της μελέτης γιατί είναι δύσκολος ο διαχωρισμός της νομισματικής από τη δημοσιονομική πολιτική.

Σε μια προσπάθεια να καταστήσω το εμπειρικό κομμάτι της έρευνας μου πρακτικό και πάνω από όλα εφικτό, πάτησα στα βήματα άλλων πολυγραφότατων και εμπείρων ερευνητών για να εξασφαλίσω εγκυρότητα στα αποτελέσματά μου.

Αρχικός προβληματισμός ήταν ο ορισμός της επιτυχής δημοσιονομικής πολιτικής, τα ερωτήματα πολλά π.χ. σε σχέση με τον στόχο, π.χ. η επίτευξη των κριτηρίων του Μάαστριχτ;, σε σχέση με τον κοινωνικό αντίκτυπο; το επίπεδο ανεργίας ή κάποιου δείκτη αποτύπωσης του *economicsentiment*?, αύξηση του ΑΕΠ ανεξάρτητα της κατάστασης του χρέους;

Τελικά υιοθέτησα την διαδικασία κατηγοριοποίησης των δημοσιονομικών πολιτικών από το άρθρο των Alesina και Ardagna (2012).

Συνοπτικά, οι Alesina και Ardagna κατηγοριοποίησαν τις πολιτικές χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα τους, θέτοντας κάποιους ορισμούς.

Ορισμός (1): Δημοσιονομική πολιτική εννοείται μία περίοδος 2 χρόνων όπου το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές ισοζύγιο προς ΑΕΠ βελτιώνεται κάθε χρόνο, και η σωρευτική βελτίωση είναι μεγαλύτερη από δύο ποσοστιαίες μονάδες του λόγου ισοζυγίου/ΑΕΠ.

Ορισμός (1A): Δημοσιονομική πολιτική εννοείται μία περίοδος 3 ή παραπάνω χρόνων όπου το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές ισοζύγιο προς ΑΕΠ βελτιώνεται κάθε χρόνο, και η σωρευτική βελτίωση είναι μεγαλύτερη από τρεις ποσοστιαίες μονάδες του λόγου ισοζυγίου/ΑΕΠ.

Ορισμός(2): Επιτυχημένη θεωρείται μια προσαρμογή όπου ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ, 2 χρόνια μετά την ολοκλήρωση της προσαρμογής είναι μικρότερος από τον λόγο τα τελευταία 2 χρόνια της προσαρμογής.

Στον παραπάνω ορισμό βλέπουμε ότι δίνεται έμφαση στο δημόσιο χρέος, αν μειώνεται θεωρείται επιτυχής.

Η επόμενη κατηγοριοποίηση είναι, γίνεται με βάση την αύξηση του ΑΕΠ, ονομάζονται από τους συγγραφείς επεκτατική ή συσταλτική και για να αποφύγουμε κάποια σύγχυση, εννοούν εκ του αποτελέσματος στο πραγματικό ΑΕΠ.

Ορισμός (3): Επεκτατική δημοσιονομική πολιτική θεωρείται όταν η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ, κατά τη διάρκεια της προσαρμογής είναι μεγαλύτερη από τη μέση ανάπτυξη που είχε η χώρα τα προηγούμενα 2 χρόνια.

Το κύριο πλεονέκτημα της υιοθέτησης αυτών των ορισμών, είναι ότι έκανε την έρευνα «μετρήσιμη» με δεδομένα που μπορούσα να βρω και να μελετήσω. Επιπλέον μπορούμε να παρατηρήσουμε ίσως μεθοδικότερα την ουσία της αλλαγής.

Με την χρήση αυτών των 2 κριτηρίων συγκεκριμενοποιούμε το ενδιαφέρον μας σε δυο μέτρα αποτελεσμάτων. Το πρώτο είναι αν κατάφεραν οι χώρες αυτές να μειώσουν ουσιαστικά το χρέος/ ΑΕΠ, δεύτερο είναι να δουν γενικότερα την αύξηση ή μείωση του μεγέθους της οικονομίας.

Η επόμενη κατηγορία έχει να κάνει με την επιλογή των δημοσιονομικών εργαλείων, κυρία πηγή βοήθειας ήταν τα άρθρα του IMF. Οι ορισμοί (1) και (1A) λειτουργούν και εδώ, επομένως εξέτασα μέσα στο δεδομένο χρονικό διάστημα ποια ήταν η ποσόστωση των 2 εργαλείων δημοσιονομικής πολιτικής. Ονομάζονται taxbased και spendingcuts.

Ανάλυση Κατηγοριών

- Επιτυχημένες vs Αποτυχημένες
- Παρακάτω παρουσιάζω τα γενικά χαρακτηριστικά της κατηγορίας αυτής, για διευκόλυνση της επεξήγησης των συμπερασμάτων. Τα συμπεράσματα είναι από το κύριο άρθρο μου.
 - Μείωση του Χρέους/ΑΕΠ κατά 0,19%, κατά μέσο όρο
 - Αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,47%, κατά μέσο όρο
 - Είχαν μεγαλύτερη χρονική διάρκεια, 3,3Υ και 2,55 Υ
 - Το πρωτογενές έλλειμμα μειώθηκε κατά 5,82% του ΑΕΠ , κατά μέσο όρο.
 - Η δημόσια κατανάλωση μειώθηκε κατά 1,35% σε σχέση με το ΑΕΠ
 - Οι μισθοί των δημοσίων υπαλλήλων μειώθηκαν κατά 1,1% σε σχέση με το ΑΕΠ, κατά μέσο όρο
 - Οι μεταβιβάσεις μειώθηκαν κατά 0,74%
 - Η σύνθεση γενει προερχόταν από μείωση των δημοσίων δαπανών
 - Ο δημόσιος τομέας ως εργοδότης αυξήθηκε κατά 1,64%, εδώ πρέπει να σημειώσουμε ότι το αντίστοιχο ποσοστό στις ανεπιτυχείς ήταν αύξηση 3,08% (κατά μέσο όρο σε σχέση με το ΑΕΠ)
 - Το επίπεδο εμπιστοσύνης των καταναλωτών μειώθηκε κατά 2,69 ενώ στις επιτυχείς 12,48%
 - Economic Sentiment Index αυξήθηκε κατά 13,8 % ενώ στις ανεπιτυχείς 5,05%

- Στις επιτυχημένες διαφαίνεται έντονη τόνωση των εξαγωγών και των επενδύσεων

- «Επεκτατικές» vs «Συσταλτικές»

Ας δούμε κάποια από τα χαρακτηριστικά των «επεκτατικών» δημοσιονομικών πολιτικών για να διευκολύνουμε την ανάλυση μας

- Η πλειοψηφία είχε βασιστεί σημείωση των δημοσίων δαπανών
- Ο δημόσιος τομέας ως εργοδότης αυξήθηκε κατά μόλις 1.1% του ΑΕΠ, ενώ στις ανεπιτυχείς 6,37%
- Οι δημόσιες επενδύσεις μειώθηκαν (-1,36% του ΑΕΠ),έναντι του (-1,67% του ΑΕΠ) στις επιτυχημένες
- Οι μισθοί του δημοσίου μειώθηκαν 1,12%, ενώ στις ανεπιτυχείς μόλις 0,28%

- Spending Cuts vs Taxed Based

Μεθοδολογία Έρευνας

Οι Alesina&Ardagna μου παρείχαν την χρονική διάρκεια της προσαρμογής, τα δεδομένα όμως της απόδοσης των χρηματιστηριακών δεικτών επεκτάθηκαν κατά δώδεκα μήνες. Για διευκόλυνση από εδώ και πέρα θα χρησιμοποιώ του παρακάτω ορισμούς για την διευκρίνιση του χρονικού σημείου.

12 μήνες πριν την έναρξη	T_A
Έναρξη Προσαρμογής	T_S
Πρώτο έτος της προσαρμογής (early stage of the adjustment)	T_{S+1}
Ολοκλήρωση Προσαρμογής	T_F
12 μήνες μετά την ολοκλήρωση	T_B

Έχοντας στη διάθεση μου μηνιαίες αποδόσεις υπολόγισα την σωρευτική απόδοση των χρηματιστηριακών δεικτών για τα κάτωθι χρονικά διαστήματα

- $(T_A - T_S)$ ένα χρόνο πριν τη προσαρμογή
- $(T_S - T_{S+1})$ πρώτος χρόνος επιβολής της δημοσιονομικής πολιτικής
- $(T_S - T_F)$ έναρξη μέχρι λήξη προσαρμογής
- $(T_F - T_B)$ ένα χρόνο μετά τη λήξη της προσαρμογής

Είναι σαφές ότι το $(T_S - T_F)$ ποικίλει σε διάρκεια ανάλογα με την διάρκεια της προσαρμογής, μπορεί να δεχθεί κάποια κριτική για biased αποτελέσματα, αλλά λειτουργώντας βάση των ορισμών (1) και (1A) περί ορισμού της δημοσιονομικής πολιτικής, νομιμοποιούμεστε για τη χρήση του.

Οι συσσωρευτικές αποδόσεις υπολογιστήκαν για όλα τα παραπάνω διαστήματα και για όλες τις υπό μελέτη χώρες, στην συνέχεια σε κάθε κατηγορία απολογήθηκε ο μέσος όρος για όλα τα χρονικά στάδια, για την εξαγωγή συνολικών συμπερασμάτων.

Γιατί αυτά τα χρονικά διαστήματα

- (TA - TS) ένα χρόνο πριν τη προσαρμογή

Μελέτησα τη συμπεριφορά του χρηματιστηριακού δείκτη ένα χρόνο πριν ώστε να «αποδείξω» την επίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής, σαν ένα είδος ελέγχου, αν δηλαδή η δημοσιονομική πολιτική ήταν μία από τις κινητήριες δυνάμεις που ενεργοποίησαν το χρηματιστήριο,

- (TS - TS+1) πρώτος χρόνος επιβολής της δημοσιονομικής πολιτικής

Για να ελέγξω τον ρυθμό εισχώρησης των πληροφοριών περί δημοσιονομικής προσαρμογής και να ελέγξω αν προεξοφλείται η επιτυχία κάποιων πολιτικών.

- (T S - TF) έναρξη μέχρι λήξη προσαρμογής

Τη συνολική απόδοση το διάστημα της προσαρμογής, και ποιες κατηγορίες έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις

- (TF- TB) ένα χρόνο μετά τη λήξη της προσαρμογής

Ποιες διατηρούν τις αποδόσεις, υπάρχει κάποιο σοκ?

Αποτελέσματα

Πριν τα αναλυτικά αποτελέσματα παραθέτω έναν πίνακα με τις χώρες και τις κατηγορίες, όπου δεν είναι σημειωμένη κατηγορία δεν είχα αρκετά στοιχεία για να εξάγω αποτέλεσμα (στην κατηγορία spendingcut, ταχόταν ήταν περίπτωση η ποσόστωση δεν τη συμπεριέλαβα)

ΧΩΡΕΣ	ΕΠΙΤΥΧΗΜΝΕΣ	ΑΝΕΠΙΤΥΧΕΙΣ	ΕΠΕΚΤΑΤΙΚΕΣ	ΣΥΣΤΑΛΤΙΚΕΣ	SPENDING CUTS	TAX BASED
ΚΑΝΑΔΑΣ (1993-1997)	x		x		x	
ΦΙΛΑΝΔΙΑ (1996-1998)	x		x		x	
ΙΡΛΑΝΔΙΑ (1986-1989)	x		x		x	
ΙΡΛΑΝΔΙΑ (1996-1998)	x		x			
ΙΤΑΛΙΑ (1995-1997)	x			x		
ΟΛΛΑΝΔΙΑ (1996-2000)	x		x			
ΟΛΛΑΝΔΙΑ (2004-2005)	x		x		x	
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ (1994-1995)	x		x		x	
ΙΣΠΑΝΙΑ (1986-1987)	x		x			
ΙΣΠΑΝΙΑ (1994-1997)	x		x			
ΣΟΥΗΔΙΑ (1993-1998)	x			x		
ΣΟΥΗΔΙΑ (2004-2005)	x		x			
ΕΛΒΕΤΙΑ (2003-2008)	x		x			
ΒΡΕΤΑΝΙΑ (1994-2000)	x		x			
ΑΥΣΤΡΙΑ (1996-1997)		x		x	x	
ΚΑΝΑΔΑΣ (1986-1989)		x		x		x
ΦΙΛΑΝΔΙΑ (1988-1989)		x	x		x	
ΦΙΛΑΝΔΙΑ (1993-1994)		x	x			
ΓΑΛΛΙΑ (1994-2001)		x	x			x
ΓΕΡΜΑΝΙΑ (1996-2000)		x		x		x
ΓΕΡΜΑΝΙΑ (2003-2007)		x		x	x	
ΙΤΑΛΙΑ (2006-2008)		x	x			x
ΝΟΡΒΗΓΙΑ (1999-2000)		x		x		
ΝΟΡΒΗΓΙΑ (2004-2006)		x	x			x
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ (2002-2003)		x		x		
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ (2006-2007)		x	x			

Επιτυχημένες vs Αποτυχημένες

Στο πρώτο στάδιο της ανάλυσης μου, όπως προείπα χρησιμοποιώ τους ορισμούς των Alessina και Ardagna. Υπενθυμίζω τον ορισμό της επιτυχημένης δημοσιονομικής πολιτικής.

Ορισμός(2): Επιτυχημένη θεωρείται μια προσαρμογή όπου ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ, 2 χρόνια μετά την ολοκλήρωση της προσαρμογής είναι μικρότερος από τον λόγο τα τελευταία 2 χρόνια της προσαρμογής.

Οι χώρες όπου οι δημοσιονομικές πολιτικές που κατηγοριοποιήθηκαν βάση των ορισμών (1)(1A)και (2),ως επιτυχημένες αποδεικνύεται ότι έχουν κατά μέσο όρο πολύ πιο έντονη άνοδο στην απόδοση του χρηματιστηριακού δείκτη. Συγκεκριμένα καθ' όλη τη διάρκεια της δημοσιονομικής προσαρμογής απέδωσαν 73,07% έναντι 52,15% των χώρων που είχαν χαρακτηριστεί ως αποτυχημένες 34, 08%.

Το ενδιαφέρον είναι η εξέλιξη αυτών των ποσοστών,στο αρχικό στάδιο της προσαρμογής οι ανεπιτυχείς υπερτερούν 4%,όμως μετά την ολοκλήρωσή τους η αναποτελεσματικότητα τους φαίνεται έντονα. Ο χρηματιστηριακός δείκτης αφομοιώνεται κατά μέσο όρο κατά 15% ενώ στις επιτυχημένες αυξάνεται κατά 15% κάνοντας την συνολική απόσταση των αποτελεσμάτων μεγαλύτερη. Του εντυπωσιακού 80,73% έναντι του 34,08%

Με τη βοήθεια των δεδομένων(χαρακτηριστικά των κατηγοριών) από την έρευνα των Alesina&Ardagna, συνέχισα την ανάλυση μου. Με βάση τα αποτελέσματα των μακροοικονομικών μεταβλητών που είχαν εξάγει οι συγγραφείς του άρθρου μπορούμε να βρούμε και άλλες συσχετίσεις σε σχέση με την δημοσιονομική πολιτική που επιλέχτηκε και τα αποτελέσματα της απόδοσης του δείκτη.

- Οι επιτυχείς είχαν βασιστεί στη φορολογία κατά μόλις 28,19 ενώ οι ανεπιτυχείς είχαν βασιστεί σε βαθμό 55,04. Από τα αποτελέσματα μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι οι εγχώριοι επενδυτές που υπόκεινται την φορολογία έχουν

περιορισμένο εισόδημα για επενδύσεις στο χρηματιστήριο. Το ίδιο ισχύει και για τις εταιρείες. Επίσης η φορολόγηση μάλλον δεν πείθει ως μέτρο εξυγίανσης της οικονομίας και μάλλον δεν προεξοφλείται στις αγορές. Η φορολογική ένταση λειτουργεί ανασταλτικά.

- Στις επιτυχημένες, η διάρκεια ήταν μεγαλύτερη, γεγονός που μεταφράζεται ως μεγαλύτερη διάρκεια θετικού κλίματος που "εκμεταλλεύεται" το χρηματιστήριο, βέβαια η διαφορά διάρκειας μπορεί να δεχθεί κριτική. Αν σκεφτούμε όμως ότι οι επιτυχημένες είχαν διάρκεια 3,3 και οι αποτυχημένες 2,55 και λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα των αποτελεσμάτων ένα χρόνο μετά αν είχαμε ομογενοποιήσει τα αποτελέσματα σε χρονική διάρκεια η διαφορά όπως σημείωσα και παραπάνω θα ήταν εντονότερη.
- Στις επιτυχημένες, η μείωση του δημοσίου χρέους κατά μέσο όρο ήταν 0,19% ενώ στις ανεπιτυχείς υπήρχε αύξηση του κατά μέσο όρο 1,49%, γεγονός που υποδεικνυεύει σχέση και σαφή επιρροή στην ύπαρξη δημοσίου χρέους και στην απόδοση του χρηματιστηριακής απόδοσης. Το αποτέλεσμα είναι σε αρμονία με τη θεωρητική προσέγγιση του θέματος ότι το δημόσιο χρέος λειτουργεί ανασταλτικά για την είσοδο ξένων επενδυτών, λόγω απώλειας εμπιστοσύνης.
- Οι επιτυχημένες είχαν βασιστεί επί το πλείστον σε περικοπή δημόσιων δαπανών, που μάλλον το χρηματιστήριο αντιλαμβάνεται ως εντονότερη διαθρωτική αλλαγή.
- Το ποσοστό ανεργίας δεν φαίνεται να επηρεάζει την απόδοση των δεικτών των χρηματιστηριακών αποδόσεων, αφού στις επιτυχημένες είναι κατά 2% μεγαλύτερο.
- Η εμπιστοσύνη στην αγορά επανέρχεται σταδιακά

Για να ελέγξω αν η δημοσιονομική πολιτική ήταν μία από τις κινητήριες δυνάμεις που ενεργοποίησαν το χρηματιστήριο, εξέτασα την πορεία των χρηματιστηρίων ένα χρόνο πριν για κάθε υπό μελέτη περίπτωση. Κρατώντας την παραπάνω κατηγοριοποίηση, έχουμε ότι η σωρευτική απόδοση ένα χρόνο πριν την εφαρμογή της δημοσιονομικής πολιτικής, για τις επιτυχημένες ήταν 10,08%, συμπεραίνουμε ότι η μείωση του χρέους/ΑΕΠ, (εκ του ορισμού της επιτυχημένης για εμάς) λειτούργησε θετικά για την επίτευξη του 80,73%. που παρατηρούμε μετά.

Ένα άλλον ενδιαφέρον σημείο που αξίζει να σταθούμε, είναι το πρώτο έτος από την επιβολή της δημοσιονομικής πολιτικής. Κατά το πρώτο έτος της εφαρμογής (T_s , T_{s+1}), τα χρηματιστήρια απέδωσαν 15,60%, γεγονός που δείχνει ότι μεγάλο μέρος της επιτυχής έκβασης της πολιτικής προεξοφλείται. Όταν επαναφέρουμε στη μνήμη μας και τα χαρακτηριστικά των επιτυχημένων προσαρμογών μπορούμε πάλι να συνδέσουμε την μείωση των δημόσιων δαπανών με τα καλά χρηματιστηριακά αποτελέσματα. Αφού φαίνεται ξένοι και εγχώριοι επενδυτές να αναγνωρίζουν τα δραστικά μέτρα.

Κατά τη διάρκεια της δημοσιονομικής πολιτικής δημιουργείται το μεγαλύτερο ποσοστό απόδοσης, αγγίζοντας το 73,06%, ενώ μετά την ολοκλήρωση της βλέπουμε ένα ακόμη 15,41% (κατά μέσο όρο). Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι κατά τη διάρκεια της εκτός από πιθανά άμεσα αποτελέσματα, έχουμε πιο πολλές ανησυχίες για την πορεία των οικονομικών συνθηκών στη χώρα και πιθανά να υπάρχει overreaction σε αυτά.

ΕΠΕΚΤΑΤΙΚΕΣ vs ΣΥΣΤΑΛΤΙΚΕΣ

Η επόμενη κατηγοριοποίηση, γίνεται με βάση την αύξηση του ΑΕΠ, ονομάζονται από τους συγγραφείς επεκτατική ή συσταλτική και για να αποφύγουμε κάποια σύγχυση,έννουν εκ του αποτελέσματος στο πραγματικό ΑΕΠ.

Θυμίζουμε τον ορισμό (3)

Ορισμός (3): Επεκτατική δημοσιονομική πολιτική θεωρείται όταν η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ, κατά τη διάρκεια της προσαρμογής είναι μεγαλύτερη από τη μέση ανάπτυξη που είχε η χώρα τα προηγούμενα 2 χρόνια.

Με βάση την άλλη κατηγοριοποίηση τα αποτελέσματα έχουν ως εξής, των «επεκτατικών» η σωρευτική απόδοση κατά τη διάρκεια της προσαρμογής είναι 62,67% ενώ των συσταλτικών είναι 42,67%. (Να σημειώσουμε ότι εδώ μόλις 5 χώρες δεν κατάφεραν να εκπληρώσουν τον στόχο της αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ.

Στο πρώτο έτος της προσαρμογής όσες χώρες είχαν αύξηστρο πραγματικό ΑΕΠ παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις είναι μεγαλύτερες 23,29% έναντι του 16,30%

SpendingCutsvsTaxedBased

Στην κατηγοριοποίηση αυτή τα αποτελέσματα παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

Ενώ στο πρώτο έτος της προσαρμογής ο μέσος όρος απόδοσης είναι σχεδόν ίδιος.

Spendingcuts 24,72% και taxbased 21,94% τα χρηματιστήρια αντιλαμβάνονται στην αρχή την απόφαση μόνο της προσαρμογής, στην πορεία όμως τα αποτελέσματα αλλάζουν πολύ, οι βασισμένες σε περικοπή δαπανών εκτινάσσονται στο 73,74% ενώ οι βασισμένες στις φορολογικές προσαρμογές αγγίζουν το 43,85%. Για ένα έτος μετά από την ολοκλήρωση της προσαρμογής οι spendingcuts αυξάνονται ακόμη κατά 20,83% αγγίζοντας το 94,04% ενώ στις taxbased μειώνονται κατά 19,12% .

Είναι φανερό ότι οι πολιτικές που πραγματοποιηθήκαν από την πλευρά της μείωσης δαπανών ευνόησαν σε μεγαλύτερο βαθμό την οικονομία και πιθανώς και τον ιδιωτικό τομέα. Αν θυμηθούμε τα χαρακτηριστικά των επιτυχημένων, πρώτη κατηγορία, οι χώρες όπου χαρακτηρίστηκαν έτσι, είχαν κατά πλειοψηφία δομήσει την πολιτική τους στη μείωση δαπανών. Που σημαίνει ότι είχαν μειώσει και το δημόσιο χρέος τους που σαφώς επηρεάζει, όπως ανέπτυξα στη θεωρητική προσέγγιση του θέματος.

Συμπεράσματα

Το γενικό συμπέρασμα της έρευνας μου είναι ότι το εμπειρικό αποτέλεσμα καταδεικνυεότι η σύνθεση της δημοσιονομικής πολιτικής είναι μεγίστης σημασίας όχι μόνο για τον άμεσο στόχο της προσαρμογής π.χ. μείωση δημοσίου χρέους αλλά επηρεάζει και το χρηματιστήριο.

Οι χώρες που διενεργήσαν πολιτικές ασκώντας μείωση δαπανών, εκτός ότικατάφεραν να υλοποιήσουν τους στόχους τους εν γένει, ενδυνάμωσαν τις χρηματιστηριακές αποδόσεις όχι μόνο κατά τη διάρκεια τους αλλά και μετά το πέρας αυτών.

Το χρηματιστήριο δείχνει μεγάλη ευαισθησία στην επιβολή φόρων, αρνητική. Τα κανάλια που πιθανά συντελούν σε αυτό είναι πολλά, η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος, η αδυναμία δραστικής αλλαγής στην οικονομία.

Η μείωση του δημοσίου χρέους και η αύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, η μείωση του λεγόμενου countryrisk προκαλεί αύξηση των χρηματιστηριακών επενδύσεων και προκαλεί αυξητικές τάσεις στους δείκτες.

Οι δημοσιονομικές προσαρμογές δεν δημιουργούν πάντα υφέσεις και αναταραχές αλλά και εντυπωσιακά αποτελέσματα.

Βιβλιογραφία

IMF Working Paper, A New Action-base Dataset of Fiscal Consolidation, Pete Devries, Jaime Guarjardo, Daniel Leigh, and Andrea Pascatori

Fiscal adjustments : lessons from recent history¹ , Alberto Alesina, April 2010.

Blanchard O. and R. Perotti, "An Empirical Investigation of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Revenues in Output", November 2002.

Mountford, A and H. Uhlig, "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?" 2008

Romer, C and D. Romer, "The Macroeconomics Effects of Tax Change" 2007

Von hagen J. and R. Strauch, (2001), "Fiscal Consolidations: Quality, Economic Conditions, and Success," Public Choice, 2001.

The "Austerity Myth" : Gain without Pain?, Roberto Perotti, June 6 2011, June 16 2011.

Devries, P., J Guajardo, D. Leigh, and A. Pascatori 2011, "A new action-based dataset of fiscal consolidations" IMF WP/11/128 at:

<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx>

Hardy, P., L. Kamener, and L. Karotie 2011: "European fiscal consolidations: four factors that will support success", The Boston Consulting Group.

Henriksoon, J. 2007: "Ten lessons about budget consolidations" The Bruegel Essay and Lecture Series.

Krugman, P 2010: "Myths of austerity"

Successful Fiscal Adjustments, Steinar Holden, Nina Larsson Midthjell, 2013

Fiscal Policy, Monetary Policy, and the Stock Market, Nikiforos T. Laopodis

Laopodis, Nikiforos T., 2006, Dynamic linkages among the stock market, inflation, monetary and real activity, The Financial Review.

Alesina A., Perotti, J Tavares, 1998: "The political Economy of Fiscal Adjustments".

Alesina A., R. Perotti, 1995,: " Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries".

OECD: "Economic Outlook", various years.

OECD: "Economic Survey" various years.

Perotti R., 1996: Do We Know How to Estimate Discretionary Fiscal Policy"?

FISCAL ADJUSTMENTS IN OECD COUNTRIES: COMPOSITION AND MACROECONOMIC EFFECTS, Alberto Alesina, Roberto Perotti, August 1996.

Fiscal Policy with Non-Contingent Debt and the Optimal Maturity Structure
Quarterly Journal of Economics 117:2 (Aug 2002)

<http://economics.mit.edu/files/329>

Missale, Alessandro (1997) "Managing the Public Debt: The Optimal Taxation Approach", Journal of Economic Surveys

Growth Effects of Flat-Rate Taxes; Nancy L. Stokey and Sergio Rebelo; NBER working paper series no. 4426.; Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1993.

<http://papers.nber.org/papers/4426>

Public Policy and Economic Growth: Developing Neoclassical Implications

Robert G. King, Sergio Rebelo, 1990.

Shiller, Robert J, Andrea E "Actual and Warranted Movements in Asset Prices", *Oxford Economic Papers* (1993),

<http://ideas.repec.org/a/oup/oxecpp/v45y1993i3p387-402.html>

Optimal Fiscal Policy in a Business Cycle Model, Patrick J. Kehoe, V. V. Chari, Lawrence J. Christiano, *Journal of Political Economy*, August 1994.

Lucas, Robert (1995) – "Monetary Neutrality" Prize Lecture – 1995 Nobel Prize in economics , December 7, 1995

http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1995/lucas-lecture.pdf

Giuseppe Bertola, Allan Drazen, "Trigger Points and Budget Cuts: Explaining the effects of fiscal austerity", *American Economic Review* 83:1 (March 1993).

