



Πανεπιστήμιο Ιωαννίνων

Σχολή Οικονομικών και Διοικητικών Επιστημών

Τμήμα Οικονομικών Επιστημών

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στην «Οικονομική Επιστήμη»

Κατεύθυνση: Οικονομική Ανάλυση και Πολιτική

Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής σε χρηματοοικονομικές κρίσεις

Όλγα Νόνη

Επιβλέπουσα: Επίκουρη Καθηγήτρια Σαλαμαλίκη Παρασκευή

Ιωάννινα, Ιανουάριος 2026

Fiscal policy responses to financial crises

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους όσους με στήριξαν καθ' όλη τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας μελέτης, συμβάλλοντας με κάθε τρόπο στην ολοκλήρωσή της.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες στην επιβλέπουσα καθηγήτριά μου, κα Παρασκευή Σαλαμαλίκη, για την καθοδήγηση, τη συνεχή υποστήριξη και τις ουσιαστικές παρατηρήσεις, οι οποίες υπήρξαν καθοριστικές για την πορεία και την ποιότητα της εργασίας.

Περίληψη

Η παρούσα διατριβή μελετά την αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από χρηματοοικονομικές κρίσεις, με ιδιαίτερη έμφαση στο ρόλο του δημοσιονομικού χώρου πριν από την κρίση. Ο κύριος στόχος είναι να εξεταστεί εάν το επίπεδο του δημόσιου χρέους πριν από την έναρξη μιας κρίσης επηρεάζει την ικανότητα των κυβερνήσεων να εφαρμόζουν αντικυκλική δημοσιονομική πολιτική κατά τη διάρκεια και μετά από περιόδους οικονομικής δυσχέρειας. Η εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιεί τοπικές προβολές τύπου Jorda (2005) σε δεδομένα 30 χωρών του ΟΟΣΑ την περίοδο 1980-2017. Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι αρχικές δημοσιονομικές συνθήκες παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των δημοσιονομικών αντιδράσεων. Οι χώρες με περιορισμένο δημοσιονομικό χώρο, που ορίζεται ως η αναλογία δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ με απόκλιση ενός τυπικού σφάλματος πάνω από το μέσο όρο του δείγματος, τείνουν να υιοθετούν μια πιο συσταλτική δημοσιονομική στάση τα έτη που ακολουθούν μια κρίση. Αντίθετα, οι χώρες με μεγαλύτερο δημοσιονομικό χώρο φαίνεται να έχουν περισσότερο περιθώριο για να στηρίζουν την οικονομική δραστηριότητα, ιδίως στα αρχικά στάδια μετά την κρίση. Συνολικά η ανάλυση υπογραμμίζει τη σημασία της διατήρησης επαρκούς δημοσιονομικού χώρου σε κανονικές περιόδους, καθώς αυτό επιτρέπει στις κυβερνήσεις να ανταποκρίνονται πιο αποτελεσματικά σε σοβαρές οικονομικές κρίσεις χωρίς να αναγκάζονται να υιοθετήσουν πρόωρα μέτρα δημοσιονομικής σταθεροποίησης.

Λέξεις-κλειδιά: δημοσιονομική πολιτική, χρηματοοικονομικές κρίσεις, δημοσιονομική αντίδραση, δημοσιονομικός χώρος, πρόσβαση στις αγορές, δημόσιο χρέος.

Abstract

This thesis studies the response of fiscal policy following financial crises, with a particular focus on the role of fiscal space prior to the crisis. The main objective is to examine whether the level of public debt prior to the onset of a crisis affects the ability of governments to implement countercyclical fiscal policy during and after periods of economic distress. The empirical analysis uses local projections (Jorda, 2005) on data from 30 OECD countries for the period 1980-2017. The results suggest that initial fiscal conditions play an important role in shaping fiscal responses. Countries with limited fiscal space, defined as the ratio of public debt to GDP with a standard error deviation above the sample average, tend to adopt a more contractionary fiscal stance in the years following a crisis. In contrast, countries with greater fiscal space appear to have more room to support economic activity, especially in the early stages after a crisis. Overall, the analysis highlights the importance of maintaining sufficient fiscal space in normal times, as this allows governments to respond more effectively to severe economic crises without being forced to adopt premature fiscal stabilization measures.

Keywords: fiscal policy, financial crises, fiscal response, fiscal space, market access, public debt

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	1
2. Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας	2
2.1 Η δημοσιονομική πολιτική ανάλογα με το δημοσιονομικό χώρο.....	2
2.2 Η δημοσιονομική πολιτική μετά από χρηματοοικονομικές κρίσεις	9
2.3 Θεωρητικά υποδείγματα και state dependence	14
2.4 Δημοσιονομικός χώρος και κρατικός κίνδυνος: εμπειρική συμπλήρωση της ανάλυσης των Romer & Romer και Bianchi–Ottonello–Presno	16
3. Ανάλυση έρευνας	21
3.1 Δεδομένα	21
3.2 Μεθοδολογία.....	25
3.3 Αποτελέσματα	28
3.4 Έλεγχος ευρωστίας: εναλλακτικός δείκτης δημοσιονομικής πολιτικής	34
4. Συμπεράσματα	36
Αναφορές	37
Παράρτημα.....	40

Κατάλογος Σχημάτων

Σχήμα 1: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από υφέσεις τύπου BOP (Market access: S&P rating)	29
Σχήμα 2: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από υφέσεις τύπου BOP (Market access: IMF dummy).....	30
Σχήμα 3: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων Laeven–Valencia (Market access: S&P rating)	31
Σχήμα 4: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων Laeven–Valencia (Market access: IMF dummy)	32
Σχήμα 5: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων (Cyclically-adjusted balance, Market access: S&P rating).....	34
Σχήμα 6: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από υφέσεις τύπου BOP (Cyclically-adjusted balance, Market access: S&P rating).....	35

1. Εισαγωγή

Η δημοσιονομική πολιτική αποτελεί έναν από τους βασικότερους μηχανισμούς μακροοικονομικής σταθεροποίησης, καθώς επηρεάζει άμεσα την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας, την απασχόληση και τη διανομή του εισοδήματος. Μέσω της ρύθμισης των δημοσίων δαπανών και της φορολογικής πολιτικής, το κράτος μπορεί να αμβλύνει τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου, ενισχύοντας τη ζήτηση σε περιόδους ύφεσης και περιορίζοντάς τη σε περιόδους υπερθέρμανσης της οικονομίας Blanchard (2021), Romer & Romer (2019). Ωστόσο, η δυνατότητα των κυβερνήσεων να ασκήσουν αποτελεσματική δημοσιονομική πολιτική εξαρτάται ουσιαστικά από το δημοσιονομικό χώρο (fiscal space), δηλαδή από το περιθώριο που διαθέτουν να αυξήσουν τις δαπάνες ή να μειώσουν τη φορολογία χωρίς να διακινδυνεύσουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους ή την εμπιστοσύνη των αγορών (Heller, 2005).

Η ύπαρξη επαρκούς δημοσιονομικού χώρου αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την έκταση και την αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής αντίδρασης μετά από χρηματοοικονομικές κρίσεις. Οι Romer και Romer (2019) καταδεικνύουν ότι οι χώρες με χαμηλότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ διαθέτουν μεγαλύτερη ευελιξία, γεγονός που τους επιτρέπει να εφαρμόσουν πιο επεκτατικές πολιτικές και να περιορίσουν το βάθος και τη διάρκεια της ύφεσης. Αντιθέτως, οι χώρες με περιορισμένο δημοσιονομικό χώρο συχνά υποχρεώνονται σε πρόωρη δημοσιονομική σύσφιξη, είτε λόγω επιδείνωσης των συνθηκών δανεισμού είτε λόγω πολιτικών και θεσμικών περιορισμών.

Η πρόσφατη βιβλιογραφία έχει στραφεί στην ανάλυση των μηχανισμών μέσω των οποίων ο δημοσιονομικός χώρος επηρεάζει τη συμπεριφορά της πολιτικής κατά και μετά από κρίσεις. Οι Salamaliki και Venetis (2024) επισημαίνουν ότι ο ρόλος του δημοσιονομικού χώρου δεν εξαντλείται στο ύψος του δημόσιου χρέους, αλλά συνδέεται και με τις ροές δημοσιονομικών ελλειμμάτων και τη δυναμική του χρέους. Οι συγγραφείς προτείνουν το λεγόμενο «κανάλι ανησυχίας για το έλλειμμα» (deficit concerns channel), σύμφωνα με το οποίο οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής μπορεί να επιλέξουν περιοριστική δημοσιονομική στάση ακόμη και χωρίς άμεσες πιέσεις από τις αγορές, προκειμένου να διαφυλάξουν τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Παράλληλα, υπογραμμίζουν ότι η πολιτική αντίδραση καθορίζεται τόσο από τους περιορισμούς της πρόσβασης στις αγορές (market access

constraints) όσο και από τις αντιλήψεις και τις προτιμήσεις των φορέων πολιτικής (policy views channel).

Επιπλέον, η εργασία των Ahmad, McManus και Ozkan (2021) συνδέει το δημοσιονομικό χώρο με την κυκλικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής, δείχνοντας ότι η έλλειψη δημοσιονομικού περιθωρίου αυξάνει την πιθανότητα προκυκλικής συμπεριφοράς, επεκτατική πολιτική στις περιόδους ανάπτυξης και περιοριστική στις υφέσεις, γεγονός που εντείνει τις οικονομικές διακυμάνσεις. Αντίθετα, οι χώρες που διαθέτουν δημοσιονομικό χώρο είναι σε θέση να ασκήσουν αντικυκλική πολιτική, λειτουργώντας σταθεροποιητικά και μετριάζοντας τις επιπτώσεις των κρίσεων. Οι συγγραφείς επισημαίνουν επίσης τη σημασία της δημιουργίας δημοσιονομικού χώρου σε περιόδους ευημερίας, ώστε να υπάρχει δυνατότητα επεκτατικής παρέμβασης όταν προκύπτουν δυσμενείς οικονομικές συνθήκες.

Συνολικά, τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας αναδεικνύουν τον καθοριστικό ρόλο του δημοσιονομικού χώρου τόσο στην πρόληψη όσο και στην αντιμετώπιση χρηματοοικονομικών κρίσεων. Πέρα από τα μακροοικονομικά μεγέθη, οι θεσμικές και πολιτικές αντιλήψεις σχετικά με τη δημοσιονομική υπευθυνότητα και τη βιωσιμότητα του χρέους επηρεάζουν ουσιαστικά τη δυναμική της πολιτικής μετά από κρίσεις (Romer & Romer, 2019, Salamaliki & Venetis, 2024).

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει την αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής σε χρηματοοικονομικές κρίσεις, με έμφαση στο ρόλο του δημοσιονομικού χώρου ως προσδιοριστικού παράγοντα της αποτελεσματικότητας της πολιτικής. Μέσα από θεωρητική ανάλυση, ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας και εμπειρική ανάλυση δεδομένων, επιχειρείται η κατανόηση των παραγόντων που καθορίζουν την κατεύθυνση, την ένταση και τα αποτελέσματα της δημοσιονομικής αντίδρασης, με στόχο τη διατύπωση συμπερασμάτων για τη χάραξη πιο ανθεκτικών και βιώσιμων δημοσιονομικών στρατηγικών στο μέλλον.

2. Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας

2.1 Η δημοσιονομική πολιτική ανάλογα με το δημοσιονομικό χώρο

Η σχέση ανάμεσα στο επίπεδο του δημόσιου χρέους και τη μορφή της δημοσιονομικής πολιτικής έχει αποτελέσει αντικείμενο εκτεταμένης ερευνητικής ανάλυσης. Η έννοια του δημοσιονομικού χώρου αναφέρεται στη δυνατότητα άσκησης δημοσιονομικών παρεμβάσεων

χωρίς να διακυβεύεται η μακροχρόνια βιωσιμότητα του χρέους ούτε η αξιοπιστία της οικονομίας. Όπως δείχνουν τα ευρήματα της σχετικής βιβλιογραφίας, όταν ο δημοσιονομικός χώρος είναι περιορισμένος, η δημοσιονομική πολιτική τείνει να αποκτά προκυκλικά χαρακτηριστικά, ενώ παράλληλα εντείνονται οι θεσμικοί και οι αγοραίοι περιορισμοί που επηρεάζουν τις αποφάσεις των υπεύθυνων χάραξης πολιτικής. Στη συνέχεια παρουσιάζονται ενδεικτικές εμπειρικές μελέτες που τεκμηριώνουν τα παραπάνω συμπεράσματα.

Ο Henning Bohn (1998) εστιάζει αποκλειστικά στη δημοσιονομική πορεία των Ηνωμένων Πολιτειών και εξετάζει τη βιωσιμότητά της για την περίοδο 1916-1995, καθώς και για επιμέρους χρονικές υποπεριόδους. Σε αντίθεση με τις παραδοσιακές προσεγγίσεις που βασίζονται σε ελέγχους στασιμότητας του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, οι οποίοι συχνά οδηγούν σε παραπλανητικά συμπεράσματα λόγω έκτακτων γεγονότων όπως πόλεμοι ή βαθιές υφέσεις, ο συγγραφέας προτείνει μια εναλλακτική μεθοδολογία. Συγκεκριμένα, εξετάζει κατά πόσο το πρωτογενές πλεόνασμα αντιδρά θετικά στις μεταβολές του δημόσιου χρέους. Χρησιμοποιώντας στοιχεία αποκλειστικά για τις ΗΠΑ και εκτιμήσεις με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), στο πλαίσιο του υποδείγματος φορολογικής εξομάλυνσης (tax smoothing) του Barro (1979), καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ο συντελεστής αντίδρασης του πρωτογενούς πλεονάσματος ως προς το χρέος είναι σταθερά θετικός και στατιστικά σημαντικός, κυμαινόμενος περίπου μεταξύ 3% και 5%. Το εύρημα αυτό υποδηλώνει, ότι καθώς αυξάνεται ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ, η αμερικανική κυβέρνηση προσαρμόζει τη δημοσιονομική της στάση αυξάνοντας συστηματικά το πρωτογενές πλεόνασμα, γεγονός που αντανακλά διορθωτική δημοσιονομική συμπεριφορά. Επιπλέον, όταν λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις του οικονομικού κύκλου και των προσωρινών διακυμάνσεων στις δημόσιες δαπάνες, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ εμφανίζει χαρακτηριστικά μέσης επαναφοράς, απορρίπτοντας το ενδεχόμενο εκρηκτικής δυναμικής. Παράλληλα, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν την ύπαρξη μη γραμμικών σχέσεων, καθώς η ένταση της δημοσιονομικής αντίδρασης ενισχύεται σε περιβάλλον υψηλού χρέους. Συνολικά, η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η δημοσιονομική πολιτική των Ηνωμένων Πολιτειών ικανοποιεί το διαχρονικό προϋπολογιστικό περιορισμό και χαρακτηρίζεται ως βιώσιμη, ακόμη και σε περιόδους όπου παρατηρούνται πρωτογενή ελλείμματα. Τέλος, το κριτήριο που προτείνεται, η ανάλυση της σχέσης μεταξύ πρωτογενούς πλεονάσματος και χρέους, θεωρείται πιο αξιόπιστο εργαλείο αξιολόγησης της δημοσιονομικής βιωσιμότητας σε σύγκριση με τις κλασικές μεθόδους ελέγχου μοναδιαίας ρίζας ή συνεκτίμησης.

Στη μελέτη των Mendoza και Ostry (2008) διερευνάται η έννοια της δημοσιονομικής βιωσιμότητας τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες, με την εφαρμογή

του ελέγχου Model-Based Sustainability (MBS) που πρότεινε ο Bohn. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη προσέγγιση, η δημοσιονομική πολιτική θεωρείται υπεύθυνη όταν το πρωτογενές πλεόνασμα βελτιώνεται συστηματικά καθώς αυξάνεται το επίπεδο του δημόσιου χρέους, αφού προηγουμένως ληφθούν υπόψη οι επιδράσεις του οικονομικού κύκλου. Χρησιμοποιώντας στοιχεία για 22 ανεπτυγμένες οικονομίες κατά την περίοδο 1970-2005 και για 34 αναδυόμενες χώρες για το διάστημα 1990-2005, οι συγγραφείς εντοπίζουν μια ισχυρή θετική σχέση μεταξύ δημόσιου χρέους και πρωτογενούς πλεονάσματος στο σύνολο του δείγματος, γεγονός που υποδηλώνει υπεύθυνη δημοσιονομική συμπεριφορά. Ωστόσο, η ένταση αυτής της σχέσης μειώνεται αισθητά όταν το χρέος υπερβαίνει ορισμένα κρίσιμα επίπεδα: στις αναδυόμενες οικονομίες όταν ξεπερνά το 50% του ΑΕΠ και στις ανεπτυγμένες όταν υπερβαίνει το 60%. Επιπλέον, διαπιστώνεται ότι οι ανεπτυγμένες χώρες υιοθετούν κατά κύριο λόγο αντικυκλική δημοσιονομική πολιτική, ενώ στις αναδυόμενες οικονομίες παρατηρείται συχνότερα προκυκλική συμπεριφορά, γεγονός που περιορίζει τη δυνατότητα τους να διαχειριστούν αποτελεσματικά υψηλά επίπεδα χρέους. Συνολικά, το βασικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι, παρά το γεγονός πως η πλειονότητα των χωρών εμφανίζει στοιχεία υπεύθυνης δημοσιονομικής διαχείρισης, η δημοσιονομική φερεγγυότητα τίθεται υπό αμφισβήτηση όταν το δημόσιο χρέος υπερβεί το εύρος του 50%-60% του ΑΕΠ.

Το άρθρο των Ostry, Ghosh, Kim, and Qureshi (2010) εξετάζει τη δημοσιονομική βιωσιμότητα στις ανεπτυγμένες οικονομίες και προτείνει έναν πρακτικό ορισμό του δημοσιονομικού χώρου, ο οποίος συνδέεται με τη δυνατότητα των κυβερνήσεων να αντιδρούν στην αύξηση του δημόσιου χρέους μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η δημοσιονομική πολιτική αντιδρά διαφορετικά ανάλογα με το διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο: σε χαμηλά και μεσαία επίπεδα χρέους, οι κυβερνήσεις τείνουν να βελτιώνουν το πρωτογενές τους ισοζύγιο, συμβάλλοντας στη σταθεροποίηση της δυναμικής του χρέους. Ωστόσο, όταν το χρέος αυξάνεται σημαντικά, η ικανότητα αυτή περιορίζεται, με αποτέλεσμα η δημοσιονομική προσαρμογή να εξασθενεί και να διαμορφώνεται ένα ενδογενές όριο χρέους πέρα από το οποίο η βιωσιμότητα τίθεται υπό αμφισβήτηση. Χρησιμοποιώντας δεδομένα για 23 ανεπτυγμένες οικονομίες κατά την περίοδο 1970-2007, το άρθρο εκτιμά μια μη γραμμική σχέση μεταξύ δημόσιου χρέους και πρωτογενούς αποτελέσματος και δείχνει ότι ο διαθέσιμος δημοσιονομικός χώρος διαφέρει σημαντικά μεταξύ χωρών. Τα αποτελέσματα υπογραμμίζουν ότι οικονομίες με περιορισμένο δημοσιονομικό χώρο είναι ιδιαίτερα ευάλωτες σε αρνητικές διαταραχές, όπως οι χρηματοοικονομικές κρίσεις, καθώς μπορεί να χάσουν απότομα την πρόσβαση του στις αγορές.

Η μελέτη των Ghosh, Kim, Mendoza, Ostry & Qureshi (2013) προτείνει μια νέα προσέγγιση στην ανάλυση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας στις ανεπτυγμένες οικονομίες, εισάγοντας την έννοια της «δημοσιονομικής κόπωσης» (fiscal fatigue). Στο πλαίσιο ενός στοχαστικού υποδείγματος ικανότητας εξυπηρέτησης του χρέους, οι κυβερνήσεις θεωρείται ότι προσαρμόζουν το πρωτογενές τους αποτέλεσμα ως απάντηση στην αύξηση του δημόσιου χρέους. Ωστόσο, η προσαρμογή αυτή δεν είναι απεριόριστη, καθώς όσο το χρέος διογκώνεται, η δυνατότητα περαιτέρω ενίσχυσης του πρωτογενούς πλεονάσματος μειώνεται σταδιακά, οδηγώντας στο σχηματισμό ενός ενδογενούς «ορίου χρέους» (debt limit). Όταν το χρέος προσεγγίζει αυτό το όριο, οι αγορές περιορίζουν ή διακόπτουν τη χρηματοδότηση του κράτους, καθώς η αυξανόμενη πιθανότητα αθέτησης αντικατοπτρίζεται σε απότομη άνοδο του κόστους δανεισμού. Στο πλαίσιο αυτό, ο «δημοσιονομικός χώρος» (fiscal space) ορίζεται ως η απόσταση μεταξύ του προβλεπόμενου επιπέδου χρέους και του εκτιμώμενου ανώτατου ορίου, παρέχοντας ένα λειτουργικό δείκτη αξιολόγησης της ανθεκτικότητας των δημόσιων οικονομικών. Με βάση στοιχεία από 23 ανεπτυγμένες οικονομίες για την περίοδο 1970-2007, οι συγγραφείς επιβεβαιώνουν εμπειρικά την ύπαρξη μη γραμμικής σχέσης μεταξύ δημόσιου χρέους και πρωτογενούς ισοζυγίου. Συγκεκριμένα, η θετική αντίδραση του πρωτογενούς αποτελέσματος εξασθενεί όταν το χρέος προσεγγίζει το 90%-100% του ΑΕΠ και μετατρέπεται σε αρνητική σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι οικονομίες όπως η Ελλάδα, η Ιταλία, η Ιαπωνία και η Πορτογαλία εμφανίζουν περιορισμένο έως μηδενικό δημοσιονομικό χώρο, σε αντίθεση με χώρες όπως οι σκανδιναβικές οικονομίες, η Κορέα και η Αυστραλία, οι οποίες διαθέτουν σημαντικό περιθώριο άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής. Το συγκεκριμένο θεωρητικό και εμπειρικό πλαίσιο συμβάλλει αφενός στην ερμηνεία της αιφνίδιας απώλειας πρόσβασης στις αγορές που αντιμετώπισαν ορισμένα κράτη της ευρωζώνης και αφετέρου προσφέρει ένα συνεκτικό εργαλείο αξιολόγησης στη σύγχρονη συζήτηση για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Το πρόσφατο άρθρο των Ahmad, McManus και Ozkan (2021) εξετάζει τη σχέση μεταξύ δημοσιονομικού χώρου και της κυκλικότητας της δημοσιονομικής πολιτικής, αξιοποιώντας δεδομένα από 133 χώρες για την περίοδο 1950–2014. Οι συγγραφείς δείχνουν ότι η έλλειψη δημοσιονομικού χώρου, δηλαδή της δυνατότητας αύξησης δαπανών ή μείωσης φόρων χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, οδηγεί σε εντονότερη προκυκλική πολιτική, ενώ ο επαρκής χώρος επιτρέπει την εφαρμογή αντικυκλικών μέτρων. Η ανάλυση καταδεικνύει ότι το φαινόμενο αυτό είναι ισχυρότερο μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, όταν πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες έχασαν δημοσιονομικό χώρο και επέστρεψαν σε προκυκλικές πρακτικές, ενώ αρκετές χώρες μεσαίου

και χαμηλού εισοδήματος πέτυχαν βελτίωση και μείωσαν την προκυκλικότητα. Επιπλέον, η σχέση εμφανίζεται μη γραμμική, καθώς οι χώρες με ελάχιστο δημοσιονομικό χώρο χρειάζονται μεγάλες βελτιώσεις για να αποκτήσουν τη δυνατότητα εφαρμογής αντικυκλικής πολιτικής. Το βασικό συμπέρασμα των συγγραφέων είναι ότι οι κυβερνήσεις πρέπει να «χτίζουν» δημοσιονομικό χώρο σε περιόδους ανάπτυξης ώστε να διαθέτουν την απαιτούμενη ευελιξία για στήριξη της οικονομίας σε περιόδους κρίσης.

Στο ίδιο πλαίσιο, οι Pzetzki, Mendoza και Végh (2013) εξετάζουν το ζήτημα του μεγέθους των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών και δείχνει ότι η αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής εξαρτάται ουσιαστικά από τα χαρακτηριστικά κάθε χώρας. Χρησιμοποιώντας ένα νέο τριμηνιαίο dataset για 44 χώρες (ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες) και εφαρμόζοντας μεθοδολογία Panel SVAR, οι συγγραφείς αναλύουν την επίδραση σοκ στις δημόσιες δαπάνες στο ΑΕΠ. Τα αποτελέσματα τους δείχνουν ότι οι πολλαπλασιαστές είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί στις ανεπτυγμένες χώρες, ενώ είναι αρνητικοί ή αμελητέοι στις αναπτυσσόμενες. Παράλληλα, διαπιστώνουν ότι το καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας παίζει καθοριστικό ρόλο: υπό σταθερές ισοτιμίες οι πολλαπλασιαστές ξεπερνούν το 1, ενώ σε ευέλικτα καθεστώτα είναι αρνητικοί. Αντίστοιχα, σε κλειστές οικονομίες το αποτέλεσμα είναι ισχυρότερο (πολλαπλασιαστής περίπου 1), ενώ σε ανοιχτές χώρες γίνεται αρνητικό. Σημαντικός παράγοντας είναι και το δημόσιο χρέος: όταν υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ, η δημοσιονομική επέκταση τείνει να έχει αρνητικές επιπτώσεις στην παραγωγή. Τέλος, η σύνθεση των δαπανών αποδεικνύεται κρίσιμη, καθώς οι δημόσιες επενδύσεις, ειδικά στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, έχουν πιο ισχυρή και θετική επίδραση σε σχέση με την κατανάλωση. Συνολικά, το άρθρο καταλήγει ότι οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές δεν είναι σταθεροί, αλλά εξαρτώνται από το θεσμικό και μακροοικονομικό πλαίσιο, γεγονός που αμφισβητεί την καθολική αποτελεσματικότητα των πολιτικών δημοσιονομικής τόνωσης.

Η μελέτη των Blanchard, Leandro και Zettelmeyer (2021) εξετάζει την ανάγκη ριζικής αναμόρφωσης των δημοσιονομικών κανόνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίοι σχεδιασμένοι σε ένα περιβάλλον θετικών επιτοκίων και χαμηλού χρέους, δεν ανταποκρίνονται πλέον στις συνθήκες υψηλού δημόσιου χρέους και μακροχρόνια χαμηλών επιτοκίων που επικρατούν μετά την κρίση COVID-19. Μέσα από συνδυασμό θεωρητικής και εμπειρικής ανάλυσης της δυναμικής του δημόσιου χρέους και της αλληλεπίδρασης μεταξύ επιτοκίων, ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης και πρωτογενών ισοζυγίων, οι συγγραφείς καταδεικνύουν ότι οι υφιστάμενοι αριθμητικοί περιορισμοί, όπως το όριο του 3% για το έλλειμμα και του 60% για το χρέος, εμφανίζονται πλέον τόσο ανεπαρκείς όσο και υπερβολικά σύνθετοι στην

εφαρμογή τους. Υποστηρίζουν ότι η αξιολόγηση της βιωσιμότητας του χρέους δεν μπορεί να βασίζεται σε άκαμπτους κανόνες, καθώς πρόκειται για μια κατ' ουσίαν πιθανολογική διαδικασία, η οποία επηρεάζεται από αβέβαιες μακροοικονομικές εξελίξεις και πολιτικούς παράγοντες. Στο πλαίσιο αυτό, προτείνεται η μετάβαση από το σύστημα των αυστηρών «κανόνων» σε ένα πιο ευέλικτο σύστημα «προτύπων» δημοσιονομικής πολιτικής, το οποίο θα βασίζεται σε στοχαστική ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους, προσαρμοσμένη στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε χώρας. Η αξιολόγηση της δημοσιονομικής πορείας θα πραγματοποιείται από ανεξάρτητους δημοσιονομικούς φορείς ή από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Το προτεινόμενο πλαίσιο αποσκοπεί στη διαμόρφωση ενός πιο ρεαλιστικού και ευέλικτου συστήματος δημοσιονομικής εποπτείας, το οποίο θα επιδιώκει την ισορροπία μεταξύ μακροοικονομικής σταθερότητας και βιώσιμης δημοσιονομικής διαχείρισης στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί πως, οι Elmendorf και Sheiner (2017) υποστηρίζουν ότι η πορεία του αμερικανικού δημοσίου χρέους δεν είναι βιώσιμη, καθώς η γήρανση του πληθυσμού οδηγεί σε αυξημένες δαπάνες για συντάξεις και υγεία, ενώ ταυτόχρονα μειώνεται το ποσοστό του ενεργού εργατικού δυναμικού. Αν και τα επιτόκια δανεισμού παραμένουν ιστορικά χαμηλά, γεγονός που δικαιολογεί μια πιο ήπια και σταδιακή δημοσιονομική προσαρμογή, οι συγγραφείς τονίζουν την ανάγκη περιορισμού του χρέους ώστε να διατηρηθεί το λεγόμενο *fiscal space*, δηλαδή ο απαραίτητος δημοσιονομικός χώρος που επιτρέπει στην κυβέρνηση να παρέμβει αποτελεσματικά σε περιόδους κρίσης. Η εμπειρία της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008–2009 κατέδειξε ότι οι ΗΠΑ χρειάστηκαν σημαντική αύξηση δανεισμού για να στηρίξουν την οικονομία. Συνεπώς, το σκεπτικό των συγγραφέων εστιάζει στην ισορροπία ανάμεσα στην αξιοποίηση των χαμηλών επιτοκίων για επενδύσεις και στη σταδιακή μείωση του χρέους, προκειμένου να διασφαλιστεί η ανθεκτικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής σε μελλοντικές χρηματοπιστωτικές ή οικονομικές κρίσεις.

Ο Obstfeld (2013) αναδεικνύει τη σημασία της δημοσιονομικής πολιτικής ως θεμέλιο για τη χρηματοπιστωτική και τη νομισματική σταθερότητα, τονίζοντας ότι η εκρηκτική ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα σε σχέση με το ΑΕΠ καθιστά αβέβαιη τη δυνατότητα των κρατών να εγγυηθούν την ομαλή λειτουργία του σε περιόδους κρίσης. Η βασική του θέση είναι ότι, καθώς η ρύθμιση των αγορών είναι αναπόφευκτα ατελής, απαιτείται μια προληπτική δημοσιονομική στρατηγική που να διατηρεί το δημόσιο χρέος σε μέτρια επίπεδα, ώστε να διασφαλίζεται η αξιοπιστία του κράτους ως εγγυητή του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομίας συνολικά. Στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα και παραδείγματα, δείχνοντας ότι οι τραπεζικές κρίσεις συνεπάγονται όχι μόνο υψηλά άμεσα δημοσιονομικά κόστη διάσωσης (π.χ. Ιρλανδία 41% ΑΕΠ, Ισλανδία 44% ΑΕΠ), αλλά και μακροχρόνιες υφέσεις που διογκώνουν το δημόσιο

χρέος και περιορίζουν τη δυνατότητα άσκησης επεκτατικής πολιτικής. Ειδικές περιπτώσεις, όπως η Ιαπωνία με χρέος άνω του 200% του ΑΕΠ, υπογραμμίζουν τον κίνδυνο παγίδευσης σε έναν φαύλο κύκλο χρέους και χαμηλής ανάπτυξης. Ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι, χωρίς επαρκή δημοσιονομικό χώρο, η χρηματοπιστωτική αστάθεια μπορεί να εξελιχθεί σε κρίση χρέους ή πληθωρισμού, ενώ η υπερβολική λιτότητα μετά την κρίση συχνά επιδεινώνει την κατάσταση. Αντίθετα, η πιο αποτελεσματική στρατηγική είναι η διατήρηση θεσμικών μηχανισμών που περιορίζουν τον ηθικό κίνδυνο (π.χ. bail-in μετόχων και πιστωτών), σε συνδυασμό με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που στηρίζουν την ανάπτυξη και οδηγούν σε μακροχρόνια αποκλιμάκωση του χρέους. Συνεπώς, το υπόδειγμα που προτείνει δεν είναι μαθηματικό, αλλά θεσμικό και μακροοικονομικό: η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να λειτουργεί ως προληπτικό «μαξιλάρι», ενισχύοντας την αξιοπιστία του κράτους και προσφέροντας το απαραίτητο υπόβαθρο για τη σταθερότητα τιμών και την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το άρθρο των Kose et al. (2022) αναπτύσσει μια εκτενή διακρατική βάση δεδομένων για τη μέτρηση του δημοσιονομικού χώρου, ο οποίος ορίζεται ως η δυνατότητα μιας χώρας να εφαρμόσει δημοσιονομική πολιτική χωρίς να υπονομεύεται η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Η βάση δεδομένων καλύπτει μεγάλο αριθμό ανεπτυγμένων και αναδυόμενων οικονομιών σε μακρά χρονική περίοδο και συνδυάζει στοιχεία από διεθνείς πηγές, όπως το ΔΝΤ, την Παγκόσμια Τράπεζα και τον ΟΟΣΑ. Περιλαμβάνει εναλλακτικά μέτρα δημοσιονομικού χώρου, όπως δείκτες δημόσιου χρέους, κυκλικά προσαρμοσμένα δημοσιονομικά ισοζύγια, δείκτες βιωσιμότητας χρέους και μέτρα πρόσβασης στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Η εμπειρική ανάλυση βασίζεται σε διακρατικά panel υποδείγματα, στα οποία εξετάζεται η σχέση μεταξύ δημοσιονομικού χώρου, μακροοικονομικών συνθηκών και της ικανότητας άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής. Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν δυναμικές προδιαγραφές με ελέγχους για ετερογένεια μεταξύ χωρών και κοινές παγκόσμιες διαταραχές, προκειμένου να αξιολογήσουν πως οι περιορισμοί δημοσιονομικού χώρου επηρεάζουν τις δημοσιονομικές επιλογές και τις μακροοικονομικές επιδόσεις. Η προσέγγιση αυτή παρέχει το θεωρητικό και εμπειρικό υπόβαθρο για την ανάλυση της δημοσιονομικής πολιτικής υπό διαφορετικούς βαθμούς δημοσιονομικού περιορισμού.

2.2 Η δημοσιονομική πολιτική μετά από χρηματοοικονομικές κρίσεις

Η μελέτη των χρηματοοικονομικών κρίσεων κατέχει κεντρική θέση στη διεθνή οικονομική βιβλιογραφία. Ένα από τα βασικά συμπεράσματα που αναδεικνύονται είναι ότι ο δημοσιονομικός χώρος που διαθέτει μια χώρα πριν την εκδήλωση μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης επηρεάζει ουσιαστικά την πορεία των μακροοικονομικών της επιδόσεων κατά την περίοδο που ακολουθεί. Στο πλαίσιο αυτό, τα άρθρα που ακολουθούν εξετάζουν εμπειρικά τη σχέση μεταξύ δημοσιονομικής πολιτικής και μακροοικονομικών εξελίξεων μετά από χρηματοοικονομικές κρίσεις, αναδεικνύοντας τους περιορισμούς αλλά και τις δυνατότητες άσκησης επεκτατικών παρεμβάσεων.

Στη μελέτη τους, οι Christina και David Romer (2019) εξετάζουν γιατί η ένταση και η διάρκεια των συνεπειών μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης διαφέρουν σημαντικά μεταξύ χωρών, εστιάζοντας στο ρόλο του δημοσιονομικού χώρου. Η ανάλυση τους βασίζεται σε ένα δείγμα 30 χωρών του ΟΟΣΑ την περίοδο 1980-2017, χρησιμοποιώντας ποσοτικά και αφηγηματικά δεδομένα από μακροοικονομικά στοιχεία. Η μελέτη χρησιμοποιεί ημειτή δείκτη χρηματοπιστωτικής πίεσης (0–15), με τιμές ≥ 7 να θεωρούνται «μέτρια ή μεγαλύτερης έντασης κρίσεις». Η περίοδος ανάλυσης 1980–2017 επιλέχθηκε γιατί τα δημοσιονομικά δεδομένα είναι συγκρίσιμα από το 1980. Τα δεδομένα δείχνουν ότι τα κράτη με χαμηλό λόγο χρέους προς ΑΕΠ έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα άσκησης επεκτατικής πολιτικής σε συνθήκες κρίσης, τόσο μέσω δημοσιονομικών πακέτων στήριξης όσο και μέσω προγραμμάτων διάσωσης του χρηματοπιστωτικού τομέα, και συνεπώς υφίστανται ηπιότερες υφέσεις. Αντίθετα, οι χώρες με υψηλά επίπεδα χρέους τείνουν να υιοθετούν περιοριστικά μέτρα ή να αδυνατούν να δανειστούν στις αγορές, με αποτέλεσμα βαθύτερες και πιο παρατεταμένες υφέσεις. Ωστόσο, οι συγγραφείς τεκμηριώνουν ότι οι αγορές δεν αποτελούν το μοναδικό περιοριστικό παράγοντα: σε πολλές περιπτώσεις, η επιλογή λιτότητας ήταν προϊόν πολιτικής βούλησης των εγχώριων κυβερνήσεων ή/και των διεθνών οργανισμών (π.χ. ΔΝΤ, ΕΕ), ανεξαρτήτως της άμεσης πίεσης των επενδυτών. Ως αποτέλεσμα, μια χώρα με υψηλό χρέος ενδέχεται να επιλέξει μικρή επέκταση ή να ακολουθήσει πολιτική λιτότητας μετά από μια χρηματοπιστωτική κρίση, ενώ μια χώρα με χαμηλότερο χρέος μπορεί να επιλέξει επιθετική επέκταση, ακόμη και αν καμία από τις δύο δεν αντιμετωπίζει πιέσεις από τις αγορές. Η ανάλυση, συνδυάζοντας οικονομετρικές εκτιμήσεις με αφηγηματικές πηγές, καταλήγει σε δύο βασικά συμπεράσματα: πρώτον, η διατήρηση χαμηλού χρέους σε κανονικές περιόδους λειτουργεί ως κρίσιμο εργαλείο ασφάλειας για μελλοντικές κρίσεις και δεύτερον, η χάραξη

πολιτικής δεν πρέπει να καθορίζεται μηχανιστικά από το ύψος του χρέους, αλλά να λαμβάνει υπόψη το ρόλο των επιλογών των φορέων πολιτικής στην αντιμετώπιση των συνεπειών μιας κρίσης.

Επιπρόσθετα, η μελέτη των Jorda, Schularick και Taylor (2016) εξετάζει την κοινή πορεία δημόσιου και ιδιωτικού χρέους σε 17 ανεπτυγμένες οικονομίες από το 1870 έως το 2011, χρησιμοποιώντας ένα νέο ιστορικό dataset και εμπειρικές τεχνικές τοπικών προβολών. Το βασικό σκεπτικό είναι ότι οι κρίσεις δεν μπορούν να αναλυθούν εξετάζοντας χωριστά το δημόσιο και το ιδιωτικό χρέος, καθώς οι δύο τομείς αλληλεπιδρούν. Η επιχειρηματολογία τους δείχνει ότι οι μεγαλύτεροι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα προκύπτουν κυρίως από ιδιωτικές πιστωτικές «φούσκες» και όχι από την αύξηση του δημόσιου χρέους. Ωστόσο, υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους κατά την είσοδο σε κρίση περιορίζουν το δημοσιονομικό χώρο και επιδεινώνουν τις συνέπειες της ιδιωτικής απομόχλευσης, οδηγώντας σε βαθύτερες και πιο παρατεταμένες υφέσεις. Από την ανάλυση περίπου 150 επεισοδίων ύφεσης και ανάκαμψης προκύπτει ότι οι «κανονικές» υφέσεις έχουν μικρότερη πτώση και ταχύτερη ανάκαμψη, ενώ οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις συνοδεύονται από μεγαλύτερες απώλειες προϊόντος και αργή επιστροφή στην προ κρίσης τάση, ιδίως όταν προηγούνται πιστωτικά booms και το δημόσιο χρέος βρίσκεται ήδη σε υψηλά επίπεδα. Συνολικά, το άρθρο καταλήγει πως η ιστορική εμπειρία αναδεικνύει τον κεντρικό ρόλο της ιδιωτικής πίστωσης στη γένεση κρίσεων, αλλά και τη σημασία διατήρησης χαμηλού δημόσιου χρέους σε περιόδους ευφορίας, ώστε να υπάρχει δυνατότητα δημοσιονομικής παρέμβασης και ταχύτερης ανάκαμψης σε μελλοντικές κρίσεις.

Στο ίδιο πλαίσιο, οι Salamaliki και Venetis (2024) εξετάζουν το ρόλο του δημοσιονομικού περιθωρίου στην αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις, εστιάζοντας τόσο στην πρόσβαση στις αγορές όσο και στις αντιλήψεις των φορέων χάραξης πολιτικής. Το βασικό επιχείρημα είναι ότι τα παραδοσιακά μέτρα, όπως ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ, δεν αρκούν για να αποτυπώσουν τη δυναμική του δημοσιονομικού χώρου, καθώς παραβλέπουν τη ροή των ελλειμμάτων και τη μη γραμμική ευαισθησία των αγορών. Οι συγγραφείς προτείνουν ένα νέο μη γραμμικό μέτρο «δημοσιονομικής υγείας» που συνδυάζει το απόθεμα χρέους και το μέσο όρο δημοσιονομικών ελλειμμάτων τριετίας, επιτρέποντας να αποτυπωθεί καλύτερα τόσο η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα όσο και οι βραχυπρόθεσμες πολιτικές αποφάσεις. Χρησιμοποιώντας δεδομένα πάνελ για 30 χώρες του ΟΟΣΑ την περίοδο 1980–2017 και τη μεθοδολογία των τοπικών προβολών (local projections), οι συγγραφείς τεκμηριώνουν ότι όταν ενσωματώνεται η μη γραμμικότητα, η πρόσβαση στις αγορές αποκτά πολύ πιο καθοριστικό ρόλο στην αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής, με τις χώρες που

διαθέτουν καλύτερη πρόσβαση να υιοθετούν περισσότερο επεκτατικές πολιτικές μετά την κρίση. Επιπλέον, διαπιστώνεται ότι οι ροές ελλειμμάτων επηρεάζουν ισχυρότερα τις επιλογές πολιτικής από το ίδιο το επίπεδο του χρέους, γεγονός που αναδεικνύει ένα λόγο ανησυχίας για τα ελλείμματα, όπου οι πολιτικοί λαμβάνουν αποφάσεις υπό το βάρος της διαρκούς δημοσιονομικής ανισορροπίας. Τα ευρήματα έχουν άμεση σημασία για τη μετά COVID-19 εποχή, καθώς οι υψηλές δαπάνες και τα ελλείμματα που προέκυψαν για την αντιμετώπιση της πανδημίας ενδέχεται να περιορίσουν τη μελλοντική ικανότητα των κυβερνήσεων να στηρίξουν την ανάπτυξη και να ανταποκριθούν σε νέες προκλήσεις, όπως η κλιματική αλλαγή ή η μείωση των ανισοτήτων.

Η μελέτη των Baron, Verner και Xiong (2020) εξετάζει ένα εκτενές ιστορικό δείγμα 46 χωρών για την περίοδο 1870–2016, με στόχο να διερευνήσει αν οι τραπεζικοί πανικοί αποτελούν απαραίτητη προϋπόθεση για την εκδήλωση σοβαρών χρηματοοικονομικών και μακροοικονομικών κρίσεων. Οι συγγραφείς δημιουργούν μια νέα, πρωτογενή βάση δεδομένων που συνδυάζει αποδόσεις τραπεζικών μετοχών, μακροοικονομικούς δείκτες και αφηγηματικά στοιχεία για τραπεζικούς πανικούς, ώστε να αναλύσουν συστηματικά τις περιπτώσεις κρίσεων με και χωρίς μαζικές αναλήψεις ή διακοπή της χρηματοδότησης των τραπεζών. Χρησιμοποιώντας ως βασικό κριτήριο κρίσης μια πτώση άνω του 30% στις τραπεζικές μετοχές, εφαρμόζουν οικονομετρικές τεχνικές τοπικών προβολών (Jordà, 2005) για να εκτιμήσουν τις επιπτώσεις αυτών των «τραπεζικών σοκ» στην πραγματική οικονομία. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μεγάλες πτώσεις των τραπεζικών μετοχών προβλέπουν έντονη και παρατεταμένη συρρίκνωση του ΑΕΠ και της τραπεζικής πίστωσης ακόμη και χωρίς την εμφάνιση πανικού, ενώ οι πανικοί συνήθως ακολουθούν τις αρχικές απώλειες κεφαλαίου και δεν αποτελούν την αιτία τους. Με άλλα λόγια, η επιδείνωση της κεφαλαιακής επάρκειας και η μείωση της ικανότητας διαμεσολάβησης του τραπεζικού συστήματος είναι από μόνες τους ικανές να οδηγήσουν σε ύφεση και πιστωτική κρίση. Συνεπώς, οι συγγραφείς καταλήγουν ότι οι τραπεζικές κρίσεις χωρίς πανικούς μπορούν να έχουν εξίσου σοβαρές και μακροχρόνιες μακροοικονομικές επιπτώσεις, γεγονός που υπογραμμίζει την ανάγκη η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική να επικεντρώνεται στην έγκαιρη ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης και στη διατήρηση της πιστωτικής ροής προς την οικονομία, αντί να περιορίζεται αποκλειστικά στη διαχείριση πανικών ρευστότητας εκ των υστέρων.

Επίσης, το άρθρο της Huixin Bi (2012) εξετάζει πως η δημοσιονομική πολιτική αλληλεπιδρά με τον κίνδυνο κρατικής χρεοκοπίας και τα όρια της δημοσιονομικής ικανότητας στις ανεπτυγμένες οικονομίες μετά τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008–2009. Η συγγραφέας αναπτύσσει ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας (DSGE) για

μα κλειστή οικονομία, όπου το «δημοσιονομικό όριο», το μέγιστο επίπεδο χρέους που η κυβέρνηση είναι ικανή και πρόθυμη να εξυπηρετήσει, προκύπτει ενδογενώς από μια δυναμική καμπύλη Laffer και επηρεάζεται από οικονομικά θεμελιώδη και πολιτικό κίνδυνο. Μέσω βαθμονόμησης σε δεδομένα ανεπτυγμένων χωρών (Καναδάς, Νέα Ζηλανδία, Βέλγιο, Ιταλία, Ιαπωνία, Σουηδία) και προσομοίωσης για την Ελλάδα, το άρθρο δείχνει ότι τα ασφάλιστρα κινδύνου (sovereign risk premia) αυξάνονται μη γραμμικά όσο το δημόσιο χρέος πλησιάζει το δημοσιονομικό όριο, ενώ οι μακροχρόνιοι τίτλοι προεξοφλούν νωρίτερα τον αυξανόμενο κίνδυνο χρεοκοπίας. Η μελέτη καταλήγει ότι η δημοσιονομική πολιτική σε περιόδους μετά από κρίσεις πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα ενδογενή όρια της βιωσιμότητας του χρέους, καθώς η απώλεια εμπιστοσύνης των αγορών μπορεί να οδηγήσει απότομα σε επιδείνωση των δημοσιονομικών συνθηκών.

Επιπλέον, οι Bernardini & Forni (2020) εξετάζουν εμπειρικά τη σχέση μεταξύ ιδιωτικού και δημόσιου χρέους σε περιόδους ύφεσης και ανάκαμψης, χρησιμοποιώντας δείγμα άνω των 250 επεισοδίων από 55 ανεπτυγμένες και αναδυόμενες οικονομίες την περίοδο 1950–2015. Με βάση ένα υπόδειγμα local projections (Jorda, 2005), εκτιμούν πως η ύπαρξη «debt overhang», δηλαδή υψηλού επιπέδου και ταχείας συσσώρευσης χρέους πριν από την ύφεση, επηρεάζει την ένταση και τη διάρκεια των υφέσεων. Διαπιστώνουν ότι τόσο οι υπερβολές στο ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο χρέος συνδέονται με βαθύτερες και πιο παρατεταμένες υφέσεις, αλλά με διαφορετικούς μηχανισμούς: το ιδιωτικό χρέος έχει κυρίως σημασία στις χρηματοπιστωτικές κρίσεις, ενώ το δημόσιο χρέος επηρεάζει αρνητικά την ανάπτυξη σε όλες τις υφέσεις. Επιπλέον, όταν μια κρίση ξεκινά με υψηλό ιδιωτικό χρέος, παρατηρείται ταχεία αύξηση του δημόσιου χρέους και περιορισμός της δημοσιονομικής ευχέρειας, γεγονός που οδηγεί σε χαμηλότερες δημόσιες δαπάνες και αυξημένη δημοσιονομική πίεση. Οι συγγραφείς καταλήγουν ότι η αξιολόγηση της δημοσιονομικής θέσης μιας χώρας πρέπει να λαμβάνει υπόψη ταυτόχρονα το ιδιωτικό και το δημόσιο χρέος, καθώς σε περιόδους κρίσης οι δύο τομείς αλληλεπιδρούν στενά και η υπερβολική μόγλευση στον ιδιωτικό τομέα μπορεί να μετατραπεί σε δημόσιο βάρος.

Η κατανόηση του μηχανισμού γένεσης των χρηματοοικονομικών κρίσεων αποτελεί απαραίτητο προαπαιτούμενο για την ανάλυση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων που ακολουθούν την εκδήλωσή τους. Σύμφωνα με τους Richter, Schularick και Wachtel (2021), οι περίοδοι ταχείας πιστωτικής επέκτασης δεν είναι εξ ορισμού επιβλαβείς, ωστόσο, όταν συνοδεύονται από έντονη άνοδο των τιμών κατοικιών και επιδείνωση της τραπεζικής ρευστότητας, όπως αποτυπώνεται σε υψηλό λόγο δανείων προς καταθέσεις, αυξάνεται σημαντικά η πιθανότητα εκδήλωσης συστημικής τραπεζικής κρίσης. Βασιζόμενοι σε ιστορικά

δεδομένα 17 ανεπτυγμένων οικονομιών για την περίοδο 1870–2016, οι συγγραφείς δείχνουν ότι οι υπεύθυνοι οικονομικής πολιτικής μπορούν να διακρίνουν, ακόμη και σε πραγματικό χρόνο, τα «καλά» από τα «κακά» πιστωτικά booms, μέσω δεικτών που σχετίζονται με την αγορά κατοικίας, τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η ανάλυσή τους καταδεικνύει ότι η έλλειψη έγκαιρης μακροπροληπτικής δράσης επιτείνει το δημοσιονομικό κόστος των κρίσεων, καθώς η κατάρρευση ενός επισφαλούς πιστωτικού κύκλου συνήθως απαιτεί εκτεταμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις για τη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα και της πραγματικής οικονομίας. Συνεπώς, η έγκαιρη αναγνώριση των χαρακτηριστικών που προαναγγέλλουν την εμφάνιση χρηματοοικονομικής αστάθειας αποτελεί κρίσιμη παράμετρο για τη διαμόρφωση αποτελεσματικής δημοσιονομικής πολιτικής μετά από χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Παράλληλα, η μελέτη των Paolo Manasse και Nouriel Roubini (2009) εξετάζει εμπειρικά τις οικονομικές και πολιτικές συνθήκες που συνδέονται με την εμφάνιση κρίσεων δημόσιου χρέους. Οι συγγραφείς, με σκοπό να υπερβούν τους απλοϊκούς «κανόνες του αντίχειρα» που συχνά χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση του κινδύνου χρεοκοπίας, εφαρμόζουν τη μη παραμετρική μεθοδολογία Binary Recursive Tree (BRT) σε δείγμα 47 αναδυόμενων οικονομιών για την περίοδο 1970–2002. Το υπόδειγμα αυτό επιτρέπει την ταξινόμηση των χωρών σε ζώνες κινδύνου ανάλογα με κρίσιμες μεταβλητές, όπως το συνολικό εξωτερικό χρέος, το βραχυπρόθεσμο χρέος σε σχέση με τα συναλλαγματικά αποθέματα, το δημόσιο εξωτερικό χρέος προς τα κρατικά έσοδα, το ρυθμό ανάπτυξης, τον πληθωρισμό και την πολιτική αβεβαιότητα. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι κρίσεις χρέους δεν έχουν ενιαία αιτία, αλλά διακρίνονται σε κρίσεις φερεγγυότητας, κρίσεις ρευστότητας και μακροοικονομικές κρίσεις, με διαφορετικά χαρακτηριστικά και πιθανότητες εκδήλωσης. Επιπλέον, εντοπίζεται μια «ζώνη σχετικής ασφάλειας» που χαρακτηρίζεται από χαμηλό συνολικό και βραχυπρόθεσμο χρέος, σταθερό πληθωρισμό και μη υπερτιμημένο νόμισμα, όπου η πιθανότητα κρίσης είναι ιδιαίτερα μικρή. Η μελέτη καταλήγει ότι οι απόλυτοι δείκτες χρέους δεν αρκούν για την πρόβλεψη κρίσεων αντιθέτως, η αλληλεπίδραση μεταξύ οικονομικών και πολιτικών παραγόντων είναι καθοριστική, ενώ η σωστή διάγνωση του τύπου κρίσης είναι απαραίτητη για την επιλογή της κατάλληλης πολιτικής αντιμετώπισης.

Επίσης, οι Reinhart και Rogoff (2010) εξετάζουν τη σχέση ανάμεσα στο δημόσιο χρέος και την οικονομική ανάπτυξη, στο πλαίσιο της συζήτησης που άνοιξε μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Οι συγγραφείς αξιοποιούν ένα εκτεταμένο ιστορικό σύνολο δεδομένων, που καλύπτει περίπου διακόσια χρόνια και σαράντα τέσσερις χώρες, ώστε να αναλύσουν πως οι διαφορετικοί λόγοι χρέους προς ΑΕΠ επηρεάζουν την πορεία της

οικονομίας. Χωρίζοντας τις περιπτώσεις σε κατηγορίες χρέους (κάτω από 30%, 30–60%, 60–90% και πάνω από 90% του ΑΕΠ), βρίσκουν ότι οι διαφορές στους ρυθμούς ανάπτυξης είναι σχετικά μικρές μέχρι το όριο του 90%, ενώ όταν το δημόσιο χρέος ξεπερνά αυτό το ποσοστό, η οικονομική ανάπτυξη επιβραδύνεται αισθητά. Στις αναδυόμενες οικονομίες παρατηρείται επίσης αυξημένος πληθωρισμός. Η βασική τους επιχειρηματολογία είναι ότι τα πολύ υψηλά επίπεδα χρέους συνδέονται με ασθενέστερη μακροοικονομική απόδοση, γεγονός που καθιστά κρίσιμη τη διαχείριση της δημοσιονομικής πολιτικής. Το συμπέρασμα αυτό επηρέασε σημαντικά τη διεθνή συζήτηση γύρω από τη λιτότητα και τη βιωσιμότητα του χρέους, αν και αργότερα δέχθηκε αμφισβητήσεις λόγω μεθοδολογικών αδυναμιών.

2.3 Θεωρητικά υποδείγματα και state dependence

Νεότερα θεωρητικά υποδείγματα ενσωματώνουν την έννοια της ενδογενούς πιθανότητας κρίσης χρέους. Η Bi (2012), και οι Bianchi, Ottonello και Presno (2023), δείχνουν ότι η βέλτιστη πολιτική εξαρτάται από την αρχική δημοσιονομική θέση: σε χαμηλό χρέος, τα οφέλη της επέκτασης υπερτερούν, ενώ σε ενδιάμεσα ή υψηλά επίπεδα χρέους η βέλτιστη στρατηγική είναι η προσαρμογή για την αποφυγή αύξησης του κόστους δανεισμού.

Η βιβλιογραφία σχετικά με τη δυναμική του δημόσιου χρέους έχει μετακινηθεί από υποδείγματα με εξωγενή κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων προς ενδογενείς προσεγγίσεις, όπου η πιθανότητα κρίσης απορρέει από τα ίδια τα χαρακτηριστικά της οικονομίας και της δημοσιονομικής διαχείρισης. Σε αυτό το πλαίσιο η συμβολή της Bi είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς προσφέρει ένα συνεκτικό θεωρητικό μηχανισμό που συνδέει το επίπεδο χρέους με τις αγορές ομολόγων και τις προσδοκίες περί βιωσιμότητας. Η Bi (2012), αναπτύσσει ένα ενδογενές πλαίσιο ανάλυσης της δημοσιονομικής βιωσιμότητας εισάγοντας την έννοια του «δημοσιονομικού ορίου» (fiscal limit), το οποίο αντιπροσωπεύει το μέγιστο επίπεδο χρέους που μια κυβέρνηση είναι τόσο ικανή όσο και πρόθυμη να εξυπηρετήσει. Το όριο αυτό προκύπτει ενδογενώς από τη δυναμική καμπύλη Laffer: καθώς οι φορολογικοί συντελεστές αυξάνονται, η φορολογική βάση φθίνει και η δυνατότητα των εσόδων μέσω πρόσθετης φορολογίας περιορίζεται. Σε συνθήκες χαμηλού χρέους, το κράτος διαθέτει σημαντικό περιθώριο δημοσιονομικών χειρισμών και η επέκταση της δαπανητικής πολιτικής δεν αυξάνει σημαντικά τον κίνδυνο χρεοκοπίας. Όμως, όταν το χρέος πλησιάζει το δημοσιονομικό όριο, ακόμη και μικρές αυξήσεις στο δανεισμό οδηγούν σε δυσανάλογη άνοδο του κόστους

δανεισμού, καθώς οι χρηματοπιστωτικές αγορές ενσωματώνουν μια αυξημένη πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων. Η σχέση αυτή είναι έντονα μη γραμμική: τα επιτόκια αυξάνονται αργά στα χαμηλά επίπεδα χρέους, αλλά επιταχύνονται απότομα μόλις πλησιάσει το όριο βιωσιμότητας. Επιπλέον, η Huixian Bi αναδεικνύει το σημαντικό ρόλο της πολιτικής αβεβαιότητας και της θεσμικής αξιοπιστίας: χώρες με υψηλότερο πολιτικό κίνδυνο αντιμετωπίζουν χαμηλότερο δημοσιονομικό όριο, γεγονός που υπονοεί ότι η βέλτιστη δημοσιονομική πολιτική είναι εξαρτημένη από τη δημοσιονομική θέση εκκίνησης και τις προσδοκίες των αγορών.

Η προσέγγιση αυτή ανοίγει το δρόμο για πιο πρόσφατα υποδείγματα που εξετάζουν όχι μόνο τη στατική σχέση χρέους και κινδύνου, αλλά και τη δυναμική της βέλτιστης δημοσιονομικής αντίδρασης υπό καθεστώς ενδογενούς πιθανότητας κρίσης. Σε αυτό το θεωρητικό πλαίσιο, οι Bianchi, Ottonello και Presno (2023) επεκτείνουν την ιδέα της βέλτιστης πολιτικής προσαρμογής, επιδεικνύοντας ότι η απόφαση μεταξύ επέκτασης και προσαρμογής εξαρτάται κρίσιμα από το τρέχον επίπεδο χρέους και την απόσταση από το δημοσιονομικό όριο που υποδηλώνει το υπόδειγμα της Bi (2012).

Η μελέτη των Bianchi, Ottonello και Presno (2023) εξετάζει το βέλτιστο πλαίσιο δημοσιονομικής πολιτικής κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης όταν η κυβέρνηση αντιμετωπίζει κρατικό κίνδυνο (sovereign risk). Οι συγγραφείς αναπτύσσουν ένα δυναμικό υπόδειγμα μικρής ανοιχτής οικονομίας με ενδογενή πιθανότητα αθέτησης του δημόσιου χρέους, ονομαστικές ακαμψίες (κατώτατο ονομαστικό μισθό) και σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, ώστε η δημοσιονομική πολιτική να αποτελεί το κύριο εργαλείο σταθεροποίησης. Το υπόδειγμα αναδεικνύει το βασικό δίλημμα μεταξύ δημοσιονομικής τόνωσης και λιτότητας: η αύξηση των δημόσιων δαπανών σε περίοδο ύφεσης μειώνει την ανεργία μέσω της ενίσχυσης της ζήτησης (κεϋνσιανό αποτέλεσμα), αλλά ταυτόχρονα αυξάνει το δημόσιο χρέος και τα επιτόκια δανεισμού, επιτείνοντας τον κίνδυνο κρίσης χρέους. Μέσω ποσοτικής ανάλυσης, βαθμονομημένης στα δεδομένα της Ισπανίας κατά την κρίση της Ευρωζώνης, οι συγγραφείς δείχνουν ότι χωρίς κίνδυνο χρεοκοπίας η βέλτιστη πολιτική είναι αντικυκλική, δηλαδή η κυβέρνηση αυξάνει τις δαπάνες στις υφέσεις για να σταθεροποιήσει την οικονομία. Αντίθετα, όταν υπάρχει κίνδυνος αθέτησης, η βέλτιστη πολιτική γίνεται προκυκλική, καθώς η κυβέρνηση μειώνει τις δαπάνες σε περιόδους ύφεσης για να περιορίσει την άνοδο των spreads και τον κίνδυνο χρεοκοπίας. Το αποτέλεσμα αυτό εξαρτάται κρίσιμα από το επίπεδο του δημόσιου χρέους: με χαμηλό χρέος προτιμάται η τόνωση, με υψηλό χρέος η λιτότητα ή ακόμη και η αθέτηση. Συνολικά, η μελέτη καταδεικνύει ότι ο κίνδυνος χρεοκοπίας περιορίζει την

αποτελεσματικότητα της κεϋνσιανής πολιτικής και μπορεί να καθιστά τη δημοσιονομική λιτότητα βέλτιστη επιλογή υπό συνθήκες περιορισμένου δημοσιονομικού χώρου.

2.4 Δημοσιονομικός χώρος και κρατικός κίνδυνος: εμπειρική συμπλήρωση της ανάλυσης των Romer & Romer και Bianchi–Ottonello–Presno

Η συμβολή των δύο άρθρων, των Romer & Romer (RR) και των Bianchi–Ottonello–Presno (BOP), είναι αλληλοσυμπληρούμενη και προσφέρει μια πιο σφαιρική κατανόηση της σχέσης μεταξύ δημοσιονομικής πολιτικής, δημοσιονομικού χώρου και κρατικού κινδύνου.

Η έννοια του δημοσιονομικού χώρου συνδέεται άμεσα με την ικανότητα μιας χώρας να εφαρμόζει επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης, χωρίς να προκαλεί ανησυχίες για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους ή να επιδεινώνει τον κρατικό κίνδυνο. Οι Romer και Romer (2019) αναδεικνύουν με εμπειρικό τρόπο ότι το ύψος του δημόσιου χρέους πριν από μια χρηματοπιστωτική κρίση αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για το πως θα εξελιχθεί η οικονομία στη συνέχεια. Οι χώρες που εισέρχονται σε μια κρίση με μικρότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ διαθέτουν μεγαλύτερο «δημοσιονομικό χώρο» και, κατά συνέπεια, μπορούν να υιοθετήσουν πιο δυναμικές και επεκτατικές πολιτικές στήριξης. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η ύφεση να είναι πιο ήπια και η ανάκαμψη ταχύτερη. Αντίθετα, οι χώρες με υψηλό χρέος αναγκάζονται, είτε από τις αγορές είτε από πολιτικές επιλογές, να κινηθούν σε πιο περιοριστική κατεύθυνση, γεγονός που επιτείνει τις υφεσιακές επιπτώσεις της κρίσης.

Η έρευνα των Romer και Romer δείχνει επίσης ότι η σχέση αυτή δεν εξηγείται μόνο από προβλήματα πρόσβασης στις αγορές. Ακόμη και όταν λαμβάνονται υπόψη δείκτες όπως τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων, τα ασφάλιστρα κινδύνου (CDS spreads) και τα προγράμματα του ΔΝΤ, το υψηλό χρέος εξακολουθεί να συνδέεται με περιορισμένη δημοσιονομική αντίδραση. Αυτό σημαίνει ότι οι αποφάσεις των κυβερνήσεων επηρεάζονται και από θεσμικούς ή ιδεολογικούς παράγοντες, από αυτό που οι συγγραφείς αποκαλούν «anti-debt ideas», δηλαδή την τάση να αποφεύγεται η δημοσιονομική επέκταση ακόμη και όταν είναι απαραίτητη για την οικονομία. Οι συγγραφείς καταλήγουν ότι οι χώρες πρέπει να φροντίζουν, σε περιόδους οικονομικής ομαλότητας, να διατηρούν δημοσιονομικό χώρο ώστε να έχουν τη δυνατότητα άμεσης παρέμβασης όταν προκύψει κρίση. Παράλληλα, προειδοποιούν ότι οι υπεύθυνοι πολιτικής δεν πρέπει να αφήνουν το λόγο χρέους να καθορίζει μηχανικά τη στάση

τους, καθώς η υπερβολική έμφαση στη μείωση του χρέους μπορεί να έχει υψηλό κόστος σε όρους ανάπτυξης και κοινωνικής ευημερίας.

Σύμφωνα με τους Romer & Romer (2019), ο δημοσιονομικός χώρος επηρεάζει άμεσα την αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής σε περιόδους χρηματοπιστωτικής δυσχέρειας. Οι συγγραφείς εκτιμούν τη μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πλεονάσματος (high-employment surplus) ως συνάρτηση του δημοσιονομικού χώρου και της χρηματοπιστωτικής έντασης. Συγκεκριμένα, εκτιμούν μια εξίσωση με εξαρτημένη μεταβλητή την αλλαγή στο διαρθρωτικό πλεόνασμα (high-employment surplus), δηλαδή μια προσεγγιστική μέτρηση της διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής. Επειδή δεν υπάρχουν πλήρη επίσημα στοιχεία για το διαρθρωτικό πλεόνασμα σε όλο το δείγμα, χρησιμοποιούν την εξής προσεγγιστική εξίσωση:

$$\begin{aligned} & (B_{j,t+h} - B_{j,t-1}) - \tau \cdot (y_{j,t+h} - y_{j,t-1}) \\ &= \alpha_j^h + \gamma_t^h + \vartheta^h S_{j,t-2} + \beta^h F_{j,t} + \delta^h (F_{j,t} \cdot S_{j,t}) + \sum_{k=1}^4 \rho_k^h S_{j,t-k} \\ &+ \sum_{k=1}^4 \varphi_k^h F_{j,t-k} + \sum_{k=1}^4 \omega_k^h (F_{j,t-k} \cdot S_{j,t-k}) \\ &+ \sum_{k=1}^4 \theta_k^h (\Delta B_{j,t-k} - \tau \cdot \Delta y_{j,t-k}) + e_{j,t}^h \end{aligned}$$

όπου:

- $B_{j,t}$: πλεόνασμα προϋπολογισμού ως ποσοστό του ΑΕΠ στη χώρα j το έτος t .
- $y_{j,t}$: πραγματικό ΑΕΠ χώρας j το έτος t .
- α_j^h : η σταθερά που αντιστοιχεί σε κάθε χώρα j και σε κάθε χρονικό ορίζοντα h .
- γ_t^h : χρονικά σταθερά αποτελέσματα (time fixed effects), τα οποία ελέγχουν για κοινούς, μη παρατηρήσιμους παράγοντες που επηρεάζουν όλες τις χώρες σε κάθε χρονική περίοδο t και για κάθε χρονικό ορίζοντα h .
- $S_{j,t-2}$: δείκτης δημοσιονομικού χώρου στη χώρα j , ο οποίος μετράται δύο εξάμηνα πριν από την κρίση, αποτυπώνοντας το διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο πριν από την εκδήλωση της ύφεσης.
- $F_{j,t}$: δείκτης χρηματοπιστωτικής δυσχέρειας (financial distress) της οικονομίας j τη στιγμή t .
- τ : η κυκλική ευαισθησία του πλεονάσματος ως προς το ΑΕΠ (εκτιμάται 0.4 για τις χώρες του ΟΟΣΑ).

- $e_{j,t}^h$: στοχαστικό σφάλμα.

Ο όρος $(B_{j,t+h} - B_{j,t-1}) - \tau(y_{j,t+h} - y_{j,t-1})$ αφαιρεί την αυτόματη επίδραση του οικονομικού κύκλου στο πλεόνασμα.

Το νόημα της εξίσωσης είναι ότι εξετάζει πως η δημοσιονομική πολιτική (μετρούμενη από το διαρθρωτικό πλεόνασμα) ανταποκρίνεται σε χρηματοπιστωτικές πιέσεις, και πως αυτή η ανταπόκριση εξαρτάται από το δημοσιονομικό χώρο. Η ανάλυση δείχνει ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο δημοσιονομικός χώρος, τόσο πιο επεκτατική είναι η δημοσιονομική αντίδραση σε περιόδους κρίσης, ενώ οι χώρες με περιορισμένο χώρο τείνουν να υιοθετούν πιο περιοριστική στάση. Εμπειρικά, μια χώρα με χαμηλό χρέος μειώνει το διαρθρωτικό της πλεόνασμα κατά 2–3% του ΑΕΠ, ενώ μια χώρα με υψηλό χρέος το αυξάνει πάνω από 3% του ΑΕΠ μετά από σοβαρή κρίση.

Η ύπαρξη δημοσιονομικού χώρου επιτρέπει ενεργητική στήριξη της οικονομίας (δημοσιονομική επέκταση και διάσωση του χρηματοπιστωτικού τομέα), ενώ η έλλειψη του οδηγεί σε αναγκαστική λιτότητα. Αυτός είναι και ο κύριος μηχανισμός μέσω του οποίου το χρέος επηρεάζει την πορεία του ΑΕΠ μετά από χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Το αποτέλεσμα αυτό καταδεικνύει εμπειρικά ότι ο δημοσιονομικός χώρος δεν είναι απλώς θεωρητική έννοια, αλλά ποσοτικά μετρήσιμος παράγοντας που καθορίζει το εύρος της δημοσιονομικής στήριξης.

Παρά τα ισχυρά εμπειρικά ευρήματα, οι Romer & Romer αναγνωρίζουν ότι η επίδραση του δημοσιονομικού χώρου ενδέχεται να μετριάζεται από θεσμικούς και πολιτικούς παράγοντες, όπως η αξιοπιστία των δημοσιονομικών κανόνων ή η πολιτική προθυμία για επέκταση. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να εξηγούν γιατί ορισμένες χώρες, παρά το χαμηλό λόγο χρέους, δεν προχωρούν σε επεκτατική πολιτική σε περιόδους κρίσης. Συμπληρωματικά, η μελέτη των Bianchi, Ottonello και Presno (2023) εστιάζει στο ρόλο του κρατικού κινδύνου (sovereign risk) και στη σχέση του με τη δυνατότητα άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής. Χρησιμοποιώντας δεδομένα από 70 χώρες (1980–2016) και προσεγγίσεις τύπου τοπικών προβολών, οι συγγραφείς εκτιμούν την εξίσωση:

$$\begin{aligned} \log g_{jt+s} - \log g_{jt-1} = & \alpha_{sj} + \beta_s \text{recession}_{jt} + \gamma_s (\text{recession}_{jt} \times \text{risk}_j) + \\ & \delta_s (\text{recession}_{jt} \times \text{risk}_j \times \ell_{jt-1}) + \rho_{1s} \Delta \log g_{jt-1} + \rho_{2s} \ell_{jt-1} + \\ & \Gamma'_s \text{recession}_{jt} X_{jt-1} + \varepsilon_{sjt} \end{aligned}$$

όπου:

- $\log g_{jt+s} - \log g_{jt-1}$: ποσοστιαία μεταβολή της δημόσιας κατανάλωσης από την περίοδο $t-1$ έως $t+s$.
- g_{jt} : πραγματική κρατική κατανάλωση ανά κάτοικο της χώρας j στο έτος t .
- s : ορίζοντας πρόβλεψης (π.χ. 1, 2, 3 χρόνια μπροστά).
- a_{sj} : σταθερά ανά χώρα (country fixed effect), που απορροφά σταθερές διαφορές μεταξύ χωρών.
- $recession_{jt}$: δυαδική μεταβλητή (dummy) που παίρνει τιμή 1 όταν η χώρα j εισέρχεται σε ύφεση στο έτος t , και 0 αλλιώς.
- $risk_j$: δείκτης sovereign risk, dummy που παίρνει τιμή 1 για χώρες με ιστορικό κινδύνου κρατικής χρεοκοπίας, και 0 για «ασφαλείς» χώρες.
- ℓ_{jt-1} : λόγος καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων προς ΑΕΠ της χώρας j .
- $\Delta \log g_{jt-1}$: αποτυπώνει τη δυναμική εξάρτηση από την προηγούμενη ποσοστιαία μεταβολή της δημόσιας κατανάλωσης (δημοσιονομική αδράνεια).
- X_{jt-1} : σύνολο μεταβλητών ελέγχου πριν από την ύφεση, όπως π.χ. δημόσιο χρέος, ανάπτυξη, πληθωρισμός.
- ε_{sjt} : στοχαστικός όρος σφάλματος.

Η παράμετρος $\gamma > 0$ δείχνει ότι στις χώρες με υψηλό sovereign risk η δημόσια κατανάλωση αυξάνεται λιγότερο (ή μειώνεται περισσότερο) κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Αντίστοιχα, η παράμετρος δ , δείχνει ότι η μείωση της δημόσιας κατανάλωσης σε χώρες με υψηλό sovereign risk είναι εντονότερη όταν η ύφεση συνοδεύεται από υψηλά επίπεδα χρέους ή εξωτερικών υποχρεώσεων πριν την κρίση.

Ένα βασικό συμπέρασμα των Bianchi και συνεργατών είναι ότι η ύπαρξη κρατικού κινδύνου μπορεί να κάνει τη δημοσιονομική πολιτική προκυκλική: σε καλές περιόδους οι κυβερνήσεις αυξάνουν τις δαπάνες και μειώνουν τους φόρους, αλλά όταν έρχεται ύφεση και αυξάνεται η αβεβαιότητα, αναγκάζονται σε περιορισμό, ακριβώς τη στιγμή που θα έπρεπε να επεκταθούν. Η εξίσωση εκτιμά το βαθμό κυκλικότητας της δημοσιονομικής πολιτικής ως προς το ΑΕΠ, λαμβάνοντας υπόψη τον κίνδυνο κρατικής χρεοκοπίας. Συγκεκριμένα, εξετάζει πως η μεταβολή της κρατικής κατανάλωσης αντιδρά στις διακυμάνσεις του εισοδήματος και πως αυτή η σχέση διαφοροποιείται ανάλογα με το δείκτη κρατικού κινδύνου. Θετική και στατιστικά σημαντική τιμή του συντελεστή γ υποδηλώνει ότι οι χώρες με υψηλότερο

sovereign risk ακολουθούν πιο προκυκλική δημοσιονομική πολιτική, μειώνοντας τις δαπάνες τους σε περιόδους ύφεσης, γεγονός που επιβεβαιώνει την κεντρική πρόβλεψη του υποδείγματος. Οι συγγραφείς επισημαίνουν ότι το φαινόμενο αυτό εξηγεί γιατί πολλές αναπτυσσόμενες ή υπερχρεωμένες οικονομίες δεν μπορούν να ακολουθήσουν την ίδια στρατηγική δημοσιονομικής τόνωσης που εφαρμόζουν οι ανεπτυγμένες χώρες σε κρίσεις.

Συνολικά, η ανάλυση των δύο άρθρων καταδεικνύει ότι η αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής σε περιόδους κρίσης εξαρτάται ταυτόχρονα από δύο αλληλένδετους παράγοντες: το διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο (RR) και τον αντιλαμβανόμενο κρατικό κίνδυνο (BOP). Η σύζευξη των δύο προσεγγίσεων οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η δυνατότητα εφαρμογής αντικυκλικής πολιτικής δεν είναι μόνο ζήτημα χρέους και δημοσιονομικών περιθωρίων, αλλά και εμπιστοσύνης των αγορών ως προς τη φερεγγυότητα του κράτους. Άρα, η χάραξη πολιτικής σε περιόδους ύφεσης απαιτεί την ταυτόχρονη αξιολόγηση και των δύο αυτών διαστάσεων, καθώς είναι ακριβώς η μεταξύ τους αλληλεπίδραση που καθορίζει αν θα επιλεγεί μια στρατηγική δημοσιονομικής επέκτασης ή δημοσιονομικού περιορισμού.

Επομένως, η ύπαρξη δημοσιονομικού χώρου (Romer & Romer) και η αξιοπιστία έναντι των αγορών (Bianchi–Ottonello–Presno) δεν είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους, αλλά αλληλεξαρτώμενες μεταβλητές που καθορίζουν το εύρος και το χρονισμό της δημοσιονομικής αντίδρασης στις κρίσεις. Συνδυάζοντας τα δύο πλαίσια, προκύπτει ότι ο δημοσιονομικός χώρος και ο κρατικός κίνδυνος αποτελούν δύο πλευρές του ίδιου νομίσματος. Ο περιορισμένος χώρος αυξάνει τον αντιλαμβανόμενο κίνδυνο, ενώ ο υψηλός κίνδυνος μειώνει το διαθέσιμο χώρο. Και στις δύο περιπτώσεις, το αποτέλεσμα είναι η συρρίκνωση της ικανότητας του κράτους να λειτουργήσει σταθεροποιητικά. Για το λόγο αυτό, οι Romer & Romer και οι Bianchi–Ottonello–Presno συγκλίνουν στην άποψη ότι η διατήρηση δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η πρόνοια για βιώσιμα δημόσια οικονομικά σε περιόδους ευημερίας αποτελούν κρίσιμη προϋπόθεση για την αποτελεσματική αντιμετώπιση μελλοντικών κρίσεων. Έτσι, ο δημοσιονομικός χώρος δεν είναι απλώς ένα μέγεθος λογιστικό, αλλά μια ένδειξη οικονομικής ανθεκτικότητας και θεσμικής ωριμότητας, που καθορίζει σε μεγάλο βαθμό την αξιοπιστία μιας χώρας στις αγορές και την επιτυχία της οικονομικής της πολιτικής.

3. Ανάλυση έρευνας

3.1 Δεδομένα

Στην παρούσα εργασία εξετάζουμε τη δυναμική αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής σε επεισόδια ύφεσης, χρησιμοποιώντας ένα panel δεδομένων που αποτελείται από 30 χώρες του ΟΟΣΑ για την περίοδο 1980–2017, καλύπτοντας την περίοδο 37 ετών. Η επιλογή της περιόδου αυτής υπαγορεύεται από τη διαθεσιμότητα αξιόπιστων δημοσιονομικών και μακροοικονομικών στοιχείων και τη δυνατότητα εντοπισμού πολλαπλών επεισοδίων ύφεσης. Τα δεδομένα συλλέγονται σε ετήσια βάση, γεγονός που επιτρέπει την ομοιόμορφη παρακολούθηση των μεταβολών τόσο του δημοσιονομικού αποτελέσματος όσο και των μεταβλητών που αποτυπώνουν τις συνθήκες της οικονομίας πριν και μετά από κάθε ύφεση. Η διατριβή στοχεύει στην ανάλυση των μοτίβων υψηλού πλεονάσματος απασχόλησης κατά τη διάρκεια των υφέσεων σε χώρες με διαφορετικά επίπεδα δημοσιονομικού χώρου.

Για να κατανοήσουμε τον τρόπο με τον οποίο η δημοσιονομική πολιτική ανταποκρίνεται σε μια ύφεση, υιοθετούμε ως εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβολή του πλεονάσματος πλήρους απασχόλησης (high-employment surplus). Η μεταβλητή αυτή μετρά τη διακριτική δημοσιονομική πολιτική, καθώς αφαιρεί την κυκλική επίδραση του οικονομικού κύκλου στο δημοσιονομικό ισοζύγιο. Η σωρευμένη μεταβολή του high-employment surplus για κάθε ορίζοντα h έτη μετά την ύφεση επιτρέπει τον εντοπισμό της κατεύθυνσης και του μεγέθους της δημοσιονομικής αντίδρασης. Η εξαρτημένη μεταβλητή της ανάλυσης είναι η μεταβολή του δημόσιου χρέους προσαρμοσμένη ως προς την αντίστοιχη μεταβολή του ΑΕΠ:

$$(B_{j,t+h} - B_{j,t-1}) - \tau \cdot (y_{j,t+h} - y_{j,t-1})$$

όπου ο συντελεστής $\tau = 0.4$ εκφράζει την ευαισθησία των δημοσίων εσόδων στον οικονομικό κύκλο.

Η βασική dummy μεταβλητή της ανάλυσης είναι η $Rec_{j,t}$, η οποία αποτελεί ένα δυαδικό δείκτη που λαμβάνει την τιμή 1 όταν μια χώρα εισέρχεται σε ύφεση και 0 διαφορετικά. Σε

πρώτη φάση, $Rec_{j,t}$ recession episodes περιόδους κατά τις οποίες το πραγματικό ΑΕΠ μειώνεται σε ετήσια βάση.

- $Rec_{j,t} = 1$ κατά την έναρξη της ύφεσης (στο σημείο peak)
- $Rec_{j,t} = 0$ διαφορετικά

Τα επεισόδια ύφεσης προσδιορίζονται χρησιμοποιώντας τον αλγόριθμο που αναπτύχθηκε από τους Bianchi, Ottonello και Presno, 2023, με τις υφέσεις να ορίζονται ως περίοδοι που χαρακτηρίζονται από ετήσιες μειώσεις του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ. Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται οι χρονικές περίοδοι peak-to-trough για τις χώρες του δείγματος, για τα έτη κατά τα οποία έγινε καταγραφή ύφεσης.

Πίνακας 1: Περίοδοι ύφεσης (peak-trough) για τις χώρες του δείγματος, 1980-2017

Country	Peak	Trough
Australia	1982	1983
Australia	1990	1992
Australia	2008	2009
Austria	1980	1981
Austria	1992	1993
Austria	2008	2009
Austria	2012	2015
Belgium	1980	1981
Belgium	1992	1993
Belgium	2007	2009
Canada	1981	1982
Canada	1989	1992
Canada	2007	2009
Czech Rep.	1996	1998
Czech Rep.	2008	2009
Denmark	1987	1988
Denmark	1992	1993
Denmark	2007	2009
Finland	1990	1993
Finland	2008	2009
Finland	2011	2014
France	1992	1993
France	2007	2009
France	2011	2012
Germany	1981	1982

Country	Peak	Trough
Luxembourg	1980	1981
Luxembourg	2007	2012
Mexico	1981	1983
Mexico	1984	1988
Mexico	1994	1995
Mexico	2000	2003
Mexico	2007	2009
Netherlands	1980	1982
Netherlands	2001	2003
Netherlands	2008	2009
Netherlands	2011	2013
New Zealand	1981	1982
New Zealand	1987	1991
New Zealand	1997	1998
New Zealand	2007	2009
Norway	1981	1982
Norway	1987	1988
Norway	2007	2011
Portugal	1982	1984
Portugal	1992	1993
Portugal	2002	2003
Portugal	2008	2009
Portugal	2010	2013
Spain	1980	1981
Spain	1992	1993

Germany	1992	1993
Germany	2001	2003
Germany	2008	2009
Greece	1989	1990
Greece	1991	1993
Hungary	2008	2009
Iceland	2001	2002
Iceland	2008	2010
Ireland	1982	1983
Ireland	1985	1986
Ireland	2007	2009
Italy	1992	1993
Italy	2002	2003
Italy	2007	2009
Italy	2011	2014
Japan	1992	1993
Japan	1997	1999
Japan	2001	2002
Japan	2007	2009
Korea Rep.	1997	1998

Spain	2007	2013
Sweden	1989	1993
Sweden	2007	2009
Sweden	2011	2012
Switzerland	1981	1982
Switzerland	1990	1993
Switzerland	2001	2003
Switzerland	2008	2009
Turkey	1988	1989
Turkey	1990	1991
Turkey	1993	1994
Turkey	2000	2001
Turkey	2007	2009
United Kingdom	1990	1991
United Kingdom	2007	2009
United States	1981	1982
United States	1990	1991
United States	2000	2001
United States	2007	2009

Στη δεύτερη φάση της ανάλυσης η μεταβλητή $Rec_{j,t}$ θα αναπροσαρμοστεί ώστε να αναπαριστά banking crisis episodes, σύμφωνα με διεθνείς βάσεις Laeven & Valencia (2020), όπου τα έτη χαρακτηρίζονται ως κρίση τραπεζικού συστήματος όταν υπάρχουν σημαντικές αναταράξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Για τον προσδιορισμό των επεισοδίων τραπεζικής κρίσης χρησιμοποιούμε μηνιαία χρονική αναφορά της έναρξης της κρίσης. Στον Πίνακα 2 παρουσιάζονται τα έτη και οι μήνες κατά τους οποίους καταγράφονται banking crises στις χώρες του δείγματος βάσει ταξινόμησης Laeven-Valencia.

Πίνακας 2: Χρονολόγηση επεισοδίων τραπεζικών κρίσεων (month–year), 1980–2017

Country	Banking crises year	Banking crises month
Austria	2008	Sep
Belgium	2008	Sep
Czech Republic	1996	Jun
Denmark	2008	Sep
Finland	1991	Sep
France	2008	Sep
Germany	2008	Sep
Greece	2008	Sep
Hungary	2008	Sep

Iceland	2008	Sep
Ireland	2008	Sep
Italy	2008	Sep
Japan	1997	Nov
Korea	1997	Aug
Luxembourg	2008	Sep
Mexico	1994	Dec
Netherlands	2008	Sep
Norway	1991	Oct
Portugal	2008	Sep
Spain	2008	Sep
Sweden	1991	Sep
Sweden	2008	Sep
Switzerland	2008	Sep
Turkey	2000	Nov
United Kingdom	2007	Sep
United States	2007	Dec

Η μεταβλητή δημοσιονομικού χώρου $FS_{j,t-1}$ αποτελεί βασική ανεξάρτητη μεταβλητή και ορίζεται ως ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ. Με αυτόν τον τρόπο, υψηλότερες τιμές υποδηλώνουν μικρότερο δημοσιονομικό περιθώριο και άρα μικρότερη δυνατότητα μιας χώρας να ακολουθήσει επεκτατική πολιτική.

Για την εκτίμηση του δείκτη πρόσβασης στις αγορές χρησιμοποιούμε την $MA_{j,t-1}$, η οποία ορίζεται ως:

- πιστοληπτική αξιολόγηση (S&P rating), είτε εναλλακτικά
- IMF dummy του ΔΝΤ (IMF program dummy), όπου:
 - $IMF = 1$ όταν η χώρα βρίσκεται υπό χρηματοδοτική συνδρομή του ΔΝΤ
 - $IMF = 0$ διαφορετικά

Τα δεδομένα για τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις κρατών και τη συμμετοχή σε προγράμματα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF dummy) προέρχονται από τη βάση δεδομένων των Romer & Romer (2019).

Τέλος, συμπεριλαμβάνονται μακροοικονομικές μεταβλητές ελέγχου ώστε να ληφθούν υπόψη οι αρχικές συνθήκες της οικονομίας πριν από την κρίση. Ως μεταβλητές ελέγχου περιλαμβάνουμε:

- current account balance
- private debt

Τα στοιχεία για το ιδιωτικό χρέος και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντλούνται από τις βάσεις δεδομένων του International Monetary Fund (IMF). Η σχετική βιβλιογραφία (Bernardini & Forni, 2020) δείχνει ότι οι προϋπάρχουσες ανισορροπίες στον ιδιωτικό τομέα και στο εξωτερικό ισοζύγιο επηρεάζουν τόσο τη σοβαρότητα των υφέσεων όσο και το διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο. Συγκεκριμένα, υψηλά επίπεδα ιδιωτικού χρέους πριν από μια κρίση συνδέονται με βαθύτερες υφέσεις και ταχύτερη επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών, περιορίζοντας τη δυνατότητα άσκησης επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής. Παράλληλα, ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντανακλούν εξωτερικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς, οι οποίοι εντείνουν τη δημοσιονομική πίεση σε περιόδους κρίσης.

3.2 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογική προσέγγιση της παρούσας εργασίας βασίζεται στη μέθοδο των local projections που εισήγαγε ο Jorda (2005). Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται ευρέως στη βιβλιογραφία, διότι επιτρέπει την εκτίμηση των δυναμικών επιδράσεων ενός σοκ σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες χωρίς να απαιτείται η επιβολή αυστηρών παραμετρικών περιορισμών. Στη μελέτη μας, εκτιμούμε για κάθε ορίζοντα h την επίδραση μιας ύφεσης στη μεταβολή του πλεονάσματος πλήρους απασχόλησης, ενσωματώνοντας παράλληλα το ρόλο του δημοσιονομικού περιθωρίου και της πρόσβασης στις αγορές.

Για κάθε ορίζοντα $h = 0, 1, 2, 3, 4, 5$ (δηλαδή πέντε έτη μετά το χρόνο t) εκτιμάται η ακόλουθη εξίσωση :

$$\begin{aligned}
& (B_{j,t+h} - B_{j,t-1}) - \tau \cdot (y_{j,t+h} - y_{j,t-1}) \\
&= \alpha_j^h + \gamma_t^h + \vartheta^h Rec_{j,t} + \beta^h FS_{j,t-1} + \delta^h (Rec_{j,t} \cdot FS_{j,t-1}) \\
&+ \zeta^h MA_{j,t-1} + \sum_{k=1}^q \rho_k^h Rec_{j,t-k} + \sum_{k=1}^q \varphi_k^h FS_{j,t-1-k} \\
&+ \sum_{k=1}^q \omega_k^h (Rec_{j,t-k} \cdot FS_{j,t-1-k}) \\
&+ \sum_{k=1}^q \theta_k^h (\Delta B_{j,t-k} - \tau \cdot \Delta y_{j,t-k}) + \sum_{k=1}^q \psi_k^h X_{j,t-k} + e_{j,t}^h
\end{aligned}$$

όπου:

- $(B_{j,t+h} - B_{j,t-1}) - \tau \cdot (y_{j,t+h} - y_{j,t-1})$ είναι η μεταβολή του high-employment surplus από την περίοδο $t - 1$ έως $t + h$, δηλαδή πως αλλάζει η διαρθρωτική δημοσιονομική θέση στο μέλλον μετά από μια ύφεση.
- α_j^h συλλαμβάνει τα συγκεκριμένα για κάθε χρονικό ορίζοντα σταθερά αποτελέσματα ανά χώρα και απορροφά την επίδραση των χρονικά αμετάβλητων χαρακτηριστικών κάθε χώρας j .
- Αντίστοιχα, το γ_t^h δηλώνει ένα πλήρες σύνολο σταθερών αποτελεσμάτων ανά χρονικό ορίζοντα, τα οποία αποτυπώνουν τα χαρακτηριστικά που παραμένουν σταθερά ανά χώρα αλλά μεταβάλλονται στο χρόνο.
- θ^h εκφράζει τη σφρευτική μεταβολή του high-employment surplus μετά από ένα επεισόδιο ύφεσης/χρηματοπιστωτικής κρίσης σε μια «μέση» χώρα, δηλαδή για επίπεδα δημοσιονομικού χώρου και λοιπών μεταβλητών ίσα με τη μέση τιμή τους.
- β^h μετρά τη σχέση μεταξύ αρχικού δημοσιονομικού χώρου και μεταβολής του high-employment surplus, ανεξάρτητα από το αν υπάρχει ή όχι κρίση. Δείχνει δηλαδή αν χώρες με μεγαλύτερο/μικρότερο fiscal space τείνουν, κατά μέσο όρο, να έχουν πιο αυστηρή ή πιο επεκτατική δημοσιονομική στάση.
- Το $\delta^h (Rec_{j,t} \cdot FS_{j,t-1})$ είναι ο κρίσιμος όρος αλληλεπίδρασης. Ο συντελεστής δ^h είναι η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από ύφεση για χώρες με χαμηλότερο δημοσιονομικό χώρο, συγκεκριμένα για χώρες των οποίων το χρέος/ΑΕΠ βρίσκεται 1 τυπική απόκλιση πάνω από το μέσο επίπεδο δημοσιονομικού χώρου. Με άλλα λόγια, το δ^h δείχνει πως αλλάζει η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής

στην κρίση όταν ο αρχικός δημοσιονομικός χώρος είναι χαμηλότερος (υψηλότερο χρέος).

- $MA_{j,t-1}$ αποτυπώνει το ρόλο της πρόσβασης στις αγορές (market access), με τη μορφή πιστοληπτικής αξιολόγησης (S&P rating), είτε εναλλακτικά με τη μορφή IMF dummy που δηλώνει συμμετοχή σε πρόγραμμα του ΔΝΤ.
- Οι όροι υστέρησης στις μεταβλητές $Rec_{j,t-k}$, $FS_{j,t-1-k}$, καθώς και στον όρο αλληλεπίδρασης $Rec_{j,t-k} \cdot FS_{j,t-1-k}$, επιτρέπουν τη δυναμική προσαρμογή της δημοσιονομικής πολιτικής στο χρόνο. Με τον τρόπο αυτό αποτυπώνεται η πιθανή αδράνεια ή καθυστέρηση στη δημοσιονομική αντίδραση μετά από μια κρίση, εξασφαλίζοντας ότι οι επιδράσεις προηγούμενων επεισοδίων κρίσης ή προηγούμενων επιπέδων δημοσιονομικού χώρου δεν παραλείπονται από το μοντέλο.
- Ο αυτοπαλίνδρομος όρος $(\Delta B_{j,t-k} - \tau \Delta y_{j,t-k})$ ελέγχει την επίδραση της προηγούμενης πορείας του χρέους και του αντισταθμισμένου ΑΕΠ στη σημερινή μεταβολή, επιτρέποντας την ύπαρξη επίμονης δυναμικής στις δημοσιονομικές εξελίξεις.
- Οι υστερήσεις των μεταβλητών ελέγχου $X_{j,t-k}$, δηλαδή του current account balance και του private debt, αποτρέπουν την πιθανότητα παραλείψεων σημαντικών προσδιοριστικών μεταβλητών, καθώς τυχόν επιδράσεις αυτών των παραγόντων ενδέχεται να εκδηλώνονται με καθυστέρηση.
- $e_{j,t}^h$: στοχαστικός όρος σφάλματος.

Η παραπάνω εξίσωση συνοψίζει το εμπειρικό υπόδειγμα που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της δυναμικής προσαρμογής της δημοσιονομικής πολιτικής σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες μετά την εμφάνιση ύφεσης. Για κάθε ορίζοντα h , το μοντέλο εκτιμά τη μεταβολή του ισοζυγίου πλήρους απασχόλησης ως απόκριση στην τρέχουσα ύφεση, λαμβάνοντας υπόψη το βαθμό δημοσιονομικού περιθωρίου που διαθέτει κάθε χώρα. Ο όρος αλληλεπίδρασης επιτρέπει η επίδραση της ύφεσης να διαφοροποιείται ανάλογα με το επίπεδο του fiscal space, ενώ η παρουσία της πιστοληπτικής αξιολόγησης είτε της συμμετοχής σε πρόγραμμα του ΔΝΤ λειτουργούν ως επιπλέον προσδιοριστικοί παράγοντες που σχετίζονται με την πρόσβαση στις αγορές και τους θεσμικούς περιορισμούς που αντιμετωπίζει κάθε χώρα.

Παράλληλα, η εισαγωγή υστερήσεων των βασικών μεταβλητών καθώς και της ίδιας της εξαρτημένης μεταβλητής διασφαλίζει ότι το υπόδειγμα λαμβάνει υπόψη τη δυναμική των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών εξελίξεων, περιορίζοντας πιθανές πηγές μεροληψίας

και ενδογένειας. Επιπλέον, η χρήση σταθερών επιδράσεων χώρας και χρόνου επιτρέπει τον έλεγχο για μη παρατηρήσιμες χαρακτηριστικές διαφορές μεταξύ των χωρών και για κοινές διαχρονικές διαταραχές.

Με βάση την παραπάνω προδιαγραφή, στις επόμενες ενότητες παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα των εκτιμήσεων, καθώς και η ερμηνεία τους σε όρους της προσαρμογής της δημοσιονομικής πολιτικής υπό διαφορετικές συνθήκες δημοσιονομικού περιθωρίου.

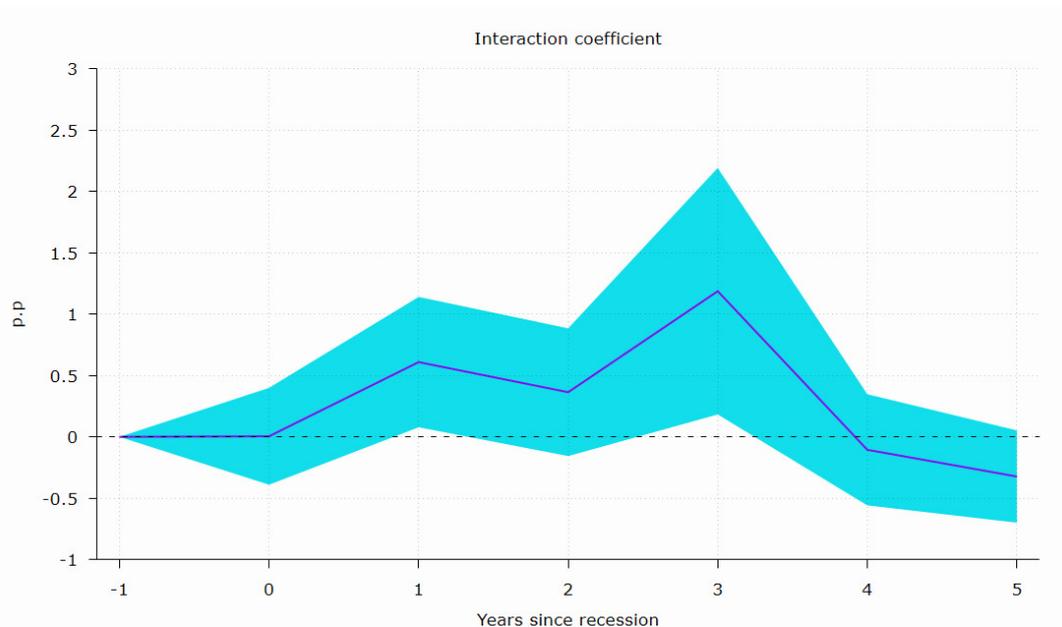
3.3 Αποτελέσματα

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα σχετικά με τη δημοσιονομική αντίδραση μετά από κρίσεις, όπως αυτή προκύπτει από την εκτίμηση της πλήρους εξίσωσης τοπικών προβολών. Η ανάλυση εξετάζει τη δυναμική εξέλιξη της διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής, όπως αυτή μετράται από τη μεταβολή του high-employment surplus, σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες μετά την εμφάνιση μιας κρίσης. Η εμπειρική στρατηγική ακολουθεί μια προσέγγιση, με στόχο τη διερεύνηση της ανθεκτικότητας των αποτελεσμάτων ως προς τον ορισμό της κρίσης, διατηρώντας σταθερό το υπόδειγμα εκτίμησης. Συγκεκριμένα, εκτιμάται η ίδια εξίσωση σε δύο διακριτές περιπτώσεις, διαφοροποιώντας τον ορισμό της μεταβλητής κρίσης.

Αρχικά, τα επεισόδια ύφεσης προσδιορίζονται βάσει του αλγορίθμου που αναπτύχθηκε από τους Bianchi, Ottonello και Presno (2023) και για την εκτίμηση της πρόσβασης στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές χρησιμοποιείται η μεταβλητή $MA_{j,t-1}$, η οποία ορίζεται ως η πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας και χρησιμοποιείται ως δείκτης του sovereign risk πριν από την εμφάνιση της κρίσης.

Η ανάλυση βασίζεται στη μέθοδο των τοπικών προβολών (local projections), σύμφωνα με τον Jordà (2005), και υλοποιείται με τη χρήση του λογισμικού Gretl. Για κάθε χρονικό ορίζοντα h , εκτιμάται ξεχωριστή παλινδρόμηση, επιτρέποντας την εξέταση της δυναμικής εξέλιξης της δημοσιονομικής πολιτικής στα έτη που ακολουθούν.

Σχήμα 1: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από υφέσεις τύπου BOP
(Market access: S&P rating)



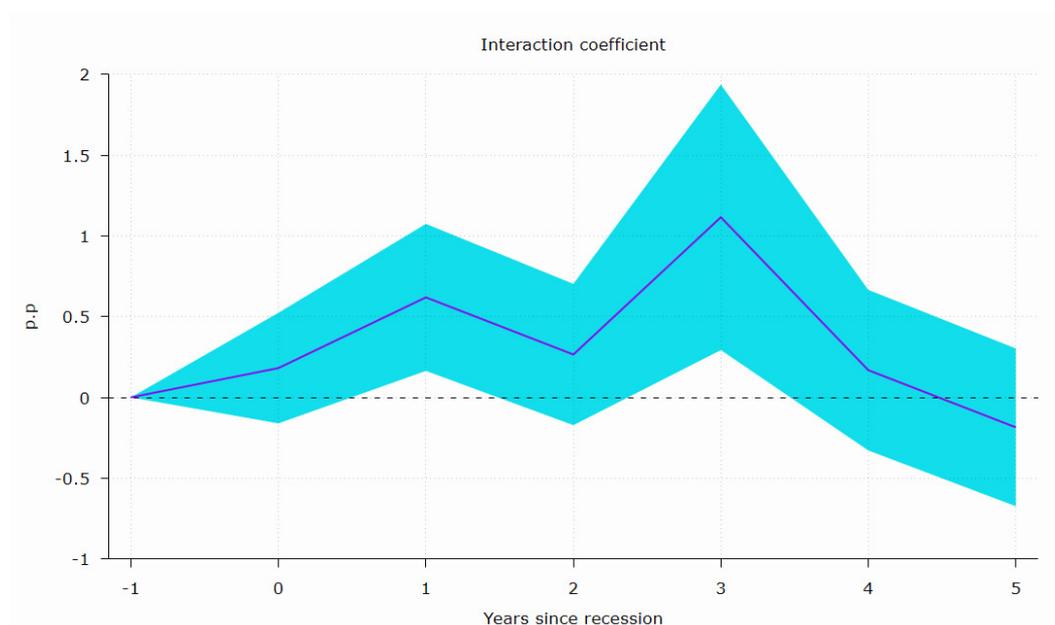
Το Σχήμα 1 απεικονίζει τη δυναμική αντίδραση της διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής, όπως αυτή μετράται από το high-employment surplus, μετά από υφέσεις που συνδέονται με εξωτερικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς (recession episodes τύπου BOP), λαμβάνοντας υπόψη την πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου, όπως αυτή προσεγγίζεται από την πιστοληπτική αξιολόγηση.

Στο έτος της ύφεσης ($h=0$), η εκτιμώμενη επίδραση του όρου αλληλεπίδρασης είναι πρακτικά μηδενική (0,004), με το διάστημα εμπιστοσύνης να είναι $[-0,39, 0,4]$. Σε μεσοπρόθεσμους χρονικούς ορίζοντες παρατηρείται στατιστικά σημαντική δημοσιονομική σύσφιξη. Ένα έτος μετά την ύφεση ($h=1$), το high-employment surplus αυξάνεται κατά περίπου 0,61 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, με διάστημα εμπιστοσύνης $[0,08, 1,14]$, ενώ η επίδραση κορυφώνεται στο τρίτο έτος ($h=3$), όπου η εκτιμώμενη αύξηση ανέρχεται σε περίπου 1,19 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και είναι στατιστικά σημαντική $[0,18, 2,19]$. Δύο έτη μετά την ύφεση ($h=2$), η επίδραση παραμένει θετική και βρίσκεται κοντά στα συμβατικά όρια στατιστικής σημαντικότητας. Σε μεγαλύτερους χρονικούς ορίζοντες ($h=4-5$), η επίδραση εξασθενεί, γεγονός που υποδηλώνει ότι η δημοσιονομική σύσφιξη μετά από υφέσεις τύπου BOP έχει παροδικό χαρακτήρα.

Ενώ τα παραπάνω αποτελέσματα αναδεικνύουν τη δυναμική της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από υφέσεις που συνδέονται με εξωτερικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς, στη

συνέχεια στο Σχήμα 2 εξετάζεται η ίδια δυναμική, με την πρόσβαση στις αγορές να ορίζεται εναλλακτικά μέσω της μεταβλητής IMF dummy.

Σχήμα 2: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από υφέσεις τύπου BOP
(Market access: IMF dummy)



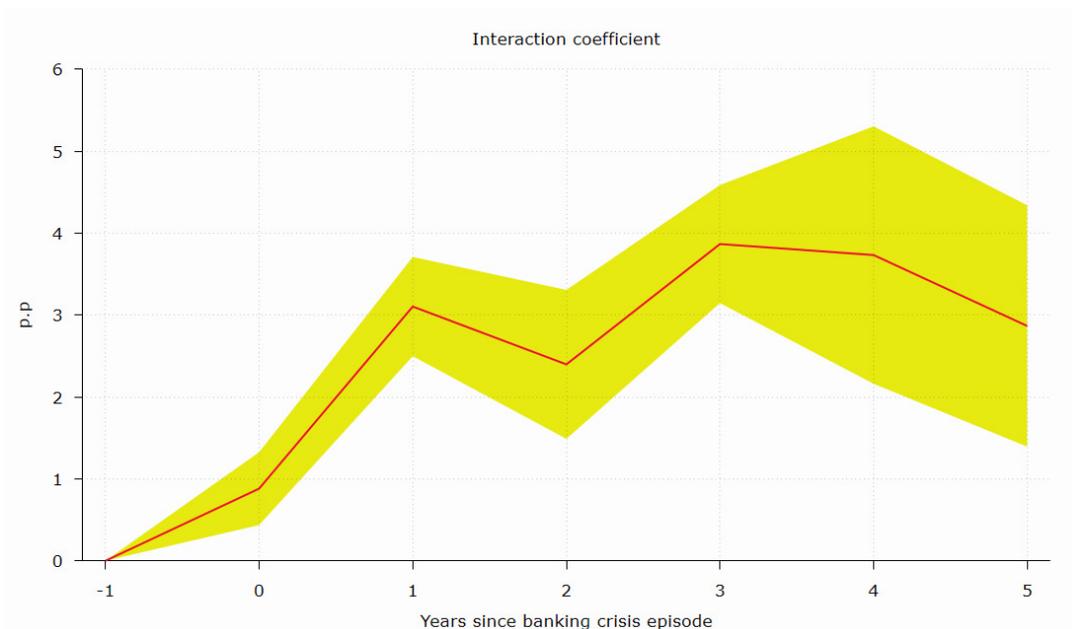
Το Σχήμα 2 απεικονίζει τη δυναμική αντίδραση της διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής, όπως μετράται από το high-employment surplus, μετά από υφέσεις που συνδέονται με εξωτερικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς, όταν η πρόσβαση στις αγορές ορίζεται μέσω της μεταβλητής IMF dummy.

Στο έτος της ύφεσης ($h=0$), η εκτιμώμενη επίδραση είναι μικρή (0,18), με διάστημα εμπιστοσύνης $[-0,16, 0,52]$, γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν παρατηρείται άμεση δημοσιονομική σύσφιξη κατά τη φάση της ύφεσης, σε συμφωνία με τα ευρήματα του Σχήματος 1. Σε μεσοπρόθεσμους χρονικούς ορίζοντες, η επίδραση ενισχύεται. Ένα έτος μετά την ύφεση ($h=1$), το high-employment surplus αυξάνεται κατά περίπου 0,62 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και είναι στατιστικά σημαντικό $[0,16, 1,07]$, ενώ δύο έτη μετά ($h=2$) παραμένει θετικό (0,27). Η επίδραση κορυφώνεται στο τρίτο έτος ($h=3$), όπου η αύξηση του high-employment surplus ανέρχεται σε περίπου 1,11 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, με διάστημα εμπιστοσύνης $[0,29, 1,94]$, υποδηλώνοντας έντονη και στατιστικά σημαντική δημοσιονομική σύσφιξη.

Σε σύγκριση με το Σχήμα 1, η συσταλτική αυτή επίδραση εμφανίζεται πιο επίμονη, καθώς στο τέταρτο έτος ($h=4$) ο συντελεστής παραμένει θετικός (0,17). Στο πέμπτο έτος ($h=5$), η επίδραση υποχωρεί και γίνεται αρνητική (-0,19). Συνολικά, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η περιορισμένη πρόσβαση στις αγορές, όπως αποτυπώνεται μέσω της συμμετοχής σε πρόγραμμα του ΔΝΤ, καταλήγουν στα ίδια συμπεράσματα με το Σχήμα 1.

Στη συνέχεια, η ανάλυση επεκτείνεται εξετάζοντας ως υφέσεις τα επεισόδια τραπεζικών κρίσεων σύμφωνα με τον ορισμό των Laeven και Valencia, ενώ η πρόσβαση στις αγορές αποτυπώνεται μέσω της μεταβλητής $MA_{j,t-1}$, η οποία ορίζεται ως η πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας.

Σχήμα 3: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων Laeven–Valencia (Market access: S&P rating)



Το Σχήμα 3 αφορά τα επεισόδια τραπεζικών κρίσεων και αναδεικνύει μια ποιοτικά διαφορετική και σαφώς εντονότερη δημοσιονομική αντίδραση σε σύγκριση με τα recession episodes. Και σε αυτή την περίπτωση, η δημοσιονομική πολιτική αποτυπώνεται μέσω της μεταβολής του high-employment surplus, ενώ η πρόσβαση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές προσεγγίζεται από την πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας (S&P rating).

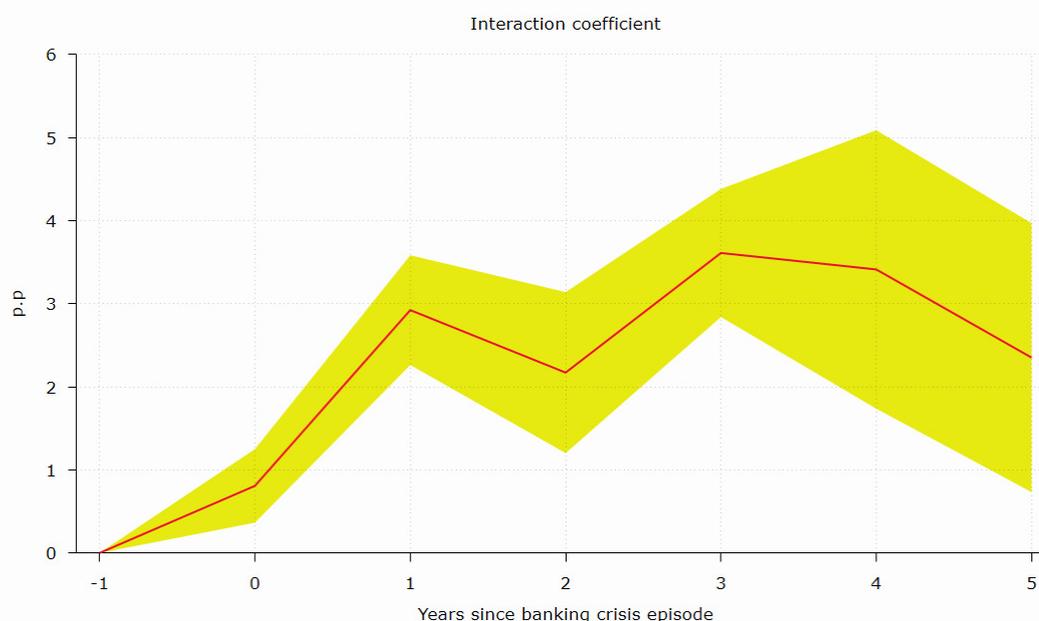
Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η δημοσιονομική σύσφιξη μετά από τραπεζικές κρίσεις εκδηλώνεται άμεσα και είναι στατιστικά σημαντική ήδη από το πρώτο έτος της κρίσης. Συγκεκριμένα, στο $h=0$ το high-employment surplus αυξάνεται κατά περίπου 0,88 ποσοστιαίες

μονάδες του ΑΕΠ, με διάστημα εμπιστοσύνης [0,44, 1,33]. Η επίδραση ενισχύεται περαιτέρω στο πρώτο έτος μετά την κρίση (h=1), όπου η εκτιμώμενη αύξηση ανέρχεται σε περίπου 3,1 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και είναι ισχυρά στατιστικά σημαντική [2,5, 3,71].

Στους επόμενους χρονικούς ορίζοντες, η αυστηρότερη δημοσιονομική στάση διατηρείται και παραμένει ιδιαίτερα έντονη. Δύο και τρία έτη μετά την κρίση (h=2 και h=3), το high-employment surplus αυξάνεται κατά περίπου 2,4 και 3,87 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ αντίστοιχα, με τα αντίστοιχα διαστήματα εμπιστοσύνης να βρίσκονται εξ ολοκλήρου πάνω από το μηδέν. Παρόμοια εικόνα παρατηρείται και στους μεγαλύτερους χρονικούς ορίζοντες (h=4–5), όπου η επίδραση παραμένει θετική και στατιστικά σημαντική, με εκτιμώμενες αυξήσεις μεταξύ 2,9 και 3,7 ποσοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ.

Σε αντίθεση με τις υφέσεις που συνδέονται με εξωτερικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς, οι τραπεζικές κρίσεις δημιουργούν άμεση ανάγκη αποκατάστασης της δημοσιονομικής ισορροπίας, οδηγώντας τις κυβερνήσεις σε ταχύτερη και πιο αποφασιστική δημοσιονομική προσαρμογή.

Σχήμα 4: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων Laeven–Valencia (Market access: IMF dummy)



Το Σχήμα 4 απεικονίζει τη δυναμική αντίδραση της διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων, όταν η πρόσβαση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ορίζεται μέσω της μεταβλητής IMF dummy. Πριν από την έναρξη της τραπεζικής

κρίσης ($h=-1$), ο εκτιμώμενος συντελεστής είναι μηδενικός. Στο έτος εκδήλωσης της κρίσης ($h=0$), η μεταβολή του high-employment surplus παραμένει σχετικά περιορισμένη, της τάξης των 0,8 ποσοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ, αν και στατιστικά σημαντική, όπως υποδηλώνει το διάστημα εμπιστοσύνης [0,36, 1,25].

Στους επόμενους χρονικούς ορίζοντες, η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής εντείνεται σημαντικά και αποκτά έντονα συστατικό χαρακτήρα. Συγκεκριμένα, ένα έτος μετά την τραπεζική κρίση ($h=1$), το high-employment surplus αυξάνεται κατά περίπου 2,9 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, με το διάστημα εμπιστοσύνης [2,26, 3,58] να υποδηλώνει ισχυρή στατιστική σημαντικότητα. Δύο έτη μετά την κρίση ($h=2$), η επίδραση παραμένει υψηλή, κοντά στις 2,2 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, και παραμένει στατιστικά σημαντική.

Η συσταλική αυτή δυναμική κορυφώνεται στο τρίτο έτος μετά την κρίση ($h=3$), όπου η εκτιμώμενη αύξηση του high-employment surplus ανέρχεται σε περίπου 3,6 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, με διάστημα εμπιστοσύνης [2,84, 4,38]. Στους επόμενους χρονικούς ορίζοντες, η επίδραση παραμένει έντονη αλλά σταδιακά εξασθενεί: στο τέταρτο έτος ($h=4$) διαμορφώνεται κοντά στις 3,4 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ στο πέμπτο έτος ($h=5$) υποχωρεί σε περίπου 2,3 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, διατηρώντας ωστόσο θετικό και στατιστικά σημαντικό πρόσημο. Η έντονη και επίμονη δημοσιονομική σύσφιξη που ακολουθεί τις τραπεζικές κρίσεις μπορεί να ερμηνευθεί από τις σημαντικές και άμεσες πιέσεις που ασκούνται στα δημόσια οικονομικά μέσω παρεμβάσεων στήριξης του τραπεζικού συστήματος, όπως ανακεφαλαιοποιήσεις και κρατικές εγγυήσεις.

Συνολικά, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι, μετά από τραπεζικές κρίσεις, οι χώρες με περιορισμένη πρόσβαση στις αγορές, όπως αποτυπώνεται μέσω της συμμετοχής σε πρόγραμμα του ΔΝΤ, ακολουθούν μια έντονη και παρατεταμένη δημοσιονομική προσαρμογή. Σε σύγκριση με τις υφέσεις τύπου ΒΟΡ, η δημοσιονομική σύσφιξη που ακολουθεί τις τραπεζικές κρίσεις είναι σαφώς ισχυρότερη σε μέγεθος και πιο επίμονη στο χρόνο, αντανακλώντας τη σοβαρότητα των χρηματοδοτικών περιορισμών και την ανάγκη ταχείας αποκατάστασης της δημοσιονομικής βιωσιμότητας μετά από συστημικές διαταραχές στον τραπεζικό τομέα.

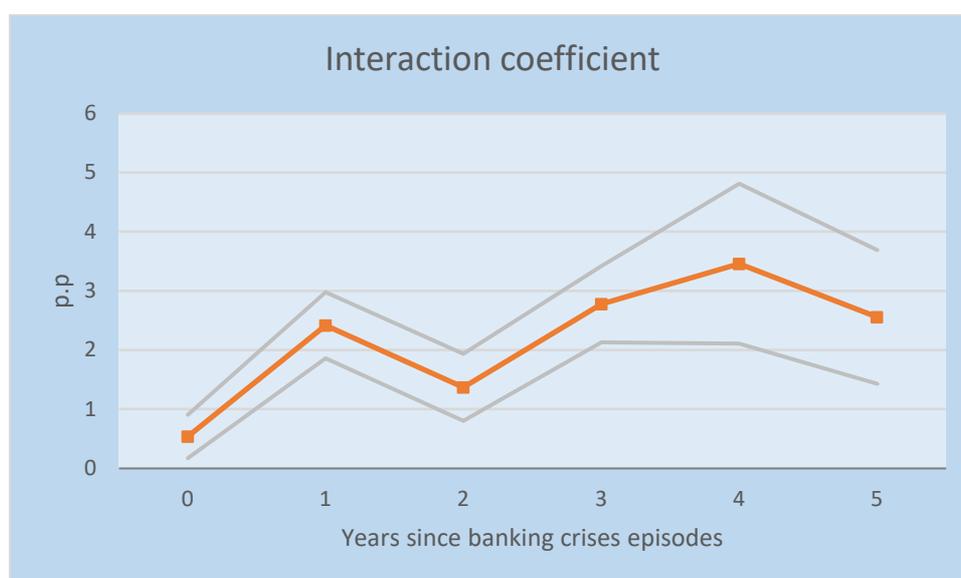
Οι αντίστοιχες αριθμητικές εκτιμήσεις και τα διαστήματα εμπιστοσύνης που υποστηρίζουν τα Σχήματα 1–4 παρουσιάζονται στο Παράρτημα (Πίνακες Α1–Α4).

3.4 Έλεγχος ευρωστίας: εναλλακτικός δείκτης δημοσιονομικής πολιτικής

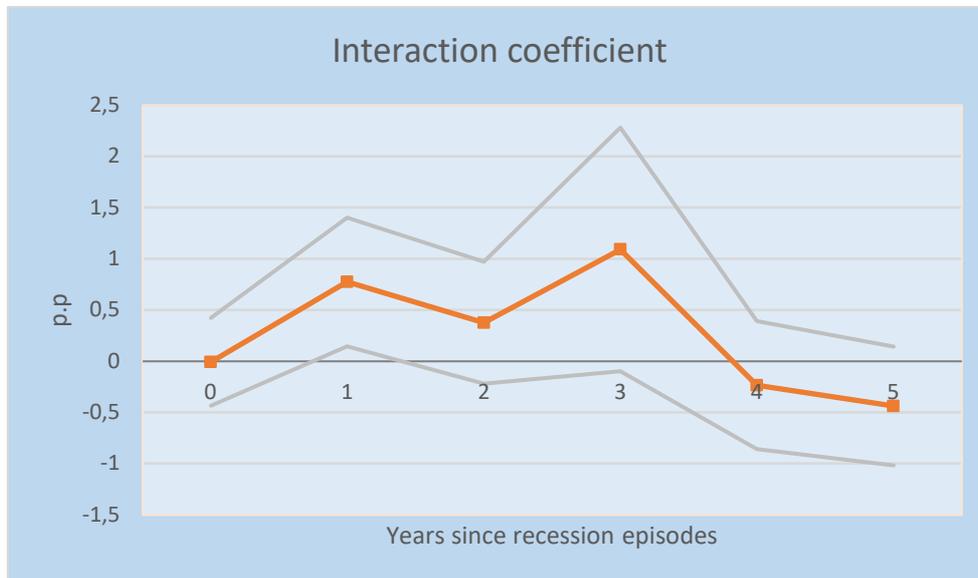
Ως έλεγχο ευρωστίας, η ανάλυση επαναλαμβάνεται χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή το κυκλικά προσαρμοσμένο δημοσιονομικό ισοζύγιο (cyclically-adjusted balance), αντί του high employment surplus. Η μεταβλητή αυτή αποτελεί εναλλακτικό δείκτη διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής στη σχετική βιβλιογραφία, καθώς αποτυπώνει τη δημοσιονομική στάση αφαιρώντας την επίδραση των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας και συνδέεται άμεσα με την έννοια του δημοσιονομικού χώρου.

Τα δεδομένα για το cyclically-adjusted balance αντλούνται από τη διακρατική βάση δεδομένων δημοσιονομικού χώρου της Παγκόσμιας Τράπεζας (Cross-Country Database of Fiscal Space), όπως παρουσιάζεται στους Kose et al. (2022). Η συγκεκριμένη βάση συγκεντρώνει ένα ευρύ σύνολο δεικτών δημοσιονομικού χώρου για μεγάλο αριθμό χωρών και ετών, περιλαμβάνοντας μέτρα δημοσιονομικών ισοζυγίων και μεταβλητές που αποτυπώνουν την πρόσβαση των χωρών στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Η χρήση της βάσης αυτής επιτρέπει μια συνεπή και συγκρίσιμη αποτίμηση της δημοσιονομικής πολιτικής σε διακρατικό επίπεδο.

Σχήμα 5: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων (Cyclically-adjusted balance, Market access: S&P rating)



Σχήμα 6: Η αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από υφέσεις τύπου BOP
(Cyclically-adjusted balance, Market access: S&P rating)



Τα αποτελέσματα των Σχημάτων 5 και 6 επιβεβαιώνουν σε μεγάλο βαθμό τα βασικά ευρήματα της ανάλυσης. Ειδικότερα, μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων παρατηρείται άμεση και στατιστικά σημαντική δημοσιονομική σύσφιξη, ανεξάρτητα από τον ορισμό της πρόσβασης στις αγορές (S&P rating ή IMF dummy). Αντίστοιχα, μετά από υφέσεις τύπου BOP, παρατηρείται επίσης δημοσιονομική σύσφιξη, με το εκτιμώμενο αποτέλεσμα να διατηρεί θετικό και στατιστικά σημαντικό πρόσημο, κυρίως στους μεσοπρόθεσμους χρονικούς ορίζοντες.

Συνολικά, η χρήση του cyclically-adjusted balance ως εναλλακτική εξαρτημένη μεταβλητή ενισχύει την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων, με τα βασικά συμπεράσματα να παραμένουν ποιοτικά αμετάβλητα.

Οι αντίστοιχες αριθμητικές εκτιμήσεις και τα διαστήματα εμπιστοσύνης που υποστηρίζουν τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο Παράρτημα (Πίνακες A5–A8).

4. Συμπεράσματα

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει τη δυναμική αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από χρηματοοικονομικές κρίσεις, με ιδιαίτερη έμφαση στο ρόλο του δημοσιονομικού χώρου. Μέσω της μεθοδολογίας των τοπικών προβολών Jordà (2005), η ανάλυση αποτυπώνει τις διαφοροποιήσεις στη δημοσιονομική προσαρμογή ανάλογα με το είδος της κρίσης και τους χρηματοδοτικούς περιορισμούς που αντιμετωπίζουν οι χώρες.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μετά από υφέσεις τύπου BOP διαπιστώνεται δημοσιονομική σύσφιξη, ως απάντηση στην ανάγκη σταθεροποίησης των δημόσιων οικονομικών. Η ίδια τάση παρατηρείται και μετά από τραπεζικές κρίσεις, ωστόσο στην περίπτωση αυτή η δημοσιονομική προσαρμογή είναι σαφώς ταχύτερη, εντονότερη και πιο επίμονη, γεγονός που αντανακλά τις αυξημένες πιέσεις που ασκούνται στα δημόσια οικονομικά. Τα ευρήματα αυτά προκύπτουν λαμβάνοντας υπόψη την πρόσβαση στις αγορές (market access), είτε μέσω πιστοληπτικής αξιολόγησης, είτε μέσω συμμετοχής σε πρόγραμμα του ΔΝΤ. Επιπλέον, τα βασικά αποτελέσματα παραμένουν ποιοτικά αμετάβλητα όταν η εξαρτημένη μεταβλητή αντικαθίσταται με το κυκλικά προσαρμοσμένο δημοσιονομικό ισοζύγιο. Από την ανάλυση προκύπτει ότι οι αρχικές δημοσιονομικές συνθήκες επηρεάζουν σημαντικά τις δημοσιονομικές αντιδράσεις, καθώς χώρες με μικρότερο δημοσιονομικό χώρο υιοθετούν πιο περιοριστική δημοσιονομική στάση, ενώ χώρες με μεγαλύτερο δημοσιονομικό χώρο διαθέτουν περισσότερο περιθώριο για να στηρίξουν την οικονομική δραστηριότητα.

Εν κατακλείδι, η ανάλυση αναδεικνύει τη σημασία της ύπαρξης επαρκούς δημοσιονομικού χώρου σε περιόδους κανονικότητας, καθώς αυτό δίνει τη δυνατότητα στις κυβερνήσεις να αντιμετωπίζουν πιο αποτελεσματικά σοβαρές οικονομικές κρίσεις, χωρίς την ανάγκη πρόωρης εφαρμογής μέτρων δημοσιονομικής σταθεροποίησης.

Αναφορές

Ahmad, A., McManus, R., & Ozkan, G. (2021). Fiscal space and the procyclicality of fiscal policy: The case for making hay while the sun shines. *Economic Inquiry*, 59(4), 1687–1701.

Baron, M., Verner, E., & Xiong, W. (2020). Banking crises without panics. *Quarterly Journal of Economics*, 136(1), 51–113.

Barro, R. J. (1979). On the determination of the public debt. *Journal of Political Economy*, 87(5), 940–971.

Bernardini, M., & Forni, L. (2020). Private and public debt interlinkages in bad times. *Journal of International Money and Finance*, 102, 102239.

Bi, H. (2012). Sovereign default risk premia, fiscal limits, and fiscal policy. *European Economic Review*, 56(3), 389–410.

Bianchi, J., Ottonello, P., & Presno, I. (2023). Fiscal stimulus under sovereign risk. *Journal of Political Economy*, 131(9), 2328–2369.

Blanchard, O., Leandro, A., & Zettelmeyer, J. (2021). Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards. *Economic Policy*, 36(106), 195–236.

Bohn, H. (1998). The behavior of U.S. public debt and deficits. *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 949–963.

Elmendorf, D. W., & Sheiner, L. M. (2017). Federal budget policy with an aging population and persistently low interest rates. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 175–194.

Ghosh, A. R., Kim, J. I., Mendoza, E. G., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2013). Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies. *Economic Journal*, 123(566), F4–F30.

Heller, P. (2005). Understanding fiscal space (IMF Policy Discussion Paper No. PDP/05/4). International Monetary Fund.

Ilzetzki, E., Mendoza, E. G., & Végh, C. A. (2013). How big (small?) are fiscal multipliers? *Journal of Monetary Economics*, 60(2), 239–254.

International Monetary Fund. (2023). IMF databases. International Monetary Fund.

Jordà, Ò. (2005). Estimation and inference of impulse responses by local projections. *American Economic Review*, 95(1), 161–182.

Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2016). Sovereigns versus banks: Credit, crises, and consequences. *Journal of the European Economic Association*, 14(1), 45–79.

Kose, M. A., Kurlat, S., Ohnsorge, F., & Sugawara, N. (2022). A cross-country database of fiscal space. *Journal of International Money and Finance*, 128, 102682.

Laeven, L., & Valencia, F. (2018). Systemic banking crises revisited (IMF Working Paper No. 18/206). International Monetary Fund.

Manasse, P., & Roubini, N. (2009). Rules of thumb for sovereign debt crises. *Journal of International Economics*, 78, 192–205.

Mendoza, E. G., & Ostry, J. D. (2008). International evidence on fiscal solvency: Is fiscal policy “responsible”? *Journal of Monetary Economics*, 55(6), 1081–1093.

Obstfeld, M. (2013). On keeping your powder dry: Fiscal foundations of financial and price stability. *Monetary and Economic Studies*, 31, 25–38.

Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Kim, J. I., & Qureshi, M. S. (2010). Fiscal space (IMF Staff Position Note No. SPN/10/11). International Monetary Fund.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2), 573–578.

Richter, B., Schularick, M., & Wachtel, P. (2021). When to lean against the wind. *Journal of Money, Credit and Banking*, 53(1), 5–39.

Romer, C. D., & Romer, D. H. (2019). Fiscal space and the aftermath of financial crises: How it matters and why. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 239–313.

Salamaliki, P. K., & Venetis, I. A. (2024). Fiscal space and policy response to financial crises: Market access and deficit concerns. *Open Economies Review*, 35, 323–361.

Παράρτημα

Το παρόν Παράρτημα περιλαμβάνει τους αναλυτικούς πίνακες εκτιμήσεων που αντιστοιχούν στα σχήματα της ενότητας των αποτελεσμάτων. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται οι εκτιμημένοι συντελεστές αλληλεπίδρασης, καθώς και τα αντίστοιχα διαστήματα εμπιστοσύνης, για τις δυναμικές αντιδράσεις της διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής μετά από υφέσεις και τραπεζικές κρίσεις. Οι πίνακες αυτοί χρησιμοποιούνται συμπληρωματικά προς τα σχήματα και παρέχουν την πλήρη αριθμητική τεκμηρίωση των εμπειρικών ευρημάτων.

Πίνακας Α1: Εκτιμημένοι συντελεστές και διαστήματα εμπιστοσύνης μετά από επεισόδια ύφεσης (recession episodes τύπου BOP, Market access: S&P rating)

high-employment surplus	Recession episode, Market access = S&P rating			
	Horizon	lower bound	Estimate	upper bound
	-1	0	0	0
	0	-0,390200485	0,004471	0,39914225
	1	0,077875099	0,608988	1,140100941
	2	-0,156565829	0,363852	0,884269401
	3	0,182562013	1,18699	2,19141709
	4	-0,558523969	-0,10564	0,347239427
	5	-0,699441898	-0,32355	0,052341558

Σημείωση: Ο πίνακας Α1 παρουσιάζει τους εκτιμημένους συντελεστές αλληλεπίδρασης για διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες ($h=-1$ έως $h=5$). Τα διαστήματα εμπιστοσύνης υπολογίζονται με βάση ανθεκτικά τυπικά σφάλματα. Θετικές τιμές υποδηλώνουν αυστηρότερη δημοσιονομική στάση, όπως αυτή αποτυπώνεται από τη μεταβολή του high-employment surplus.

Πίνακας Α2: Εκτιμημένοι συντελεστές και διαστήματα εμπιστοσύνης μετά από επεισόδια ύφεσης (recession episodes τύπου BOP, Market access: IMF dummy)

high employment surplus	Recession episode, Market access = IMF dummy			
	Horizon	lower bound	estimate	upper bound
	-1	0	0	0
	0	-0,160974517	0,181259	0,523493171
	1	0,163937786	0,619006	1,074074235
	2	-0,172213393	0,265123	0,702459461
	3	0,293022214	1,114849	1,936676246
	4	-0,329007856	0,16813	0,665267823
	5	-0,674045486	-0,18569	0,302656665

Σημείωση: Ο πίνακας A2 παρουσιάζει τους εκτιμημένους συντελεστές αλληλεπίδρασης για διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες ($h=-1$ έως $h=5$). Τα διαστήματα εμπιστοσύνης υπολογίζονται με βάση ανθεκτικά τυπικά σφάλματα. Θετικές τιμές υποδηλώνουν αυστηρότερη δημοσιονομική στάση, όπως αυτή αποτυπώνεται από τη μεταβολή του high-employment surplus.

Πίνακας A3: Εκτιμημένοι συντελεστές και διαστήματα εμπιστοσύνης μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων, Market access: S&P rating

high employment surplus	Banking crises, Market access = S&P rating			
	Horizon	lower bound	estimate	upper bound
	-1	0	0	0
	0	0,43597626	0,880554	1,325130844
	1	2,496875089	3,102165	3,707455263
	2	1,487577392	2,396525	3,305472321
	3	3,144776054	3,865299	4,585822825
	4	2,160321489	3,731052	5,301782777
	5	1,392167951	2,865181	4,33819366

Σημείωση: Ο πίνακας A3 παρουσιάζει τους εκτιμημένους συντελεστές αλληλεπίδρασης για διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες ($h=-1$ έως $h=5$). Τα διαστήματα εμπιστοσύνης

υπολογίζονται με βάση ανθεκτικά τυπικά σφάλματα. Θετικές τιμές υποδηλώνουν αυστηρότερη δημοσιονομική στάση, όπως αυτή αποτυπώνεται από τη μεταβολή του high-employment surplus.

Πίνακας Α4: Εκτιμημένοι συντελεστές και διαστήματα εμπιστοσύνης μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων, Market access: IMF dummy

high employment surplus	Banking crises, Market access = IMF dummy			
	Horizon	lower bound	estimate	upper bound
	-1	0	0	0
	0	0,364741634	0,807354	1,249966876
	1	2,261371535	2,921611	3,581850047
	2	1,201125626	2,169786	3,138445685
	3	2,838613783	3,60928	4,379946472
	4	1,735530914	3,411036	5,086541706
	5	0,732003644	2,349876	3,967748253

Σημείωση: Ο πίνακας Α4 παρουσιάζει τους εκτιμημένους συντελεστές αλληλεπίδρασης για διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες ($h=-1$ έως $h=5$). Τα διαστήματα εμπιστοσύνης υπολογίζονται με βάση ανθεκτικά τυπικά σφάλματα. Θετικές τιμές υποδηλώνουν αυστηρότερη δημοσιονομική στάση, όπως αυτή αποτυπώνεται από τη μεταβολή του high-employment surplus.

Στους ακόλουθους πίνακες παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των ελέγχων ανθεκτικότητας, στους οποίους η εξαρτημένη μεταβλητή αντικαθίσταται από το κυκλικά προσαρμοσμένο δημοσιονομικό ισοζύγιο (cyclically-adjusted balance), αντί του high-employment surplus που χρησιμοποιείται στο βασικό προσδιορισμό. Η μεταβλητή αυτή αποτελεί εναλλακτικό δείκτη διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής και χρησιμοποιείται ευρέως στη σχετική βιβλιογραφία. Όλες οι υπόλοιπες μεταβλητές και η μεθοδολογία εκτίμησης παραμένουν αμετάβλητες.

Πίνακας Α5: Εκτιμημένοι συντελεστές και διαστήματα εμπιστοσύνης μετά από επεισόδια ύφεσης (Cyclically-adjusted balance, Market access: S&P rating)

cyclically adjusted balance	Recession episode, Market access = S&P rating			
	horizon	lower bound	Estimate	upper bound
	-1	0	0	0
	0	-0,436242445	-0,00683066	0,422581118
	1	0,145884643	0,773648605	1,401412566
	2	-0,219442664	0,37602921	0,971501084
	3	-0,097768624	1,091681455	2,281131533
	4	-0,860827079	-0,23498738	0,390852315
	5	-1,018667988	-0,43842496	0,141818073

Σημείωση: Ο πίνακας παρουσιάζει τους εκτιμημένους συντελεστές για διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες ($h=-1$ έως $h=5$). Τα διαστήματα εμπιστοσύνης υπολογίζονται με βάση ανθεκτικά τυπικά σφάλματα. Θετικές τιμές υποδηλώνουν αυστηρότερη δημοσιονομική στάση.

Πίνακας Α6: Εκτιμημένοι συντελεστές και διαστήματα εμπιστοσύνης μετά από επεισόδια ύφεσης (Cyclically-adjusted balance, Market access: IMF dummy)

cyclically adjusted balance	Recession episode, Market access = IMF dummy			
	Horizon	lower bound	Estimate	upper bound
	-1	0	0	0
	0	-0,471241266	-0,04882425	0,373592763
	1	0,037342815	0,676445113	1,315547412
	2	-0,313183318	0,297354672	0,907892662
	3	-0,178190068	1,021876012	2,221942091
	4	-0,927429084	-0,28708938	0,353250324
	5	-1,096221436	-0,50156748	0,093086477

Σημείωση: Ο πίνακας παρουσιάζει τους εκτιμημένους συντελεστές για διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες ($h=-1$ έως $h=5$). Τα διαστήματα εμπιστοσύνης υπολογίζονται με βάση ανθεκτικά τυπικά σφάλματα. Θετικές τιμές υποδηλώνουν αυστηρότερη δημοσιονομική στάση.

Πίνακας Α7: Εκτιμημένοι συντελεστές και διαστήματα εμπιστοσύνης μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων (Cyclically-adjusted balance, Market access: S&P rating)

cyclically adjusted balance	Banking crises, Market access = S&P rating			
	horizon	lower bound	estimate	upper bound
	-1	0	0	0
	0	0,168134606	0,53647926	0,904823914
	1	1,855737507	2,415312513	2,97488752
	2	0,800031437	1,368024898	1,936018359
	3	2,132109872	2,775848526	3,419587179
	4	2,104293936	3,459265862	4,814237788
	5	1,423702341	2,557361697	3,691021054

Σημείωση: Ο πίνακας παρουσιάζει τους εκτιμημένους συντελεστές για διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες ($h=-1$ έως $h=5$). Τα διαστήματα εμπιστοσύνης υπολογίζονται με βάση ανθεκτικά τυπικά σφάλματα. Θετικές τιμές υποδηλώνουν αυστηρότερη δημοσιονομική στάση.

Πίνακας Α8: Εκτιμημένοι συντελεστές και διαστήματα εμπιστοσύνης μετά από επεισόδια τραπεζικών κρίσεων (Cyclically-adjusted balance, Market access: IMF dummy)

cyclically adjusted balance	Banking crises, Market access = IMF dummy			
	Horizon	lower bound	estimate	upper bound
	-1	0	0	0
	0	0,150046967	0,519056126	0,888065285
	1	1,746923797	2,308059378	2,869194958
	2	0,674194757	1,281328079	1,888461402
	3	2,021329179	2,702369493	3,383409806
	4	2,12079217	3,448546226	4,776300282
	5	1,389197409	2,51085946	3,632521512

Σημείωση: Ο πίνακας παρουσιάζει τους εκτιμημένους συντελεστές για διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες ($h=-1$ έως $h=5$). Τα διαστήματα εμπιστοσύνης υπολογίζονται με βάση ανθεκτικά τυπικά σφάλματα. Θετικές τιμές υποδηλώνουν αυστηρότερη δημοσιονομική στάση.