



# Στρατηγική Ανάλυση

Φεβρουάριος 2014

## Προοπτικές και εναλλακτικές πολιτικές για την ελληνική οικονομία

Δ. Β. Παπαδημητρίου, Μ. Νικηφόρος και Gennaro Zezza

### Περίληψη

Στην παρούσα έκθεση, εξετάζουμε εναλλακτικά σενάρια για την αποκατάσταση της ανάπτυξης και τη δημιουργία απασχόλησης στην ελληνική οικονομία μέσω του ειδικά διαμορφωμένου μακροοικονομικού υποδείγματος του Levy Institute (LIMG). Μετά την ανασκόπηση οικονομικών εξελίξεων για το 2013, οι οποίες επιβεβαιώνουν τις προηγούμενες προβλέψεις μας για κατακόρυφη αύξηση της ανεργίας, εξετάζουμε τον πιθανό αντίκτυπο τεσσάρων εναλλακτικών:

1. Εξωτερική βοήθεια μέσω της μεταβίβασης κεφαλαίων προς την Ελλάδα στα πρότυπα του Σχεδίου Μάρσαλ
2. Προσωρινή παύση καταβολής των τόκων για το δημόσιο χρέος και χρησιμοποίηση των πόρων για τόνωση της ζήτησης και της απασχόλησης
3. Εισαγωγή ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος που θα βασίζεται σε νέα κρατικά ομόλογα
4. Την υιοθέτηση ενός προγράμματος άμεσης απασχόλησης, στο πλαίσιο του θεσμού του «εργοδότη της έσχατης προσφυγής», που θα χρηματοδοτείται από το παράλληλο χρηματοδοτικό σύστημα.

Υποστηρίζουμε ότι η αποτελεσματικότητα των διαφόρων σχεδίων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ελαστικότητα του ελληνικού εμπορίου ως προς τις τιμές. Καθώς η ανάλυσή μας δείχνει ότι αυτή η ελαστικότητα είναι χαμηλή, η επιλογή πολιτικής για ένα πρόγραμμα

άμεσης απασχόλησης στο πλαίσιο του θεσμού του «εργοδότη της έσχατης προσφυγής» φαίνεται να προσφέρει την καλύτερη στρατηγική για οικονομική ανάκαμψη με άμεση βελτίωση του βιοτικού επιπέδου των Ελλήνων ενώ περιορίζει τις επιπτώσεις στο εξωτερικό χρέος.

## Εισαγωγή

Οι πρόσφατες εξαγγελίες από τις Βρυξέλλες, την Φρανκφούρτη και το Βερολίνο διακηρύσσουν το τέλος της κρίσης και της ύφεσης, ενώ επαινούν την Ελλάδα για το ότι επιτέλους κατάφερε να αναστρέψει την οικονομική της κατάσταση. Είναι άξιο απορίας αν αυτοί που εξήγγειλαν τα παραπάνω παρακολουθούν τις πρόσφατες οικονομικές εξελίξεις και τον περιορισμό των επιλογών που υφίστανται για την ελληνική οικονομία. Οι διαπραγματεύσεις ανάμεσα στην Ελλάδα και τους διεθνείς δανειστές της συνεχίζονται, με τους τελευταίους να επιμένουν ότι θα πρέπει να επιτευχθεί ο στόχος της μείωσης του ελλείμματος και η προώθηση των ιδιωτικοποιήσεων και των διαρθρωτικών αλλαγών προκειμένου να εκταμευθεί η επόμενη δόση, που έπρεπε να είχε δοθεί από τον περασμένο Σεπτέμβριο. Παρά τη θεαματική αποτυχία του όλου εγχειρήματος για εδώ και πάνω από τρία χρόνια, ο στόχος της μείωσης του λόγου χρέους προς ΑΕΠ έχει αποδειχθεί απόλυτη φαντασία, όπως τα πρόσφατα επίπεδα πάνω από το 170% μαρτυρούν ιδιαίτερα εάν κανείς σκεφτεί ότι το ποσοστό αυτό βρισκόταν στο 125% προ τεσσάρων ετών στην αρχή της κρίσης πριν από οποιοδήποτε πρόγραμμα «διάσωσης» από μέρους των δανειστών της χώρας (Papadimitriou 2013a).

Οι τελευταίες αναφορές για την οικονομική κατάσταση στη χώρα είναι πεισματικά αρνητικές, με εξαίρεση την εμφάνιση σύμφωνα με την κυβέρνηση ενός μικρού πρωτογενούς πλεονάσματος που στην πραγματικότητα όμως δεν θα είναι γνωστό πριν από τον Απρίλιο του 2014, όταν και θα δημοσιευθεί η έκθεση της Eurostat. Τα στοιχεία που αφορούν στη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης δεν είναι ενθαρρυντικά, όπως θα δείξουμε στη συνέχεια, ιδίως αν γίνει σύγκριση μεταξύ των θέσεων εργασίας οι οποίες δημιουργήθηκαν κι εκείνων που χάθηκαν στη διάρκεια του περασμένου καλοκαιριού, κατά τη διάρκεια της τουριστικής περιόδου.

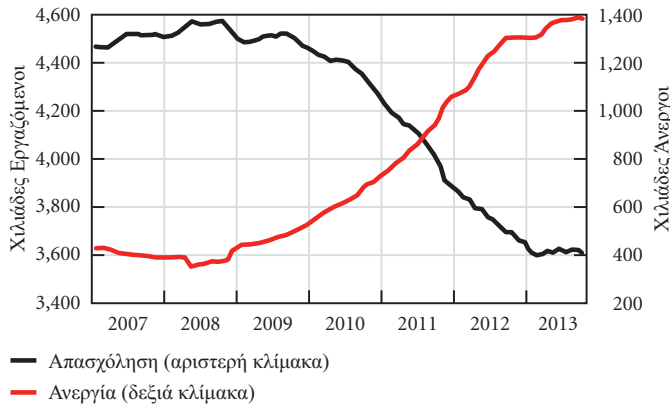
Μια πρόσφατη έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος δείχνει ότι ο τραπεζικός δανεισμός προς τον ιδιωτικό τομέα μειώθηκε σε ποσοστό 3,9%, τον Δεκέμβριο του 2013, πολύ περισσότερο απ' ότι στην υπόλοιπη Ευρωζώνη, όπου η συγκρίσιμη μείωση ήταν της τάξης του 2,3%. Παρά τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια της ΕΚΤ και τις προσπάθειες της κυβέρνησης να ενισχυθεί ο τραπεζικός δανεισμός προς τις επιχειρήσεις, το κόστος δανεισμού στην Ελλάδα βρίσκεται στα υψηλότερα επίπεδα από τότε που η Ελλάδα έγινε μέλος της ΟΝΕ (Reuters 2014).<sup>1</sup> Με την οικονομική κατάρρευση, αποτέλεσμα της σκληρής λιτότητας, την εξάντληση των αποταμιεύσεων για την αντιμετώπιση των οικονομικών δυσχερειών, την αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης και τη φυγή κεφαλαίων προς το εξωτερικό, οι ελληνικές τράπεζες, οι οποίες αντιμετωπίζουν όλο και μεγαλύτερο ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων και λιγότερους καταθέτες σε σχέση με παλαιότερες εποχές, συνεχίζουν να μην έχουν επαρκή κεφάλαια, περιορίζοντας τον δανεισμό μόνο προς τους «πιστοληπτικά αξιόπιστους» και, ως εκ τούτου, δεν είναι σε θέση να ανασύρουν την οικονομία από τη συνεχιζόμενη πτωτική της πορεία (Papadimitriou 2014). Επιπλέον, με την οικονομία να βρίσκεται στη δίνη του αποπληθωρισμού, η ανάκαμψη που προβλέπει η κυβέρνηση ότι θα ξεκινήσει από φέτος, αποτελεί καθαρή φαντασία.

## Πρόσφατες εξελίξεις στην ελληνική οικονομία

Θα ξεκινήσουμε την ανάλυση με τη μάλιστα της ανεργίας, η οποία συνέχισε να αυξάνεται, όπως είχαμε προβλέψει σε πρόσφατη μελέτη μας με βάση το μακροοικονομικό μοντέλο του Levy Institute (LIMG) για την ελληνική οικονομία (Papadimitriou, Nikiforos, and Zezza 2013a, 2013b).

Η απασχόληση, σε εποχικά προσαρμοσμένη βάση, αυξήθηκε με πολύ αργούς ρυθμούς από το κατώτατο σημείο της τον Φεβρουάριο του 2013, όπου ανερχόταν σε 3,2 εκατομμύρια απασχολούμενους (Σχήμα 1), ενώ άρχισε να μειώνεται ξανά τον Οκτώβριο του 2013. Ο αριθμός των ανέργων αυξήθηκε κατά 84.128 από τον Φεβρουάριο ως τον Οκτώβριο του 2013 για να φτάσουν στο σύνολο τους 1.387.500, επίπεδο που συνιστά ιστορικό υψηλό για την Ελλάδα, με το ποσοστό ανεργίας των γυναικών να είναι υψηλότερο (31,3% το τρίτο τρίμηνο του 2013) από αυτό

**Σχήμα 1 Ελλάδα: Απασχόληση και Ανεργία**

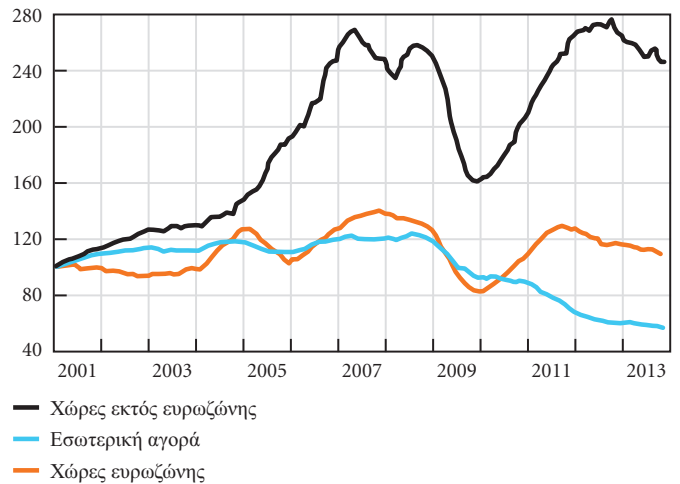


Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

των ανδρών (23,8%). Το μεγαλύτερο ποσοστό αύξησης θέσεων εργασίας μεταξύ του πρώτου και του τρίτου τριμήνου του 2013 έλαβε χώρα στον τομέα της διαμονής και της εστίασης, όπου προσλήφθηκαν 50.800 άτομα. Στον ίδιο τομέα, κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου, ωστόσο, μειώθηκαν 1.900 οι εργοδότες, γεγονός που μπορεί να αντανακλά αύξηση του μέσου μεγέθους των επιχειρήσεων που επιβιώνουν. Αυτά τα στοιχεία δεν είναι εποχιακά προσαρμοσμένα. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η απασχόληση σε αυτή την κατηγορία που περιλαμβάνει τον τουρισμό, έναν πολύ κρίσιμο τομέα για τη χώρα, εξακολουθεί να απασχολεί 9.300 λιγότερα άτομα το τρίτο τρίμηνο του 2013 σε σχέση με το ίδιο τρίμηνο του 2012.

Η επιδείνωση της οικονομίας είναι επίσης ορατή με βάση τον δείκτη της βιομηχανικής παραγωγής, που τον Νοέμβριο του 2013 ήταν 6% χαμηλότερος από εκείνον του αντίστοιχου μήνα του 2012, υποδηλώνοντας μια μεγάλη μείωση σε αντίθεση με τα βελτιωμένα στοιχεία που κατεγράφησαν για το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο του 2013. Ο ετήσιος μέσος όρος του δείκτη (2005=100) κορυφώθηκε στο 103 προς το τέλος του 2007, αλλά στη συνέχεια άρχισε μια ελεύθερη πώση που συνεχίστηκε μέχρι τον Νοέμβριο του 2013, όταν και έφτασε στο 68. Ένας άλλος ενδιαφέρον βραχυπρόθεσμος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας εμφανίζεται στο Σχήμα 2: ο γενικός δείκτης νέων παραγγελιών στη βιομηχανία. Όπως φαίνεται, η απόδοση του ελληνικού βιομηχανικού τομέα, εν απουσία της ζήτησης από τον υπόλοιπο κόσμο, κυρίως

**Σχήμα 2 Ελλάδα: Δείκτες νέων παραγγελιών στη βιομηχανία (Κυλιόμενος μέσος όρος τεσσάρων τριμήνων, 2000=100)**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

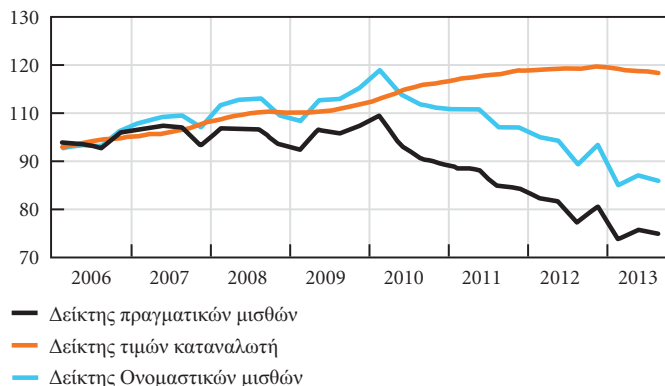
από χώρες μη μέλη της Ευρωζώνης, θα ήταν πολύ χειρότερη. Οι αριθμοί δείχνουν επίσης ότι οι νέες παραγγελίες δεν έχουν αυξηθεί, αλλά έχουν μειωθεί ή παρέμειναν σταθερές τους τελευταίους μήνες.

### Οι επιπτώσεις της εσωτερικής υποτίμησης

Ο γενικός δείκτης νέων παραγγελιών στο Σχήμα 2 είναι χρήσιμος για την αξιολόγηση των επιπτώσεων της στρατηγικής της τρικούας για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας του τομέα των εξαγωγών της ελληνικής οικονομίας μέσω της μείωσης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Όταν ειπωθεί μέσα από το πλαίσιο της προσέγγισης των χρηματοοικονομικών ισοζυγίων του υποδείγματός μας, η θεωρία της «επεκτατικής λιτότητας» προϋποθέτει ότι—προκειμένου να παραμείνει σταθερή η ανάπτυξη, καθώς μειώνεται το δημοσιονομικό έλλειμμα—το εξωτερικό ισοζύγιο πρέπει να βελτιωθεί, ενώ ο ισολογισμός του ιδιωτικού τομέα δεν επηρεάζεται. Στην ομιλία του στο συνέδριο του Levy Institute που διοργανώθηκε στην Αθήνα τον Νοέμβριο του 2013, ο Yves Mersch, μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής και του Γενικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, δήλωσε ότι:

**Σχήμα 3 Ελλάδα: Δείκτες μισθών και τιμών (2006=100)**



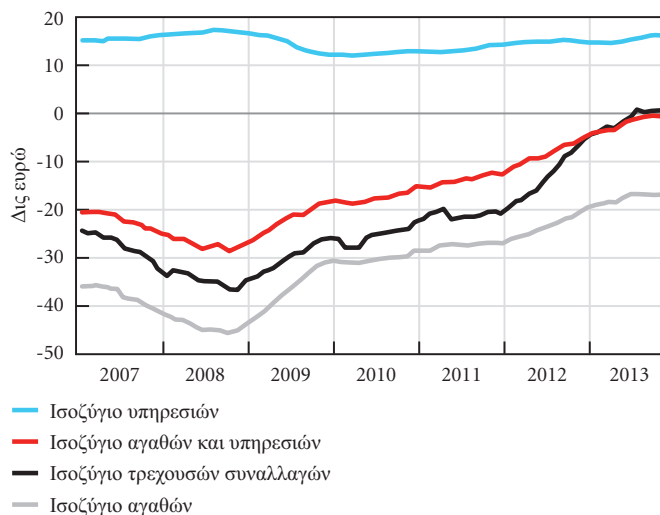
Σημείωση: Ο δείκτης ονομαστικών μισθών δημοσιεύεται από την ΕλΣτατ, ενώ ο δείκτης πραγματικών μισθών υπολογίζεται αποπληθωρίζοντας το δείκτη ονομαστικών μισθών με το δείκτη τιμών καταναλωτή, που επίσης δημοσιεύεται από την ΕΛΣΤΑΤ. Ο τελευταίος έχει διορθωθεί εποχικά και μετατραπεί σε τριμηνιαία συχνότητα.

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

καθώς η Ελλάδα υπόκειται σε μια ταυτόχρονη απομόχλευση στον δημόσιο και ιδιωτικό της τομέα, η τομεακή λογιστική μας λέει ότι ο εξωτερικός της τομέας θα πρέπει να είναι πλεονασματικός. Το κλειδί για την ανάπτυξη είναι να διασφαλιστεί ότι αυτό θα συμβεί όσο το δυνατόν περισσότερο μέσω της αύξησης των εξαγωγών αντί της συμπίεσης των εισαγωγών. Ο καλύτερος τρόπος προκειμένου να μπορέσει η Ελλάδα να πετύχει αυτό τον στόχο είναι με τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των τιμών. (...)

Για να διευκολυνθεί η εξαγωγική ανάκαμψη, η τάση αυτή [η μείωση της ανταγωνιστικότητας] θα πρέπει να διορθωθεί και δεν υπάρχει κανένας τρόπος που να μπορεί αυτό να επιτευχθεί βραχυπρόθεσμα εκτός από την προσαρμογή των τιμών και του κόστους. Γνωρίζω τις δυσκολίες που δημιουργεί η εν λόγω προσαρμογή και τις επικρίσεις που διατυπώθηκαν εναντίον της. Αλλά είμαστε σε μια νομισματική ένωση και αυτός είναι ο τρόπος που λειτουργεί η προσαρμογή. Το κοινό

**Σχήμα 4 Ελλάδα: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και τα συστατικά του (Ετήσιοι κυλιόμενοι μέσοι όροι)**



Σημείωση: Όλα τα δεδομένα έχουν υπολογιστεί ως ετήσιοι μέσοι όροι, με δεδομένα από την Τράπεζα της Ελλάδος.

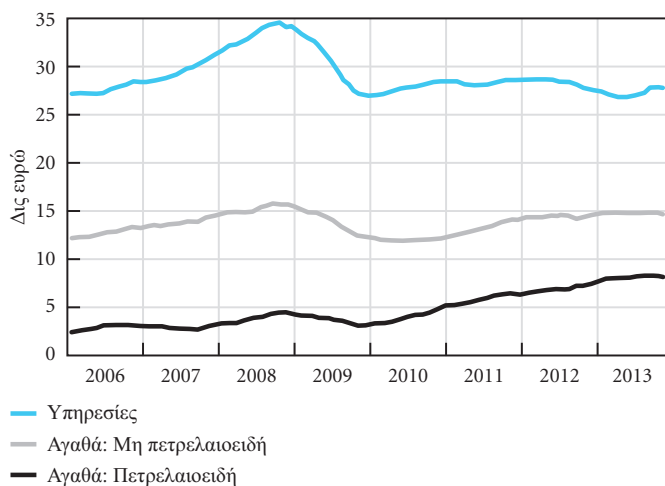
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

νόμισμα προσφέρει σημαντικά μικροοικονομικά οφέλη, αλλά απαιτεί ότι οι σχετικές τιμές θα πρέπει να προσαρμόζονται για να αντισταθμιστούν οι κροσσασμοί. Mersch (2013)

Με βάση τη στρατηγική που επέβαλε η «τρόικα», τόσο οι ονομαστικοί όσο και οι πραγματικοί μισθοί έχουν μειωθεί από το ανώτατο σημείο τους κατά το πρώτο τρίμηνο του 2010 κατά 23% και κατά 27,8%, αντίστοιχα, όπως φαίνεται στο Σχήμα 3. Η «εσωτερική υποτίμηση» ήταν, λοιπόν, πολύ αποτελεσματική όσον αφορά τη μείωση των μισθών. Από την άλλη μεριά, οι επιπτώσεις της «εσωτερικής υποτίμησης» στις τιμές είναι περιορισμένης εμβέλειας. Όπως φαίνεται στο Σχήμα 3, ο δείκτης τιμών καταναλωτή ακολούθησε ανοδική τάση, ανεξάρτητα της μείωσης των μισθών, ως τις αρχές του 2013, όταν οι τιμές άρχισαν να πέφτουν.

Είναι αλήθεια ότι οι τιμές άρχισαν να μειώνονται μετά από τους μισθούς, περιορίζοντας τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, ωστόσο ο αντίκτυπος στις εξαγωγές παραμένει αμφίβηλος. Το εμπόριο αγαθών, όπως αναφέρεται στο Σχήμα 4, δείχνει ότι «κλείνει» αργά το

**Σχήμα 5 Ελλάδα: Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών  
(Ετήσιοι κυλιόμενοι μέσοι όροι)**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

εμπορικό «κενό» λόγω της μείωσης των εισαγωγών και της αύξησης των εξαγωγών, αν και οι εξαγωγές έχουν αρχίσει να μειώνονται ξανά τους τελευταίους μήνες. Σε σύγκριση με το ανώτατό του επίπεδο τον Οκτώβριο του 2009, δηλαδή πριν από την έναρξη της κρίσης, ο όγκος του εμπορίου αγαθών στο Σχήμα 4 καταδεικνύει μια σημαντική μείωση του εμπορικού ελλείμματος, από 45,8 δις. ευρώ σε 16,9 δις. ευρώ τον Νοέμβριο του 2013, που προέρχεται από τη μείωση των εισαγωγών από 18,8 δις. ευρώ και μια αύξηση των εξαγωγών που είναι μόλις 2,7 δις. ευρώ.

Το Σχήμα 4 δείχνει επίσης ότι οι καθαρές συναλλαγές στον τομέα των υπηρεσιών έχουν βελτιωθεί οριακά κατά τους τελευταίους μήνες αλλά εξακολουθούν να βρίσκονται σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά που επικρατούσαν πριν από την κρίση. Κατά τους τελευταίους μήνες, ένα σημαντικό όφελος για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έχει προκύψει ωστόσο από τη μείωση των καθαρών πληρωμών για τόκους στο εξωτερικό, δημιουργώντας έτσι ένα μικρό συνολικό πλεόνασμα.

Δεδομένης της υποτιθέμενης σημασίας του εξαγωγικού τομέα στο πλαίσιο της στρατηγικής της τριόγκας, είναι χρήσιμο να κάνουμε διάκριση απόδοσης στις διάφορες

κατηγορίες του τομέα των εξαγωγών. Στο Σχήμα 5, εμφανίζονται οι συνολικές εξαγωγές αγαθών, διαφοροποιούμενες σε μεγάλες κατηγορίες, με βάση τα τελευταία στοιχεία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Τα στοιχεία δείχνουν ξεκάθαρα ότι οι εξαγωγές υπηρεσιών, η κύρια πηγή της πίστωσης στο εμπορικό ισοζύγιο, δεν έχει ακόμα ανακάμψει στα επίπεδα που ήταν πριν από την κρίση. Όλη η βελτίωση που έχει προκύψει στον τομέα των εξαγωγών οφείλεται στα πετρελαϊκά προϊόντα, τα οποία αυξήθηκαν κατά 3,7 δις. ευρώ μεταξύ Οκτωβρίου 2008 και Νοεμβρίου 2013, ενώ οι μη πετρελαϊκές εξαγωγές, οι οποίες ανέκαμψαν έπειτα από την πώση τους κατά τη διάρκεια της διετούς περιόδου 2008-2010, είναι κατά 1 δις. ευρώ λιγότερες τον Νοέμβριο του 2013 από ό,τι ήταν τον Οκτώβριο του 2008.

Τα στοιχεία της Eurostat για το εμπόριο επιτρέπουν περαιτέρω διάσπαση των εξαγωγών ανά εμπορικό εταίρο. Τα στοιχεία δείχνουν ότι η αύξηση εξαγωγών πετρελαίου οφείλεται κυρίως στο ενδοκλαδικό εμπόριο (οι εξαγωγές στο Κουβέιτ και τη Λιβύη αυξήθηκαν τα τελευταία χρόνια) ή σε αύξηση της ζήτησης από τις γειτονικές χώρες εκτός ευρωζώνης (Τουρκία, Βουλγαρία), ενώ οι εξαγωγές προς τη ζώνη του ευρώ έχουν μειωθεί.

Τα στοιχεία στον Πίνακα 1, που προέρχονται από τις στατιστικές εμπορίου της Eurostat, επιβεβαιώνουν την ανάλυση της σύνθεσης των ελληνικών εξαγωγών που περιγράφεται παραπάνω. Ενώ την περίοδο πριν από την ύφεση οι εξαγωγές στην Ευρώπη αυξήθηκαν κατά μέσο όρο κατά 8% ετησίως και οι εξαγωγές προς τις χώρες μη μέλη της ΕΕ κατά 6,7%, η ύφεση ανέτρεψε αυτή την τάση. Οι εξαγωγές προς την Ευρώπη έχουν μειωθεί με ετήσιο ρυθμό 0,2% μεταξύ 2007 και 2012 ενώ οι εξαγωγές προς τις χώρες μη μέλη της ΕΕ έχουν αυξηθεί κατά μέσο όρο 23%, με το μερίδιο των εξαγωγών προς τις χώρες μη μέλη της ΕΕ να αυξάνεται από 36,6% στο 55,9% του συνόλου των εξαγωγών. Η μεγαλύτερη αύξηση παρουσιάζεται στην κατηγορία «ορυκτά καύσιμα», η οποία αυξήθηκε από 2,4 δις. ευρώ το 2007 σε σχεδόν 9 δις. ευρώ το 2012. Οι μη πετρελαϊκές εξαγωγές σε χώρες μη μέλη της ΕΕ επίσης αυξήθηκαν, αλλά μόνο κατά 1,7 δις. ευρώ μεταξύ 2007 και 2012.

Η μεγαλύτερη αύξηση εξαγωγών προς τις χώρες της ΕΕ μεταξύ 2000 και 2007 ήταν στην κατηγορία «χημικά και συναφή προϊόντα» και στον τομέα της μεταποίησης. Παρά

**Πίνακας 1 Ελλάδα: Εξαγωγές αγαθών με βάση την Τυποποιημένη Ταξινόμηση Διεθνούς Εμπορίου (SITC) και Προορισμό (ποσοστό επί του συνόλου των εξαγωγών)**

	Εξαγωγές στις χώρες της ΕΕ-27			Εξαγωγές σε άλλες χώρες			Σύνολο		
	2000	2007	2012	2000	2007	2012	2000	2007	2012
Τρόφιμα και ζώα ζωντανά	11.3	11.2	9.6	3.6	3.2	3.5	14.9	14.4	13.1
Ποτά και καπνός	2.1	1.3	1.3	2.6	1.4	1.0	4.7	2.7	2.3
Πρώτες ύλες μη edώδιμες, εκτός από καύσιμα	2.9	2.5	1.5	2.6	1.7	3.1	5.6	4.2	4.6
Ορυκτά καύσιμα, λιπαντικά κλπ	3.7	4.5	6.1	10.0	12.4	32.5	13.8	16.9	38.5
Λάδια και λίπη ζωικής ή φυτικής προέλευσης	2.1	1.8	1.2	0.3	0.3	0.2	2.4	2.1	1.4
Χημικά προϊόντα και συναφή (μ.α.κ)	5.2	9.5	6.4	2.9	3.3	2.6	8.1	12.8	9.0
Βιομηχανικά είδη	13.5	14.3	8.2	6.7	6.5	6.0	20.2	20.8	14.2
Μηχανήματα και υλικό μεταφορών	7.4	7.9	4.6	5.1	4.1	3.9	12.5	11.9	8.5
Διάφορα βιομηχανικά είδη	13.7	8.0	4.1	4.2	2.7	2.1	17.9	10.7	6.2
Είδη και συναλλαγές μη ταξινομημένα κατά κατηγορίες	0.0	2.4	1.2	0.0	1.0	1.0	0.0	3.4	2.2
<b>Σύνολο</b>	<b>62.0</b>	<b>63.4</b>	<b>44.1</b>	<b>38.0</b>	<b>36.6</b>	<b>55.9</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Πηγή: Eurostat

την πώση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας σε σύγκριση με τις χώρες του πυρήνα του ευρώ κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, στις αρχές της δεκαετίας του 2000 υπήρξε βελτίωση στην εξαγωγική ικανότητα της Ελλάδας σε τομείς υψηλής ή μεσαίας τεχνολογίας. Ωστόσο, από το 2008 η κατάσταση αυτή αντιστράφηκε και, αν αφαιρέσουμε την αύξηση στις εξαγωγές πετρελαϊκών προϊόντων, οι εξαγωγές προς χώρες μη μέλη της ΕΕ μειώθηκαν κατά 900 εκατ. ευρώ μεταξύ 2007 και 2012 σε όλους τους τομείς, με εξαίρεση μια μικρή αύξηση στις εξαγωγές στα τρόφιμα.

Μπορούμε λοιπόν να συμπεράνουμε με ασφάλεια ότι η βελτίωση των ελληνικών εξαγωγών δεν έχει τίποτα να κάνει με την ανταγωνιστικότητα μέσω του αποπληθωρισμού των μισθών, καθώς οι εξαγωγές αφορούν το εμπόριο με χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, αλλά λόγω του ότι η εξα-

γωγική δραστηριότητα αφορούσε την πώληση κατά κύριο λόγο πετρελαϊκών προϊόντων σε χώρες εκτός Ευρωζώνης, σε μια περίοδο, όπως αναφέρεται στο Σχήμα 5, κατά την οποία η τιμή του πετρελαίου αυξανόταν και το ευρώ διατηρούσε μια ισχυρή συναλλαγματική θέση έναντι του δολαρίου. Η αύξηση στις εξαγωγές πετρελαϊκών προϊόντων είναι σίγουρα ευεργετική στο βραχυχρόνιο διάστημα, αλλά η χώρα καθίσταται ευάλωτη στις διακυμάνσεις των τιμών του πετρελαίου ενώ οι εξαγωγές των συγκεκριμένων προϊόντων παρέχουν ελάχιστα κίνητρα για τη δημιουργία θέσεων εργασίας και την ανάπτυξη.

Έχοντας αναλύσει περαιτέρω τη δομή των ελληνικών εξαγωγών, έχουμε βελτιώσει την κατανόησή μας σχετικά με τη μέτρηση της εξωτερικής ζήτησης και της ανταγωνιστικότητας της χώρας. Σε προηγούμενη έκθεση

## Πίνακας 2 Ελλάδα: Προβολές για τις εξαγωγικές αγορές (ρυθμοί ανάπτυξης)

	Πραγματικό ΑΕΠ κύριων εμπορικών εταίρων*	Αποπληθωριστής ΑΕΠ	Αποπληθωριστής-σοσθεριστής ζήτησης
2012	0.14	2.73	3.49
2013	1.97	1.78	2.05
2014	1.67	2.54	2.53
2015	2.23	2.68	2.67
2016	2.46	2.73	2.76

\*Οι κύριοι εμπορικοί εταίροι, με βάση τις εξαγωγές του 2011, συμπεριλαμβάνουν τη Βουλγαρία, Κύπρο, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, FYROM, Ολλανδία, Ρουμανία, Σγκαπούρη, Ισπανία, Τουρκία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ.

Πηγές: Eurostat, ΔΝΤ 2013b, υπολογισμοί των συγγραφέων

(Papadimitriou, Nikiforos, and Zezza 2013b), εστίασαμε την προσοχή μας στην οικονομική απόδοση της Γερμανίας σε σχέση με την Ελλάδα. Οι ελληνικές εξαγωγές προς την Ευρωζώνη, που ανέρχονταν σχεδόν στο 61% το 1990, έπεσαν στο 29,8% το 2012. Οι εξαγωγές προς τις χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ και στις ταχύτερα αναπτυσσόμενες γειτονικές χώρες όπως η Τουρκία αναμένεται να γίνουν περισσότερο σημαντικές για το σύνολο του ελληνικού εμπορίου. Οι καινούργιες μας προσδοκίες μας έχουν οδηγήσει σε αναθεώρηση των προβλέψεων μας σχετικά με την ανάπτυξη και τα επίπεδα πληθωρισμού των εμπορικών εταίρων της Ελλάδας, όπως εμφανίζονται στον Πίνακα 2.

Οι δυναμικοί ρυθμοί ανάπτυξης των εμπορικών εταίρων της Ελλάδας όπως η Τουρκία, η Βουλγαρία και οι Ηνωμένες Πολιτείες δεν επαρκούν ώστε να αντισταθμιστεί η υποτονική ανάπτυξη στις χώρες της Ευρωζώνης που προβλέπεται από το ΔΝΤ για το 2014. Το ΔΝΤ (2013α, Πίνακας 13) προβλέπει ότι οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών θα αυξηθούν κατά 5,5% το 2014 ενώ, με βάση τις δικές μας εκτιμήσεις και σε συνδυασμό με τις προβλέψεις στον Πίνακα 2, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών θα κυμανθεί γύρω στο 2,6%. Ως εκ τούτου, είναι σχεδόν απίθανο να αποτελέσουν οι εξαγωγές από μόνες τους τη βασική κινητήρια δύναμη για την επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας.

## Σχήμα 6 Ελλάδα: Συνεισφορές στο πραγματικό ΑΕΠ



— Επένδυση  
— Κατανάλωση  
— Κρατική Δαπάνη  
— Εξαγωγές  
— Εισαγωγές (ανεστραμμένες)

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

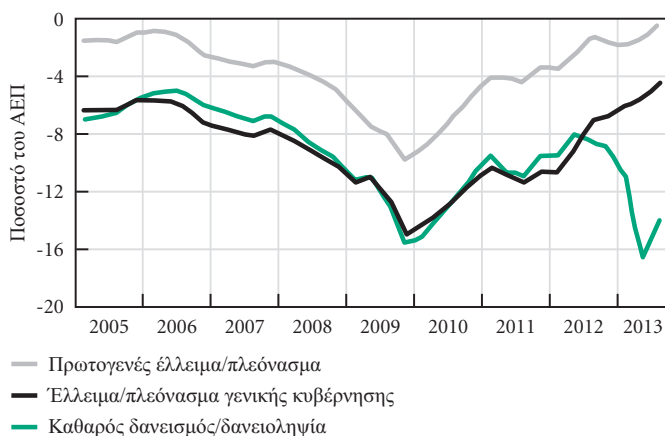
## Το πραγματικό ΑΕΠ και οι συνιστώσες του

Έχουμε αναλύσει τη δυναμική των συνιστωσών του πραγματικού ΑΕΠ, χρησιμοποιώντας τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία ( τρίτο τρίμηνο του 2013) όπως απεικονίζονται στο Σχήμα 6. Όπως φαίνεται, η σημαντική θετική συνεισφορά στην αύξηση του ΑΕΠ προέρχεται από την πώση των εισαγωγών ενώ η κατανάλωση εξακολουθεί να είναι ο πρωταρχικός παράγοντας της συνολικής συρρίκνωσης της ζήτησης. Οι επενδύσεις ήταν ασταθείς, σημειώνοντας πρόσφατα πώση και στη συνέχεια ανακάμπτοντας ελαφρώς, ωστόσο δεδομένης της προβλεπόμενης πορείας για την εγχώρια ζήτηση είναι αδιανόητο να αναμένουμε αύξηση των επενδύσεων κατά 8,4%, που είναι η πρόβλεψη του ΔΝΤ (2013α, Πίνακας 13). Η κατανάλωση συνεχίζει την πρωτοφανή της πώση, αν και με βραδύτερους ρυθμούς, συμβαδίζοντας με τις προσδοκίες που απορρέουν από τη συμπεριφορά των πραγματικών μισθών που αναφέρονται στο Σχήμα 3.

Όλες οι ενδείξεις συνηγορούν ότι οι αισιόδοξες προβλέψεις του ΔΝΤ (2013α) περί αντιστροφής της πορείας της ελληνικής οικονομίας με ρυθμούς ανάπτυξης της τάξης του 0,6% το 2014, μετά από έξι χρόνια βαθιάς ύφεσης, δεν θα επαλειφθούν.

Τα προσωρινά στοιχεία για το τρίτο τρίμηνο του 2013 συμβαδίζουν με την ανάλυσή μας. Οι επενδύσεις έχουν μει-

**Σχήμα 7 Ελλάδα: Έλλειμμα/πλεόνασμα γενικής κυβέρνησης (Κυλιόμενος μέσος όρος τεσσάρων τριμήνων)**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

ωθει σε πραγματικούς όρους κατά 12% τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2013 σε σχέση με τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2012. Η κύρια διαφορά μεταξύ της δικής μας ανάλυσης και των προκαταρκτικών στοιχείων για το τρίτο τρίμηνο του 2013 είναι ότι τα προκαταρκτικά στοιχεία αναφέρουν μια αύξηση της τάξης του 8,8% στις πραγματικές υπηρεσίες εξαγωγών το τρίτο τρίμηνο του 2013 έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του 2012, ποσοστό που πιστεύουμε ότι είναι πάρα πολύ υψηλό δεδομένης της αύξησης και σε άλλους δείκτες της τουριστικής δραστηριότητας.

### Δημοσιονομική πολιτική

Η κυβέρνηση ισχυρίζεται ότι θα επιτευχθεί πρωτογενές πλεόνασμα άνω του 1 δισ. ευρώ για το 2013. Ωστόσο, με βάση την ανάλυσή μας για τους μακροοικονομικούς τομεακούς λογαριασμούς, οι οποίοι είναι λιγότερο διακριτικοί από τα ταμειακά διαθέσιμα, όπου οι δαπάνες και τα έσοδα μπορεί να μετακινηθούν πιο εύκολα από μια περίοδο στην άλλη, ο ισχυρισμός αυτός θα αποδειχθεί κατά πάσα πιθανότητα απλά ένας ευσεβής πόθος—εκτός και αν αυξανόταν η δόση της λιτότητας το τελευταίο τρίμηνο του 2013, όπως εκτιμάται στο σενάριο που ακολουθεί παρακάτω.

Σύμφωνα με τους τομεακούς λογαριασμούς που δημοσιεύτηκαν από την ΕΛΣΤΑΤ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώνεται σταδιακά με την εφαρμογή μεγαλύτερη

δόση λιτότητας, αν και με βραδύτερο ρυθμό από ό, τι προβλεπόταν από τα σχέδια της κυβέρνησης, και έφθασε στο 4,5% του ΑΕΠ<sup>2</sup> ή στα 8,3 δισ. ευρώ το τρίτο τρίμηνο του 2013. Το ίδιο μέγεθος καθαρών επιτοκίων που καταβλήθηκε στη συνέχεια οδήγησε στην επίτευξη ενός πρωτογενούς ελλείμματος της τάξης του 0,4% του ΑΕΠ ή 0,7 δισ. ευρώ, όπως φαίνεται στο Σχήμα 7.

Σύμφωνα με τη ροή δανειακών κεφαλαίων που δημοσιεύθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος, η κυβέρνηση έλαβε ένα μεγάλο δάνειο (19,5 δισ. ευρώ) από το εξωτερικό το δεύτερο τρίμηνο του 2013, εκ του οποίου ένα μεγάλο μέρος (11,5 δισ. ευρώ)—σύμφωνα με τους τομεακούς λογαριασμούς—μεταφέρθηκε στον τραπεζικό τομέα το ίδιο τρίμηνο για την ενίσχυση των ισολογισμών των τραπεζών. Αν συμπεριληφθούν οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις των 23,6 δισ. ευρώ που καταβλήθηκαν από την κυβέρνηση προς τις τράπεζες τα τελευταία τέσσερα τρίμηνα—μέρος των οποίων δεν λαμβάνονται υπόψη για την εκπλήρωση των κριτηρίων της τριτοκας σχετικά με το στόχο για το έλλειμμα -, οι καθαρές δανειοδοτικές/δανειοληπτικές πράξεις στο Σχήμα 7 ανέρχονται σε 25,9 δισ. ευρώ τα τελευταία τέσσερα τρίμηνα ή στο εκπληκτικό 14% του ΑΕΠ (από 16,6% το προηγούμενο τρίμηνο).

Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για τα τρία πρώτα τρίμηνα ήταν χαμηλότερο κατά 4,8 δισ. ευρώ σε σχέση με την ίδια περίοδο το 2012. Για να επιτευχθεί ο στόχος της τριτοκας για το δημοσιονομικό έλλειμμα, όπως περιγράφεται λεπτομερώς από το ΔΝΤ (2013α), είναι αναγκαία η περαιτέρω συρρίκνωση των κρατικών δαπανών το τελευταίο τρίμηνο του 2013.

Αυτά τα στοιχεία και οι υποθέσεις αποτελούν τη βάση για την ανανέωση της βασικής (baseline) πρόβλεψης που είχαμε διατυπώσει στην προηγούμενη ανάλυση (Papadimitriou, Nikiforos, and Zezza 2013b).

### Ο προβλεπόμενος αντίκτυπος της λιτότητας

Οι αναθεωρημένες προβλέψεις μας βασίζονται στις μεταβολές των εσόδων και δαπανών της γενικής κυβέρνησης, όπως περιγράφονται στο ΔΝΤ (2013α, Πίνακας 7 σ. 51). Πιο συγκεκριμένα προϋποθέτουν μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά περίπου 8 δισ. ευρώ το 2013 σε σχέση με το 2012, εκ των οποίων 5,4 δισ. ευρώ αποτελούν μειώσεις στις



κοινωνικές παροχές, 2,7 δισ. ευρώ αποζημιώσεις των εργαζομένων και 0,6 δισ. ευρώ ενδιάμεση κατανάλωση.

Το ΔΝΤ προβλέπει επίσης πτώση των κρατικών εσόδων για το 2013 σε σχέση με το 2012: περίπου 1 δισ. ευρώ από άμεσους φόρους, 2,1 δισ. ευρώ από έμμεσους φόρους και 1,9 δισ. ευρώ από εισφορές στην κοινωνική ασφάλιση. Οι στόχοι αυτοί έχουν σχεδόν επιτευχθεί σύμφωνα με τα προκαταρκτικά στοιχεία για τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2013. Το μοντέλο μας δείχνει ότι η επίτευξη των στόχων της τριόικιας απαιτεί κάποια περαιτέρω συρρίκνωση των κρατικών δαπανών για το τελευταίο τρίμηνο του 2013, ιδίως στον τομέα των κοινωνικών παροχών. Επιπλέον, υποθέτουμε ότι ο συντελεστής άμεσης φορολόγησης, μετρούμενος ως τα ex-post φορολογικά έσοδα κατά τη διάρκεια της φορολογικής βάσης, παραμένει στα ιστορικά υψηλά επίπεδα που είχε φτάσει στο τρίτο τρίμηνο του 2013 (116% του ΑΕΠ έναντι ενός μέσου όρου 8,2% του ΑΕΠ μεταξύ 2001 και 2008), μια υπόθεση η οποία είναι δύσκολο να υλοποιηθεί, αν και τα στοιχεία σχετικά με το ταμειακό υπόλοιπο της γενικής κυβέρνησης εμφανίζουν αύξηση εσόδων (Ministry of Finance 2013b). Οι προβλέψεις μας εξαρτώνται από αυτή την υπόθεση, αλλά στην περίπτωση που δεν υλοποιηθεί ο προβλεπόμενος στόχος σχετικά με τα φορολογικά έσοδα, το δημοσιονομικό έλλειμμα θα είναι υψηλότερο από ό, τι υπολογίζεται. Για άλλη μια φορά, είναι πιθανό ότι ορισμένες από τις περικοπές στις δημόσιες δαπάνες που πραγματοποιούνται το τελευταίο μέρος του 2013 δεν θα ισχύουν το 2014, πράγμα που συνεπάγεται μεγαλύτερο δημοσιονομικό έλλειμμα και υψηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ για εκείνη τη χρονιά (2014).

Οι άλλες μας παραδοχές είναι όσο πιο ουδέτερες γίνονται. Χρησιμοποιούμε τις προβλέψεις του ΔΝΤ, που καταγράφονται στην έκθεση του World Economic Outlook, όσον αφορά την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό στις οικονομίες των εμπορικών εταίρων της Ελλάδας (βλ. Πίνακα 2). Υποθέτουμε περαιτέρω ότι (α) ο αποπληθωρισμός θα κινηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα το 2014 και ότι θα υπάρξει σταθεροποίηση των τιμών το 2015, (β) τα επιτόκια για το δημόσιο χρέος (ex-post) θα σταθεροποιηθούν στα σημερινά χαμηλά επίπεδα, (γ) το ευρώ δεν θα ανατιμηθεί έναντι του δολαρίου, και (δ) ότι η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα θα συνεχιστεί με πιο αργό ρυθμό. Η τελευταία παραδοχή μειώνει στο υπόδειγμά μας την αρνητική επίδραση στην εγχώρια

**Πίνακας 3 Ελλάδα: Προβολές του βασικού σεναρίου για τις επιπτώσεις της λιτότητας**

	2012	2013	2014	2015
Πραγματικό ΑΕΠ (ποσοστό)	-6.75	-3.90	-2.65	0.04
Δαπάνη της κυβέρνησης για αγαθά και υπηρεσίες (ποσοστό)	-4.56	-9.19	-3.52	0.37
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	8.96	13.06	2.95	3.35
Τρέχον έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ) <sup>1</sup>	6.79	4.36	3.35	3.74
Πρωτογενές πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	-1.77	-0.01	1.37	1.03
Δημόσιο χρέος (ποσοστό του ΑΕΠ) <sup>2</sup>	169.67	195.44	205.84	208.02
Εξωτερικό ισοζύγιο (ποσοστό του ΑΕΠ) <sup>3</sup>	-2.69	-2.85	-1.16	-0.28
Πραγματικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό)	-2.11	2.30	2.95	1.46
Πραγματικές εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό)	-13.76	-8.15	-6.82	-1.61
Ποσοστό ανεργίας	24.23	27.40	27.93	28.29

<sup>1</sup>Χωρίς τις μεταφορές κεφαλαίου. <sup>2</sup>Συσσωρευμένο δημόσιο έλλειμμα με βάση τις ακαθάριστες υποχρεώσεις. <sup>3</sup>Καθαρός δανεισμός/δανειοληψία

Πηγές: ΔΝΤ 2013α, ΕΕ, υπολογισμοί των συγγραφέων

ζήτηση. Τα αποτελέσματα για τους βασικούς οικονομικούς δείκτες αναφέρονται στον Πίνακα 3.

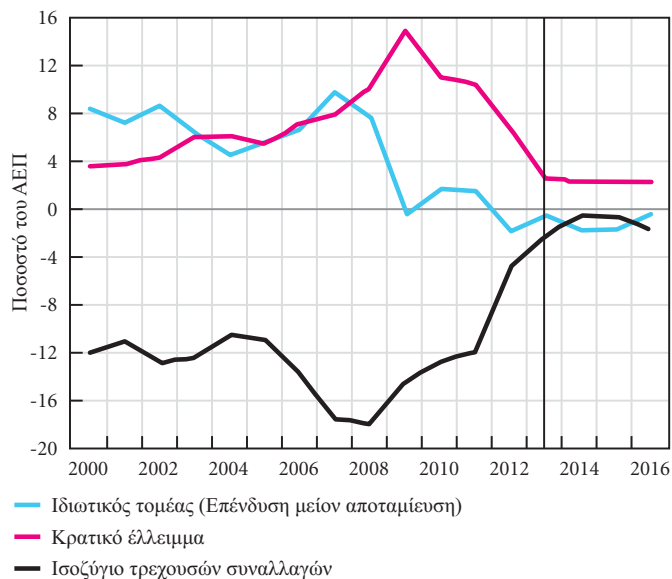
Για την επίτευξη του στόχου του ελλείμματος προς το ΑΕΠ, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να συνεχίσει να είναι συσταλτική κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Το μοντέλο μας διαπιστώνει ότι, με τον τρόπο αυτό, η κυβέρνηση θα καταφέρει να επιτύχει πρωτογενές πλεόνασμα έως το τέλος του 2013 και πως δεν είναι αναγκαίο να υπάρξουν νέα μέτρα λιτότητας το 2014. Ωστόσο, με δεδομένη τη μεγάλη πτώση κατά το δεύτερο ήμισυ του 2013, η σταθερή διατήρηση των κρατικών δαπανών σε χαμηλότερα επίπεδα

**Πίνακας 4 Ελλάδα: Προβολές για το πραγματικό ΑΕΠ, 2013–15 (ποσοστά)**

	2013	2014	2015
Τρέχουσες προβολές του Ινστιτούτου Levy	-3.9	-2.6	-0.0
Υπουργείο Οικονομικών <sup>1</sup>	-4.0	0.6	NA
ΔΝΤ <sup>2</sup>	-4.2	0.6	2.9
ΟΟΣΑ <sup>3</sup>	-3.5	-0.4	1.8
Citibank <sup>4</sup>	-3.4	-1.9	-0.4
Ernst & Young <sup>5</sup>	-4.6	-1.0	1.3
PwC <sup>6</sup>	-3.8	0.2	1.86

Πηγές: <sup>1</sup>Υπουργείο Οικονομικών 2013b. <sup>2</sup>ΔΝΤ 2013b; ΕΕ. <sup>3</sup>ΟΟΣΑ 2013. <sup>4</sup>Citi Research 2014. <sup>5</sup>Ernst & Young 2013. <sup>6</sup>PwC 2014.

**Σχήμα 8 Ελλάδα: Ισοζύγια των κύριων τομέων**



Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων

το 2014 συνεπάγεται επίσης περαιτέρω μείωση της μέσης ετήσιας δαπάνης για το 2014 σε σχέση με τον ετήσιο μέσο όρο για την προηγούμενη χρονιά.

Οι εξαγωγές, σε ονομαστικούς όρους, αναμένεται να αυξηθούν το 2013, καθώς η αύξηση των εξαγωγών τους τελευταίους μήνες αντιστάθμισε την πώση τους που έλαβε μέρος το πρώτο εξάμηνο του 2013. Όπως φαίνεται στο Σχήμα 8, η baseline πρόβλεψή μας δείχνει, σε αντιστοιχία με το σχέδιο της τρώικας, ότι το εξωτερικό ισοζύγιο θα βελτιωθεί, αποτέλεσμα της δραματικής μείωσης των εισαγωγών που οφείλεται στη συρρίκνωση της εσωτερικής ζήτησης, αλλά θα επιδεινωθεί ξανά μόλις αρχίσει να αυξάνεται το ΑΕΠ το 2015.

Η κυβέρνηση θα επιτύχει τους στόχους του ελλείμματος, αλλά θα υπάρξει θεαματική αποτυχία όσον αφορά την αποκατάσταση της απασχόλησης και της ανάπτυξης στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Στον Πίνακα 4 συγκρίνουμε τις υφιστάμενες προβλέψεις μας, που εξαρτώνται από τα σχέδια λιτότητας που αναφέρθηκαν παραπάνω, με άλλες προβλέψεις που είναι σήμερα διαθέσιμες για την ελληνική οικονομία.

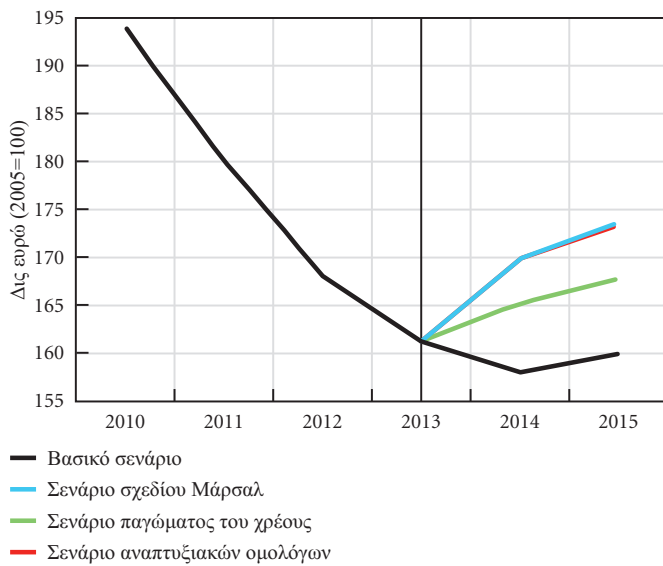
Δεδομένης της συνεχιζόμενης συρρίκνωσης της ιδιωτικής εγχώριας ζήτησης, καθώς και την ανεπαρκούς βελτίωσης των καθαρών εξαγωγών, υποστηρίζουμε, για άλλη μια φορά, ότι η καλύτερη στρατηγική για την Ελλάδα είναι ένα ευρωπαϊκό σχέδιο τύπου Μάρσαλ που θα δημιουργήσει γρήγορα θέσεις εργασίας και θα αποτρέψει τους αναπόφευκτους κινδύνους από την εφαρμογή πολιτικών που είναι αντίθετες με τις συμφωνίες της Ευρωζώνης. Ωστόσο, αν κι οι οιονοί είναι σαφείς, οι προοπτικές για μια δραματική αλλαγή στην ευρωπαϊκή πολιτική είναι δυσοίωνες, ιδιαίτερα μετά τα αποτελέσματα των γερμανικών εκλογών.

### Σενάρια πολιτικής που απαιτούν εξωτερική χρηματοδότηση

#### Ένα νέο σχέδιο Μάρσαλ

Το πρώτο εναλλακτικό σενάριο που εξετάζουμε αποτελεί μια ανανεωμένη εκδοχή της πρότασής μας για ένα σχέδιο τύπου Μάρσαλ (Papadinitriou, Nikiforos, and Zezza 2013b). Η πρόταση αυτή συνεπάγεται αύξηση της κρατικής κατανά-

**Σχήμα 9 Ελλάδα: Εναλλακτικά σενάρια για το πραγματικό ΑΕΠ**

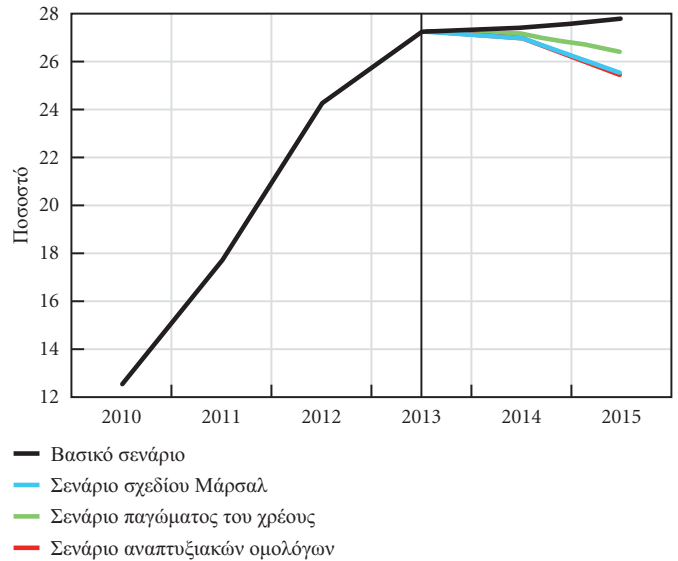


Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων

λωσης και των επενδύσεων που χρηματοδοτούνται από ειδικά κονδύλια από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ETE) ή οποιοδήποτε άλλο όργανο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το ποσό αυτής της εξωγενούς δημοσιονομικής βοήθειας—που έχει συζητηθεί σε πολλές συνόδους της Ευρωζώνης—έχει υποθετικά υπολογιστεί σε 30 δισ. ευρώ και χρησιμοποιείται αναλογικά περίπου κατά 2,5 δισ. ευρώ κάθε τρίμηνο. Αυτό θα βοηθούσε στη βελτίωση του συνολικού εξωτερικού ισοζυγίου, χωρίς αύξηση του δημόσιου ελλείμματος ή του χρέους, δεδομένου ότι τα ποσά αυτά δεν θα είναι απαιτητά.

Η επίδραση στο επίπεδο του πραγματικού ΑΕΠ αναφέρεται στο Σχήμα 9, ενώ το Σχήμα 10 δείχνει τις επιπτώσεις στα ποσοστά ανεργίας. Η αρχική επίδραση των κινήτρων αυτών θα μπορούσε να φέρει ισχυρή μεγέθυνση του ΑΕΠ, αν και η άμεση επίπτωση στην απασχόληση θα ήταν περιορισμένη, καθώς η απασχόληση τείνει να υστερεί επί της αύξησης της παραγωγής. Εκτιμούμε ότι μετά από τρία χρόνια, η συγκεκριμένη πολιτική, η οποία δεν στοχεύει απευθείας στην απασχόληση, θα δημιουργούσε περίπου 130.000 θέσεις εργασίας.

**Σχήμα 10 Ελλάδα: Εναλλακτικά σενάρια για την ανεργία**



Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων

Δεδομένου ότι το πρόγραμμα αυτό δεν απαιτεί πρόσθετες κρατικές δαπάνες, αλλά αυξάνει τα φορολογικά έσοδα καθώς αυξάνεται το εισόδημα, το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται να είναι 3 δισ. ευρώ μικρότερο το 2014, σε σχέση με αυτό του βασικού σεναρίου μας, ή 0,5% του ΑΕΠ σε σχέση με το 2,2% στο βασικό σενάριό μας. Το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών επίσης θα βελτιωθεί, αγγίζοντας το 0,5% του ΑΕΠ το 2014.

Στο πλαίσιο αυτής της πολιτικής υποθέτουμε ότι η ελληνική κυβέρνηση θα τηρήσει τις δεσμεύσεις της για την αποπληρωμή του εξωτερικού και εγχώριου χρέους, καταβάλλοντας τόκους στα ίδια επίπεδα που προβλέπει το βασικό σενάριο μας. Μέρος του σχεδίου αυτού μπορεί να εφαρμοστεί το 2014 με χρηματοδότηση από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η κυβέρνηση ανακοίνωσε πρόσφατα την έγκριση ενός προγράμματος για την αποκατάσταση του οδικού δικτύου που ανέρχεται σε περίπου 7,5 δισ. ευρώ για το επόμενο ενάμιση έτος. Αυτό το πρόγραμμα τόνωσης της οικονομίας συνάδει με την προσομοίωση του σχεδίου τύπου Μάρσαλ που προτείνουμε και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να εκτιμηθεί ο πιθανός αντίκτυπος του εν λόγω σχεδίου. Πρέπει να έχουμε κατά νου, ωστόσο, ότι η δική

μας εκτίμηση έχει υπόψη δαπάνες της τάξης των 15 δισ. ευρώ για τα επόμενα 6 τρίμηνα. Πρέπει επίσης να επισημάσουμε ότι, αν οι εργαζόμενοι οι οποίοι απασχολούνται στο πρόγραμμα απολυθούν με την ολοκλήρωση του προγράμματος, η οικονομία θα βιώσει έναν αρνητικό αντίκτυπο παρά τα οφέλη που προέκυψαν από την αύξηση των δημοσίων κεφαλαίων για το εν λόγω πρόγραμμα.

### **Πάγωμα του δημόσιου χρέους και αναστολή της αποπληρωμής των τόκων**

Δεδομένου ότι για την απαιτούμενη δράση από τα θεσμικά όργανα της ΕΕ για τη χρηματοδότηση ενός σχεδίου τύπου Μάρσαλ υπάρχει έλλειψη πολιτικής βούλησης, εξετάζουμε το σενάριο επαρκούς χρηματοδότησης για τη μείωση της ανεργίας και την αποκατάσταση της ανάπτυξης μέσω αλλαγών στον τρόπο διαχείρισης του δημόσιου χρέους. Στο πλαίσιο αυτό, κάνουμε την υπόθεση ότι «παγώνει» όλο το δημόσιο χρέος, αναστέλλονται οι πληρωμές των τόκων επί των υφιστάμενων χρεών και οι πιστωτές συμφωνούν να ανανεώσουν ληξιπρόθεσμα χρέη κατά τη διάρκεια της τριετούς (2014–16) περιόδου προσομοίωσης. Είναι, ως εκ τούτου, αναγκαίο να εκτιμηθεί το ποσό των τόκων που πρέπει να καταβάλλει ο δημόσιος τομέας σε ξένους και εγχώριους πιστωτές.

Το ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης ήταν 339,6 δισ. ευρώ το τρίτο τρίμηνο του 2013, λίγο πάνω από το 183% του ΑΕΠ.<sup>3</sup> Ένα αυξανόμενο μερίδιο αυτού του χρέους—το 80% το τρίτο τρίμηνο του 2013 ή 270 δισ. ευρώ—βρίσκεται υπό την κατοχή του εξωτερικού τομέα, κυρίως από θεσμούς της Ευρωζώνης που έχουν αναχρηματοδοτήσει το χρέος της χώρας από την έναρξη της κρίσης του δημόσιου χρέους που ξεκίνησε το 2009. Η Τράπεζα της Ελλάδος κατέχει περίπου 18 δισ. ευρώ σε τίτλους του Δημοσίου και άλλα περιουσιακά στοιχεία, που αντιπροσωπεύουν περίπου το 5%, με το υπόλοιπο να κατέχεται από τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η χώρα στο σύνολό της έχει καθαρό εξωτερικό χρέος που εκτιμάται ότι βρίσκεται γύρω στα 238 δισ. ευρώ στο τέλος του τρίτου τριμήνου του 2013, πράγμα που σημαίνει ότι ο ιδιωτικός τομέας διατηρεί μια μικρή καθαρή πιστωτική θέση—περίπου 32 δισ. ευρώ—έναντι του υπόλοιπου κόσμου.

Τα στοιχεία αυτά μας βοηθούν για να αξιολογήσουμε τη δυναμική των πραγματικών και μελλοντικών τόκων με

εναλλακτικές παραδοχές για τη διαχείριση του χρέους. Σύμφωνα με τα στοιχεία για τους τομεακούς λογαριασμούς, η χώρα στο σύνολό της κατέβαλε για τόκους το ποσό των 6,9 δισ. ευρώ το 2012 και έλαβε πληρωμές ύψους 2,6 δισ. ευρώ, ενώ η γενική κυβέρνηση κατέβαλε συνολικά 9,7 δισ. ευρώ. Οι σωρευτικοί τόκοι που καταβλήθηκαν από τη γενική κυβέρνηση μεταξύ του πρώτου τριμήνου του 2008 και του τρίτου τριμήνου του 2013 ήταν 67 δισ. ευρώ, ενώ η χώρα στο σύνολό της είχε καθαρές πληρωμές τόκων που ανέρχονταν σε 40 δισ. ευρώ. Το εκ των υστέρων τεκμαρτό επιτόκιο του δημοσίου χρέους μπορεί να εκτιμηθεί, για το 2012, στο 4%, διαιρώντας τις ετήσιες πληρωμές των τόκων δια του αποθέματος του ακαθάριστου χρέους. Ωστόσο, το Δημόσιο κατέβαλε περίπου 5,6 δισ. ευρώ τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2013 σε σχέση με 7,7 δισ. ευρώ για την αντίστοιχη περίοδο του 2012. Αυτό μας οδηγεί να υποθέσουμε, στο βασικό σενάριο μας, ότι το ποσοστό των εκ των υστέρων τόκων για το δημόσιο χρέος θα είναι χαμηλότερο από ό, τι ήταν στο παρελθόν, με την αποπληρωμή των τόκων να ανέρχεται περίπου σε 7,4 δισ. ευρώ το 2013: 6 δισ. ευρώ προς ξένους πιστωτές και το υπόλοιπο 1,4 δισ. ευρώ προς εγχώριους πιστωτές.

Για την προσομοίωση αυτού του σεναρίου, υποθέτουμε όλες οι πληρωμές τόκων από το Δημόσιο θα ανασταλούν και τα ίδια κεφάλαια θα χρησιμοποιηθούν για δημόσιες επενδύσεις και για τη στήριξη της άμεσης δημιουργίας θέσεων απασχόλησης. Υποθέτουμε περαιτέρω ότι οι πιστωτές συμφωνούν να ανανεώσουν ληξιπρόθεσμα χρέη (η βιωσιμότητα του χρέους είναι περισσότερο εξασφαλισμένη όταν έχει αποκατασταθεί η ανάπτυξη από ό, τι σε μια οικονομία που προσπαθεί να ανακάμψει μέσα από μια κατάσταση συνεχιζόμενης συστολής) και ότι η αξία των ομολόγων του δημοσίου δεν θα μειωθεί παράλογα στην αγορά, έτσι ώστε να μη υπάρξει παρά μια μικρή επίδραση στην κατανάλωση από τις αναμενόμενες απώλειες κεφαλαίου.<sup>4</sup> Η αναστολή της αποπληρωμής των τόκων στο εισόδημα των ομολογιούχων, ωστόσο καθώς τα ίδια κεφάλαια θα δαπανηθούν για δημόσιες επενδύσεις και κατανάλωση, θα παράξουν περισσότερο εισόδημα για χαμηλόμισθους ή ανέργους, συνεπώς το καθαρό αποτέλεσμα για τον ιδιωτικό τομέα θα είναι θετικό.<sup>5</sup>

Με βάση αυτές τις παραδοχές, η πολιτική του «πάγωμα-τος» της αποπληρωμής των τόκων έχει πολλές ομοιότητες με

την πολιτική του σχεδίου τύπου Μάρσαλ: οι πηγές για πρόσθετες κρατικές δαπάνες θα προέλθουν από τη μείωση των καθαρών πληρωμών για τόκους προς στο εξωτερικό—που είναι το ίδιο όπως η αύξηση των πληρωμών από το εξωτερικό—βελτιώνοντας το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Τα αποτελέσματα για την πορεία της παραγωγής απεικονίζονται στο Σχήμα 9. Σημειώστε, ωστόσο, ότι αυτή η επιλογή πολιτικής είναι λιγότερο αποτελεσματική από ό,τι το σχέδιο τύπου Μάρσαλ, καθώς περιλαμβάνει μια συνολικά μικρότερη χρηματοδότηση.

### **Η χρηματοδότηση της ανάπτυξης και της απασχόλησης με ευρωπαϊκά ομόλογα ανάπτυξης**

Τέλος, εξετάζουμε μια εναλλακτική επιλογή όπου το σχέδιο τύπου Μάρσαλ δεν είναι μια μεταφορά κεφαλαίων, αλλά ένα νέο δάνειο που διατίθενται μέσω των ευρωπαϊκών ομολόγων ανάπτυξης με πολύ χαμηλά επιτόκια, ας πούμε γύρω στο 1%. Υποθέτουμε ένα δάνειο αξίας 30 δισ. ευρώ, το οποίο θα χορηγηθεί σε τρεις ετήσιες δόσεις και θα εξοφληθεί σε 20 χρόνια. Αποδεικνύεται, σύμφωνα με την προσομοίωση μας, ότι το πρόσθετο κόστος της αποπληρωμής του δανείου είναι αρκετά μικρό ώστε η πορεία της παραγωγής και της ανεργίας δεν είναι διαφορετική, όπως δείχνουν ξεκάθαρα τα Σχήματα 9 και 10, από εκείνη του σχεδίου τύπου Μάρσαλ. Όμως, η χρηματοδότηση της ανάπτυξης και της απασχόλησης από τα ευρωπαϊκά ομόλογα ανάπτυξης αυξάνει το δημόσιο χρέος και εντείνει την εποπτεία από την τρόικα ή κάποιο άλλο ευρωπαϊκό θεσμικό όργανο και δημιουργεί μεγαλύτερη δυσκολία όσον αφορά την αναχρηματοδότηση του χρέους από τις αγορές.

### **Δημιουργία ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος για την επίλυση της ελληνικής κρίσης**

Στις επόμενες δύο επιλογές πολιτικής θα εξετάσουμε μια εναλλακτική προσέγγιση που έχει λάβει μεγάλη προσοχή στην Ελλάδα και αλλού, δηλαδή την εισαγωγή ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος, χωρίς έξοδο από την Ευρωζώνη, αλλά επιτρέποντας στη χώρα την υιοθέτηση ενός εθνικού νομίσματος για όλες τις εγχώριες συναλλαγές ώστε να χαλαρώσουν οι όροι της λιτότητας (Lordon 2013).<sup>6</sup> Η υιοθέτηση μιας τέτοιας πολιτικής δεν είναι πλήρως απαγορευμένη από τις συνθήκες της Ευρωζώνης, εκτός και αν μια

χώρα επέμενε ότι τα ομόλογα που εκδίδονται στο πλαίσιο του παράλληλου συστήματος θα αποτελούσαν το μόνο μέσο χρηματοδότησης των υφιστάμενων υποχρεώσεων σε ευρώ. Οι περισσότερες προτάσεις σχετικά με την υιοθέτηση ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος προτείνουν την αναστολή μας ή περισσότερων συνθηκών, πράγμα που μπορεί να μη θεωρείται απίθανο δεδομένου ότι οι συνθήκες έχουν παραβιαστεί αρκετές φορές στο παρελθόν, χωρίς σοβαρές συνέπειες για την επιβίωση του ευρώ.<sup>7</sup>

Η (προσωρινή) καθιέρωση ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος (νόμισμα) έχει προταθεί από άτομα που πιστεύουν ότι η έξοδος από το ευρώ, αν δεν είναι καλά συντονισμένη, θα προκαλέσει μια μεγάλη χρηματοοικονομική κρίση στην Ευρωζώνη και στο υπόλοιπο κόσμο.<sup>8</sup> Το επιχείρημα αυτό στηρίζεται στην ιδέα ότι αν η έξοδος από το ευρώ είναι αποτέλεσμα δημοκρατικής κοινοβουλευτικής διαβούλευσης, οι καταθέτες θα μεταβιάσουν εγκαίρως τα κεφάλαια τους στο εξωτερικό—Γερμανία—δημιουργώντας μια εγχώρια οικονομική κρίση και άνιση αναδιανομή του εισοδήματος και του πλούτου. Επιπλέον, ακόμη και αν ήταν εφικτό να επιτευχθεί η έξοδος κατά τη διάρκεια του Σαββατοκύριακου, αποφεύγοντας έτσι το φαινόμενο των τραπεζικών επιδρομών στην Ελλάδα, υπάρχει το ενδεχόμενο να ξεσπούσε φαινόμενο κερδοσκοπίας εις βάρος άλλων μεγαλύτερων χωρών όπως η Πορτογαλία, η Ισπανία ή η Ιταλία, στο πλαίσιο της προσδοκίας ότι και άλλες χώρες μπορεί να αποφάσιζαν να αποχωρήσουν από το ευρώ, προκαλώντας μια πολύ μεγαλύτερη χρηματοοικονομική κρίση και οδηγώντας την Ευρωζώνη σε πλήρη κατάρρευση.

Μια πρόσφατη παρέμβαση γύρω από την ιδέα του παράλληλου νομίσματος για την Ελλάδα είναι αυτή των Richter, Abadi, and de Arce Borda (2013). Οι συγγραφείς τονίζουν ότι η εισαγωγή ενός παράλληλου νομίσματος θα είναι μια προσωρινή πολιτική, που αποσκοπεί στην επίτευξη της επιστροφής στο ευρώ μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Μία από τις βασικές παραδοχές για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι ότι τα υπάρχοντα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, όπως οι τραπεζικές καταθέσεις, δεν θα επανεκφραστούν στο νέο νόμισμα. Η διαχείριση του νέου νομίσματος θα γίνεται από την Τράπεζα της Ελλάδος—με τη σύμφωνη γνώμη της ΕΚΤ—η οποία θα πρέπει να θέσει συγκεκριμένο επίπεδο υποτίμη-

σης έναντι του ευρώ κατά τη διάρκεια ενός διετούς χρονικού ορίζοντα και να το κάνει αξιόπιστο με την προσφορά προθεσμιικών συμβολαίων για την ανταλλαγή του νέου νομίσματος σε ευρώ στο πλαίσιο του επιπέδου ισοτιμίας που έθεσε. Οι συγγραφείς δεν προτείνουν περαιτέρω αλλαγές στην χάραξη της οικονομικής πολιτικής και βασίζονται στην υποτίμηση του νέου νομίσματος—και στις επιπτώσεις της στις εμπορικές συναλλαγές—για την ανάκτηση της ανάπτυξης. Προτείνουν μια υποτίμηση της τάξης του 50% προκειμένου να υπάρξουν σημαντικές επιπτώσεις, με βάση τα αποτελέσματα ενός οικονομομετρικού μοντέλου.

Μια άλλη πρόταση που προσέκλυσε ιδιαίτερη προσοχή ήταν αυτή του Thomas Mayer της Deutsche Bank (Mayer 2012a),<sup>9</sup> ο οποίος πρότεινε την εισαγωγή κρατικών εγγεγραμμένων σημειωμάτων οφειλής (IOUs) για τη διευθέτηση του χρέους μεταξύ της κυβέρνησης και των πιστωτών της, με τα εν λόγω σημειώματα οφειλής να κυκλοφορούν σε ένα τοπικό νόμισμα. Οι Charles Goodhart και Dimitrios Tsomocos (2010) έχουν επίσης προτείνει κρατικά IOUs ως τρόπο για την εισαγωγή ενός παράλληλου νομίσματος. Ένα «δημοσιονομικό νόμισμα» επίσης υποστηρίζεται από τους Bruno Theret και Wojtek Kalinowski (2012), οι οποίοι προτείνουν ισοτιμία με το ευρώ ώστε να γίνει πιο εύκολα αποδεκτό το νέο νόμισμα. Οι Raoul Ruparel και Mats Persson (2012) αναφέρονται στο ενδεχόμενο ενός παράλληλου νομίσματος σε συνδυασμό με έξοδο από το ευρώ, και καθώς πιστεύουν ότι θα απαιτηθεί ευρωπαϊκή στήριξη προς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, δεν θεωρούν πιθανό αυτό το αποτέλεσμα. Ο Robert Parentau (2013) προτείνει ένα σύστημα χρηματοδότησης που βασίζεται σε «φορολογικά σημειώματα εν αναμονή», αποφεύγοντας τη λέξη νόμισμα.

Οι Biagio Bossone και Abdourahmane Sarr (2011) προτείνουν τη δημιουργία ενός παράλληλου νομίσματος με την αλλαγή της ισοτιμίας μεταξύ των τραπεζικών καταθέσεων και του ευρώ, προχωρώντας έτσι σε υποτίμηση των ρευστών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών που τώρα αποτιμώνται ευρώ, μια πρόταση που, κατά την άποψή μας, θα επιδεινώσει την ύφεση βραχυπρόθεσμα ενώ θα περιμένουμε να δούμε τα οφέλη από την υποτίμηση. Οι αναλύσεις από τα ερευνητικά κέντρα των ιδιωτικών τραπεζών τείνουν να υπεργονίζονται τα προβλήματα που συνδέονται με οποιαδήποτε αλλαγή στις τρέχουσες ρυθμίσεις της Ευρωζώνης. Αυτή είναι η περίπτωση με τον William Porter

(2010), ο οποίος αναφέρει σε έκθεση της Credit Suisse ότι «το μέλος της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης που θα προσπαθούσε να επανεκφράσει [τις υποχρεώσεις του] σε νέο νόμισμα θα προκαλούσε απαγορευτική ζημιά στον εαυτό του και σε άλλα μέλη».

Κάποιες πολύ συντηρητικές και μη εμπνευσμένες προτάσεις, όπως του Philipp Bagus (2011), αναφέρονται στην εισαγωγή ενός παράλληλου νομίσματος ως ένα λιγότερο επίπονο βήμα προς το τέλος του ευρώ, αλλά εξακολουθούν να υποστηρίζουν τις πολιτικές της λιτότητας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων κάτω από το νέο καθεστώς.

Ο Feldstein προέβλεψε σωστά τις συνέπειες της λιτότητας σε άρθρο του στους Financial Times το 2010, και πρότεινε μια προσωρινή έξοδο της Ελλάδας από το ευρώ. Η άποψή του ότι οι υφιστάμενες υποχρεώσεις θα πρέπει να παραμείνουν σε ευρώ δεν είναι, κατά την άποψή μας, πρακτική, καθώς θα οδηγούσε τα νοικοκυριά και άλλα θεσμικά όργανα με χρέος εκπεφρασμένο σε ευρώ σε χρεοκοπία και χωρίς πρόσβαση σε εισπράξεις σε ευρώ (Papadimitriou 2010).

Οι Pedro Schwartz, Francisco Cabrillo, and Juan E. Castaneda (2013) επίσης θεωρούν ότι η καθιέρωση ενός παράλληλου νομίσματος, που στη δική τους πρόταση θα πρέπει να έχει ελεύθερη ισοτιμία έναντι του ευρώ, είναι μια πολιτική επιλογή που θα επέτρεπε στην Ελλάδα να επανταχθεί στην ευρωζώνη μετά το τέλος της ύφεσης, χωρίς να προκαλέσει στις χρηματοπιστωτικές αγορές τις αναταραχές που θα είχε μια πλήρη έξοδο της χώρας από τις συμφωνίες του ευρώ.

Τέλος, μια καλά ισορροπημένη πρόταση είναι αυτή του Antonin Rusek (2012). Κατά την άποψή του, το νέο νόμισμα θα πρέπει να κυκλοφορεί μόνο στην εγχώρια αγορά. Θα μπορούσε να εισαχθεί με την επανέκφραση ενός μέρους των υφιστάμενων τραπεζικών καταθέσεων, καθώς και τις πληρωμές του Δημοσίου, στο νέο νόμισμα. Όλες οι συμβάσεις που συνάπτονται μεταξύ δύο κατοίκων θα πρέπει να περιέχουν ένα ελάχιστο μερίδιο που θα εξυπηρετείται στο νέο νόμισμα και οι φόροι θα πρέπει να συλλέγονται τόσο σε ευρώ όσο και στο νέο νόμισμα, ενώ όλες οι πληρωμές προς μη κατοίκους και από μη κατοίκους θα παραμείνουν στο ευρώ. Η γενική κυβέρνηση θα πρέπει να ισορροπήσει τον ισολογισμό της σε ευρώ, αλλά θα μπορούσε να έχει έλλειμμα στο νέο νόμισμα.

Όλες οι προτάσεις που συνοψίζονται παραπάνω διαφέρουν μεταξύ τους και δεν υπάρχει συναίνεση όσον αφορά την «καλύτερη πολιτική». Θα επιχειρήσουμε μια σύνθεση, εστιάζοντας σε μερικά βασικά ζητήματα.<sup>10</sup>

1. *Θα πρέπει να είναι το νέο νόμισμα ελεύθερα μετατρέψιμο σε ευρώ; Πλεονεκτήματα:* ένα μετατρέψιμο νόμισμα είναι πιο αξιόπιστο και ως εκ τούτου η ζήτηση για το νέο νόμισμα αναμένεται να σταθεροποιηθεί.

*Μειονεκτήματα:* η μετατρεψιμότητα μπορεί να οδηγήσει σε φυγή κεφαλαίων και στην αναποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής υπό το καθεστώς του νέου νομίσματος.

2. *Με τι μέτρα πρέπει να υποστηρίζεται το νέο νόμισμα; Με αποθεματικά χρυσού ή/και διεθνών νομισμάτων.* Μερικοί συγγραφείς έχουν προτείνει αυτή την δυνατότητα, η οποία φυσικά συνοδεύεται με την πλήρη μετατρεψιμότητα του νομίσματος που θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη στο νέο νόμισμα. Από την άλλη πλευρά, κατά την άποψή μας, η προσέγγιση αυτή θα μπορούσε να περιορίσει τις ενέργειες της Κεντρικής Τράπεζας και να αποτρέψει την κυβέρνηση από την εφαρμογή επεκτατικών πολιτικών. Τέλος, η επιλογή αυτή δεν είναι ευλογοφανής δεδομένου του μεγέθους της τρέχουσας καθαρής θέσης του ενεργητικού στην Ελλάδα.

*Από τα μελλοντικά έσοδα του ευρώ από τον τουρισμό και το εξωτερικό εμπόριο.* Μερικοί συγγραφείς προτείνουν τη μετατρεψιμότητα σε ευρώ ή τη μετατρεψιμότητα στο πλαίσιο μίας μελλοντικής ημερομηνίας με βάση τις αναμενόμενες εισπράξεις από το εμπόριο σε ευρώ, κυρίως από τον τουρισμό. Θεωρούμε ότι αυτή η επιλογή θα περιοριζε και πάλι το δημοσιονομικό περιθώριο για κρατική δράση.

*Με φορολογικά έσοδα.* Σε αυτή την περίπτωση, το κράτος εκδίδει το νέο νόμισμα (ή «δημοσιονομικά πιστοποιητικά») σε συντονισμό με την Κεντρική Τράπεζα, γεγονός που καθιστά σαφές ότι θα αποδεχθεί πλήρως το νόμισμα για την καταβολή φόρων. Όταν οι φόροι καθίστανται ληξιπρόθεσμοι, τα Δημόσια μπορεί να ικανοποιήσει τις ανάγκες του για

ρευστότητα με την έκδοση νέων IOUs. Αυτή η επιλογή θα είναι πιθανόν πιο αποτελεσματική αν τα κρατικά IOUs δεν είναι μετατρέψιμα σε ευρώ (αν και το ευρώ θα πρέπει να είναι μετατρέψιμο σε IOUs του νέου νομίσματος, σε περίπτωση που χρειαστεί).

*Ως καθαρά παραστατικό χρήμα (fiat money).* Κανείς συγγραφέας δεν προτείνει αυτή την προσέγγιση, η οποία συνεπάγεται ισχυρή εμπιστοσύνη στην ικανότητα του νέου νομίσματος να λειτουργήσει ως μέσο αποθήκευσης αξίας, δηλαδή να μην υπόκειται σε υποτιμήσεις. Για πρακτικούς λόγους, αν η κυβέρνηση είναι διατεθειμένη να δεχθεί το νόμισμα για την καταβολή φόρων, η πρόταση αυτή δεν διαφέρει από την προηγούμενη, αλλά θα επιτρέψει στις τράπεζες να χορηγούν δάνεια στο νέο νόμισμα ενώ με το προηγούμενο καθεστώς το νόμισμα είναι αποκλειστικά ευθύνη της κυβέρνησης.

3. *Ποια θα είναι η ποσότητα κυκλοφορίας του νέου νομίσματος;*

Μόνο κάποιος από τους συγγραφείς αντιμετωπίζουν άμεσα αυτό το ζήτημα—και το κατάλληλο ποσό θα εξαρτηθεί από το σημείο (2) παραπάνω. Αν διατηρηθεί η μετατρεψιμότητα με το ευρώ, το ανώτατο ύψος του νέου νομίσματος θα πρέπει να καθορίζεται από το επίπεδο της ισοτιμίας ή ως ποσοστό της αξίας των αποθεματικών σε ευρώ. Για τα «δημοσιονομικά σημειώματα», μια απλή λύση θα ήταν η αποπληρωμή των υφιστάμενων υποχρεώσεων του Δημοσίου προς τους κατοίκους σε ομόλογα με νέο νόμισμα και, ως εκ τούτου, το ύψος των ομολόγων σε νέο νόμισμα που θα εκδοθεί να είναι ίσο με το υπάρχον χρέος του κράτους προς τον ιδιωτικό τομέα. Μια πιο επεκτατική πολιτική θα καθορίσει την επιθυμητή ποσότητα του νέου νομίσματος σε κυκλοφορία ως μέσο για την επίτευξη του επιθυμητού επιπέδου απασχόλησης με στοχευμένο πληθωρισμό.

4. *Ποιες συναλλαγές θα πρέπει να εκφράζονται στο νέο νόμισμα;*

Οι περισσότερες από τις προτάσεις στη βιβλιογραφία υπονοούν ότι όλες οι συναλλαγές ανάμεσα στους πολί-

τες της χώρας θα εκφράζονται στο νέο νόμισμα. Οι συναλλαγές αυτές περιλαμβάνουν τους μισθούς και τις τιμές για τα εγχώρια προϊόντα. Τα ξένα προϊόντα θα πρέπει να αγοράζονται σε ευρώ και να πωλούνται στην εγχώρια αγορά είτε σε ευρώ είτε στο νέο νόμισμα. Μερικοί από τους συγγραφείς προτείνουν την καταβολή των μισθών και στα δύο νομίσματα, είτε με την θέσπιση ενός σταθερού μεριδίου είτε με τους φορείς να διαμορφώνουν τις δικές τους ατομικές συμφωνίες.

5. *Θα μετατρέπονται τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που κατέχονται από κατοίκους του εσωτερικού στο νέο νόμισμα;*

Οι συγγραφείς έχουν πολύ διαφορετικές απόψεις γύρω από αυτό το θέμα, που κυμαίνονται από τη μη μετατροπή, έτσι ώστε όλες οι τραπεζικές καταθέσεις (αλλά και τα στεγαστικά δάνεια) θα παραμείνουν σε ευρώ, στην πλήρη μετατροπή και σε μια μικτή λύση. Είναι σαφές ότι εάν οι χρεωστικές υποχρεώσεις παραμείνουν σε ευρώ όταν ο οφειλέτης δεν έχει πρόσβαση σε έσοδα εκφρασμένα σε ευρώ, μια υποτίμηση του νέου νομίσματος έναντι του ευρώ θα οδηγούσε σε χρεοκοπία του ιδιωτικού τομέα. Η μεταφορά όλων των τραπεζικών καταθέσεων του ευρώ στο νέο νόμισμα συνεπάγεται απώλεια της αγοραστικής δύναμης για ξένα προϊόντα, αλλά μικρή επίδραση της αγοραστικής δύναμης για τα εγχώρια προϊόντα εφόσον οι τιμές διατηρούνται υπό έλεγχο.

6. *Θα μετατραπεί το εξωτερικό χρέος στο νέο νόμισμα;* Είναι στη εξουσία του κυρίαρχου κράτους να αλλάξει το νόμισμα στο οποίο εκφράζονται οι συμβάσεις που έχουν υπογραφεί σύμφωνα με το δίκαιο της εκδίδουσας χώρας, ακόμη και όταν αφορούν ξένους πιστωτές. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος του εξωτερικού χρέους της Ελλάδας έχει εκδοθεί σύμφωνα με το βρετανικό δίκαιο και όποια προσπάθεια για μετατροπή θα φέρει στην επιφάνεια σύνθετα νομικά προβλήματα. Μια μετατροπή θα απαιτούσε μια διεθνή συμφωνία προκειμένου να αποφευχθεί μια πλήρης χρεοκοπία στο υφιστάμενο εξωτερικό χρέος.

Κατά την άποψή μας, μια πολιτική που βασίζεται σε ένα παράλληλο χρηματοπιστωτικό σύστημα (νόμισμα) θα πρέπει να στοχεύει στην επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας το συντομότερο δυνατόν, χωρίς έξοδο από το ευρώ. Δεδομένης της τρέχουσας μακροοικονομικής κατάστασης της χώρας, και ιδίως της πρωτοφανούς ανεργίας, η δημιουργία θέσεων εργασίας και η στήριξη της ζήτησης για τις εγχώριες επιχειρήσεις θα πρέπει να έχει πρωτεύουσα σημασία, όχι η αξιοπιστία του νέου νομίσματος. Ως τούτου, δεν τασσόμαστε υπέρ της πρόδοσης του νέου νομίσματος είτε σε διεθνή αποθεματικά είτε σε μια μελλοντική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ. Επιπλέον, πιστεύουμε ότι, δεδομένου του μεγέθους και της σημασίας των εξαγωγών για την ελληνική οικονομία, οι λύσεις που βασίζονται απλά σε ένα υποτιμημένο νόμισμα για την αποκατάσταση της ανάπτυξης και της απασχόλησης μπορεί να αποδειχθούν αναποτελεσματικές στο βραχυχρόνιο διάστημα και δεν θα αντιστρέψουν την τρέχουσα διαδικασία της καταστροφής του φυσικού και του ανθρώπινου κεφαλαίου.

Στην επόμενη επιλογή πολιτικής, ερευνούμε τις επιπτώσεις της εισαγωγής ενός νέου παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος με την αποπληρωμή των υφιστάμενων υποχρεώσεων του Δημοσίου προς τον ιδιωτικό τομέα,<sup>11</sup> ενώ σε μια άλλη επιλογή πολιτικής θα διερευνήσουμε τις συνέπειες από τη χρήση της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής στο νέο χρηματοπιστωτικό σύστημα για την εφαρμογή ενός προγράμματος άμεσης δημιουργίας θέσεων εργασίας για την επίτευξη της πλήρους απασχόλησης. Αλλά πριν στραφούμε προς τις νέες προσεγγίσεις πολιτικής, θα πρέπει να αξιολογήσουμε την εύλογη επίπτωση της αύξησης της ανταγωνιστικότητας στο ισοζύγιο του ελληνικού εμπορίου και την αποτελεσματικότητα της υποτίμησης ενός παράλληλου νομίσματος για την τόνωση των καθαρών εξαγωγών.

#### **Αποτελεί λύση ένα υποτιμημένο νόμισμα στα προβλήματα που αντιμετωπίζει η Ελλάδα;**

Η προηγούμενη ανάλυση έδειξε ότι, χωρίς μια μεγάλη αλλαγή της δημοσιονομικής πολιτικής, η καθοδική τάση της παραγωγής και της απασχόλησης στην Ελλάδα θα συνεχιστεί, ενώ η εγκατάλειψη του προγράμματος λιτότητας θα προσφέρει κάποια ανακούφιση, αλλά με πολύ αργούς ρυθμούς. Μια μετρίου μεγέθους αύξηση στις κρατικές



δαπάνες θα συμβάλει στη δημιουργία θέσεων εργασίας, αλλά με ανεπαρκή ρυθμό, δεδομένου του υπερβολικά μεγάλου αριθμού ανθρώπων που ψάχνουν σήμερα για δουλειά (1.388 εκατομμύρια από τον Οκτώβριο του 2013). Με τον τρέχοντα ρυθμό της καθαρής δημιουργίας θέσεων εργασίας, η υλοποίηση ενός υποτιθέμενου επιπέδου πλήρους απασχόλησης θα πάρει περίπου δεκαπέντε χρόνια (Papadimitriou 2013a).

Ορισμένες από τις προτάσεις που εξετάζονται παραπάνω υιοθετούν την εισαγωγή ενός νέου, παράλληλου νομίσματος, αλλά προτείνουν τη συνέχιση των μέτρων λιτότητας για τη μείωση του δημοσίου ελλείμματος και του χρέους. Η κύρια ιδέα πίσω από αυτές τις προτάσεις είναι, συνεπώς, ότι η Ελλάδα θα πρέπει να αποκαταστήσει την εξωτερική της ανταγωνιστικότητα μέσω της θέσπισης ενός νέου νομίσματος—ας το ονομάσουμε δραχμή—το οποίο θα μειώσει την τιμή του ευρώ για τις ελληνικές εξαγωγές ενώ θα αυξήσει τις τιμές των εισαγωγών σε δραχμές, τονώνοντας έτσι την οικονομία τόσο μέσω της αύξησης των πωλήσεων στο εξωτερικό όσο και με την υποκατάσταση των εισαγωγών στην εγχώρια αγορά. Ο αντίκτυπος αυτών των επιπτώσεων θα εξαρτηθεί από την ελαστικότητα των τιμών του ελληνικού εμπορίου, η οποία θα πρέπει, συνεπώς, να ερευνηθεί προσεκτικά.

Η αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας είναι επίσης ένας από τους κύριους στόχους του προγράμματος της τριόικας, η οποία όμως έχει ως στόχο την επίτευξη αυτού του αποτελέσματος μέσω της «εσωτερικής υποτίμησης», δηλαδή τη μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, και ελπίζοντας ότι οι χαμηλότεροι μισθοί συνεπάγονται χαμηλότερες τιμές για τα ελληνικά προϊόντα και αύξηση της εξωτερικής ανταγωνιστικότητας. Μέχρι στιγμής, η σημαντική μείωση των μισθών που έχει προκληθεί δεν έχει οδηγήσει σε ανάλογη μείωση των τιμών και, ως εκ τούτου, έχει μόνο προκαλέσει αύξηση του περιθωρίου κέρδους. Επιπλέον, καθώς όλα αυτά δεν συνεπάγονται υψηλότερες επενδυτικές δαπάνες, το καθαρό αποτέλεσμα αυτών των εξελίξεων στην ελληνική οικονομία ήταν να συμβάλουν στη μαζική πώση της εγχώριας ζήτησης.

Στην μακροοικονομική ανάλυση που διεξάγουμε, δεν εμφανίζονται σημαντικές επιπτώσεις στις τιμές για το ελληνικό εμπόριο. Μετά την υιοθέτηση του βελτιωμένου μέτρου μας για την εξωτερική ζήτηση προς τις ελληνικές εξαγωγές,

εκτιμούμε ότι η ελαστικότητα της τιμής των εξαγωγών αγαθών είναι στο 0,5, πράγμα που σημαίνει ότι μια μείωση της τάξης του 1% στις τιμές των εξαγωγών συνεπάγεται αύξηση των εξαγωγών αγαθών κατά 0,5. Η εκτίμησή μας για την ελαστικότητα των εισαγωγών αγαθών είναι λίγο μεγαλύτερη, στο 0,6, και ως εκ τούτου η συνθήκη Marshall-Lerner<sup>12</sup> μόλις που εκπληρώνεται: η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των τιμών συνεπάγεται μόνο μια μικρή βελτίωση στην αξία του εμπορίου των αγαθών. Η ελαστικότητα των τιμών για τις συναλλαγές στον τομέα των υπηρεσιών είναι επίσης χαμηλή ή δύσκολη να καθοριστεί, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας.

Αν οι εκτιμήσεις μας είναι σωστές, αυτό που υπονοούν, πρώτα απ' όλα, είναι ότι ακόμη και αν η εσωτερική υποτίμηση πετύχει στη μείωση τιμών στις εξαγωγές, οι επιπτώσεις της στις εμπορικές επιδόσεις δεν επαρκούν για την οικονομική ανάκαμψη της Ελλάδας. Επιπλέον, η εισαγωγή ενός παράλληλου νομίσματος—ή η έξοδος από το ευρώ—σε συνδυασμό με τη συνεχιζόμενη σφιχτή δημοσιονομική πολιτική επίσης δεν επαρκούν για την ανάκαμψη της οικονομίας.

Το συμπέρασμα μας είναι ότι, από την μέχρι τώρα εμπειρία, η σχέση μεταξύ της ανταγωνιστικότητας τιμών και ελληνικών εξαγωγών είναι πολύ αδύναμη. Η Ελλάδα έχει καταφέρει να αυξήσει τις εξαγωγές της κατά τη διάρκεια της ύφεσης σε χώρες εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, παρά τη σχετικά ισχυρή αξία του ευρώ. Οι πολιτικές που αποσκοπούν στη δημιουργία της εξαγωγικής ανάπτυξης μέσω ανταγωνιστικών τιμών είναι μάλλον απίθανο να πετύχουν.

### **Η εισαγωγή ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος μέσω κρατικών ομολόγων**

Με βάση τα παραπάνω, η εισαγωγή ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα δεν θα πρέπει να αποσκοπεί κατά κύριο λόγο στην αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας των τιμών, αλλά (α) στην αποκατάσταση της ρευστότητας στην εγχώρια αγορά, επιτρέποντας εκ νέου την κανονική λειτουργία των κερδοφόρων επιχειρήσεων και την αναζωογόνηση των επενδύσεων, και (β) στην παροχή ρευστότητας για επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, χωρίς έξοδο από το ευρώ, και τη διατήρηση των υφιστάμενων συμφωνιών για το ελληνικό δημόσιο χρέος. Αυτές οι οικονομικές ρυθμίσεις είναι γνωστά όργανα στα

**Πίνακας 5 Ελλάδα: Υποχρεώσεις της κυβέρνησης προς τον εσωτερικό ιδιωτικό τομέα (εκατομ- ευρώ)**

Τομέας	Βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα	Μακροπρόθεσμα χρεόγραφα	Βραχυπρόθεσμα δάνεια	Μακροπρόθεσμα δάνεια	Σύνολο
Νοικοκυριά	2.021	129			2.150
Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	780	268		163	1.211
Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	7.280	11.200	159	14.021	32.660
<b>Σύνολο*</b>	<b>13.188</b>	<b>16.889</b>	<b>159</b>	<b>14.184</b>	<b>44.420</b>

\*Οι στήλες δεν αθροίζουν στο Σύνολο, διότι δεν συμπεριλαμβάνονται οι υποχρεώσεις της κυβέρνησης προς άλλους δημόσιους οργανισμούς.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τριμηνιαίο Χρηματοπιστωτικό Λογαριασμοί

δημόσια οικονομικά και έχουν χρησιμοποιηθεί από τις κυβερνήσεις των ΗΠΑ, με πιο πρόσφατο παράδειγμα την Καλιφόρνια. Ομοίως, όπως περιγράφεται σε έκθεση της UBS, είχαν χρησιμοποιηθεί από την ελληνική κυβέρνηση το 2010, στο ποσό των 5,5 δισ. ευρώ με μηδενικό τοκομερίδιο, τα γνωστά «pharma-bonds» για να ρυθμιστούν οι ληξιπρόθεσμες οφειλές προς τη φαρμακευτική βιομηχανία, η οποία απειλούσε να σταματήσει την πώληση φαρμάκων στη χώρα εάν δεν καταβάλλονταν τα χρωστούμενα. Μάλιστα τα εν λόγω ομόλογα είχαν όλα τα χαρακτηριστικά κανονικών ομολόγων, καθώς ήταν και διαπραγματεύσιμα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ενώ είχαν και ίδιους όρους με το υπόλοιπο ελληνικό χρέος. Για πολλούς οικονομολόγους αυτά τα ομόλογα ήταν ισοδύναμα του χρήματος σε ρευστό δεδομένου ότι μπορούσαν να κατατεθούν στην τράπεζα, η οποία μπορούσε στη συνέχεια να τα διαθέσει ως εγγύηση για μετρητά (Weisenthal 2012).

Το νέο οικονομικό σύστημα θα συνεπάγεται την έκδοση κρατικών ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου (χωρίς πληρωμή τόκων), διαρκών (χωρίς αποπληρωμή του κεφαλαίου, μη εξαργυρώσιμα που έτσι δεν θα αυξάνουν το χρέος) και τα οποία θα είναι μεταβιβάσιμα. Τα ομόλογα αυτά θα μπορούν να κατατεθούν ηλεκτρονικά σε τραπεζικούς λογαριασμούς επιχειρήσεων και ιδιωτών μέσα από ένα εξελιγμένο και ασφαλές σύστημα ή να δοθούν ως πιστοποιητικά σε μικρές και μεγάλες ονομαστικές αξίες για να διευκολυνθεί η χρήση τους σε μικρές και μεγάλες συναλλαγές με αρχική ονομαστική συναλλαγματική ισοτι-

μία έναντι του ευρώ ίση με ένα. Τα ομόλογα αυτά θα υποστηρίζονται από τα φορολογικά έσοδα, υπό την έννοια ότι, ενώ η κυβέρνηση θα τα χρησιμοποιήσει για να εξοφλήσει το χρέος μεταξύ αυτής και των πιστωτών της, θα γίνονται δεκτά *pari passu* (με ίδιους όρους) σε διακανονισμούς των φορολογικών υποχρεώσεων του ιδιωτικού τομέα. Πράγματι, θα πρέπει να περιμένει κανείς την κυβέρνηση να απαιτήσει ότι ένα συγκεκριμένο μερίδιο των μελλοντικών φορολογικών πληρωμών θα γίνεται με αυτά τα ομόλογα προκειμένου να δημιουργηθεί ζήτηση και εμπιστοσύνη για το νέο παράλληλο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Τα νέα ομόλογα—τα οποία μπορούμε να αποκαλέσουμε *Geuro*—θα πρέπει να είναι μετατρέψιμα μόνο προς μία κατεύθυνση, από ευρώ σε *Geuro* για να αποφευχθούν κερδοσκοπικές επιθέσεις και να περιοριστεί η χρήση τους μόνο στις εγχώριες αγορές, όπως και για να μειωθεί η πιθανότητα μεταφορών καταθέσεων σε ευρώ εκτός της χώρας. Σε αυτό το σενάριο, το *Geuro* θα είναι μια νέα μορφή ρευστής κρατικής υποχρέωσης<sup>13</sup> και, καθώς το ευρώ θα παραμείνει σε κυκλοφορία, οι υφιστάμενες συμβάσεις στον ιδιωτικό τομέα δεν θα χρειαστεί να εκφράζονται σε *Geuro* παρόλο που οι επιχειρήσεις και οι εργαζόμενοι μπορεί να συμφωνήσουν μεταξύ τους για το αν θα στρέψουν μέρος ή το σύνολο των μισθών τους στο *Geuro*. Δεδομένου ότι το *Geuro* δεν θα είναι μετατρέψιμο, όλες οι συναλλαγές εξωτερικού εμπορίου θα εξακολουθούν να απαιτούν ευρώ και, συνεπώς, ο αντίκτυπος στις εισαγωγές από την αύξηση των εισοδημάτων εκφρασμένα σε *Geuro* θα περιοριστεί εφόσον

**Πίνακας 6 Ελλάδα: Βασικό και εναλλακτικά σενάρια**

	2014	2015	2016
<b>Βασικό</b>			
ΑΕΠ (δισ ευρώ)	174.8	177.6	181.7
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης	-3.9	-4.2	-4.0
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ποσοστό του ΑΕΠ)	2.4	1.9	-0.1
<b>Σενάριο Geuro</b>			
ΑΕΠ (δισ ευρώ/Geuro)	174.8	178.1	182.3
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης	-3.3	-3.5	-3.2
Σε ευρώ (ποσοστό του ΑΕΠ)	4.6	4.5	4.6
Σε Geuro (ποσοστό του ΑΕΠ)	-7.9	-7.9	-7.8
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	2.4	1.3	-0.9
<b>Σενάριο ELR</b>			
ΑΕΠ (δισ ευρώ/Geuro)	188.0	193.3	198.5
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης	-11.2	-10.4	-9.5
Σε ευρώ (ποσοστό του ΑΕΠ)	3.3	4.0	4.7
Σε Geuro (ποσοστό του ΑΕΠ)	-14.4	-14.4	-14.2
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	-0.2	-4.1	-7.4
<b>Σενάριο ELR συν πάγωμα του χρέους</b>			
ΑΕΠ (δισ ευρώ/Geuro)	188.0	193.3	198.5
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης	-5.7	-4.8	-3.7
Σε ευρώ (ποσοστό του ΑΕΠ)	8.7	9.6	10.5
Σε Geuro (ποσοστό του ΑΕΠ)	-14.4	-14.4	-14.2
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	5.2	1.5	-1.6

Πηγή: υπολογισμοί των συγγραφέων

το Geuro και το ευρώ συνεχίσουν να χρησιμοποιούνται για τις εγχώριες και ξένες συναλλαγές, αντίστοιχα, οπότε δεν θα θεωρούνται τέλεια υποκατάστατα.<sup>14</sup>

Στο τρέχον σενάριο, η εισαγωγή του Geuro δεν συνδέεται με μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, την οποία θα καλύψουμε στο επόμενο σενάριο. Αντ' αυτού, υποθέτουμε ότι η κυβέρνηση εισάγει το Geuro προκειμένου (α) να καλύψει το χρέος προς τον εγχώριο τομέα, (β) να καταβάλει τα επιδόματα ανεργίας και (γ) να καλύψει ένα μέρος των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων. Την ίδια στιγμή, η κυβέρνηση θα ανακοινώσει ότι, αρχής γενομένης από το επόμενο οικονομικό έτος, ένα ποσοστό του μεριδίου των προσωπικών φόρων και των κοινωνικών εισφορών θα καταβάλλεται σε Geuro.

Η διεξαγωγή προσομοιώσεων με τη χρησιμοποίηση του μακροοικονομικού υποδείγματος του Ινστιτούτου

Levy για τον αντίκτυπο που θα έχει ένα παράλληλο νόμισμα στην απόδοση της οικονομίας με βάση την αύξηση του ΑΕΠ, στο έλλειμμα ή το πλεόνασμα του δημοσίου τομέα και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών απαιτεί μια σειρά από υποθέσεις που δεν μπορούν να εξεταστούν με βάση την ιστορική εμπειρία, καθώς το σενάριο του παράλληλου νομίσματος δημιουργείται de novo. Μια πιθανή στρατηγική θα μπορούσε να είναι η αναπαραγωγή των υφιστάμενων σχέσεων συμπεριφοράς κάτω από το καθεστώς του ευρώ στο Geuro. Για παράδειγμα, στο πλαίσιο αυτής της στρατηγικής, η ζήτηση του ιδιωτικού τομέα σε Geuro θα εξαρτηθεί από το διαθέσιμο εισόδημα και τον πλούτο σε Geuro, ενώ το σύνολο των δαπανών του ιδιωτικού τομέα θα είναι το άθροισμα των στοιχείων του σε Geuro και σε ευρώ. Η στρατηγική αυτή, ωστόσο, δεν θα ήταν ρεαλιστική, επειδή αυτό θα σήμαινε τον διαχωρισμό μεταξύ του νέου νομίσματος (Geuro) και του υφιστάμενου (ευρώ). Επιπλέον, θα πρέπει να θεωρείται δεδομένο ότι η αύξηση της αγοραστικής δύναμης από πρόσθετα έσοδα σε Geuro θα δημιουργήσει επίσης πρόσθετες δαπάνες σε ευρώ.

Προτιμούμε, λοιπόν, να μεταχειριζόμαστε το Geuro ως ένα τέλει υποκατάστατο για τις δαπάνες σε ευρώ, καθώς το κράτος θα το κάνει δεκτό pari passu (με ίδιους όρους) για τις φορολογικές υποχρεώσεις. Επιπλέον, αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχει κανένας λόγος για τον καθορισμό ξεχωριστών τιμών στις ιδιωτικές συναλλαγές μεταξύ Geuro και σε ευρώ. Με αυτές τις υποθέσεις, κάνουμε στη συνέχεια μια σειρά από προβλέψεις.

Ως πρώτο βήμα, είναι απαραίτητο να ρυθμιστεί το ύψος του Geuro που θα διοχετευθεί στην οικονομία, καθώς και τα ποσά σε Geuro που αναμένεται να εισπράξει η κυβέρνηση μέσω της φορολογίας, αλλά και η πιθανή ταχύτητα κυκλοφορίας του Geuro στις ιδιωτικές συναλλαγές.

Το 2012, το κράτος εισέπραξε 19,6 δισ. ευρώ σε φόρους επί του εισοδήματος και του πλούτου και 26,5 δισ. ευρώ από τις κοινωνικές εισφορές, με το συνολικό ποσό εισπράξεων να ανέρχεται στα 46,1 δισ. ευρώ. Έχουμε υιοθετήσει την υπόθεση ότι το 50% των φόρων εισοδήματος και ακίνητης περιουσίας και το 40% των κοινωνικών εισφορών θα καταβάλλεται σε Geuro από τη στιγμή που θα υλοποιηθεί το πρόγραμμα. Τα ποσοστά αυτά θα καθορίσουν το ύψος του ευρώ που θα αποσυρθεί από την κυκλοφορία. Στον πίνακα 6 αναφέρουμε την αποσύνθεση των στοιχείων παθητικού

του Δημοσίου που κατέχουν οι κάτοικοι της χώρας. Ο πίνακας δείχνει ότι ένα μεγάλο μέρος (14 δισ. ευρώ) του δημοσίου χρέους παίρνει τη μορφή μακροπρόθεσμων δανείων από τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Αυτά τα δάνεια θα μπορούσαν να μετατραπούν σε Geuro, παρέχοντας ρευστότητα στον τραπεζικό τομέα, που υποθέτουμε ότι θα τονώσει την πίστωση προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις.

Η διαθέσιμη ρευστότητα των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων προς το τέλος του τρίτου τριμήνου του 2013 ανέρχονταν στα 177 δισ. Ευρώ<sup>15</sup> ή περίπου στο 96% του ΑΕΠ. Λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία αυτά, η εισροή κεφαλαίων ύψους 14 δισ. σε Geuro<sup>16</sup> μέσω του χρηματοπιστωτικού τομέα θα πρέπει να θεωρείται επαρκής, χωρίς να δημιουργήσει πληθωριστικές πιέσεις.

Το 2012, δαπανήθηκαν από το κράτος 38,5 δισ. ευρώ για κοινωνικά επιδόματα και καταβλήθηκαν 24 δισ. ευρώ για αποζημιώσεις εργαζομένων, με τις συνολικές πληρωμές να ανέρχονται σε 62,5 δισ. Ευρώ.<sup>17</sup> Τα εκκρεμούντα χρέη του Δημοσίου στο εσωτερικό της χώρας αναφέρονται στον Πίνακα 5. Λαμβάνοντας υπόψη αυτά τα στοιχεία, το Geuro θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για τη μετατροπή του αποθέματος των δανείων που χορηγήθηκαν από τον χρηματοπιστωτικό τομέα (περίπου 14,2 δισ. ευρώ) σε μη τοκοφόρα Geuro, καταβάλλοντας το 25% των κοινωνικών παροχών σε Geuro και το 25% των μισθών του δημοσίου τομέα σε Geuro.

Με τον τρόπο αυτό, τα τοκοφόρα χρέη θα μειωθούν κατά 14,2 δισ. ευρώ και οι κρατικές δαπάνες εκφρασμένες σε ευρώ θα είναι μικρότερες κατά 18 δισ. ευρώ. Μια κυβέρνηση με εμμονή με το χρέος και τη μείωση του ελλείμματος θα μπορούσε να σταματήσει σε αυτό το σημείο και να χρησιμοποιήσει τα έσοδα από ευρώ για να μειώσει το έλλειμμα και να αγοράσει πίσω ένα (μικρό) μέρος του εξωτερικού χρέους. Αν αυτό ήταν το αποτέλεσμα, η συγκεκριμένη πολιτική θα είναι ελαφρώς συσταλτική σε μακροοικονομικό επίπεδο, δεδομένου ότι δεν θα αυξηθεί η συνολική ζήτηση (δεν υπάρχει κανένας λόγος σε αυτό το πλαίσιο για υποτίμηση του Geuro), ενώ θα μειώσει τις πληρωμές εισοδημάτων προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα που δεν θα εισπράττει πλέον τόκους από τα δάνειά του.

Η μόνη πηγή πρόσθετης συνολικής ζήτησης μπορεί να προέλθει από την αύξηση της ρευστότητας στον χρηματοπιστωτικό τομέα, η οποία θα μπορούσε να θέσει τέλος στην πιστωτική κρίση. Ωστόσο, η διαθεσιμότητα της πίστωσης

δεν θα παράγει αποτελέσματα αν τα νοικοκυριά και οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις δεν είναι πρόθυμα να δανειστούν. Στην πρώτη προσομοίωση υποθέτουμε μια μέτρια αύξηση δανεισμού, σε σχέση με τη γραμμή βάσης, της τάξης των 2 δισ. ευρώ ετησίως. Ο προβλεπόμενος αντίκτυπος στο ΑΕΠ είναι πολύ μικρός σε σχέση με το βασικό σενάριο. Η απλή εισαγωγή ενός παράλληλου μηχανισμού χρηματοδότησης—το Geuro—δεν θα έχει αποτελέσματα για την απασχόληση, χωρίς φορολογικά κίνητρα. Αυτά τα αποτελέσματα συνοψίζονται στον Πίνακα 6, που αφορούν το «σενάριο Geuro».

Εάν, αντιθέτως, χρησιμοποιήσει το κράτος τα νέα κεφάλαια για να αυξήσει τις δημόσιες επενδύσεις και την κατανάλωση, η εγχώρια ζήτηση θα μπορούσε να αυξηθεί ακόμη και κατά 6,5 δισ. ευρώ κάθε τρίμηνο, εφόσον, με βάση το σενάριο 2, «παγώσουν» οι πληρωμές τόκων για τα ανεξόφλητα χρέη. Σε περίπτωση που η κυβέρνηση τηρήσει τις υποχρεώσεις της απέναντι στους δανειστές, η εκτίμησή μας για τα 1,8 δισ. ευρώ που θα πρέπει να καταβάλλονται σε τόκους κάθε τρίμηνο αφήνει ελεύθερα 4,7 δισ. ευρώ για την μέση αύξηση της κρατικής ζήτησης για κάθε τρίμηνο. Αν υποθέσουμε ότι τα εισοδήματα από Geuro θα δημιουργήσουν αντίκτυπο στην εγχώρια ζήτηση παρόμοιο με το εισοδήματα σε ευρώ, το αποτέλεσμα όσον αφορά την παραγωγή και την απασχόληση θα είναι μικρότερο από ό, τι στο σενάριο 2, ενώ η προβλεπόμενη επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου μπορεί να είναι μικρότερη—καθώς το Geuro δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αγορά ξένων αγαθών—αν και είναι δύσκολο να εκτιμηθεί το ακριβές ποσό.

### **Άμεση δημιουργία θέσεων εργασίας με χρηματοδότηση από ένα παράλληλο νόμισμα**

Το προηγούμενο σενάριο δείχνει ότι, παρά τα ευεργετικά αποτελέσματα που έχει στην αύξηση του ΑΕΠ, η εισαγωγή ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν προσφέρει μια βραχυπρόθεσμη δυναμική απάντηση στο πρόβλημα της υψηλής ανεργίας στην Ελλάδα, αν δεν υιοθετηθεί μια πολιτική που στοχεύει άμεσα στη δημιουργία θέσεων εργασίας. Στο σενάριο 4, εξετάζουμε τι είναι πιθανό να συμβεί αν η κυβέρνηση χρησιμοποιήσει το παράλληλο χρηματοπιστωτικό σύστημα για την εφαρμογή ενός προγράμματος εγγυημένης απασχόλησης, που είναι

γνωστό ως ο «εργοδότης της έσχατης προσφυγής» (ELR). Οι γενικές λεπτομέρειες αυτής της πρότασης παρουσιάζονται λεπτομερώς στη μελέτη των Antonopoulos et al. (2014). Εν ολίγοις, το κράτος προσφέρει απασχόληση με ένα ελάχιστο μισθό για την παραγωγή δημοσίων αγαθών σε όσους έχουν τη δυνατότητα και επιθυμούν να εργαστούν.

Το επίπεδο των μισθών θα πρέπει να είναι αρκετά χαμηλό ώστε να κάνει πιο ελκυστική την απασχόληση στον ιδιωτικό τομέα, αλλά αρκετό ώστε να εξασφαλίζει ένα αξιοπρεπές βιοτικό επίπεδο. Ένας μηνιαίος ακαθάριστος μισθός των 586 ευρώ, στο πλαίσιο του καθορισμού του κατώτατου μισθού από την τριόικα, συνεπάγεται ετήσιες πληρωμές της τάξης των 7,5 δισ. Ευρώ.<sup>18</sup> Οι μηνιαίες αποδοχές, οι φόροι και ένα μέρος των ενδιάμεσων καταναλωτικών δαπανών θα καταβάλλονται σε Geuro. Είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε ότι η απασχόληση των 550 χιλιάδων εργαζομένων στο πρόγραμμα του «εργοδότη της έσχατης προσφυγής» θα οδηγήσει τελικά σε πρόσθετη έμμεση απασχόληση (περίπου 156 χιλιάδες έμμεσες θέσεις εργασίας) και σε αύξηση της παραγωγής (Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία) κατά περίπου 12 δισ. Geuro από τις επιπτώσεις του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή. Επιπλέον, τα κρατικά έσοδα θα αυξηθούν επίσης κατά περίπου 4 δισ. Geuro, ενώ υπολογίζουμε ότι το καθαρό κόστος του προγράμματος δεν θα ξεπερνά τα 3,5 δισ. Geuro. Σε περίπτωση που ο μηνιαίος ακαθάριστος μισθός οριστεί στα επίπεδα που ήταν πριν από την άφιξη της τριόικας, δηλαδή τουλάχιστον στα 751 ευρώ, το αντίστοιχο καθαρό κόστος του προγράμματος υπολογίζεται ότι δεν θα ξεπερνά τα 4,5 δισ. Geuro (ibid).

Προσομοιώνουμε το μοντέλο με την υπόθεση ότι υλοποιείται το πρόγραμμα του «εργοδότη της έσχατης προσφυγής», χρηματοδοτούμενο με την έκδοση Geuro. Τα αποτελέσματα για το «σενάριο του εργοδότη της έσχατης προσφυγής» αναφέρονται στον Πίνακα 6. Όπως ήδη αναφέρθηκε, περίπου 550 χιλιάδες θέσεις εργασίας θα δημιουργηθούν μέσα σε ένα χρόνο ενώ το ΑΕΠ βελτιώνεται κατά 7% το 2014 σε σχέση με το βασικό σενάριο. Όσον αφορά τα δημοσιονομικά κίνητρα, το συνολικό δημοσιονομικό έλλειμμα αυξάνεται, αλλά οι υπολογισμοί μας για τις κρατικές δαπάνες και τα έσοδα σε ευρώ/Geuro δείχνουν ότι η κυβέρνηση θα εξακολουθεί να εμφανίζει ένα αρκετά μεγάλο πλεόνασμα σε ευρώ. Το πρόβλημα με αυτό το σενά-

ριο, όπως και για κάθε παρόμοια δημοσιονομική πολιτική για την τόνωση της οικονομίας που δεν διαθέτει χρηματοοικονομική στήριξη από το εξωτερικό, είναι η επιδείνωση του ισοζυγίου πληρωμών, το οποίο επιστρέφει σε ελλειμματική θέση, αν και το έλλειμμα αυτό είναι διαχειρίσιμο. Σε αυτό το σενάριο, υποθέτουμε ότι η ελληνική κυβέρνηση θα συνεχίσει να τιμά τις υποχρεώσεις της όσον αφορά το χρέος. Αν, αντιθέτως, υποθέσουμε ότι θα ακολουθήσει την πολιτική του «παγώματος» του χρέους που αναφέραμε προηγουμένως, η εκροή κεφαλαίων σε ευρώ θα μειωθεί αισθητά. Παρουσιάζουμε τις προβλέψεις μας για αυτό το σενάριο στον Πίνακα 6, με τον τίτλο «ο εργοδότης της έσχατης προσφυγής συν το σενάριο του παγώματος του χρέους». Η μείωση της καταβολής τόκων στις κρατικές δαπάνες σημαίνει ότι το συνολικό έλλειμμα του προϋπολογισμού δεν απέχει πολύ από τη βασική γραμμή του σεναρίου μας, και η μείωση των τόκων που καταβάλλονται στην αλλοδαπή συνεπάγεται επίσης λογική βελτίωση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αυτό το μείγμα πολιτικής θα μπορούσε να αποδειχτεί βιώσιμο μεσοπρόθεσμα, ενώ παρέχει άμεση στήριξη στην απασχόληση και την εγχώρια ζήτηση.

Ωστόσο, οι ζημιές που προκλήθηκαν στην ήδη αδύναμη ελληνική βιομηχανική δομή κατά τη διάρκεια της τρέχουσας ύφεσης είναι παρόμοιες με τα αποτελέσματα ενός μεγάλου πολέμου. Δεδομένου ότι το πρόγραμμα του «εργοδότη της έσχατης προσφυγής» παρέχει αγοραστική δύναμη στους άνεργους, μπορεί να απαιτείται πρόσθετη παρέμβαση για την ενίσχυση της εγχώριας προσφοράς προκειμένου να ανταποκριθεί στην αύξηση της εγχώριας ζήτησης διαφορετικά, οι επιπτώσεις στις εισαγωγές μπορεί να είναι μεγαλύτερες από ό, τι εκτιμούμε. Θα χρειαστεί η εφαρμογή μιας βιομηχανικής πολιτικής σε βασικούς τομείς της οικονομίας προκειμένου να αναζωογονηθεί η παραγωγική ικανότητα, τουλάχιστον μέχρις ότου αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στην κερδοφορία της ελληνικής αγοράς από τους εγχώριους επενδυτές.

### Συμπεράσματα

Η παρούσα στρατηγική ανάλυση για τις προοπτικές και τις πιθανές οδούς για έξοδο της Ελλάδας από την συνεχιζόμενη κρίση προσφέρει εναλλακτικά σενάρια για επανεκκίνηση της οικονομίας και αύξηση της απασχόλησης. Οι

περισσότεροι, αν όχι όλοι, βραχυπρόθεσμοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας εμφανίζουν την απόδοση του ελληνικού βιομηχανικού τομέα να είναι πολύ αδύναμη, ελλείψει ζήτησης από τον υπόλοιπο κόσμο, τόσο από την ευρωζώνη όσο και από χώρες εκτός ευρωζώνης. Η δραματική πτώση στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος—η στρατηγική που επιβάλλεται από την τρόικα με στόχο την αύξηση των εξαγωγών μέσω της εσωτερικής υποτίμησης—δεν έχει επιφέρει τα αναμενόμενα αποτελέσματα σε επαρκή κλίμακα, όπως επιβεβαιώνουν τα στοιχεία σχετικά με το ισοζύγιο των εμπορικών συναλλαγών, παρά την ελάχιστη αύξηση εξαγωγών—κυρίως στα εξαιρετικά ασταθή πετρελαϊκά προϊόντα—και την πώση των εισαγωγών λόγω της επιδείνωσης της ύφεσης. Αντίθετα, η στρατηγική της τρόικας οδήγησε στην επιδείνωση του βιοτικού επιπέδου και στην κατακόρυφη πώση της εγχώριας κατανάλωσης, η οποία αποτελεί το πιο σημαντικό σταθεροποιητικό στοιχείο μιας οικονομίας.

Οι εξαγωγές είναι όντως σημαντικές, αλλά η εγχώρια ζήτηση είναι ακόμη πιο κρίσιμη. Ακόμη και η Κίνα, ο γίγαντας της εξαγωγικά καθοδηγούμενης οικονομίας, έχει λάβει πρόσφατα τα αναγκαία μέτρα για την αύξηση και τη σταθεροποίηση της εγχώριας ζήτησης. Και αυτή πρέπει να είναι η έμφαση της οικονομικής πολιτικής για την Ελλάδα. Για τον σκοπό αυτό, διερευνήσαμε τις επιπτώσεις τεσσάρων εναλλακτικών: (1) ένα σχέδιο τύπου Μάρσαλ που χρηματοδοτείται με κεφάλαια από τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα, (2) προσωρινή αναστολή των πληρωμών τόκων για το δημόσιο χρέος, χωρίς την αύξηση του εκκρεμούς χρέους, έως ότου αποκατασταθεί η ανάπτυξη και η παραγωγή επιστρέψει στα επίπεδα που ήταν πριν από την κρίση, και χρησιμοποιώντας τα αντίστοιχα κεφάλαια για την αύξηση της ζήτησης και της απασχόλησης, (3) την εισαγωγή ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος που εκδίδει νέα κρατικά ομόλογα (Geuro) και τα οποία λειτουργούν ως παράλληλο νόμισμα, και (4) αλλαγή στάσης όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική μέσω της δημιουργίας ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος για την εφαρμογή μιας στοχευμένης πολιτικής για την απασχόληση με βάση το πλαίσιο της εγγυημένης απασχόλησης σε κοινωφελείς δημόσιες υπηρεσίες για ένα σημαντικό ποσοστό των ανέργων. Η ανάλυσή μας δείχνει ότι η αποτελεσματικότητα των προτεινόμενων προγραμμάτων εξαρτάται σε

μεγάλο βαθμό από την ελαστικότητα των τιμών στον τομέα του ελληνικού εμπορίου, η οποία είναι χαμηλή. Έχουμε υποστηρίξει, σε αυτή την έκθεση, ότι καθώς οι πολιτικές επιλογές (1) και (2) δεν έχουν πολιτική στήριξη, αν και από οικονομική άποψη είναι πολύ εφικτές, η μόνη επιλογή που θα μπορούσε να αποκαταστήσει σχετικά γρήγορα το βιοτικό επίπεδο ενός μεγάλου μέρους του ελληνικού λαού είναι ένα δημόσιο πρόγραμμα απασχόλησης που χρηματοδοτείται μέσω ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος, με περιορισμένες επιπτώσεις στο εξωτερικό χρέος.

Αυτό που μπορούμε ξεκάθαρα να παρατηρήσουμε είναι ότι η σκληρότητα των συνεχιζόμενων μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης στην Ελλάδα δεν δείχνει ορατά και πειστικά σημάδια «φωτός στο βάθος του τούνελ». Ενώ οι Βρυξέλλες, το Βερολίνο και η Φρανκφούρτη συζητούν μυστικά, χωρίς την Ελλάδα, για το τι πρέπει να γίνει με το αμφιλεγόμενο πρόγραμμα διάσωσης της χώρας, η Ελλάδα θα πρέπει να αρχίσει να εξετάζει εναλλακτικές επιλογές εξόδου από την κρίση.

## Σημειώσεις

1. Το μέσο πραγματικό επιτόκιο για νέα καταναλωτικά και εταιρικά δάνεια κυμαινόταν στο 8,3% τον Νοέμβριο του 2013.
2. Τα στοιχεία αναφέρονται στα τέσσερα τελευταία διαθέσιμα τρίμηνα, δηλαδή από το τελευταίο τρίμηνο του 2012 στο τρίτο τρίμηνο του 2013.
3. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, αφαιρώντας τα χρηματοοικονομικά στοιχεία που κατέχει το Δημόσιο, το καθαρό δημόσιο χρέος το τρίτο τρίμηνο του 2013 ανερχόταν σε 213,8 δις. ευρώ.
4. Η υπόθεση περί αναστολής της αποπληρωμής των τόκων θα κάνει τα ομόλογα, φυσικά, λιγότερο ελκυστικά από τα άλλα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, προκαλώντας πώση της αγοραίας αξίας των ομολόγων, με καθαρή κεφαλαιακή απώλεια για τους κατόχους ομολόγων. Όμως, αυτό θα πρέπει να είναι δεύτερης τάξης, καθώς τα νοικοκυριά δαπανούν γύρω στα τέσσερα λεπτά ανά ευρώ από το συνολικό τους χρηματοοικονομικό πλούτο και τα κρατικά ομόλογα αποτελούν απλά ένα μικρό μέρος αυτού του πλούτου.

5. Εδώ λαμβάνουμε υπόψη μόνο τις πληρωμές προς τους εγχώριους κατόχους ομολόγων. Η αναστολή πληρωμής τόκων στο εξωτερικό θα μειώσει το εισόδημα των ξένων, αλλά αυτό που μας απασχολεί περισσότερο είναι η απελευθέρωση πόρων για εγχώριες δαπάνες με ένα συνετό δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή.
6. Δεν θα αναφερθούμε σε μια παρόμοια πρόταση για την ευρωζώνη, δηλαδή την εισαγωγή ενός ευρώ για το νότο της ευρωζώνης, ενώ οι χώρες του πυρήνα διατηρούν το υφιστάμενο ευρώ. Βλ., ανάμεσα σε άλλα, Mayer (2012b), Arghyrou και Tsoukalas (2010).
7. Μια ανάλυση σχετικά με τη νομική διάσταση της εξόδου από το ευρώ μπορεί να βρεθεί στην εργασία του Athanassiou (2009). Βλ., επίσης Thieffry (2011).
8. Βλ., ανάμεσα σε άλλα, Eichengreen (2010) και Knowles (2011).
9. Δεν μπορούσαμε να βρούμε την αγγλική εκδοχή του Mayer (2012a), και η ανάλυσή μας βασίζεται, ανάμεσα σε άλλα, στους Mayer (2012b) και Boesler (2012).
10. Για μια συγκριτική έρευνα προτάσεων σχετικά με την ευρωζώνη, βλ., Schuster (2013).
11. Για μια περιγραφή της δομής και των λειτουργιών αυτού του είδους του παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος, βλ., Papadimitriou (2013b).
12. Η συνθήκη Marshall-Lerner απαιτεί το άθροισμα των τιμών των ελαστικότητων εξαγωγών και εισαγωγών να είναι μεγαλύτερο από τη μονάδα προκειμένου να βελτιωθεί το εμπορικό ισοζύγιο μετά από μια υποτίμηση (ή μια αλλαγή στις τιμές που ισοδυναμεί με υποτίμηση).
13. «Ρευστό» υπό την έννοια ότι, καθώς είναι αποδεκτό για την πληρωμή των φόρων, θα πρέπει να είναι αποδεκτό ως μέσο πληρωμών από οποιονδήποτε που είναι υποχρεωμένος να πληρώνει φόρους.
14. Σε περίπτωση που το Geuro διατηρήσει την ισοτιμία του με το ευρώ και γίνει ευρέως αποδεκτό ως μέσο πληρωμών στην εσωτερική αγορά, ο ιδιωτικός τομέας θα είναι σε θέση να μειώσει τις αγορές εγχώριων προϊόντων σε ευρώ και να αυξήσει τις αγορές ξένων προϊόντων, με επιπτώσεις στο εμπόριο ανάλογες με μια τυπική αύξηση στο εγχώριο εισόδημα. Με άλλα λόγια, η χρήση των ομολόγων Geuro για τις εγχώριες συναλλαγές θα μειώσει τη ζήτηση για ευρώ, απελευθερώνοντας περισσότερα ευρώ για την πληρωμή βασικών εισαγωγικών αγαθών, π.χ., τη βενζίνη και τα φάρμακα, έως ότου αναπτυχθεί η εγχώρια παραγωγή σε αυτούς τους τομείς. Για τους λόγους αυτούς, προτιμούμε στις προσομοιώσεις μας να υιοθετούμε τη συντηρητική υπόθεση της τέλει υποκατάστασης μεταξύ του Geuro και το ευρώ, που σημαίνει ότι οι επιπτώσεις μιας επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής σε Geuro στο ελληνικό εμπόριο μπορεί να είναι υπερεκτιμημένες.
15. Τα νοικοκυριά κατείχαν 27.4 δισ. ευρώ σε «νόμισμα και μικρές καταθέσεις» και 129 δισ. ευρώ σε άλλες καταθέσεις στον εγχώριο χρηματοοικονομικό τομέα. Τα ποσά για τον μη χρηματοοικονομικό εταιρικό τομέα ήταν 12 δισ. ευρώ και 9 δισ. ευρώ, αντίστοιχα.
16. Σημειώστε ότι τα μέσα διαθέσιμα Geuro, ως μορφή πληρωμών, είναι έννοια αποθεμάτων, ενώ τα Geuro που απαιτούνται για τις πληρωμές φόρων είναι έννοια ροής. Ωστόσο, θεωρούμε—καθώς το Δημόσιο καταστρέφει τα Geuro που έλαβε ως πληρωμές φόρων—εκδίδει νέα Geuro στην ίδια τιμή, για μια δεδομένη δημοσιονομική πολιτική.
17. Όλα τα νούμερα προέρχονται από την ΕΛΣΤΑΤ. Εδώ αναφερόμαστε στα «κοινωνικά επιδόματα εκτός από τις κοινωνικές μεταβιβάσεις» σε είδος.
18. Το συνολικό κόστος του προγράμματος λαμβάνει υπόψη άμεσα και έμμεσα κόστη. Για λεπτομέρειες, βλ., Antonopoulos et al. (2014).

## Πηγές

- Antonopoulos, R., S. Adam., K. Kim, T. Masterson, and D. B. Papadimitriou. 2014. *Responding to the Unemployment Challenge: A Job Guarantee Proposal for Greece*. Research Project Report. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. Forthcoming.
- Arghyrou, M., and J. Tsoukalas. 2010. "The Option of Last Resort: A Two-currency EMU." *EconoMonitor Blog*, February 7.
- Athanassiou, P. 2009. "Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU: Some Reflections." *Legal Working Paper Series*, No. 10. Frankfurt am Main: European Central Bank. December 18.

- Bagus, P. 2011. "Practical Steps to Withdraw from Euro." Brussels: EFD—Europe of Freedom and Democracy Group in the European Parliament. October 11.
- Boesler, M. 2012. "Introducing the 'Geuro': A Radical New Currency Idea to Solve All of Greece's Problems." *Business Insider*, May 20.
- Bossone, B., and A. Sarr. 2011. "Greece Can Devalue AND Stay in the Euro." *EconoMonitor Blog*, July 7.
- Citi Research. 2014. *Global Economic Outlook and Strategy*. New York: Citigroup Global Markets, Inc. January.
- Eichengreen, B. 2010. "The Euro: Love It or Leave It?" *Vox*, May 4.
- Ernst & Young. 2013. *Eurozone: EY Eurozone Forecast*. EYGM, in association with Oxford Economics. September.
- Feldstein, M. 2010. "Let Greece Take a Eurozone 'Holiday.'" Op-Ed. *Financial Times*, February 17.
- Goodhart, C., and D. Tsomocos. 2010. "The Californian Solution for the Club Med." *Financial Times*, January 24.
- IMF (International Monetary Fund). 2013a. "Greece: Fourth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility, and Request for Waivers of Applicability and Modification of Performance Criterion." Country Report No. 13/241. Washington, D.C.: IMF. July.
- . 2013b. *World Economic Outlook: Transitions and Tensions*. October.
- Knowles, D. 2011. "Can Greece Actually Leave the Euro?" *The Telegraph*, June 20.
- Lordon, F. 2013. "Sortir de l'euro?" (Exit the euro?). *Le Monde Diplomatique*. August. In French.
- Mayer, T. 2012a. "Der Geuro: Eine Parallelwährung für Griechenland?" (The Geuro: A parallel currency for Greece?). Research Briefing. Frankfurt am Main: Deutsche Bank. May 23.
- . 2012b. "Forget Euro Breakup—Think Euro Mutation." *The Wall Street Journal*, November 19.
- Mersch, Y. 2013. "Intergenerational Justice in Times of Sovereign Debt Crises." Speech at the Minsky Conference in Greece Organised by the Levy Economics Institute, Athens, 8 November. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- MinFin (Ministry of Finance, Hellenic Republic). 2013a. *General Government Data: Monthly Bulletin—October 2013*. Athens: MinFin. December
- . 2013b. *Explanatory Report of 2014 Government Budget*. Athens: MinFin. November.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). 2013. "Economic Outlook No. 94." November.
- Papadimitriou, D. B. 2010. "Holiday from the Eurozone Would Bankrupt Greece." Letter to the Editor. *Financial Times*, February 19.
- . 2013a. "Η συνεχιζόμενη κρίση στην Ελλάδα και η Ευρωζώνη" (The ongoing crisis in Greece and the eurozone). *Kathimerini*, December 1.
- . 2013b. "Εξετάζοντας το αδιανοητο" (Thinking the unthinkable). *Kathimerini*, December 22.
- . 2014. "Πώς μπορεί να γίνει επανεκκίνηση της ατμομηχανής της ανάπτυξης" (How to restart the growth engine). *Kathimerini*, February 2.
- Papadimitriou, D. B., M. Nikiforos, and G. Zezza. 2013a. "A Levy Institute Model for Greece." Research Project Report. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. July.
- . 2013b. "The Greek Economic Crisis and the Experience of Austerity: A Strategic Analysis." Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. July.
- Parenteau, R. 2013. "How to Exit Austerity, without Exiting the Eurozone." *New Economic Perspectives Blog*, December 6.
- Porter, W. 2010. "'Leaving EMU' Is Just an Expensive Way to Default." Fixed Income Research. Zurich: Credit Suisse. March 15.
- PwC. 2014. "Economic Projections: February 2014." Available at [www.pwc.co.uk/economic-services/global-economy-watch/gew-projections.jhtml](http://www.pwc.co.uk/economic-services/global-economy-watch/gew-projections.jhtml).
- Richter, W., C. A. Abadi, and R. de Arce Borda. 2013. "Euro or Drachma? Or Both? A Plea for a Parallel Currency Concept." New York: ACGM. April 17.
- Ruparel, R., and M. Persson. 2012. *Better Off Out? The Short-Term Options for Greece Inside and Outside of the Euro*. London: Open Europe. June.
- Reuters. 2014. "Greek Private Sector Credit Shrinks Faster than in Rest of Euro Zone." Update 1, January 29.
- Rusek, A. 2012. "Eurozone Crisis and Its Solutions: Some Thoughts about Parallel Currency Regime." *International Business Research* 5, no. 10.



- Schuster, L. 2013. *Parallel Currencies for the Eurozone: An Outline and an Attempt at Systemisation*. Paris: Veblen Institute for Economic Reforms. Originally published in German as “Parallelwährungen für die Eurozone—Überblick und Versuch einer Systematisierung,” in *Die Parallelwährung—Optionen, Chancen, Risiken* (Berlin: BVMW—The German Association for Small and Medium-sized Businesses, 2013).
- Schwartz, P., F. Cabrillo, and J. E. Castañeda. 2013. “Saving Monetary Union? A Market Solution for the Orderly Suspension of Greece.” In P. Boot, ed. *The Euro—the Beginning, the Middle . . . and the End?* London: The Institute of Economic Affairs. September.
- Théret, B., and W. Kalinowski. 2012. *The Euro as Common Money, not a Single Currency: A Plea for a European Monetary Federalism*. Paris: Veblen Institute for Economic Reforms. September.
- Thieffry, G. 2011. “Thinking the Probable: The Break-Up of Monetary Union.” *Journal of International Banking Law and Regulation* 26, no. 3.
- Weisenthal, J. 2012. “UBS Asks: Has Greece Already Been Printing ‘Quasi-Drachmas’?!” *Business Insider*, February 11.

### Παράρτημα: Πηγές Δεδομένων

- Bank of Greece. Data accessed October–December 2013, <http://www.bankofgreece.gr/>.
- EIStat (Hellenic Statistical Authority). Data accessed October–December 2013, <http://www.statistics.gr/>.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Data accessed October–December 2013, <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=STAN08BIS>.

