



Στρατηγική Ανάλυση

Μάιος 2015

Συνθήκες και στρατηγικές για την οικονομική ανάκαμψη της Ελλάδας

Των Δημήτρη Β. Παπαδημητρίου, Μιχάλη Νικηφόρου και Gennaro Zezza

Περίληψη

Η ελληνική οικονομία έχει δυνατότητες ανάκαμψης, και στην παρούσα έκθεση υποστηρίζουμε ότι η πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης θα μπορούσε να δημιουργήσει τις κατάλληλες προϋποθέσεις για την ανάκαμψη της οικονομίας και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Οι προϋποθέσεις για να συμβεί αυτό είναι η μετακύλιση του ελληνικού δημοσίου χρέους, το τέλος της λιτότητας, η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο οικονομικό μέλλον της χώρας και η δημιουργία των συνθηκών για μια βιώσιμη ανάπτυξη με προστασία του εισοδήματος, η οποία θα επιτρέψει στη χώρα την εξόφληση του χρέους της. Από την άλλη μεριά, υποστηρίζουμε ότι η αποτυχία επίτευξης συμφωνίας με τα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις Βρυξέλλες θα οδηγήσει σε περαιτέρω συρρίκνωση του ΑΕΠ και σε μείωση του εισοδήματος.

Εισαγωγή

Η νεοεκλεγείσα ελληνική κυβέρνηση βρίσκεται στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων με την ευρωπαϊκή ελίτ από τη στιγμή που ανέλαβε καθήκοντα στα τέλη Ιανουαρίου του τρέχοντος έτους. Η διαδικασία υπήρξε αργή και δεν έχει επιτευχθεί καμία συμφωνία μέχρι τη δημοσίευση της παρούσας έκθεσης. Και οι δύο πλευρές είναι προσκολλημένες σε κάποια ζητήματα, περιλαμβανομένων του επιπέδου-στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος (η επίτευξη του οποίου απαιτεί περισσότερη λιτότητα), της πρόσθετης ευελιξίας στην αγορά εργασίας και της αναδιάρθρωσης του συνταξιοδοτικού συστήματος του Δημοσίου. Τα ζητήματα αυτά απέχουν πολύ από τις προεκλογικές δεσμεύσεις και κόκκινες γραμμές που η κυβέρνηση υποσχέθηκε προεκλογικά ότι δεν θα καταπατηθούν. Και οι δύο πλευρές είναι επικεντρωμένες στο πώς θα διαμορφωθεί μια συμφωνία με τρόπο που θα ικανοποιεί και τις δύο πλευρές—δηλαδή τερματίζοντας τη

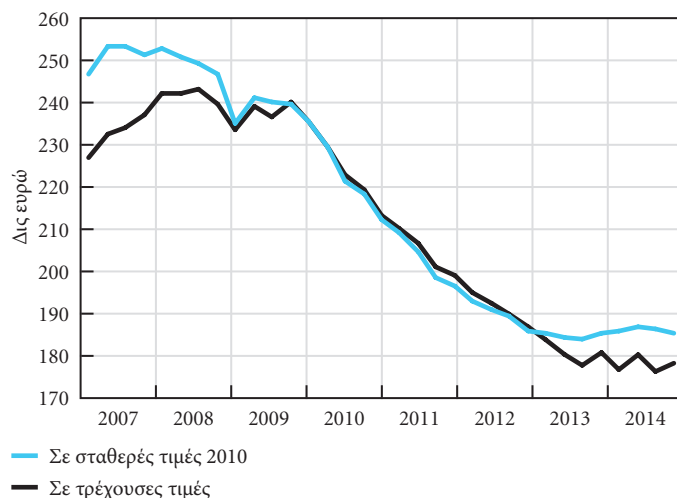
λιτότητα αλλά επιτυγχάνοντας την απαιτούμενη δημοσιονομική πειθαρχία που θα επιτρέψει στην Ελλάδα να συνεχίσει την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους και να κάνει την οικονομία της πιο ανταγωνιστική. Το δόγμα της επεκτατικής λιτότητας συνεχίζει να βασιλεύει παρά το γεγονός ότι κατέστρεψε τη χώρα. Μια συμφωνία θα επιτευχθεί αργά ή γρήγορα, αλλά όσο περισσότερο καθυστερεί η επίτευξή της τόσο πιο δύσκολο θα είναι να επιτευχθούν οι στόχοι της αύξησης του ΑΕΠ και του πρωτογενούς πλεονάσματος. Η Ελλάδα έχει σχεδόν ξεμείνει από χρήματα, ενώ το τραπεζικό της σύστημα βρίσκεται στο χείλος της κατάρρευσης εξαιτίας της σταθερής εκροής των τραπεζικών καταθέσεων και την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Ουδείς μπορεί να γνωρίζει πόσο καιρό θα διαρκέσει η διαδικασία των διαπραγματεύσεων προτού επιτευχθεί συμφωνία αν και η καταληκτική ημερομηνία είναι η 30ή Ιουνίου. Εν τω μεταξύ, όπως θα δείξουμε, οι τρέχουσες συνθήκες δεν έχουν βελτιωθεί και τα πάντα είναι ρευστά όσον αφορά την τουριστική δραστηριότητα. Το τρέχον έτος, ως εκ τούτου, είναι πολύ πιθανό να ολοκληρωθεί είτε με μηδενική είτε με πολύ μικρή αύξηση του ΑΕΠ. Θα είναι πολύ δύσκολο να επαναληφθεί η επίτευξη μιας μικρής αύξησης στο ποσοστό πρωτογενούς πλεονάσματος το 2014 και κατά πάσα πιθανότητα δεν θα αυξηθεί το επίπεδο της απασχόλησης.

Στη συνέχεια, εξετάζουμε αρχικά τις επιδόσεις των διαφόρων πτυχών της ελληνικής οικονομίας με τη χρήση των πιο πρόσφατων διαθέσιμων στοιχείων και κατόπιν εφαρμόζουμε διάφορα σενάρια προσομοίωσης εναλλακτικών καταστάσεων για τα επόμενα τρία έτη, περιλαμβανομένου του «απαισιόδοξου» σεναρίου, σε περίπτωση που οι «θεσμοί» (το νέο όνομα για την «τρόικα») καταφέρουν να επιβάλλουν τη δική τους πολιτική. Αλλά ας ξεκινήσουμε από την αρχή.

Τα στοιχεία που παρουσιάζονται από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) δείχνουν ότι, μετά από έξι χρόνια συνεχούς και μεγάλης πτώσης της παραγωγής, το πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) της Ελλάδας εμφανίζει σημάδια ανάκαμψης μέχρι και το τρίτο τρίμηνο του 2014, αν και ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στο τέταρτο τρίμηνο του έτους συρρικνώθηκε και οι προκαταρκτικές εκτιμήσεις για το πρώτο τρίμηνο του 2015 δείχνουν ότι, αν συνεχιστεί αυτή η τάση, τότε η οικονομία θα επιστρέψει στην ύφεση (σχήμα 1).

Το πραγματικό ΑΕΠ ήταν κάτω από τα επίπεδα του 2000 προς στο τέλος του 2014, καταγράφοντας πτώση άνω του 26% από το υψηλό του επίπεδο το 2007, ενώ η ανεργία καταγράφει μια ακόμη μεγαλύτερη πτώση της τάξης του 30%. Πάνω από ένα εκατομμύριο

Σχήμα 1 Ελλάδα: ΑΕΠ



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

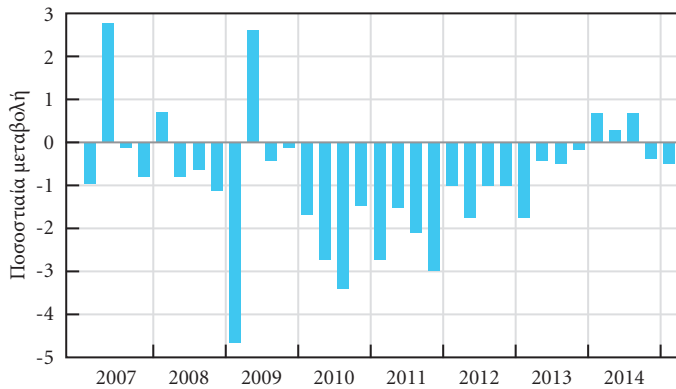
εργαζόμενοι έχασαν τη δουλειά τους σε σχέση με το προηγούμενο υψηλό επίπεδο, με την αύξηση να είναι της τάξης των 800 χιλιάδων ανέργων (με το συνολικό αριθμό των ανέργων να ξεπερνά τα 1,2 εκ. άτομα), ενώ ο ενεργός πληθυσμός συρρικνώνεται, καθώς οι εργαζόμενοι εγκαταλείπουν τη χώρα αναζητώντας καλύτερη τύχη στο εξωτερικό.

Μπορούν να διατηρηθούν οι θετικές ενδείξεις από το 2014 και η ελληνική οικονομία να μπει τελικά σε δρόμο πραγματικής ανάκαμψης; Μπορεί η νέα κυβέρνηση να προσδοκά από την ιδιωτική αγορά τη δημιουργία θέσεων εργασίας με σταθερούς ρυθμούς αύξησης και αύξηση των φορολογικών εσόδων; Όπως θα δείξουμε στη συνέχεια, μόνο με την άμεση εφαρμογή ενός κατάλληλου σχεδίου διάσωσης της ελληνικής οικονομίας θα μπορούσε η απάντηση στα παραπάνω ερωτήματα να μην είναι αρνητική.

Πραγματικό και ονομαστικό ΑΕΠ

Η ύφεση μιας οικονομίας φτάνει στο τέλος της όταν αρχίζει να αυξάνεται το πραγματικό ΑΕΠ. Στην περίπτωση της Ελλάδας, ωστόσο, είναι δύσκολο να πιστέψει κανείς ότι η ελληνική οικονομία ανακάμπτει, ακόμη και μετά από τρία συνεχόμενα τρίμηνα αύξησης του ΑΕΠ.¹ Πράγματι, όπως φαίνεται και στο σχήμα 2, το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε ξανά τόσο κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2014 όσο και κατά το πρώτο τρίμηνο του 2015 παρά την αύξηση του τουριστικού ρεύματος.

Σχήμα 2 Ελλάδα: Ρυθμός ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ



Πηγή: ΕΛΣΤατ

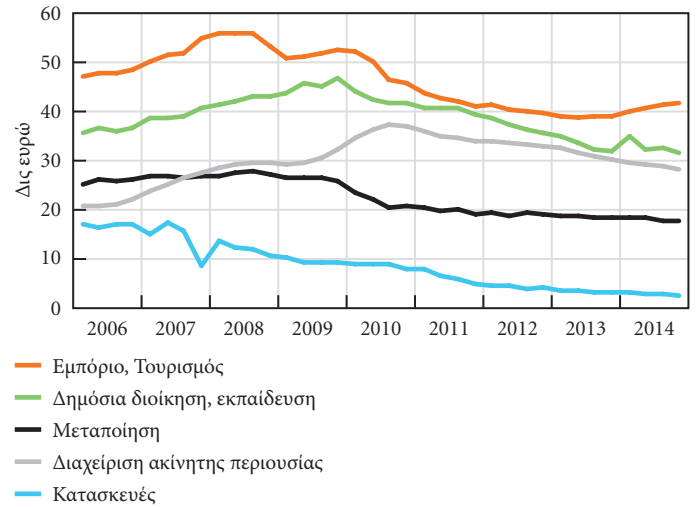
Ένας από τους λόγους για τη δυσπιστία μας είναι η παρατεταμένη πτώση του ονομαστικού ΑΕΠ, η οποία το τελευταίο τρίμηνο του 2014 παρέμεινε 0,8% κάτω από το επίπεδο του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους, ενώ η πτώση που καταγράφηκε το πρώτο τρίμηνο του 2015 ήταν ακόμη μεγαλύτερη σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2014. Η διαφορά ανάμεσα στη θετική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ και τα αρνητικά τρίμηνα στο ονομαστικό ΑΕΠ οφείλεται στην πτώση των τιμών, με βάση τη μέτρηση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ και των συνιστωσών του.

Στο σχήμα 3 αναφέρουμε τις λεπτομέρειες της προστιθέμενης ονομαστικής αξίας από τους σημαντικότερους τομείς της ελληνικής οικονομίας. Φαίνεται ξεκάθαρα ότι ο μόνος τομέας που ανακάμπτει είναι αυτός που σχετίζεται με τον τουρισμό.² Η προστιθέμενη αξία του αυξήθηκε σε 41,7 δις ευρώ κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2014 από 38,8 δις το 2013. Σε πραγματικούς όρους, η προστιθέμενη αξία στον τομέα του τουρισμού αυξήθηκε κατά 6% το 2014. Άλλοι τομείς συνέχισαν να συρρικνώνονται, με τον κατασκευαστικό τομέα να καταγράφει το 2014 τη μεγαλύτερη συρρίκνωση σε πραγματικούς όρους (συρρίκνωση της τάξης του 16%) και τον μεταποιητικό τομέα να σημειώνει πτώση της τάξης του 2% προς το τέλος του 2014.

Αποπληθωρισμός και ανταγωνιστικότητα

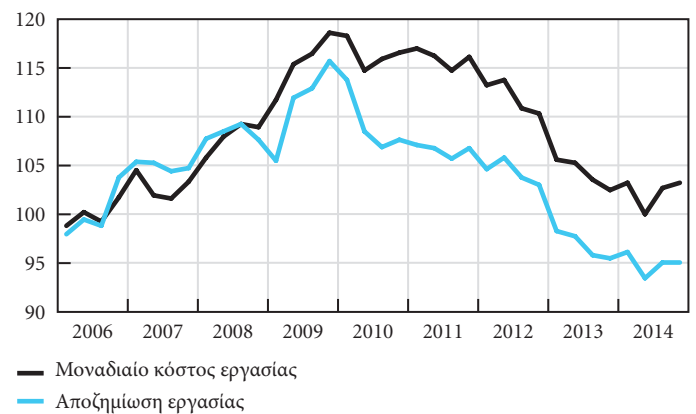
Οι «διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις» στην αγορά εργασίας που επιβλήθηκαν τόσο βίαια από τους διεθνείς δανειστές της χώρας ήταν αποτελεσματικές όσον αφορά τη μείωση κόστους εργασίας. Η πιο πρόσφατη μέτρηση, που αφορά τον δείκτη μισθών από στοιχεία που δημοσίευσε η ΕΛΣΤΑΤ, εμφανίζει μείωση της τάξης του 22%

Σχήμα 3 Ελλάδα: Προστιθέμενη αξία κύριων τομέων



Πηγή: ΕΛΣΤατ

Σχήμα 4 Ελλάδα: Δείκτες κόστους εργασίας



Πηγή: ΟΟΣΑ

στο τέλος του 2014 από το υψηλό του σημείο το 2010. Στο σχήμα 4 εμφανίζουμε το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος με βάση τη μέτρηση του ΟΟΣΑ και τον δείκτη απολαβών. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έχει μειωθεί κατά περίπου 20%, στο τέλος του 2014, σε σχέση με το υψηλό του σημείο το 2010, ενώ οι απολαβές έχουν μειωθεί κατά 17,8%.

Οι μειώσεις δεν είναι ομοιόμορφες. Μάλιστα, οι απολαβές σε κάποιους τομείς εργασίας έχουν συρρικνωθεί ακόμη περισσότερο. Στην κατηγορία «διαμονή και υπηρεσίες εστίασης», για παράδειγμα,

όπου περιλαμβάνονται οι δραστηριότητες που αφορούν τον τουρισμό, ο δείκτης μισθών του Γ' τριμήνου του 2014 ήταν 40% κάτω από τα επίπεδα του 2008.

Η πτώση των μισθών μπορεί επίσης να αξιολογηθεί σε σχέση με τα δεδομένα άλλων χωρών στην ευρωζώνη, και αυτό φαίνεται στον πίνακα 1 με τη χρήση των δεδομένων του ΟΟΣΑ για τις μέσες ετήσιες αποδοχές.³ Τα δεδομένα στον πίνακα 1 δείχνουν ότι η Ελλάδα ήταν η χώρα η οποία ξεκίνησε το 2000 ως η οικονομία με το δεύτερο χαμηλότερο επίπεδο μισθών, αλλά κατέγραψε στη συνέχεια, μέχρι την κρίση του 2007, τις καλύτερες επιδόσεις, σημειώνοντας αύξηση μισθών της τάξης του 24%. Ωστόσο, ακόμη και με αυτό το ποσοστό αύξησης, και παρά τις θετικές επιπτώσεις που είχε στο βιοτικό επίπεδο των πολιτών της χώρας, οι μισθοί στην Ελλάδα αντιστοιχούσαν στο 66% των μισθών στη Γερμανία. Οι αυξήσεις αυτές διαγράφηκαν πλήρως στη συνέχεια λόγω της κρίσης, με την ελληνική οικονομία να επιστρέφει σε σχέση με τη Γερμανία στην εποχή πριν την υιοθέτηση του ευρώ.

Αν ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα της μη ανταγωνιστικής φύσης της ελληνικής οικονομίας σχετιζόταν με τις υψηλές αμοιβές ως τον κύριο καθοριστικό παράγοντα του υψηλού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, τότε η λιτότητα θα έπρεπε να είχε «θεραπεύσει» το ζήτημα της έλλειψης ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Με βάση την απατηλή θεωρία που βρίσκεται πίσω από αυτή τη προσέγγιση, μια χώρα θα μπορούσε να αποκαταστήσει την ανταγωνιστικότητά της σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα και να απολαύσει τα οφέλη από τη μείωση του κόστους παραγωγής που θα βελτίωναν σημαντικά τις επιδόσεις της στο εμπόριο.

Η ανάλυση του πληθωρισμού, στο σχήμα 5, δείχνει πράγματι ότι οι τιμές μειώνονται, αν και όχι τόσο γρήγορα όσο οι μισθοί. Η τελευταία έκθεση για τον πληθωρισμό με βάση τα στοιχεία από την

ΕΛΣΤΑΤ δείχνει ότι η οικονομία συνεχίζει την αποπληθωριστική της τάση, με το Γενικό Δείκτη Τιμών Καταναλωτή για τον Απρίλη του 2015 να σημειώνει πτώση της τάξης του 2,1% σε σύγκριση με την πτώση της τάξης του 1,3% τον Απρίλη του 2014. Ο αποπληθωρισμός στην Ελλάδα, ως εκ τούτου, δεν φαίνεται να είναι προσωρινό φαινόμενο. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή μειώθηκε για κάθε μήνα τους τελευταίους 26 μήνες. Όμως, ενώ οι τιμές των τροφίμων

Πίνακας 1 Μέσος ετήσιος μισθός για επιλεγμένες χώρες της Ευρωζώνης (σε Ευρώ του 2013 και σε σχέση με τη Γερμανία)

	2000		2007		2013	
	Ευρώ	Ποσοστό	Ευρώ	Ποσοστό	Ευρώ	Ποσοστό
Γαλλία	31,383	91.9	34,004	98.7	35,574	99.0
Γερμανία	34,134	100.0	34,465	100.0	35,943	100.0
Ελλάδα	18,291	53.6	22,760	66.0	18,495	51.5
Ιταλία	29,046	85.1	29,505	85.6	28,919	80.5
Πορτογαλία	15,900	46.6	16,082	46.7	16,517	46.0
Ισπανία	26,015	76.2	25,899	75.1	26,770	74.5

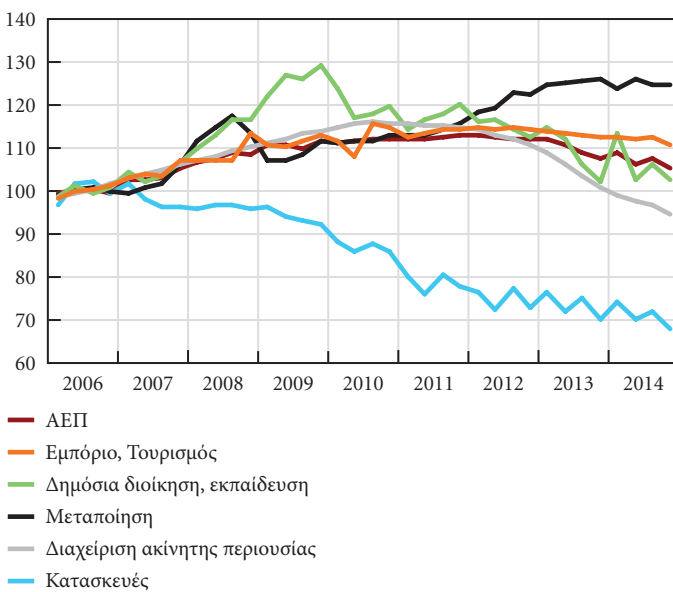
Πηγή: ΟΟΣΑ

Σχήμα 5 Ελλάδα: Πληθωρισμός



Πηγή: ΕλΣτατ

Σχήμα 6 Ελλάδα: Αποπληθωριστές τιμών κύριων τομέων (2006=100)



Πηγή: ΕλΣτατ

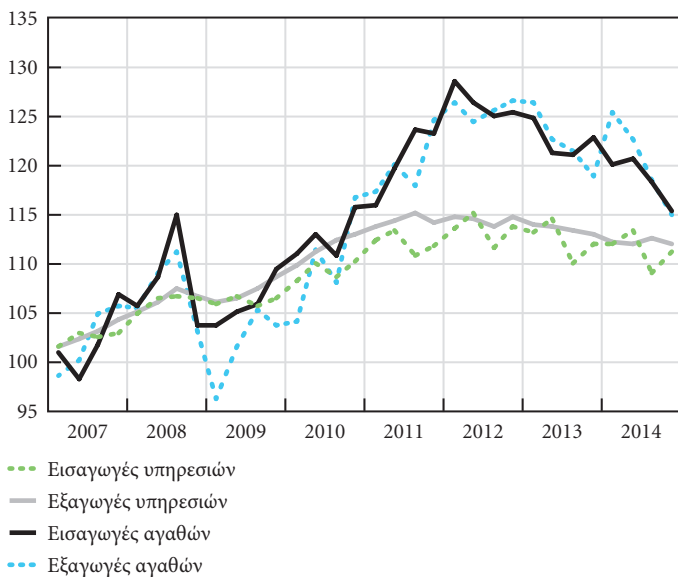
και άλλων βασικών προϊόντων δεν έχουν μειωθεί αλλά, αντίθετα, εμφανίζουν αύξηση, οι μεγάλες μειώσεις του Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή καταγράφηκαν στο κόστος στέγασης, ένδυσης, υγείας και εκπαίδευσης, μεταφορών, αναψυχής και των διαρκών αγαθών.

Η αποσύνθεση της δυναμικής των τιμών δημιουργεί ακόμη μεγαλύτερη αμφισβήτηση στην υπόθεση ότι η εσωτερική υποτίμηση αποκαθιστά την ανταγωνιστικότητα. Στο σχήμα 6 εμφανίζουμε τους δείκτες τιμών για το ΑΕΠ και τις βασικές συνιστώσες της προστιθέμενης αξίας.

Όπως φαίνεται στο σχήμα 6, οι τιμές δεν ακολούθησαν την πτωτική τάση των μισθών και των απολαβών, με εξαίρεση τον καταρρέοντα κατασκευαστικό τομέα όπου η πραγματική προστιθέμενη του αξία μειώθηκε κατά 76,6% το 2014 σε σχέση με το υψηλό επίπεδο του 2006 και 5% χαμηλότερος από το υψηλό του επίπεδο στις αρχές του 2012, ενώ ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ παραμένει 7% πάνω από το επίπεδο του 2006 και 5% χαμηλότερος από το υψηλό του επίπεδο στις αρχές του 2012, ενώ ο αποπληθωριστής για τον σχετικά μικρό μεταποιητικό τομέα⁴ έχει αυξητική τάση, καταγράφοντας αύξηση της τάξης του 24% το 2014 έναντι του 2006.

Παρομοίως, στο σχήμα 7 παρουσιάζουμε τον δείκτη του αποπληθωριστή τιμών για τις συνιστώσες του εμπορίου. Σε σχέση με το υψηλό τους επίπεδο το 2012, οι τιμές για τα εξαγωγικά αγαθά μειώθηκαν κατά 9%, αλλά παραμένουν 16,7% πάνω από το επί-

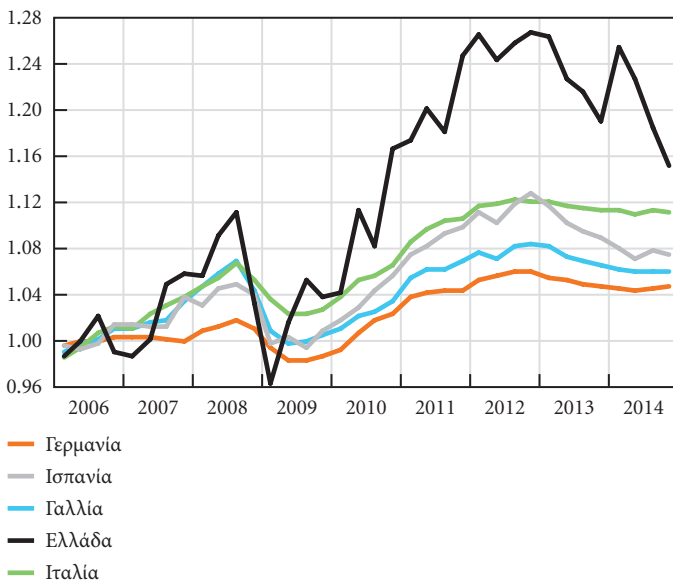
Σχήμα 7 Ελλάδα: Αποπληθωριστές τιμών εμπορίου (2006=100)



Πηγή: ΕΛΣΤατ

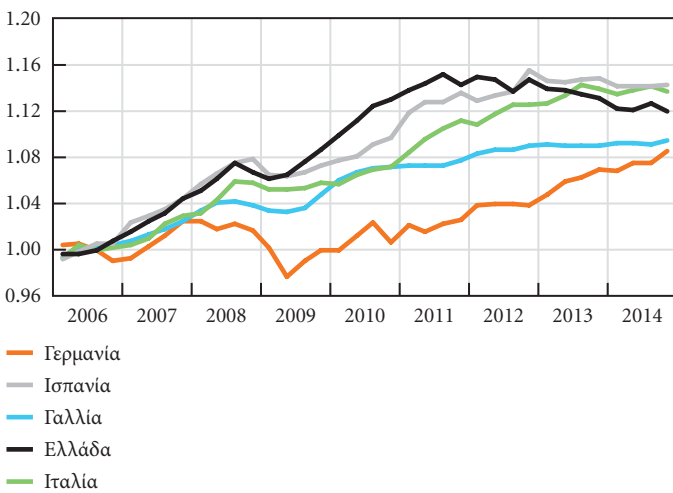
πεδο του 2007.⁵ Ο δείκτης τιμών για τις υπηρεσίες κορυφώθηκε το Γ' τρίμηνο του 2011 και έκτοτε μειώθηκε μόνο κατά 2,8%, μια πτώση δεν είναι αρκετά μεγάλη για να υποστηρίξει την αύξηση των εξαγωγών μέσω της αύξησης της ανταγωνιστικότητας των τιμών.

Σχήμα 8 Αποπληθωριστές τιμών εξαγωγών αγαθών για επιλεγμένες χώρες της Ευρωζώνης (2006=100)



Πηγή: ΟΟΣΑ

Σχήμα 9 Αποπληθωριστές τιμών εξαγωγών υπηρεσιών για επιλεγμένες χώρες της Ευρωζώνης (2006=100)



Πηγή: ΟΟΣΑ

Στα σχήματα 8 και 9 αντιπαραβάλλουμε αυτούς τους δείκτες τιμών με εκείνους επιλεγμένων εταίρων της ευρωζώνης. Σύμφωνα με αυτούς τους δείκτες, η ανταγωνιστικότητα των τιμών στην Ελλάδα, στις αγορές εμπορευμάτων, συνέχισε να επιδεινώνεται μέχρι και το 2012, ενώ η πτώση των τιμών δεν ήταν αρκετά μεγάλη για να φέρει το δείκτη σε ευθυγράμμιση με εκείνους των εταίρων της.

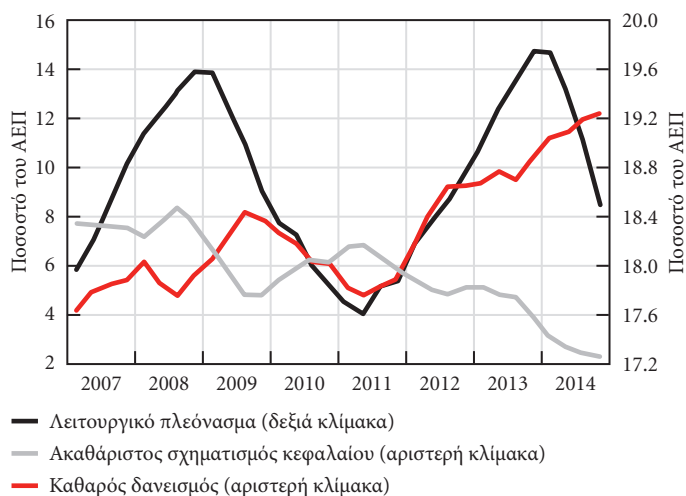
Ο τομέας της εξαγωγής υπηρεσιών, που περιλαμβάνει τον τουρισμό, είχε τη χειρότερη επίδοση τιμών μέχρι το 2012, αλλά τώρα η κατάσταση έχει βελτιωθεί κάπως, αν και όχι σε επαρκή βαθμό ώστε να βελτιωθούν γρήγορα οι εξαγωγές μέσω των αποτελεσμάτων της ελαστικότητας ως προς την τιμή.

Ένας από τους πυλώνες της στρατηγικής της τρόικας είναι η αντιμετώπιση των εξωτερικών ανισορροπιών της ελληνικής οικονομίας μέσω της «εσωτερικής υποτίμησης», δηλαδή μέσω της μείωσης των μισθών και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, τα οποία θα αυξήσουν την ανταγωνιστικότητα των τιμών. Αν και η εν λόγω στρατηγική υπήρξε πολύ αποτελεσματική όσον αφορά τη μείωση των ονομαστικών και πραγματικών μισθών, όπως τεκμηριώνεται παραπάνω στο σχήμα 4 και στον πίνακα 1, μέχρι στιγμής δεν έχει καταφέρει να προκαλέσει πτώση των τιμών σε σημείο που θα αντιμετώπισουν επαρκώς τις εμπορικές ανισορροπίες της χώρας. Ένας από τους λόγους που εξηγούν γιατί οι εγχώριες τιμές δεν έχουν μειωθεί είναι οι αυξήσεις στους έμμεσους φόρους: οι συντελεστές στους έμμεσους φόρους έχουν αυξηθεί κατά 2% από το τελευταίο τρίμηνο του 2013.

Η πρόσφατη δυναμική των εξαγωγών και των εισαγωγών φαίνεται να επιβεβαιώνει αυτό που αναφέραμε σε προηγούμενες εκθέσεις μας: η εισοδηματική ελαστικότητα είναι πιο σημαντική για το εμπόριο από την ελαστικότητα ως προς την τιμή και το μεγαλύτερο μέρος της βελτίωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προέρχεται από τη δραματική πτώση των εισαγωγών λόγω της μείωσης των εισοδημάτων, ενώ η βελτίωση των εξαγωγών αγαθών οφείλεται κυρίως σε αλλαγές στην εξειδίκευση (αύξηση σε δραστηριότητες που σχετίζονται με τα πετρελαϊκά προϊόντα) ή/και στην κατεύθυνση των εξαγωγών αγαθών (αύξηση των εμπορικών συναλλαγών με χώρες εκτός ευρωζώνης). Η αύξηση του τουρισμού εξηγείται εν μέρει από την αστάθεια σε χώρες όπως η Αίγυπτος, η Τουρκία και η ευρύτερη περιοχή της Μέσης Ανατολής, οι οποίες είναι άμεσοι ανταγωνιστές της Ελλάδας σε αυτό τον κλάδο. Επιπλέον, αν η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των τιμών έχει διαδραματίσει ρόλο στο ελληνικό εμπόριο, είναι μέχρι στιγμής ήσσονος σημασίας.

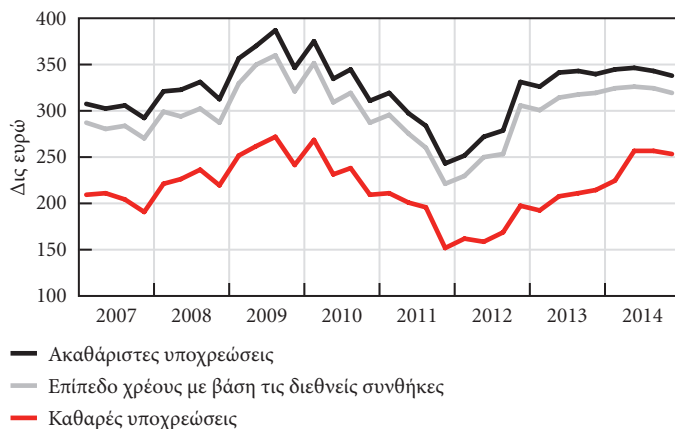
Όταν οι μισθοί μειώνονται ταχύτερα από τις τιμές, η κερδοφορία θα πρέπει να αυξάνεται. Στο σχήμα 10 αναφέρουμε δύο μετρήσεις: το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη-χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και τον καθαρό δανεισμό τους σε σχέση με το ΑΕΠ. Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα ανέκαμψε στα προ κρίσης επίπεδα προς το τέλος του 2013, αλλά συρρικνώθηκε και πάλι το 2014, πιθανότατα λόγω της αυξημένης φορολογίας. Η αύξηση του λειτουργικού πλεονάσματος των επιχειρήσεων δεν έχει μεταφρα-

Σχήμα 10 Ελλάδα: Κέρδη και επενδύσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Κυλιόμενος μέσος όρος τεσσάρων τριμήνων)



Πηγή: ΕλΣτατ

Σχήμα 11 Ελλάδα: Δημόσιο χρέος



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

στεί σε αύξηση των επενδύσεων, οι οποίες να συνεχίζουν να συρρικνώνονται. Οι επιχειρήσεις μπορεί να έχουν χρησιμοποιήσει τα μη διανεμόμενα κέρδη για απομόχλευση, όπως φαίνεται από την ισχυρή αύξηση στον καθαρό δανεισμό στο σχήμα 10.⁶ Επαναλαμβάνουμε, πως αν ο σκοπός της εσωτερικής υποτίμησης ήταν η αύξηση της κερδοφορίας προκειμένου να ανακάμψουν οι επενδύσεις, η εν λόγω στρατηγική έχει απλά καταφέρει να διατηρήσει τα κέρδη ενώπιον της μείωσης της παραγωγής και των πωλήσεων, και μόνο μέχρι το 2013, χωρίς καμία επίδραση στις επενδύσεις, όπως φαίνεται από την απότομη υποχώρηση του ακαθάριστου σχηματισμού κεφαλαίου.

Μια τελευταία λέξη σχετικά με την εσωτερική υποτίμηση και τον αποπληθωρισμό. Η μεγαλύτερη συμβολή στη μείωση των τιμών είναι οι δραστηριότητες στον κατασκευαστικό τομέα και στην αγορά ακινήτων (σχήμα 6), που οδήγησαν το εισόδημα από μισθώματα να συρρικνωθεί κατά 27% το 2013 σε σύγκριση με το 2006.⁷ Ο αποπληθωρισμός στην Ελλάδα λαμβάνει τη μορφή ως εκ τούτου μιας ελεύθερης πτώσης των μισθών, ενώ η πτώση των τιμών δεν ακολουθεί τον ίδιο ρυθμό, δημιουργώντας μια σημαντική πτώση του πραγματικού εισοδήματος που προκαλεί την κατάρρευση της εγχώριας ζήτησης.

Χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού και παθητικού

Ο δεύτερος πυλώνας του σχεδίου της τρόικας ήταν η μείωση του δημοσίου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Ο στόχος αυτός δεν έχει ακόμη επιτευχθεί και, μετά το «κούρεμα», το συνολικό χρέος έχει επιστρέψει σε ονομαστικούς όρους σχεδόν στα προ κρίσης επίπεδα του 2009 (σχήμα 11). Δεδομένου ότι το ΑΕΠ έχει μειωθεί, το χρέος ως

ποσοστό του ΑΕΠ έχει αυξηθεί σημαντικά κλείνοντας στο τέλος του 2014 στο 178,5% του ΑΕΠ από 106% του ΑΕΠ στο τέλος του 2011.

Γιατί αυξήθηκε το ακαθάριστο δημόσιο χρέος κατά την περίοδο της λιτότητας και μετά από ένα «κούρεμα»; Τα στοιχεία από τους μη-χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς της κυβέρνησης δείχνουν σωρευτικό καθαρό κρατικό δανεισμό της τάξης των 45.7 δισ. ευρώ για την περίοδο 2012-2014, το μεγαλύτερο μέρος του οποίου (τα 34 δισ. ευρώ) αποτελείται από κεφαλαιακές μεταβιβάσεις κυρίως προς τον τραπεζικό τομέα. Αν αφαιρέσουμε τις καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις που καταβλήθηκαν, το σωρευτικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου ανέρχεται σε 26.7 δισ. ευρώ, ενώ οι πληρωμές για τόκους ανήλθαν σε 24 δισ. ευρώ. Με άλλα λόγια, η αύξηση του δημοσίου χρέους κατά την περίοδο αυτή οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά σε πληρωμές προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Πώς χρησιμοποίησαν τα διεθνή δάνεια οι ελληνικές κυβερνήσεις; Προφανώς βοήθησαν στη χρηματοδότηση του συνολικού ελλείμματος, αλλά μια ανάλυση του τρόπου με τον οποίον τα διεθνή δάνεια τροποποίησαν την καθαρή θέση της κυβέρνησης και πόσο κεφάλαια παρέμειναν στο τέλος για να βοηθήσουν στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας έχει ενδιαφέρον.

Με τα διαθέσιμα στοιχεία από τη ροή κεφαλαίων που δημοσιεύθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδας, αλλά και τους τομεακούς λογαριασμούς που δημοσιεύθηκαν από την ΕΛΣΤΑΤ, έχουμε τα εξής:

Ξεκινάμε με τον υπολογισμό των ποσών που εισπράχθηκαν, χρησιμοποιώντας τον πίνακα «χρηματοοικονομικά στοιχεία παθητικού κατά τομέα διακράτησης» και εστιάζοντας στη γραμμή «μακροπρόθεσμα δάνεια από το εξωτερικό». Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των κεφαλαίων πήγε στη μείωση του υφιστάμενου αποθέματος του χρέους που κατέχεται στο εξωτερικό: η γραμμή 2 του

Πίνακας 2 Ελλάδα: Διεθνή δάνεια και πληρωμές της κυβέρνησης (Δις Ευρώ)

	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Πηγές κεφαλαίων						
1 Μακροπρόθεσμα δάνεια από το εξωτερικό	24.3	30.0	110.0	30.8	5.6	200.8
Χρήσεις κεφαλαίων						
2 Αγορές τίτλων από το εξωτερικό	19.9	24.4	44.3	8.0	7.8	104.5
3 Αγορά μετοχών του χρηματοπιστωτικού τομέα	0.2	0.9	0.0	19.0	0.0	20.2
4 Μεταβιβάσεις κεφαλαίων	3.7	3.8	8.6	23.4	1.9	41.4
5 Πληρωμές τόκων	13.2	15.1	9.7	7.3	7.0	52.3
6 Υπόλοιπο = 1 – (2+3+4+5)	-12.7	-14.2	47.3	-26.9	-11.1	-17.7

Πηγές: ΕλΣτατ, Τράπεζα της Ελλάδος

πίνακα 2 προκύπτει από τη μεταβολή στα μακροπρόθεσμα κρατικά χρεόγραφα που διακρατούνται στο εξωτερικό και η οποία είναι αρνητική από το 2010 και μετά. Μια αρνητική μεταβολή των στοιχείων του παθητικού είναι ισοδύναμη με την επαναγορά του υφιστάμενου αποθέματος του χρέους, αν και το ίδιο αποτέλεσμα επιτυγχάνεται όταν ο εγχώριος ιδιωτικός τομέας αναχρηματοδοτεί αυτά τα χρεόγραφα με τη λήξη τους. Ένα άλλο μεγάλο μέρος έχει μεταφερθεί στον εγχώριο χρηματοπιστωτικό τομέα είτε με την αγορά μετοχών (γραμμή 3 του πίνακα 2, που ελήφθη από τα στοιχεία σχετικά με τις ροές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που αποκτήθηκαν από την κυβέρνηση και έχουν εκδοθεί από τον εγχώριο χρηματοπιστωτικό τομέα) είτε μέσω κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (γραμμή 4 στον πίνακα 2, η οποία αναφέρει τις συνολικές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις από το κράτος).

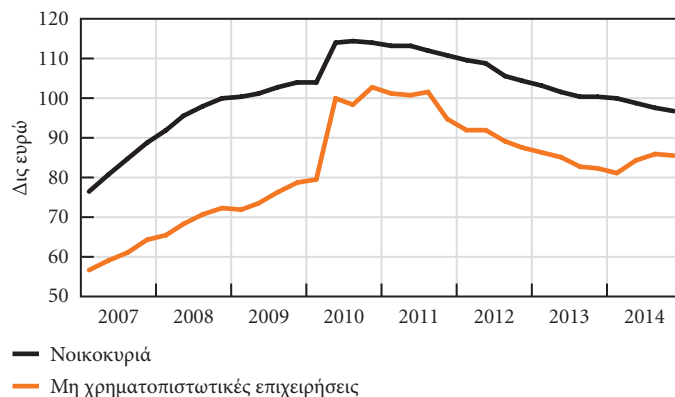
Αν προσθέσουμε τις συνολικές δαπάνες της γενικής κυβέρνησης για τις πληρωμές τόκων (γραμμή 5), παρατηρούμε ότι, συνολικά, τα διεθνή δάνεια δεν επαρκούσαν για την κάλυψη αυτών των εξόδων.

Θα μπορούσε να υποστηριχθεί, συνεπώς, ότι, αν η ελληνική κυβέρνηση δεν είχε προχωρήσει στην ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών, μια μεγάλη τραπεζική κρίση θα είχε ακόμη σκληρότερες συνέπειες για τους Έλληνες πολίτες. Από την άλλη πλευρά, οι εν λόγω πόροι δεν διοχετεύθηκαν ποτέ προς την πραγματική οικονομία. Όλοι οι οφειλέτες (νοικοκυριά με στεγαστικά δάνεια, μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με δάνεια) που έχουν βιώσει σοβαρή μείωση του εισοδήματός τους δεν είναι πλέον σε θέση να ανταποκριθούν στις οικονομικές τους υποχρεώσεις, πράγμα που συνεπάγεται μια νέα και ενδεχομένως μεγάλη μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων του ελληνικού χρηματοπιστωτικού τομέα, απαιτώντας περισσότερη κυβερνητική παρέμβαση.

Το χρέος του ιδιωτικού τομέα εξακολουθεί να είναι πολύ μεγάλο σε σχέση με το εισόδημα. Το σχήμα 12 καταγράφει τα ποσά των μακροπρόθεσμων δανείων⁸ που εκκρεμούν και για τα νοικοκυριά και για τις μη-χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις. Εκφράζονται φόβοι ότι ακόμη και το 50% αυτού του χρέους, το οποίο αναλογεί σε 176 δισ. ευρώ, μπορεί να μην αποπληρωθεί, προκαλώντας μια άλλη κατάρρευση στην πλευρά του ενεργητικού του ισολογισμού του ήδη επισφαλούς ελληνικού χρηματοπιστωτικού τομέα.

Είχαμε επισημάνει στην έκθεσή μας το περασμένο καλοκαίρι (Papadimitriou et.al. 2014b) ότι τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια των ελληνικών τραπεζών είναι ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και από τα μεγάλα συμπτώματα της παγίδας του χρέους-αποπληθωρισμού στην οποία έχει εμπλακεί η ελληνική οικονομία.

Σχήμα 12 Ελλάδα: Εκκρεμή μακροπρόθεσμα δάνεια



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Τα στοιχεία από την Ελληνική και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έδειχναν μία τεράστια αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων κατά τη διάρκεια της κρίσης μέχρι το τέλος του 2013—την τελευταία περίοδο για την οποία υπήρχαν τότε διαθέσιμα στοιχεία. Ένα χρόνο αργότερα, τα νέα στοιχεία δείχνουν ότι η αυξητική τάση των μη εξυπηρετούμενων δανείων συνεχίστηκε.

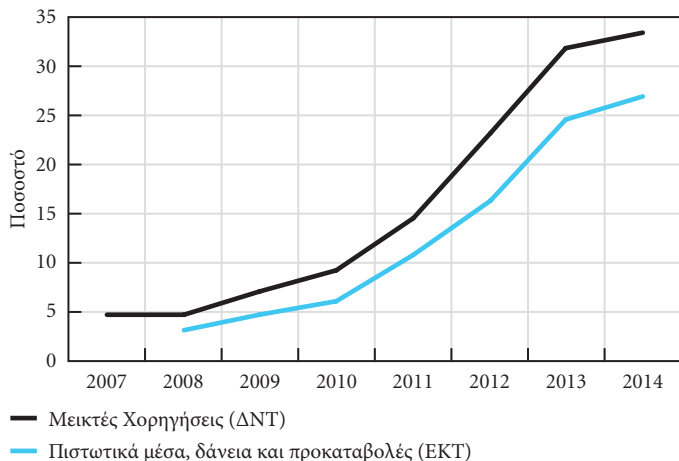
Τα στοιχεία από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για τα συνολικά ακαθάριστα επισφαλή και μη εξυπηρετούμενα δάνεια ως ποσοστό του συνόλου των χρεωστικών τίτλων, του συνόλου των δανείων και των προκαταβολών εμφανίζονται στο σχήμα 13.⁹ Το σχήμα 13 δείχνει ότι τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αυξήθηκαν στο 27% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2014 από 3% το 2008.

Σε απόλυτους αριθμούς, αυτό σημαίνει ότι τα συνολικά ακαθάριστα επισφαλή και μη εξυπηρετούμενα δάνεια έφθασαν στα 78 δισ. ευρώ το δεύτερο εξάμηνο του 2014 από 9.7 δισ. ευρώ το 2008.

Το σχήμα 13 περιλαμβάνει επίσης στοιχεία από την Έκθεση του ΔΝΤ για τη Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, η οποία καλύπτει την περίοδο 2007-2014. Η εικόνα που προκύπτει είναι παρόμοια με εκείνη της εκτίμησης της ΕΚΤ: τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια ως ποσοστό των συνολικών δανείων συνέχισαν να αυξάνονται κατά τη διάρκεια του 2014, αν και με βραδύτερο ρυθμό.

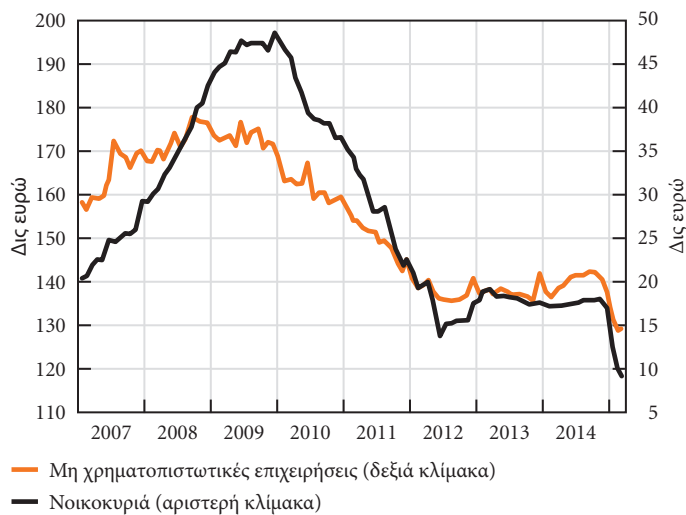
Εν τω μεταξύ, ο φόβος των δυνητικών τραπεζικών ζημιών, όπως εμφανίζεται στο σχήμα 14, προκαλεί δραματική πτώση στις τραπεζικές καταθέσεις των νοικοκυριών στις ελληνικές τράπεζες, με τη μείωση των καταθέσεων να ανέρχεται σε 118 δισ. ευρώ τον Μάρτιο του 2015 και να μειώνονται κατά 16 δισ. ευρώ μόνο τους τρεις πρώτους μήνες του 2015.

Σχήμα 13 Ελλάδα: Μη εξυπηρετούμενα δάνεια



Πηγές: ΕΚΤ, ΔΝΤ

Σχήμα 14 Ελλάδα: Εκκρεμείς καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικού τομέα



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Θα ανακάμψει η Ελλάδα;

Οι προβλέψεις σχετικά με το μέλλον της οικονομίας εξαρτώνται πάντα από μια σειρά υποθέσεις που μπορεί να πέσουν έξω. Η τρέχουσα κατάσταση στην Ελλάδα είναι ακόμη πιο προβληματική όσον αφορά τις προβλέψεις δεδομένου ότι η αποτυχία επίτευξης γρήγορης συμφωνίας ανάμεσα στη νέα κυβέρνηση και στους «θεσμούς» έχει θέσει την οικονομία σε μια κατάσταση θεμελιώδους αβεβαιότητας.¹⁰

Η αβεβαιότητα αυτή εκδηλώνεται, για παράδειγμα, με τη ραγδαία πτώση των τραπεζικών καταθέσεων των νοικοκυριών, όπως φαίνεται στο σχήμα 14. Ο φόβος των έκτακτων μέτρων για την εξασφάλιση ρευστότητας προκειμένου να εκπληρωθούν οι υποχρεώσεις ή/και ο φόβος της μετατροπής των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε ένα νέο εθνικό νόμισμα οδήγησε τα νοικοκυριά στο να αποσύρουν από τις τραπεζικές τους καταθέσεις πάνω από 16 δις. ευρώ (πάνω από 12%) μόνο κατά τους τρεις πρώτους μήνες του 2015. Ανεπιβεβαίωτες πληροφορίες αναφέρουν πως οι εκκρεμές καταθέσεων έχουν φθάσει στα 30 δις. ευρώ στα τέλη Απριλίου 2015.

Σχεδόν όλο το ποσοστό του ελληνικού δημοσίου χρέους διακρατείται από το ΔΝΤ, την ΕΚΤ και τους εταίρους της ευρωζώνης μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ). Οι εταίροι είναι απρόθυμοι να μετακυλήσουν ληξιπρόθεσμα χρέη. Οι τελευταίες πληρωμές τον Απρίλιο και τον Μάιο για ληξιπρόθεσμο χρέος και τόκους προς το ΔΝΤ ανάγκασε την κυβέρνηση να στραγγίξει τη ρευστότητα όπου ήταν διαθέσιμη, ενώ υπήρχαν φήμες περί έλλειψης ρευστότητας ακόμη και για την κάλυψη των απλών κυβερνητικών δαπανών. Υπάρχουν επίσης φήμες σχετικά με την είσπραξη φορολογικών εσόδων, από τον Ιανουάριο του 2015, που κυμαίνονται σε επίπεδα χαμηλότερα από τα αναμενόμενα, κάτι το οποίο συμβάλλει στην έλλειψη ρευστότητας. Επιπλέον, και ίσως ακόμη πιο σημαντικό, η ΕΚΤ προειδοποιεί για ένα βαθύτερο κύμα του δημοσίου χρέους που χρησιμοποιείται ως εγγύηση για την παροχή ρευστότητας μέσω ΕΛΑ.

Εάν δεν επιτευχθεί συμφωνία και οι θεσμοί επιμένουν στην αποπληρωμή του χρέους, η χρεοκοπία για την Ελλάδα εντός της ευρωζώνης ή ακόμη και η έξοδος από την ευρωζώνη θα είναι αναπόφευκτη. Η έκβαση αυτή θα ήταν αποτέλεσμα μιας παράλογης συμπεριφοράς εκ μέρους των θεσμικών οργάνων της ΕΕ στις Βρυξέλλες, δεδομένου ότι το κόστος μιας ελληνικής χρεοκοπίας θα είναι μεγαλύτερο από αυτό που θα προκύψει από μια συμφωνία. Ένα άλλο πιθανό αποτέλεσμα είναι να αποδεχθεί η νέα κυβέρνηση τους όρους των μνημονίων και να εφαρμόσει περαιτέρω δημοσιονομική λιτότητα. Ωστόσο, δεδομένου του γεγονότος ότι η Ελλάδα έχει πετύχει πρωτογενές πλεόνασμα, έστω και σε μικρό ποσοστό, ενώ ακόμη και κάποια από τα θεσμικά όργανα της ΕΕ στις Βρυξέλλες κατανοούν τώρα ότι η δημοσιονομική λιτότητα συνεπάγεται περαιτέρω μείωση του ΑΕΠ, ο εξαναγκασμός της κυβέρνησης να συνεχίσει την περικοπή της απασχόλησης στον δημόσιο τομέα δεν θα ήταν αποτελεσματικός και θα προκαλούσε περαιτέρω ζημιά στον ήδη βαριά λαβωμένο από την κρίση ελληνικό λαό.

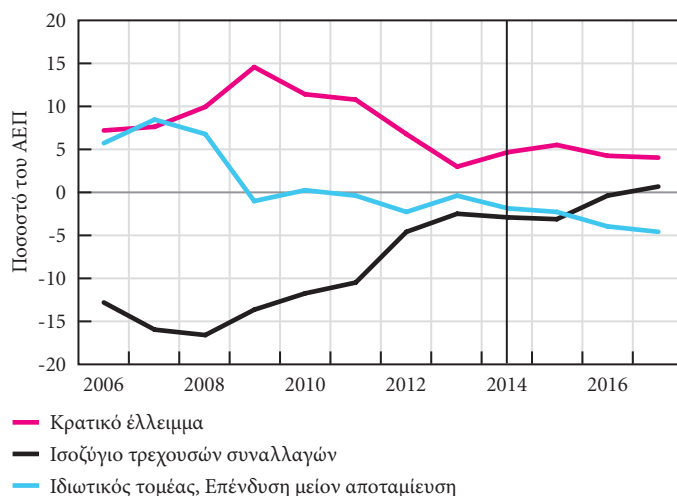
Όπως συνηθίζουμε πάντα με τις εκθέσεις μας, ξεκινάμε με προβλέψεις σεναρίου βάσης. Υιοθετούμε μια ενδιάμεση στάση για το πρώτο σενάριο βάσης, υποθέτοντας ότι θα υπάρξει σύντομα μια συμφωνία, η οποία δεν απαιτεί περαιτέρω δημοσιονομική λιτότητα, ενώ οι δόσεις για το ληξιπρόθεσμο χρέος αναχρηματοδοτούνται με επιτόκια που επικρατούν στις πράξεις της ΕΚΤ και οι πληρωμές των επιτοκίων καταβάλλονται κανονικά.

Διαμορφώσαμε το σενάριο βάσης ακολουθώντας τη συνήθη στρατηγική μας, η οποία υιοθετεί «ουδέτερες» παραδοχές όσον αφορά τους εξωγενείς παράγοντες που καθορίζουν τα αποθέματα-ροές του μακροοικονομικού μοντέλου μας. Η αύξηση των εισοδημάτων και των τιμών των ελληνικών εμπορικών εταίρων προέρχεται από τη βάση δεδομένων του «World Economic Outlook» του ΔΝΤ, ενώ η μέτρηση της εξωτερικής ζήτησης για τα ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες υπολογίζεται από τα μερίδια στις εξαγωγές των μεγαλύτερων εμπορικών εταίρων της Ελλάδας. Υποθέτουμε μία σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου (στα σημερινά χαμηλά επίπεδα), σταθερό το επίπεδο των επιτοκίων, αρνητικά επίπεδα πληθωρισμού μέχρι το τέλος του 2015 και στη συνέχεια μηδενικά, ενώ οι τιμές των μετοχών και των κατοικιών θα παραμείνουν σταθερές.

Επίσης υποθέτουμε ότι η αύξηση των δημοσίων δαπανών για αγαθά και υπηρεσίες θα είναι μέτρια, στο 1% σε πραγματικούς όρους, ενώ υποθέτουμε ότι ο συντελεστής άμεσης φορολογίας, ο οποίος μειώθηκε κατά τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες μεταξύ του πρώτου τριμήνου και του τελευταίου τριμήνου του 2014, αυξάνεται το 2015 στα επίπεδα του 2013 και στη συνέχεια παραμένει σταθερός. Σύμφωνα με αυτή την παραδοχή, το μακροοικονομικό μοντέλο που χρησιμοποιούμε προβλέπει περαιτέρω μείωση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 1,4% το 2015, καθώς η πτώση της ιδιωτικής ζήτησης υπερβαίνει την αύξηση της τουριστικής δραστηριότητας.

Η μείωση του πραγματικού ΑΕΠ το 2015 οφείλεται στη μεγάλη μείωση των ιδιωτικών δαπανών, που μόνο εν μέρει αντισταθμίστηκαν από την αύξηση του τουρισμού. Θα πρέπει να έχουμε κατά νου ότι ο ιδιωτικός μη-χρηματοπιστωτικός τομέας εξακολουθεί να βρίσκεται σε κατάσταση απομόχλευσης, και στις προβλέψεις μας θεωρούμε ότι αυτό θα συνεχιστεί. Ως συνέπεια της πτώσης του ΑΕΠ, τα μικρά επίπεδα πρωτογενούς πλεονάσματος που επιτεύχθηκαν το 2014 διαβρώνονται. Υποθέτουμε ότι οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις προς το κράτος, που ήταν περίπου 4 δισ. ευρώ το 2014 και περίπου 6 δισ. ευρώ το 2013, επιστρέφουν σε χαμηλότερα επίπεδα, πιο κοντά στον μέσο όρο που επικρατούσε πριν από την κρίση, κάτι που εξηγεί εν μέρει την προβλεπόμενη

Σχήμα 15 Ελλάδα: Ισοζύγια των κύριων τομέων



Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων

αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος και τη μείωση του πρωτογενούς πλεονάσματος, όπως φαίνεται στον πίνακα 3.

Στο σχήμα 15 απεικονίζονται οι προβλεπόμενες διαδρομές των τριών χρηματοοικονομικών ισοζυγίων. Το τρέχον δημοσιονομικό έλλειμμα (δηλαδή χωρίς να ληφθούν υπόψη οι καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις) παραμένει σχεδόν σταθερό. Το δημόσιο χρέος, ωστόσο, συνεχίζει να αυξάνεται σε σχέση με το ΑΕΠ και αρχίζει να μειώνεται μόνο όταν η βελτίωση στα έσοδα από τον τουρισμό αποκαθιστά την ανάπτυξη από το 2016 και μετά.

Προβλέπουμε ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (χωρίς καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις) παραμένει σταθερό το 2015 και θα αυξάνεται από το 2016 και μετά, κυρίως λόγω της αύξησης των εξαγωγικών υπηρεσιών. Υποθέτουμε ότι οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις από το εξωτερικό, οι οποίες ήταν σχεδόν 12 δισ. ευρώ ζ το 2014, επανέρχονται στον μέσο όρο που επικρατούσε πριν από την κρίση, και αυτό εξηγεί την επιδείνωση του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών στον πίνακα 3.

Η απασχόληση παραμένει σχετικά σταθερή, ενώ το ίδιο συμβαίνει και με το ποσοστό ανεργίας, το οποίο δεν αρχίζει να μειώνεται παρά μόνο μέχρι το 2017.

Ο ισολογισμός του ιδιωτικού τομέα στο σχήμα 15 δείχνει ότι, ως συνέπεια των δημοσιονομικών συνθηκών και της αβεβαιότητας, οι επενδύσεις δεν θα ανακάμψουν και ότι τόσο τα νοικοκυριά όσο και οι μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις θα συνεχίσουν την απομόχλευση: όσο το ισοζύγιο είναι κάτω από το σημείο μηδέν, ο ιδιωτικός

τομέας έχει χρηματοοικονομικό πλεόνασμα που επιτρέπει την αύξηση στα καθαρά χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού, που πιθανότατα χρησιμοποιείται για τη μείωση του επιπέδου του ανεξόφλητου χρέους.

Εν ολίγοις, το υπόδειγμά μας δείχνει ότι σε περίπτωση που θα επιτραπεί στην Ελλάδα να μετακυλήσει το υφιστάμενο χρέος της, αλλά σταματά να λαμβάνει πρόσθετη εξωτερική χρηματοδότηση και δεν είναι σε θέση να ασκήσει επεκτατικές πολιτικές, η χώρα θα υποφέρει ένα ακόμα έτος (ή και περισσότερα) ύφεσης και θα ανακάμψει αργά κυρίως λόγω της βελτίωσης στον τομέα του τουρισμού.

Περισσότερη αισιοδοξία;

Το βασικό σενάριο των προβλέψεων μας στον πίνακα 3 μπορεί να αποδειχθεί ότι είναι υπερβολικά απαισιόδοξο αν πράγματι επιτευχθεί μια καλή συμφωνία με τους θεσμούς, αν υλοποιηθούν οι προβλέψεις για αύξηση του τουρισμού κατά 10% έναντι του 2014, και αν αποκατασταθεί η επιχειρηματική εμπιστοσύνη που θα τονώσει τις ιδιωτικές επενδύσεις. Αυτό σημαίνει ότι οι υφιστάμενες δόσεις για το ληξιπρόθεσμο χρέος θα αναχρηματοδοτηθούν υπό τις τρέχουσες ευνοϊκές συνθήκες, ενώ υποθέτουμε ότι, στην περίπτωση αυτή, η κυβέρνηση συνεχίζει την καταβολή τόκων επί του υφιστάμενου χρέους.

Για το «αισιόδοξο» σενάριο υποθέτουμε ότι πραγματοποιούνται επιπρόσθετες επενδύσεις της τάξης των περίπου 1 δισ. ευρώ κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2015 και ότι οι εξαγωγές υπηρεσιών (τουρισμός) αυξάνονται κατά 10% σε σχέση με το «α απαισιόδοξο» σενάριο. Στο πλαίσιο αυτών των υποθέσεων, το πραγματικό ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 0,97% το 2015. Το «αισιόδοξο» βασικό σενάριο δείχνει βελτίωση το 2015 στο πρωτογενές έλλειμμα, το οποίο μετατρέπεται σε πλεόνασμα από το 2016 και μετά.

Οι αισιόδοξες προβλέψεις μας δείχνουν ότι, εάν αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2015, οι σημαντικότερες επιπτώσεις θα γίνουν αισθητές κυρίως το επόμενο έτος. Το πραγματικό ΑΕΠ θα αυξηθεί επίσης το 2015, αλλά όχι αρκετά γρήγορα ώστε να έχει σημαντική επίδραση στο ποσοστό ανεργίας. Σε αυτό το πιο αισιόδοξο σενάριο αναφοράς, δημιουργούνται 160 επιπλέον χιλιάδες θέσεις εργασίας προς το τέλος της περιόδου προσομοίωσης. Ωστόσο, η αύξηση των νέων θέσεων εργασίας δεν μπορεί να θεωρηθεί σημαντική δεδομένου του σημερινού αριθμού ανέργων.

Είναι σημαντικό να τονίσουμε και πάλι ότι τα αποτελέσματα μας εξαρτώνται από την εγκατάλειψη του προγράμματος δημοσιονομικής λιτότητας που εξακολουθούν να απαιτούν οι θεσμοί. Σε

αντίθετη περίπτωση, αν η κυβέρνηση μειώσει περαιτέρω τη δημόσια απασχόληση και τις συντάξεις, το πραγματικό ΑΕΠ και η ανεργία θα κυμανθούν σε πολύ χειρότερα επίπεδα από αυτά που προβάλλουμε.

Πίνακας 3 Ελλάδα: Προβολές «α απαισιόδοξου» σεναρίου βάσης

	2014	2015	2016	2017
Πραγματικό ΑΕΠ (ποσοστιαία αύξηση)	0.70	-1.40	-0.12	1.12
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	-3.56	-5.46	-4.30	-3.92
Πρωτογενές έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	0.35	-1.44	-0.13	0.29
Δημόσιο χρέος (ποσοστό του ΑΕΠ)	182.5	193.9	198.8	199.1
Εξωτερικό ισοζύγιο (ποσοστό του ΑΕΠ)	3.66	-1.28	1.45	2.53
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	32.9	34.5	36.7	38.3
Εξαγωγές υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	15.6	16.8	18.3	19.6
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	35.3	37.0	36.5	37.0
Απασχόληση (εκατομμύρια)	3.527	3.467	3.471	3.527

Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων

Πίνακας 4 Ελλάδα: Προβολές «αισιόδοξου» σεναρίου βάσης

	2014	2015	2016	2017
Πραγματικό ΑΕΠ (ποσοστιαία αύξηση)	0.70	0.97	2.88	1.43
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	-3.56	-4.67	-2.44	-1.87
Πρωτογενές έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	0.35	-0.74	1.48	2.01
Δημόσιο χρέος (ποσοστό του ΑΕΠ)	182.5	188.6	185.9	183.8
Εξωτερικό ισοζύγιο (ποσοστό του ΑΕΠ)	3.66	-0.21	2.83	3.82
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	32.9	35.3	38.2	39.9
Εξαγωγές υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	15.6	18.1	20.9	22.2
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	35.3	36.8	36.7	37.3
Απασχόληση (εκατομμύρια)	3.527	3.491	3.563	3.640

Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων

Σενάριο 1. Πρόταση εισαγωγής «Geuro» στην Ελλάδα

Προχωράμε στη συνέχεια στην προσομοίωση του υποδείγματός μας για την εκτίμηση των επιπτώσεων της εισαγωγής εναλλακτικών χρηματοδοτικών μέσων, τα οποία είναι συμβατά με τη διατήρηση του ευρώ ως νόμιμο νόμισμα. Βέβαια, έχουμε επίγνωση του γεγονότος ότι η κυβέρνηση απορρίπτει αυτού του είδους τις ρυθμίσεις, αλλά τις παρουσιάζουμε στο πλαίσιο των πρόσφατων αναφορών στον τύπο ότι έχουν ξεταστεί από την ΕΚΤ, το ΔΝΤ και ακόμη και από τον Γερμανό υπουργό Οικονομικών Βόλφγκανγκ Σόμπλε. Όλοι, φυσικά, έχουν αρνηθεί ότι ισχύει κάτι τέτοιο.

Η πρώτη επιλογή που εξετάζουμε είναι μια επικαιροποιημένη έκδοση της πρότασής μας στην έκθεση Papadimitriou et al. (2014a), που αφορά την έκδοση ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου και για τα οποία έχουμε υιοθετήσει τον όρο «Geuro» όπως προτάθηκε από τον Mayer (2012). Αυτά τα ομόλογα δε θα φέρουν επιτόκιο, θα είναι «διαρκή ομόλογα» (καμία εξόφληση κεφαλαίου, καμία αποπληρωμή/εξαργύρωση και καμία αύξηση χρέους) και μεταβιβάσιμα. Για όλους τους πρακτικούς σκοπούς, το «Geuro» θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως χρήμα, αλλά η κυβέρνηση δεν θα προχωρά στην επανέκφραση των υφιστάμενων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων σε «Geuro» ούτε θα απαιτεί τον διακανονισμό των ιδιωτικών συναλλαγών σε «Geuro». ¹¹

Το «Geuro» θα πρέπει να είναι μετατρέψιμο σε μία μόνο κατεύθυνση, από ευρώ σε «Geuro», προκειμένου να αποφευχθούν οι κερδοσκοπικές επιθέσεις, να περιοριστεί η χρήση του στην εγχώρια αγορά και να περιοριστεί η δυνατότητα της μεταβίβασης των καταθέσεων σε ευρώ εκτός της χώρας. Ανεπίσημες συζητήσεις με αξιωματούχους της ΕΚΤ κατέστησαν σαφές ότι η έκδοση του «Geuro» θα είναι μια δημοσιονομική πολιτική απόφαση, ότι δεν θα παρεμβαίνει με τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και, ως εκ τούτου, θα ήταν συμβατή με τη διατήρηση του ευρώ ως το νόμιμο νόμισμα.

Το «Geuro» θα πρέπει να εκδοθεί για δύο λόγους: (1) για την αποκατάσταση της ρευστότητας στην εγχώρια οικονομία, όπου η ρευστότητα σε ευρώ στερεύει εξαιτίας της ανάγκης να τηρήσει η κυβέρνηση τις δεσμεύσεις της προς τους ξένους πιστωτές από φόβο απώλειας κεφαλαίων ή/και έκτακτων φορολογικών μέτρων εκ μέρους εκείνων οι οποίοι εξακολουθούν να κατέχουν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, και (2) για την παροχή ρευστότητας για πρόσθετες κρατικές δαπάνες, προκειμένου να προσφερθεί στήριξη στην απασχόληση και να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στην ανάκαμψη της οικονομίας μεταξύ των ιδιωτών επενδυτών. Τα ποσά

στα οποία θα κυκλοφορήσει το «Geuro» θα πρέπει να καθορίζονται με μεγάλη προσοχή, προκειμένου να περιοριστεί ο κίνδυνος του πληθωρισμού και οι πιέσεις για άμεση υποτίμηση του «Geuro» έναντι της ονομαστικής του αξίας. (Το προτιμώμενο θεσμικό όργανο επιφορτισμένο με την ευθύνη της έκδοσης του «Geuro» είναι η ελληνική κεντρική τράπεζα ή κάποια άλλη ανεξάρτητη χρηματοοικονομική αρχή.) Για τους λόγους αυτούς, το «Geuro» θα γίνεται δεκτό *pari passu* (με ίδιους όρους) από την κυβέρνηση για τις πληρωμές των φόρων, για μέχρι και το 20% του συνόλου των υποχρεώσεων του ιδιωτικού τομέα προς το κράτος, δηλαδή για άμεσους και έμμεσους φόρους, καθώς και για την πληρωμή κοινωνικών εισφορών.

Από τον τελευταίο πίνακα του μη-χρηματοοικονομικού λογαριασμού της γενικής κυβέρνησης, παρατηρούμε ότι, το 2014, η κυβέρνηση έλαβε 22 δισ. ευρώ από «φόρους επί των προϊόντων», 16,8 δισ. ευρώ από «φόρους εισοδήματος και περιουσίας» και 24 δισ. ευρώ από «κοινωνικές εισφορές». Επιτρέποντας στους φορολογούμενους να χρησιμοποιούν το «Geuro» έως και για το 20% των υποχρεώσεων τους συνεπάγεται ότι θα απαιτούνται και θα χρησιμοποιούνται έως και 12,6 δισ. «Geuro» κάθε χρόνο μόνο για συναλλαγές με το δημόσιο.

Από την ίδια πηγή, παρατηρούμε επίσης ότι, το 2014, η κυβέρνηση κατέβαλε 21 δισ. ευρώ σε «απολαβές εργαζομένων» και 33,7 δισ. ευρώ ως κοινωνικές παροχές. Στο σενάριο μας, υποθέτουμε ότι το 30% των εν λόγω πληρωμών θα γίνονται σε «Geuro», αρχής γενομένης από το Γ' τρίμηνο του 2015, κάτι που ισοδυναμεί σε 16,4 δισ. ευρώ. Αν αυτή ήταν η μόνη χρήση του «Geuro» δεν θα υπήρχε καμία επίπτωση στην οικονομία, δεδομένου ότι οι μικρές σε όγκο κρατικές πληρωμές σε ευρώ θα καλύπτονταν από μικρά σε μέγεθος εισοδήματα σε ευρώ και η κυκλοφορία του «Geuro» θα «καταστρεφόταν» πλήρως, καθώς θα χρησιμοποιούταν για την πληρωμή φόρων κατά το ίδιο έτος. Όπως προαναφέρθηκε, η δημιουργία του «Geuro» έχει νόημα μόνο αν μπορεί να χρηματοδοτήσει πρόσθετες δαπάνες και να παρέχει πρόσθετη ρευστότητα στον μη-χρηματοπιστωτικό τομέα.

Ένας τρόπος για να αυξηθεί η ρευστότητα μέσω της έκδοσης του «Geuro» μπορεί να είναι η επιστροφή χρημάτων προς τον εγχώριο τραπεζικό κλάδο για εκκρεμή δάνεια προς το κράτος, τα οποία ανέρχονταν στο τέλος του 2014 σε 4 δισ. ευρώ για βραχυπρόθεσμα δάνεια και σε 6,8 δισ. ευρώ για μακροπρόθεσμα δάνεια (εξαιρουμένων των δανείων από την κεντρική τράπεζα), χρέος συνολικού ύψους περίπου 10,8 δισ. ευρώ. Η αύξηση της ρευστότητας

των ελληνικών τραπεζών, αν και σε «Geuro», θα συμβάλει στην αύξηση της κυκλοφορίας του «Geuro» μέσω του δανεισμού του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα. Αυτή η πρόσθετη «κυκλοφορία» του «Geuro» θα βελτιώσει τον ισολογισμό του χρηματοπιστωτικού τομέα, αλλά δεν θα παράσχει την αναγκαία ώθηση στη συνολική ζήτηση που χρειάζεται η Ελλάδα, εκτός και αν επαναχρησιμοποιηθεί με τη μορφή δανεισμού για τις δαπάνες του ιδιωτικού τομέα τόσο για σκοπούς κατανάλωσης όσο και για επενδύσεις.

Προτείνουμε, λοιπόν, όπως και στην έκθεση Papadimitriou et al. (2014a), να χρησιμοποιηθεί η κυκλοφορία του «Geuro» για τη χρηματοδότηση ενός προγράμματος άμεσης δημιουργίας θέσεων απασχόλησης, στα πλαίσια της ιδέας του εργοδότη έσχατης καταφυγής. Οι λεπτομέρειες αυτών των προτάσεων παρουσιάζονται στην έκθεση των Antonopoulos et al. (2014). Εν ολίγοις, η κυβέρνηση θα προσφέρει θέσεις εργασίας με έναν ελάχιστο μισθό για την παραγωγή δημοσίων αγαθών σε οποιονδήποτε είναι ικανός και πρόθυμος να εργαστεί. Το επίπεδο των μισθών θα πρέπει να είναι αρκετά χαμηλό ώστε να κάνει την απασχόληση στον ιδιωτικό τομέα πιο ελκυστική, αλλά αρκετά υψηλό ώστε να διασφαλιστεί ένα αξιοπρεπές επίπεδο διαβίωσης.

Αν υποθέσουμε την απασχόληση 550 χιλιάδων ανέργων με μηνιαίο ακαθάριστο μισθό τα 586 ευρώ (δηλαδή τον κατώτερο μισθό που καθιερώθηκε την εποχή της τρόικα), οι ετήσιες πληρωμές ανέρχονται σε 7,5 δισ. ευρώ, με το ετήσιο κόστος του προγράμματος να περιλαμβάνει άμεσες και έμμεσες δαπάνες (επιδόματα και εισφορές κοινωνικής ασφάλισης για τους εργαζόμενους), ενδιάμεση κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και έμμεσους και έμμεσους φόρους. Υποθέτουμε, με βάση αυτό το σενάριο, ότι το πρόγραμμα υλοποιείται σταδιακά, αρχής γενομένης από το Γ' τρίμηνο του 2015, δημιουργώντας περίπου 100 χιλιάδες επιπλέον θέσεις εργασίας ανά τρίμηνο για τα επόμενα δύο χρόνια.

Δεδομένου ότι η κυβέρνηση θα «γλιτώσει» ευρώ από τις συντάξεις και τους μισθούς των υφιστάμενων εργαζομένων στο δημόσιο τομέα, οι οποίοι θα λαμβάνουν το 30% των μισθών τους σε «Geuro», δεν υπάρχει καμία ανάγκη να χρηματοδοτείται το πρόγραμμα του εργοδότη ύστατης καταφυγής εξ ολοκλήρου σε «Geuro». Προτείνουμε ότι μέχρι και το 50% των μισθών στα προγράμματα του εργοδότη έσχατης καταφυγής θα καταβάλλονται σε ευρώ και το υπόλοιπο 50% σε «Geuro», για μια πρόσθετη συνολική ώθηση στην οικονομία της τάξης των περίπου 7,5 δισ. ισοδύναμων ευρώ ανά έτος.

Πίνακας 5 Ελλάδα: Προβολές σεναρίου Geuro

	2014	2015	2016	2017
Πραγματικό ΑΕΠ (ποσοστιαία αύξηση)	0.70	3.68	5.93	1.46
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	-3.56	-5.95	-4.73	-4.13
Πρωτογενές έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	0.35	-2.11	-0.95	-0.31
Δημόσιο χρέος (ποσοστό του ΑΕΠ)	182.5	185.4	180.3	180.5
Εξωτερικό ισοζύγιο (ποσοστό του ΑΕΠ)	3.66	-0.57	1.31	1.98
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	32.9	34.5	36.3	37.9
Εξαγωγές υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	15.6	17.7	19.8	21.1
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	35.3	36.3	36.2	37.0
Απασχόληση (εκατομμύρια)	3.527	3.690	4.063	4.459
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης σε Geuro (ποσοστό του ΑΕΠ)	0	-2.81	-3.5	-3.2
Έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης σε Ευρώ (ποσοστό του ΑΕΠ)	-3.56	-3.13	-1.25	-0.88
Πρωτογενές έλλειμμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης σε Ευρώ (ποσοστό του ΑΕΠ)	0.35	0.70	2.53	2.94
Δημόσιο χρέος σε Ευρώ (ποσοστό του ΑΕΠ)	182.5	182.6	174.1	171.2

Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων

Προσομοιώνουμε την πρότασή μας επί του «αισιόδοξου» αρχικού σεναρίου που αναφέρεται στον πίνακα 4. Σύμφωνα με το υπόδειγμά μας, τα μέτρα τόνωσης θα είναι αποτελεσματικά για την επανεκκίνηση της οικονομίας, με το πραγματικό ΑΕΠ να αυξάνεται σημαντικά το 2015, και ακόμη περισσότερο το 2016, ενώ θα επιβραδυνθεί το 2017 όταν η ανάκαμψη του ιδιωτικού τομέα θα μειώσει την ανάγκη για πρόσθετες θέσεις εργασίας και το πρόγραμμα του εργοδότη έσχατης καταφυγής θα αρχίσει σταδιακά να υποχωρεί. Η κυβέρνηση μπορεί επίσης να επιλέξει τη χρηματοδότηση επενδύσεων σε βασικούς τομείς είτε με εξαγωγικό προσανατολισμό είτε με στόχο την υποκατάσταση εισαγωγών με αγαθά που παράγονται εγχωρίως.

Όπως ήταν αναμενόμενο, τα μέτρα τόνωσης της εγχώριας ζήτησης έχουν ως αποτέλεσμα την επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η οποία είναι χειρότερη από ό, τι στο «αισιό-

δοξο» βασικό σενάριο, αλλά η αναμενόμενη αύξηση των εσόδων από τον τουρισμό είναι ακόμα αρκετή για να διατηρήσει πλεονασματικό το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Το σύνολο των δημοσίων δαπανών τόσο σε ευρώ όσο και σε «Geuro» οδηγεί, όπως αναμένεται, στην αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Ωστόσο, με δεδομένη την επιλογή του μεριδίου των δαπανών που καταβάλλονται σε «Geuro» και το μέγιστο μερίδιο των φόρων που μπορούν να πληρωθούν σε Geuro», αναμένουμε μια λογική βελτίωση στους λογαριασμούς της γενικής κυβέρνησης σε ευρώ, οι οποίοι τείνουν να ισορροπήσουν προς το τέλος της διάρκειας της προσομοίωσης, ενώ το πρωτογενές πλεόνασμα σε ευρώ ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξάνεται από το 2015. Κατά συνέπεια, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ θα αρχίσει γρήγορα να μειώνεται.

Αυτή η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης δέχθηκε επίθεση όταν προτάθηκε για πρώτη φορά (Papadimitriou, et. al. 2014) ως μηχανισμός μεταβατικού σταδίου για την έξοδο από το ευρώ. Οι επικριτές της συγκεκριμένης πρότασης φαίνεται να μη λαμβάνουν υπόψη τον περιορισμένο χαρακτήρα του παράλληλου χρηματοδοτικού συστήματος και τη δέσμευση της κυβέρνησης, σε περίπτωση υλοποίησης του, να μην προχωρήσει στην επανέκφραση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου σε «Geuro». Επιπλέον, δεν θα είναι μια μόνιμη δομή, αλλά θα ισχύει έως ότου αρχίσει να αναπτύσσεται η ελληνική οικονομία επαρκώς, ειδικά στον τομέα των καθαρών εξαγωγών, έτσι ώστε να αυξηθούν οι εισροές ευρώ και να μειωθούν αντίστοιχα τα ποσά του «Geuro» σε κυκλοφορία, που με τη σειρά τους θα μειώσουν τα ποσοστά φορολογικών εισπράξεων σε «Geuro» υπέρ των εισπράξεων σε ευρώ. Πάνω απ' όλα, το «σενάριο Geuro» πρέπει να είναι καλά σχεδιασμένο και η προσφορά των «Geuro» να ελέγχεται πολύ προσεκτικά, για τον έλεγχο των πληθωριστικών πιέσεων, από έναν ανεξάρτητο οργανισμό που θα είναι υπόλογος στη Βουλή των Ελλήνων.

Σενάριο 2. Η πρόταση για πιστοποιητικά φόρου (tax certificates)

Μια άλλη εναλλακτική πρόταση που έχει προωθηθεί για την εισαγωγή ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος βασίζεται και πάλι στη δημιουργία ενός εναλλακτικού μηχανισμού χρηματοδότησης, αυτή τη φορά με βάση τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης. Υπάρχουν διάφορες παραλλαγές αυτής της πρότασης. Εμείς προσομοιώνουμε την παραλλαγή που προτείνουν οι Cattaneo και Zibordi για την ιταλική οικονομία,¹² προσαρμοσμένη στην ελληνική πραγματικότητα.

Τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης μπορούν αρχικά να μεταβιβαστούν ηλεκτρονικά στους τραπεζικούς λογαριασμούς των κατόχων ομολόγων και στη συνέχεια να εκδίδονται επίσης σε έντυπη μορφή. Τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πληρωμή άμεσων και έμμεσων φόρων, αλλά και για φόρους ακίνητης περιουσίας, καθώς επίσης και για την πληρωμή εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, μετά από μια περίοδο κατοχής 24 μηνών για την ονομαστική τους αξία (ας πούμε, 100 ευρώ). Μπορεί επίσης να καθιερωθεί ότι αν χρησιμοποιούνται μετά τους 24 μήνες, η ονομαστική αξία αυξάνεται στη βάση ενός επιτοκίου.

Αναμένεται ότι οι αποδέκτες των πιστοποιητικών δημοσιονομικής πίστωσης, οι οποίοι χρειάζονται ρευστότητα σε ευρώ για να αυξήσουν άμεσα τις δαπάνες τους, θα προχωρούν στην πώληση των πιστοποιητικών δημοσιονομικής πίστωσης σε όποιους χρειάζονται να πληρώνουν φόρους στο μέλλον και έχουν ρευστότητα σε ευρώ. Τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης θα πωλούνται προφανώς με προκαθορισμένη έκπτωση έναντι της ονομαστικής τους αξίας, με την έκπτωση αυτή έναντι της ονομαστικής τους να συγκλίνει προς το μηδέν καθώς πλησιάζουν στην ημερομηνία λήξης.

Οι κύριες διαφορές ανάμεσα στα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης και στο Geuro είναι οι εξής: πρώτον, τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης δεν θα χρησιμοποιηθούν άμεσα ως παράλληλο νόμισμα, αν και τίποτα δεν εμποδίζει τις ιδιωτικές πληρωμές να γίνονται, κατόπιν αμοιβαίας συναίνεσης, σε πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης και, δεύτερον, το Geuro μπορεί να χρησιμοποιηθεί άμεσα για πληρωμές φόρων, ενώ τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν μόνο για την πληρωμή φόρων την περίοδο της λήξης τους. Ο λόγος για την καθυστέρηση της άμεσης χρήσης των πιστοποιητικών δημοσιονομικής πίστωσης είναι ώστε να επιτραπεί στην οικονομία να αναπτυχθεί για κάποιο χρονικό διάστημα με την εφαρμογή των δημοσιονομικών κινήτρων, δημιουργώντας μεγαλύτερα φορολογικά έσοδα σε ευρώ για την αντιστάθμιση της μείωσης των εσόδων σε ευρώ που θα προκύψουν με τη λήξη των πιστοποιητικών δημοσιονομικής πίστωσης.

Τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης έχουν σχεδιαστεί με ιδιότητες που θα τα καταστήσουν πιο εύπεπτα για τους ευρωζωνικούς θεσμούς, καθώς και για εκείνους τους πολίτες που μπορεί να φοβούνται την εισαγωγή ενός παράλληλου χρηματοπιστωτικού συστήματος για τις πιθανές επιπτώσεις του στον πληθωρισμό ή/και στην υποτίμηση των υφιστάμενων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων.

Το γεγονός ότι τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν άμεσα για πληρωμές στον ιδιωτικό τομέα ή για πληρωμές φόρων σημαίνει ότι η εισαγωγή τους ως μέρος των απολαβών των υφιστάμενων υπαλλήλων του δημοσίου τομέα ή για την καταβολή των συντάξεων, όπως και με την πρόταση του Geuro, θα ισοδυναμούσε με περικοπή σε αυτές τις πηγές εισοδήματος, δεδομένου ότι η δικαιοσύνη θα χρειάζεται να πουλήσουν τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης σε έκπτωση ως αντάλλαγμα για ρευστότητα σε ευρώ. Εμείς, ως εκ τούτου, υποθέτουμε ότι τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης εκδίδονται κατά κύριο λόγο για την αύξηση των δημοσίων δαπανών, χρηματοδοτώντας το 50% του προγράμματος του εργοδότη έσχατης καταφυγής που περιγράφεται παραπάνω, ενώ το υπόλοιπο 50% καταβάλλεται σε ευρώ. Αυτό συνεπάγεται κυκλοφορία πιστοποιητικών δημοσιονομικής πίστωσης της τάξης των περίπου 1,8 εκατομμυρίων ανά τρίμηνο, αρχής γενομένης από το Γ' τρίμηνο του 2015. Υποθέτουμε ότι η αξία του προγράμματος σε ευρώ είναι η ίδια όπως και στο σενάριο Geuro, αλλά ότι τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης προσφέρονται με μια προκαθορισμένη έκπτωση, ως πούμε της τάξης του 25%, όταν ξεκινήσει το πρόγραμμα, και στη συνέχεια με μικρότερη έκπτωση, ως πούμε της τάξης του 10% για το 2016 και του 5% για το 2017, καθώς πλησιάζει η ημερομηνία λήξης τους.

Τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων για την παρούσα πρόταση αναφέρονται στον πίνακα 6. Επαναλαμβάνουμε και πάλι ότι διατηρούμε τις ίδιες παραδοχές του αισιόδοξου βασικού σεναρίου στον πίνακα 4 και προσθέτουμε την τόνωση από τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης. Εικάζουμε ότι τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης θα εκδοθούν για το σύνολο της περιόδου προσομοίωσης και, όπως αναφέραμε, εκείνα που έχουν εκδοθεί το 2015 θα χρησιμοποιηθούν για τις πληρωμές φόρων το 2017, μειώνοντας έτσι τα κρατικά έσοδα σε ευρώ για το εν λόγω έτος.

Μια επιπλέον πρόταση από τους Ιταλούς υποστηρικτές της ιδέας των πιστοποιητικών δημοσιονομικής πίστωσης είναι ότι αυτά μπορούν να μεταβιβαστούν σε εξαγωγικές επιχειρήσεις και, καθώς αυτό θα ισοδυναμούσε με μια μείωση στις καταβολές φόρου, η επίπτωση στην ανταγωνιστικότητα θα πρέπει να είναι παρόμοια με εκείνη της μείωσης του κόστους εργασίας και ως εκ τούτου θα συμβάλει στην τόνωση των εξαγωγών και στη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Πιστεύουμε ότι η πρόταση αυτή είναι αρκετά ενδιαφέρουσα, αλλά προτιμούμε να μην την αξιολογήσουμε, καθώς οι ρεαλιστικές επιπτώσεις της στις εξαγωγές είναι δύσκολο να προσδιοριστούν για την ελληνική οικονομία, όπου οι εξαγωγές αγαθών είναι μικρές σε σχέση με τις εξαγωγές υπηρεσιών.

Πίνακας 6 Ελλάδα: Προβολές σεναρίου πιστοποιητικών δημοσιονομικής πίστης

	2014	2015	2016	2017
Πραγματικό ΑΕΠ (ποσοστιαία αύξηση)	0.70	3.00	6.01	1.75
Έλλειμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	-3.56	-5.63	-4.53	-4.03
Πρωτογενές έλλειμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης (ποσοστό του ΑΕΠ)	0.35	-1.78	-0.74	-0.21
Δημόσιο χρέος (ποσοστό του ΑΕΠ)	182.5	186.2	180.7	180.3
Εξωτερικό ισοζύγιο (ποσοστό του ΑΕΠ)	3.66	-0.48	1.52	2.12
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	32.9	34.7	36.5	38.0
Εξαγωγές υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	15.6	17.8	19.9	21.2
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (ποσοστό του ΑΕΠ)	35.3	36.4	36.2	37.0
Απασχόληση (εκατομμύρια)	3.527	3.600	4.023	4.571
Έλλειμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης σε Ευρώ (ποσοστό του ΑΕΠ)	-3.56	-3.55	-0.60	-2.11
Πρωτογενές έλλειμα/πλεόνασμα της κυβέρνησης σε Ευρώ (ποσοστό του ΑΕΠ)	0.35	0.30	3.19	1.70
Δημόσιο χρέος σε Ευρώ (ποσοστό του ΑΕΠ)	182.5	184.1	174.8	172.6

Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων

Μπορεί η Ελλάδα να χρησιμοποιήσει παράλληλο νόμισμα για την αποπληρωμή των υφιστάμενων κρατικών ομολόγων;

Το κύριο μέλημα της ελληνικής κυβέρνησης τις τελευταίες εβδομάδες ήταν πώς θα αποπληρώσει χρέη που λήγουν, χωρίς πρόσβαση σε περαιτέρω εξωτερική χρηματοδότηση.

Στο σχήμα 16 καταγράφουμε τα ποσά που θα πρέπει να πληρώσει η Ελλάδα για την αποπληρωμή του χρέους της για τους υπόλοιπους μήνες του 2015 (2,153 δισ. ευρώ που είναι ακόμα στο διάγραμμα επιστράφηκαν ήδη τον Μάιο στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και στους κατόχους ομολόγων). Το συνολικό ποσό ανέρχεται σε πάνω από 25 δισ. ευρώ και, όσον αφορά τις εκτιμήσεις μας για τις επιπτώσεις της εισαγωγής του Geuro, η άμεση βελτίωση των Δημοσίων λογαριασμών σε ευρώ δεν θα είναι αρκετά μεγάλη για το σκοπό αυτό. Επιπλέον, σε περίπτωση που η κυβέρνηση θα πρέπει να χρησιμοποιήσει πρόσθετη ρευστότητα σε ευρώ για την αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους, χωρίς πρόσβαση σε πρόσθετη

εξωτερική χρηματοδότηση, είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς ότι θα αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη, που θεωρούμε ως προϋπόθεση στα σενάρια μας, και ότι θα υπάρχει αρκετή διαθέσιμη ρευστότητα για τη δημιουργία των συνθηκών για οικονομική ανάκαμψη.

Αν η κυβέρνηση υποχρεωθεί να καλύψει τις υφιστάμενες υποχρεώσεις της, μια δυνατότητα θα ήταν να εισαγάγει έναν έκτακτο φόρο επί των καταθέσεων, όπως έκανε η ιταλική κυβέρνηση το 1992, επιβάλλοντας ένα φόρο της τάξης του 0,6% στον μέσο όρο των τραπεζικών υπολοίπων. Ο εν λόγω φόρος θα επιστραφεί στους δικαιούχους του όταν ξεπεραστεί η κρίση ρευστότητας που αντιμετωπίζει η κυβέρνηση.

Χρησιμοποιώντας το ίδιο ποσοστό, η ελληνική κυβέρνηση θα αποκτήσει λιγότερο από 1 δισ. ευρώ, ποσό που δεν είναι αρκετό για να χρηματοδοτήσει την αποπληρωμή του χρέους το 2015. Η ιταλική έκτακτη εισφορά ήταν εξαιρετικά αντιδημοφιλής και η εφαρμογή μιας παρόμοιας πολιτικής στην Ελλάδα, χώρα με υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές, μπορεί να αποδειχθεί πολιτικά μη βιώσιμη.

Η μόνη εναλλακτική λύση που διαθέτει η κυβέρνηση για να αποφύγει τη χρεοκοπία στις επικείμενες πληρωμές της για το χρέος είναι η αναχρηματοδότηση του χρέους και, όπως προσπαθήσαμε να δείξουμε, η κυβέρνηση θα πετύχει σταδιακά υπό αυτές τις συνθήκες ένα συνολικό πλεόνασμα σε ευρώ, το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί μετά το 2017 για την αποπληρωμή του χρέους, αλλά το πιο σημαντικό είναι ότι η ελληνική οικονομία θα δει επιτέλους να αυξάνουν το ΑΕΠ και το εισόδημα.

Συμπεράσματα

Στην παρούσα έκθεση υποστηρίξαμε ότι η Ελλάδα μπορεί υπό προϋποθέσεις να επανέλθει στο δρόμο της ανάκαμψης. Το πιο σημαντικό πρόβλημα, όμως, που πρέπει να αντιμετωπιστεί άμεσα, είναι η κατάσταση της θεμελιώδους αβεβαιότητας για το εγγύς και μεσοπρόθεσμο μέλλον. Αυτό εξαρτάται από την έκβαση των διαπραγματεύσεων ανάμεσα στην κυβέρνηση, το ΔΝΤ και τους ευρωζωνικούς θεσμούς. Αν οι θεσμοί της ΕΕ στις Βρυξέλλες, οι οποίοι μέχρι στιγμής εκπροσωπούν τα συμφέροντα των πιστωτών, ωθούν όντως την Ελλάδα σε χρεοκοπία και διατηρήσουν την πολιτική της λιτότητας για τη δημοσιονομική πολιτική και την αγορά εργασίας, όπως υποστηρίζει ο De Grauwe (2015), τότε η Ελλάδα θα βιώσει περαιτέρω ύφεση, καθώς οι ιδιώτες επενδυτές θα εξακολουθούν να είναι απρόθυμοι να ιδρύσουν νέες επιχειρήσεις σε μια χώρα όπου οι προοπτικές της κερδοφορίας είναι χαμηλές και αρκετά ασταθείς. Επιπλέον, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις συνεχίζουν την απομόχλευση του

υφιστάμενου χρέους τους και η πρόσφατη αύξηση της τουριστικής δραστηριότητας δεν επαρκεί, σύμφωνα με το μοντέλο μας, για να ξεκινήσει ανάκαμψη το 2015.

Από την άλλη μεριά, υποστηρίζουμε ότι αν η ελληνική κυβέρνηση μπορεί να αναχρηματοδοτήσει το υφιστάμενο χρέος και αρθούν οι αβεβαιότητες στην οικονομία, οι επενδύσεις θα επιστρέψουν, δημιουργώντας επαρκή επίπεδα ανάπτυξης κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2015, που θα υπερκαλύψουν το ταραγμένο κλίμα των πρώτων μηνών της νέας κυβέρνησης. Στην περίπτωση αυτή, το δημόσιο χρέος θα αρχίσει να μειώνεται ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 2016 και μετά. Σε αυτό το «αισιόδοξο» σενάριο υποθέτουμε ότι η κυβέρνηση θα ικανοποιήσει όλες τις οικονομικές υποχρεώσεις που έχει έναντι των πιστωτών της. Ωστόσο, η προσομοίωση που εφαρμόσαμε δείχνει ότι, ενώπιον της ανθρωπιστικής κρίσης και του υψηλού επιπέδου ανεργίας που μαστίζει σήμερα την Ελλάδα, η ανάκαμψη θα είναι αργή χωρίς περαιτέρω παρεμβάσεις

Ως εκ τούτου, έχουμε αναφέρει δύο προτάσεις για τη χρηματοδότηση ενός προγράμματος άμεσης δημιουργίας θέσεων εργασίας, οι οποίες δεν απαιτούν πρόσβαση στη ρευστότητα σε ευρώ και είναι συμβατές τόσο με τους ισχύοντες κανόνες που διέπουν τις νομισματικές αρχές καθώς και με τις συνθήκες της ΕΕ. Η πρώτη πρόταση, η οποία επικαιροποιεί την έκθεση των Papadimitriou et al. (2014a), επικεντρώνεται στην έκδοση ενός μη μετατρέψιμου παράλληλου νομίσματος, το «Geuro», το οποίο το κράτος θα δέχεται με ίδιους όρους (*pari passu*) για την εκπλήρωση των φορολογικών υποχρεώσεων. Η έκδοση του «Geuro» επιτρέπει στην κυβέρνηση να χρηματοδοτήσει την τόσο αναγκαία δημιουργία θέσεων εργασίας και με την αποκατάσταση της ρευστότητας θα συμβάλει στη σταθεροποίηση της εμπιστοσύνης και στην προώθηση των ιδιωτικών επενδύσεων.

Το μοντέλο προσομοίωσης που εφαρμόσαμε δείχνει ότι ένα τέτοιο πρόγραμμα θα επιτρέπει στην Ελλάδα να πετύχει γρήγορα υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και να δημιουργήσει ένα σημαντικό αριθμό νέων θέσεων εργασίας—αν και με χαμηλό μισθό—ενώ η αναλογία χρέους προς ΑΕΠ θα μειωθεί ταχύτερα. Το δημοσιονομικό έλλειμμα σε ευρώ επίσης θα μειωθεί, ενώ θα προκύψει έλλειμμα σε «Geuro», αλλά οι πιθανές πληθωριστικές επιπτώσεις αυτής της πρόσθετης ρευστότητας θα είναι αμελητέες.

Μια επιπλέον δημοσιονομική ώθηση μπορεί να δοθεί μέσω της έκδοσης πιστοποιητικών δημοσιονομικής πίστωσης, άτοκα ομόλογα που θα γίνονται δεκτά για πληρωμή φόρων. Σε αυτή την περίπτωση, τα πιστοποιητικά δημοσιονομικής πίστωσης δεν θα χρησιμοποιούνται ως νόμισμα, αλλά θα πωλούνται με έκπτωση για

την άντληση ρευστότητας. Η προσομοίωση που εφαρμόσαμε δείχνει, για άλλη μια φορά, ότι μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που θα χρηματοδοτείται μέσω της διοχέτευσης πιστοποιητικών δημοσιονομικής πίστωσης θα είναι αποτελεσματική για τη διατήρηση της ανάπτυξης και τη δημιουργία θέσεων εργασίας, ενώ παράλληλα θα διατηρεί τους εθνικούς λογαριασμούς σε ευρώ σε ευθυγράμμιση με τα αιτήματα των θεσμικών οργάνων της ΕΕ στις Βρυξέλλες.

Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι το υπόδειγμά μας δείχνει ότι η αναμενόμενη βελτίωση των εσόδων από τον τουρισμό θα είναι αρκετή για να χρηματοδοτήσει την αύξηση των εισαγωγών που προκύπτει από την επέκταση της εγχώριας ζήτησης. Για να ενισχυθεί αυτό το αποτέλεσμα, θα είναι επίσης απαραίτητες οι πολιτικές προσανατολισμένες στις εξαγωγές ούτως ώστε να περιοριστεί η ευπάθεια της χώρας από την εξάρτησή της κυρίως από τον τουρισμό για την εξισορρόπηση του εξωτερικού ισοζυγίου της.

Στην παρούσα έκθεση δεν έχουμε εξετάσει το ενδεχόμενο της εξόδου της Ελλάδας από το σύστημα του ευρώ ως αποτέλεσμα της αποτυχίας να επιτευχθεί μια λογική συμφωνία με τους θεσμούς. Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενή μας έκθεση (Paradimitriou et al. 2014a), συμφωνούμε σε γενικές γραμμές με τον Rachman (2015): το Grexit θα είχε επιπλέον αρνητικές συνέπειες για τη χώρα, ενδεχομένως έως και 24 μήνες μετά από την έξοδο από το ευρώ. Μια τέτοια εξέλιξη συνεπάγεται ότι η κυβέρνηση κηρύσσει στάση πληρωμών στο χρέος και ότι απαιτούνται νέα εξωτερικά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση αναγκαίων εισαγωγών έως ότου το υποτιμημένο νέο νόμισμα αυξήσει αρκετά τα έσοδα από εξαγωγές για να φέρει σε ισορροπία το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αλλά, από την άλλη πλευρά, θα αποκαταστήσει την ικανότητα της κυβέρνησης να εφαρμόσει πολιτικές που αποσκοπούν στην ευημερία των πολιτών της και όχι στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων των διεθνών πιστωτών της χώρας.

Σημειώσεις

1. Το πραγματικό ΑΕΠ μετρούμενο ως αλυσωτοί δείκτες όγκου, με έτος βάσης το 2010, παρουσίασε αύξηση κατά 0,3% το δεύτερο τρίμηνο του 2014, κατά 1,5% το τρίτο τρίμηνο και κατά 1,3% το τέταρτο τρίμηνο (από τα στατιστικά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, Πίνακας 13.1: ΑΕΠ)
2. Ο τομέας περιλαμβάνει «χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επισκευή μηχανοκίνητων οχημάτων και μοτοσικλετών, μεταφορά και αποθήκευση, διαμονή και υπηρεσίες εστίασης». Τα εποχικά

διορθωμένα στοιχεία στο σχήμα 3 έχουν υπολογιστεί από την ΕΛΣΤΑΤ, Πίνακας 10.1: ΑΕΠ.

3. Πρόσβαση στις 11 Απριλίου του 2015
4. Ο τομέας ορίζεται ως «ορυχεία και λατομεία, μεταποίηση, παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, φυσικού αερίου, ατμού και κλιματισμού, παροχή νερού, επεξεργασία λυμάτων, διαχείριση αποβλήτων και δραστηριότητες εξυγίανσης».
5. Η σύγκριση με το 2006 δεν είναι ακόμη δυνατή, δεδομένου ότι η ΕΛΣΤΑΤ έχει προχωρήσει στην επανασύνθεση των χρονικών σειρών ΑΕΠ μόνο μέχρι το 2007.
6. Η ακριβής εκτίμηση του καθαρού δανεισμού είναι αμφιλεγόμενη. Ο καθαρός δανεισμός από τους μη-χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς έχει αυξηθεί σε άνω του 12% του ΑΕΠ στα τέλη του 2014 από 4,5% του ΑΕΠ το 2009. Η ίδια έννοια, όπως μετρίεται στους χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς που δημοσιεύθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος, και που δίνεται από την καθαρή μεταβολή των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, καταγράφει κατά μέσο όρο αρνητική αξία του καθαρού δανεισμού για τις μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Από τις ροές των χρηματοοικονομικών λογαριασμών, προκύπτει ότι οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κατάφεραν να περιορίσουν τις υποχρεώσεις τους (εκτός από τα ίδια κεφάλαια) κατά περίπου 6 δισ. ευρώ την περίοδο από το τέλος του 2011 μέχρι και το Γ' τρίμηνο του 2014, ενώ η αγοραία αξία των μη-ιδίων κεφαλαίων υποχρεώσεων μειώθηκε στο 70% του ΑΕΠ από το 83% του ΑΕΠ στα τέλη του 2013, αλλά αυτό οφείλεται κυρίως στην κίνηση των τιμών της αγοράς των υποκείμενων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων.
7. Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, «Ετήσιοι μη χρηματοοικονομικοί εθνικοί λογαριασμοί θεσμικών τομέων».
8. Τα βραχυπρόθεσμα δάνεια που εκκρεμούσαν αντιστοιχούσαν σε 15.8 δισ. ευρώ για τα νοικοκυριά στο τέλος του 2014 και σε 32.5 δισ. ευρώ για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.
9. Τα στοιχεία για το 2014 αφορούν μόνο το πρώτο εξάμηνο του έτους.
10. Μια καλή καταγραφή και αποτύπωση της υφιστάμενης κατάστασης παρουσιάζεται, μεταξύ άλλων, από τον Watt (2015).
11. Μια ανάλογη πρόταση έχει υποβληθεί από τους Andresen και Parenteau (2015) ως ηλεκτρονικές σημειώσεις αναμονής φόρων.
12. Βλ., Cattaneo-Zibordi, «La Soluzione per l'ευρώ», Hoerpli, το 2013. Για ορισμένες λεπτομέρειες στα Αγγλικά, δείτε Cattaneo (2013).

Πηγές

- Andresen, T., and R. W. Parenteau. 2015. "A Detailed Program Proposal for Creating a Parallel Currency in Greece." Available at rwer.wordpress.com/2015/03/28/a-detailed-program-proposal-for-creating-a-parallel-currency-in-greece/.
- 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. June.
- Cattaneo, M. 2013. "Tax Credit Certificates." Available at bastacon-leurocrisi.blogspot.it/2013/09/tax-credit-certificates-certificati-di.html.
- Cattaneo, M., and G. Zibordi. 2014. *La soluzione per l'euro* (The solution for the euro). Milan: Hoepli.
- De Grauwe, P. 2015. "Are Creditors Pushing Greece Deliberately Into Default?" *Social Europe*, April 28. Available at www.socialeurope.eu/2015/04/are-creditors-pushing-greece-deliberately-into-default/.
- Mayer, T. 2012. "Der Geuro: Eine Parallelwährung für Griechenland?" (The Geuro: A parallel currency for Greece?). Deutsche Bank Research. Briefing on European Integration, Frankfurt am Main, May 23.
- Papadimitriou, D. B., M. Nikiforos, and G. Zezza. 2014a. *Prospects and Policies for the Greek Economy*. Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. February.
- . 2014b. *Will Tourism Save Greece?* Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. August.
- Pilkington, P., and W. Mosler. 2012. *Tax-backed Bonds—A National Solution to the European Debt Crisis*. Policy Note 2012/4. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. March.
- Rachman, G. 2015. "Grexit May Be the Best End for a Bad Marriage." *Financial Times*, May 4.
- Watt, A. 2015. "The Greek Stand-Off: A Proper Sense of Perspective Is Urgently Needed." *Social Europe*, April 16.

Πηγές στοιχείων

- Bank of Greece. www.bankofgreece.gr. Last accessed May 2015.
- ElStat (Hellenic Statistical Authority). www.statistic.gr. Last accessed May 2015.
- IMF (International Monetary Fund). World Economic Outlook Database. Last accessed April 2015.
- OECD (Organisation for Economic Co-Operation and Development). stats.oecd.org. Last accessed April 2014.