



LEVY INSTITUTE

**ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ**

**LEVY ECONOMICS INSTITUTE OF BARD COLLEGE**

**(ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ  
ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ, ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ, ΓΣΕΕ)**

**Δημήτρης Β. Παπαδημητρίου  
Gennaro Zezza  
Vincent Duwicquet**

**Σεπτέμβριος 2012**

Annandale-on-Hudson, New York

**Τρέχουσες προοπτικές για την ελληνική οικονομία  
Ενδιάμεση έκθεση<sup>1</sup>**

**Των Δημήτρη Β. Παπαδημητρίου, Gennaro Zezza και Vincent Duwicquet**

**Σεπτέμβριος 2012**

---

<sup>1</sup> Προετοιμάστηκε με τη γενναϊόδωρη στήριξη του Παρατηρητηρίου Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, Ινστιτούτο Εργασίας, ΓΣΕΕ.

## **Πίνακας περιεχομένων**

<b>Περίληψη</b>	<b>4</b>
<b>1. Ανάπτυξη και παρακμή στην ελληνική οικονομία</b>	<b>4</b>
<b>2. Χρηματοοικονομικά ισοζύγια</b>	<b>6</b>
<b>3. Το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών</b>	<b>7</b>
<b>4. Εθνικοί λογαριασμοί</b>	<b>17</b>
<b>5. Αποταμιεύσεις, κέρδη και επενδύσεις</b>	<b>22</b>
<b>6. Ο αντίκτυπος των διασώσεων και οι προοπτικές για την Ελλάδα σύμφωνα με την τρόικα</b>	<b>25</b>
<b>7. Εναλλακτικές προοπτικές για την ανάκαμψη</b>	<b>27</b>
<b>Πηγές</b>	<b>28</b>
<b>Παράρτημα</b>	<b>28</b>

## Περίληψη

Στην προκαταρκτική έκθεση που ακολουθεί, εξετάζουμε την εξέλιξη των κύριων μακροοικονομικών μεταβλητών για την ελληνική οικονομία, με ιδιαίτερη έμφαση στις πηγές ανάπτυξης πριν και μετά την εποχή του ευρώ, τα αίτια και τις συνέπειες της συνεχιζόμενης ύφεσης, καθώς και τα πιθανά αποτελέσματα των πολιτικών που εφαρμόζονται σήμερα. Ορισμένες προκαταρκτικές προτάσεις για εναλλακτικές πολιτικές επίσης περιλαμβάνονται στη συζήτησή μας. Οι εναλλακτικές πολιτικές που προτείνουμε θα υποβληθούν σε εξεταστική δοκιμασία στο πλαίσιο ενός πιο ισχυρού οικονομετρικού μοντέλου σε μεταγενέστερη έκθεση.

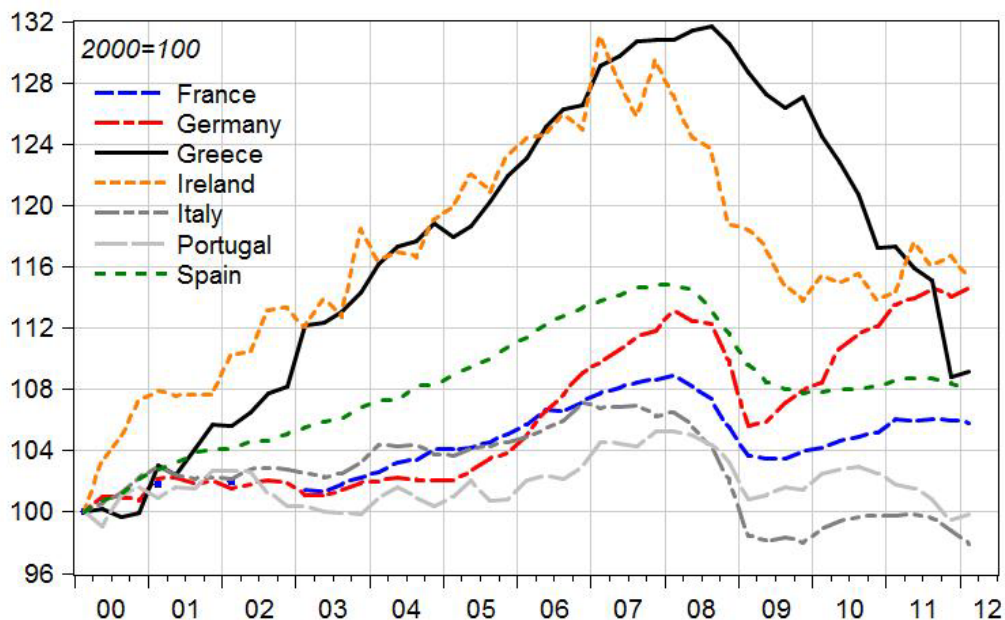
### 1. Ανάπτυξη και παρακμή στην ελληνική οικονομία

Είναι κοινώς αποδεκτό ότι η κρίση στην ευρωζώνη ξεκίνησε με τις δυσκολίες που αντιμετώπισε η ελληνική κυβέρνηση στη μετακύλιση ληξιπρόθεσμου χρέους το 2009. Η εξέλιξη αυτή προκάλεσε μετάδοση της κρίσης στις άλλες οικονομίες της ευρωζώνης, αρχικά στην Πορτογαλία και στη συνέχεια στην Ισπανία και την Ιταλία. Η ελληνική κυβέρνηση κατέληξε να ζητήσει βοήθεια από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), που οδήγησαν σε προγράμματα διάσωσης με σημαντική οικονομική στήριξη, αλλά και με την υποχρεωτική επιβολή πολύ σκληρών μέτρων λιτότητας και διαρθρωτικών αλλαγών. Τα προγράμματα διάσωσης της ΕΕ, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και του ΔΝΤ βασίστηκαν στη λογική ότι οι δραματικές περικοπές των κρατικών δαπανών αποτελούσαν υποχρεωτική λύση. Αλλά αυτή η «λύση» έχει την τάση να επιβραδύνει την ανάπτυξη, να αυξάνει την ανεργία, να μειώνει τις αποταμιεύσεις, και ως εκ τούτου να αυξάνει το χρέος στον ιδιωτικό τομέα. Η κεντρική ιδέα φυσικά πίσω από αυτές τις πολιτικές είναι ότι οι κρατικές περικοπές των δαπανών θα μειώσουν τις αναλογίες του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημοσίου χρέους. Ωστόσο, όπως θα δείξουμε με στοιχεία, αυτές οι πολιτικές απέτυχαν λόγω των επιπτώσεων που είχαν στον εγχώριο ιδιωτικό τομέα. Το ερώτημα που πρέπει να τεθεί, λοιπόν, είναι εάν αυτό το επιβεβλημένο μείγμα πολιτικής αποτελούσε σοφή κίνηση.

Όπως μαρτυρούν ολοένα αυξανόμενα εμπειρικά στοιχεία, η ελληνική οικονομία βιώνει τη χειρότερη ύφεση στη μεταπολεμική της ιστορία. Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας έχει μειωθεί κατά 5% ή περισσότερο σε ετήσια βάση τα τελευταία τρία χρόνια, υπάρχει ραγδαία αύξηση των ποσοστών ανεργίας, σημαντική αύξηση της φτώχειας και, πιο σημαντικό, η απειλή της κατάρρευσης των δημοσίων οικονομικών, που θα οδηγήσει σε περαιτέρω απολύσεις εργαζομένων στον δημόσιο τομέα και συνεχιζόμενη επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών στη χώρα. Για να γίνει κατανοητό γιατί συμβαίνει αυτό, και για να θέσουμε την ανάλυσή μας σε ιστορικό πλαίσιο, είναι χρήσιμο να αναλυθούν τα διαθέσιμα μακροοικονομικά στοιχεία, με τη βοήθεια ενός συνεκτικού μοντέλου, προκειμένου να διερευνηθούν οι διασυνδέσεις και η ανατροφοδότηση στην εξέλιξη μεταξύ εσόδων, δαπανών και αποταμιεύσεων και της συσσώρευσης του πλούτου και του χρέους.

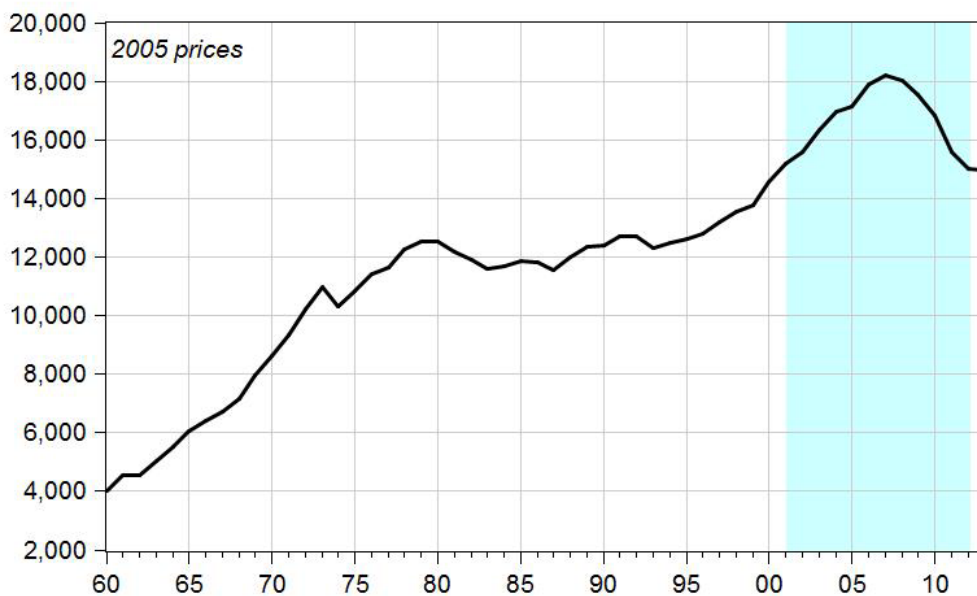
Τα στοιχεία στο Σχήμα 1 δείχνουν την πρόσφατη εξέλιξη του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην Ελλάδα, σε σύγκριση με άλλες επιλεγμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Η πρώτη εντυπωσιακή παρατήρηση είναι ότι η Ελλάδα ήταν η χώρα που, έως το ξέσπασμα της κρίσης το 2008, αποκόμισε το μεγαλύτερο όφελος από την ίδρυση του ευρώ, με το πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ να αυξάνεται πάνω από το 30% μεταξύ 2000-2008. Μόνο η ιρλανδική οικονομία σημείωσε ανάλογες αποδόσεις, αν και για διαφορετικούς λόγους, ενώ οι υπόλοιπες χώρες στην ευρωζώνη σημείωσαν είτε πολύ μικρή αύξηση στο κατά κεφαλήν εισόδημα (Ιταλία και Πορτογαλία) είτε μέτρια αύξηση (Γερμανία και Γαλλία). Ωστόσο, ενώ το κατά κεφαλήν εισόδημα στην Ιρλανδία είχε αυξηθεί σημαντικά πάνω από αυτό της Γερμανίας, η θέση της Ελλάδας σε σχέση με τη Γερμανία βελτιώθηκε—από το 58% του γερμανικού πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ το 2000 στο 68% έως το τέλος του 2007, και στη συνέχεια μειώθηκε και πάλι στο 55% κατά το πρώτο τρίμηνο του 2012. Φαίνεται ότι η ένταξη στο ευρώ επέτρεψε στην Ελλάδα, μέχρι και το 2008, να πλησιάσει, ακόμη και να ξεπεράσει, τους πλουσιότερους εταίρους της στην ευρωζώνη, αλλά τα οφέλη που προέκυψαν έχουν πλήρως χαθεί από τότε.

**Figure 1. Eurozone. Real GDP per-capita**



Το άλλο σημαντικό εύρημα από τα δεδομένα στο Σχήμα 1 είναι ότι, αν συγκρίνουμε τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία με τα αντίστοιχα στοιχεία για την περίοδο πριν από την κρίση, η μόνη χώρα που έχει ανακάμψει είναι η Γερμανία. Όλες οι άλλες χώρες εξακολουθούν να βρίσκονται κάτω από το επίπεδο που ήταν το 2007, και σε ορισμένες περιπτώσεις η τάση του πραγματικού προϊόντος εξακολουθεί να μειώνεται.

**Figure 2. Greece. Real national product per head**



Για να τεθεί η αύξηση του ΑΕΠ στην Ελλάδα σε ιστορικό πλαίσιο, εμφανίζουμε στο Σχήμα 2 την εξέλιξη του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ από το 1960. Το σχήμα δείχνει ότι η Ελλάδα βίωσε μεγάλη οικονομική αύξηση και ευημερία κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του 1960 και του 1970, όταν το κατά κεφαλήν ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 210%, ή κατά μέσο όρο 6,1% ετησίως. Μεταξύ 1980 και 1995, με την ίδια μέτρηση, το εισόδημα αυξήθηκε μόνο κατά 0,8% για το σύνολο της χρονικής περιόδου. Η ανάπτυξη επανήλθε σε υγιείς ρυθμούς το 1995, πριν από την υιοθέτηση του ευρώ το 2001, και στη συνέχεια επιταχύνθηκε κατά τη διάρκεια της εποχής του ευρώ, έως το 2007. Όταν ξέσπασε η κρίση το 2008, το ΑΕΠ άρχισε να υποχωρεί. Έως το τέλος του 2012, το ΑΕΠ θα έχει συρρικνωθεί κατά 20% από τα επίπεδα που βρισκόταν το 2007.

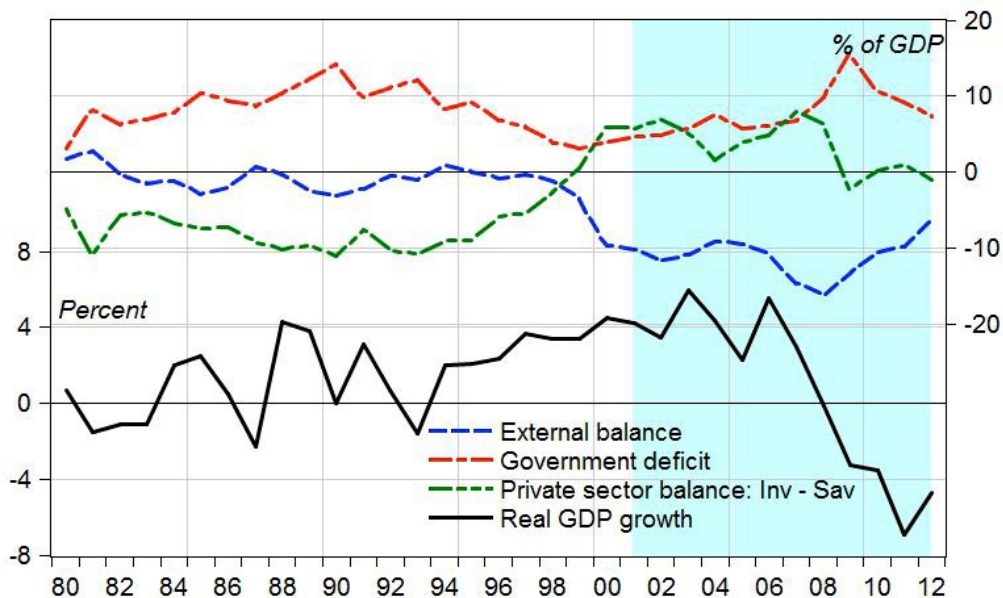
## 2. Χρηματοοικονομικά ισοζύγια

Ο στόχος της παρούσας έκθεσης είναι να αξιολογήσει τις ιστορικές πηγές ανάπτυξης και να αξιολογήσει τις προοπτικές της Ελλάδας για ανάπτυξη στο μέλλον. Υιοθετούμε την «προσέγγιση χρηματοοικονομικών ισοζυγίων» που διαμόρφωσε ο Wynne Godley, οικονομολόγος στο Πανεπιστήμιο του Κέμπριτζ και στο Ινστιτούτο Οικονομικών Levy. Η συγκεκριμένη προσέγγιση ξεκινά με τις συνιστώσες της συνολικής ζήτησης (κατανάλωση, επενδύσεις, δημόσιες δαπάνες και καθαρές εξαγωγές) και αναλύει τις επιπτώσεις από την άποψη των χρηματοοικονομικών ισοζυγίων στους κύριους τομείς της οικονομίας, οι οποίοι προσφέρονται με τον τύπο

$$NAFA = GNB + BP$$

όπου *NAFA* είναι η καθαρή απόκτηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα στο σύνολό του, *GNB* είναι το δημοσιονομικό έλλειμμα, συμπεριλαμβανομένων των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, και *BP* είναι το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών, συμπεριλαμβανομένων και πάλι των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων.

**Figure 3. Greece. Financial balances and real GDP growth**



Οι εκτιμήσεις μας<sup>2</sup> για τα χρηματοοικονομικά ισοζύγια στην Ελλάδα παρουσιάζονται στο Σχήμα 3, σε συνδυασμό με την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Τα ισοζύγια έχουν σχεδιαστεί με τρόπο έτσι ώστε μια ανοδική κίνηση συνεπάγεται αύξηση της συνεισφοράς του εν λόγω τομέα στη συνολική ζήτηση.

Η παρατεταμένη περίοδο στασιμότητας που έληξε το 1995 συνοδεύτηκε από σχετικά σταθερές αναλογίες ισοζυγίων ως ποσοστό του ΑΕΠ. Το πλεόνασμα των αποταμιεύσεων έναντι των επενδύσεων στον ιδιωτικό τομέα ήταν περίπου ίσο με το επίπεδο του καθαρού κρατικού δανεισμού. Η αύξηση του κυβερνητικού ελλείμματος το 1980 συνοδεύτηκε από μείωση στον ισολογισμό του ιδιωτικού τομέα, με αμελητέο αντίκτυπο στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών. Η αντίθετη τάση παρατηρείται την περίοδο 1990-94. Στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990, οι επενδύσεις άρχισαν να αυξάνονται σε σχέση με τις αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα, και αυτό σημαίνει ότι, όταν το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα έγινε θετικό το 1999, ο ιδιωτικός τομέας έγινε καθαρός οφειλέτης έναντι του υπόλοιπου κόσμου. Με άλλα λόγια, η αύξηση στο ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα αντικατοπτρίζεται από τη μείωση του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών, το οποίο επιδεινώθηκε κατά τη διάρκεια της περιόδου πριν από την κρίση του 2008. Η δυναμική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ οφειλόταν, ως εκ τούτου, στη ζήτηση του ιδιωτικού τομέα που ήταν τροφοδοτούμενη από το χρέος. Θα στραφούμε τώρα σε μια εις βάθος ανάλυση για κάθε ένα από τα τρία ισοζύγια.

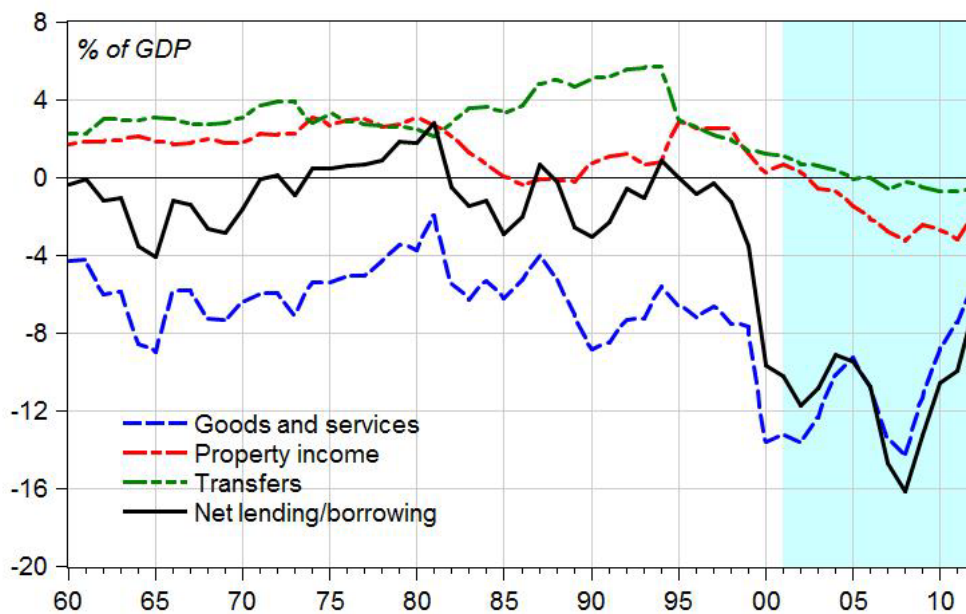
### **3. Το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών**

Η αποσύνθεση του εξωτερικού ισοζυγίου για την Ελλάδα αναφέρεται στο σχήμα 4. Το σχήμα δείχνει ότι υπήρχαν πάντα προβλήματα με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Τα προβλήματα δεν ήταν δραματικά όσο το διαρθρωτικό έλλειμμα στο εμπορικό ισοζύγιο καλυπτόταν από πλεόνασμα στο ισοζύγιο από εισοδήματα περιουσίας και καθαρές μεταβιβάσεις (κυρίως εμβάσματα από το εξωτερικό). Το ισοζύγιο μεταβιβάσεων κεφαλαίου άρχισε να υποχωρεί τη δεκαετία του 1990, ακολουθούμενο από μείωση των καθαρών εσόδων από ακίνητα. Η κατάσταση χειροτέρευσε περαιτέρω όταν η Ελλάδα εντάχθηκε στο ευρώ και το εμπορικό ισοζύγιο επιδεινώθηκε.

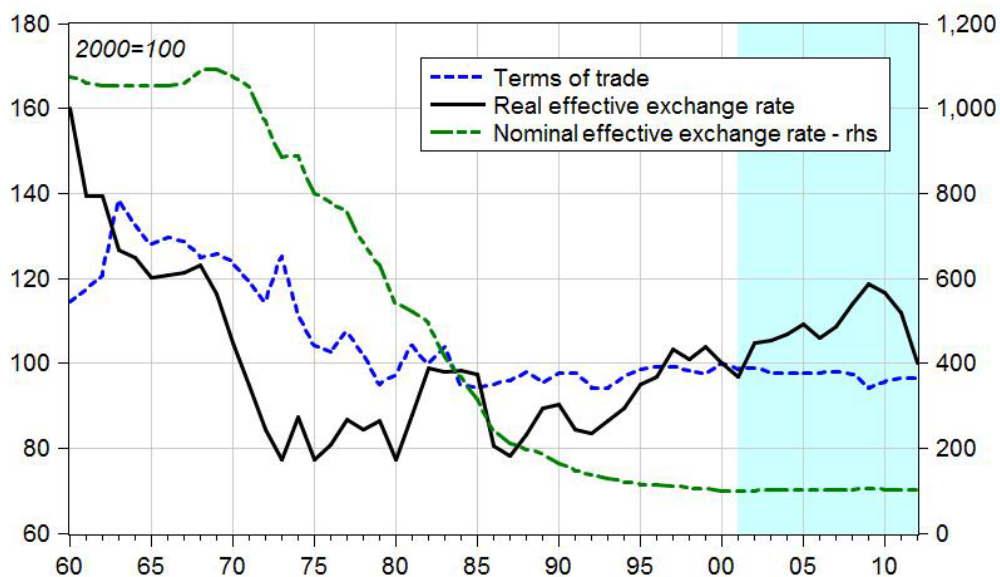
---

<sup>2</sup> Τα στοιχεία για τον κρατικό ισολογισμό από την AMECO έχουν υπολογιστεί προς τα πίσω για την περίοδο 1980-87 με τη χρήση πηγών από το ΔΝΤ. Δεν φαίνεται να υπάρχουν συνεπή δεδομένα στοιχεία για τους εθνικούς λογαριασμούς για προηγούμενες περιόδους.

**Figure 4. Greece. Balance of payments and its components**



**Figure 5. Greece. Nominal and real exchange rates**



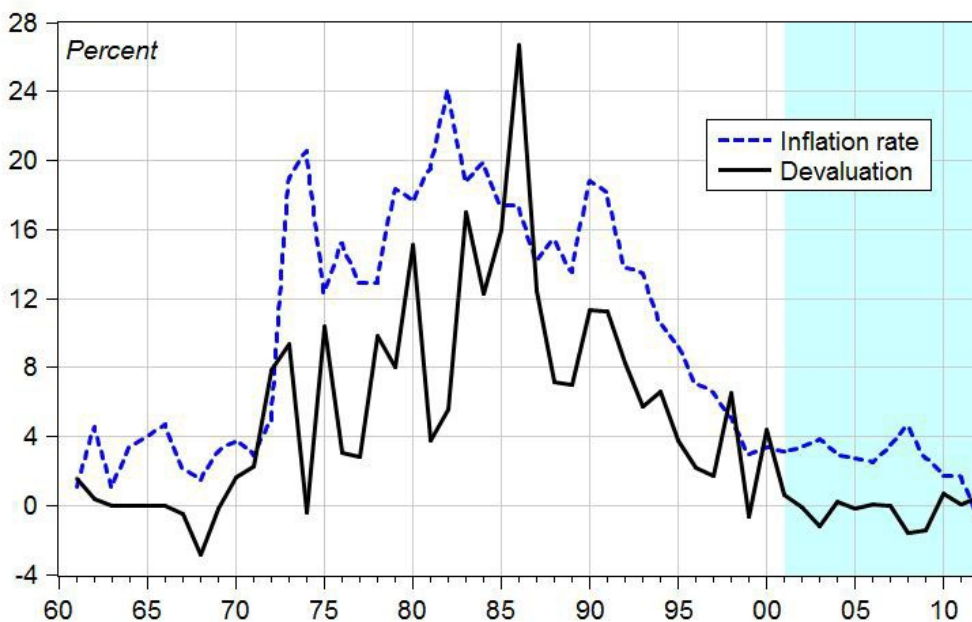
Ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας του εμπορικού ισοζυγίου είναι η τιμή των εγχώριων αγαθών σε σχέση με εκείνη των ανταγωνιστών. Στο Σχήμα 5, αναφέρουμε μια μέτρηση της ονομαστικής



σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας,<sup>3</sup> μαζί με μετρήσεις των σχετικών τιμών που προκύπτουν από την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία<sup>4</sup> και τους όρους εμπορίου στο πλαίσιο της αναλογίας του αποπληθωριστή εξαγωγών/εισαγωγών. Μετά το τέλος του συστήματος του Bretton Woods, η δραχμή υποτιμήθηκε σημαντικά σε ονομαστικούς όρους, με πολύ μικρότερο αντίκτυπο στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία (αν και δύο αυτά μέτρα δεν είναι απολύτως συγκρίσιμα). Συγκρίνοντας στο Σχήμα 4 τη δυναμική της συναλλαγματικής ισοτιμίας με το εμπορικό ισοζύγιο, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η υποτίμηση ήταν αρκετή για να αποφευχθεί περαιτέρω επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου.

Αυτό επιβεβαιώνεται από τα δεδομένα στο Σχήμα 6, το οποίο συγκρίνει την ποσοστιαία αλλαγή στο επίπεδο της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του σχήματος 5 (όπου μια ανοδική κίνηση μετρά τώρα την υποτίμηση) με μια μέτρηση του πληθωρισμού που προέρχεται από το ρυθμό της μεταβολής του αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Ο συσχετισμός μεταξύ των δύο είναι υψηλός. Παρά το γεγονός ότι η ανάλυση αιτιότητας κατά Granger δείχνει ότι οι μεταβλητές ανατροφοδοτούν ο ένας τον άλλον (πληθωρισμός σημαίνει υποτίμηση το επόμενο έτος, και η υποτίμηση βοηθά στο να δοθεί εξήγηση για τον πληθωρισμό το επόμενο έτος), η σύνδεση από τον πληθωρισμό στην υποτίμηση φαίνεται ισχυρότερη. Αυτό σημαίνει ότι οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν συνέπεια του πληθωριστικού κενού.

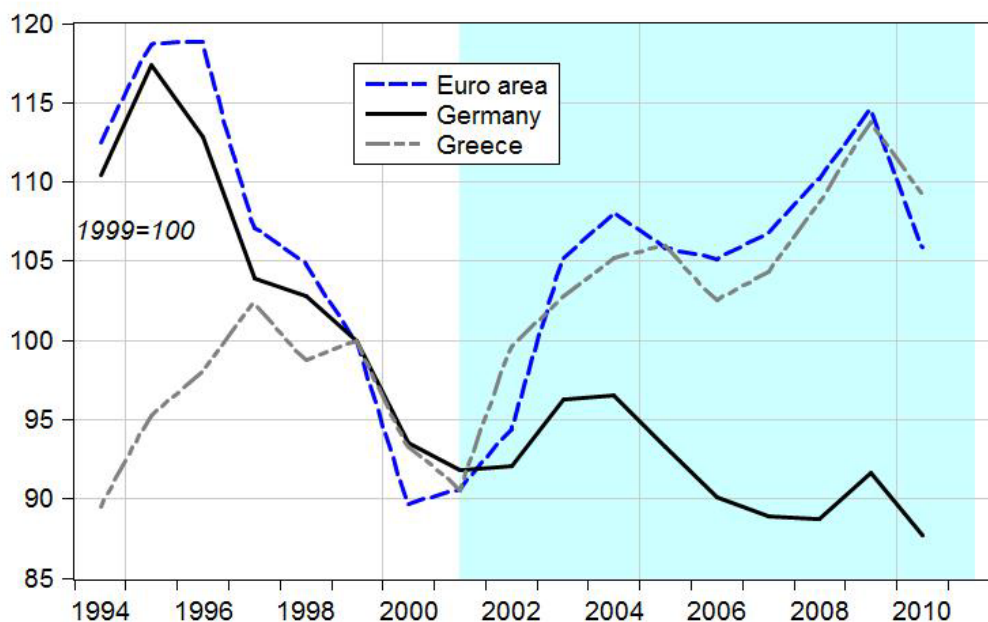
**Figure 6. Greece. Inflation and devaluation**



<sup>3</sup> Από τη βάση δεδομένων της AMECO. Ο δείκτης υπολογίστηκε έναντι 34 βιομηχανικών χωρών, με διπλό βάρος εξαγωγών που λαμβάνει επίσης υπόψη την ανταγωνιστικότητα με ξένες χώρες σε τρίτες αγορές.

<sup>4</sup> Από τη βάση δεδομένων της AMECO. Υπολογίστηκε έναντι της ΕΕ των 15 με διπλό βάρος εξαγωγών.

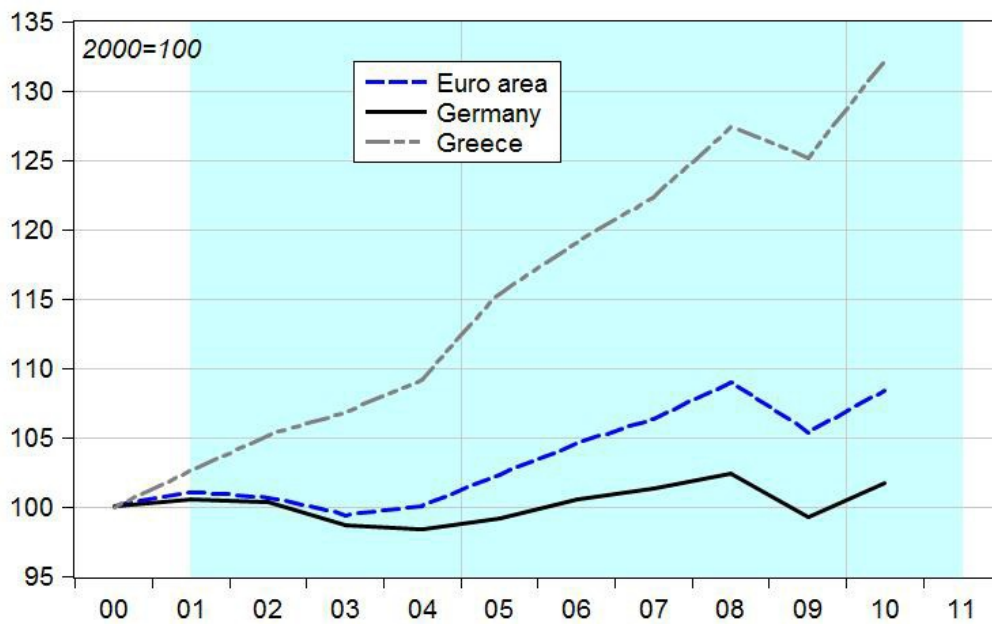
**Figure 7. Real effective exchange rates**



Με τα δεδομένα που αναφέρονται στο Σχήμα 7, μπορούμε να επικεντρωθούμε σε πιο πρόσφατες περιόδους. Τα στοιχεία αυτά δείχνουν πρόσφατες διακυμάνσεις στην πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία.<sup>5</sup> Το ελληνικό νόμισμα ανατιμήθηκε μεταξύ 1994-1997, ενώ στη Γερμανία και στην περιοχή του ευρώ υπήρξε υποτίμηση. Στα πρώτα χρόνια του ευρώ υπήρχε ένας βαθμός σύγκλισης στην εξέλιξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Όμως, με τη γερμανική πολιτική της συγκράτησης των μισθών μετά την επανένωση, η οποία επιταχύνθηκε το 2003, οι διαφορές έγιναν έντονες. Μεταξύ Ελλάδας και της ζώνη του ευρώ, η πραγματική ανατίμηση κινήθηκε στα ίδια επίπεδα, ενώ στη Γερμανία η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία απέκλινε δραματικά.

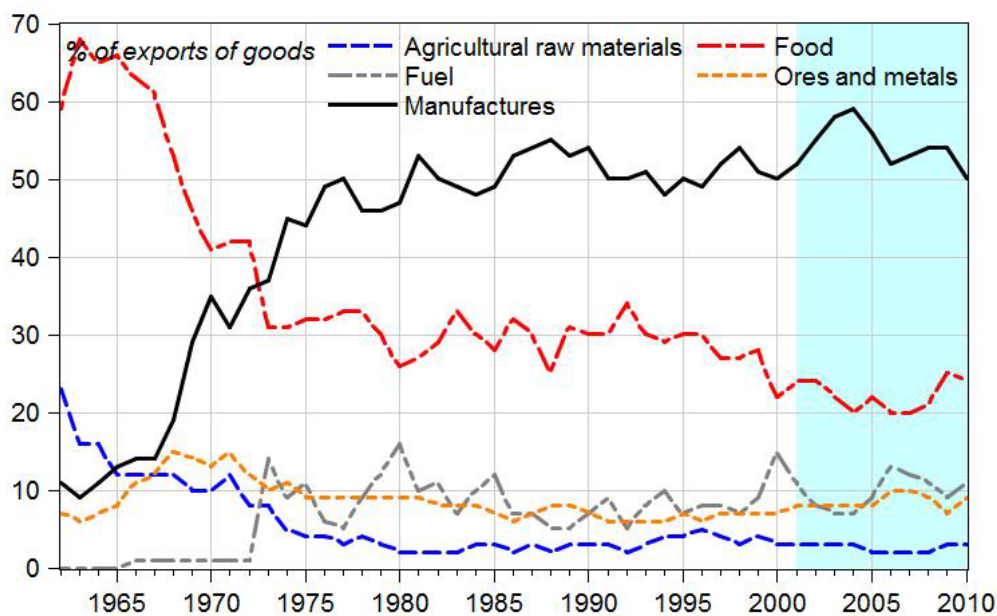
<sup>5</sup> Οι υπολογισμοί έγιναν από στοιχεία της Eurostat σε 36 εμπορικούς εταίρους με αποπληθωριστές στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

**Figure 8. Export price indexes**

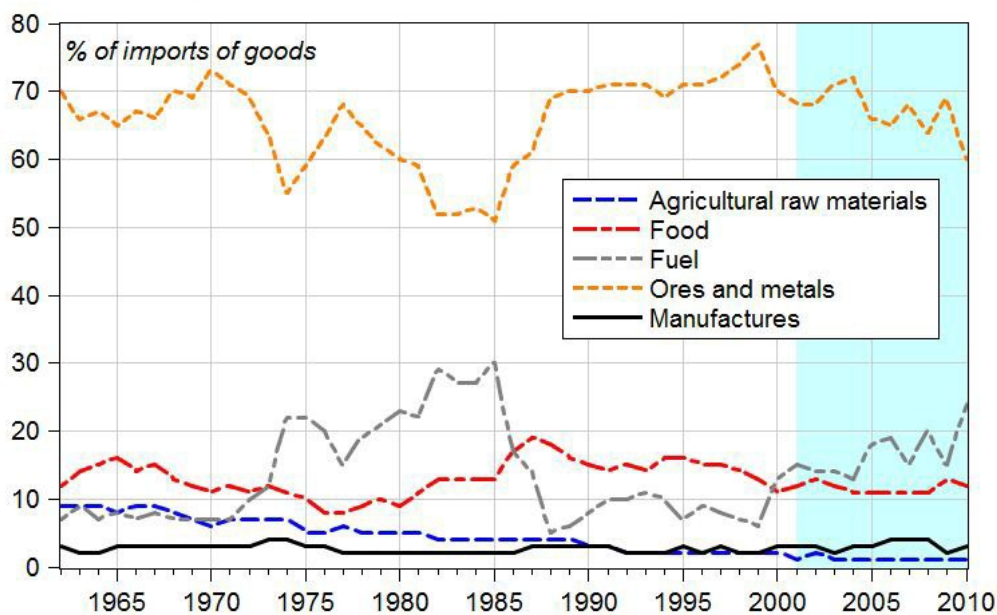


Έχει ενδιαφέρον να συγκρίνουμε τα στοιχεία στο Σχήμα 8, το οποίο αναφέρει τους δείκτες τιμών εξαγωγών, με τα στοιχεία των συναλλαγματικών ισοτιμιών στο Σχήμα 7. Αν και η πραγματική ανατίμηση ήταν παρόμοια, όπως φαίνεται στο Σχήμα 7, ο δείκτης τιμών εξαγωγών δείχνει ότι οι τιμές αυξήθηκαν με πολύ ταχύτερους ρυθμούς στην Ελλάδα από ό, τι στην υπόλοιπη ζώνη του ευρώ. Οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν μπόρεσαν ή δεν θέλησαν να απορροφήσουν την ανατίμηση του ευρώ με τη μείωση των περιθωρίων του κέρδους τους.

**Figure 9. Greece. Structure of exports of goods**



**Figure 10. Greece. Structure of imports of goods**



Για εκτίμηση της προέλευσης της ανισορροπίας που χαρακτηρίζει τις εμπορικές συναλλαγές, είναι επίσης απαραίτητο να εξεταστεί η σύνθεση του εμπορίου με περισσότερες λεπτομέρειες. Στα Σχήματα 9 και 10, τεκμηριώνουμε τη σύνθεση των εξαγωγών και των εισαγωγών, αντίστοιχα.

Η εκβιομηχάνιση της ελληνικής οικονομίας αντικατοπτρίζεται στη δομή των εξαγωγών της. Μεταξύ 1962 και τέλη της δεκαετίας του 1970, παρατηρούμε στο σχήμα 9 μια πτώση των εξαγωγών στα τρόφιμα, καθώς και μείωση στις εξαγωγές των γεωργικών πρώτων υλών. Κατά την ίδια περίοδο, το μερίδιο των εξαγωγών του μεταποιητικού τομέα αυξήθηκε απότομα. Το 2010, το ποσοστό αυτό αντιστοιχούσε στο ήμισυ των συνολικών εξαγωγικών αγαθών. Οι εξαγωγές τροφίμων ήταν σχεδόν στο 25%, το οποίο είναι μάλλον ακόμα μεγάλο ποσοστό για μια αναπτυσσόμενη χώρα.

Το Σχήμα 10 περιγράφει την αποσύνθεση των εισαγόμενων αγαθών, από τα οποία τα μεταποιητικά προϊόντα αποτελούσαν πάντα το κύριο συστατικό. Μεταξύ 1970 και 1985, το μερίδιο των καυσίμων αυξήθηκε (από 7% το 1970 σε 30% το 1985), ακολουθώντας τις εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου. Μεταξύ 1985 και 1988, το ποσοστό αυτό μειώθηκε σημαντικά (στο 5% το 1988) και σταθεροποιήθηκε μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1990. Στη δεκαετία του 2000, οι εισαγωγές καυσίμων άρχισαν και πάλι να αυξάνονται, φθάνοντας στο 25% του συνόλου των εξαγωγών το 2010.

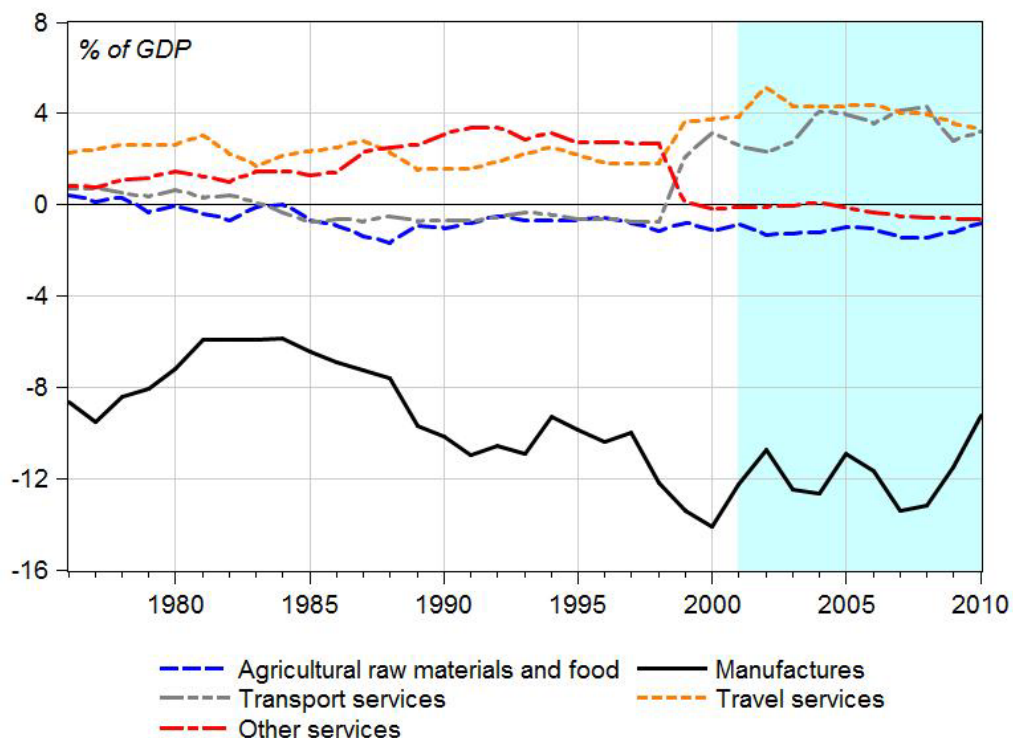
Στον Πίνακα 1 που ακολουθεί, παρουσιάζεται το διμερές εμπορικό ισοζύγιο για τους 10 μεγαλύτερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδας, σύμφωνα με την ταξινόμηση του εμπορικού ισοζυγίου κατά την πλέον πρόσφατη χρονική περίοδο.

<b>Table 1. Bilateral trade in goods</b>			
	<b>1980–90</b>	<b>1991–2000</b>	<b>2001–10</b>
<b>Germany</b>	-1.8	-1.8	-2.3
<b>Italy</b>	-1.2	-2.2	-2.3
<b>Russia</b>	0.0	-0.2	-1.3
<b>France</b>	-0.8	-1.3	-1.1
<b>Netherlands</b>	-0.8	-1.0	-1.0
<b>Belgium-Luxembourg</b>	-0.4	-0.6	-1.0
<b>South Korea</b>	-0.2	-0.4	-0.8
<b>China</b>	0.0	-0.2	-0.8
<b>Spain</b>	-0.2	-0.4	-0.6
<b>Saudi Arabia</b>	-0.8	-0.2	-0.6

*Sources: Chelem; authors' calculations*

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτουν ορισμένα επιπλέον σημαντικά αποτελέσματα—δηλαδή, ότι το εμπορικό ισοζύγιο έχει επιδεινωθεί περισσότερο έναντι των χωρών που επιδιώκουν εξαγωγική ανάπτυξη (Κίνα και Γερμανία) και έναντι των χωρών που εξάγουν πετρέλαιο (Ρωσία, Σαουδική Αραβία), αλλά και έναντι των χωρών που έχουν βιώσει χαμηλότερους ρυθμούς αύξησης του εισοδήματος (Γερμανία και πάλι, μαζί με την Ιταλία και τη Γαλλία).

**Figure 11. Greece. Decomposition of trade balance**



Στο Σχήμα 11, αναφέρουμε τη δυναμική των εμπορικών συναλλαγών στον τομέα των υπηρεσιών, για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία αλλά για μικρότερο χρονικό διάστημα. Οι υπηρεσίες που σχετίζονται με τον τουρισμό αποτελούν μια σημαντική και αυξανόμενη συνιστώσα του ελληνικού εμπορίου, αν και δεν έχουν αυξηθεί σε επίπεδα επαρκή για να αντισταθμίσουν το έλλειμμα στο εμπόριο των μεταποιημένων προϊόντων.

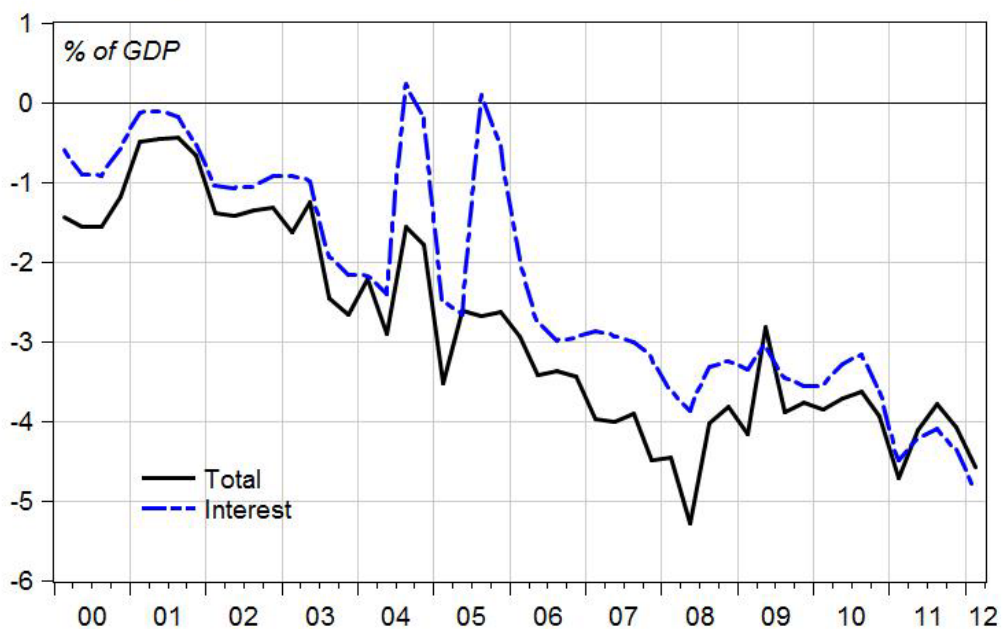
Ένα άλλο συστατικό της πρόσφατης επιδείνωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνδέεται με τις καθαρές εισροές. Το 2000, η Ελλάδα εξακολουθούσε να επωφελείται από καθαρές εισροές της τάξης άνω του 1% του ΑΕΠ, που συνδέονταν με εμβάσματα (Σχήμα 12), αλλά οι καθαρές εισροές στη χώρα μετατράπηκαν πρόσφατα σε καθαρές εκροές.

**Figure 12. Remittances and compensation of employees**

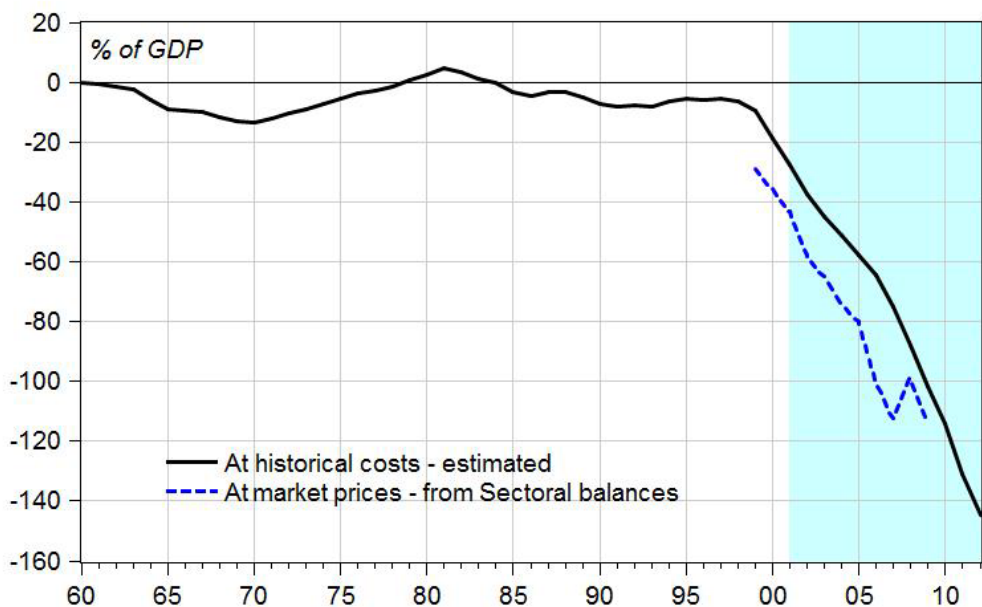


Το καθαρό εισόδημα περιουσίας από την αλλοδαπή, το οποίο περιλαμβάνει τις πληρωμές τόκων, το διανεμηθέν εισόδημα των εταιρειών, και επανεπενδύσιμα κέρδη από ξένες άμεσες επενδύσεις, επίσης επιδεινώθηκε απότομα, κυρίως ως συνέπεια της εξυπηρέτησης του ελληνικού εξωτερικού χρέους, το οποίο έχει αυξηθεί ως συνέπεια των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Τα δεδομένα που εμφανίζονται στο σχήμα 13, τα οποία υπολογίστηκαν με βάση τα πρόσφατα στοιχεία στον τομέα του ισοζυγίου πληρωμών, δείχνουν ότι οι καθαρές πληρωμές για τόκους που καταβάλλονται στο εξωτερικό ανέρχονται τώρα στο 4,8% του ΑΕΠ, ποσοστό που αναμένεται να αυξηθεί δεδομένου του τρέχοντος μεγέθους του χρέους και του επιπέδου των επιτοκίων από τον οποίον αντλεί κεφάλαια η Ελλάδα.

**Figure 13. Greece. Net property income from abroad**



**Figure 14. Greece. Net external assets**



Το μεγάλο και αυξανόμενο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών συνεπάγεται εκρηκτική πορεία του εξωτερικού χρέους. Στο Σχήμα 14, παρέχουμε τις εκτιμήσεις μας για το εξωτερικό χρέος χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία για το κόστος, που αντλήσαμε με τη διαδικασία του σωρευτικού αθροίσματος του καθαρού ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών. Η εκτίμησή μας για την κατάσταση έχει μια

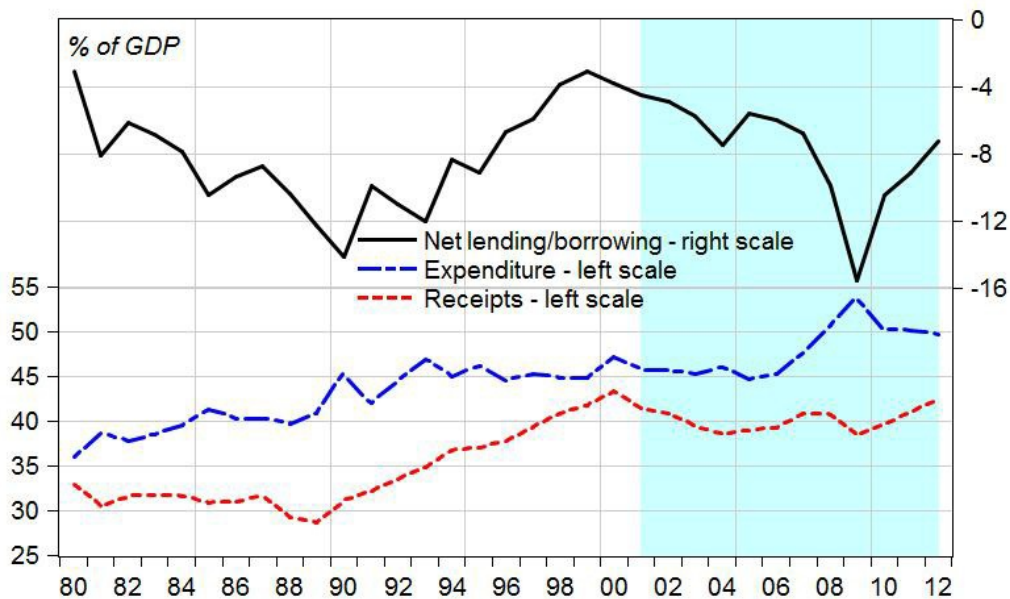


κάπως αισιόδοξη χροιά σε σύγκριση με τα διαθέσιμα στοιχεία για το εξωτερικό χρέος σε αγοραίες τιμές. Παρ' όλα αυτά, τα στοιχεία δείχνουν ότι το εξωτερικό χρέος άρχισε να παίρνει δραματικές διαστάσεις με την διεύρυνση του εξωτερικού ελλείμματος που έλαβε μέρος όταν η Ελλάδα έγινε μέλος της ευρωζώνης.

#### 4. Εθνικοί λογαριασμοί

Η κυβέρνηση του Γιώργου Παπανδρέου, που εξελέγει το 2009, ανέφερε ότι το δημόσιο έλλειμμα ήταν μεγαλύτερο από αυτό που είχε παρουσιάσει η προηγούμενη κυβέρνηση, ενισχύοντας την άποψη ότι η κρίση στην Ελλάδα ήταν το αποτέλεσμα ασύστολης κρατικής δαπάνης. Αλλά αληθεύει αυτό; Είναι σημαντικό να επιβεβαιωθεί αυτή η άποψη από τα διαθέσιμα στοιχεία.

**Figure 15. Greece. Government accounts**



Η ιστορική πορεία του δημοσιονομικού ελλείμματος φαίνεται στο Σχήμα 15,<sup>6</sup> όπου το δημοσιονομικό έλλειμμα στον δεξιό άξονα εκπροσωπείται τώρα με μια ανεστραμμένη κλίμακα έναντι των ίδιων στοιχείων στο Σχήμα 3. Τα στοιχεία για τις δαπάνες και τα έσοδα για τη γενική κυβέρνηση εκπροσωπούνται στην κλίμακα του αριστερού άξονα. Και τα δυο αυξάνονται ως ποσοστό του ΑΕΠ, όπως και σε όλες τις άλλες ανεπτυγμένες χώρες.

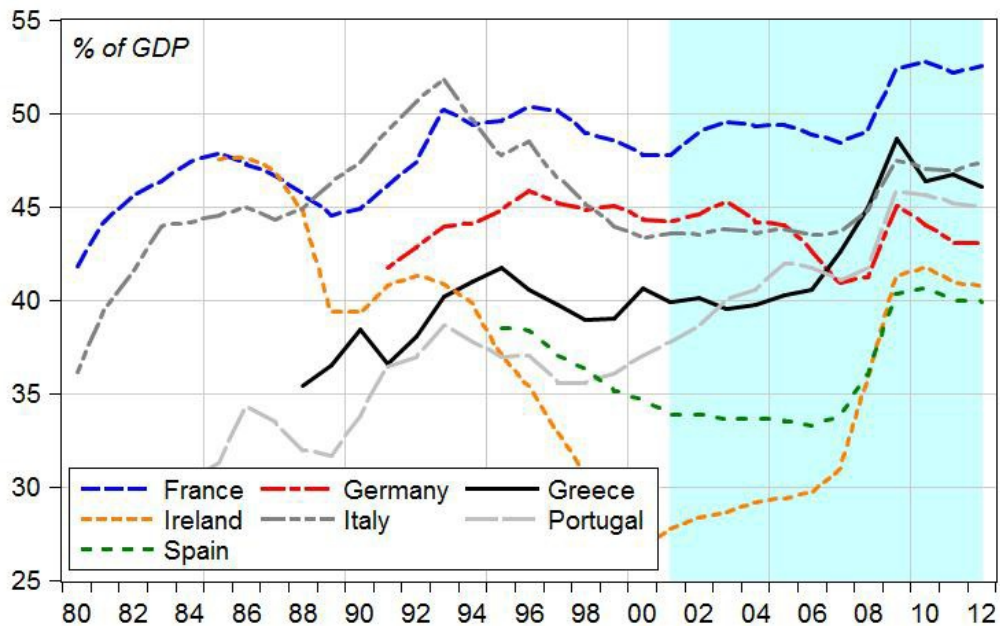
Ωστόσο, το σχήμα δείχνει ότι οι δημόσιες δαπάνες σταθεροποιήθηκαν σε ποσοστό 45% του ΑΕΠ τη περίοδο μεταξύ 1990-2006, αυξήθηκαν στο 47,6% το 2007, λίγο πριν η κρίση χτυπήσει την Ελλάδα, και στη συνέχεια αυξήθηκαν ραγδαία ως αποτέλεσμα της ύφεσης που ξεκίνησε το 2008, πριν τεθούν σε εφαρμογή τα προγράμματα αυστηρής δημοσιονομικής προσαρμογής και λιτότητας το 2010. Ως εκ τούτου, οι μεγάλες κρατικές δαπάνες δεν μπορεί να θεωρηθούν ως σημαντική πηγή των προβλημάτων της χώρας, εκτός και εάν υποθέσουμε ότι τα προβλήματα ξεκίνησαν το 1990 και δεν αντιμετωπίστηκαν.

Η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος που ήταν αναγκαία για την επίτευξη των κριτηρίων του Μάαστριχτ έγινε κυρίως μέσω της αύξησης των δημοσίων εσόδων. Τα έσοδα αυξήθηκαν σταθερά ως

<sup>6</sup> Θα είχε ενδιαφέρον αν μπορούσαμε να είχαμε εκτιμήσεις για το δημόσιο έλλειμμα και τα συστατικά του πριν από το 1980, αλλά δεν φαίνεται να υπάρχουν.

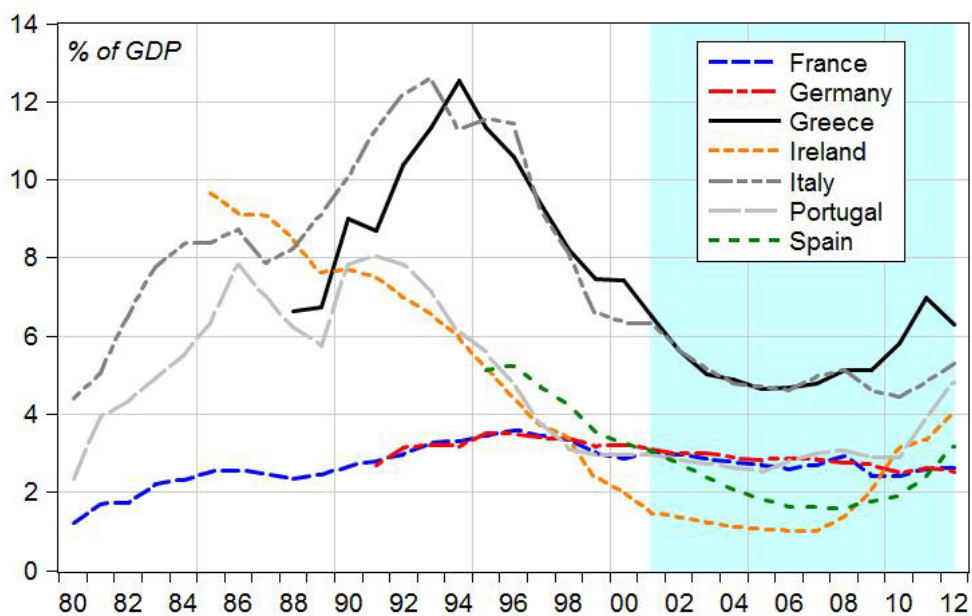
ποσοστό του ΑΕΠ, από το 28,6% το 1989 στο 43% το 2000, λίγο πριν προσχωρήσει η Ελλάδα στο ευρώ, επιτυγχάνοντας ένα συνολικό δημοσιονομικό έλλειμμα της τάξης του 3,8% του ΑΕΠ. Κατά τα επόμενα έτη, τα δημόσια έσοδα μειώθηκαν και πάλι, συμβάλλοντας στη διόγκωση του ελλείμματος.

**Figure 16. Eurozone. Government current expenditure**

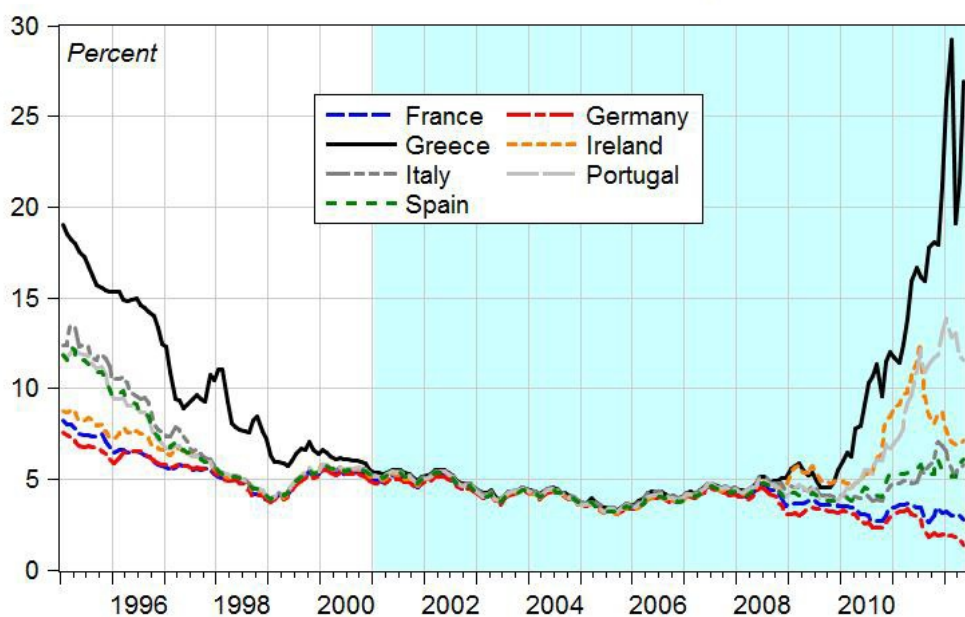


Η σύγκριση των συνολικών δαπανών της ελληνικής κυβέρνησης με των άλλων ευρωπαϊκών χωρών παρουσιάζεται στο Σχήμα 16. Πριν από την κρίση, το μέγεθος του δημόσιου τομέα στην Ελλάδα ήταν αρκετά μικρότερο από αυτό της Γαλλίας, της Γερμανίας ή της Ιταλίας. Ωστόσο, καθώς αυξήθηκαν οι πληρωμές τόκων για το δημόσιο χρέος, έχει ενδιαφέρον να εξετάσουμε ξεχωριστά τις επιπτώσεις τους στις δαπάνες, αφού αποτελούν ένα αρκετά μεγάλο συστατικό για τις χώρες με μεγάλα χρέη.

**Figure 17. Eurozone. Government expenditure on interest payments**



**Figure 18. Eurozone. Interest rates on 5-year government bonds**



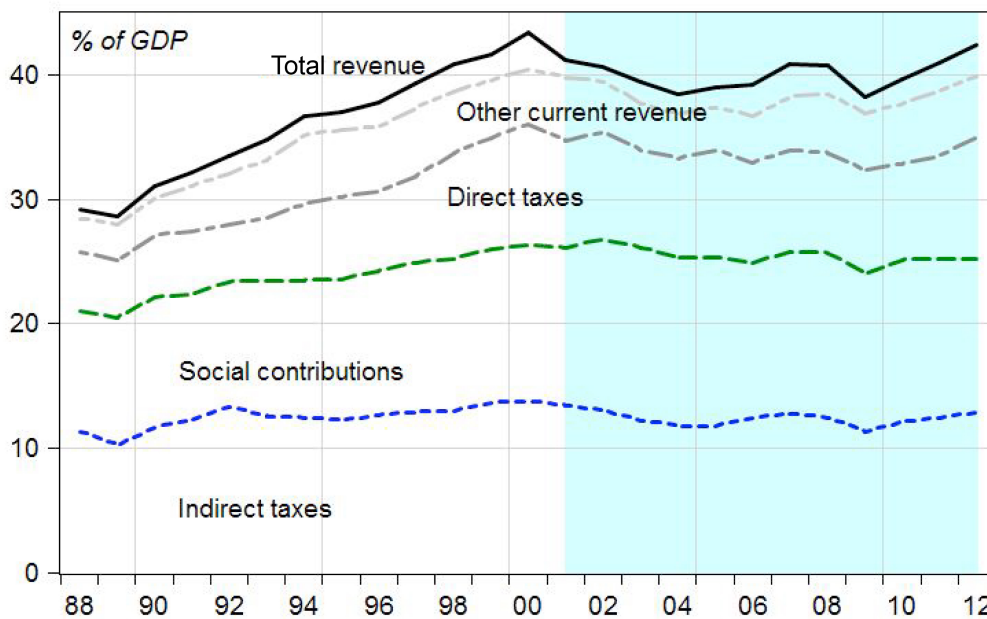
Τα δεδομένα στο Σχήμα 17 δείχνουν ότι η Ελλάδα και η Ιταλία ήταν οι δύο χώρες που πέτυχαν τη μεγαλύτερη μείωση δαπανών στις πληρωμές τόκων για το δημόσιο χρέος, που ήταν της τάξης άνω του 12% του ΑΕΠ στη δεκαετία του 1990 και μειώθηκε σταδιακά μαζί με την μείωση των επιτοκίων που

προέκυψε στο τέλος της δεκαετίας του 1990. Υπήρξε μια περαιτέρω μείωση με την υιοθέτηση του ευρώ, αλλά η πορεία πληρωμών τόκων αντιστράφηκε και αυξήθηκε ξανά όταν άρχισε να ξετυλίγεται η «κρίση χρέους». Η μείωση των επιτοκίων για το δημόσιο χρέος ήταν το μεγαλύτερο όφελος από την ένταξη στο ευρώ για χώρες όπως η Ελλάδα και η Ιταλία. Οι χώρες αυτές είχαν τη δυνατότητα να δανειζονται με πολύ χαμηλότερο κόστος, ανάλογο με αυτό των ισχυρών οικονομιών (π.χ., Γερμανία και Γαλλία), όπως τεκμηριώνουν τα στοιχεία στο Σχήμα 18.

Το Σχήμα 17 δείχνει ότι οι κρατικές πληρωμές τόκων βρίσκονται ακόμη κάτω από το 10% του ΑΕΠ, αφού το τεκμαίρομενο επιτόκιο επί του χρέους είναι ο μέσος όρος των επιτοκίων για τις υποχρεώσεις με διαφορές στους χρόνους ωρίμανσης. Ωστόσο, εάν τα επιτόκια διατηρηθούν στα σημερινά τους επίπεδα, οι κρατικές δαπάνες για πληρωμές τόκων (σε καθαρή βάση) θα μπορούσαν να εκτιναχθούν σε πρωτοφανή ύψη.

Η σύγκριση των στοιχείων στα σχήματα 16 και 17 δείχνει ότι η ελληνική κυβέρνηση εκμεταλλεύτηκε την πτώση της επιβάρυνσης του χρέους για να αυξήσει άλλες δαπάνες, αντί να μειώσει το κρατικό χρέος την εποχή που υπήρχαν υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης και χαμηλά ποσοστά ανεργίας.

**Figure 19. Greece. Composition of government revenue**

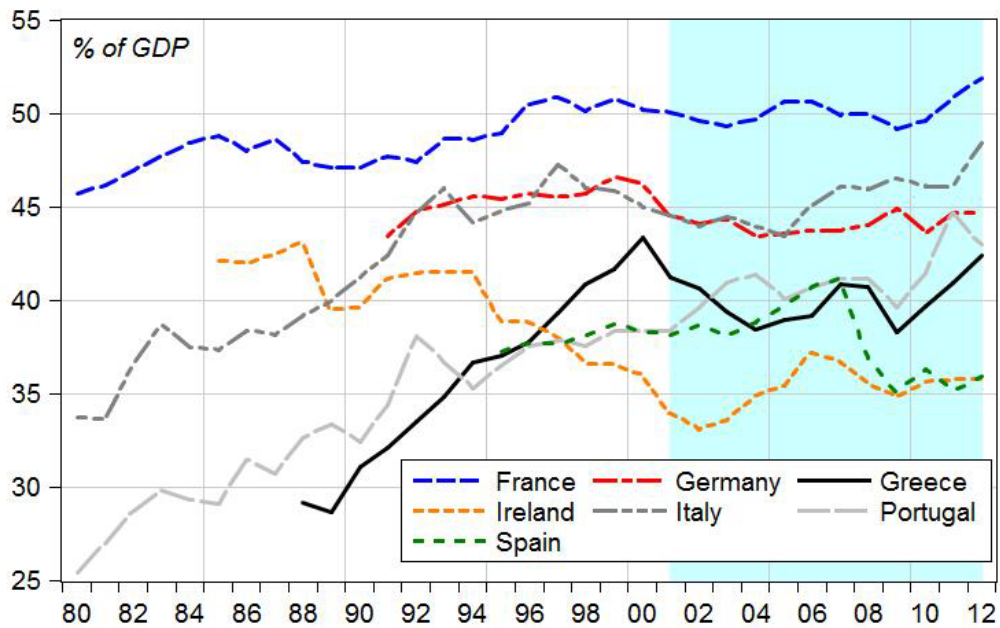


Οι λεπτομέρειες των διαφόρων συνιστωσών των κρατικών εσόδων αναφέρονται στο Σχήμα 19. Το σχήμα δείχνει ότι περισσότερο από το ένα τέταρτο των συνολικών εσόδων προέρχεται από φόρους επί της παραγωγής και των εισαγωγών, οι οποίοι ήταν σχετικά σταθεροί σε σχέση με το ΑΕΠ και σε επίπεδο παρόμοιο με αυτό, ή και υψηλότερο, των άλλων ευρωπαϊκών οικονομιών.

Η αύξηση των κρατικών εσόδων για την επίτευξη της συμμόρφωσης με τα κριτήρια του Μάαστριχτ πραγματοποιήθηκε κυρίως μέσω της αύξησης στις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, οι οποίες αυξήθηκαν από 9,8% το 1988 σε 13,5% το 2005, ενώ στη συνέχεια μειώθηκαν λίγο και τελικά σταθεροποιήθηκαν. Τα έσοδα από τους φόρους επί των εισοδημάτων και του πλούτου αναλογούσαν στο 4,7% του ΑΕΠ το 1988 και στο 8,6% το 2005, που ήταν ακόμη ένα επίπεδο χαμηλότερο από εκείνο των άλλων ευρωπαϊκών χωρών. Τα χαμηλά έσοδα από τους φόρους στο εισόδημα και τον πλούτο μπορεί να αποδοθούν κυρίως στα

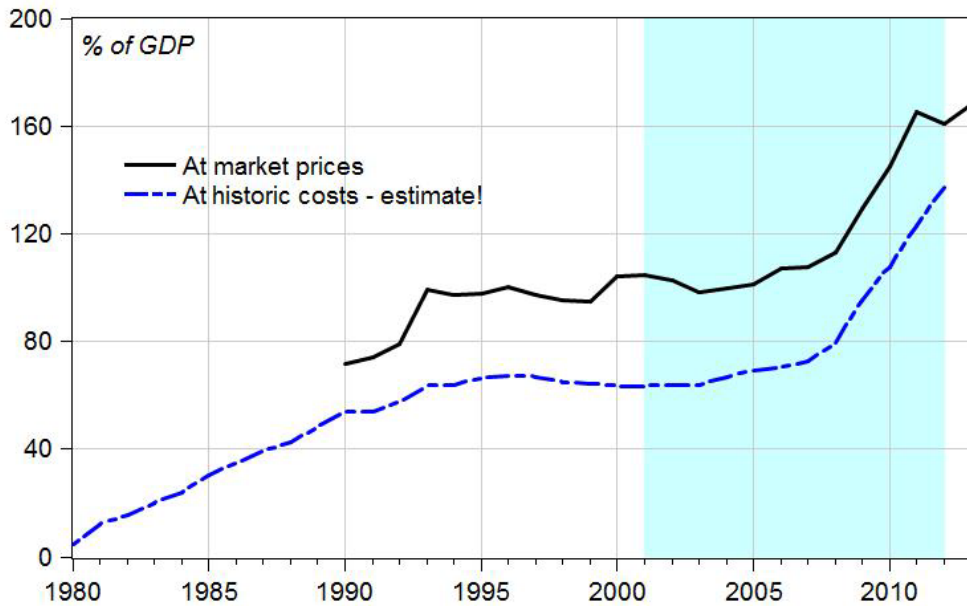
φαινόμενα φοροδιαφυγής και φοροαποφυγής, που προκύπτουν από την ύπαρξη μιας μεγάλης παραοικονομίας.

**Figure 20. Eurozone. Government current revenues**



Η σύγκριση των κρατικών εσόδων στην Ελλάδα με τις άλλες χώρες της ευρωζώνης περιγράφεται στο σχήμα 20. Το σχήμα αυτό επιβεβαιώνει τα προηγούμενα αποτελέσματά μας: το μέγεθος του δημοσίου τομέα δεν είναι υπερβολικά μεγάλο, και η Ελλάδα, τουλάχιστον πριν από το ευρώ, υστερούσε σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες όσον αφορά την ικανότητά της να συλλέξει μια επαρκή ποσότητα κεφαλαίων μέσω της φορολογίας.

**Figure 21. Greece. Government gross debt**



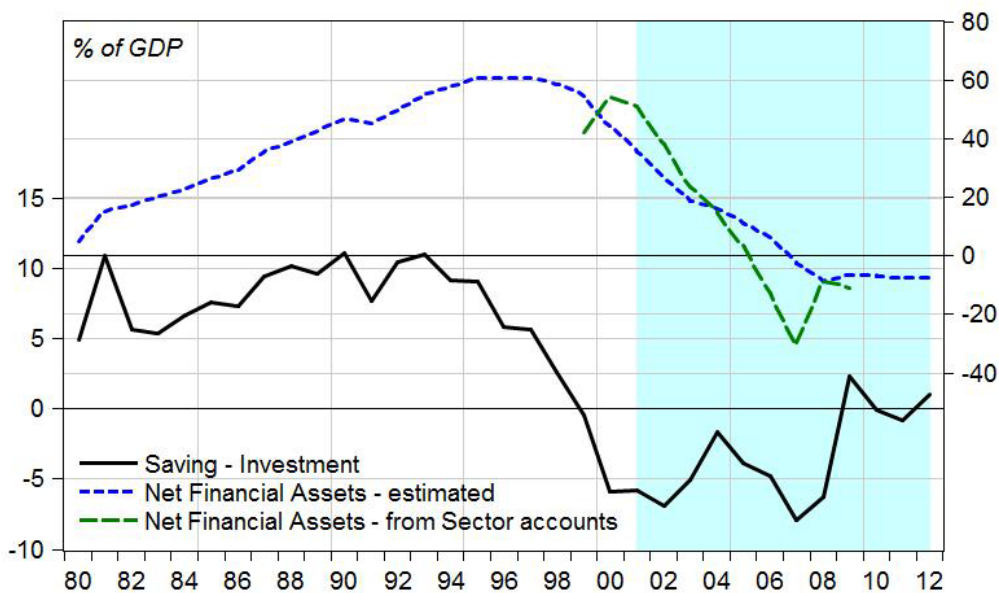
Στο Σχήμα 21, αναφέρουμε την επίσημη μέτρηση για το ακαθάριστο δημόσιο χρέος. Το σχήμα περιλαμβάνει επίσης μια προκαταρκτική εκτίμηση, η οποία χρειάζεται ένα καλύτερο σημείο αναφοράς, που ελήφθη από την άθροιση του καθαρού κρατικού δανεισμού κατά την πάροδο του χρόνου. Είναι σημαντικό να σημειώσουμε ότι και τα δύο μέτρα διατηρούνται σε σταθερό επίπεδο στις αρχές της εποχής του ευρώ, αλλά και τα δύο εκτινάσσονται στα ύψη μόνο όταν έρχεται στην επιφάνεια η κρίση του κρατικού χρέους. Αυτό επιβεβαιώνει την άποψή μας ότι η δραματική αύξηση του δημοσίου χρέους ήταν συνέπεια κακής διαχείρισης και δεν είχε ως πρωταρχική αιτία τα ελλείμματα.

Στη συνέχεια στρέφουμε την προσοχή μας στην ανάλυση των προσδιοριστικών παραγόντων του χρηματοοικονομικού ισοζυγίου του ιδιωτικού τομέα.

### **5. Αποταμιεύσεις, κέρδη και επενδύσεις**

Έχουμε δείξει στο Σχήμα 3 ότι ο ισολογισμός του ιδιωτικού τομέα (η διαφορά μεταξύ της συνολικής επένδυσης και αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα) ήταν περίπου σταθερός σε σχέση με το ΑΕΠ μέχρι το 1995, και στη συνέχεια άρχισε να αυξάνεται. Έχουμε επαναλάβει το ίδιο μέτρο, με το αντίθετο πρόσημο, στο Σχήμα 22, όπου τώρα το πλεόνασμα των αποταμιεύσεων έναντι των επενδύσεων συνεπάγεται ότι ο ιδιωτικός τομέας ως σύνολο συσσωρεύει χρηματοοικονομικές αξιώσεις από τους άλλους δύο τομείς (το κράτος και τον υπόλοιπο κόσμο), ενώ το έλλειμμα συνεπάγεται καθαρό δανεισμό.

**Figure 22. Greece. Private sector balance and NFA**

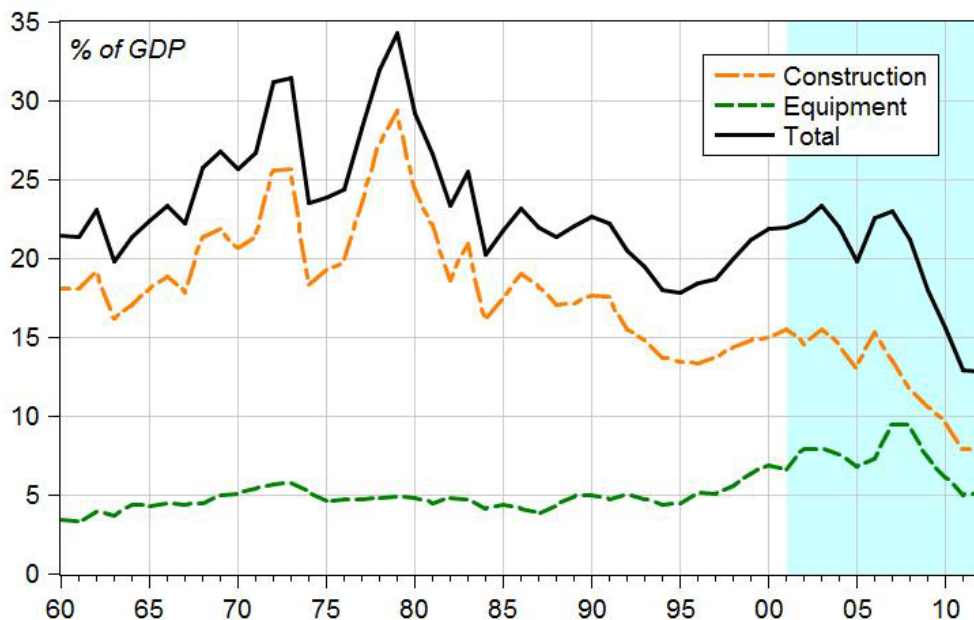


Ο χρηματοοικονομικός ισολογισμός έγινε αρνητικός το 1999, όπως προαναφέρθηκε, και αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση των καθαρών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (NFA), που τελικά έγιναν αρνητικά το 2004<sup>7</sup> και εξακολουθούν να παραμένουν αρνητικά.

Κατά την άποψή μας, αυτό είναι το μεγαλύτερο πρόβλημα που αντιμετωπίζει σήμερα η Ελλάδα. Ενώ άλλες χώρες, όπως η Ιταλία, εξακολουθούν να έχουν μια καθαρή θέση πιστωτή στο απόθεμα των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα, έτσι ώστε, αν χρειαστεί, η μείωση των καθαρών κρατικών υποχρεώσεων μπορεί να επιτευχθεί μέσα από την οικειοποίηση των ιδιωτικών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, η δυνατότητα αυτή έχει αποκλειστεί για την Ελλάδα, όπου τόσο ο ιδιωτικός όσο και ο δημόσιος τομέας έχουν καθαρό χρέος απέναντι στους ξένους. Ως εκ τούτου, κάθε προσπάθεια προκειμένου να μειωθεί γρήγορα το απόθεμα του χρέους πρέπει να συνεπάγεται μεταφορά *πραγματικών*, και όχι χρηματοοικονομικών, περιουσιακών στοιχείων από την Ελλάδα προς τους ξένους.

<sup>7</sup> Η εκτιμώμενη μέτρηση στο σχήμα 22 ελήφθη με τη διαδικασία του σωρευτικού αθροίσματος των καθαρών ροών, ενώ η άλλη μέτρηση ελήφθη από την Eurostat ως το άθροισμα των καθαρών υποχρεώσεων του κρατικού τομέα και του υπόλοιπου κόσμου.

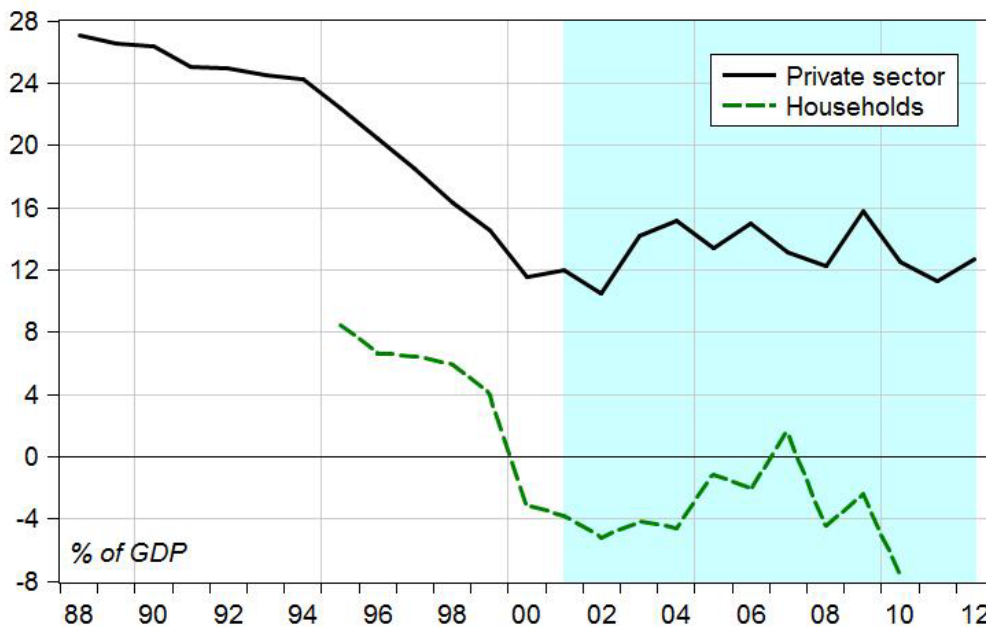
**Figure 23. Greece. Gross fixed capital formation**



Θα στραφούμε τώρα σε μια γρήγορη εξέταση των προσδιοριστικών παραγόντων του χρηματοοικονομικού ισοζυγίου του ιδιωτικού τομέα, ο οποίος, όπως φαίνεται στο Σχήμα 22, είναι η διαφορά μεταξύ της συνολικής αποταμίευσης και των επενδύσεων. Στο Σχήμα 23, αναφέρουμε τις επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η Ελλάδα είχε υψηλό επίπεδο επενδύσεων έως και τη δεκαετία του 1990. Ωστόσο, όπως δείχνει το σχήμα, αυτό προερχόταν κυρίως από επενδύσεις στις κατασκευές. Οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό και μεταφορές, που είναι πολύ πιο σημαντικές για την ανάπτυξη της παραγωγικής ικανότητας, ήταν μικρότερες, σε σχέση με το ΑΕΠ, σε σύγκριση με άλλες χώρες, όπως η Γερμανία. Στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990, οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό άρχισαν να αυξάνονται, αλλά η τάση αυτή δεν διατηρήθηκε και, με το ξέσπασμα της κρίσης, και οι δύο αυτές κατηγορίες επενδύσεων κατέρρευσαν σε πρωτοφανή χαμηλά επίπεδα.



**Figure 24. Greece. Private sector saving**



Η πτώση των επενδύσεων σε σχέση με το ΑΕΠ συνεπάγεται αύξηση στο χρηματοοικονομικό ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα, αλλά όπως δείχνει η Σχήμα 22, το μέτρο αυτό μειώθηκε κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να ισχύει ότι οι αποταμιεύσεις μειώθηκαν ακόμη πιο γρήγορα κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου από ό, τι οι επενδύσεις. Αυτό επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία που φαίνονται στο Σχήμα 24, τα οποία δείχνουν ότι το συνολικό επίπεδο των αποταμιεύσεων συρρικνώθηκε από το 27% του ΑΕΠ το 1988 στο 10% το 2002, και ύστερα σταθεροποιήθηκε, αλλά οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών έγιναν αρνητικές και παραμένουν σε αυτή την κατάσταση με βάση τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία.

Θα πρέπει να ισχύει, ως εκ τούτου, ότι η ανάπτυξη στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 2000, όπως και στην περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών, τροφοδοτήθηκε από την κατανάλωση που χρηματοδοτήθηκε από τη μείωση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών και/ή με καθαρό δανεισμό. Ήταν αυτή η μη βιώσιμη διαδικασία που έσπρωξε την Ελλάδα σε μια μη βιώσιμη πορεία, και όχι τα υπερβολικά ελλείμματα.

Μια πιο εμπειριστατωμένη και σε μεγαλύτερο βάθος ανάλυση του φαινομένου της κατανάλωσης του ιδιωτικού τομέα και των καθοριστικών παραγόντων της θα είναι διαθέσιμη σε μεταγενέστερη έκθεση.

## **6. Ο αντίκτυπος των διασώσεων και οι προοπτικές της Ελλάδας σύμφωνα με την τρόικα**

Σε ένα έγγραφο που κυκλοφόρησε πρόσφατα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή φαίνεται να πιστεύει ότι η ύφεση στην Ελλάδα θα είναι λιγότερο σοβαρή φέτος, πως στη συνέχεια θα ακολουθήσει ένα επιπλέον έτος στασιμότητας και ότι θα υπάρξει επιστροφή στην ανάπτυξη το 2014. Οι λεπτομέρειες αυτού του μακροοικονομικού σεναρίου εμφανίζονται στον Πίνακα 2.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Real GDP (growth rate)	-3.2	-3.5	-6.9	-4.7	0.0	2.5
Final domestic demand contribution*	-3.6	-7.0	-10.0	-7.2	-1.4	1.5
Net trade contribution	3.1	3.1	2.8	2.3	1.4	1.2
Employment (growth rate)	-0.7	-1.9	-6.3	-4.8	-0.2	1.6
Unemployment rate (percent of labor force)	8.9	11.7	15.9	17.9	17.8	16.7
Compensation of employees, private sector, per head	0.6	-0.3	-3.2	-13.0	-3.8	-2.2
Unit labor cost (growth rate)	4.3	-1.6	-1.0	-7.8	-1.3	-1.9
HICP inflation	1.3	4.7	3.1	-0.5	-0.3	0.1
HICP inflation at constant taxes	1.1	1.4	1.2	-1.2	-0.8	0.1
Current account balance (percent of GDP)	-14.3	-12.3	-10.3	-6.9	-5.3	-4.6
Net borrowing vis-à-vis RoW (percent of GDP)	-13.3	-10.6	-8.3	-4.8	-3.1	-2.4
Net external liabilities (percent of GDP)	-112.9	-101.9	-116.0	-88.1	-90.0	-89.6
General government deficit (percent of GDP)	-15.8	-10.6	-9.3	-7.3	-4.6	-2.1
General government primary surplus (percent of GDP)	-10.6	-5.0	-2.4	-1.0	1.8	4.5
General Government debt (percent of GDP)	129.3	144.9	165.3	161.4	165.4	162.1

*Source: European Commission (2012), p. 16*

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η ανάκαμψη αναμένεται να προκύψει από την αύξηση των επενδύσεων (αναμένεται να αυξηθούν κατά 6,7% το 2013 και κατά 9,8% το 2014<sup>8</sup>), καθώς και των εξαγωγών (5,5% το 2013 και 7% το 2014), ενώ οι εισαγωγές θα παραμείνουν σταθερές το 2013 και θα αυξηθούν ελαφρώς κατά 2,4% το 2014. Οι κρατικές δαπάνες αναμένεται να συνεχίσουν να μειώνονται—κατά 9,5% το 2013 και κατά 4,7% το 2014.

Τα νούμερα αυτά δεν είναι τίποτα άλλο από τους ευσεβείς πόθους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δεδομένου ότι μια μεγάλη αύξηση των εξαγωγών μπορεί να επιτευχθεί μόνο εάν αντιστραφεί η συνεχιζόμενη επιβράδυνση στον υπόλοιπο κόσμο και μόνο εάν η υπόλοιπη Ευρώπη εγκαταλείψει τις υφεσιακές πολιτικές. Ειδήλλως, δεν είναι καθόλου ξεκάθαρο ποια χώρα θα ήταν πρόθυμη να αυξήσει τη ζήτηση για ελληνικές εξαγωγές. Η αύξηση στις εξαγωγές υπηρεσιών μπορεί να είναι πιο πιθανή εάν οι τιμές στην Ελλάδα μειωθούν πιο γρήγορα από τις τιμές άλλων χωρών της Νότιας Ευρώπης. Αλλά μέχρι στιγμής, το επίπεδο των εξαγωγών στον τομέα των υπηρεσιών δεν είναι επαρκές για να αντισταθμίσει την προβλεπόμενη πτώση των κρατικών δαπανών.

Τονίζουμε πάλι ότι η μείωση του κόστους εργασίας και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ενδέχεται να μην επαρκούν για την ανάκαμψη των επενδύσεων εάν η εγχώρια κατανάλωση παραμείνει αδύναμη, όπως είναι αναμενόμενο να γίνει δεδομένης της προβλεπόμενης πορείας των μισθών, και οι καθαρές εξαγωγές δεν καλύψουν το κενό της συνολικής ζήτησης.

Πόσο εύλογο, λοιπόν, μπορεί να είναι αυτό το σενάριο από την άποψη της προσέγγισης του χρηματοοικονομικού ισοζυγίου; Παρατηρούμε ότι ο καθαρός δανεισμός από τον υπόλοιπο κόσμο προβλέπεται να μειωθεί από 4,8% το 2012 σε 2,4% το 2014, αντανακλώντας τη βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου. Ωστόσο, αυτός ο χρηματοοικονομικός ισολογισμός θα εξακολουθεί να είναι αρνητικός λόγω των αναμενόμενων μεγάλων ροών καθαρών εσόδων από ακίνητη περιουσία.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα, το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως υποκατάστατο για τις δανειακές ανάγκες της κυβέρνησης, αναμένεται να μειωθεί στο 2,1% του ΑΕΠ το 2014, από το 7,3% του ΑΕΠ που

<sup>8</sup> Δείτε European Commission (2012), σελ., 85, Πίνακας A1.

αναμένεται να είναι το 2012. Δεδομένου ότι η μείωση του κρατικού στοιχείου είναι μεγαλύτερη από τη βελτίωση του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών, η πρόβλεψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής υποδηλώνει ότι το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα γίνεται αρνητικό και πάλι, με τον ιδιωτικό τομέα να επιστρέφει σε θέση καθαρού δανεισμού.

Αυτή η άποψη μπορεί να είναι συνεπής με την προβλεπόμενη έντονη αύξηση των επενδύσεων, αλλά προς το παρόν είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς ότι ο ελληνικός ιδιωτικός τομέας θα είναι πρόθυμος να αυξήσει το καθαρό του χρέος σε μόλις δύο χρόνια, όταν επικρατούν τόσο υψηλά επίπεδα ανεργίας, τα εισοδήματα μειώνονται, και χωρίς να λάβουν μέρος σημαντικές εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η πρόβλεψη Ευρωπαϊκής Επιτροπής βασίζεται στην ιδέα ότι η λιτότητα, όταν συνδυαστεί με εξωτερική στήριξη, θα αποφέρει αποτελέσματα για την Ελλάδα. Μπορούμε να κάνουμε μια προσπάθεια να αξιολογήσουμε τον αντίκτυπο του πρώτου προγράμματος χρηματοδότησης με το να συγκρίνουμε το ποσό των καθαρών εισροών, που αναφέρονται στον Πίνακα 3, με άλλες βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές.

**Table 3. Disbursement under the first financing program (EUR billions)**

	Euro-area member-states		IMF		Total
<b>1st tranche</b>	May 18, 2010	14.5	May 12, 2010	5.5	20.0
<b>2nd tranche</b>	September 13, 2010	6.5	September 14, 2010	2.5	9.0
<b>3rd tranche</b>	January 19, 2011	6.5	December 21, 2010	2.5	9.0
<b>4th tranche</b>	March 16, 2011	10.9	March 16, 2011	4.1	15.0
<b>5th tranche</b>	July 15, 2011	8.7	July 13, 2011	3.3	12.0
<b>6th tranche</b>	December 14, 2011	5.8	December 7, 2011	2.2	8.0
<b>Total disbursement</b>		<b>52.9</b>		<b>20.1</b>	<b>73.0</b>

Source: European Commission (2012), p. 5

Οι δύο πρώτες δόσεις της χρηματοδότησης του προγράμματος ανέρχονταν σε 29 δις ευρώ, ή περίπου στο 12,7% του ΑΕΠ για το 2010. Οι άλλες τέσσερις δόσεις ανήλθαν σε 44 δις ευρώ το 2011. Ωστόσο, με τα επιτόκια σήμερα να είναι πάνω από το 20% και η αναλογία χρέους-ΑΕΠ πάνω από το 120%, ένα πρόγραμμα χρηματοδότησης αυτού του μεγέθους είναι ανεπαρκές για να αποπληρωθεί το τρέχον χρέος και θα έχει ως μοναδικό αποτέλεσμα την αύξηση των καθαρών πληρωμών για τόκους που καταβάλλονται στο εξωτερικό, με ελάχιστο πρόσθετο μακροοικονομικό αντίκτυπο.

Επιπλέον, τα μέτρα λιτότητας θα κρατήσουν σε χαμηλά επίπεδα τη συνολική ζήτηση, με το ΑΕΠ να μειώνεται με ταχύτερο ρυθμό από ό, τι η μείωση του δημοσίου χρέους.

## 7. Εναλλακτικές προοπτικές για την ανάκαμψη

Μια συνεπής ανάλυση των εναλλακτικών προοπτικών για την ανάκαμψη θα παρουσιαστεί στην επόμενη έκθεση, η οποία θα παρέχει λεπτομερείς εκτιμήσεις των βασικών ελαστικότητας των επιπτώσεων του αποπληθωρισμού των μισθών και άλλων μέτρων λιτότητας για το εμπόριο και την κατανάλωση. Μπορούμε ωστόσο να αναφέρουμε ορισμένα αρχικά αποτελέσματα στην παρούσα έκθεση.

Με δεδομένη την τρέχουσα κατάσταση του καθαρού χρέους για τον ιδιωτικό και δημόσιο τομέα της οικονομίας, καμία λύση δεν είναι εφικτή εάν το κόστος δανεισμού, τόσο για τον ιδιωτικό όσο και τον δημόσιο τομέα, παραμένει πάνω από τον ρυθμό αύξησης των εισοδημάτων, που τώρα είναι αρνητικός. Επιπλέον, δεδομένου ότι το καθαρό χρέος στην Ελλάδα είναι πλέον εξ' ολοκλήρου υπό μορφή πίστωσης που κατέχουν οι ξένοι, η εξυπηρέτηση του χρέους συνεπάγεται καθαρή μεταφορά ενός μεγάλου μεριδίου του εισοδήματος έξω από τη χώρα, με προφανείς συνέπειες για τη συνολική ζήτηση.

Η ονομαστική αύξηση του ΑΕΠ θα πρέπει να αποκατασταθεί πριν αντιμετωπιστεί το «πρόβλημα» του δημοσίου και ιδιωτικού χρέους. Αυτό αναπόφευκτα απαιτεί πρόσθετο δανεισμό είτε από τον ιδιωτικό είτε

από τον δημόσιο τομέα, ή μια μεγάλη αύξηση των καθαρών εξαγωγών. Μεγάλη αύξηση των καθαρών εξαγωγών δεν φαίνεται να είναι ιδιαίτερα εφικτή όταν οι περισσότερες χώρες της ευρωζώνης βιώνουν είτε στασιμότητα είτε βρίσκονται σε κατάσταση απόλυτης ύφεσης. Ακόμη και η Γερμανία, η οποία έχει ανακάμψει από την κρίση του 2007, έχει επιτρέψει μόνο μια μέτρια αύξηση της εγχώριας ζήτησης, και ως εκ τούτου αρνείται να παίξει το ρόλο της κινητήριας δύναμης της οικονομικής ανάπτυξης για τις χώρες της Νότιας Ευρώπης, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας.

Αν αποκλειστεί η δυνατότητα μιας μεγάλης αύξησης των καθαρών εξαγωγών, η οποία είναι πιο πιθανό να προέλθει από τις διαφορές στους ρυθμούς ανάπτυξης παρά από τις διαφορές στα ποσοστά πληθωρισμού, και εφόσον η συνολική ζήτηση από τον ιδιωτικό τομέα, είτε πρόκειται για κατανάλωση ή επενδύσεις, εξαρτάται ή ίδια από τις οικονομικές συνθήκες της χώρας, η μόνη εναλλακτική λύση είναι η αναστολή του προγράμματος λιτότητας και η εφαρμογή πολιτικών για τη δημιουργία θέσεων εργασίας από τον δημόσιο τομέα. Εναλλακτικά, απαιτείται μια πολύ μεγαλύτερη εισροή ξένης βοήθειας, που θα πρέπει να κατευθύνεται προς τη δημιουργία σταθερών θέσεων εργασίας, και η δυνατότητα να μπορεί η Ελλάδα να μετακυλίσει το χρέος της με πολύ χαμηλότερα επιτόκια.

## Πηγές

European Commission. 2012. “The Second Economic Adjustment Programme for Greece.” Occasional Papers 94. March.

Godley, W. 1999. *Seven Unsustainable Processes: Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World*. Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. January.

## Παράρτημα

### 1. Σημείωση σχετικά με την προκαταρκτική έκθεση

Η ανάπτυξη του μοντέλου για την ελληνική οικονομία αντιμετώπισε σημαντικά προβλήματα που σχετίζονται με την έλλειψη ποιότητας των στατιστικών στοιχείων. Τα προβλήματα αυτά έχουν λυθεί μόνο μέχρι ενός σημείου—αν και φαίνεται πλέον εφικτή η δυνατότητα μιας στρατηγικής για την πλήρη αντιμετώπιση των προβλημάτων.

Αναλυτικότερα, η Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) έχει αναθεωρήσει τους εθνικούς λογαριασμούς δύο φορές κατά τη διάρκεια του περασμένου έτους, αναθεωρώντας κάθε φορά τις χρονικές σειρές για το ΑΕΠ προς τα κάτω για το σύνολο των χρονικών σειρών. Ο οργανισμός δεν έχει ακόμη δημοσιεύσει τα εποχικά προσαρμοσμένα στοιχεία και οι χρονικές σειρές είναι αρκετά μικρές για τους σκοπούς μας. Η άλλη μεγάλη πηγή πληροφοριών προέρχεται από τους τομεακούς λογαριασμούς για την Ελλάδα, οι οποίες δημοσιεύονται από την Eurostat με βάση τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ. Μια πρώτη χρονική σειρά ήταν διαθέσιμη από το 2000 έως το 2009, συμπεριλαμβανομένων όλων των πληροφοριών που απαιτούνται για την ανάπτυξη μιας μήτρας κοινωνικής λογιστικής, μια μήτρας ροών κεφαλαίων, και μια μήτρας ισολογισμού για την ελληνική οικονομία. Αλλά η ΕΛΣΤΑΤ αναθεώρησε και πάλι τις χρονικές σειρές κατά τη διάρκεια του έτους, δημοσιεύοντας ένα μικρότερο σύνολο πληροφοριών από το 2005 έως το 2010 (2009 για τα αποθέματα), η οποία θα πρέπει να συμβιβαστεί τόσο με την προηγούμενη έκδοση όσο και με τους εθνικούς λογαριασμούς. Μια νέα έκδοση για τους τομεακούς λογαριασμούς δόθηκε στη δημοσιότητα στις 27 Ιουλίου 2012, αλλά καλύπτει μόνο τις ροές, και ως εκ τούτου δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ανακατασκευή της ροής των κεφαλαίων ή των ισολογισμών.

Ένα επιπλέον πρόβλημα που προκύπτει από την ανάλυση των τομεακών δεδομένων είναι η πολύ μεγάλη διαφορά μεταξύ της αποταμίευσης που καθορίζεται από τους εθνικούς λογαριασμούς και της καθαρής μεταβολής στα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία με βάση τους υπολογισμούς από χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς. Η τελευταία σειρά, για παράδειγμα, δείχνει ότι η αποταμίευση των νοικοκυριών εξακολουθεί να είναι θετική, ενώ οι εθνικοί λογαριασμοί την εμφανίζουν αρνητική. Η ασυμφωνία μεταξύ των στοιχείων είναι κοινό πρόβλημα για όλες τις χώρες που δημοσιεύουν τέτοια

στοιχεία, αλλά για την Ελλάδα οι διαφορές είναι ιδιαίτερα μεγάλες, ίσως εξαιτίας της μη πλήρους δήλωσης των εισοδημάτων.

Από τη στιγμή που πρέπει να συγκρίνουμε τα αποτελέσματά μας με τα επίσημα στοιχεία, επιλέξαμε να μην προσαρμόσουμε οποιεσδήποτε εκτιμήσεις που επηρεάζουν το ΑΕΠ και τις συνιστώσες του, αλλά η απόφαση αυτή μπορεί να αναθεωρηθεί δεδομένου του μεγάλου μεγέθους της σκιάδους οικονομίας στην Ελλάδα.

Η στρατηγική μας για να ξεπεραστούν τα προβλήματα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ βασίζεται στην ανακατασκευή μεγαλύτερων χρονοσειρών σε ετήσια συχνότητα, που διατίθενται από τις βάσεις δεδομένων του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), της AMECO και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ). Για ορισμένες βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές, τα στοιχεία είναι διαθέσιμα από το 1960, ή από το 1980 για τους εθνικούς λογαριασμούς. Η υιοθέτηση αυτών των χρονοσειρών έχει ζωτική σημασία για την ανάλυση των αναλογιών stock-flow που βρίσκονται στο επίκεντρο της προσέγγισής μας για μεσοπρόθεσμες προβλέψεις. Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών ισοζυγίων στο σχήμα 3 αυτής της προκαταρκτικής έκθεσης εμφανίζει κάποια σταθερότητα στο ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα από το 1980 έως το 1995, ένα εύρημα που είναι το κύριο αποτέλεσμα της προσέγγισης του Godley και που δεν θα μπορούσε να προκύψει από μετέπειτα στοιχεία. Αυτό το αποτέλεσμα είναι συνεπές με τις αναλύσεις που πραγματοποιήσαμε για τις οικονομίες του Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ στο παρελθόν, και είναι ζωτικής σημασίας για την εκτίμηση της συμπεριφοριστικής σχέσης μεταξύ της συνολικής ζήτησης και των καθοριστικών παραγόντων της, συμπεριλαμβανομένου του ρόλου του πλούτου, του χρέους, και της υπεραξίας σχετικά με την κατανάλωση και τις επενδύσεις. Η διαθεσιμότητα μεγαλύτερων χρονοσειρών είναι επίσης εξαιρετικά χρήσιμη στον εντοπισμό της ελαστικότητας του εμπορίου με κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία για τη δημιουργία σεναρίων για μια πιθανή ελληνική έξοδο από το ευρώ.

Εργαζόμαστε αυτή τη στιγμή πάνω σε αυτές τις υποθέσεις προκειμένου να έχουμε μια ανάστροφη εκτίμηση όλων των μεταβλητών του μοντέλου σε τριμηνιαία βάση για την παραγωγή αριθμητικής προσομοίωσης των σεναρίων στην επόμενη τελική έκθεση.