



Στρατηγική Ανάλυση

Αύγουστος 2014

Θα σώσει ο τουρισμός την Ελλάδα;

Των Δημήτρη Β. Παπαδημητρίου, Μιχάλη Νικηφόρου και
Gennaro Zezza

Περίληψη

Με την παρούσα στρατηγική ανάλυση εξετάζουμε τις προοπτικές για την οικονομική ανάκαμψη της Ελλάδας εάν συνεχιστεί η στρατηγική της δημοσιονομικής λιτότητας και της εσωτερικής υποτίμησης που εφαρμόζεται από την τρόικα με στόχο την αύξηση της ανταγωνιστικότητας και ως εκ τούτου των καθαρών εξαγωγών.

Υποστηρίζουμε ότι θα χρειαστεί πολύς χρόνος για να έχει θετικό αντίκτυπο στο εμπόριο, και αυτό εάν συμβεί, η άνευ προηγουμένου μείωση των πραγματικών και ονομαστικών μισθών, ενώ ο αντίκτυπος των χαμηλότερων τιμών στον εξωτερικό τουρισμό δεν θα δημιουργήσει επαρκή έσοδα για την επίτευξη του στόχου των πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που θα αντισταθμίζει τις αρνητικές επιπτώσεις της δημοσιονομικής λιτότητας.

Στο πλαίσιο αυτό, η αλλαγή στην κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής με στόχο τη μείωση της φορολογίας και τη δημιουργία θέσεων εργασίας είναι επείγοντως απαραίτητη.

Εισαγωγή

Στην τελευταία αξιολόγησή του για την πορεία της ελληνικής οικονομίας, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF 2014) εμφανίζεται πιο αισιόδοξο για το μέλλον της Ελλάδας, αναφέροντας ότι η χώρα έχει αρχίσει να εμφανίζει τα «πρώτα σημάδια οικονομικής σταθεροποίησης», καθώς τα τελευταία τρίμηνα επιβραδύνεται η μείωση του ΑΕΠ εν συγκρίσει με την τάση των προηγούμενων ετών ενώ σημειώθηκε και ελαφριά πώση στα ποσοστά ανεργίας.

Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, Ινστιτούτο Εργασίας, ΓΣΕΕ

Ευχαριστούμε θερμά τους Γιώργο Αργείτη, Βασίλη Παπαδόγαμβρο, Γιάννη Δαφέρνο και Μαρία Νικολαΐδη για το ενδιαφέρον και την βοήθεια που μας προσέφεραν. Η παρούσα έρευνα εν μέρει χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης στο πλαίσιο του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού» 2007–13. Copyright © 2014 Levy Economics Institute of Bard College

Το ΔΝΤ επαινεί την κυβέρνηση για την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013 ένα χρόνο πριν από το χρονοδιάγραμμα, αλλά εξακολουθεί να συνιστά περαιτέρω σύσφιγξη της δημοσιονομικής πολιτικής για να κλείσει το δημοσιονομικό έλλειμμα για το επόμενο έτος και να εξασφαλίσουν τα «πρωτογενή πλεονάσματα άνω του 4% του ΑΕΠ» που απαιτούνται για την επίτευξη των στόχων της τριόκτας αναφορικά με τη μείωση του χρέους. Επιπλέον, το ΔΝΤ προσδοκά η αύξηση του ΑΕΠ να είναι πάνω από 2% με αποτέλεσμα το κλείσιμο του παραγωγικού κενού (output gap) έως το 2019.

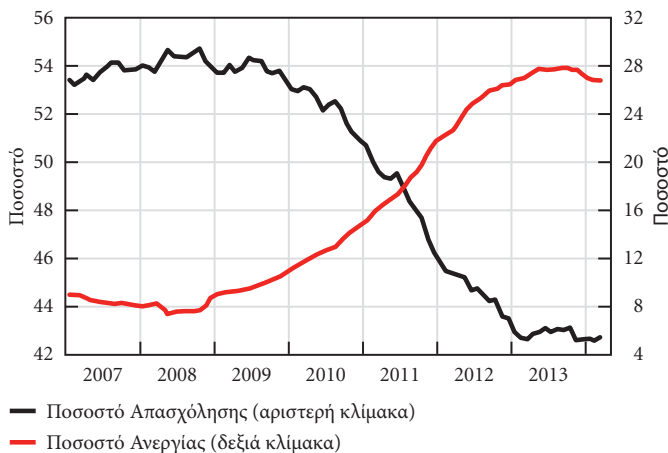
Η παρούσα έκθεση αμφισβητεί την άποψη του ΔΝΤ και τις πολιτικές που απορρέουν από την εν λόγω άποψη ως τίποτα περισσότερο από ευσεβείς πόθοι. Πιο συγκεκριμένα, για να επανέλθει η ανάπτυξη σε επίπεδα άνω του 2%, θα πρέπει να αρχίσουν να αυξάνονται μερικές από τις συνιστώσες της συνολικής ζήτησης. Θα απαιτηθεί μια αλματώδης αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων, με σύνθεση που να ευνοεί την επέκταση των εξαγωγών, ενώ οι μισθοί θα πρέπει να αυξάνονται μαζί με την παραγωγικότητα, επιτρέποντας την αύξηση της εγχώριας κατανάλωσης. Οι επενδύσεις, όμως, συνήθως καθορίζονται με βάση την αναμενόμενη κερδοφορία. Και στην περίπτωση της Ελλάδας, η

εγχώρια οικονομία βρίσκεται σε ύφεση—και διατηρείται σε μια υφειακή κατάσταση λόγω της δημοσιονομικής λιτότητας—ενώ η εξωτερική ζήτηση είναι στάσιμη, δημιουργώντας χαμηλές προσδοκίες για ανάκαμψη της κερδοφορίας. Επιπλέον, η υπόθεση ότι η δημοσιονομική λιτότητα δεν έχει καμία επίπτωση—ή μάλλον ότι έχει θετική επίπτωση στην ανάπτυξη—έχει απαξιωθεί πλήρως από τα γεγονότα από την έναρξη της κρίσης στην ευρωζώνη. Τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων¹ του μακροοικονομικού μοντέλου του Levy Institute για την Ελλάδα (LIMG),² που βασίζεται στην προσέγγιση των χρηματοοικονομικών ισολογισμών, υπογραμμίζουν ότι είναι αδύνατο να πετύχει η πολιτική της παρατεταμένης δημοσιονομικής εξουγίανσης, εκτός εάν επιτευχθεί ένα μεγάλο και αυξανόμενο πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, κάτι το οποίο είναι μάλλον απίθανο στο προβλέψιμο μέλλον.

Παραγωγή και απασχόληση

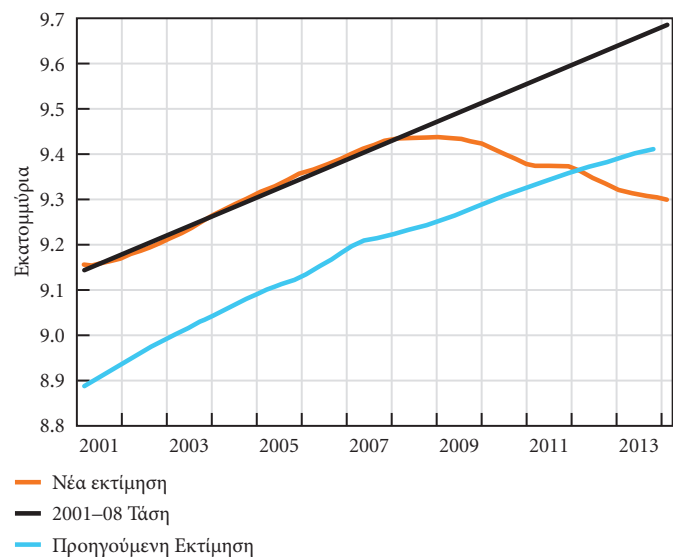
Η απασχόληση έχει σταματήσει να μειώνεται και το ποσοστό ανεργίας έχει βελτιωθεί κάπως τους τελευταίους μήνες. Στο σχήμα 1 καταγράφεται το

Σχήμα 1 Ελλάδα: Απασχόληση και Ανεργία



Πηγή: ΕΛΣΤατ

Σχήμα 2 Ελλάδα: Πληθυσμός ηλικίας άνω των 15 ετών



Πηγές: ΕΛΣΤατ, υπολογισμοί των συγγραφέων

ποσοστό απασχόλησης με βάση την αναλογία των απασχολουμένων για τον πληθυσμό ηλικίας 15 ετών και άνω. Το ποσοστό της ανεργίας μετρείται από την αναλογία των ανέργων στο εργατικό δυναμικό.

Εξετάζοντας αυτούς τους δύο δείκτες μαζί, είναι φανερό ότι η πτώση του ποσοστού της ανεργίας δεν οφείλεται στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Πράγματι, η Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) δημοσίευσε πρόσφατα νέα τριμηνιαία στοιχεία για την απασχόληση και το εργατικό δυναμικό, συμπεριλαμβανομένου του δείκτη για τον πληθυσμό ηλικίας 15 ετών και άνω. Ενώ η σειρά που δημοσιεύθηκε σε προηγούμενες εκδόσεις εμφάνιζε μια σταθερή ανοδική τάση (όπως φαίνεται και από την μπλε γραμμή στο σχήμα 2), οι νέες εκτιμήσεις δείχνουν ότι ο πληθυσμός έφτασε στα 9.437 εκατομμύρια στο τέλος του 2008 και στη συνέχεια άρχισε να μειώνεται, φθάνοντας στα 9.296 εκατομμύρια το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους— επιστρέφοντας δηλαδή στα επίπεδα του 2004.³

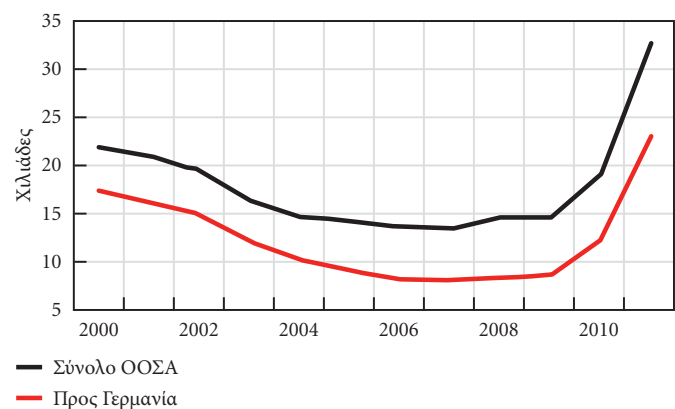
Δεδομένου ότι η ΕΛΣΤΑΤ δεν δημοσιεύει λεπτομερή στοιχεία για τη μετανάστευση, υποθέσαμε ότι τα στοιχεία αυτά μπορούν να υπολογιστούν από τη διαφορά μεταξύ των προ-κρίσης τάσεων του πληθυσμού και των πραγματικά αναφερόμενων αριθμών. Ως εκ τούτου, κάναμε τον υπολογισμό στο πλαίσιο μιας απλής γραμμικής τάσης με βάση τα στοιχεία από την περίοδο 2001–08, τα οποία έδειχναν ότι ο πληθυσμός της Ελλάδας θα ήταν τώρα στα 9.686 αν είχε συνεχιστεί η προηγούμενη τάση. Η διαφορά μεταξύ αυτού του αριθμού και του πληθυσμού που καταγράφηκε για το πρώτο τρίμηνο του 2014 είναι συνεισώς σχεδόν 390.000 άτομα (4%). Αυτή η κατά προσέγγιση εκτίμηση δεν πρέπει να απέχει πολύ από την πραγματικότητα καθώς η απασχόληση σήμερα βρίσκεται 1.115.000 άτομα κάτω από το μέσο όρο του 2008 και η ανεργία είναι αυξημένη κατά 886.000 άτομα, με τη διαφορά να αντιπροσωπεύεται από προηγούμενως απασχολούμενα άτομα που δεν ανήκουν πλέον στο εργατικό δυναμικό.

Η ΕΛΣΤΑΤ επίσης χωρίζει τον πληθυσμό ανά ηλικιακή ομάδα, που δείχνει ότι το ποσοστό των νέων στην Ελλάδα μειώνεται σταθερά (μια κοινή τάση σε πολλές ανεπτυγμένες χώρες όπου μειώνεται ο μέσος αριθμός παιδιών ανά οικογένεια), ενώ ο αριθμός των

ατόμων μεγαλύτερης ηλικίας αυξάνεται σταθερά (μια άλλη κοινή τάση σε πολλές χώρες, η οποία συνδέεται με το μεγαλύτερο προσδόκιμο ζωής). Συγκρίνοντας την ηλικιακή ομάδα 15–29 ετών με την ομάδα των 45 και πλέον ετών, διαπιστώνουμε ότι η μείωση της νεανικότητας του πληθυσμού επιταχύνθηκε από το 2007, αντισταθμίζοντας την αύξηση του αριθμού των Ελλήνων ηλικίας 45 ετών και πάνω, έτσι ώστε το ανεστραμμένο U σχήμα του πληθυσμού που φαίνεται στο σχήμα 2 μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στη μείωση του αριθμού των κατοίκων ηλικίας 30–44 (2.442 εκατομμύρια το πρώτο τρίμηνο του 2014 εν συγκρίσει με 2.544 εκατομμύρια στο τέλος του 2008).

Με τις διαθέσιμες πληροφορίες να είναι περιορισμένες, δεν είμαστε σε θέση να εξακριβώσουμε εάν αυτή η μείωση οφείλεται στο ότι τα άτομα αυτής της ηλικιακής ομάδας μετανάστευσαν στο εξωτερικό ή σε μικρότερο αριθμό μεταναστών που δέχεται η χώρα. Η βάση δεδομένων για τη μετανάστευση του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) περιέχει κάποια (ακόμη ατελή) στατιστικά στοιχεία για τους μετανάστες ανά χώρα (τα στοιχεία υποτιμούν κατά πολύ τη συνολική μετανάστευση, καθώς ορισμένες μεγάλες ευρωπαϊκές χώρες όπως η Γαλλία και η Ιταλία δεν προσκομίζουν καν στοιχεία προς τον ΟΟΣΑ). Τα στοιχεία του ΟΟΣΑ για την Ελλάδα εμφανίζονται στο σχήμα 3.

Σχήμα 3 Ελλάδα: Μετανάστευση



Πηγή: ΟΟΣΑ

Όπως θα μπορούσε να αναμένει κανείς από την άποψη των ποσοστών ανεργίας μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών, η Γερμανία, μια χώρα με χαμηλά ποσοστά ανεργίας, είναι ο κύριος προορισμός των Ελλήνων μεταναστών, ο αριθμός των οποίων σχεδόν διπλασιάστηκε το 2011 έναντι του 2010 (το 2011 είναι το τελευταίο έτος για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία). Το άλλο τμήμα της μείωσης του πληθυσμού (δεν φαίνεται στο σχήμα 3) οφείλεται στη μείωση της ροής μεταναστών προς την Ελλάδα, ο αριθμός των οποίων μειώθηκε από 65.300 το 2005 σε 33.300 το 2010 και σε 23.200 το 2011.

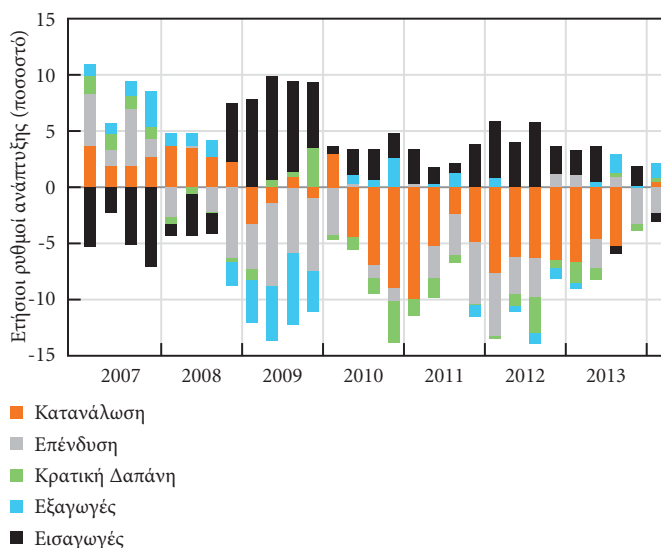
Δεδομένων των πολύ υψηλών ποσοστών ανεργίας στην Ελλάδα (στο 26,8% τον Μάρτιο του 2014 με βάση τα εποχικά διορθωμένα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ), εκτιμάται ότι η μετανάστευση των Ελλήνων στο εξωτερικό και η μείωση των ροών μετανάστευσης ειδικευμένων εργαζομένων προς την Ελλάδα θα συνεχίσουν ανάλογη πορεία. Αυτή η συνδυασμένη απώλεια ανθρώπινου κεφαλαίου είναι ένας ακόμη λόγος για να καταστεί πολύ πιο δύσκολη η ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας. Από τα στατιστικά στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών που δημοσιεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδας, η «διαρροή εγκεφάλων» δεν αντανάσσεται στην αύξηση των πληρωμών από το εξωτερικό που θα μπορούσαν να σχετίζονται με τα εμβάσματα των μεταναστών: τόσο οι μισθοί των εργαζομένων από το εξωτερικό όσο και οι τρέχουσες μεταβιβάσεις προς τον ιδιωτικό τομέα έχουν στην πραγματικότητα μειωθεί από την έναρξη της κρίσης.

Τελευταίο αλλά εξίσου σημαντικό, η μείωση του ποσοστού του ενεργού πληθυσμού κατάλληλο για εργασία σε συνδυασμό με την αύξηση του αριθμού των ηλικιωμένων ατόμων θα προκαλέσει σοβαρά προβλήματα στο συνταξιοδοτικό σύστημα της χώρας.

Οι συνιστώσες της ζήτησης

Οι συνιστώσες της συνολικής ζήτησης και η αντίστοιχη συνεισφορά τους στην αύξηση του ΑΕΠ εμφανίζονται στο σχήμα 4. Τα προσωρινά στοιχεία ΑΕΠ για το πρώτο τρίμηνο 2014 καταγράφουν μια επιβράδυνση της πτώσης του πραγματικού ΑΕΠ, με τη μεγαλύτερη

Σχήμα 4 Ελλάδα: Συνεισφορές στο πραγματικό ΑΕΠ

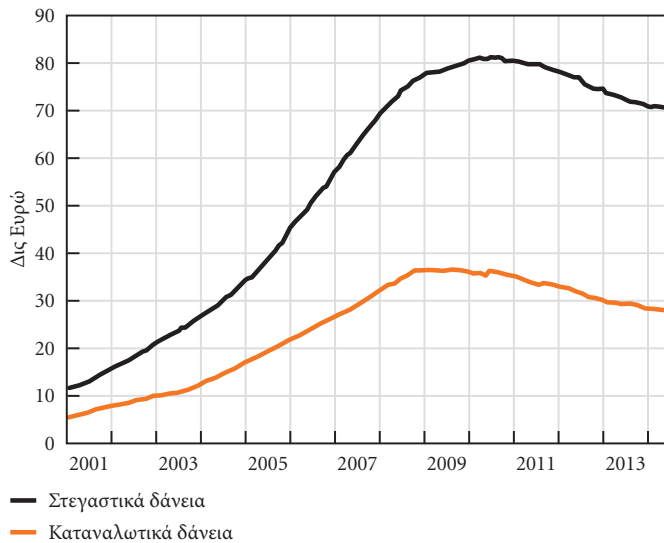


Πηγή: ΕΛΣΤατ

θετική συμβολή να προέρχεται από την αύξηση των εξαγωγών. (Δεδομένου ότι η απόδοση των εξαγωγών είναι ζωτικής σημασίας για την επιτυχία της στρατηγικής της τριόικας που έχει επιβληθεί στην ελληνική κυβέρνηση, θα αναφερθούμε με περισσότερες λεπτομέρειες στο συγκεκριμένο ζήτημα στην επόμενη ενότητα.)

Κατά το πρώτο τρίμηνο του 2014 η κατανάλωση είχε θετική συμβολή στην ανάπτυξη, σημειώνοντας αύξηση κατά 0,7% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους. Ωστόσο, δεν είναι εύκολο να συμβιβαστεί αυτή η εκτίμηση με τα διαθέσιμα στοιχεία για το εισόδημα και τον πλούτο των νοικοκυριών. Μια πιθανή εξήγηση μπορεί να είναι η αύξηση των μισθών: ο εποχικά διορθωμένος δείκτης των μισθών αποκαλύπτει μια ετήσια αύξηση της τάξης του 0,6% για το πρώτο τρίμηνο του 2014. Με τον δείκτη τιμών καταναλωτή να έχει σημειώσει πτώση μεταξύ 1,5% και 2,0%, η αύξηση των ονομαστικών μισθών μεταφράζεται σε μια πιο ισχυρή αύξηση των πραγματικών μισθών για τους απασχολούμενους. Μια άλλη εξήγηση μπορεί να είναι ότι για τις κρατικές δαπάνες για αγαθά και υπηρεσίες παρατηρείται μια ετήσια αύξηση της τάξης του 1,2%.

Σχήμα 5 Ελλάδα: Πίστωση νοικοκυριών



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Από την άλλη πλευρά, συνεχίζεται η απομόχλευση στον τομέα των νοικοκυριών, με καθαρή μείωση στο απόθεμα του ανεξόφλητου χρέους (σχήμα 5). Τον Μάιο του 2014, ο τομέας αυτός εξακολουθούσε να έχει σχεδόν 100 δισεκατομμύρια ευρώ σε ανεξόφλητο χρέος—70.7 δις ευρώ σε στεγαστικά δάνεια και 27.8 δις ευρώ σε καταναλωτικά δάνεια—έναντι του αποθέματος των καταθέσεων όπου, από 200 δις ευρώ το 2009, μειώθηκε στα 155 δις ευρώ στα τέλη Μαρτίου του 2014.

Θα έχουμε μια σαφέστερη εικόνα όταν δημοσιευθούν από την ΕΛΣΤΑΤ οι αναλυτικοί λογαριασμοί των μη χρηματοοικονομικών τομέων. Είναι πιθανό ότι η αύξηση της κατανάλωσης στην αρχή του έτους υποστηρίχθηκε επίσης από τις κρατικές μεταβιβάσεις. Ανεξαρτήτως από όλα αυτά, η αύξηση αυτής της συνιστώσας της συνολικής ζήτησης, με τις ευεργετικές επιπτώσεις στην παραγωγή, οφειλόταν είτε στον τερματισμό της διαδικασίας μείωσης των αποδοχών ή στον (προσωρινό) τερματισμό της δημοσιονομικής εξυγίανσης. Η μακροχρόνια συμπεριφορά της θα εξαρτηθεί από το αν θα συνεχιστούν ή θα αντιστραφούν αυτές οι διαδικασίες. (Αξίζει να σημειωθεί ότι η αύξηση της κατανάλωσης συνοδεύθηκε από αύξηση των εισαγωγών της τάξης του 2%.)

Ακόμα πιο σημαντικό, οι ιδιωτικές επενδύσεις παραμένουν σε ελεύθερη πώση, αν και κατά το πρώτο τρίμηνο του 2014 η μείωση ήταν «μόνο» 7,9% έναντι του ίδιου τριμήνου το προηγούμενο έτος. Κατά τη διάρκεια του 2013, οι επενδύσεις μειώθηκαν με ρυθμό ακόμη και άνω του 10% σε ετήσια βάση. Η ανάκαμψη των επενδύσεων σε εξοπλισμό μεταφορών (θετική αύξηση κατά 23,6% σε ετήσια βάση) αντισταθμίστηκε από την τεράστια πώση επενδύσεων σε κατοικίες (κατά 25% σε ετήσια βάση) και τη μεγάλη πώση επενδύσεων σε μηχανήματα (κατά 13,6%).

Στο πλαίσιο αυτό, η επισφαλής και ασταθής κατάσταση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στην πώση επενδύσεων εκ μέρους του ιδιωτικού τομέα. Η κεφαλαιακή επάρκεια του δανειακού τομέα εξακολουθεί να είναι αδύναμη, καθιστώντας πολύ δύσκολη την πρόσβαση στην πιστωτική ρευστότητα και μόνο από τις πιο ισχυρές και πιστοληπτικά πιο αξιόπιστες εταιρίες και τα πιστοληπτικά αξιόπιστα άτομα. Ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα των μεγάλων συστημικών τραπεζών είναι ο όγκος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ένα σύμπτωμα της παγίδας χρέους-αποπληθωρισμού, στην οποία έχει εγκλωβιστεί η Ελλάδα. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, το σύνολο των επισφαλών/μη εξυπηρετούμενων δανείων ως ποσοστό του συνόλου των χρεογράφων, συμπεριλαμβανομένων των συνολικών δανείων και προκαταβολών, αυξήθηκε από 5% το πρώτο εξάμηνο του 2010 σε 25% το δεύτερο εξάμηνο του 2013. Σε απόλυτους όρους, αυτό σημαίνει αύξηση των συνολικών επισφαλών/μη εξυπηρετούμενων δανείων της τάξης των 56 δις ευρώ (από 18.6 δις ευρώ σε 74.6 δις ευρώ) κατά τη διάρκεια της περιόδου.

Πιο πρόσφατα στοιχεία δείχνουν περαιτέρω αύξηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Σύμφωνα με το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους στη Βουλή (PBO 2014), τα δάνεια που δεν εξυπηρετούνται για πάνω από 90 ημέρες ανήλθαν τον Απρίλιο του 2014 σε 77 δις ευρώ ή στο 36% του συνολικού χαρτοφυλακίου. Από το σύνολο αυτό, τα 42 δις ευρώ είναι δάνεια προς μη χρηματοοικονομικές εταιρίες, τα 25 δις ευρώ είναι στεγαστικά δάνεια και τα

10 δις ευρώ είναι καταναλωτικά δάνεια. Αν συμπεριλάβουμε και τα δάνεια που έχουν ήδη αναδιαρθρωθεί, αλλά έχουν γίνει και πάλι μη εξυπηρετούμενα, το συνολικό ποσό φτάνει στα 86 δις ευρώ ή στο 40% του συνολικού δανειακού χαρτοφυλακίου. Σύμφωνα με την έκθεση του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κράτους στη Βουλή, οι τέσσερις μεγάλες συστημικές τράπεζες κατέχουν κοντά στα 70 δις ευρώ από τα συνολικά 77 δις ευρώ σε μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Αυτό αντανάκλαται στην πρόσφατη έκθεση του ΔΝΤ (IMF 2014), το οποίο προειδοποιεί ότι τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αποτελούν «σοβαρή απειλή στην ικανότητα των τραπεζών να στηρίξουν την ανάκαμψη». Επιπλέον, το ΔΝΤ αναφέρει ότι οι στόχοι της Τράπεζας της Ελλάδας σχετικά με την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών βασίζονται σε αισιόδοξες υποθέσεις όσον αφορά την ικανότητά τους να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Το ΔΝΤ αναφέρει ότι η Τράπεζα της Ελλάδας εκτίμησε τις ανάγκες για περαιτέρω ανακεφαλαιοποίηση με βάση ένα «baseline» σενάριο, σε αντίθεση με ένα δυσμενές σενάριο, όπως είναι η συνήθης πρακτική σε παρόμοιες καταστάσεις. Το «baseline» σενάριο υιοθετεί τις προβλέψεις της τριόικας για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας ενώ το δυσμενές σενάριο υιοθετεί την άποψη ότι θα υπάρξει καθυστέρηση στη ανάκαμψη της οικονομίας. Σύμφωνα με το «baseline» σενάριο (και την Τράπεζα της Ελλάδας), οι ελληνικές τράπεζες θα χρειαστούν επιπλέον 6.4 δις ευρώ σε κεφαλαιακή ενίσχυση, ενώ στην περίπτωση του δυσμενούς σεναρίου το ποσό ανέρχεται στα 9.4 δις ευρώ.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, υπάρχει επείγουσα ανάγκη για τη διαμόρφωση μιας πολιτικής που θα μπορεί να αντιμετωπίσει το σοβαρό ζήτημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων του τραπεζικού τομέα. Θα μπορούσε να εφαρμοστεί μια προσεκτικά σχεδιασμένη πολιτική για την ελάφρυνση του χρέους των υπερχρεωμένων νοικοκυριών και των ιδιοκτητών κατοικιών που θα περιελάμβανε κάποιο συνδυασμό διαγραφής χρέους που θα αντανάκλα τις τιμές της αγοράς ή/και τη διαπραγμάτευση καλύτερων όρων και, ενδεχομένως, την ανάληψη των προβληματικών

ενυπόθηκων δανείων από το κράτος. Το τελευταίο συνεπάγεται την αγορά των μη εξυπηρετούμενων στεγαστικών δανείων από το κράτος, κάτι που έκανε η κυβέρνηση των ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης με την ίδρυση του «Home Owners' Loan Corporation», το οποίο απέφερε μια σημαντική απόδοση στο κράτος όταν διαλύθηκε το 1951. Μια τέτοια πολιτική θα σταθεροποιούσε την αγορά κατοικίας βάζοντας φρένο στη συνεχιζόμενη πτώση της.

Ως εκ τούτου, η συνολική μείωση του πραγματικού ΑΕΠ οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη συνεχιζόμενη πτώση των ιδιωτικών επενδύσεων και οι προοπτικές για τη χρηματοδότηση αυτών των επενδύσεων παραμένουν ζοφερές.

Πραγματικά και target χρηματοοικονομικά ισοζύγια

Για να επιτευχθούν οι στόχοι της στρατηγικής της τριόικας αναφορικά με την αύξηση της παραγωγής και της απασχόλησης σε συνδυασμό με την επίτευξη ενός μόνιμου πρωτογενούς πλεονάσματος, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών θα πρέπει να καταγράψει μια σημαντική θετική αξία. Αυτό είναι συνέπεια της απλής και γνωστής μακροοικονομικής λογιστικής ταυτότητας που συνδέει τους χρηματοοικονομικούς ισολογισμούς:

$$S - I \equiv NAF A \equiv DEF + CA$$

Η *NAFA* είναι η καθαρή απόκτηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων από τον ιδιωτικό τομέα και εκφράζεται από τη διαφορά μεταξύ αποταμίευσης (*S*) και επένδυσης (*I*), η οποία πρέπει να ισούται πάντα με το άθροισμα του κρατικού ελλείμματος (*DEF*) και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (*CA*). Αν η *NAFA* είναι αρνητική, ο ιδιωτικός τομέας βρίσκεται σε διαδικασία δανεισμού (συνήθως από τον εξωτερικό τομέα) και αυτό ενδεχομένως να συνεπάγεται μια μη βιώσιμη πορεία. Στις περισσότερες χώρες, η *NAFA* ήταν θετική σε σχέση με το εισόδημα ή το ΑΕΠ κατά την περίοδο 1950–80, αντανάκλωντας την επιθυμία του ιδιωτικού τομέα να συσσωρεύει χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία.

Ας υποθέσουμε ότι οι μελλοντικές αξίες της *NAFA* θα είναι μηδενικές για την Ελλάδα και ας διαχωρίσουμε το πρωτογενές πλεόνασμα (*PS*) από τις πληρωμές τόκων (*IP*) που καταβάλλονται από το κράτος, έτσι ώστε

$$DEF = -PS + IP$$

Ας υποθέσουμε επίσης ότι το σύνολο των τόκων για το δημόσιο χρέος καταβάλλεται στο εξωτερικό (μια υπόθεση που δεν απέχει πολύ μακριά από την πραγματικότητα), έτσι ώστε

$$CA = BT - IP$$

όπου *BT* αντιπροσωπεύει το εμπορικό ισοζύγιο (συν άλλες μικρότερες πληρωμές καθαρού εισοδήματος και μεταβιβάσεις).

Κατά συνέπεια, έχουμε

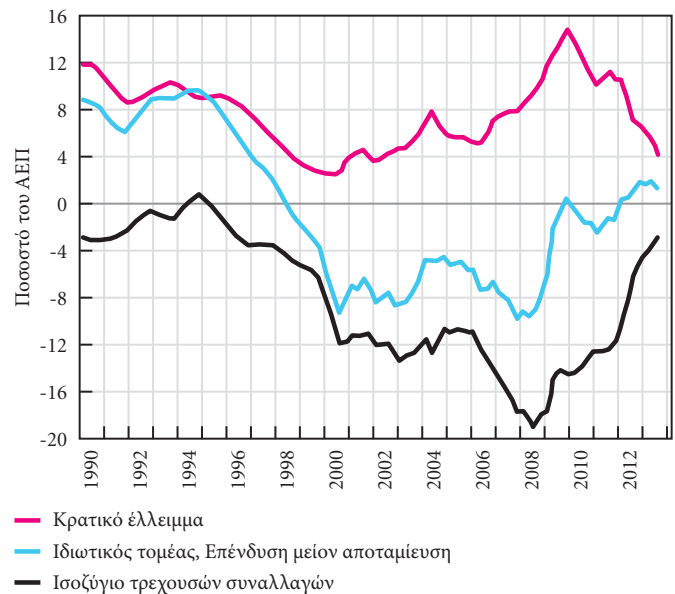
$$NAFA = (-PS + IP) + (BT - IP)$$

$$0 = -PS + BT, \text{ or } BT = PS$$

Με άλλα λόγια, εάν ο ιδιωτικός τομέας εξισώνει την αποταμίευση και την επένδυση, ο στόχος για πρωτογενές πλεόνασμα της τάξης του 4% απαιτεί ένα πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών της τάξης του 4% του ΑΕΠ, μετά την αφαίρεση των τόκων. Σε περίπτωση που η ιδιωτική αποταμίευση υπερβαίνει τις επενδύσεις, το απαιτούμενο πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών θα αυξηθεί αντίστοιχα.

Στο σχήμα 6 αναφέρουμε την ανασύνθεση των χρηματοοικονομικών ισολογισμών για την ελληνική οικονομία. Στα χρόνια πριν τις «φούσκες» (1990–95), ο ιδιωτικός τομέας συσώρευε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (κρατικά ομόλογα) με αναλογία σχεδόν 8% του ΑΕΠ, ενώ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ήταν σχεδόν ισορροπημένο. Αυτή η σύνθεση ισολογισμών δεν ήταν πολύ διαφορετική, αν και σε διαφορετικά επίπεδα σε σχέση με το ΑΕΠ, από τους χρηματοοικονομικούς ισολογισμούς άλλων χωρών (π.χ., Ηνωμένες Πολιτείες). Με το πρώτο κύμα της χρηματοπιστικοποίησης και της φρενίτιδας του δανεισμού τη δεκαετία του 1990, η ιδιωτική ζήτηση άρχισε να

Σχήμα 6 Ελλάδα: Ισοζύγιο των κύριων τομέων (κυλιόμενοι μέσοι όροι 4 τριμήνων)

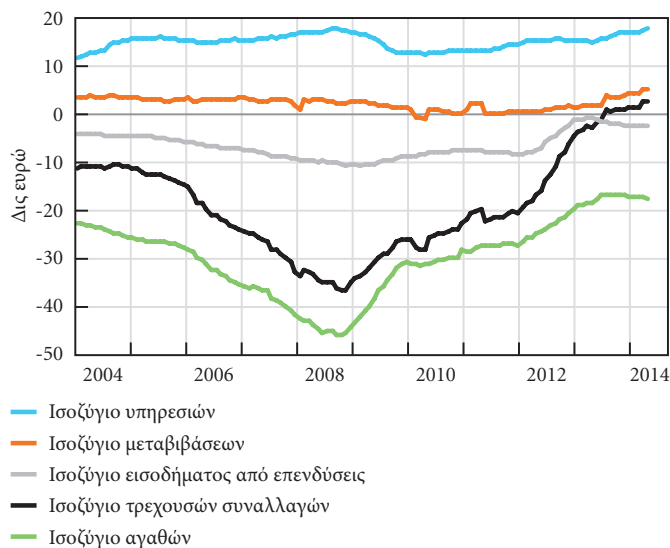


Πηγές: ΕλΣτατ, ΟΟΣΑ, AMECO, Υπολογισμοί των συγγραφέων

αυξάνεται σε σχέση με το εισόδημα και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώθηκε—μια εξέλιξη που βίωσαν, όπως ήδη ειπώθηκε, πολλές άλλες δυτικές οικονομίες. Η μετάβαση σε μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και τελικά η υιοθέτηση του ευρώ, το οποίο εξάλειψε ένα μέσο για τη διόρθωση των ανισορροπιών στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, μετατόπισε τις εξωτερικές ανισορροπίες προς μια μη βιώσιμη πορεία, δεδομένου και του ρυθμού της ανάπτυξης της οικονομίας. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έχει βελτιωθεί από την έναρξη της κρίσης και ο ισολογισμός του ιδιωτικού τομέα έχει μεταφερθεί και πάλι σε θετικό έδαφος.

Ωστόσο, η απαίτηση της στρατηγικής της τριόικιας να ξεπεράσει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το 4% του ΑΕΠ είναι εξαιρετικά απίθανη με βάση τα ιστορικά στοιχεία που αναφέρονται στο σχήμα 6.

Σχήμα 7 Ελλάδα: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και τα συστατικά του (Ετήσιοι κυλιόμενοι μέσοι όροι)



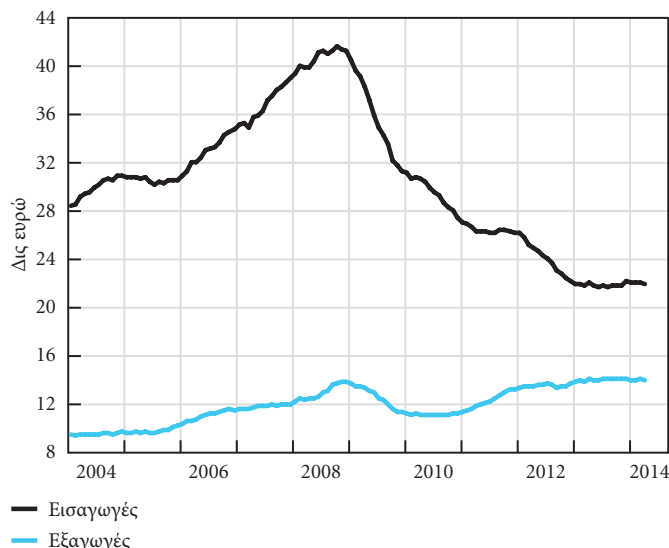
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και ανταγωνιστικότητα

Όπως φαίνεται στο σχήμα 6, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έχει βελτιωθεί δραματικά από τότε που ξεκίνησε η κρίση το 2009. Χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία που δημοσίευσε η Τράπεζα της Ελλάδας, παρέχουμε στο σχήμα 7 έναν λεπτομερή απολογισμό της δυναμικής των διαφόρων συνιστωσών του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Αρχικά, μια αρκετά μεγάλη συμβολή στη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι η συρρίκνωση του εμπορικού ισοζυγίου αγαθών, το οποίο μειώθηκε από 45 δις ευρώ το 2008 σε περίπου 17 δις ευρώ το 2014. Η άλλη μεγάλη πηγή προσαρμογής έχει να κάνει με το καθαρό κόστος δανεισμού από το εξωτερικό, το οποίο μετριέται από τη διαφορά στον ισολογισμό του «επενδυτικού εισοδήματος», το οποίο είναι το άθροισμα των τόκων και των μερισμάτων από την αλλοδαπή μείον τους τόκους και τα μερίσματα που καταβάλλονται. Κατά την περίοδο 2008–14, τα έσοδα από τις επενδύσεις μειώθηκαν από 10.6 δις ευρώ σε 2.3 δις ευρώ. Μια άλλη βελτίωση (2.8 δις ευρώ) προήλθε από την αύξηση των καθαρών τρεχουσών

Σχήμα 8 Ελλάδα: Εμπόριο αγαθών, εκτός πετρελαίου και πλοίων (Ετήσιοι κυλιόμενοι μέσοι όροι)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

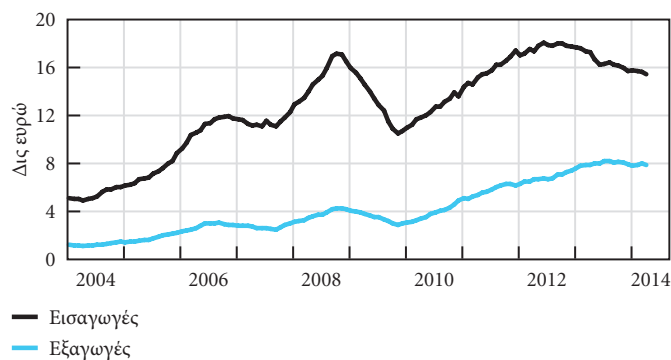
μεταβιβάσεων από το εξωτερικό, που κατευθύνονται κυρίως προς τον δημόσιο τομέα.

Το εμπόριο στον τομέα των υπηρεσιών συνέβαλε στη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μόλις πρόσφατα. Αλλά δεδομένου ότι οι εξαγωγές υπηρεσιών μειώθηκαν σημαντικά κατά τα πρώτα στάδια της οικονομικής ύφεσης, η ανάκαμψη δεν ήταν αρκετή για να επαναφέρει τις εξαγωγές στα επίπεδα του 2008, με τις τρέχουσες μετρούμενες τιμές.

Στα σχήματα 8, 9 και 10 εξετάζουμε τις εξαγωγές και τις εισαγωγές αγαθών, συμψηφίζοντας το πετρέλαιο και τα πλοία, όπως αναφέρονται στα στατιστικά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών που παρέχονται από την Τράπεζα της Ελλάδας. Το σχήμα 8 δείχνει ξεκάθαρα ότι, με την εξαίρεση των καυσίμων και των πλοίων, η ανάκαμψη του εμπορικού ισοζυγίου οφείλεται εξ ολοκλήρου στη δραματική πτώση των εισαγωγών που προκλήθηκε από την ύφεση. Οι εξαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων και πλοίων έχουν επανέλθει στα επίπεδα του 2008, ενώ οι εισαγωγές έχουν μειωθεί σχεδόν κατά το ήμισυ.

Οι εξαγωγές πετρελαίου είναι η μόνη συνιστώσα του εμπορίου αγαθών που εμφανίζει ισχυρή ανάκαμψη

Σχήμα 9 Ελλάδα: Εμπόριο πετρελαίου (Ετήσιοι κυλιόμενοι μέσοι όροι)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

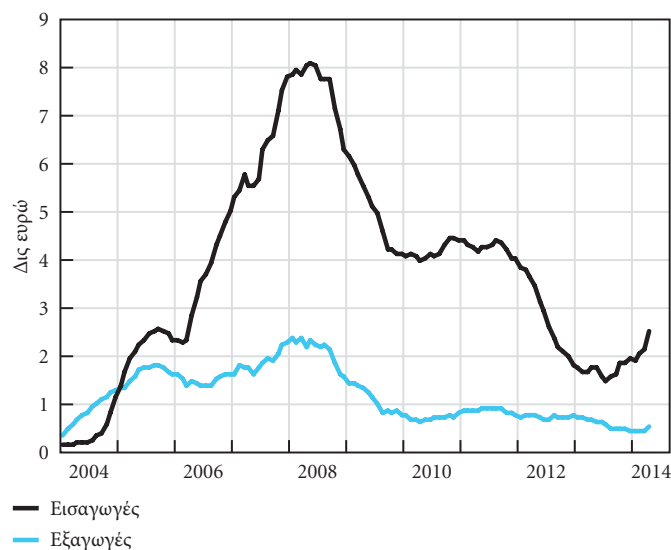
από το 2008, καθώς η δραστηριότητα των ελληνικών διυλιστηρίων έχει αυξηθεί, με αποτέλεσμα την αύξηση των εισαγωγών πετρελαίου από τις χώρες του ΟΠΕΚ και μεγαλύτερες εξαγωγές διυλισμένων πετρελαϊκών προϊόντων προς τις χώρες του ΟΠΕΚ. Όπως φαίνεται στο σχήμα 9, το γεγονός αυτό συνέβαλε σε μείωση του ισοζυγίου των πετρελαιοειδών από 12.8 δις ευρώ το 2008 σε τρέχον έλλειμμα της τάξης των 7.5 δις ευρώ.

Οι εξαγωγές πλοίων, οι οποίες ξεπερνούσαν τις εισαγωγές το 2004, έχουν παραμείνει περίπου στάσιμες μετά την πώση τους κατά την έναρξη της κρίσης (σχήμα 10). Παρατηρήστε τη μεγάλη αύξηση τους τελευταίους μήνες στην αξία των εισαγωγών πλοίων, το οποίο είναι ενδιαφέρον αν σηματοδοτεί ότι η ανάκαμψη στον τομέα του τουρισμού συνεπάγεται μεγαλύτερη εξάρτηση από το ξένο κεφάλαιο.

Ο τουρισμός και το εμπόριο στον τομέα των υπηρεσιών

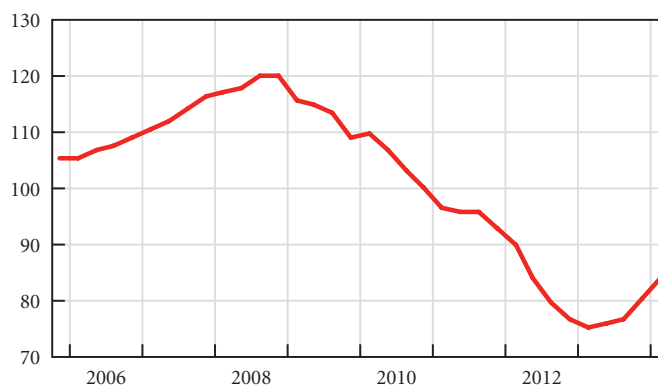
Ορισμένοι δείκτες παραγωγής στον τομέα του τουρισμού έχουν βελτιωθεί πρόσφατα. Στο σχήμα 11 αναφέρουμε τον δείκτη κύκλου εργασιών, όπου κατά το πρώτο τρίμηνο του 2014 σημειώνεται αύξηση της τάξης άνω του 14% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του περασμένου έτους. Ωστόσο, παραμένει κατά 30% χαμηλότερα από τα υψηλά επίπεδα του 2008.

Σχήμα 10 Ελλάδα: Εμπόριο πλοίων (Ετήσιοι κυλιόμενοι μέσοι όροι)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Σχήμα 11 Ελλάδα: Δείκτης κύκλου εργασιών τουριστικού τομέα (κυλιόμενοι μέσοι όροι 4 τριμήνων, 2010=100)

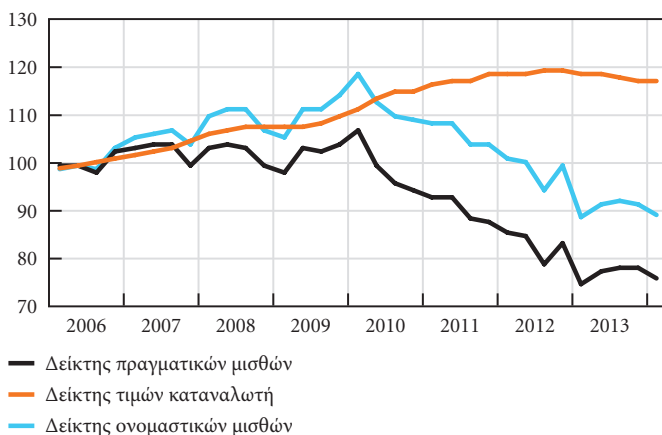


Πηγή: ΕλΣτατ

Η ανάκαμψη του τουρισμού έχει κάποια σχετική επίδραση στο ισοζύγιο των εμπορικών συναλλαγών στον τομέα των υπηρεσιών. Τα στοιχεία από την Τράπεζα της Ελλάδας δείχνουν κάποια βελτίωση στις εξαγωγές στην κατηγορία «ταξίδι», η οποία αντιπροσώπευε 12 δις ευρώ για το δωδεκάμηνο που έληξε τον Απρίλη του 2014—δηλαδή οριακά υψηλότερο από το προηγούμενο υψηλό το 2008. Αντίθετα, οι εξαγωγές στην κατηγορία των «μεταφορών» έχουν υποχωρήσει στα 12 δις ευρώ έναντι της προηγούμενης κορυφής του στα σχεδόν 20 δις ευρώ το 2008, και σημείωσαν μόνο μια μικρή βελτίωση κατά τους πρώτους μήνες του 2014 (λιγότερο από 1 δις ευρώ σε ετήσια βάση).

Η βελτίωση στον τομέα του τουρισμού είχε ελάχιστη επίδραση στην απασχόληση. Για το έτος που έληξε το πρώτο τρίμηνο του 2014, η καθαρή απασχόληση σε αυτόν τον τομέα αυξήθηκε μόλις κατά 3.150 εργαζόμενους, γεγονός που προκύπτει από την αύξηση των μισθωτών του κλάδου κατά 5.925 και την μείωση των αυτοαπασχολούμενων κατά 2.775. Έτσι, ο τομέας του τουρισμού δείχνει σημάδια αναδιάρθρωσης που μπορεί να συνεπάγεται ταυτόχρονη αύξηση της παραγωγικότητας και ένα μικρότερο εν δυνάμει περιθώριο για την απορρόφηση της ανεργίας.

Σχήμα 12 Ελλάδα: Δείκτες μισθών και τιμών (2006=100)



Πηγή: ΕΛΣΤατ

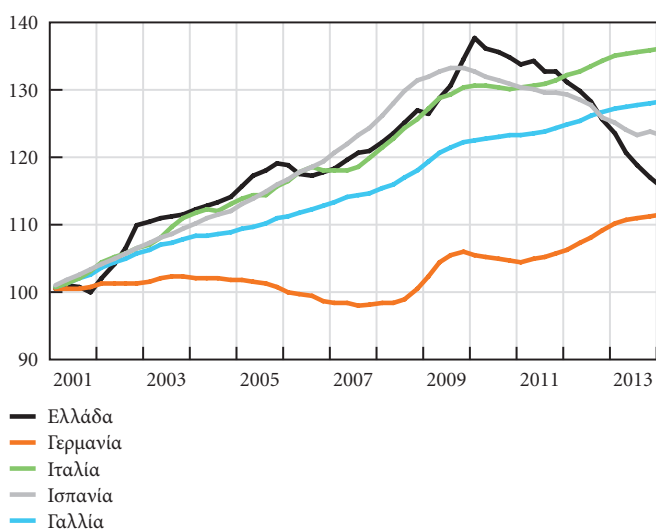
Συνολικά, λοιπόν, η αύξηση στις τουριστικές δραστηριότητες έχει μέχρι σήμερα μια μικρή συνεισφορά στη βελτίωση τόσο του ισοζυγίου πληρωμών όσο και της απασχόλησης, και αυτό είναι απίθανο να αλλάξει δραματικά τις συνθήκες που θα οδηγήσουν σε σημαντική βελτίωση είτε του ισοζυγίου πληρωμών είτε της απασχόλησης τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μεσοπρόθεσμα.

Ανταγωνιστικότητα

Ο αποπληθωρισμός των μισθών στην Ελλάδα έχει πραγματοποιηθεί με ρυθμούς που δεν έχει ποτέ βιώσει ανεπτυγμένη χώρα στην μεταπολεμική εποχή. Όπως φαίνεται στο σχήμα 12, οι ονομαστικοί μισθοί στο πρώτο τρίμηνο του 2014 είναι κατά 24,8% χαμηλότεροι απ' ό, τι στο αποκορύφωμά τους στις αρχές του 2010, ενώ οι πραγματικοί μισθοί είναι κατά 28,7% χαμηλότεροι απ' ό, τι στην προηγούμενη κορυφή τους το 2010.

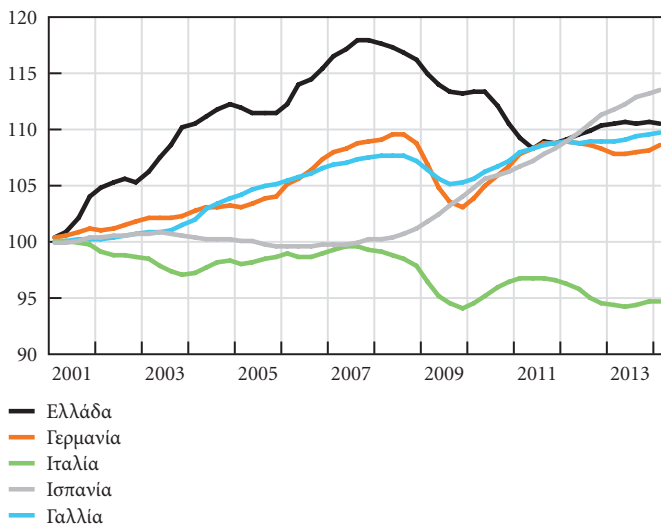
Η Ελλάδα γνώρισε ταχεία αύξηση των ονομαστικών μισθών μέχρι την κρίση, καθώς έκλεινε το χάσμα με τις άλλες χώρες της ευρωζώνης: το 2000, ο μέσος μηνιαίος μισθός στην Ελλάδα ήταν 1,623 ευρώ ή

Σχήμα 13 Ελλάδα: Δείκτης μοναδιαίου κόστους εργασίας (2000=100)



Πηγή: ΟΟΣΑ

Σχήμα 14 Ελλάδα: Δείκτης παραγωγικότητας (λόγος ΑΕΠ προς αριθμό εργαζομένων, 2000=100)



Πηγή: ΟΟΣΑ

58% του γερμανικού μέσου μηνιαίου μισθού. Το χάσμα μειώθηκε στο 70% έως το 2009, αλλά άρχισε να διευρύνεται και πάλι με το ξέσπασμα της κρίσης, έτσι ώστε το 2012 ο μέσος μισθός στην Ελλάδα ήταν 56% αυτού στην Γερμανία ή 2% μικρότερος από ό, τι ήταν το 2000. Όπως δείχνει το σχήμα 13, η συγκριτική θέση των Ελλήνων εργαζομένων συνεχίζει από το 2012 να υποβαθμίζεται ακόμη περισσότερο.

Δεδομένου ότι οι πραγματικοί μισθοί δεν αποτελούν αξιόπιστο μέτρο της ανταγωνιστικότητας, στο σχήμα 13 αναφέρουμε τη δυναμική του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για την Ελλάδα και πολλές άλλες χώρες της ευρωζώνης.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε ταχύτερα στην Ελλάδα από ό, τι σε άλλες χώρες της ευρωζώνης (με την πιθανή εξαίρεση της Ισπανίας) μέχρι τις αρχές του 2010, αλλά έχει μειωθεί έκτοτε κατά 16%, φέρνοντας τη μονάδα του δείκτη κόστους εργασίας στην Ελλάδα πολύ κοντά σε αυτήν της Γερμανίας. Όπως μετριέται με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η Ελλάδα έχει ανακτήσει με το παραπάνω την ανταγωνιστικότητά της σε σύγκριση με

τις άλλες χώρες που εμφανίζονται στο σχήμα 13, με μόνη εξαίρεση τη Γερμανία.

Παρά την κατακόρυφη πτώση των μισθών και του κόστους εργασίας, είναι περιορισμένα τα οφέλη για το διεθνές εμπόριο της χώρας. Αναμφίβολα, το κόστος εργασίας είναι αποτέλεσμα της δυναμικής τόσο των μισθών όσο και της παραγωγικότητας. Με βάση τα στοιχεία του ΟΟΣΑ από το 2000 (σχήμα 14), η παραγωγικότητα αυξήθηκε πολύ ταχύτερα στην Ελλάδα από ό, τι σε οποιαδήποτε άλλο κράτος-μέλος της ευρωζώνης πριν από την κρίση και μέχρι την έναρξη της παγκόσμιας ύφεσης το 2007. Η παραγωγικότητα άρχισε να πέφτει όταν άρχισε να μειώνεται η παραγωγή, και είναι απίθανο να ανακάμψει εάν δεν υπάρξει μια αύξηση της συνολικής ζήτησης που θα τονώσει την αύξηση της παραγωγής.

Συμπεράσματα

Το πρόσφατο κλίμα αισιοδοξίας στην Ελλάδα λόγω της μείωσης των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων δεν είναι βάσιμο. Όπως επισημαίνει ο Desmond Lachman (2014) «παρά τα ενθαρρυντικά σημάδια μιας αρχόμενης οικονομικής ανάκαμψης, η Ελλάδα παραμένει βυθισμένη σε μια πολύ βαθιά οικονομική ύφεση και είναι επιπλέον επιβαρυνμένη με τα βουναύ του χρέους» και οι στρατηγικές επιλογές της είναι περιορισμένες. Η μείωση του επίμονα υψηλού ποσοστού ανεργίας και η αντιστροφή της φθίνουσας κατάστασης των νοικοκυριών αποτελούν επείγουσες πολιτικές προτεραιότητες. Η οικονομική ανάπτυξη και η αύξηση της εγχώριας ζήτησης δεν θα προκύψουν από τις δαπάνες του ιδιωτικού τομέα τη στιγμή που ο τομέας των νοικοκυριών επιβαρύνεται συνεχώς με αυξανόμενη φορολογία και συνεχίζει την απομόχλευση ενώ ο επιχειρηματικός τομέας παραμένει χωρίς βιώσιμες επιλογές για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Και όπως έχουμε δείξει στην παρούσα έκθεση, η αύξηση του τουρισμού, παρά τα εκατομμύρια των τουριστικών αφίξεων, είναι απίθανο να οδηγήσει στην αναμενόμενη ανάκαμψη.

Τα υψηλά ποσοστά ανεργίας και η μείωση της παραγωγής, εξελίξεις με τρομερά αρνητικές επιπτώσεις

στην εγγώρια ζήτηση, έχουν ωθήσει την Ελλάδα σε μια κατάσταση αποπληθωρισμού, που μόνο βραχυπρόθεσμο φαινόμενο δεν φαίνεται να είναι.

Η προσέγγιση «business-as-usual», που χαρακτηρίζεται από τα σκληρά προγράμματα λιτότητας τα οποία δεν συμβάλλουν στο ελάχιστο στην ανάπτυξη της οικονομίας και διατηρούν την ανεργία σε πρωτοφανή επίπεδα στο μεσοπρόθεσμο διάστημα, πρέπει να λάβει τέλος. Αυτό που πρέπει να λάβει χώρα, αντιθέτως, είναι μια αλλαγή στην κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής με στόχο τη μείωση των άμεσων και έμμεσων φόρων και τη δημόσια χρηματοδοτούμενη απασχόληση. (Antonopoulos et al. 2014).

Σημειώσεις

1. Βλέπε Papadimitriou, Nikiforos, and Zezza (2014).
2. Βλέπε Papadimitriou, Nikiforos, and Zezza (2013).
3. Η αλλαγή στη χρονοσειρά οφείλεται στην ενσωμάτωση των τελευταίων στοιχείων της απογραφής εκ μέρους της ΕΛΣΤΑΤ και την αναθεώρηση των υφιστάμενων σειρών με βάση τα αποτελέσματα της νέας απογραφής.

Πηγές

- Antonopoulos, R., S. Adam, K. Kim, T. Masterson, and D. B. Papadimitriou. 2014. *Responding to the Unemployment Challenge: A Job Guarantee Proposal for Greece*. Research Project Report. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. April.
- IMF (International Monetary Fund). 2014. “Greece: Fifth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility.” Country Report 15/151. Washington, D.C.: IMF. June.
- Lachman, D. 2014. “Renewed Optimism about Greece Is Well Overdone.” Washington, D.C.: American Enterprise Institute. June 27.
- Papadimitriou, D. B., M. Nikiforos, and G. Zezza. 2013. *A Levy Institute Model for Greece*. Research Project Report. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. July.

- . 2014. *Prospects and Policies for the Greek Economy*. Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. February.
- PBO (Parliamentary Budget Office, Greece). 2014. *Quarterly Report: April–June*. July.

Πηγές στατιστικών στοιχείων

- AMECO (European Commission Annual Macro-Economic Database). open-data.europa.eu/en/data/dataset/ameco. Last accessed July 2014.
- Bank of Greece. www.bankofgreece.gr. Last accessed July 2014.
- EIStat (Hellenic Statistical Authority). www.statistic.gr. Last accessed July 2014.
- OECD. Stat Extracts. stats.oecd.org. Last accessed July 2014.

