



ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Ελληνική Οικονομία

ΕΙΔΙΚΗ ΕΚΔΟΣΗ

Μάιος 2012

Περιγράφοντας τις συνιστώσες του κρίσιμου διλήμματος



- Το δίλημμα που αντιμετωπίζει σήμερα η Ελλάδα διαμορφώνεται υπό το σημαντικό βάρος που δημιουργεί, αφενός η επώδυνη διαδικασία προσαρμογής, και αφετέρου, η ανάγκη συνέχισης της χρηματοδότησης στα πλαίσια μιας αμοιβαία αποδεκτής συμφωνίας με τους εταίρους μας.
- Το παρόν σημείωμα επιχειρεί: i) Να περιγράψει τους κύριους παράγοντες που θα επιδράσουν στην οικονομία στο απευκταίο σενάριο εξόδου από το ευρώ, και ii) να παράσχει μια κριτική ανάλυση των βασικών σημείων του Μνημονίου, συνεισφέροντας στο διάλογο που αποβλέπει στην προσαρμογή του στην εξαιρετικά δύσκολη τρέχουσα συγκυρία.
- Μια έξοδος από το ευρώ θα οδηγούσε σε σημαντική πτώση του βιοτικού επιπέδου του Έλληνα πολίτη (μείωση του κατά κεφαλήν εισοδήματος τουλάχιστον κατά 55% σε ευρώ) – πλήττοντας περισσότερο τους οικονομικά ασθενέστερους -- μέσω της σημαντικής υποτίμησης του νέου νομίσματος (65% σε ονομαστικούς όρους), της βαθύτερης ύφεσης (-22% σε σταθερές τιμές, επιπλέον της συρρίκνωσης κατά 14% την περίοδο 2009-2011) και της αύξησης της ανεργίας (στο 34%), ενώ το κράτος θα εξαναγκαζόταν σε νομισματική χρηματοδότηση των αναγκών του, δημιουργώντας έναν πληθωριστικό φαύλο κύκλο (πληθωρισμός άνω του 30% αρχικά, με ισχυρή ανοδική τάση στη συνέχεια, καθώς θα αυτοτροφοδοτείται από αυξήσεις τιμών εισαγόμενων αγαθών και ονομαστικών μισθών), που θα ακύρωνε σταδιακά το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα από την υποτίμηση. Εξαιτίας της δυσκολίας πρόσβασης σε συνάλλαγμα, η χώρα θα αθετούσε το μεγαλύτερο τμήμα των υποχρεώσεων προς τους δανειστές της από το εξωτερικό (€325 δισ.), με προφανείς δυσμενείς επιδράσεις σε διακρατικό επίπεδο και στις συναλλαγές των ελληνικών επιχειρήσεων με το εξωτερικό, με αποτέλεσμα τη σημαντική υποβάθμιση του βιοτικού επιπέδου και δυσκολία πρόσβασης σε βασικά αγαθά και ειδικά σε καύσιμα, φάρμακα και αναγκαίες πρώτες ύλες. Οι προαναφερόμενες επιπτώσεις θα ήταν πολύ πιο δυσμενείς υπό ένα σενάριο μίας μη ομαλής μετάβασης στο νέο νόμισμα.
- Η στρατηγική του οικονομικού Προγράμματος που συνοδεύει τη δανειακή σύμβαση είναι πολυδιάστατη και δε μπορεί να αντιμετωπιστεί μονοσήμαντα, με ένα υπέρ ή ένα κατά. Συγκεκριμένα το Πρόγραμμα: **i)** Εξασφαλίζει χρόνο για την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων παρέχοντας ένα πρωτόγνωρο επίπεδο χρηματοδότησης (σχεδόν €150 δισ. έως σήμερα και άλλα €90 δισ ως το 2014), με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους, ενώ με την επιτυχή ολοκλήρωση του PSI, το δημόσιο χρέος μειώνεται κατά 50% του ΑΕΠ και εξασφαλίζεται σημαντική ελάφρυνση στις υποχρεώσεις πληρωμής τοκοχρεολυσίων για ολόκληρη τη δεκαετία (επιτόκιο 2% έως το 2014, μέση διάρκεια νέων ομολόγων 20 έτη). Παράλληλα, εξασφαλίζεται στήριξη ρευστότητας για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα άνω των €130 δισ, μέσω του Ευρωσυστήματος. **ii)** Περιλαμβάνει τρεις άξονες μέτρων (διαθρωτικές αλλαγές, χρηματοπιστωτικό σύστημα, δημοσιονομική εξυγίανση) που καλύπτουν από αυτονόητες μεταρρυθμίσεις έως και μεταβολές που προκαλούν έντονες αντιδράσεις. Μεταξύ των αυτονόητων αλλαγών περιλαμβάνονται: Η πάταξη της φοροδιαφυγής, η εξυγίανση της δημόσιας διοίκησης, η ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και η ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος που αποτελούν ακρογωνιαίους λίθους της προσαρμογής με βασικό ρόλο στην ανάκαμψη της οικονομίας.
- Αλλαγές που θα μπορούσαν να ενισχύσουν την κοινωνική στήριξη στο Πρόγραμμα περιλαμβάνουν την επέκταση της χρονικής διάρκειας προσαρμογής και την αυξημένη πρόνοια για τις πιο αδύναμες κοινωνικές ομάδες που δοκιμάζονται από την κρίση. Οι εταίροι μας πιθανόν να αντιμετωπίζουν με μεγαλύτερη ευελιξία τις προαναφερόμενες προσαρμογές και την επιπρόσθετη χρηματοδότηση που απαιτείται (η έγκριση της οποίας θα απαιτούσε απόφαση Συμβουλίου Κορυφής και εγκρίσεις από Κοινοβούλια χωρών της Ευρωζώνης), στο βαθμό που εξασφαλιζόταν μια αξιόπιστη πολιτική δέσμευση για αποφασιστική εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και επίτευξη των αναπροσαρμοσμένων δημοσιονομικών στόχων.

Παύλος Μυλωνάς
Επικεφαλής Οικονομολόγος
του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας
(+30 210) 334 1521
e-mail: pmylonas@nbg.gr

ΤΟ ΚΡΙΣΙΜΟ ΔΙΛΗΜΜΑ

Η Ελλάδα διανύει μια από τις κρίσιμότερες περιόδους της σύγχρονης ιστορίας της. Η 35-ετής πορεία της χώρας ως ισότιμου εταίρου της ΕΕ και ως μέλους της ζώνης του ευρώ τίθεται υπό αμφισβήτηση, εξαιτίας της συσσωρευμένης κοινωνικής απογοήτευσης και κόπωσης που επέφερε η πρωτόγνωρη ύφεση και η άνοδος της ανεργίας σε επίπεδο άνω του 20% που συνόδευσαν την κρίση χρέους. Το δίλημμα το οποίο αντιμετωπίζει σήμερα η χώρα διαμορφώνεται υπό το σημαντικό βάρος που συνεπάγεται η επώδυνη διαδικασία προσαρμογής από τη μία πλευρά, και από την άλλη, η ανάγκη συνέχισης της χρηματοδότησης στα πλαίσια μιας αμοιβαία αποδεκτής συμφωνίας με τους εταίρους μας.

Αξίζει εκ προοιμίου να επισημανθεί ότι, παρά τα αναμφισβήτητα σκληρά μέτρα που εφαρμόστηκαν την τελευταία διετία, η ελληνική οικονομία σημείωσε σημαντική πρόοδο σε βασικά πεδία της οικονομικής προσαρμογής. Το κύριο εμπόδιο για την οικονομική προσαρμογή ήταν και συνεχίζει να είναι, η διαρκής αβεβαιότητα που οφειλόταν, σε μεγάλο βαθμό, στις συχνές αποκλίσεις από τη συνολική στοχοθεσία του Προγράμματος και τη συνεπακόλουθη ανησυχία αναφορικά με την εκταμίευση των δόσεων από το Πρόγραμμα.

Η επιτευχθείσα πρόοδος είναι σημαντική -- δεδομένου του εξαιρετικά στενού χρονικού περιθωρίου στο οποίο σημειώθηκε -- και αντανακλά τις μεγάλες θυσίες του ελληνικού λαού, οι οποίες θα αποδεικνύονταν μάταιες σε περίπτωση που, υπό το βάρος απογοήτευσης και κόπωσης ημών ή των εταίρων μας, οδηγούμασταν από ατυχείς χειρισμούς ή συνειδητή επιλογή σε έξοδο από το κοινό νόμισμα. Μεταξύ των βασικότερων επιτευγμάτων αυτής της περιόδου αξίζει να αναφερθούν:

- Η μείωση του πρωτογενούς δημοσιονομικού ελλείμματος υπερέβη το 8% του ΑΕΠ την τελευταία διετία (η καλύτερη επίδοση χώρας μέλους του ΟΟΣΑ τις τελευταίες δεκαετίες).
- Η αναγκαία και επί μακρόν αναμενόμενη ασφαλιστική μεταρρύθμιση, η οποία αποτελεί αναγκαία συνθήκη για την επαναφορά του συστήματος σε βιώσιμη τροχιά, σε συνδυασμό με άλλες μεταρρυθμίσεις στο σύστημα κοινωνικών παροχών, συντελούν σε ορθολογικοποίηση των δαπανών και άρση αδικιών του συστήματος (π.χ. περικοπή παράνομων ή καταχρηστικών παροχών).
- Αποφασιστική προώθηση μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας με σκοπό την αύξηση της ευελιξίας της, ώστε να προστατευθούν θέσεις εργασίας και να εξασφαλισθεί στενότερη διασύνδεση μεταξύ μισθολογικών εξελίξεων και παραγωγικότητας μεσοπρόθεσμα.
- Άνοιγμα ενός σημαντικού αριθμού κλειστών επαγγελμάτων με σκοπό την αύξηση του ανταγωνισμού και την επακόλουθη συμπίεση του κόστους έτσι ώστε να υποστηρίξουν την ανάκαμψη της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας.

- Μεταρρύθμιση του συστήματος υγείας και φαρμακευτικής δαπάνης με εξορθολογισμό δαπανών, αποτελεσματικότερα συστήματα ελέγχου/μηχανογράφησης και μεγαλύτερη διαφάνεια και λογοδοσία.
- Τα πρώτα ορατά σημάδια βελτίωσης της οικονομικής αποτελεσματικότητας των δημοσίων επιχειρήσεων με σημαντική μείωση των λειτουργικών τους ελλειμμάτων.
- Πρώτες ενδείξεις αποφασιστικότερης αντιμετώπισης της φοροδιαφυγής με αναπροσαρμογή της στοχοθεσίας και της φιλοσοφίας φορολογικών ελέγχων, καθώς και αμεσότερη πίεση για φορολογική συμμόρφωση αν και η συνεχιζόμενη ύφεση, η αβεβαιότητα και άλλες αδυναμίες του κρατικού μηχανισμού, συνεχίζουν να αποτελούν τροχοπέδη σε μια πιο ουσιαστική βελτίωση της φορολογικής αποτελεσματικότητας.

Οι πρώτες ενδείξεις προσαρμογών και αντίδρασης της οικονομίας είναι ορατές αν και δυσδιάκριτες υπό το βάρος της ισχυρής υφεσιακής δυναμικής.

- Η πρόοδος στο πεδίο αναστροφής των απωλειών ανταγωνιστικότητας κόστους είναι αξιοσημείωτη: το μοναδιαίο κόστος εργασίας, έως το τέλος του 2012, θα έχει ανακτήσει περισσότερο από τα 2/3 των αποκλίσεων από το μέσο όρο της ευρωζώνης, που συσσωρεύτηκαν την τελευταία δεκαετία, παρέχοντας σημαντική ώθηση στις εξαγωγές.
- Η πορεία των εξαγωγών (+21% σε τρέχουσες τιμές χωρίς τα πετρελαιϊκά προϊόντα και κατά σχεδόν 40% συμπεριλαμβανομένης της αξίας των πετρελαιοειδών την περίοδο 2010-2011) απέδειξε επίσης ότι η εξωστρέφεια δεν είναι κάτι απατηλό για την ελληνική οικονομική πραγματικότητα.

Οι προαναφερόμενες ενδείξεις βελτίωσης σε επιμέρους τομείς της οικονομίας, θα μπορούσαν να μετατραπούν σε οικονομική σταθεροποίηση και διατηρήσιμη δυναμική ανάκαμψης αν συνοδεύονταν από μείωση της αβεβαιότητας και αποτελεσματική προώθηση κρίσιμων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Ένα βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από τις εμφανείς αστοχίες του Προγράμματος, είναι ότι οποιαδήποτε στρατηγική οικονομικής προσαρμογής πρέπει να εφαρμόζεται συστηματικά και, τουλάχιστον, αυτοί που επωμίζονται την εφαρμογή της, αν όχι το μεγαλύτερο τμήμα της κοινωνίας, να υιοθετούν στο σύνολό τους τη φιλοσοφία, τη στρατηγική και την αναγκαιότητα επίτευξης των στόχων του προγράμματος.

Δεδομένου ότι τα σύννεφα της ύφεσης πυκνώνουν πάνω από την Ευρώπη, είναι πιθανό οι Ευρωπαίοι εταίροι μας να αντιμετωπίζουν με μεγαλύτερη ευελιξία το θέμα της επιμήκυνσης του χρόνου προσαρμογής και της επιπρόσθετης χρηματοδότησης που απαιτείται, στο βαθμό που εξασφαλιζόταν μια αξιόπιστη πολιτική δέσμευση για αποφασιστική και συνεκτική εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων. Πρέπει να υπογραμμιστεί ότι η έγκριση οποιασδήποτε επιπλέον χρηματοδότησης για την

Ελλάδα θα χρειαζόταν απόφαση Συμβουλίου Κορυφής της ΕΕ και εγκρίσεις ενός σημαντικού αριθμού κοινοβουλίων χωρών μελών της Ευρωζώνης. Είναι ωστόσο, επίσης αναγκαίο, να γίνει μία ειλικρινής συζήτηση αναφορικά με τα αίτια της κρίσης και τη φύση των συσσωρευμένων διαρθρωτικών προβλημάτων της χώρας μας, προκειμένου να γίνουν ευρύτερα κατανοητές οι επιβεβλημένες ενέργειες για βελτίωση της κατάστασης και να πάψουν να θεωρούνται από ένα τμήμα της κοινωνίας ως αυθαίρετες επιταγές που επιβάλλονται από το εξωτερικό.

Η παρούσα σύντομη μελέτη επιχειρεί: i) Να περιγράψει τους κύριους παράγοντες που θα επιδράσουν στην οικονομία στο ενδεχόμενο εξόδου από το ευρώ χωρίς διδακτική διάθεση, αλλά με σκοπό την παροχή ενός συστηματικού πλαισίου για την ανάλυση μιας τέτοιας εξέλιξης και να συνεισφέρει στη δημόσια συζήτηση, μέσω της συνειδητοποίησης του μεγέθους των κινδύνων που διατρέχει η χώρα σε περίπτωση υλοποίησης αυτού του απευκταίου σεναρίου, και ii) να παράσχει μια συνοπτική ανάλυση των βασικών σημείων του Μνημονίου, διευκολύνοντας έναν πιο γόνιμο διάλογο για την προσαρμογή του στην εξαιρετικά δύσκολη τρέχουσα συγκυρία.

Μία έξοδος από το ευρώ θα οδηγήσει σε σημαντική πτώση του βιοτικού επιπέδου του Έλληνα πολίτη

Ο κίνδυνος εξόδου της Ελλάδας από το ευρώ δεν αποτελεί πια μια θεωρητική υπόθεση εργασίας ή μία εξέλιξη με μηδενική πιθανότητα, αλλά αντικείμενο καθημερινής συζήτησης και ένα σενάριο που συζητείται πλέον έντονα, ειδικά στο εξωτερικό. Πρέπει να γίνει κατανοητό ότι μια τέτοια απευκταία εξέλιξη μπορεί να προκληθεί, μέσα σε ένα τόσο εύφλεκτο περιβάλλον, και από ένα μεμονωμένο γεγονός ή άστοχο χειρισμό με αυτοεκπληρούμενη, οδυνηρή κατάληξη, ανεξαρτήτως της ισχυρής πολιτικής βούλησης περί του αντιθέτου.

Το πλαίσιο της ανάλυσης

Στο ενδεχόμενο εξόδου της Ελλάδας από το ευρώ, η οικονομία θα επηρεαστεί από δύο βασικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς (*δείτε περιγραφή οικονομικού υποδείγματος στο τέλος του κειμένου*):

- i. Λόγω της διακοπής της χρηματοδότησης που εξασφαλίζει το Πρόγραμμα, και ελλείψει πρόσβασης στις αγορές, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών από ένα έλλειμμα 9,8% του ΑΕΠ το 2011 θα πρέπει να μετατραπεί άμεσα σε πλεόνασμα, ώστε να εξασφαλιστεί η απαραίτητη καθαρή εισροή ξένου συναλλάγματος, προκειμένου να χρηματοδοτηθούν οι εισαγωγές και να καλυφθούν τα τοκοχρεολύσια του εξωτερικού χρέους.
- ii. Το χρηματοδοτικό κενό που συνεπάγεται το δημοσιονομικό έλλειμμα είτε θα οδηγούσε σε άμεσο μηδενισμό του ελλείμματος με δραματική περικοπή δαπανών είτε θα χρηματοδοτείτο από την εθνική κεντρική τράπεζα με κυκλοφορία νέου νομίσματος, δημιουργώντας ισχυρές και αυτοτροφοδοτούμενες πληθωριστικές πιέσεις.

Η προσαρμογή του εξωτερικού ισοζυγίου θα προέλθει από: i) μία άμεση υποτίμηση του νέου νομίσματος της τάξης του 40% περίπου σε σχέση με το ευρώ (σε πραγματικούς όρους, που θα αντιστοιχούσε σε ονομαστική υποτίμηση της τάξης του 65% περίπου), και ii) από μεγάλη συρρίκνωση των εισαγωγών που θα αντανάκλα μια ακόμη βαθύτερη ύφεση. Βραχυπρόθεσμα, η συρρίκνωση των εισαγωγών είναι ο σημαντικότερος μηχανισμός προσαρμογής του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, έως ότου ανακάμψουν επαρκώς οι εξαγωγές.

Η έξοδος από το ευρώ θα καταστήσει αναπόφευκτη την αθέτηση ενός μεγάλου τμήματος των περίπου €325 δισ. του εξωτερικού χρέους της Ελλάδας, που περιλαμβάνει μεταξύ άλλων, τα €148 δισ. των δανείων που έχει ήδη λάβει το ελληνικό Δημόσιο στα πλαίσια των 2 προγραμμάτων στήριξης από τους εταίρους και το ΔΝΤ, τις υποχρεώσεις του ελληνικού τραπεζικού τομέα στο Ευρωσύστημα (άνω των €130 δισ.), τα ελληνικά ομόλογα που κατέχει η ΕΚΤ και άλλες κεντρικές τράπεζες (σχεδόν €35 δισ.), καθώς και το εξωτερικό χρέος του ελληνικού ιδιωτικού τομέα (€12 δισ.). Χωρίς την αθέτηση σημαντικού τμήματος αυτών των υποχρεώσεων εξυπηρέτησης χρέους, ο συνδυασμός της υποτίμησης και της ύφεσης θα εκτόξευαν το συνολικό δημόσιο χρέος (συμπεριλαμβανομένου του εσωτερικού χρέους) σε επίπεδο άνω του 370% του ΑΕΠ και θα δημιουργούσαν την ανάγκη για μεγαλύτερο (και προφανώς ανέφικτο) πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, προκειμένου να πληρώνονται τα χρεολύσια του εξωτερικού δημοσίου χρέους. Κατά συνέπεια η Ελληνική Δημοκρατία δε θα είχε άλλη επιλογή από το να αθετήσει ένα σημαντικό μέρος των δανειακών της υποχρεώσεων και φυσικά μια τέτοια ενέργεια δε μπορεί παρά να έχει σημαντικές αρνητικές συνέπειες στις σχέσεις μας με τους εταίρους και τη διεθνή κοινότητα. Αυτή η εξέλιξη θα συνεπαγόταν αυτόματη απώλεια της εκταμίευσης τουλάχιστον €90 δισ. που απομένουν από το νέο Πρόγραμμα, αποστέρηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος από, τα πλέον, των €130 δισ. χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα, και πιθανότατα τη διακοπή της ζωτικής χρηματοδότησης από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ.

Ακόμη και αν υποθέσουμε ένα σημαντικό ποσοστό αθέτησης των υποχρεώσεων του Δημοσίου προς τους δανειστές του, το χρηματοδοτικό κενό του προϋπολογισμού θα παρέμενε σχετικά υψηλό. Σημειώνουμε ότι το 2011 είχαμε πρωτογενές έλλειμμα 2,2% του ΑΕΠ ενώ υπό το σενάριο αθέτησης πληρωμών, τα δημόσια έσοδα θα συρρικνώνονταν ακόμη περισσότερο, λόγω της βαθύτερης ύφεσης και της αυξανόμενης ανασφάλειας στη χώρα. Παράλληλα, οι δαπάνες θα διογκώνονταν λόγω της επίδρασης της υποτίμησης στο κόστος των εισαγόμενων αγαθών και των αυξημένων αναγκών για κοινωνικές δαπάνες, εξαιτίας της εκτόξευσης της ανεργίας σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα από τα σημερινά. Επιπλέον δημοσιονομικά βάρη θα προέρχονταν από την ανάγκη κάλυψης των επιπρόσθετων κεφαλαιακών αναγκών του χρηματοπιστωτικού συστήματος εξαιτίας: i) της σχεδόν ολοκληρωτικής αθέτησης των υποχρεώσεων αποπληρωμής της ρευστότητας που αντλείται από το Ευρωσύστημα, καθώς και της αθέτησης της υποχρέωσης αποπληρωμής των νέων ομολόγων του Δημοσίου και ii) της σημαντικής, περαιτέρω, επιδείνωσης της ποιότητας των χαρτοφυλακίων χορηγήσεων.

Οι εκτιμήσεις μας, που απορρέουν από ένα εμπειρικό υπόδειγμα βάσει των παραπάνω περιορισμών, είναι ενδεικτικές του μεγέθους του δυνητικού πλήγματος στο βιοτικό επίπεδο της χώρας.

- Εκτιμάται ότι η οικονομική δραστηριότητα θα υποστεί μια περαιτέρω σημαντική συρρίκνωση της τάξης του 22% σε πραγματικούς όρους (σταθερές τιμές, σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία) -- επιπλέον της συρρίκνωσης του 14,3% την περίοδο 2009-2011. Η συνεπακόλουθη επίδραση στην ανεργία θα είναι δραματική, ανεβάζοντας το εκτιμώμενο ποσοστό ανεργίας στο 34%, ήτοι στο 1/3 του εργατικού δυναμικού. Οι κοινωνικές ομάδες που θα πλήττονταν περισσότερο θα ήταν οι πιο ευάλωτες και συγκεκριμένα οι νέοι, οι λιγότερο εξειδικευμένοι εργαζόμενοι και οι γυναίκες. Η δραματική επιδείνωση της ύφεσης και η αύξηση της ανεργίας εκτιμάται ότι θα ωθήσουν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια σε επίπεδο άνω του 1/3 του συνολικού χαρτοφυλακίου χορηγήσεων.
- Το δημοσιονομικό έλλειμμα προφανώς και δε θα είχε ως σημείο εκκίνησης τον αρχικό στόχο για πρωτογενές έλλειμμα της τάξης του 1% του ΑΕΠ για το 2012, αλλά θα ενσωμάτωνε τον αρνητικό αντίκτυπο στα κρατικά έσοδα από την ύφεση και την αβεβαιότητα, καθώς και το επίπεδο των πληρωμών τόκων. Η υπόθεση για το τμήμα του χρέους που θα επιλέξει να συνεχίσει να εξυπηρετεί η Ελληνική Δημοκρατία αποτελεί σημαντική παράμετρο για τον προσδιορισμό του ύψους του συνολικού δημοσιονομικού ελλείμματος, καθώς θα προσδιορίζει το επίπεδο πληρωμών τόκων και χρεολυσίων (οι οποίες θα ήταν ως επί το πλείστον σε ξένο νόμισμα) σε συνδυασμό με την συναλλαγματική ισοτιμία του νέου νομίσματος ως προς το ευρώ. Στο βασικό σενάριο υποθέτουμε ότι η έξοδος από το ευρώ θα συνοδευτεί με αθέτηση του 80% περίπου των υποχρεώσεων της τάξης των €394 δισ. συνολικά, εκ των οποίων σχεδόν €70 δισ., αντιστοιχούν στα νέα ομόλογα που προέκυψαν μετά το PSI, €47 δισ. ομόλογα που παρακρατούνται από την ΕΚΤ και άλλες κεντρικές τράπεζες της ευρωζώνης, €125 δισ. δάνεια από ΕΕ, €22 δισ. από ΔΝΤ, και άνω των €130 δισ. υποχρεώσεις στο ευρώσύστημα. Σύμφωνα με αυτό το σενάριο, το έλλειμμα μετά τη μετάβαση εκτιμάται ότι θα διαμορφωνόταν στο 12% του ΑΕΠ (πρωτογενές έλλειμμα 3,5% του ΑΕΠ και πληρωμές τόκων 8,5% του ΑΕΠ), υπό σχετικά ήπιες υποθέσεις αναφορικά με τη φορολογική συμπεριφορά του πληθυσμού και συγκρατημένη πολιτική δαπανών.
- Με το έλλειμμα και τα χρεολύσια να χρηματοδοτούνται αποκλειστικά με την έκδοση χρήματος από την κεντρική τράπεζα, την έντονα αυξητική επίδραση της υποτίμησης στον ΔΤΚ μέσω των εισαγομένων αγαθών και υπηρεσιών και την πίεση για, μερική τουλάχιστον, αναπροσαρμογή των ονομαστικών μισθών, ο πληθωρισμός θα εκτιναχθεί σε επίπεδα 30-35% αρχικά, με κίνδυνο δημιουργίας φαύλου πληθωριστικού κύκλου μεσοπρόθεσμα, που θα ωθούσε των πληθωρισμό σε σημαντικά υψηλότερο επίπεδο αναιρώντας τελικά το θεωρητικό πλεονέκτημα κόστους από την υποτίμηση.

Δυνητικές μακροοικονομικές επιπτώσεις εξόδου από το ευρώ*			
	BNP	Citi	ETE
Σταθμισμένη ονομαστική ισοτιμία νέου νομίσματος (μεταβολή)	-50/-60%	-60%	-65%
Σταθμισμένη πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία νέου νομίσματος (μεταβολή)	-40%
ΑΕΠ (ετήσια μεταβολή)	>-20%	-17%	-22%
Ανεργία (%)	34%
Πληθωρισμός (ετήσια μεταβολή)	40-50%	16%	32%
Δημ. Χρέος - % ΑΕΠ (χωρίς αθέτηση υποχρεώσεων του Δημοσίου)	>200%	435%	373%
Δημ. Χρέος -% ΑΕΠ (με αθέτηση του 80% των υποχρεώσεων του Δημοσίου)	94%
Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού (% ΑΕΠ) (με αθέτηση του 80% των υποχρεώσεων του Δημοσίου)	...	10,7%	12%

Πηγές: BNP Paribas, Citigroup, Διευθ. Οικ. Ανάλυσης ΕΤΕ (Μάιος 2012)
* Ενδεικτική περίοδος προσαρμογής 1-3 έτη

Ως εκ τούτου, η προαναφερόμενη αναγκαία υποτίμηση σε πραγματικούς όρους θα οδηγήσει σε άμεση ονομαστική υποτίμηση του νέου νομίσματος κατά περίπου 65% σε σχέση με το ευρώ (που είναι συνάρτηση της πραγματικής υποτίμησης και 32% πληθωρισμός, χωρίς να συνυπολογιστεί και ένα επιπλέον περιθώριο διακύμανσης της ισοτιμίας εξαιτίας της αβεβαιότητας για τις προοπτικές της χώρας). Οι νομισματικές αρχές στην προσπάθειά τους να διατηρήσουν έναν ελάχιστο παρονομαστή νομισματικής ισορροπίας θα ανέβαζαν τα επιτόκια δανεισμού σε επίπεδα ακόμη υψηλότερα του πληθωρισμού (περίπου 5 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα, ήτοι περί του 37%) με προφανείς επιπτώσεις στους δανειζόμενους.

ΑΕΠ κατά κεφαλήν σε ευρώ (2011)	
	<i>χιλ ευρώ</i>
Ελλάδα	19.400
Κροατία	10.385
Πολωνία	9.726
Λετονία	9.102
Ελλάδα (με υποτίμηση)	8.700
Τουρκία	7.177
Ρουμανία	7.173
Βουλγαρία	5.225

ΔΝΤ και εκτιμήσεις ΕΤΕ

Βάσει των παραπάνω εξελίξεων, το κατακεφαλήν εισόδημα του μέσου Έλληνα πολίτη, σε όρους ευρώ, θα υποστεί δραματική κάμψη της τάξης του 55% από €19.400 το 2011 σε €8.700 μετά τη μετάβαση στο νέο νόμισμα. Αντίστοιχη συρρίκνωση θα υποστεί και ο πλούτος των Ελλήνων πολιτών, οι αξίες των ακίνητων και των καταθέσεων τους.

Οι παραπάνω εκτιμήσεις είναι σε γενικές γραμμές συμβατές με αντίστοιχες εκτιμήσεις που έχουν γίνει από διεθνείς χρηματοπιστωτικούς οίκους, αναφορικά με τις επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία σε περίπτωση εξόδου από το ευρώ (βλ. σχετικό πίνακα).

Αν και η πλήρης αθέτηση των υποχρεώσεων που απορρέουν από το δημόσιο χρέος – σε σχέση με το, ήδη εξαιρετικά υψηλό, ποσοστό αθέτησης που υποθέσαμε στο βασικό μας σενάριο (της τάξης του 80%) – θα μπορούσε να μετριάσει κάπως το υφεσιακό αποτέλεσμα (λ.χ. συρρίκνωση του ΑΕΠ κατά -15% με αθέτηση του 95% των υποχρεώσεων της χώρας αντί -22% υπό το βασικό μας σενάριο, βλ. σχετικό πίνακα), θα μετέτρεπε όμως οριστικά τη χώρα μας σε παρία της διεθνούς κοινότητας, με τον οποίο λίγες χώρες θα ήθελαν να έχουν οικονομικές συναλλαγές.

Ευαισθησία βασικών μεταβλητών σε διαφορετικό ποσοστό αθέτησης υποχρεώσεων του ελληνικού δημοσίου προς το εξωτερικό			
Ποσοστό αθέτησης▶	60%	80%	95%
Ονομαστική ισοτιμία	-86%	-65%	-48%
Πληθωρισμός	55%	32%	17%
Εξωτερικό χρέος*	174%	94%	43%
ΑΕΠ	-38%	-22%	-15%
Ανεργία	45%	34%	29%

*Αναφέρεται στα δάνεια από ΕΕ/ΔΝΤ, το απόθεμα νέων ομολόγων καθώς και τίτλων του Ελλην. Δημοσίου που εξαιρέθηκαν του PSI, καθώς και απαιτήσεις του Ευρωσυστήματος προς την Ελλάδα

Πηγή: Εκτιμήσεις ΕΤΕ

Σημειώνουμε ότι οι εκτιμήσεις υποθέτουν ομαλή μετάπτωση στο νέο νόμισμα χωρίς γενική στάση πληρωμών που θα όξυνε σε σημαντικό βαθμό τους κλυδωνισμούς στην οικονομία. Προφανώς ένα εμπειρικό υπόδειγμα δεν μπορεί να ποσοτικοποιήσει τις δραματικές συνέπειες που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν ακραία φαινόμενα αβεβαιότητας, κοινωνικής αναταραχής και πανικού στην ελληνική οικονομία - κατά τη διάρκεια της μετάβασης στο νέο νόμισμα - ούτε και την αρχική

απροθυμία ξένων να συναλλάσσονται με τη χώρα. Οι παραπάνω απευκταίες εξελίξεις θα οδηγούσαν σε ακόμη μεγαλύτερη ύφεση. Επίσης, γίνεται η υπόθεση ότι το μεγαλύτερο τμήμα των ελληνικών επιχειρήσεων, και ειδικά των εξωστρεφών, επιτυγχάνουν με ίδιους κυρίως πόρους να συνεχίσουν τη δραστηριότητά τους, βρίσκοντας τρόπους να παρακάμψουν τα τεχνικά και ψυχολογικά εμπόδια που θα επέφερε η χρεοκοπία της χώρας στις συναλλαγές τους στο εξωτερικό.

Εδώ πρέπει να διασαφηνισθεί ένα υπερ-απλουστευτικό επιχειρήμα που επικαλούνται συχνά οι υπέρμαχοι της εξόδου της Ελλάδας από το ευρώ, κυρίως από το εξωτερικό, σχετικά με την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας μέσω υποτίμησης. Συγκεκριμένα, οι περισσότεροι από τους βασικούς εξαγωγικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας, καθώς και σημαντικό τμήμα της παραγωγής προς εγχώρια κατανάλωση βασίζονται σε εισαγόμενες πρώτες ύλες και εισαγωγές ενδιάμεσων και κεφαλαιουχικών αγαθών, τα οποία θα ήταν δύσκολο να προμηθευτούν εξαιτίας της περιορισμένης πρόσβασης σε συνάλλαγμα. Κατά συνέπεια, θα αναγκάζονταν να περιορίσουν περαιτέρω την παραγωγή τους, αντιμετωπίζοντας προβλήματα επιβίωσης που θα όξυναν τα προβλήματα χρηματοδότησης, οδηγώντας πιθανότατα και σε αδυναμία εξυπηρέτησης του χρέους του ιδιωτικού τομέα στο εξωτερικό. Ακόμη και ο τουριστικός κλάδος (κατεξοχήν αποδέκτης του οφέλους της υποτίμησης) δε θα απολάμβανε το σύνολο του πλεονεκτήματος κόστους καθώς, μεταξύ άλλων λόγω και των γεωγραφικών χαρακτηριστικών της χώρας, είναι εξαιρετικά ευαίσθητος σε παράγοντες που συνδέονται με μεταφορικό κόστος και τιμές ενέργειας που θα απορροφούσαν ένα σημαντικό τμήμα του οφέλους από την υποτίμηση. Τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα ο κλάδος θα είχε να αντιμετωπίσει και το δραματικό πλήγμα από την αβεβαιότητα που θα προκαλούσαν οι ενδεχόμενες κοινωνικές εντάσεις και η αφερεγγυότητα της χώρας στο εξωτερικό. Παράλληλα, το ενδεχόμενο εντεινόμενης πίεσης για αποκατάσταση των μισθολογικών απωλειών λόγω εγχώριου πληθωρισμού -- ο γνωστός από την περίοδο της δραχμής φαύλος κύκλος μεταξύ αλληπάλληλων ονομαστικών μισθολογικών αυξήσεων και εντεινόμενων πληθωριστικών πιέσεων --

θα οδηγούσε σε ακόμη υψηλότερο πληθωρισμό, συγκριτικά με το βασικό μας σενάριο, υποσκάπτοντας σταδιακά τα όποια κέρδη ανταγωνιστικότητας θα είχαν προκύψει από την αρχική υποτίμηση. Είναι χαρακτηριστικό ότι μεταξύ 1975 και 1994 (περίοδος που χαρακτηρίζεται από έντονα υποτιμητική τάση της δραχμής) η δραχμή υποτιμήθηκε έναντι των νομισμάτων των βασικών εμπορικών εταίρων της Ελλάδας, κατά 85%, ενώ οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά τρεις μόνο ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ (από 13% σε 16%) παρά την τεράστια ώθηση που παρείχε την ίδια περίοδο στο εμπόριο η είσοδος και πλήρης οικονομική ενσωμάτωση της χώρας στην ΕΟΚ και μετέπειτα στην ΕΕ. Βασική αιτία για αυτή την αναιμική απόδοση είναι ότι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία είχε ανατιμηθεί κατά 12% την ίδια περίοδο, εξαιτίας ενός μέσου ετήσιου πληθωρισμού της τάξης του 17%, που αναιρούσε οποιοδήποτε όφελος της υποτίμησης στην ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

Επιπλέον, σημαντικό κόστος στην οικονομική δραστηριότητα θα έχει η αναπροσαρμογή των συμβατικών υποχρεώσεων στο νέο νόμισμα, τόσο στο εσωτερικό, αλλά κυρίως στις συναλλαγές με το εξωτερικό. Η νομική σύγχυση αναφορικά με το ποια συμβόλαια υπόκειντο σε μετατροπή και οι μακροχρόνιες δικαστικές διαμάχες που θα προέκυπταν, θα επέτειναν την αβεβαιότητα, καθυστερώντας περαιτέρω την εξομάλυνση του οικονομικού περιβάλλοντος. Επιπρόσθετες προκλήσεις για το νέο νόμισμα θα προέρχονταν από τα προβλήματα και το επιπλέον κόστος για τη μετάπτωση όλων των πληροφοριακών συστημάτων και συστημάτων πληρωμών, με πιθανές επιπλέον υφεσιακές επιπτώσεις. Είναι χαρακτηριστικό ότι η μετάβαση από τη δραχμή στο ευρώ χρειάστηκε σημαντική προεργασία σε επίπεδο συστημάτων (που υπερέβη τα 2 έτη), με σημαντική βοήθεια να παρέχεται από την Ευρωζώνη.

Η δαιμονοποίηση του Μνημονίου: Καίγοντας τα χλωρά μαζί με τα ξερά

Το Οικονομικό Πρόγραμμα που περιλαμβάνει το Μνημόνιο είναι σύνθετο και πολυδιάστατο και δε μπορεί να αντιμετωπιστεί μονοσήμαντα με ένα υπέρ ή ένα κατά, όπως γίνεται συχνά στο δημόσιο διάλογο.

Η λογική του δανειακού προγράμματος έγκειται στο ότι οι εταίροι μας και το ΔΝΤ παρέχουν επαρκή χρηματοδοτική στήριξη στο ελληνικό δημόσιο, ώστε να εξασφαλιστεί το αναγκαίο χρονικό περιθώριο, προκειμένου οι διαρθρωτικές μεταβολές και η στρατηγική δημοσιονομικής εξυγίανσης να εφαρμοστούν αποτελεσματικά και να αρχίσουν να αποδίδουν τους πρώτους καρπούς, σε όρους δημοσιονομικής σταθεροποίησης και οικονομικής ανάπτυξης.

Η διάρθρωση των πολιτικών του Μνημονίου: Ι) ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Χρηματοδοτική στήριξη

- Χρηματοδοτική στήριξη €150 δις (μέσω διακρατικών δανείων και χρηματοδότησης μέσω του ευρωπαϊκού ταμείου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας EFSF) ενώ €90 δις πρόκειται να εκταμιευτούν μέχρι τα τέλη του 2014.
- Μείωση του ελληνικού δημοσίου χρέους κατά περισσότερο από €100 δις μέσω του PSI.
- Άντληση €130 δις περίπου ρευστότητας από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέσω του ευρωσυστήματος.

Το Πρόγραμμα εμπεριέχει τρεις βασικούς στρατηγικούς στόχους που υποστηρίζονται από συγκεκριμένες δέσμες μέτρων, οι οποίες περιλαμβάνουν από αυτονόητες μεταβολές, που συγκεντρώνουν ευρύτατη κοινωνική στήριξη, μέχρι και επώδυνες μεταβολές που εγείρουν σημαντικές αντιδράσεις από διάφορες θιγόμενες κοινωνικές ομάδες. Πιο συγκεκριμένα, πολλοί από τους στόχους, όπως η πάταξη της φοροδιαφυγής, της κρατικής σπατάλης και της γραφειοκρατίας συγκεντρώνουν ευρύτατη κοινωνική υποστήριξη, ενώ άλλα τμήματα, όπως λ.χ. τα σχετιζόμενα με την αγορά εργασίας ή τις ιδιωτικοποιήσεις εγείρουν σημαντικές αντιδράσεις.

Στήριξη/ διευκολύνσεις που έχουμε λάβει σωρευτικά από του εταίρους μας την τελευταία διετία και εκτιμήσεις έως 2014		
	2010-5μ:2012	2014
<i>(δισ ευρώ - σωρευτικά)</i>		
Δάνεια ΕΕ και ΔΝΤ	147,7	237,9
Ελλ. Ομόλογα σε ΕΚΤ & Κεντρ. Τράπεζες	46,7	23,7
Μεταβιβάσεις από ΕΕ (Διαρθρ. Πόροι κτλ)	5,8	14,3
Εκτιμώμενο σύνολο	200,2	275,9
<i>Υπόμνημα</i>		
Ευρωσύστημα *	127,8	...
Ελάφρυνση Δημοσίου Χρέους Μέσω PSI	105,0	...
Εκτιμώμενο σύνολο (μαζί με Ευρωσύστημα)	433,0	...
*Εκτίμηση βάσει στοιχείων 1ου τριμήνου 2012		

Το ύψος της στήριξης από τους εταίρους μας είναι όντως πρωτόγνωρο. Έως τώρα έχουμε λάβει βοήθεια σχεδόν €150 δις. (μέσω διακρατικών δανείων και στήριξης μέσω του ευρωπαϊκού ταμείου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας EFSF), εκ των οποίων περίπου €20 δις. έχουν χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά για πρωτογενείς ανάγκες του προϋπολογισμού, €25 δις. προορίζονται για τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος από το κόστος της αναδιάρθρωσης χρέους, €30 δις.

για τις ανάγκες της ανταλλαγής του Ελληνικού χρέους και περίπου €70 δις. αντικατέστησαν υφιστάμενες υποχρεώσεις εξυπηρέτησης δημοσίου χρέους, εξασφαλίζοντας χαμηλότερο κόστος και μεγαλύτερη διάρκεια αποπληρωμής. Άλλα €90 δις. πρόκειται να εκταμιευτούν μέχρι τα τέλη του 2014. Συγκεκριμένα, η νέα χρηματοδότηση παρέχεται με όρους ιδιαίτερα ευνοϊκούς (επιτόκιο που είναι ανάλογο με το μακροχρόνιο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται το EFSF και που δεν αποκλίνει σημαντικά από το μακροχρόνιο μέσο επιτόκιο των γερμανικών ομολόγων,

ενώ είναι 3-3½ μονάδες χαμηλότερο από το τρέχον μέσο κόστος δανεισμού της Ισπανίας και της Ιταλίας, χώρες οι οποίες συμμετέχουν στη χρηματοδοτική στήριξη της Ελλάδας). Παράλληλα η διάρκεια αποπληρωμής είναι εξαιρετικά μακροχρόνια, με τις ανάγκες πληρωμής χρεολυσίων να είναι σημαντικά περιορισμένες μέχρι το τέλος της δεκαετίας συγκριτικά με €38 δισ., κατά μέσο όρο, που πληρώναμε ετησίως την περίοδο 2008-2010.

Ομοίως, η επιτυχής ολοκλήρωση της αναδιάρθρωσης ελληνικού χρέους (PSI), η οποία θα ήταν ανέφικτη χωρίς την αποφασιστική στήριξη της ΕΕ και του ΔΝΤ, εξασφαλίζει μία μείωση του ελληνικού δημοσίου χρέους κατά 50 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ (ήτοι περισσότερο από €100 δισ.), χαμηλά επιτόκια στα νέα ομόλογα (2% για την τριετία 2012-2014), και μηδενικές υποχρεώσεις πληρωμής χρεολυσίων στα νέα ομόλογα για ολόκληρη τη δεκαετία.

Το τρίτο σκέλος της χρηματοδοτικής στήριξης από τους εταίρους μας, αφορά την άντληση άνω των €130 δισ. ρευστότητας για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέσω του ευρωσυστήματος. Κατά συνέπεια, η συνολική άμεση και έμμεση χρηματοδοτική στήριξη από τους εταίρους μας προσεγγίζει τα €450 δισ. ή 2,2 σχεδόν φορές το ελληνικό ΑΕΠ (περιλαμβάνοντας τα €90 δισ. που αναμένεται να εκταμιευτούν έως το 2014 καθώς και την εκτιμώμενη μείωση του χρέους από το PSI).

Η διάρθρωση των πολιτικών του Μνημονίου: (II) Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ

1ος Πυλώνας - Διαρθρωτικές αλλαγές	<ul style="list-style-type: none"> i. Πάταξη φοροδιαφυγής ii. Βελτίωση λειτουργικότητας δημόσιας διοίκησης iii. Εξυγίανση τοπικής αυτοδιοίκησης και δημ. επιχειρήσεων iv. Ενίσχυση της επιχειρηματικότητας v. Αποτελεσματικότερο δικαστικό σύστημα vi. Πιο ευέλικτη αγορά εργασίας
2ος Πυλώνας - Χρηματοπιστωτικό σύστημα	<ul style="list-style-type: none"> • Ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών για αναπλήρωση της κεφαλαιακής απώλειας από την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους • Εξυγίανση/σταθεροποίηση πηγών ρευστότητας • Ομαλοποίηση συνθηκών δανεισμού στην οικονομία
3ος Πυλώνας - Δημοσιονομική προσαρμογή	<p>Επίτευξη πρωτογενούς ελλείμματος σε εύλογο χρονικό διάστημα για να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους και η επανάκτηση πρόσβασης του ελληνικού δημοσίου στις κεφαλαιαγορές, που αποτελεί και την ουσιαστική προϋπόθεση για την απαγκίστρωση της χώρας από το Μνημόνιο</p>

Η διακοπή της χρηματοδότησης ισοδυναμεί με άμεση χρεοκοπία όπως επιβεβαιώνεται και από τη διεθνή εμπειρία. Για να διατηρήσουμε την πρόσβασή μας στην προαναφερόμενη χρηματοδοτική στήριξη από τους εταίρους μας, θα πρέπει να συμφωνήσουμε σε ένα πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταβολών που μπορούν να εφαρμοστούν και στο οποίο θα παραμείνουμε συνεπείς. Πιο συγκεκριμένα, η στρατηγική του Προγράμματος μπορεί να συνοψιστεί στις ακόλουθες δέσμες ενεργειών/προτεραιοτήτων :

1^{ος} πυλώνας – Διαρθρωτικές αλλαγές

Ο πρώτος πυλώνας ενσωματώνει τις διαρθρωτικές αλλαγές με στόχο τη βιώσιμη ανάπτυξη. Η πλειοψηφία των μέτρων δύσκολα βρίσκουν αντίλογο αναφορικά με τη σκοπιμότητά τους, αλλά η λανθασμένη εφαρμογή τους αποτέλεσε βασική αδυναμία του 1^{ου} Μνημονίου. Στοχεύουν στο να βελτιώσουν χρόνιες αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας όπως:

- i. Πάταξη της φοροδιαφυγής, με τριπλό σκοπό την πιο δίκαιη κατανομή του οικονομικού και κοινωνικού κόστους των δημοσιονομικών μέτρων, τη βελτίωση των παραγωγικών κινήτρων και τη στήριξη της δημοσιονομικής προσαρμογής.
- ii. Βελτίωση της λειτουργικότητας της δημόσιας διοίκησης, με σκοπό την πάταξη της σπατάλης και την αποτελεσματική χρησιμοποίηση των περιορισμένων πόρων στους κρίσιμους τομείς όπως κοινωνική ασφάλεια, υγεία και άμυνα.
- iii. Πλήρης εξυγίανση της τοπικής αυτοδιοίκησης και των δημοσίων επιχειρήσεων, με στόχο την παροχή ποιοτικών υπηρεσιών με σημαντικά χαμηλότερη επιβάρυνση του κρατικού προϋπολογισμού.

Αν η πρόοδος στους προαναφερόμενους 3 τομείς ήταν ουσιαστική, θα είχε αποφευχθεί ή ελαχιστοποιηθεί η ανάγκη για επιπλέον επώδυνες οριζόντιες περικοπές οι οποίες απαιτήθηκαν κατά την εφαρμογή του αρχικού Μνημονίου.

- iv. Βελτίωση της επιχειρηματικότητας με άρση κυρίως των γραφειοκρατικών εμποδίων στη δημιουργία επιχειρήσεων, τις επενδύσεις και την εξωστρεφή ανάπτυξή τους.
- v. Ένα πιο αποτελεσματικό δικαστικό σύστημα με βασικό συστατικό την επιτάχυνση του χρόνου έκδοσης δικαστικών αποφάσεων.
- vi. Μια πιο ευέλικτη αγορά εργασίας όπου, μόνο στα πλαίσια του 2^{ου} Προγράμματος και με την ανεργία να έχει εκτοξευτεί πλέον σε επίπεδο άνω του 20%, επιδιώχθηκε μία σημαντική δομική αλλαγή. Συγκεκριμένα, στο επίπεδο της διαπραγμάτευσης των συλλογικών συμβάσεων εργασίας, ώστε να διευκολυνθεί η μεταστροφή της οικονομίας προς τον τομέα των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και να δοθεί το κίνητρο προστασίας περισσότερων θέσεων εργασίας. Δεν πρέπει να λησμονούμε ότι το αρχικό Πρόγραμμα που συνόδευε την 1^η δανειακή συμφωνία είχε προστατέψει τους μισθούς του ιδιωτικού τομέα από οριζόντιες περικοπές (λ.χ. 13^{ος}-14^{ος} μισθός), καθώς και τους χαμηλόμισθους του δημοσίου τομέα και τους χαμηλοσυνταξιούχους. Η αντίδραση των εργατικών ενώσεων είναι έντονη, καθώς ανατρέπεται σε μεγάλο βαθμό ένα πλαίσιο διαπραγμάτευσης σε κλαδικό επίπεδο που εφαρμόστηκε για δεκαετίες. Το εν λόγω πλαίσιο δεν απέδωσε ικανοποιητικά αποτελέσματα αναφορικά με το βαθμό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, ενώ συνέτεινε σε μια διευρυνόμενη αποσύνδεση μεταξύ μισθολογικών μεταβολών και παραγωγικότητας. Αυτή η αποσύνδεση ήταν εμφανής σε αρκετούς κλάδους της οικονομίας, με πιο ακραία την περίπτωση του δημόσιου τομέα, μια τάση που δεν ήταν συμβατή

με την επιδιωκόμενη αναδιάρθρωση του παραγωγικού υποδείγματος της ελληνικής οικονομίας.

Η πρόοδος στα προαναφερόμενα μέτωπα ήταν απογοητευτική, τόσο λόγω των περιορισμένων δυνατοτήτων της δημόσιας διοίκησης να ανταπεξέλθει σε ένα τόσο περίπλοκο και απαιτητικό πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων, όσο και της έλλειψης επαρκούς πολιτικής στήριξης για την εισαγωγή μέτρων, που προφανώς πλήττουν συγκεκριμένες ομάδες συμφερόντων. Η έλλειψη προόδου σε αυτόν τον τομέα είχε διπλό κόστος: i) ανέδειξε την απροθυμία του ελληνικού πολιτικού συστήματος για μια συνεπή προσπάθεια διαρθρωτικής βελτίωσης της οικονομίας, πλήττοντας την εμπιστοσύνη και δυσχεραίνοντας την ανάκαμψη και ii) χάθηκε πολύτιμος χρόνος, κατά τον οποίο θα μπορούσε να συντελεστεί σημαντική πρόοδος στις διαρθρωτικές αλλαγές, που ως γνωστό χρειάζονται σημαντικό χρόνο για να αποδώσουν.

2^{ος} πυλώνας – Χρηματοπιστωτικό σύστημα

Ο δεύτερος πυλώνας στοχεύει στη στήριξη του τραπεζικού συστήματος, αναγκαία προϋπόθεση για την οικονομική ανάπτυξη σε μία τραπεζο-κεντρική οικονομία, όπως η Ελλάδα.

Το Μνημόνιο διαθέτει περίπου €48 δισ. για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, κυρίως για να αναπληρώσει την κεφαλαιακή απώλεια από την αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους. Επίσης, εμπεριέχει σημαντική στήριξη ρευστότητας από την ΕΚΤ (άνω των €130 δισ.), που στοχεύει στο να καλύψει τη συρρίκνωση της καταθετικής βάσης και την αδυναμία πρόσβασης στη διατραπεζική αγορά, καθώς και στον πιο μακροχρόνιο δανεισμό από την αγορά (€80 δισ. και €50 δισ. αντίστοιχα).

Δεν τίθεται υπό αμφισβήτηση η αναγκαιότητα οικονομικής στήριξης του τραπεζικού συστήματος που προβλέπει το Μνημόνιο, το οποίο είναι προαπαιτούμενο για την επιστροφή στην ανάπτυξη. Η προαναφερόμενη αναγκαιότητα είναι ανεξάρτητη από τη συζήτηση για τους όρους ανακεφαλαιοποίησης και το ιδιοκτησιακό καθεστώς των τραπεζών βραχυπρόθεσμα, δηλαδή την επιλογή της άμεσης εθνικοποίησης του τραπεζικού συστήματος τώρα και ιδιωτικοποίησής του σε 4-5 χρόνια ή απόπειρα άμεσης προσέλκυσης ιδιωτικών κεφαλαίων με ελκυστικούς όρους.

3^{ος} πυλώνας – Δημοσιονομική προσαρμογή

Ο τρίτος πυλώνας συνίσταται στη δημοσιονομική προσαρμογή, δηλαδή τη μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος σε εύλογο χρονικό διάστημα για να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους και η επανάκτηση πρόσβασης του ελληνικού δημοσίου στις κεφαλαιαγορές, που αποτελεί και την ουσιαστική προϋπόθεση για την απαγκίστρωση της χώρας από το Μνημόνιο. Το 2010 και το 2011 εφαρμόστηκε ένα πρωτοφανές, σε μέγεθος, πρόγραμμα δημοσιονομικών μέτρων, τα οποία ανέρχονταν σωρευτικά σε 14,5% του ΑΕΠ. Το αποτέλεσμα ήταν η σημαντική μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος κατά 8,2% του ΑΕΠ (από 10,4% το 2009 σε 2% του ΑΕΠ το 2011), με το μέγεθος της επιτευχθείσας προσαρμογής να υπολείπεται του μεγέθους της δημοσιονομικής προσπάθειας, λόγω της σημαντικής πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας κατά 10,3% (τη διετία 2010-2011). Το μέγεθος της ύφεσης αντανάκλα το μέγεθος της δημοσιονομικής προσπάθειας, αλλά

και την ελλιπή υιοθέτηση και εφαρμογή του συνόλου των μέτρων του προγράμματος, που χρειάστηκαν συνεχείς αναπροσαρμογές και τροφοδότησαν την αβεβαιότητα, δημιουργώντας επιπρόσθετα εμπόδια στην ανάπτυξη και, εν τέλει, κατέστησαν αναγκαία την ενεργοποίηση ενός νέου προγράμματος με μεγαλύτερη χρηματοδότηση, καθώς και την αναδιάρθρωση του χρέους.

Για να επιτευχθεί ο μεσοπρόθεσμος στόχος του νέου Προγράμματος για πρωτογενές πλεόνασμα της τάξης του 4,5% του ΑΕΠ (από έλλειμμα 2,2% το 2011), το Πρόγραμμα προβλέπει τον προσδιορισμό μέτρων ίσων με €11,5 δις. (5,5% του ΑΕΠ για τα έτη 2013-14). Με την ύφεση, το 2012, να υπερβαίνει πιθανότατα το 5% του ΑΕΠ -- δεδομένου του δυσμενέστερου εγχώριου και εξωτερικού περιβάλλοντος -- και της υψηλής αβεβαιότητας (πχ. η διαρκής αγωνία για την εκταμίευση ή μη κάθε δόσης του Προγράμματος), το εύλογο ερώτημα είναι κατά πόσο μπορεί να συμφωνηθεί με τους εταίρους μας μια πιο σταδιακή στρατηγική για τη δημοσιονομική προσαρμογή, η οποία προφανώς θα απαιτήσει και αυξημένη χρηματοδότηση από την πλευρά τους.

Εάν η Ελλάδα υιοθετήσει και εφαρμόσει με αξιόπιστο τρόπο τα υπόλοιπα σημεία του Μνημονίου και κυρίως τα διαρθρωτικά μέτρα που περιλαμβάνει, οι Ευρωπαίοι εταίροι μας θα έδειχναν πιθανότατα μεγαλύτερη ευελιξία σε μία επιμήκυνση του χρόνου προσαρμογής και της χρηματοδότησης που απαιτείται. Εκτιμάται ότι μία ρεαλιστική επιμήκυνση της περιόδου προσαρμογής θα δημιουργούσε την ανάγκη για €5-10 δις επιπλέον χρηματοδότησης και θα απαιτούσε σχετική απόφαση του Συμβουλίου Κορυφής της ΕΕ καθώς και εγκρίσεις ενός σημαντικού αριθμού κοινοβουλίων χωρών μελών της Ευρωζώνης. Επίσης, δεδομένων των εξαιρετικά δυσμενών τάσεων στην αγορά εργασίας, θα ήταν εύλογη η προσαρμογή της στοχοθεσίας του Μνημονίου, ώστε να δοθεί πιο αποτελεσματική στήριξη και ανακούφιση στις κοινωνικά αδύναμες ομάδες και ειδικά τους ανέργους, με εξασφάλιση αντίστοιχων πόρων από το Πρόγραμμα.

Οι συζητήσεις για αναδιαπραγμάτευση του Μνημονίου θα μπορούσαν να επικεντρωθούν στα προαναφερθέντα σημεία και όχι σε μια απλουστευτική μονοσήμαντη αντιπαράθεση που θέτει σε αμφισβήτηση το σύνολο του Προγράμματος με κίνδυνο την απώλεια της πρόσβασής μας στη σημαντική χρηματοδοτική, και όχι μόνο, στήριξη που μας εξασφαλίζει το Πρόγραμμα.

Δυναμικές μακροοικονομικές επιδράσεις εξόδου από το ευρώ και εκτιμώμενο σενάριο με εφαρμογή του Προγράμματος									
Ενδεικτικό εκτιμώμενο διάστημα προσαρμογής έως το τέλος του 2013	Σταθμισμένη ονομαστική ισοτιμία νομίσματος (μεταβολή)	Σταθμισμένη πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία νομίσματος (μεταβολή)	ΑΕΠ (ετήσια μεταβολή, σε σταθερές τιμές & ισοτιμίες)	Ονομαστικό ΑΕΠ (τρέχουσες τιμές & ισοτιμίες)	Ανεργία (%)	Πληθωρισμός (ετήσια μεταβολή)	Δημ. Χρέος (% ΑΕΠ) (χωρίς αθέτηση υποχρεώσεων του Δημοσίου)	Εξωτερ. Χρέος (% ΑΕΠ) (με αθέτηση του 80% των υποχρεώσεων του Δημοσίου)	Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού % ΑΕΠ
Σενάριο εξόδου	-65%	-40%	-22%	-55%	34%	32%	373%	94%	12%**
Πρόγραμμα	-19%*	-14%*	-6,1%	-5,7%	24%	0,9%	148%	...	5,5%

Πηγή: Εκτιμήσεις ΕΤΕ

* Αναφέρεται σε πραγματική και ονομαστική ισοτιμία του ευρώ σταθμισμένη με βάση τους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδας

** (με αθέτηση του 80% των υποχρεώσεων του Δημοσίου)

Δομή μακροοικονομικού υποδείγματος στο οποίο βασίζεται η προσομοίωση των επιπτώσεων μετάβασης στο ευρώ

Το μακροοικονομικό υπόδειγμα στο οποίο βασίζονται οι ανωτέρω εκτιμήσεις είναι δομημένο με επίκεντρο τις 2 βασικές εξισώσεις που περιγράφουν τους κύριους περιορισμούς, οι οποίοι επενεργούν στην οικονομία και είναι οι εξής:

i) Το χρηματοδοτικό άνοιγμα του δημοσίου FG_G , που αποτελείται από το πρωτογενές ισοζύγιο PB , τις πληρωμές τόκων (r_{ext} , r_{dom}) και τα χρεολύσια (A_{ext} και A_{dom}) για το τμήμα του εσωτερικού και εξωτερικού χρέους, που θα συνεχίσει το ελληνικό δημόσιο να εξυπηρετεί.

$$FG_G = PB + r_{ext} + r_{dom} + A_{ext} + A_{dom} \quad (1)$$

καθώς και η χρηματοδότησή του, η οποία δεδομένης της διακοπής του Προγράμματος χρηματοδότησης της οικονομίας μπορεί να γίνει μόνο μέσω εκτύπωσης νέου νομίσματος. Συγκεκριμένα, η μεταβολή της προσφοράς χρήματος $d(M)$ αντανακλά τη χρηματοδότηση του χρηματοδοτικού ανοίγματος του κρατικού προϋπολογισμού (FG_G) καθώς και τη νομισματική χρηματοδότηση της κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών (Rec).

$$d(M) = FG_G + Rec \quad (2)$$

Ο πληθωρισμός προσδιορίζεται ως συνάρτηση της μεταβολής της προσφοράς χρήματος $d(M)$, συγκριτικά με τη συναλλακτική ζήτηση χρήματος Dep , καθώς και του παραγωγικού κενού της οικονομίας την προηγούμενη χρονική περίοδο (OG_{t-1}) όπως προσδιορίζεται από τη διαφορά του ΑΕΠ της περιόδου $t-1$ από την εκτιμώμενη μεσοπρόθεσμη τάση του.

$$\pi = \alpha_1 \cdot \frac{d(M)}{Dep} - \alpha_2 \cdot OG_{t-1} \quad (3)$$

Η συναλλακτική ζήτηση για χρήμα $d(Dep)$ είναι συνάρτηση του ονομαστικού εισοδήματος της προηγούμενης περιόδου Y_{dnom} και του πραγματικού επιτοκίου (ονομαστικό μείον πληθωρισμός προηγούμενης περιόδου).

ii) Την ισορροπία του ισοζυγίου εξωτερικών πληρωμών ($BP=0$), η οποία έγκειται στην εξασφάλιση του απαραίτητου πλεονάσματος στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών NX_{nom} (σε τρέχουσες τιμές), μέσω υποτίμησης και συρρίκνωσης της εγχώριας ζήτησης προκειμένου να εξασφαλιστεί το εγχώριο συνάλλαγμα, ώστε να εξυπηρετείται -- ελλείψει προσβάσεως σε μηχανισμό στήριξης ($OSS=0$) -- το έλλειμμα των εξωτερικών ισοζυγίων εισοδημάτων και κεφαλαίων (IB και AT_{ext}) και τελικά το ισοζύγιο εξωτερικών πληρωμών να βρίσκεται σε ισορροπία.

$$BP = NX_{nom} + IB + AT_{ext} + OSS + Other = 0$$

$$\Leftrightarrow NX_{nom} + OSS = IB + AT_{ext} + Other \quad (4)$$

Το επίπεδο της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας ($REER$) που εξασφαλίζει το αναγκαίο πλεόνασμα του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών προσδιορίζεται ενδογενώς, μέσω εμπειρικών

συναρτήσεων που περιγράφουν την αντίδραση των συστατικών του ΑΕΠ (Y_d) -- δηλαδή, της τελικής κατανάλωσης $d(C)$, των επενδύσεων $d(I)$, των εισαγωγών $d(X)$ και των εξαγωγών $d(Exp)$ -- σε μεταβολές του εγχώριου επιτοκίου (i_{dom} , το οποίο προσδιορίζεται βάσει ενός σταθερού περιθωρίου 5 ποσοστιαίων μονάδων πάνω από τον πληθωρισμό), της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας $d(REER)$ και του διαθέσιμου εισοδήματος $d(W)$, (υπό την υπόθεση μερικής τιμαριθμοποίησης των μισθών) και της εξωτερικής ζήτησης $d(Y_f)$.

$$d(Y_d) = d(C) + d(I) + d(X) - d(Exp) \quad (5)$$

$$d(C) = \alpha_3 \cdot d(W) - \alpha_4 \cdot di_{dom} \quad (6)$$

$$d(I) = \alpha_5 \cdot d(C_{t-1}) + \alpha_6 \cdot d(X) - \alpha_7 \cdot di_{dom} \quad (7)$$

$$d(X) = -\alpha_8 \cdot d(REER) + \alpha_9 \cdot d(Y_f) \quad (8)$$

$$d(Exp) = +\alpha_{10} \cdot d(REER) + \alpha_{11} \cdot d(Y_d) \quad (9)$$

Η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία εκφράζεται ως συνάρτηση της πραγματικής ισοτιμίας $REER$ και του πληθωρισμού των εμπορεύσιμων αγαθών π_{ext} , ο οποίος είναι συνάρτηση του ρυθμού μεταβολής του μέσου ονομαστικού μισθού που είναι χαμηλότερος από τον πληθωρισμό ($d(w) < \pi$).

Τέλος, η μεταβολή της ανεργίας εκφράζεται ως συνάρτηση της μεταβολής του ΑΕΠ της προηγούμενης περιόδου και της μεταβολής του αποπληθωρισμένου μισθού $d(w_r)$.

$$d(Unempl) = \alpha_{12} \cdot d(Y_{d,t-1}) - \alpha_{13} \cdot d(w_r) \quad (10)$$

Επισημαίνεται ότι όλη η δομή του υποδείγματος είναι προσανατολισμένη στο να περιγράψει την προσαρμογή βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών, με σημείο έναρξης την παρούσα κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και καταληκτικό σημείο τη συμπλήρωση μιας περιόδου βραχυχρόνιας προσαρμογής αυτών των μεταβλητών, μετά από μία σημαντική υποτίμηση του νέου εθνικού νομίσματος. Οι προβλέψεις βασίζονται σε τιμές των παραμέτρων των βασικών εξισώσεων, οι οποίες εκτιμήθηκαν βάσει μακροχρόνιου δείγματος ιστορικών παρατηρήσεων για την ελληνική οικονομία.

Το υπόδειγμα δεν επιχειρεί να ενσωματώσει άλλες δυσμενείς επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα στη βραχυχρόνια περίοδο όπως αβεβαιότητα, αδυναμία χρηματοδότησης, ανάγκη βίαιης απομόχλευσης της οικονομίας, προβλήματα στην προμήθεια πρώτων υλών και στην άσκηση εξαγωγικής δραστηριότητας κ.ο.κ, που ενδεχομένως θα επέτειναν τη μείωση του πραγματικού ΑΕΠ. Επιπροσθέτως, δεν ενσωματώνει συνθήκες κρίσης ή κατάρρευσης της συναλλακτικής δραστηριότητας ή σοβαρών διαταραχών στο τραπεζικό σύστημα, ούτε και μακροχρόνια πλήγματα στην εγχώρια παραγωγική βάση που θα μπορούσαν να προκύψουν μέσω από-επένδυσης, και φυγής επιχειρήσεων ή χρηματικών κεφαλαίων από τη χώρα, καθώς και μέσω ραγδαίας αύξησης της μετανάστευσης στο εξωτερικό (ειδικά αναφορικά με πιο δυναμικά/εξειδικευμένα τμήματα του εγχώριου εργατικού δυναμικού).

Ελληνική Οικονομία

ΕΙΔΙΚΗ ΕΚΔΟΣΗ

Μάιος 2012

