

Το ευρώ και οι διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου

Η εισαγωγή του ευρώ μετά την ολοκλήρωση και της τρίτης φάσης, θα επιφέρει κοσμογονικές αλλαγές όχι μόνο στο χρηματοπιστωτικό τομέα, αλλά και στις οικονομίες των κρατών-μελών γενικότερα. Όπως έχει επισημανθεί, αποτελεί το πιο σημαντικό χρηματοπιστωτικό-νομισματικό γεγονός του αιώνα μας μετά τη συνθήκη της Ρώμης, και ο ρόλος του ως μέσο πληρωμών, για το διαρκώς ενοποιούμενο και ταυτόχρονα διευρυνόμενο Ευρωπαϊκό χώρο, θα είναι ο αντίστοιχος του δολαρίου.

Σε λιγότερο από 5 χρόνια δεν θα μπορεί να φανταστεί κανένας την Ευρωπαϊκή Ένωση χωρίς το ευρώ, όπως δεν μπορεί να φανταστεί κάποιος σήμερα τις ΗΠΑ χωρίς το δολάριο. Η επίδραση της υιοθέτησης του ευρώ δεν περιορίζεται μόνο στη νομισματική ενοποίηση και την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, αλλά θα αποτελεί και τον καταλυτικό μηχανισμό για την πλήρη οικονομική και πολιτική ενοποίηση.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι ένας από τους κύριους παράγοντες για την οικονομική διαίρεση της Ευρωπαϊκής Ηπείρου (πέρα από τις εθνικές ιδιαιτερότητες) αποτελεί και η ύπαρξη διαφορετικών νομισμάτων από

χώρα σε χώρα που επιτρέπουν, σε συνδυασμό με την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, κερδοσκοπικές κινήσεις με όλα τα δυσμενή αποτελέσματα που αυτές συνεπάγονται για τις εθνικές οικονομίες και τις αναστατώσεις που προκαλούν στις χρηματαγορές τους.

Η μετάβαση στο ευρώ θα εξαλείψει όλες αυτές τις δυσμενείς συνέπειες και θα συντελέσει στην επίτευξη μιας πραγματικά ενιαίας αγοράς. Η πορεία που άρχισε το 1993 με την άρση των εμποδίων στο εμπόριο, θα ολοκληρωθεί με την εισαγωγή του ευρώ. Έτσι, θα αρθεί και το τελευταίο εμπόδιο για τη Νομισματική Ενοποίηση, γεγονός που θα συντελέσει στην ταχύτερη ανάπτυξη των κρατών-μελών, μέσω της σημαντικής ενίσχυσης των διακρατικών συναλλαγών, καθώς αυτές θα διενεργούνται σ' ένα περιβάλλον απαλλαγμένο από συναλλαγματικούς κινδύνους, αλλά και με δραστικό περιορισμό των δαπανών μετατροπής του συναλλάγματος, αφού το ευρώ θα αποτελεί την κυρίαρχη νομισματική μονάδα στον Ευρωπαϊκό χώρο.

Ταυτόχρονα, η εισαγωγή του ευρώ θα εξασφαλίσει μεγαλύτερη διαφάνεια στις συναλλαγές προς όφελος των επιχειρήσεων, των καταναλωτών, αλλά

Μ. ΣΑΛΛΑ

*Πρόεδρου
Τράπεζας
Πειραιώς*



και των επενδυτών, οι οποίοι θα απαλλαγούν από κάθε συναλλαγματικό κόστος στα όρια του Ενοποιημένου Ευρωπαϊκού χώρου και θα μπορούν να προσδιορίσουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες ή τις επενδυτικές τους επιλογές χωρίς κανένα συναλλαγματικό εμπόδιο.

Τα αυστηρά κριτήρια δημοσιονομικής πειθαρχίας της Συνθήκης του Μάαστριχτ θα συντελέσουν στην εξυγίανση των οικονομιών. Βέβαια, η συνθήκη δεν προβλέπει άμεση εναρμόνιση για τη φορολογική νομοθεσία, αλλά αποτελεί ένασμα για τη βαθμιαία προσαρμογή των διαφορετικών φορολογικών καθεστώτων, γεγονός που θα απαιτήσει σημαντικό χρονικό διάστημα και πολλαπλούς πολιτικούς συμβιβασμούς.

Δεν θα πρέπει να ξεχνάμε ότι όλη η δυναμική της Συνθήκης του Μάαστριχτ διέπεται έντονα από το πολιτικό στοιχείο που οδηγεί σε συνεχείς πολιτικούς



συμβιβασμούς, και μόνο την άνοιξη του 1998 το ομιχλώδες τοπίο που κυριαρχεί θα αρχίσει να αποσαφηνίζεται. Σε χώρες με περιορισμένες δυνατότητες εισδοχής στην πρώτη φάση, όπως η Ελλάδα, το περιβάλλον είναι πολύπλοκότερο.

Στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να σκιαγραφήσουμε τις επιπτώσεις για μια μικρή Ευρωπαϊκή χώρα, η οποία ικανοποιεί τα κριτήρια εισδοχής, και παράλληλα θα προχωρούμε σε παρατηρήσεις που θα συνδέονται με τη

χώρα μας με δεδομένο ότι αυτή θα καταστεί πλήρες μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην επόμενη φάση.

Η 1η Ιανουαρίου 1999 αποτελεί για την Ευρωπαϊκή Ένωση την αρχή της τρίτης φάσης της Νομισματικής Ενοποίησης. Την πρώτη εβδομάδα του Μαΐου 1998, θα αποφασισθεί η συμμετοχή χωρών-μελών της Ένωσης για τον καθορισμό του νέου νομισματικού συστήματος. Οι ισοτιμίες των διαφόρων Ευρωπαϊκών νομισμάτων θα “κλειδώσουν”, γεγονός που θα επιτρέψει την αντικατάσταση των εθνικών νομισμάτων από ένα και μόνο νόμισμα, το ευρώ, την 1.01.1999. Από την ημερομηνία αυτή το ευρώ θα μπορεί να χρησιμοποιείται για συναλλαγές σε τίτλους, διατραπεζικές συναλλαγές, μεταβιβάσεις ανάμεσα σε εταιρείες, ιδιώτες και τράπεζες, κλπ.

Η έναρξη της τρίτης φάσης σηματοδοτεί μια μεταβατική περίοδο τριών χρόνων, όπου θα εφαρμοστεί η αρχή του “όχι υποχρεώσεις όχι απαγορεύσεις”. Αυτό σημαίνει ότι μπορούμε να υιοθετήσουμε το νέο σύστημα, αλλά χωρίς υποχρέωση. Η υποχρεωτικότητα της χρήσης του ευρώ αρχίζει τρία χρόνια μετά (1η Ιανουαρίου 2002), οπότε και θα κυκλοφορήσουν τα χαρτονομίσματα και τα κέρματα, ενώ η απόσυρση των εθνικών νομισμάτων θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί εντός του πρώτου εξαμήνου του 2002.

Τα ανωτέρω αποτελούν το αρχικό σενάριο. Το οριστικό χρονοδιάγραμμα μετάβασης στο ευρώ θα προσδιοριστεί μετά την οριστική απόφαση για το ποια νομίσματα θα ενσωματωθούν στην πρώτη φάση του Ενιαίου Νομισματικού Συστήματος. Αυτό, όπως είναι γνωστό, εξαρτάται από το βαθμό που τα κράτη-μέλη πληρούν τα κριτήρια σύγκλισης που έχει θέσει η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Συγκεκριμένα, η μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα προϋποθέτει ικανοποιητικές επιδόσεις σε ό,τι αφορά το επίπεδο και τον έλεγχο του πληθωρισμού, τα επίπεδα επιτοκίων, τη σταθερότητα του νομίσματος, αυστηρά περιορισμένο έλλειμμα προϋπολογισμού, καθώς και του δημοσίου χρέους. Ειδικότερα για το έλλειμμα του προϋπολογισμού, αυτό δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ, ενώ για το δημόσιο χρέος το 60% του ΑΕΠ.

Επανερχόμενοι στην παρατήρησή μας ότι το Μάαστριχτ αποτελεί μια συνθήκη στην οποία έντονα υποκρύπτεται το πολιτικό στοιχείο, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι στη συνθήκη προβλέπεται μια σημαντική παραχώρηση: δέχεται τα κράτη-μέλη να τείνουν να επιτύχουν τους ανωτέρω στόχους, γεγονός που επιτρέπει περιθώρια για πιο ελαστική ερμηνεία της Συνθήκης, και “συμβιβασμούς” στη λήψη των τελικών αποφάσεων. Η λήψη αυτή των τελικών αποφάσεων θα λάβει υπόψη της τη μακροοικονομική συγκυρία όπως διαμορφώνεται στις μεγάλες Ευρωπαϊκές χώρες (ιδιαίτερα στη Γερμανία), αλλά και τις πολιτικές φιλοδοξίες για τον ηγεμονικό ρόλο που η Γερμανία και η Γαλλία θέλουν να παίξουν στην ενωμένη και διευρυνόμενη Ευρώπη.

Ετσι, οι αποφάσεις που θα παίρνονται από εδώ και εμπρός μέχρι την άνοιξη του 1998, ίσως να υστερούν σε τεχνοκρατικό επίπεδο, και θα εμπεριέχουν έντονα το πολιτικό στοιχείο μέχρι την οριστικοποίηση της λίστας των κρατών-μελών που θα αποτελέσουν την αρχική ομάδα που θα ενσωματωθεί κατά την πρώτη φάση εφαρμογής του Ενιαίου Νομισματικού Συστήματος.

Μέχρι τη διαμόρφωση της τελικής αυτής κατάστασης και των διαδικασιών σύγκλισης, εκτιμάται ότι οι χρηματαγορές θα παρουσιάσουν κάποια νευρική κατάσταση, καθώς κερδοσκοπικές πιέσεις πιθανότατα θα αναπτυχθούν, ενώ η αβεβαιότητα θα επιτείνεται από αυτή καθ’ αυτή τη διαδικασία οριστικής διαμόρφωσης των κριτηρίων σύγκλισης και του βαθμού ελαστικότητάς τους που θα υιοθετηθεί.

Με τα σημερινά δεδομένα, εκτιμάται ότι 11 χώρες θα αποτελέσουν την πρώτη ομάδα χωρών, ενώ 4 θα παραμείνουν για την επόμενη φάση (Μεγ. Βρετανία, Ελλάδα, Δανία και Σουηδία). Αλλά ας δούμε πώς θα διαμορφωθεί η τιμή του ευρώ και οι χρηματοοικονομικές συναλλαγές τη λεγόμενη “ημέρα Ε”.

Την 1η Ιανουαρίου 1999, η τιμή του ευρώ θα εξομοιωθεί με την τιμή του ECU. Είναι βέβαια πολύ δύσκολο να προβλεφθεί με ακρίβεια η τιμή του ευρώ, αφού αυτή θα προσδιορισθεί με βάση τις ισοτιμίες των

νομισμάτων που συμμετέχουν στο ECU. Ο προσδιορισμός (fixing) της τιμής του ευρώ, συνεπάγεται αυτομάτως και το fixing των ισοτιμιών των νομισμάτων που συμμετέχουν στο σύστημα. Με τον τρόπο αυτό εξαλείφονται οι υποτιμητικοί ή υπερτιμητικοί μηχανισμοί, γεγονός που αποτελεί άλλωστε και τον κύριο λόγο



ύπαρξης του Ενιαίου Νομίσματος.

Η μετάβαση αυτή, ακόμη και στην περίπτωση που τα εθνικά τραπεζογραμμάτια αντικατασταθούν, δεν θα προκαλέσει αναστατώσεις στην αγορά, ενώ οι καταθέσεις, τα ομόλογα του δημοσίου και των δημοσίων οργανισμών κλπ, δεν θα χρειασθεί να αντικατασταθούν. Η σταδιακή αυτή μετάβαση δεν αποτελεί ένα “big bang”, ενώ ο σχεδιασμός αυτός εξασφαλίζει την ελαχιστοποίηση των αναστατώσεων στις αγορές των κρατών-μελών. Για το λόγο αυτό, άλλωστε, το ευρώ θα συνυπάρξει για μια τρίτη με τα εθνικά νομίσματα, γεγονός που ίσως προκαλέσει κάποιες δυσκολίες σε ορισμένες περιπτώσεις, και που ίσως οδηγήσει στην επιτάχυνση των διαδικασιών αν οι επιχειρήσεις και οι ιδιώτες θελήσουν να ξεφύγουν όσο το δυνατόν πιο γρήγορα από το καθεστώς του “παράλληλου συστήματος”.

Ας δούμε όμως πιο συγκεκριμένα τις επιπτώσεις που θα έχει για τους καταναλωτές και τους επενδυτές η εισαγωγή του ευρώ. Η ισχύς των συμβάσεων, για παράδειγμα, δεν θα τροποποιηθεί. Ηδη εκδόθηκε σχετική οδηγία η οποία αφορά το σύνολο των

χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και όχι μόνο τις χώρες που θα συμμετάσχουν στην πρώτη ομάδα. Στην οδηγία αυτή, προβλέπεται η δυνατότητα σύναψης συμβολαίων, στη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου, είτε σε ευρώ, είτε σε εθνικό νόμισμα. Η υποχρεωτική σύναψη συμβάσεων σε ευρώ θα εφαρμοστεί από την αρχή του 2002. Ετοιμάζεται επίσης κανονισμός που αναφέρεται σε συμβόλαια που υπόκεινται στη δικαιοδοσία τρίτων χωρών.

Στον τομέα των επενδύσεων και των πιστώσεων, οι οικονομικές συμβάσεις δεν θα διαφοροποιηθούν, τουλάχιστον σε ό,τι αφορά την ισχύ τους, πιο συγκεκριμένα:

Οι τίτλοι σταθερού επιτοκίου σε ομόλογα του δημοσίου ή δημοσίων οργανισμών, θα μετατραπούν σε ευρώ για τις χώρες που θα ενταχθούν στο νέο σύστημα, και θα εξακολουθούν να ισχύουν όλες οι ρήτρες των συμβολαίων. Η ρύθμιση αυτή συνεπάγεται ότι δεν υπάρχει ανάγκη αντικατάστασης των ομολόγων από τους επενδυτές. Από το 2002 όμως, όλες οι νέες εκδόσεις κρατικών ομολογιών θα εκφράζονται σε ευρώ, καθώς και οι τιμές αξιολογίων σταθερού επιτοκίου.

Μια δεύτερη περίπτωση αποτελούν τα ομόλογα σε ECU. Εδώ θα έχουμε άμεση μετατροπή της αξίας ECU σε αξία ευρώ. Στη μεταβατική περίοδο μέχρι την πλήρη Νομισματική Ενοποίηση, η τιμή του ECU

αλλά και του ευρώ θα ακολουθεί την τιμή αγοράς, ανεξάρτητα από την αξία των νομισμάτων που δεν θα συμμετέχουν.

Στις επενδύσεις μεταβλητού επιτοκίου, η εικόνα είναι διαφορετική. Πχ για τις προθεσμιακές καταθέσεις που σήμερα το επιτόκιο διαμορφώνεται σύμφωνα με τις επικρατούσες συνθήκες στις εθνικές χρηματαγορές, από την “ημέρα Ε” και μετά, η ύπαρξη μιας ενιαίας αγοράς χρήματος που θα λειτουργεί σε ευρώ, θα έχει σαν αποτέλεσμα τη μετατροπή της ονομαστικής αξίας των επενδύσεων αυτών σε ευρώ, αλλά και τον προσδιορισμό του επιτοκίου σύμφωνα με αυτό που επικρατεί στην αγορά του ευρώ.

Ας εξετάσουμε τώρα την περίπτωση των δανειακών συμβάσεων. Η αρχή της συνέχισης των συμβάσεων εφαρμόζεται και στην περίπτωση αυτή με τις εξής ειδικότερες συνθήκες:

A. Πιστώσεις σταθερού επιτοκίου

Για δάνεια σταθερού επιτοκίου, το επιτόκιο θα παραμένει σταθερό για όλη την περίοδο εκτοκισμού του δανείου.

B. Πιστώσεις μεταβλητού επιτοκίου

Για τις δανειακές συμβάσεις, των οποίων το επιτόκιο καθορίζεται από τις συνθήκες της αγοράς, αυτό θα συμβαδίσει με αυτό της χρηματαγοράς του ευρώ από την “ημέρα Ε”.

Οι επιδράσεις της υιοθέτησης του ευρώ στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια θα είναι ακόμη πιο σημαντικές, αφού η απόσυρση από την κυκλοφορία των εθνικών νομισμάτων θα απαλείψει το συναλλαγματικό κίνδυνο για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και θα καταργήσει τα σύνορα ανάμεσα στις κεφαλαιαγορές, ενώ ταυτόχρονα θα συντελέσει στη δημιουργία μιας αγοράς ανταγωνιστικής του δολαρίου και του γιεν. Η ενιαία αυτή αγορά, λόγω της δυναμικής της, θα προσελκύσει κεφάλαια από τρίτες χώρες, και θα σηματοδοτήσει για τους Ευρωπαίους επενδυτές εναλλακτικές δυνατότητες τοποθετήσεων σε αγορές τρίτων χωρών, ώστε να διαφοροποιήσουν συναλλαγματικά εάν το επιθυμούν, τα χαρτοφυλάκιά τους.

Για τις βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (προ-



θεσμιακοί λογαριασμοί, κλπ), η εναρμόνιση θα προχωρήσει με ιδιαίτερα γρήγορους ρυθμούς. Ήδη, τα επιτόκια των πλέον ανεπτυγμένων Ευρωπαϊκών χωρών έχουν αρχίσει να συγκλίνουν εν όψει της “ημέρας Ε” και της λειτουργίας της Κεντρικής Ευρωπαϊκής Τράπεζας. Η δημιουργία της Κεντρικής Τράπεζας και η υιοθέτηση του ευρώ, θα συνεπάγεται ένα ενιαίο επιτόκιο, το οποίο θα διαφοροποιείται, ανάλογα με τη διάρκειά του. Στο σημείο αυτό, ας εξετάσουμε τι θα συμβεί στο επίπεδο των επιτοκίων. Μια αρχική πρόβλεψη είναι ότι αυτά θα είναι κατά βάση χαμηλά, αφού θα συνδέονται με ένα ισχυρό νόμισμα σε συνθήκες μακροοικονομικής ισορροπίας. Δεν θα πρέπει, βέβαια, ν’ αποκλειστεί η πιθανότητα και υψηλότερων επιτοκίων από τα αναμενόμενα, εφόσον η Κεντρική Ευρωπαϊκή Τράπεζα θελήσει να ακολουθήσει πιο αυστηρή πολιτική από αυτή της Bundesbank.

Σημαντική επίδραση θα έχει επίσης η εισαγωγή του ευρώ στην αγορά κρατικών ομολόγων. Μια πρώτη εκτίμηση ανεβάζει το μέγεθος της αγοράς αυτής στο ήμισυ της αγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών.

Τα επιτόκια των ομολόγων θα συγκλίνουν, αλλά δεν θα ταυτιστούν. Παρά τη μη ύπαρξη συναλλαγματικού κινδύνου, η διαφοροποίηση των επιτοκίων θα αντικατοπτρίζει την αξιοπιστία του εκδότη (credit rating). Προς το παρόν, δεν προβλέπεται η έκδοση ομολόγων από την ίδια την Ευρωπαϊκή Ένωση ή την Κεντρική Τράπεζα, και το δικαίωμα αυτό θα το έχουν μόνο τα κράτη-μέλη.

Για τους επενδυτές, τα περιθώρια διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων τους σε ομόλογα θα περιοριστούν, λόγω της σύγκλισης των επιτοκίων και της εξάλειψης του συναλλαγματικού κινδύνου, και μόνο οι διαφορές από το credit rating θα προσδίδουν στην αγορά εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές.

Ας δούμε τώρα συνοπτικά τις προσδοκώμενες εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές. Η εισαγωγή του ευρώ θα οδηγήσει βαθμιαία στην αποεθνικοποίηση των επενδυτικών αποφάσεων, καθώς ο Ευρωπαίος επενδυτής θα έχει σαν κύριο κριτήριο τον τομέα δραστηριοποίησης της



επιχείρησης, παρά την εθνική της ταυτότητα. Κατά συνέπεια, θα οδηγηθούμε και σε νέους γενικούς και κλαδικούς δείκτες, αφού οι δείκτες των εθνικών χρηματιστηρίων δεν θα είναι πλέον τόσο χρήσιμοι. Πιθανή θα είναι και η αύξηση της ζήτησης ευρωπαϊκών μετοχών από τρίτες χώρες, ενώ σίγουρη θα πρέπει να θεωρείται η διεύρυνση της διεθνούς ηλεκτρονικής αγοράς μετοχών.

Τέλος, μερικές παρατηρήσεις για τη λειτουργία των τραπεζικών λογαριασμών κατά τη μεταβατική περίοδο. Όπως ήδη έχει επισημανθεί, η μεταβατική περίοδος θα αρχίσει, για τις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την 1η Ιανουαρίου 1999, κατά τη διάρκεια της οποίας οι καταναλωτές θα μπορούν να χρησιμοποιούν το ευρώ ή το εθνικό τους νόμισμα για τις τραπεζικές συναλλαγές τους, καθώς και να διατηρούν τους λογαριασμούς τους είτε σε ευρώ, είτε σε οποιοδήποτε άλλο νόμισμα επιθυμούν.

Οι τράπεζες θα μετατρέπουν χωρίς κόστος για τους καταναλωτές, εφόσον αυτοί το επιθυμούν, τους λογαριασμούς από φράγκα πχ σε ευρώ, ή και το αντίστροφο, και ταυτοχρόνως με σκοπό την εξοικείωση των Ευρωπαίων πολιτών στο ευρώ, η ενημέρωση των λογαριασμών τους θα γίνεται και στα δύο νομίσματα.

Για την περίπτωση της Ελλάδος, είναι δεδηλωμένη η πρόθεση της κυβέρνησης να επιδιώξει την ένταξή της στο ευρώ

2001, εφόσον προηγουμένως διαπιστωθεί ότι η χώρα θα πληροί όλα τα κριτήρια τόν τον τρόπο, και με βάση τα σημερινά δεδομένα, η χώρα μας θα έχει ουσιαστικά ενός έτους μέχρι την έναρξή της στο ενιαίο νόμισμα. Για το λόγο αυτό, θα πρέπει να μπειρία των άλλων χωρών που θα εισέλθουν στη μεταβατική περίοδο την 1.1.1999, ώστε τροβλήματα και να αναπτυχθούν οι κατάλληλοι μηχανισμοί που θα επιτρέψουν στην μας την ομαλή μετάβασή της στο νέο ευρωπαϊκό νομισματικό σύστημα.

□