

Ο εξωτερικός τομέας της χώρας και οι προοπτικές για τις ελληνικές εξαγωγές, με τη λήξη της κρίσης στο Κοσσυφοπέδιο και τα πρώτα δειλά σημάδια επιτάχυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, παρουσιάζουν στα μέσα του 1999 ελαφρά βελτίωση σε σχέση με ελάχιστους μήνες πριν.

**ΔΙΕΘΝΕΙΣ
ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

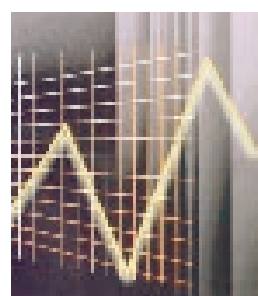
**ΣΤΙΣ 0,4 ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΕΣ ΜΟΝΑΔΕΣ
ΟΙ ΑΠΩΛΕΙΕΣ ΣΕ ΟΡΟΥΣ
ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ
ΣΤΟ ΚΟΣΣΥΦΟΠΕΔΙΟ**

Έτσι, το ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 3,1% το 1999 με την ελληνική οικονομία να έχει περιορίσει τις απώλειες σε όρους μεγέθυνσης από τα γεγονότα στο Κοσσυφοπέδιο και τον αρνητικό αντίκτυπο που η σύρραξη αυτή είχε στο χώρο των Βαλκανίων σε 0,4 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με τις προβλέψεις του ΥΠΕΘΟ το Μάρτιο του 1999 (που προέβλεπαν 3,5% μεγέθυνση). Επομένως η Ελλάδα θα έχει και το 1999 ρυθμούς ανάπτυξης μεγαλύτερους του μέσου όρου για την ΕΕ, ο οποίος προβλέπεται στο 2,1% (τα αντίστοιχα στοιχεία για το 1998 ήταν 3,7% για την Ελλάδα και 2,9% για την ΕΕ). Καθοριστικό ρόλο στην εξέλιξη αυτή έπαιξε ο περιορισμός των αρνητικών συνεπειών της κρίσης στον τουρισμό από την επιθετική πολιτική μείωσης των τιμών σε αεροπορικά εισιτήρια, διανυκτερεύσεις σε ξενοδοχεία κλπ. Οι αρνητικές επιπτώσεις στις εμπορικές συναλλαγές με τις χώρες της Βαλκανικής δεν έχουν ακόμη αποτυπωθεί στα στατιστικά στοιχεία, ωστόσο αναμένεται να είναι σημαντικές.

Σε ό,τι αφορά τα κριτήρια του Μάαστριχτ και την πορεία της Ελλάδας προς την ΟΝΕ, τα μέσα του

1999 βρίσκουν τη χώρα σε μία κρίσιμη καμπή. Μέχρι πρότινος, ανησυχία δημιουργούσε βασικά το κριτήριο του πληθωρισμού. Ωστόσο, η τωρινή συγκυρία απαιτεί εγρήγορση μια και φαίνεται να ελλοχεύουν κίνδυνοι. Χρήσιμες επομένως είναι κάποιες σχετικές επισημάνσεις:

Αναφορικά με το κριτήριο του πληθωρισμού, ο (εθνικός, σε αντιδιαστολή με τον εναρμονισμένο) δείκτης τιμών καταναλωτή αυξήθηκε σε ετήσια βάση το Μάιο με ρυθμό 2,4% και τον Ιούνιο, με ρυθμό 2,1% φθάνοντας έτσι σε επίπεδα που όχι μόνο είναι ιστορικά χαμηλά για τη χώρα (ο πληθωρισμός τώρα βρίσκεται στο χαμηλότερο μεταπολεμικό επίπεδο) αλλά είναι επίσης άμεσα συγκρίσιμα με τα τωρινά επίπεδα του πληθωρισμού χωρών της ζώνης ευρώ (όπως η Ιρλανδία, Ισπανία, Ολλανδία, Πορτογαλία). Όπως είναι γνωστό, στην ταχεία αποκλιμάκωση του πληθωρισμού εκτός από τις θετικές εξελίξεις στα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας συνέβαλαν τόσο η δέσμη αντιπληθωριστικών μέτρων (όπως μειώσεις σε έμμεσους φόρους και το ουσιαστικό “πάγωμα” των τιμών των υπηρεσιών των ΔΕΚΟ) όσο και ευνοϊκοί συγκυριακοί παράγοντες στην πλειονότητα του 1998 (όπως, η κατά 15,6% μείωση των τιμών των πρώτων υλών –εκτός καυσίμων– σε δολάρια καθώς επίσης και η κατά 30,5% μείωση της τιμής του πετρελαίου στις διεθνείς αγορές). Φαίνεται ωστόσο πως στο πρώτο ήμισυ του 1999, η μέχρι πρότινος ευνοϊκή συγκυρία αντιστρέφεται και οι διεθνείς εξελίξεις δημιουργούν ανησυχίες για την πορεία της ελληνικής οικονομίας



ΣΤΟ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΟ ΜΕΤΑΠΟΛΕΜΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

ΩΣΤΟΣΟ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΕΓΚΥΜΟΝΟΥΝ ΣΤΗΝ ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΣΥΓΚΥΡΙΑ

προς την ΟΝΕ. Οι εξελίξεις αυτές έχουν να κάνουν με την

1. αύξηση της τιμής του πετρελαίου,
2. ανατίμηση του δολαρίου έναντι ευρώ και δραχμής,
3. ήπια “κρίση” στην αγορά ευρώ-ομολόγων

Αναλυτικότερα τώρα, και πάντα αναφορικά με τη διεθνή συγκυρία:

1. Από το Φεβρουάριο του 1999 (και με μία κάμψη στα τέλη Μαΐου, αρχές Ιουνίου) η τιμή του πετρελαίου ακολουθεί ανοδική πορεία, με την τιμή του βαρελιού Brent να κυμαίνεται στα επίπεδα των 18,5 δολαρίων στις αρχές Ιουλίου ενώ η μέση τιμή για το 1998 ήταν περίπου 14 δολάρια. Περισσότερο ανησυχητική μάλιστα είναι η προοπτική διατήρησης της τιμής του πετρελαίου σε υψηλά επίπεδα και για το υπόλοιπο του έτους. Εφόσον στη σύσκεψη των πετρελαιοπαραγωγών χωρών του ΟΠΕΚ το Σεπτέμβριο του 1999 δεν αποφασισθεί η αύξηση της ημερήσιας παραγωγής και με δεδομένη τη μέχρι στιγμής συνοχή του καρτέλ, μία τέτοια εξέλιξη είναι πολύ πιθανή. Οπότε, η τελική επίδραση της αύξησης και διατήρησης των τιμών των καυσίμων σε επίπεδα αρκετά υψηλότερα από αυτά του 1998 στο κριτήριο του πληθωρισμού, εξαρτάται από το πόσο συμμετρική είναι η διαταραχή αυτή για την Ελλάδα σε σχέση με τις χώρες της ζώνης ευρώ. Πιθανόν να είναι ελαφρά αρνητική, δηλαδή ο πληθωρισμός της χώρας να επιβαρυνθεί λίγο περισσότερο από ό,τι ο ρυθμός μεταβολής των τιμών των χωρών της ζώνης ευρώ.

2. Το αμερικανικό δολάριο έχει από την αρχή του χρόνου ανατιμηθεί

κατά 13% έναντι της δραχμής και κυμαίνεται στις αρχές Ιουλίου στο επίπεδο των 320 δραχμών. Η ισοτιμία ευρώ-δολαρίου έχει πέσει κάτω από το 1,02, πιθανότατα οδηγούμενη στην 1 προς 1 ισοτιμία. Η εξασθένηση αυτή του ευρώ είναι σε μεγάλο βαθμό ηθελημένη και στηρίζεται στη λογική της ανταγωνιστικής υποτίμησης: Στους κόλπους της ΕΕ τυγχάνει ευρείας αποδοχής η άποψη πως η επιστροφή σε εύρωστους ρυθμούς ανάπτυξης θα έρθει μέσω μιας διόγκωσης του εμπορικού πλεονάσματος, η οποία θα είναι το αποτέλεσμα περισσότερο ανταγωνιστικών (από πλευράς τιμών και λόγω της εξασθένησης του ευρώ) ευρωπαϊκών προϊόντων.

3. Η προοδευτική εξασθένηση του νομίσματος φυσικό είναι να ασκεί πιέσεις στα ευρωομόλογα, των οποίων οι τιμές παρουσιάζουν έντονα καθοδικές τάσεις και οι αποδόσεις αντίστοιχα ανοδικές τάσεις. Έτσι, η απόδοση-κλειδί των γερμανικών 10ετών ομολόγων (bunds) πρόσφατα ξεπέρασε το επίπεδο των 4,85% (απόδοση υψηλότερη αυτής του Μαΐου 1998), χωρίς ωστόσο να μειωθεί η διαφορά τους από τα ελληνικά ομόλογα, τα οποία κατέγραψαν παρόμοιες τάσεις. Η διαφορά στις αποδόσεις κυμαίνεται πλέον μεταξύ 155 και 180 μονάδων βάσης. Υπενθυμίζεται πως οι αποδόσεις των ομολόγων 10ετούς διάρκειας αποτελούν το “επιτόκιο αναφοράς” του σχετικού κριτηρίου σύγκλισης.

Πρέπει να σημειωθεί εδώ πως οι δύο τελευταίοι παράγοντες (ανατίμηση του δολαρίου και πιέσεις που ασκούνται από την εξασθένηση του ευρώ στις ευρωπαϊκές αγορές ομολόγων) μπορεί να εγκυμο-

νούν κινδύνους και για το κριτήριο του χρέους, στο μέτρο που θα οδηγήσουν σε υπέρβαση των δαπανών για την εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους της χώρας. Μάλιστα, στο βαθμό που το ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά το 1999 με χαμηλότερους ρυθμούς από ό,τι αρχικώς υπολογιζόταν, είναι ιδιαίτερα πιθανόν η μείωση του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά το 1999 να είναι τελικά οριακή σε σχέση με το 1998.

Υπάρχει και ένας εγχώριος παράγων ο οποίος ενδέχεται να επιδράσει αρνητικά στην αντιπληθωριστική πολιτική: πρόκειται για τη διαμόρφωση και διατήρηση σε υψηλά επίπεδα της πιστωτικής επέκτασης τόσο στον ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο τομέα. Τα υψηλά επίπεδα δημόσιας πιστωτικής επέκτασης αποδίδονται στην αλλαγή του τρόπου χρηματοδότησης του ελλείμματος της Κεντρικής Διοίκησης και όχι στην αύξηση του ελλείμματος⁽¹⁾, ενώ τα υψηλά επίπεδα ιδιωτικής πιστωτικής επέκτασης οφείλονται τόσο στην προσαρμογή των καταναλωτών στα ευρωπαϊκά καταναλωτικά πρότυπα όσο και στον εντονότερο ανταγωνισμό στον τραπεζικό χώρο που δημιούργησε η πιστωτική απελευθέρωση⁽²⁾. Ωστόσο, οι όποιες βραχυχρόνιες πιέσεις αντισταθμίζονται μεσοπρόθεσμα από το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια η μεγέθυνση της οικονομίας στηρίζεται στην έντονη (ιδιωτική και δημόσια) επενδυτική δραστηριότητα, η οποία έχει ως αποτέλεσμα τη διεύρυνση των παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας, της προσφοράς και του δυνητικού προϊόντος.

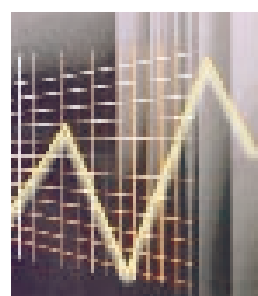
Παρόλα αυτά, ο κίνδυνος επιβράδυνσης της πτώσης του πληθω-

ρισμού βραχυχρόνια παραμένει και γίνεται μεγαλύτερος εάν λάβει κανείς υπόψη την αναμενόμενη στο εγγύς μέλλον προσαρμογή του ποσοστού των υποχρεωτικών καταθέσεων για τις τράπεζες στο μέσο όρο της ΕΕ, γεγονός το οποίο θα αυξήσει σημαντικά τη ρευστότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Δύο τελευταίες επισημάνσεις: α) το ελληνικό χρηματιστήριο και οι αγορές χρήματος και ομολόγων έδειξαν ιδιαίτερη ψυχραιμία και ευστάθεια σε μία περίοδο κρίσης όπως αυτή της περιοχής του Κοσσυφοπεδίου β) τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ φαίνεται να εξακολουθούν να οδηγούν τις εξελίξεις στα ευρωπαϊκά (και λίγο-πολύ στα ανά τον κόσμο) χρηματιστήρια. Πρόσφατα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) αύξησε το βασικό επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς κατά 25 μονάδες βάσης. Αυτό έδωσε τον τόνο για θετικές εξελίξεις στα διεθνή χρηματιστήρια καθώς όχι μόνο η αύξηση ήταν μικρότερη αυτής που οι αγορές είχαν προδικάσει, αλλά, όπως άφησε να εννοηθεί ο επικεφαλής της Alan Greenspan, η FED αναμένεται να τηρήσει ουδέτερη στάση στο άμεσο μέλλον. Κλείνοντας, αξίζει να τονίσει κανείς πως πιθανότερη ερμηνεία για την αύξηση των επιτοκίων από τη FED δεν αποτελεί η ύπαρξη πληθω-

⁽¹⁾ Στο βαθμό που το α' εξάμηνο του 1999 ένα μεγαλύτερο ποσοστό του ελλείμματος χρηματοδοτείται από μη κατοίκους της χώρας (non-residents), η μορφή αυτή χρηματοδότησης συμβάλλει στην αύξηση της ρευστότητας στην οικονομία, και μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων.

⁽²⁾ Βλέπε διάφορες δημοσιεύσεις της Τράπεζας της Ελλάδος όπως η "Έκθεση του Διοικητή για το 1999" και η "Νομισματική Πολιτική 1998-1999", Μάρτιος 1999.



**ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ
ΤΩΝ ΗΠΑ ΦΑΙΝΕΤΑΙ
ΝΑ ΞΕΑΚΟΛΟΥΘΟΥΝ
ΝΑ ΟΔΗΓΟΥΝ
ΤΙΣ ΞΕΛΙΞΕΙΣ**

ριστικών πιέσεων στην Αμερικανική οικονομία (ο δείκτης τιμών καταναλωτή αυξήθηκε κατά 0.7% τον Απρίλιο) αλλά το επίπεδο των επιτοκίων που η FED θεωρεί συμβατό με το στόχο της που είναι η σταθερότητα των τιμών (διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα). Βάσει της εμπειρίας των τελευταίων ετών, η FED φαίνεται να ακολουθεί την εξής στρατηγική: μειώνει (αρκετά) τα επιτόκια σε περιόδους κρίσης και στη συνέχεια προσπαθεί να τα οδηγήσει στα προ της κρίσης επίπεδα. Κάτι που στην προκειμένη περίπτωση θα απαιτούσε την περαιτέ-

ρω αύξηση των επιτοκίων κατά 50 μονάδες βάσης ώστε τα επιτόκια των ΗΠΑ να φθάσουν στα επίπεδα που βρίσκονταν πριν την τελευταία παγκόσμια νομισματική κρίση του φθινοπώρου του 1998 που ξεκίνησε από τη Ρωσία. Όπως όμως ήδη τονίσθηκε, ο επικεφαλής της FED έχει με τις δηλώσεις του δημιουργήσει προσδοκίες για μία ουδέτερη στάση στους προσεχείς μήνες.

ΣΠΥΡΟΣ ΖΑΡΚΟΣ
Σύμβουλος ETE

Πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ

	Ετήσιος ρυθμός				12μηνος μέσος όρος	
	Μάιος 99 Μάιος 98	Απρ 99 Απρ 98	Μαρ 99 Μαρ 98	Φεβ 99 Φεβ 98	Μάιος 98 Μάιος 97	Μάιος 98-99 Μάιος 97-98
Αυστρία	0.4*	0.1	0.2	0.2	1.0	0.5*
Βέλγιο	0.8	1.1	1.3	1.0	1.3	0.9
Γαλλία	0.5*	0.6	0.5	0.3	1.0	0.5*
Γερμανία	0.4	0.8	0.5	0.1	0.9	0.5
Ιρλανδία	2.3	2.0	2.0	2.3	2.4	2.4
Ισπανία	2.1	2.3	2.1	1.8	2.0	1.8
Ιταλία	1.5	1.3	1.4	1.4	2.0	1.7
Λουξεμβούργο	1.3	1.3	0.6	0.6	1.3	0.6
Ολλανδία	2.1*	1.9	2.0	2.0	2.1	1.8*
Πορτογαλία	2.1	2.7	2.8	2.7	2.2	2.6
Φινλανδία	1.4	1.3	0.9	0.9	1.6	1.1
Ζώνη ευρώ	1.0*	1.1	1.0	0.8	1.3	1.0*
Δανία	1.6	1.7	1.7	1.3	1.4	1.3
Ελλάδα	2.2	2.6	3.2	3.5	5.0	3.8
Σουηδία	0.3	0.3	0.5	0.2	1.6	0.4
Ην. Βασίλειο	1.3	1.5	1.7	1.5	2.0	1.5
ΕΥ15	1.1*	1.2	1.2	1.0	1.5	1.1*

* = προσωρινή τιμή
Πηγή: Eurostat