

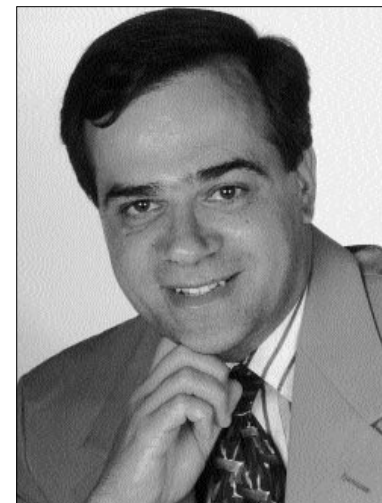
ΟΝΕ: Πόσο δύσκολη η επίτευξη των κριτηρίων εισόδου για την Ελλάδα;

Γκίκα Χαρδούβελη

Καθηγήτρια Χρηματοοικονομικής Πανεπιστημίου Πειραιώς,
Ερευνητικού Εταίρου στο CEPR,
Διευθυντή Σχεδιασμού και Οικονομικού Ελέγχου στην Εθνική Τράπεζα

Η αυτοδέσμευση της Ελλάδας να υποβάλει αίτηση στο πρώτο τρίμηνο του έτους 2000 για την είσοδό της στη ζώνη του ευρώ την 1η Ιανουαρίου του 2001, δηλαδή ένα χρόνο πριν από την κυκλοφορία του ευρώ σε φυσική μορφή, συνεπάγεται ότι μέσα στο 1999 θα πρέπει να έχει ικανοποιήσει και τα τέσσερα κριτήρια της συνθήκης του Μάαστριχτ. Καθώς το 1999 πλησιάζει, το ερώτημα αν τελικά η Ελλάδα θα καταφέρει να ικανοποιήσει τα κριτήρια επηρεάζει όχι μόνο την οικονομική πολιτική και την κυβερνητική στρατηγική αλλά και τη συμπεριφορά των επενδυτών. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι αυτή την εποχή οι μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες του εξωτερικού βρίσκονται σε δίλημμα αν θα πρέπει να κατατάξουν την Ελλάδα στην Ευρώπη ή στις αναδυόμενες χώρες, γεγονός που θα επηρεάσει σημαντικά τη στάση τους απέναντι στην Ελλάδα σε περίπτωση περαιτέρω ανακατατάξεων των διεθνών χαρτοφυλακίων σε βάρος των αναδυόμενων αγορών.

Μετά την είσοδο της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) το Μάρτιο του 1998 και την ταυτόχρονη υποτίμησή της, που είχε ως αποτέλεσμα την επιβράδυνση της καθοδικής πορείας του πληθωρισμού κατά το 1998, έχει καταστεί σαφές ότι το κριτήριο του πληθωρισμού αποτελεί το μεγαλύτερο εμπόδιο για την είσοδο της χώρας μας στη ζώνη του ευρώ. Εντούτοις, στην παρακάτω ανάλυσή μου θα υποστηρίξω ότι, ενώ το κριτήριο του πληθωρισμού παραμένει το πιο δύσκολο από τα τέσσερα, ίσως τελικά αποδειχτεί ευκολότερο απ' ό,τι θεωρείται σήμερα λόγω της μεγάλης αβεβαιότητας που επικρατεί σχετικά με την ερμηνεία του. Αντίθετα, το κριτήριο των επιτοκίων ίσως αποβεί οριακά δυσκολότερο απ' ό,τι εθεωρείτο το καλοκαίρι του 1998, πριν από την κρίση στις διεθνείς χρηματαγορές. Τέλος, σε περίπτωση που μόνο οριακά πληρούνται τα κριτήρια του πληθωρισμού ή των επιτοκίων, ο σημαντικότερος παράγων για την έγκριση της



υποψηφιότητάς μας θα είναι, κατά τη γνώμη μου, η αξιοπιστία της μακροχρόνιας οικονομικής μας πολιτικής, η οποία αναπόφευκτα θα συνδεθεί με την αξιοπιστία της δημοσιονομικής πολιτικής, καθώς και των συγκεκριμένων πολιτικών μας εκπροσώπων.

Το Κριτήριο της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

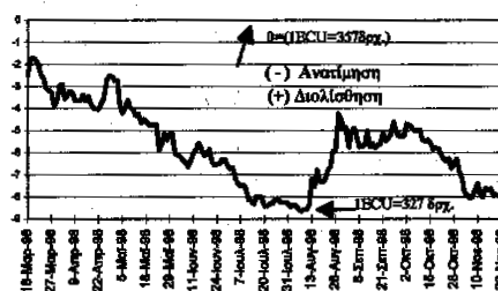
Πριν από την υποτίμηση του Μαρτίου του 1998 είχα δημοσιοποιήσει την άποψη ότι η δραχμή το 1997 ήταν υπερτιμημένη μόνο κατά 4%. Όσο και αν φαίνεται επιφανειακά αντιφατικό, η μετέπειτα “υποτίμηση” του 13% στην κεντρική ισοτιμία: 1 ECU = 357 δραχμές επιβεβαίωσε αυτή την άποψη διότι είναι συνεπής με τη συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας του 2001, όταν η δραχμή κλειδωθεί αμετάκλητα με το ευρώ, λόγω του μεγαλύτερου ελληνικού πληθωρισμού σε σχέση με τον ευρωπαϊκό για τουλάχιστον τρία συνεχόμενα έτη μετά το 1997.

Αρχίζω την ανάλυσή μου με τα κριτήρια που είναι ευχερέστερο να ικανοποιηθούν, το κριτήριο της συναλλαγματικής ισοτιμίας και το διττό δημοσιονομικό κριτήριο. Σύμφωνα με το κριτήριο της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η δραχμή θα πρέπει να κυμαίνεται μέσα σε μία ζώνη $\pm 15\%$ από την κεντρική της ισοτιμία απέναντι στα άλλα νομίσματα του μηχανισμού και απέναντι στο ευρώ από την 1.1.1999, για δύο τουλάχιστον έτη πριν από την αξιολόγηση. Η δραχμή εισήλθε στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών το Μάρτιο του 1998 και, επομένως, αν η αξιολόγηση γίνει το Μάρτιο του 2000 ή αργότερα, το ελάχιστο χρονικό περιθώριο των δύο ετών θα δύναται να καλύπτεται. Στο διάστημα αυτό, η δραχμή μπορεί να κινηθεί μεταξύ 1 ευρώ (ECU) = 410,5 δραχμές και 1 ευρώ (ECU) = 303,5 δραχμές, ενώ η κεντρική ισοτιμία ορίζεται ως 1 ευρώ (ECU) = 357 δραχμές. Σήμερα, στις αρχές Δεκεμβρίου του 1998, η δραχμή παραμένει ανατιμημένη σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία, καθώς 1 ECU ισοδυναμεί περίπου με 330 δραχμές. Η πιθανότητα να ανατιμηθεί και να φτάσει σε

επίπεδο κάτω από 1 ECU M 303,5 δραχμές είναι μικρή. Το ίδιο ισχύει και για μια διολίσθηση σε επίπεδο πάνω από 1 ECU M 410,5 δραχμές. Το περιθώριο διολίσθησης είναι πολύ μεγάλο, 24,4% (= $410,5 / 330 - 1$). Γι' αυτό και οι φημολογίες που κατά καιρούς κατακλύζουν την αγορά για μια “δεύτερη υποτίμηση” είναι άτοπες. Επομένως, το κριτήριο της συναλλαγματικής ισοτιμίας αναμένεται να ικανοποιηθεί σχετικά εύκολα, ιδιαίτερα εφόσον τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια παραμένουν σχετικά υψηλά. Παρενθετικά, δεν θα πρέπει να συγχέεται το κριτήριο της συναλλαγματικής ισοτιμίας με τη συναλλαγματική πολιτική της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤΕ). Η συναλλαγματική πολιτική της ΤΕ μεροληπτεί υπέρ μιας ανατιμημένης δραχμής όχι επειδή χρειάζεται να μειωθεί η πιθανότητα μελλοντικής υποτίμησης σε επίπεδο μεγαλύτερο του ορίου των 410,5 δραχμών, αλλά επειδή ο έλεγχος στη διολίσθηση της δραχμής μειώνει την επίδραση των τιμών των εισαγόμενων αγαθών επί του πληθωρισμού.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

Ημερήσια % απόκλιση ισοτιμίας της δραχμής έναντι του ECU από την κεντρική ισοτιμία
1 ECU = 357 δραχμές



Το ερώτημα της σωστής ισοτιμίας εισόδου της δραχμής στην ONE θα απασχολήσει τους ιθύνοντες στα μέσα του έτους 2000, μετά την αναμενόμενη θετική απόφαση για ένταξη της Ελλάδας στην ONE. Κατά τη γνώμη μου, η πιθανότητα για την ισοτιμία εισόδου 1 ευρώ = 357 δραχμές είναι μεγάλη. Πιστεύω ότι η απόφαση που πάρθηκε το Μάρτιο του 1998 σχετικά με την κεντρική αυτή ισοτιμία ήταν μια απόφαση που προέβλεπε το επίπεδο ισορροπίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής για τουλάχιστον τρία-τέσσερα χρόνια στο μέλλον και

δεν ήταν μια απλή μισωπική διορθωτική κίνηση υπό την πίεση της αγοράς. Τόσο η μετέπειτα εξέλιξη της ισοτιμίας της δραχμής (βλέπε Διάγραμμα 1) όσο και η σωστή ανάλυση των οικονομικών δεδομένων συνηγορούν με την άποψή μου. Η οικονομετρική ανάλυση, που στο παρελθόν έκανα σε συνεργασία με τον κ. Μαλλιάρη, και μάλιστα δημοσίευσα κατά τη διάρκεια της συναλλαγματικής κρίσης, **πολύ πριν** από το Μάρτιο του 1998, μία περίοδο κατά την οποία οι περισσότεροι αναλυτές μιλούσαν για υπερτιμημένη δραχμή της τάξης του 15% έως και 30%, έδειξε ότι η δραχμή το 1997 ήταν υπερτιμημένη **μόνο** κατά 4%¹⁾. Μια γρήγορη αριθμητική, χωρίς νέα οικονομετρική ανάλυση με τα νεότερα στοιχεία, δείχνει ότι, προσθέτοντας στο 4% τη διαφορά πληθωρισμού της Ελλάδας από τα κράτη-μέλη της ΟΝΕ για τα τρία τουλάχιστον συνεχόμενα έτη μετά το 1997, δηλαδή για το 1998, το 1999 και το 2000, πλησιάζουμε το ποσοστό του 13% της αναγγελθείσας υποτίμησης. Επομένως, η αναγγελθείσα κεντρική ισοτιμία: 1 ευρώ = 357 δραχμές είναι πολύ κοντά στην αναμενόμενη ισοτιμία ισορροπίας του 2001! Βεβαίως, η τελική ισοτιμία εισόδου της δραχμής πιθανόν να επηρεαστεί και από τη συμπεριφορά της αγοράς κατά τη διάρκεια του 2001, καθώς και από άλλους εξωγενείς παράγοντες, που σήμερα αδυνατούμε να προβλέψουμε. Με βάση τα σημερινά δεδομένα, όμως, η καλύτερη εκτίμηση είναι η ισοτιμία του 1 ευρώ = 357 δραχμές.

Το Διπλό Δημοσιονομικό Κριτήριο

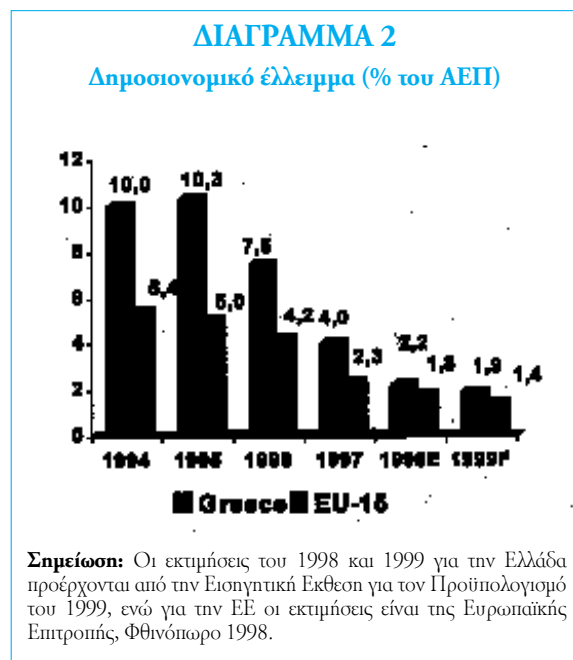
Όσο περισσότερο πέσει, κάτω από το 2%, το έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ το 1999 τόσο μεγαλύτερη θα είναι η διαπραγματευτική ικανότητα της Ελλάδας στην περίπτωση που οριακά και μόνον δεν πληροί το κριτήριο του πληθωρισμού ή του επιτοκίου.

Το διπλό δημοσιονομικό κριτήριο αναμένεται επίσης να εκπληρωθεί με σχετική ευκολία. Πρώτον, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) στην Ελλάδα είναι μικρότερος από αυτόν του Βελγίου και της Ιταλίας, χώρες που είναι ήδη μέλη της ζώνης του ευρώ. Ο λόγος αυτός, επίσης, μειώνεται και είναι δυνατόν να μειωθεί ακόμα

περισσότερο, αν οι ιδιωτικοποιήσεις επισημοποιηθούν ή τα επιτόκια μειωθούν σχετικά σύντομα. Με πρωτογενή πλεονάσματα παρόμοια με τα σημερινά ως ποσοστά του ΑΕΠ και με τις σχετικά αξιόπιστες προβλέψεις για συνεχή αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, σε 10 περίπου έτη ο λόγος αυτός μπορεί να φτάσει το όριο του 60% σε σχέση με το σημερινό επίπεδο του 105,6%. Δεύτερον, ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ΑΕΠ αναμένεται να κυμανθεί κάτω από το όριο του 3% της Συνθήκης του Μάαστριχτ τόσο το 1998 όσο και το 1999. Η δέσμευση της Ελλάδας στο Αναθεωρημένο Πρόγραμμα Σύγκλισης για μείωση του ελλείμματος σε 2,4% το 1998 και 2,1% το 1999 αναμένεται να ικανοποιηθεί. Για το 1998, έχουμε ήδη θετική πληροφόρηση για τη σχετική πορεία των κυβερνητικών εσόδων και εξόδων. Ο στόχος του 1999 είναι και αυτός εφικτός επειδή η κυβέρνηση έχει την ευελιξία, σε περίπτωση απρόβλεπτων αρνητικών εξελίξεων, να μεταφέρει δαπάνες για επενδυτικά προγράμματα στο 2000, γεγονός που πιθανόν να τη βοηθήσει και στην επικείμενη εκλογική αναμέτρηση αν ορισμένοι ψηφοφόροι επηρεάζονται κυρίως από το πρόσφατο παρελθόν, μια και οι δαπάνες αυτές θα πραγματοποιηθούν πλησιέστερα προς την ημερομηνία των εκλογών.

Σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση για τον κρατικό προϋπολογισμό του οικονομικού έτους 1999, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 1998 και το 1999 αναμένεται να είναι μικρότερο από τη δέσμευση που ανέλαβε η Ελλάδα στο Αναθεωρημένο Πρόγραμμα Σύγκλισης (ΑΠΣ). Συγκεκριμένα, το έλλειμμα για το 1998 αναμένεται να κυμανθεί γύρω στο 2,2% του ΑΕΠ αντί για 2,4%, ενώ για το 1999 στόχος είναι το 1,9% αντί για 2,1% (βλέπε Διάγραμμα 2). Η εξέλιξη αυτή προσδίδει αξιοπιστία στην Κυβέρνηση διότι σε περίπτωση απρόβλεπτων αρνητικών οικονομικών εξελίξεων, ένας τέτοιος πιο φιλόδοξος στόχος συνεπάγεται μεγαλύτερη πιθανότητα επίτευξης της αρχικής δέσμευσης του 2,1% του ΑΠΣ για το 1999. Ας σημειωθεί ότι

¹⁾ Βλέπε, Γκ. Χαρδούβελης, "Γιατί η δραχμή δεν είναι υπερτιμημένη", Οικονομικός Ταχυδρόμος, 22 Ιανουαρίου 1998, σελ. 32-34, καθώς και το λεπτομερέστερο άρθρο, Δ. Μαλλιάρη και Γκ. Χαρδούβελης, "Η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής σε σχέση με το μακροχρόνιο επίπεδο ισορροπίας της", Οικονομικό και Στατιστικό Δελτίο, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Ιανουάριος 1998, τεύχος 9,



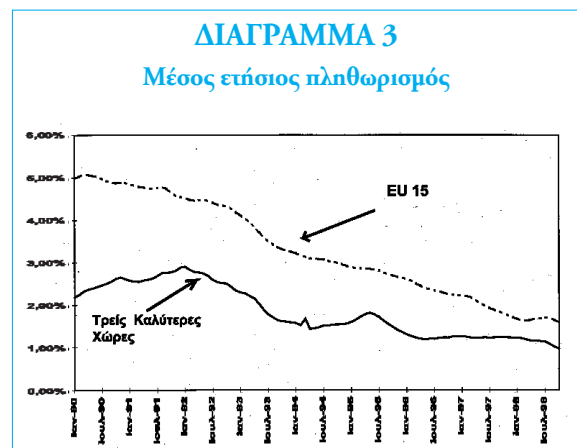
σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ακόμα και ένα έλλειμμα 2,1% του ΑΕΠ θα είναι καλύτερο από το αναμενόμενο στη Γερμανία και τη Γαλλία, δύο από τις έντεκα χώρες της ζώνης του ευρώ, και μάλιστα χώρες με το μεγαλύτερο ειδικό βάρος στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων. Αν το έλλειμμα μειωθεί στο 1,7%, τότε αναμένεται να είναι καλύτερο από τέσσερις συνολικά χώρες. Είναι προφανές ότι όσο περισσότερες χώρες ξεπεράσει η Ελλάδα στην άμλλα του δημοσιονομικού “νοικοκυρέματος” τόσο μεγαλύτερη διαπραγματευτική ικανότητα θα αποκτήσει στην περίπτωση που οριακά και μόνον ικανοποιεί τα κριτήρια του πληθωρισμού και των επιτοκίων. Γι’ αυτό και αν, κατά τη διάρκεια του 1999, ο πληθωρισμός δεν μειώνεται με τους αναμενόμενους ρυθμούς, θα πρέπει η δημοσιονομική πολιτική να είναι πιο “σφικτή” από την προσχεδιασμένη στον προϋπολογισμό. Παρενθετικά, αναφέρω ότι τα έσοδα των ιδιωτικοποιήσεων δεν επηρεάζουν το μέγεθος του δημοσιονομικού ελλείμματος διότι λογιστικά λαμβάνονται υπόψη μόνο στο μέγεθος του δημόσιου χρέους. Οι ιδιωτικοποιήσεις επηρεάζουν την πιθανότητα εισόδου της χώρας μας στη ζώνη του ευρώ κυρίως μέσω της αυξημένης αξιοπιστίας της τόσο στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων με τους κοινοτικούς εταίρους όσο και στις αγορές, οι οποίες θα απαιτήσουν χαμηλότερα ελληνικά επιτόκια σχετικά συντομότερα.

Το Κριτήριο του Πληθωρισμού

Το κριτήριο του πληθωρισμού ίσως αποδειχθεί ευκολότερο απ’ όσο θεωρείται σήμερα, αν ο πληθωρισμός αναφοράς δεν προσδιοριστεί με βάση τις τρεις χώρες με το χαμηλότερο πληθωρισμό, αλλά με βάση το μέσο σταθμικό πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ.

Το τρίτο και πιο δύσκολο κριτήριο είναι ο πληθωρισμός. Οι προβλέψεις των αναλυτών, καθώς και των διεθνών οργανισμών συγκλίνουν γύρω από το στόχο της Κυβέρνησης του 2,7% για το 1999. Προβλέπεται, επίσης, απότομη κάμψη του πληθωρισμού μετά το Μάρτιο του 1999, ένα χρόνο μετά την υποτίμηση, η οποία ανέβασε απότομα το επίπεδο των τιμών τον Απρίλιο του 1998. Το αν οι προβλέψεις επαληθευτούν είναι συνάρτηση κυρίως τυχαίων, απρόσμενων, μεταβολών στους παράγοντες που επηρεάζουν τον πληθωρισμό. Τρεις είναι οι κύριοι παράγοντες: Η νομισματική πολιτική, η συναλλαγματική ισοτιμία και οι μισθολογικές αυξήσεις. Και για τους τρεις παράγοντες επικρατεί σχετική αισιοδοξία ότι δεν θα εξελιχθούν αρνητικά στο μέλλον. Η νομισματική πολιτική ήταν και αναμένεται να παραμείνει περιοριστική, ιδιαίτερα μετά την ανεξαρτητοποίηση της Τράπεζας της Ελλάδος αλλά και λόγω σύγκλισης απόψεων με το ΥΠΕΘΟ για το αν και πόσο γρήγορα θα πρέπει να πέσουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αναμένεται να παραμείνουν σε σχετικά υψηλά επίπεδα τουλάχιστον για το επόμενο εξάμηνο, έως ότου εμφανιστεί δραστική κάμψη στον πληθωρισμό. Ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος, επίσης, υπολείπεται σημαντικά από το ρυθμό αύξησης της ζήτησης χρήματος, κατά περίπου 4,6 ποσοστιαίες μονάδες, γεγονός που υποδηλώνει την αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική. Αισιοδοξία επικρατεί και για το δεύτερο παράγοντα, τη συναλλαγματική ισοτιμία, η οποία επηρεάζει τις τιμές των εισαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών όταν αυτές εκφράζονται σε δραχμές. Τα υψηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια διατηρούν τη δραχμή σχετικά “σκληρή”. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι η πρόσφατη

κρίση στις διεθνείς αγορές πίεσε τη δραχμή λιγότερο από άλλα νομίσματα λόγω της σχετικής αξιοπιστίας που έχει ήδη αποκτήσει η χώρα μας μετά την ένταξη της δραχμής στο ΜΣΙ και τις συνακόλουθες κυβερνητικές δεσμεύσεις για ιδιωτικοποιήσεις και μειωμένα δημοσιονομικά ελλείμματα. Όσον αφορά τον τρίτο παράγοντα, τις μισθολογικές αυξήσεις, αυτές έχουν σχεδόν ήδη καθοριστεί τόσο στο δημόσιο όσο και τον ιδιωτικό τομέα και δεν συμβάλλουν σε πληθωριστικές πιέσεις. Για το 1999, προβλέπεται μια μέση αύξηση των ονομαστικών μισθών, συμπεριλαμβανομένης και της ωρίμανσης, γύρω στο 4,3%, γεγονός που συνεπάγεται αύξηση των πραγματικών μισθών γύρω στο 1,5%, η οποία είναι μικρότερη της αναμενόμενης αύξησης 2,4% στην παραγωγικότητα. Τέλος, θετική θα είναι και η επίδραση στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού από μειώσεις στους έμμεσους φόρους, καθώς και από τη σχετική σταθεροποίηση στις τιμές



παρεχομένων υπηρεσιών δημοσίων οργανισμών.

Παρά τη σχετική αισιοδοξία για τον ελληνικό πληθωρισμό, η ικανοποίηση του σχετικού κριτηρίου περιέχει μεγάλη αβεβαιότητα επειδή επηρεάζεται από τις εξελίξεις στον πληθωρισμό των χωρών της ζώνης του ευρώ. Σύμφωνα με την επικρατούσα ερμηνεία της Συνθήκης του Μάαστριχτ, το κριτήριο θα ικανοποιείται, αν ο μέσος πληθωρισμός στη διάρκεια του 1999 είναι το πολύ 1,5 ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερος σε σχέση με το μέσο πληθωρισμό στις τρεις χώρες με το χαμηλότερο πληθωρισμό. Στη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, ο μέσος πληθωρισμός των 15 ευρωπαϊκών χωρών είχε ετήσια διακύμανση 1%, ενώ ο πληθωρισμός των τριών καλύτερων – ανά έτος – χωρών από άποψη

πληθωρισμού είχε ετήσια διακύμανση 2,4% (βλέπε Διάγραμμα 3). Η διαφορά του 2,4% από το 1% δείχνει ότι είναι πολύ πιο δύσκολο να προβλεφθεί ο μέσος πληθωρισμός των τριών καλύτερων χωρών και ότι η πιθανότητα μιας μεγάλης μείωσης αυτού του μέσου δεν είναι ευκαταφρόνητη. Συνεπώς, σύμφωνα με την υιοθετημένη ερμηνεία του κριτηρίου, ο στόχος του 2,7% είναι ριψοκίνδυνος επειδή προϋποθέτει ότι ο μέσος πληθωρισμός στις τρεις χώρες με το χαμηλότερο πληθωρισμό θα είναι το 1999 **τουλάχιστον** 1,2%, τη στιγμή που σήμερα ο μέσος αυτός έχει ήδη πέσει στο 0,6%!

Θα είναι η ερμηνεία του κριτηρίου για τον πληθωρισμό στις χώρες του δεύτερου κύματος ταυτόσημη με την ερμηνεία που δόθηκε όταν αποφασίστηκε το Μάιο του 1998 η είσοδος των 11 χωρών στη ζώνη του ευρώ; Υπάρχουν βάσιμες ελπίδες, ο πληθωρισμός αναφοράς να μην προσδιοριστεί με βάση τις τρεις χώρες με το χαμηλότερο πληθωρισμό αλλά με το μέσο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ, γεγονός που θα κάνει περισσότερο προσιτή την ικανοποίηση του κριτηρίου από την Ελλάδα. Πρώτον, με τη δημιουργία της ζώνης του ευρώ από την 1η Ιανουαρίου του 1999, θα δημοσιοποιείται ένας κοινός πληθωρισμός στη ζώνη αυτή, ο οποίος και θα αποτελεί το στόχο της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Ήδη, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι στόχος της είναι ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ να είναι κάτω του 2%. Θα είναι επομένως δύσκολο οι υπόλοιπες χώρες να αρνηθούν την είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ, αν ο πληθωρισμός του δωδεκαμηνίου Δεκεμβρίου 1998 – Δεκεμβρίου 1999 είναι ήδη κάτω του 2% και συνεχίζει να μειώνεται, αλλά ο μέσος όρος του πληθωρισμού για το 1999 δεν ικανοποιεί τις προδιαγεγραμμένες λεπτομέρειες του κριτηρίου. Δεύτερον, στις χώρες της ζώνης του ευρώ θα υπάρχει ένα κοινό μακροπρόθεσμο επιτόκιο – με μικροδιαφορές που αντικατοπτρίζουν πιστωτικό κίνδυνο. Εφόσον το κοινό αυτό επιτόκιο θα προσδιορίσει το επιτόκιο βάσης για το κριτήριο των επιτοκίων, η συμμετρία στα κριτήρια συνεπάγεται τη χρήση του “κοινού” μέσου σταθμικού πληθωρισμού. Τρίτον, η Συνθήκη του Μάαστριχτ δεν προσδιόρισε όλες τις λεπτομέρειες του πληθωρισμού αναφοράς. Για παράδειγμα, η

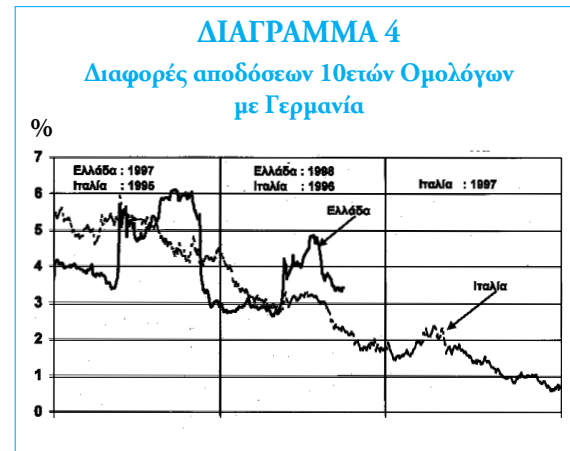
υιοθέτηση του “μέσου” πληθωρισμού ανάμεσα στις τρεις χώρες ήταν μια ερμηνεία που αποφασίστηκε από το Συμβούλιο Υπουργών της ΕΕ. Παρομοίως, στην πρόσφατη αξιολόγηση των χωρών του πρώτου κύματος, δεν χρησιμοποιήθηκε το έτος 1997 για τον καθορισμό του κριτηρίου αλλά το τελευταίο δωδεκάμηνο για το οποίο υπήρχαν στοιχεία. Σχετικά με τις χώρες του δεύτερου κύματος, υπάρχει ακόμα μεγαλύτερη ασάφεια και επομένως περιθώριο διακριτικής ερμηνείας. Αν, λοιπόν, η χώρα μας αποδείξει ότι έχει ελαχιστοποιήσει το δημοσιονομικό έλλειμμα χωρίς λογιστικά τεχνάσματα, ότι συνεχίζει την προαναγγελθείσα πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων και, γενικότερα, συνεχίζει να αυξάνει την αξιοπιστία της μακροχρόνιας οικονομικής της πολιτικής, τότε είναι πιθανή μια ευνοϊκή διακριτική ερμηνεία του κριτηρίου. Είναι, επίσης, πιθανή η χρησιμοποίηση του δωδεκαμήνου Μάρτιος 1999 – Φεβρουάριος 2000 ή οποιουδήποτε μεταγενέστερου, αντί του δωδεκαμήνου Ιανουάριος 1999 – Δεκέμβριος 1999, γεγονός ευνοϊκό στην αναμενόμενη περίοδο συνεχούς πτώσης του πληθωρισμού.

Το κριτήριο του επιτοκίου είναι δυσκολότερο απ’ όσο θεωρείτο έως τον Αύγουστο του 1998, πριν από το ξεκίνημα της κρίσης στις διεθνείς αγορές χρήματος, συναλλάγματος και κεφαλαίου.

Το Κριτήριο του Επιτοκίου

Το τέταρτο και τελευταίο είναι το κριτήριο του επιτοκίου, σύμφωνα με το οποίο η μέση απόδοση των δεκαετών ομολόγων με σταθερό τοκομερίδιο δεν θα πρέπει να υπερβαίνει πάνω από δύο ποσοστιαίες μονάδες την αντίστοιχη μέση απόδοση των τριών χωρών με το χαμηλότερο πληθωρισμό. Το κριτήριο αυτό ικανοποιήθηκε εύκολα από τις 11 χώρες, επειδή οι αγορές, παρακολουθώντας την εξέλιξη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του πληθωρισμού τους, προεξόφλησαν την είσοδό τους στη ζώνη του ευρώ. Το ερώτημα για την Ελλάδα δεν είναι το αν τελικά η σύγκλιση των επιτοκίων επισυμβεί και στη χώρα μας, αλλά το πόσο γρήγορα θα γίνει. Αν η σύγκλιση επιτευχθεί στο τέλος του 1999, είναι πιθανό

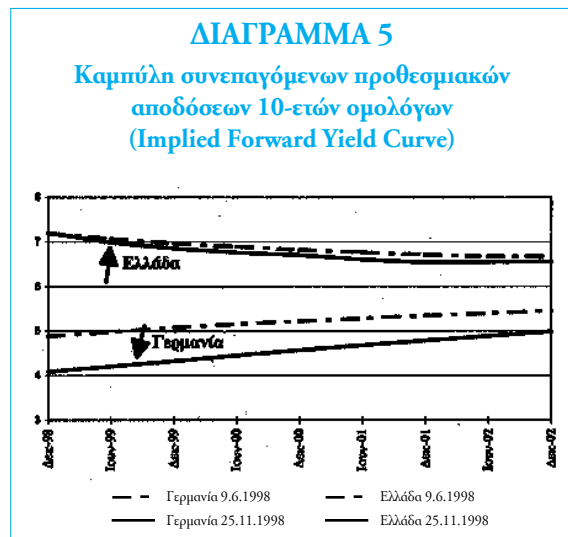
ο μέσος όρος του 1999 να ξεπερνάει το μέγιστο επιτρεπτό όριο. Και επειδή ο πληθωρισμός είναι το κριτήριο-εμπόδιο, η αγορά θα πρέπει να πειστεί σχετικά νωρίς, ίσως από τις αρχές του 1999, ότι η



ικανοποίηση του κριτηρίου του πληθωρισμού έχει πολύ μεγάλη πιθανότητα.

Στην περίπτωση της Ιταλίας και των υπολοίπων μεσογειακών χωρών, το περιθώριο με τα γερμανικά επιτόκια είχε πλησιάσει τις δύο ποσοστιαίες μονάδες στο τελευταίο τρίμηνο του 1996, λίγο πριν από το έτος αξιολόγησης, που ήταν το 1997 (βλέπε Διάγραμμα 4). Στην περίπτωση της Ελλάδας, το αντίστοιχο τρίμηνο πριν από το έτος αξιολόγησης είναι το τελευταίο τρίμηνο του 1998, που διανύουμε σήμερα. Δυστυχώς, στις αρχές Δεκεμβρίου τα ελληνικά επιτόκια παραμένουν 3,5 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τα γερμανικά, γεγονός που προκαλεί ανησυχία για την τελική επίτευξη αυτού του κριτηρίου. Η πρόσφατη διεθνής κρίση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου έχει αλλάξει την προοπτική τόσο της γρήγορης μείωσης των επιτοκίων όσο και της γρήγορης μείωσης του περιθωρίου με τα γερμανικά. Οι μεσογειακές χώρες το 1996 και το 1997 δεν αντιμετώπιζαν τις δύσκολες συνθήκες στις διεθνείς αγορές που αντιμετωπίζει η Ελλάδα το 1998 και κατά πάσα πιθανότητα θα αντιμετωπίσει και το 1999.

Τον Ιούνιο-Ιούλιο του 1998, οι αγορές προεξόφλησαν ένα ελληνικό επιτόκιο περίπου δύο ποσοστιαίες μονάδες πάνω από το αντίστοιχο γερμανικό για το 1999 (βλέπε Διάγραμμα 5). Σήμερα, η ίδια διαφορά έχει αυξηθεί στις τρεις



ποσοστιαίες μονάδες, ενώ πτώση στις δύο ποσοστιαίες μονάδες αναμένεται το 2000. Πιθανόν, οι αγορές να μην έχουν συνειδητοποιήσει ότι η ελληνική οικονομία είναι λιγότερο ευάλωτη από το μέσο όρο της Ευρώπης σε μια πιθανή διεθνή ύφεση – στοιχείο που λόγω έλλειψης χώρου δεν ανέλυσα — και ότι το κριτήριο του πληθωρισμού μάλλον θα γίνει ελαστικότερο σε σύγκριση με το παρελθόν. Αυτό διαφαίνεται όχι μόνο από την άνοδο των μακροχρόνιων επιτοκίων αλλά και από το γεγονός ότι, κατά τη διάρκεια της κρίσης, πολλοί ξένοι επενδυτές ρευστοποίησαν τις θέσεις τους σε ελληνικά ομόλογα. Για να εμφανιστεί η σωστή εικόνα της οικονομίας μας διεθνώς απαιτείται συστηματική εκστρατεία ενημέρωσης. Επίσης, το περιθώριο με τα γερμανικά επιτόκια αυξήθηκε λόγω και της πτώσης των γερμανικών επιτοκίων, καθώς τα διεθνή χαρτοφυλάκια επανεπενδύουν τα χρήματά τους σε ασφαλείς αγορές, όπως αυτές των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ.

Οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές θα επανέλθουν στην ελληνική αγορά ομολόγων εκτιμώντας δύο παράγοντες που επιδρούν αντίθετα στην αναμενόμενη κερδοφορία τους. Πρώτον, μία μελλοντική διολίσθηση της δραχμής προς την κεντρική της ισοτιμία θα επιφέρει απώλειες. Δεύτερον, μία μελλοντική πτώση των μακροχρόνιων επιτοκίων θα αποφέρει κέρδη. Για παράδειγμα, μία διολίσθηση της δραχμής από το σημερινό 1 ECU = 330 δραχμές στην κεντρική ισοτιμία των 357 δραχμών συνεπάγεται απώλεια 8,2%, ενώ πτώση των αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων κατά μία ποσοστιαία μονάδα από

τα σημερινά επίπεδα του 7,5% συνεπάγεται κέρδος περίπου 7%. Η απόφαση αγοράς ελληνικών ομολόγων είναι συνάρτηση των σχετικών αυτών μεγεθών αλλά και της χρονικής περιόδου μέσα στην οποία αναμένεται να γίνει η διολίσθηση ή η πτώση των αποδόσεων, καθώς και του επενδυτικού ορίζοντα του κάθε ξένου θεσμικού επενδυτή.

Τι Μέλλει Γενέσθαι;

Η ελληνική κυβέρνηση πρέπει να προετοιμαστεί από τώρα για την περίπτωση που η διεθνής κρίση αναζωπυρωθεί και οι ξένοι επενδυτές καθυστερήσουν να επανέλθουν επαρκώς στην αγορά των ελληνικών ομολόγων. Πρώτον, θα πρέπει να επαγρυπνεί στην προσπάθεια άμεσης μείωσης του πληθωρισμού. Δεύτερον, θα πρέπει να επιτύχει μια ελαστικότερη ερμηνεία του κριτηρίου του πληθωρισμού και να την ανακοινώσει από τις αρχές του 1999 ώστε να ενσωματωθεί στις προσδοκίες των αγορών και να μειωθούν γρηγορότερα τα επιτόκια των δεκαετών ομολόγων. Τρίτον, θα πρέπει να λάβει άμεσα μέτρα για την αύξηση της ρευστότητας στην αγορά των δεκαετών ομολόγων με την προσέλκυση και εγχωρίων επενδυτών. Η ρευστότητα μπορεί να αυξηθεί, για παράδειγμα, με φορολογικά κίνητρα, με τη διοχέτευση πόρων από τα ασφαλιστικά ταμεία, με τη σωστή ενημέρωση των επενδυτών για τη δυνατότητα μεταπώλησης των ομολόγων, με την προσέλκυση αξιόπιστων διεθνών επενδυτικών τραπεζών ως βασικών διαπραγματευτών αγοράς, ή με τη δημιουργία αγοράς προθεσμιακών συμβολαίων στα δεκαετή ομόλογα. Παρεπιπτόντως, το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών θα πρέπει να ξεκινήσει με παράγωγα στα δεκαετή ομόλογα και όχι αναγκαστικά με παράγωγα σε χρηματιστηριακό δείκτη, επειδή για τα τελευταία απαιτούνται πολλαπλές προϋποθέσεις μεταξύ των οποίων και η καθυστερούμενη αποϋλοποίηση των μετοχών.

Γενικότερα, η ικανοποίηση των κριτηρίων σύγκλισης απαιτεί όχι μόνο αυστηρούς στόχους και αδιάκοπη προσπάθεια μεγιστοποίησης της μακροπρόθεσμης αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής, αλλά και σχεδιασμό δράσης ώστε να

αντιμετωπισθούν τυχόν δυσμενείς εξελίξεις,
τουλάχιστον έως την ημερομηνία αξιολόγησης.

ρ