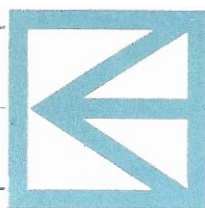


ΚΕΙΜΕΝΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
ΑΡ. 26
ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ
ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ν. Καραμούζης, Ν. Νανόπουλος,

Μ. Ξαφά



ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ
ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ
ΜΕΛΕΤΩΝ

Πρόλογος

Τα κείμενα που περιέχονται σε αυτήν την έκδοση του ΕΚΕΜ, με τη μορφή κειμένων εργασίας, βασίζονται στις εισηγήσεις που έγιναν στη διάρκεια εκδήλωσης που οργάνωσε το ΕΚΕΜ στις 28 Μαΐου 1993 με θέμα "Επιπτώσεις από την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων". Στην εκδήλωση έλαβαν μέρος εκπρόσωποι της δημόσιας διοίκησης, των ελληνικών και ξένων τραπεζών, των επιχειρήσεων, των πανεπιστημίων και του τύπου. Στόχος ήταν ο προβληματισμός και η ανταλλαγή απόψεων μεταξύ ειδικών που προέρχονται από διαφορετικούς επαγγελματικούς χώρους γύρω από ένα θέμα καίριας σημασίας για το μέλλον της ελληνικής οικονομίας και την πορεία της χώρας μας στην ΟΝΕ.

Αφορμή για τη διεξαγωγή αυτής της συζήτησης έδωσαν η έκδοση του Προεδρικού Διατάγματος 96/93 και των τριών πράξεων του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος με τις οποίες απελευθερώθηκε σημαντικά η κίνηση κεφαλαίων από και προς την Ελλάδα. Με τις πράξεις αυτές η Τράπεζα της Ελλάδας, πρώτον, αποχωρίστηκε ένα περίπλοκο και ατελέσφορο πλαίσιο διοικητικών ρυθμίσεων που ίσχυε τα τελευταία 40 χρόνια και δεύτερον, ολοκλήρωσε την απελευθέρωση της μακροπρόθεσμης και μεσοπρόθεσμης κίνησης κεφαλαίων. Επίσης, με βάση το Προεδρικό Διάταγμα επεκτάθηκε η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων από 1ης Ιουλίου 1993 και προς τρίτες χώρες, εκτός Κοινότητας, ενώ η βραχυπρόθεσμη κίνηση κεφαλαίων προβλέπεται να απελευθερωθεί πλήρως μέχρι 30.6.1994.

Οι συγγραφείς των κειμένων επισημαίνουν ότι οι επιπτώσεις της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων είναι πολύ σημαντικές. Οι επιπτώσεις αυτές εντοπίζονται κυρίως στη διαμόρφωση των χαρτοφυλακίων των ελλήνων και ξένων επενδυτών, στις δυνατότητες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων, στη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, στη διαμόρφωση των επιτοκίων και της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής, στην αποτελεσματικότερη κατανομή των χρηματοοικονομικών πόρων, στην άσκηση δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, στην ανταγωνιστικότητα και τη δομή του τραπεζικού συστήματος και στη φορολογική μεταχείριση των νέων τραπεζικών προϊόντων και των προσόδων τους.

Ο κ. Νανόπουλος τονίζει τις επιπτώσεις της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων στο τραπεζικό τομέα και στην αγορά χρήματος και συναλλάγματος, η κα. Ξαφά δίνει έμφαση στις μακροοικονομικές επιπτώσεις, ενώ ο κ. Καραμούζης αναφέρεται τόσο στις μακροοικονομικές, όσο και στις μικροοικονομικές επιπτώσεις της απελευθέρωσης της

κίνησης κεφαλαίων.

Φαίνεται να υπάρχει μια κοινή διαπίστωση, ολοφάνερη και στα τρία κείμενα: η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων αποτελεί μια πρόκληση για την ελληνική οικονομία. Οποιαδήποτε χαλάρωση των προσπάθειών μείωσης των δημοσίων ελλειμμάτων και του πληθωρισμού κλονίζει την εμπιστοσύνη των αγορών, ελληνικών και ξένων, και θέτει σε κίνδυνο τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας.

Καθηγητής Λουκάς Τσούκαλης
Πρόεδρος ΕΚΕΜ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος

Α. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ
ΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ
Νικόλαος Β. Καραμούζης 1

Β. Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ
ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ
Μιράντα Ξαφά 17

Γ. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΣΤΗΝ
ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
Νικόλαος Νανόπουλος 24

**Α. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

Νικόλαος Β. Καραμούζης
Επίκουρος Καθηγητής, Οικονομικό
Πανεπιστήμιο Αθηνών
Διευθυντής Συναλλάγματος, Τράπεζα της
Ελλάδος

Η Κυβέρνηση, με το Προεδρικό Διάταγμα 96/93, και η Τράπεζα της Ελλάδος, με τις τρεις Πράξεις Διοικητή που εξέδωσε πρόσφατα (ΠΔ/ΤΕ2199/2200/2201/7.5.93), προχώρησαν σε μια σημαντική ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων προς και από την Ελλάδα. Οι αποφάσεις αυτές, που εφαρμόζουν το Άρθρο 67 της Συνθήκης της Ρώμης και την Τέταρτη Κοινοτική Οδηγία (88/361/ΕΟΚ) για την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, φέρνουν τη χώρα ένα βήμα πριν από την πλήρη ελευθέρωση των συναλλαγών που αναμένεται να ολοκληρωθεί το αργότερο μέχρι την 1.7.1994.

Θα ήταν χρήσιμο, σ' αυτό το σημείο, να απαριθμήσουμε τους περιορισμούς της κίνησης κεφαλαίων που δεν έχουν ακόμα αρθεί. Συγκεκριμένα, δεν επιτρέπονται:

1. Οι καταθέσεις από κατοίκους σε αλλοδαπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους.
2. Χρηματοδοτικά δάνεια και πιστώσεις με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους.
3. Δάνεια προσωπικού χαρακτήρα με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους.
4. Μεταφορά μέσων πληρωμών.
5. Οι πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων (currency swaps) μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων με διάρκεια μικρότερη των τριών μηνών.
6. Οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος και οι συμφωνίες χρηματο-οικονομικών δικαιωμάτων (currency options) με διάρκεια μικρότερη των τριών μηνών που δε συνδέονται με συναλλαγές του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών.

Επίσης, ο βαθμός ελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων που ισχύει προς και από τα κράτη-μέλη της Κοινότητας θα ισχύει και για τις κινήσεις κεφαλαίων από και προς τις τρίτες χώρες από 1.7.93, εκτός αν με Πράξη Διοικητή, η οποία θα πρέπει να εκδοθεί το αργότερο μέχρι την 30ή Ιουνίου 1993, η Τράπεζα της Ελλάδος εξαιρέσει ορισμένες κινήσεις κεφαλαίων από την ελευθέρωση. Σ' αυτή την περίπτωση η ελευθέρωση των παραπάνω συναλλαγών θα πραγματοποιηθεί το αργότερο μέχρι την 30ή Ιουνίου 1994. Θα πρέπει να

τονισθεί ότι οι περιορισμοί που περιγράψαμε παραπάνω αφορούν μόνο ένα μικρό αριθμό κατηγοριών κίνησης βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Παραμένουν σε ισχύ μέχρι την 1.7.1994 διότι εκτιμάται ότι, στο βαθμό που είναι αποτελεσματικοί, μετριάζουν τις διαταραχές που μπορεί να προκληθούν στην άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής σ' αυτή την κρίσιμη φάση της οικονομικής προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας, διατηρούν κάποιο βαθμό αυτονομίας στην άσκηση της εγχώριας πολιτικής επιτοκίων και περιορίζουν τις πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας στην περίπτωση που αναπτυχθεί πτωτική πίεση στην ισοτιμία της δραχμής στην αγορά συναλλάγματος.

Διατηρούν επίσης, μια σειρά από περιορισμούς στις καταθέσεις σε συνάλλαγμα κατοίκων σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και η ειδική μεταχείριση καταθέσεων Ελλήνων μεταναστών και ναυτικών σε συνάλλαγμα σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα. Η διατήρηση του ισχύοντος καθεστώτος στις παραπάνω κατηγορίες καταθέσεων είναι επιβεβλημένη, τουλάχιστον προσωρινά, μέχρι να επιλυθούν τα σύνθετα και δύσκολα προβλήματα που έχουν δημιουργηθεί με το ισχύον σύστημα των καταθέσεων σε συνάλλαγμα (ΠΔ/ΤΕ 232/83, ΝΕ 279/80, ΝΕ 1496/68) όπως διαμορφώθηκε την τελευταία δεκαπενταετία.

Το κεντρικό ζήτημα, όμως, της σημερινής παρουσίασης είναι να εκτιμηθούν οι επιπτώσεις από την ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων στην Ελλάδα. Το θέμα είναι εξαιρετικά σημαντικό και σύνθετο για να καλυφθεί πλήρως και σ' όλες τις πτυχές του με μια σύντομη παρουσίαση. Γι' αυτό θα αναφερθώ επιλεκτικά και επιγραμματικά σε επτά ενότητες επιπτώσεων που εκτιμώ ότι είναι οι σημαντικότερες.

ΜΙΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

Η ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και της διασυνοριακής παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, καθώς και η απορρύθμιση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος που σε σημαντικό βαθμό ολοκληρώθηκε πρόσφατα αναμένεται ότι θα έχουν θετικές μικροοικονομικές επιπτώσεις για τον Έλληνα επενδυτή, την ελληνική επιχείρηση και για την αποτελεσματική κατανομή των χρηματοπιστωτικών πόρων στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι οι παραπάνω αλλαγές:

1. Θα επιτρέψουν τη διαφοροποίηση της σύνθεσης των χαρτοφυλακίων των Ελλήνων

επενδυτών ως προς το νόμισμα, τη διάρκεια, το είδος και την ποικιλία των επενδύσεων. Η διαφοροποίηση αυτή θα μειώσει την ευαισθησία των χαρτοφυλακίων των επενδυτών σε εγχώριους και διεθνείς κραδασμούς στην παραγωγή ή στις αγορές χρήματος, συναλλάγματος και κεφαλαίων, και θα διευκολύνει την επίτευξη συνδυασμών κινδύνου/απόδοσης που μεγιστοποιούν τα οφέλη ευημερίας του επενδυτή. Με βάση τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις φαίνεται ότι όσο τουλάχιστο αφορά τα επίσημα στατιστικά στοιχεία, το ποσοστό επί του συνόλου του πλούτου (wealth) των κατοίκων εσωτερικού σε συνάλλαγμα είναι σχετικά μικρό. Αρα υπάρχουν θεωρητικά περιθώρια περαιτέρω αύξησης του με την πρόσφατη ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων. Η τοποθέτησή μας αυτή θα πρέπει, όμως, να συνεκτιμηθεί με τους παρακάτω παράγοντες:

α) ένα τμήμα της διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων των Ελλήνων επενδυτών με απόκτηση τίτλων σε συνάλλαγμα έχει ήδη πραγματοποιηθεί μέσω της απόκτησης τίτλων του Δημοσίου με ρήτρα συναλλάγματος

β) ένα άλλο τμήμα της διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων σε συνάλλαγμα έχει ήδη συντελεστεί στο παρελθόν μέσω μη νομίμων καναλιών και,

γ) η εφαρμοζόμενη συναλλαγματική πολιτική σε συνδυασμό με την διαφορά επιτοκίων δραχμής/συναλλάγματος δεν ευνοεί, βραχυχρονίως τουλάχιστον τις επενδύσεις σε συνάλλαγμα.

2. Θα διευρύνουν σημαντικά τις δυνατότητες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων, αλλά και τους αναλαμβανόμενους κινδύνους, όσον αφορά τις πηγές άντλησης κεφαλαίων, το νόμισμα δανεισμού, τη διάρκεια και την τεχνική χρηματοδότησης, καθώς και την κάλυψη των κινδύνων, με ευεργετικές επιπτώσεις στο κόστος δανεισμού. Ενδεικτικά θα αναφέρω την ευρεία χρήση της δυνατότητας δανεισμού σε συνάλλαγμα που γίνεται από τις ελληνικές επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια με σημαντικά οφέλη (αλλά και με ανάληψη κινδύνων) λόγω της εφαρμοζόμενης συναλλαγματικής πολιτικής σε σχέση με τη διαφορά επιτοκίων δραχμής/συναλλάγματος.

3. Θα εντείνουν τον ανταγωνισμό στον ελληνικό χρηματοπιστωτικό χώρο με μείωση του περιθωρίου κέρδους, ιδιαίτερα στην παροχή παραδοσιακών χρηματοπιστωτικών προϊόντων και υπηρεσιών, που θα αποβεί επ' ωφελεία των οικονομικών μονάδων. Δεν είναι τυχαίο το

γεγονός ότι τα περιθώρια κέρδους στον τομέα της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων τους τελευταίους μήνες έχουν συρρικνωθεί σημαντικά. Μερικές δε τράπεζες παρέχουν βραχυχρόνια δάνεια κάτω του οριακού κόστους χρήματος είτε για να προσελκύσουν καλούς πελάτες και να εξυγιάνουν το χαρτοφυλάκιό τους, μια στρατηγική που βέβαια έχει τα μειονεκτήματά της, είτε για να αποκομίσουν οφέλη από παροχή άλλων υπηρεσιών που προσφέρονται μαζί με τα δάνεια.

4. Θα προωθήσουν την εμφάνιση καινοτομιών, νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και τεχνικών, και θα βελτιώσουν την παραγωγικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς και την ποιότητα και ποικιλία των προσφερομένων υπηρεσιών. Ήδη, μετά τη δημοσίευση των πρόσφατων αποφάσεων για την ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, παρατηρείται αυξανόμενη κινητικότητα στον τραπεζικό χώρο, με τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα να προετοιμάζονται με εντατικούς ρυθμούς για να μπορέσουν να προσφέρουν στους πελάτες τους, κατοίκους και μη κατοίκους, στο άμεσο μέλλον νέες υπηρεσίες και τα νέα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τεχνικές. Πάντως, η μέχρι σήμερα εμπειρία δείχνει ότι, λόγω υποκειμενικών αλλά και αντικειμενικών δυσκολιών, υπάρχει μια βραδεία προσαρμογή των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα, αλλά και των εγχώριων πελατών τους, στο να αξιοποιήσουν τις νέες δυνατότητες που προσφέρονται με την ελευθέρωση των συναλλαγών. Για παράδειγμα, οι προθεσμιακές πράξεις μεταξύ κατοίκων, που συνδέονται με συναλλαγές του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, έχουν ελευθερωθεί πλήρως από την 1.1.1992. Το σημερινό υπόλοιπο, όμως, των προθεσμιακών πράξεων συναλλάγματος έναντι δραχμών που δεν έχουν ακόμα εκτελεσθεί δεν ξεπερνά το πενιχρό ποσό των 200 εκατ. δολλαρίων επί συνόλου εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών 26 δισεκατομμυρίων δολλαρίων περίπου το 1992. Επίσης, ενώ οι πράξεις ανταλλαγής ξένων νομισμάτων έναντι δραχμών (currency swaps) μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα είναι ελεύθερες από την 1.1.1992, το σημερινό συνολικό ύψος των πράξεων αυτών δεν ξεπερνά στη διατραπεζική αγορά τα 300 εκατ. δολάρια.

ΠΕΙΘΑΡΧΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Εκτιμάται ότι η ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, *ceteris paribus*, έχει ως αποτέλεσμα την ενίσχυση της πειθαρχίας που επιβάλλει η αγορά στην άσκηση της μακροοικονομικής πολιτικής. Σε ένα σύστημα ελεγχόμενης διολίσθησης του εγχωρίου νομίσματος, όπως το δικό μας, ή στην περίπτωση συμμετοχής της δραχμής στο

συναλλαγματικό μηχανισμό του ΕΝΣ, η εφαρμογή μιας επεκτακτικής μη συνετής δημοσιονομικής ή/και νομισματικής πολιτικής, ή η προσδοκία εφαρμογής μιας τέτοιας πολιτικής στο μέλλον, θα έχει αμέσως επιπτώσεις στις αγορές χρήματος, κεφαλαίου και συναλλάγματος. Αν για παράδειγμα οι αγορές εκτιμούν ότι η μακροοικονομική πολιτική που εφαρμόζεται οδηγεί σε διεύρυνση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και σε νομισματική χρηματοδότησή τους, γεγονός που αναμένεται ότι θα επιταχύνει τον ρυθμό πληθωρισμού, θα κινηθούν σήμερα (και όχι αργότερα) να υποκαταστήσουν τα δραχμικά τους περιουσιακά στοιχεία με συναλλαγματικά και να μειώσουν δραστικά τις υποχρεώσεις τους σε συνάλλαγμα. Το αποτέλεσμα θα είναι η ένταση των πιστωτικών πιέσεων στην αγορά συναλλάγματος να μεταφερθεί από το μέλλον στο παρόν, ενώ παράλληλα ανοδική θα είναι και η πορεία των επιτοκίων. Οι παρεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος για τη στήριξη του νομίσματος θα οδηγήσουν σύντομα (και όπως είδαμε στην πρόσφατη κρίση της ισπανικής πεσέτας στη διάρκεια της ίδιας ημέρας) σε σημαντικές απώλειες συναλλαγματικών διαθεσίμων, λόγω του μεγέθους των καθαρών εκροών κεφαλαίων που προκαλούνται με καθεστώς ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων. Αυτή η απώλεια συναλλαγματικών διαθεσίμων ή η προοπτική απωλειών σε περίπτωση εφαρμογής διασταλτικής μακροοικονομικής πολιτικής, θα πρέπει να λειτουργήσει αποτρεπτικά και να συνετίσει τους ασκούντες την οικονομική πολιτική υπό την προϋπόθεση ότι κρίνουν ως αναγκαία τη διατήρηση της εφαρμοζόμενης συναλλαγματικής πολιτικής.

Θα πρέπει να τονισθεί επίσης ότι αν η Κεντρική Τράπεζα επιλέξει να αυξήσει σημαντικά τα επιτόκια ως μέθοδο αποθάρρυνσης των κερδοσκοπικών πιέσεων, παρά το γεγονός ότι οι αγορές αμφισβητούν τη συνέπεια της μακροοικονομικής πολιτικής, η επιτυχία και η αποτελεσματικότητα αυτής της επιλογής δεν είναι δεδομένη μεσοπρόθεσμα (όπως έδειξαν οι πρόσφατες εμπειρίες για παράδειγμα της Σουηδίας και της Ιταλίας). Το υψηλό οικονομικό κόστος που προκύπτει από τη διατήρηση υψηλών επιτοκίων για παρατεταμένο χρονικό διάστημα αποτελεί δυσβάστακτο βάρος για τους πολιτικούς αλλά και για την οικονομία, ιδιαίτερα σε χώρες με υψηλό Δημόσιο Χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, σε φάση οικονομικής ύφεσης, με χαμηλό ύψος συναλλαγματικών διαθεσίμων και με εύθραυστο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι αγορές γνωρίζουν καλά αυτήν την πραγματικότητα και θα ενεργήσουν ανάλογα την κατάλληλη στιγμή. Στην περίπτωση αυτή, οι ασκούντες την οικονομική πολιτική θα κληθούν εκ των πραγμάτων είτε να προσαρμόσουν με ταχύτητα τη μακροοικονομική πολιτική στις απαιτήσεις της νομισματικής και συναλλαγματικής σταθερότητας, είτε να επανεκτιμήσουν την πολιτική ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων.

Διαφορετικά θα πρέπει να επανεκτιμήσουν τη συναλλαγματική πολιτική που εφαρμόζεται.

Αλλά και η προσφυγή σ' ένα σύστημα ελεύθερα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, με καθεστώς ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων, δεν επιλύει τα προβλήματα που δημιουργούνται από την άσκηση μη συνετούς διασταλτικής μακροοικονομικής πολιτικής. Τουναντίον, οι αγορές συναλλάγματος τείνουν να υπεραντιδρούν σε παρόμοιες καταστάσεις (overshooting), με την ισοτιμία του νομίσματος να υποτιμάται υπερβολικά σε σχέση με το μακροχρόνια επίπεδο ισορροπίας. Οι επιπτώσεις τέτοιων εξελίξεων δεν είναι πάντοτε εύκολο να προβλεφθούν και εκτιμηθούν. Είναι πάντως σίγουρο ότι κανένας πολιτικός δεν επιθυμεί "να χρεωθεί" με μεγάλες υποτιμήσεις του εγχωρίου νομίσματος.

Γι' αυτό είναι σημαντικό να διαμορφωθεί μια διαχρονική συνέπεια και συνέχεια στην άσκηση μια συνετής μακροοικονομικής πολιτικής που θα έχει ως κύριους στόχους την επίτευξη οικονομικής σύγκλισης και την άμβλυνση των μακροοικονομικών ανισορροπιών. Μια τέτοια πολιτική, ιδιαίτερα η δραστική μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, θα απελευθερώσει πόρους για τη χάραξη μια αναπτυξιακής πολιτικής και θα οδηγήσει σε μόνιμη μείωση των επιτοκίων, ιδιαίτερα μετά την επιτυχή πρώτη φάση της σταθεροποιητικής πολιτικής. Η διαχρονική συνέπεια και συνέχεια της μακροοικονομικής πολιτικής ενισχύεται επίσης με την καθιέρωση θεσμών, όπως η ανεξαρτησία της Τράπεζας της Ελλάδος, ο περιορισμός της ευελιξίας που παρέχεται στην εκτελεστική εξουσία στη διαχείριση των δημοσιονομικών δαπανών, ο αποκλεισμός της νομισματικής χρηματοδότησης του δημοσιονομικού ελλείμματος κλπ.

Η ΑΣΚΗΣΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Σε χώρες όπως η Ελλάδα, όπου εφαρμόζουμε μια πολιτική ελεγχόμενης βραδείας διολίσθησης της δραχμής και προσβλέπουμε στην ένταξη της δραχμής στο συναλλαγματικό μηχανισμό του ΕΝΣ, η ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων περιπλέκει την άσκηση αντιπληθωριστικής μακροοικονομικής πολιτικής και καθιστά αναγκαίο τον καλύτερο συντονισμό νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής.

Ας εξετάσουμε δύο ακραίες περιπτώσεις:

Στην πρώτη περίπτωση, αν η μακροοικονομική πολιτική σταθεροποίησης, με υψηλά

πραγματικά επιτόκια, βραδείς ρυθμούς διολίσθησης του εγχώριου νομίσματος και μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων είναι αξιόπιστη, τουλάχιστον βραχυχρόνια, θα σημειωθούν καθαρές εισροές κεφαλαίων και ανατιμητικές πιέσεις του εγχώριου νομίσματος στην αγορά συναλλάγματος. Σε πολλές περιπτώσεις εκδηλώνεται το φαινόμενο της υπεραντίδρασης (overshooting) της ονομαστικής και πραγματικής ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος, σε σχέση με το μακροχρόνιο επίπεδο ισορροπίας, ώστε να δημιουργούν προσδοκίες υποτίμησης και να ισχύει η πραγματική και ονομαστική ανοικτή ισοδυναμία των επιτοκίων (uncovered interest rate parity). Η αξιόπιστη μακροοικονομική πολιτική οδηγεί τους ξένους και εγχώριους επενδυτές στην εφαρμογή κερδοσκοπικών κινήσεων με βάση τη "στρατηγική της σύγκλισης", δηλαδή εκμετάλλευσης της ευνοϊκής διαφοράς επιτοκίων (υπέρ της δραχμής στην περίπτωση μας) που δεν καλύπτεται από την αναμενόμενη υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Σημειώνονται σημαντικές εισροές κεφαλαίων που υποχρεώνουν την Κεντρική Τράπεζα να παρεμβαίνει και να αγοράζει συνάλλαγμα για να επιβραδύνει την ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος. Το αποτέλεσμα είναι η δημιουργία δραχμικής ρευστότητας και η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των νομισματικών μεγεθών, εξελίξεις που τείνουν να αντιστρατεύονται την άσκηση της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής. Σε τέτοιες περιπτώσεις επιβάλλεται η διενέργεια αντισταθμιστικών παρεμβάσεων με νομισματικά μέσα (sterilization) από την Κεντρική Τράπεζα για να αμβλυνθούν οι νομισματικές επιπτώσεις που προκαλούν οι εισροές κεφαλαίων. Τέτοιες παρεμβάσεις δεν είναι πάντοτε εύκολες και αποτελεσματικές αν η Κεντρική Τράπεζα δεν έχει μεγάλο χαρτοφυλάκιο τίτλων στη διάθεσή της και η ανάσχεση της μείωσης των επιτοκίων που προκαλείται από μια συστηματική πολιτική sterilization των νομισματικών επιπτώσεων των εισροών κεφαλαίων ενθαρρύνει την περαιτέρω εισροή κεφαλαίων.

Αυτή η περίοδος αναμονής και εμπιστοσύνης των επενδυτών, που χρηματοδοτούν εν μέρει το δημοσιονομικό έλλειμμα (με υψηλό, όμως, κόστος), πρέπει να αξιοποιείται αποτελεσματικά ως μια "χρυσή ευκαιρία" για την εφαρμογή μιας συνεπούς και αταλάντευτης πολιτικής μακροοικονομικής σύγκλισης και κυρίως συρρίκνωσης των μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Το τελευταίο θα ελαφρύνει το βάρος που φέρει η νομισματική πολιτική στην άσκηση της σταθεροποιητικής πολιτικής, θα επιτρέψει τη μείωση των επιτοκίων σε μόνιμη βάση αλλά κυριότερα θα διαμορφώσει ένα κλίμα μεσοπρόθεσμης μακροοικονομικής σταθερότητας και αξιοπιστίας της εφαρμοζόμενης οικονομικής πολιτικής. Το αποτέλεσμα θα είναι η μείωση του πληθωρισμού και η βελτίωση των αναπτυξιακών συνθηκών της χώρας.

Διαφορετικά, αν η σταθεροποιητική μακροοικονομική πολιτική δεν είναι αξιόπιστη είτε διότι τα ελλείμματα δεν περιορίζονται και ο πληθωρισμός δεν επιβραδύνεται, είτε διότι ενισχύονται προσδοκίες για εφαρμογή διασταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής στο άμεσο μέλλον, π.χ. λόγω του εκλογικού πολιτικού κύκλου, η διατήρηση της συναλλαγματικής πολιτικής της βραδείας διολίσθησης θα απαιτήσει τη διατήρηση υψηλών και ίσως αυξανόμενων πραγματικών επιτοκίων, ενώ παράλληλα θα αυξάνονται οι πιέσεις για χρηματοδότηση του ελλείμματος με νομισματικά μέσα. Και στις δύο περιπτώσεις περιορίζεται η ευελιξία της νομισματικής πολιτικής. Αν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση, το τμήμα της οικονομικής δραστηριότητας σε σχέση με το σύνολο που έχει υψηλό βαθμό ευαισθησίας στις μεταβολές των επιτοκίων είναι μεγάλο και η σχέση Δημοσίου Χρέους/ΑΕΠ είναι υψηλή και αυξανόμενη, δημιουργείται μια σύγκρουση στόχων. Δηλαδή οι αγορές αντιλαμβάνονται ότι η επίτευξη των εγχώριων στόχων κυρίως της μείωσης της ανεργίας και της εξόδου από την ύφεση δεν είναι συνεπής με την επίτευξη του στόχου της διατήρησης της βραδείας διολίσθησης του εγχώριου νομίσματος και του αντιπληθωριστικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής. Όταν οι αγορές εκτιμήσουν ότι αυτή η σύγκρουση των στόχων τείνει να επιλυθεί προς την κατεύθυνση της επίτευξης των εγχώριων στόχων και σε βάρος των συναλλαγματικών στόχων, οι πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος θα είναι έντονες, αυξανόμενες σημαντικά λόγω της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων. Μπορεί δε να πάρουν και απρόβλεπτες διαστάσεις, ιδιαίτερα αν έχουν προηγηθεί μεγάλες επενδύσεις μη κατοίκων σε κινητές αξίες σε δραχμές στην εγχώρια αγορά και δεν υπάρχουν περιορισμοί στο δανεισμό δραχμών από μη κατοίκους.

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΜΕΣΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Οι Κεντρικές Τράπεζες έχουν στη διάθεσή τους τέσσερα βασικά μέσα νομισματικής πολιτικής για να στηρίξουν βραχυχρόνια τη συναλλαγματική πολιτική της ελεγχόμενης διολίσθησης του εγχώριου νομίσματος ή τη συμμετοχή ενός νομίσματος στο συναλλαγματικό μηχανισμό του ΕΝΣ:

1. Παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος/ατομικές ή συντονισμένες με άλλες Κεντρικές Τράπεζες.
2. Μεταβολές επιτοκίων/ατομικές ή συντονισμένες με άλλες Κεντρικές Τράπεζες.
3. Επιτάχυνση του ρυθμού μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας, 4. επιβολή περιορισμών στην κίνηση βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.

Η πρόσφατη διεθνής εμπειρία έδειξε ότι η κατάργηση των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων καθιστά την πολιτική βραχυπρόθεσμων επιτοκίων το βασικό μέσο για την αντιμετώπιση κερδοσκοπικών πιέσεων και τη στήριξη του νομίσματος στις αγορές συναλλάγματος. Η ταχύτητα και το μέγεθος των κεφαλαίων που κινούνται διασυννοριακά είναι τόσο μεγάλα μετά την κατάργηση των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων που ούτε χώρες με πολύ υψηλά συναλλαγματικά διαθέσιμα δεν κατόρθωσαν να ελέγξουν τις πιέσεις μόνο με παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος στη διάρκεια της πρόσφατης συναλλαγματικής κρίσης του ΕΝΣ. Αν δε η πολιτική των συναλλαγματικών παρεμβάσεων στο τέλος αποτύχει και το νόμισμα υποτιμηθεί, το κόστος για την κεντρική τράπεζα και τη χώρα είναι δυσβάστακτο, ενώ η διεθνής κερδοσκοπία αποκομίζει τεράστια κέρδη. Υπενθυμίζουμε ότι η Ιταλία, η Ισπανία και η Σουηδία (αλλά και άλλες ευρωπαϊκές χώρες) υποχρεώθηκαν να δανεισθούν μεγάλα ποσά σε μεσομακροπρόθεσμες διάρκειες στις διεθνείς κεφαλαιαγορές για να αναπληρώσουν τις απώλειες των συναλλαγματικών διαθεσίμων τους που σημειώθηκαν στη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης στο ΕΝΣ. Επιπλέον, ο συντονισμός των παρεμβάσεων με άλλες Κεντρικές Τράπεζες είχε θετικά αποτελέσματα μόνο σε ορισμένες περιπτώσεις (όταν π.χ. συμμετείχε ενεργά και η Bundesbank) και φαίνεται ότι καθοριστικός παράγοντας για την επιτυχία τους είναι το αν συνοδεύονται ή όχι με κατάλληλη πολιτική επιτοκίων. Σε ορισμένες περιπτώσεις έγινε προσπάθεια ν'αντιμετωπισθεί η πίεση στην αγορά συναλλάγματος με τη στρατηγική της προσωρινής επιτάχυνσης της διολίσθησης ώστε να αμβλυνθούν οι προσδοκίες για το ύψος της μελλοντικής προσδοκομένης υποτίμησης ή να προκληθούν σταθεροποιητικές κινήσεις εκ μέρους τμήματος της αγοράς (με αγορά του εγχωρίου νομίσματος). Η επιλογή αυτή μόνο όταν συνοδεύθηκε με άλλα μέτρα πολιτικής και κυρίως αύξηση των επιτοκίων στη χώρα με το ασθενές νόμισμα, είχε κάποια αποτελέσματα αν και εγκυμονεί κινδύνους για δημιουργία αποσταθεροποιητικών καταστάσεων στην περίπτωση που η αγορά δεν πείθεται και επικρατήσει η "ψυχολογία του κοπαδιού". Γι' αυτό η επιθετική πολιτική επιτοκίων παραμένει το πιο ευέλικτο και αποτελεσματικό μέσο (αυτό άλλωστε είναι και το κεντρικό συμπέρασμα της συμφωνίας των Κεντρικών Τραπεζών, Basle-Nyborg) για τη στήριξη της συναλλαγματικής πολιτικής. Η εμπειρία εξάλλου της Ελλάδος με τη δραχμή στην διάρκεια της πρόσφατης κρίσης στο ΕΝΣ, επιβεβαιώνει τον κεντρικό ρόλο που θα διαδραματίσει η πολιτική επιτοκίων στο μέλλον για τη στήριξη της συναλλαγματικής πολιτικής και του ισοζυγίου πληρωμών.

Οι Κεντρικές Τράπεζες της Κοινότητας και η Τράπεζα της Ελλάδος θα επικεντρώσουν το ενδιαφέρον τους στο μέλλον στην εξεύρεση τεχνικών αύξησης του κόστους

χρηματοδότησης ανοικτών κερδοσκοπικών θέσεων και παράλληλα δημιουργίας αβεβαιότητας ως προς το τελικό ύψος του κόστους αυτού (που είναι συμβατές με την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων), ως μεθόδων αποθάρρυνσης και "τιμωρίας" της τακτικής ανάληψης κερδοσκοπικών θέσεων.

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ

Η ανάλυση των παραγόντων που προσδιορίζουν τη συναλλαγματική σταθερότητα σε ένα περιβάλλον ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων είναι ένα δύσκολο ζήτημα. Η πρόσφατη εμπειρία έδειξε ότι η επίτευξη ονομαστικής σύγκλισης των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών είναι αναγκαία αλλά όχι ικανή συνθήκη για την επίτευξη συναλλαγματικής σταθερότητας. Μερικοί βασικοί παράγοντες που θα συμβάλλουν στην επίτευξη και διατήρηση συναλλαγματικής σταθερότητας είναι, κατά τη γνώμη μου, οι ακόλουθοι:

1. Η εφαρμογή μιας αξιόπιστης και συνεπούς διαχρονικά οικονομικής πολιτικής μακροοικονομικής σύγκλισης με στόχο την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, την άμβλυνση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, τη μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και κυριότερα, τη δραστική μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του Δημόσιου Χρέους.

2. Ο υψηλός βαθμός διαθεσιμότητας της νομισματικής πολιτικής ώστε να αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά οι κερδοσκοπικές πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος. Ιδιαίτερα σε περιπτώσεις που οι πιέσεις στο νόμισμα δεν δικαιολογούνται από την πορεία των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών (π.χ. Ιρλανδία), τίθεται το ερώτημα σε ποιό βαθμό τα επιτόκια μπορεί να αυξηθούν και να παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα για όσο χρόνο χρειάζεται ώστε να καμφθούν οι υποτιμητικές προσδοκίες και να "τιμωρηθούν" οι κερδοσκόποι. Οι συμμετέχοντες στις αγορές εκτιμούν ότι η διαθεσιμότητα αυτή είναι περιορισμένη σε χώρες: με υψηλό Δημόσιο Χρέος/ΑΕΠ, με Δημόσιο Χρέος που έχει κατά μέσο όρο βραχυχρόνια διάρκεια, που η οικονομία τους βρίσκεται σε φάση οικονομικής ύφεσης, με χαμηλά συναλλαγματικά διαθέσιμα, με εύθραυστο χρηματοπιστωτικό σύστημα και με υψηλό βαθμό ευαισθησίας της συνολικής δαπάνης στις μεταβολές των επιτοκίων. Στις χώρες αυτές, οι πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος θα τείνουν να είναι πιο συχνές, *ceteris paribus*, διότι οι κερδοσκόποι εκτιμούν ότι τα περιθώρια διατήρησης της πολιτικής υψηλών επιτοκίων είναι περιορισμένα.

3. Η βελτίωση της συνεργασίας και του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών των κρατών-μελών της Κοινότητας. Μια από τις αιτίες των πρόσφατων κρίσεων στο ΕΝΣ ήταν και η εκτίμηση των αγορών ότι δεν υπήρχε ενιαία και συντονισμένη αντιμετώπιση των πιέσεων στις αγορές συναλλάγματος από όλες τις Κεντρικές Τράπεζες. Φάνηκε ότι οι κερδοσκοποί είχαν συγκεκριμένη στρατηγική και επέλεγαν προσεκτικά τους "στόχους" τους, ενώ οι Κεντρικές Τράπεζες των κρατών-μελών της Κοινότητας δεν επέδειξαν τον απαραίτητο βαθμό συνεργασίας και συντονισμού των ενεργειών τους.

4. Η οικονομική πολιτική να μην μεταβάλλεται ενόψει εκλογών και όλα τα βασικά κόμματα να δεσμεύονται να ακολουθήσουν διαχρονικά μια συνετή πολιτική μακροοικονομικής σύγκλισης των οικονομικών επιδόσεων. Εκλογικές αναμετρήσεις ή άλλες σταθερές ημερομηνίες σημαντικών πολιτικών ή οικονομικών γεγονότων αποτελούν διεθνώς σημείο αναφοράς για οργάνωση κερδοσκοπικών επιθέσεων. Ιδιαίτερα, το φαινόμενο αυτό ενθαρρύνεται αν υπάρχει αβεβαιότητα ως προς το τελικό αποτέλεσμα των εκλογών και τις προθέσεις των κομμάτων όσον αφορά την οικονομική τους πολιτική.

ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

Οι φορολογικές επιπτώσεις από την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων είναι ένα σημαντικό ζήτημα, που νομίζω ότι δεν έχει εξετασθεί και αναλυθεί επαρκώς και σφαιρικά. Οι γνώσεις μου στα θέματα αυτά είναι περιορισμένες. Θα ήθελα, όμως, να επισημάνω ότι η φορολογική μεταχείριση των προσόδων από κινητές αξίες, του πλούτου και των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών επιδρούν καθοριστικά στις αποφάσεις για τη γεωγραφική τοποθεσία της χρηματοπιστωτικής συναλλαγής, τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών και τον τόπο εγκατάστασης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Με καθεστώς ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων, η εφαρμογή πολιτικής υψηλών φορολογικών επιβαρύνσεων στις παραπάνω συναλλαγές, σε σχέση με τα ισχύοντα σε άλλες χώρες μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα, *ceteris paribus*, την ένταση της φοροδιαφυγής και τη συρρίκνωση της φορολογικής βάσης. Υπάρχει για παράδειγμα σήμερα μια σειρά από αδιευκρίνιστα ζητήματα που συνδέονται με τη φορολογική μεταχείριση των νέων χρηματοπιστωτικών συναλλαγών και κυρίως των προσόδων (τόκοι και υπεραξία) από καταθέσεις κατοίκων σε συνάλλαγμα, από επενδύσεις κατοίκων σε κινητές αξίες στο εξωτερικό σε συνάλλαγμα ή δραχμές, από επενδύσεις σε κινητές αξίες ή καταθέσεις μη

κατοίκων στην Ελλάδα καθώς και με τα δάνεια μη κατοίκων προς κατοίκους. Επίσης οι υπάρχοντες μηχανισμοί για τη σύλληψη και τον περιορισμό της φοροδιαφυγής κρίνονται ως ανεπαρκείς και αναχρονιστικοί για να είναι αποτελεσματικοί. Επιπλέον δεν είναι αμελητέα τα προβλήματα με τη λογιστική και φορολογική μεταχείριση των κερδών, ζημιών ή προσόδων από επενδύσεις σε νέα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τεχνικές καθώς και από υποχρεώσεις στα παραπάνω προϊόντα. Δεν υπάρχει προηγούμενη εμπειρία στην Ελλάδα ούτε το κατάλληλο πλαίσιο για να αποτιμηθούν οι επιπτώσεις.

Θα πρέπει το Υπουργείο Οικονομικών να μελετήσει σφαιρικά το θέμα και να χαράξει μια ενιαία φορολογική πολιτική αναφορικά με τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, σε σχέση πάντα και με την πολιτική που εφαρμόζουν οι άλλες ευρωπαϊκές χώρες στο χρηματοπιστωτικό χώρο (το ζήτημα της εναρμόνισης).

ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ - ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Η ελευθέρωση των εγχώριων αγορών και της κίνησης κεφαλαίων και η διεθνοποίηση των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών διαμορφώνουν ένα νέο πιο ανταγωνιστικό πλαίσιο λειτουργίας στον ελληνικό τραπεζικό και στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό χώρο. Εκτιμάται ότι οι αλλαγές αυτές θα διευρύνουν τους κινδύνους που καλούνται να διαχειρισθούν τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα και θα εντείνουν τις δυσκολίες των πιστωτικών ιδρυμάτων με σοβαρά διαρθρωτικά προβλήματα, χαμηλό βαθμό κεφαλαιακής επάρκειας ή υψηλό κόστος παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Για δεκαετίες το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτούργησε μέσα σε ένα πλαίσιο που τα κυριότερα χαρακτηριστικά του ήταν οι πολλαπλές και πολύπλοκες διοικητικές ρυθμίσεις, οι κρατικές παρεμβάσεις στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, οι περιορισμοί της κίνησης κεφαλαίων, η απαγόρευση ή αποθάρρυνση ορισμένων χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων και η επιδότηση άλλων, ο καθορισμός της διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου των πιστωτικών ιδρυμάτων με διοικητικά μέσα και, γενικότερα, η έλλειψη ανταγωνισμού. Ο έντονος παρεμβατισμός τροφοδότησε την παθητικότητα στον τραπεζικό χώρο, αποτέλεσε πηγή σοβαρών στρεβλώσεων, απέτρεψε την εμφάνιση καινοτομιών, νέων προϊόντων και τεχνικών και δεν συνέβαλε ούτε στον εκσυγχρονισμό του χρηματοπιστωτικού τομέα, ούτε στην οικονομική ανάπτυξη του τόπου. Κυριότερα, όμως, η έλλειψη ανταγωνισμού είχε ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση μιας τραπεζικής κουλτούρας και πρακτικής όπου οι αρχές της

ελαχιστοποίησης του κόστους, της αποτελεσματικής διαχείρισης των κινδύνων και της χρησιμοποίησης τραπεζικών κριτηρίων στις συναλλαγές και του στρατηγικού σχεδιασμού δεν αποτέλεσαν τις θεμελιώδεις βάσεις λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Παράλληλα οι έντονες διασυνδέσεις που αναπτύχθηκαν μεταξύ πολιτικής εξουσίας και τραπεζών υπό κρατικό έλεγχο πολλαπλασίασαν και όξυναν τα προβλήματα.

Το νέο πιο ανταγωνιστικό περιβάλλον που διαμορφώνεται δημιουργεί νέες δυνατότητες για κερδοφόρες δραστηριότητες αλλά και σημαντικούς κινδύνους που απαιτούν αποτελεσματική διαχείριση από τα πιστωτικά ιδρύματα και τις εποπτικές αρχές.

Τα πιστωτικά ιδρύματα και οι λοιποί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, οι θεσμικοί επενδυτές, η Τράπεζα της Ελλάδος και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα πρέπει να προσαρμοσθούν με ταχύτητα στις νέες συνθήκες και να ολοκληρώσουν έγκαιρα την προετοιμασία τους, ο καθένας στον τομέα του, για να αντιμετωπίσουν με επιτυχία τις προκλήσεις που δημιουργεί το νέο πιο ανταγωνιστικό και διεθνοποιημένο περιβάλλον στο χρηματοπιστωτικό χώρο.

Στην Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο της εφαρμογής των Κοινοτικών Οδηγιών για το χρηματοπιστωτικό χώρο και της Συνθήκης του Μαστρίχτ έχουμε σημαντικές ευθύνες για την αποτελεσματική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, την ενίσχυση της διαφάνειας των συναλλαγών και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Είναι δε γεγονός ότι έχουν ήδη γίνει σημαντικά βήματα προς αυτή την κατεύθυνση. Το ίδιο ισχύει για την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναφορικά με τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Η ένταση του ανταγωνισμού πιθανά να επαυξήσει τα προβλήματα των πιστωτικών ιδρυμάτων με διαρθρωτικά προβλήματα, τα οποία πρέπει να αντιμετωπισθούν ριζικά. Η αποτελεσματική εποπτεία, όμως, της Τράπεζας της Ελλάδος δεν απαλλάσσει τις Διοικήσεις των τραπεζών και τα στελέχη τους από τις σημαντικές ευθύνες που αναλαμβάνουν. Η επιτυχής διαχείριση των κινδύνων (risk management) και η αναδιανομή τους στο χρηματοπιστωτικό και οικονομικό σύστημα θα πρέπει να αποτελέσουν το βασικό σκοπό και τη θεμελιώδη βάση των σύγχρονων τραπεζικών εργασιών.

Η ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων διευρύνει και πολλαπλασιάζει τους κινδύνους που καλούνται να διαχειρισθούν τα πιστωτικά ιδρύματα αλλά και οι λοιποί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Εννοιολογικά, οι κίνδυνοι αυτοί μπορούν να ταξινομηθούν σε τέσσερεις

κατηγορίες.

1. Πιστωτικοί κίνδυνοι, που προκύπτουν από την πιθανότητα αδυναμίας του αντισυμβαλλόμενου να εκπληρώσει απρόσκοπτα τις υποχρεώσεις του για υποκειμενικούς ή αντικειμενικούς λόγους
2. Κίνδυνοι αγοράς που προκύπτουν από τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, επιτοκίων και τιμών.
3. Λειτουργικοί κίνδυνοι που προκύπτουν από αναποτελεσματική και ανεπαρκή οργανωτική και διοικητική διάρθρωση, από την διαδικασία σύναψης, εκτέλεσης και τελικού διακανονισμού των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών ή από παράνομες ή παράτυπες ενέργειες ή παραβάσεις του εσωτερικού κανονισμού εκ μέρους του προσωπικού, και
4. Επιχειρηματικοί ή στρατηγικοί κίνδυνοι που προκύπτουν για παράδειγμα από λανθασμένες διαχρονικές στρατηγικές επιλογές ή από έλλειψη μακροχρόνιας στρατηγικής και ευκαιριακής συμπεριφοράς, από απώλεια ελέγχου του κόστους παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, από την ανάπτυξη δυσχερειών ή περιορισμών (bottlenecks) στις δυνατότητες επέκτασης των προσφερομένων υπηρεσιών.

Η αποτελεσματική διαχείριση και αξιολόγηση των παραπάνω κινδύνων από τεχνικής πλευράς απαιτεί ανάμεσα σ'άλλα και τα ακόλουθα.

1. Σημαντικές επενδύσεις σε συστήματα πληροφορικής και σε τεχνογνωσία που θα επιτρέψουν τον αποτελεσματικό εσωτερικό έλεγχο, τη συστηματική παρακολούθηση των συναλλαγών και την έγκαιρη πληροφόρηση των υπευθύνων, την αποτίμηση και διαχείριση των κινδύνων που αναλαμβάνονται, τη σωστή τιμολόγηση των παρεχομένων υπηρεσιών και την πληρέστερη εξυπηρέτηση των πελατών.
2. Υψηλό βαθμό εξειδίκευσης του προσωπικού, και συνεχής βελτίωση της υπηρεσιακής κατάρτισής του, παράλληλα με τη διαμόρφωση της κατάλληλης οργανωτικής και διοικητικής υποδομής, κατάλληλων συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και των απαραίτητων εσωτερικών διαδικασιών.

3. Τη συλλογή, επεξεργασία και αξιολόγηση στατιστικών στοιχείων σε όλο το φάσμα των τραπεζικών εργασιών που προσφέρονται καθώς και των στοιχείων για τις εξελίξεις και τάσεις στις εγχώριες και διεθνείς αγορές και την οικονομία. Έτσι θα καθίσταται εφικτή η διαμόρφωση εκτιμήσεων για τους κινδύνους που αναλαμβάνονται ενώ μακροχρόνια θα υπάρχει η απαραίτητη πληροφόρηση για τη χάραξη μιας επιτυχούς στρατηγικής.

4. Ισχυρή κεφαλαιακή θέση και υψηλά αποθεματικά ώστε να καλύπτονται οι αναλαμβανόμενοι κίνδυνοι και για να παρέχεται στο πιστωτικό ίδρυμα ευελιξία χειρισμών και ευρύτερη πελατειακή βάση (π.χ. παροχή υψηλών πιστωτικών ορίων από άλλα ιδρύματα, προσέλευση αξιόπιστων πελατών, κ.λ.π.).

Αλλά η ικανοποίηση των τεχνικών προϋποθέσεων δεν επαρκεί για την αποτελεσματική διαχείριση των επιμέρους κινδύνων. Απαιτείται το κάθε πιστωτικό ίδρυμα να χαράζει μια μακροχρόνια στρατηγική. Η εφαρμογή των στρατηγικών επιλογών του κάθε ιδρύματος πρέπει να γίνεται με προσεκτική επιλογή ενδιάμεσων και τελικών στόχων που αφενός θα πρέπει να επανεκτιμούνται και να αξιολογούνται συνεχώς με βάση τα νέα δεδομένα, αφετέρου δεν θα πρέπει να στηρίζονται στο άκριτο μιμιτισμό και την επιδίωξη του ευκαιριακού κέρδους.

Η απόκτηση της κατάλληλης τεχνολογίας και τεχνογνωσίας δεν αποτελεί υποκατάστατο για το έμπειρο και διορατικό τραπεζίτη ο οποίος προγραμματίζει μεθοδικά τα επόμενα βήματα αξιολογώντας προσεκτικά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, μελετά προσεκτικά τις εξελίξεις και προοπτικές στις εγχώριες και διεθνείς αγορές, φροντίζει για τον έλεγχο του ρυθμού μεταβολής του κόστους παροχής των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και χαράσσει πολιτική διαμόρφωσης σταθερών μακροχρονίων σχέσεων με τους πελάτες του ιδρύματος στο πλαίσιο της πληρέστερης εξυπηρέτησής τους. Είναι ανάγκη επίσης σ' ένα ελευθερωμένο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον να μη συγχέονται ως ταυτόσημες οι έννοιες του κέρδους και της αποδοτικότητας. Ανάληψη υπερβολικών κινδύνων μπορεί να αποφέρει υψηλά κέρδη βραχυχρονίως, αλλά η απόδοση θα είναι μικρότερη διότι μέρος των συνολικών κερδών αντανakλά αμοιβή για ανάληψη κινδύνων.

Τέλος θα πρέπει να τονισθεί ότι η αποτελεσματική εποπτεία από τα αρμόδια όργανα και η διασφάλιση της επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων είναι αναγκαίες αλλά όχι ικανές συνθήκες για την ενίσχυση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σημερινό δυναμικό και συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Είναι αναγκαίο οι διοικούντες

τα πιστωτικά ιδρύματα να γνωρίζουν επαρκώς το μέγεθος και την ποιότητα των κινδύνων που αναλαμβάνονται και να καθορίζουν ανώτατα όρια μέσω κατάλληλων εσωτερικών συστημάτων και διαδικασιών. Απαιτείται επίσης να ενισχυθούν και οι μηχανισμοί πειθαρχίας της αγοράς (όπως π.χ. η πειθαρχία που επιβάλλει η πιθανότητα πτώχευσης ενός ιδρύματος), η διαφάνεια και η πλήρης πληροφόρηση του κοινού ως προς τη διαμόρφωση των βασικών τραπεζικών δεικτών (αποδοτικότητα, ρευστότητα, κ.λ.π.) και του ισολογισμού του κάθε πιστωτικού ιδρύματος, ώστε να αποθαρρύνεται η ανάληψη υπερβολικών κινδύνων. Τέλος, είναι σημαντικό να καλλιεργηθεί συστηματικά μια νέα τραπεζική κουλτούρα σεβασμού των κανόνων αποτελεσματικής εποπτείας και να μην επιδιώκεται συνεχώς η ανακάλυψη νέων τρόπων παράκαμψης των ισχυουσών διατάξεων με στόχο την επίτευξη προσωρινών κερδών. Αυτή η πρακτική είναι αναγκαία όχι μόνο γιατί επιβάλλεται από κάποια αρμόδια αρχή αλλά γιατί όλοι αντιλαμβάνονται και σέβονται το γεγονός ότι τα πιστωτικά ιδρύματα διαχειρίζονται τις αποταμιεύσεις πελατών τους που τους εμπιστεύθηκαν. Η αξία αυτής της εμπιστοσύνης είναι πολύτιμο αγαθό που δεν πρέπει να θυσιάζεται στον βωμό του ευκαιριακού κέρδους.

**Β. Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ:
ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

Μιράντα Ξαφά
Οικονομικός Σύμβουλος του
Πρωθυπουργού

Θα επικεντρώσω τις παρατηρήσεις μου στην μακροοικονομική πλευρά της απελευθέρωσης των κινήσεων κεφαλαίων, και συγκεκριμένα σε πέντε σημεία:

- ποιό είναι το κόστος των συναλλαγματικών περιορισμών
- ποιές είναι οι προοπτικές που διανοίγονται με την κατάργηση των περιορισμών
- ποιές είναι οι προϋποθέσεις για την απελευθέρωση
- ποιά είναι τα επόμενα βήματα που πρέπει να γίνουν
- ποιά είναι τα διδάγματα από την διεθνή εμπειρία, ιδιαίτερα από την Λατινική Αμερική, ως προς τις προϋποθέσεις και επιπτώσεις από την απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων

Οι συναλλαγματικοί περιορισμοί επιβάλλονται για να μειώσουν την εξαγωγή κεφαλαίων (ώστε η εγχώριοι αποταμιευτικοί πόροι να είναι διαθέσιμοι για την χρηματοδότηση εγχωρίων επενδύσεων), και για να μειώσουν τις κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων κατά την διάρκεια συναλλαγματικών κρίσεων. Συνήθως επιτυγχάνουν το αντίθετο αποτέλεσμα. Κάθε έλεγχος στην εκροή κεφαλαίων περιορίζει και την εισροή, αποστερώντας την οικονομία από πολύτιμους αποταμιευτικούς πόρους. Επί πλέον οι περιορισμοί καταστρατηγούνται με πολλούς τρόπους, συμπεριλαμβανομένων των υπερτιμολογήσεων εισαγωγών και υποτιμολογήσεων εξαγωγών, καθώς και μέσω της δημιουργίας παράλληλης αγοράς συναλλάγματος.

Ακόμη και όταν οι συναλλαγματικοί περιορισμοί καταστρατηγούνται, επιβάλλουν ένα "φόρο" στις εξωτερικές συναλλαγές, περιορίζουν την πρόσβαση επιχειρήσεων, οργανισμών και ατόμων στις διεθνείς χρηματαγορές, μειώνουν τον ανταγωνισμό στην εγχώρια χρηματαγορά, και αποθαρρύνουν την εισροή κεφαλαίων που είχαν εξαχθεί στο παρελθόν από Έλληνες κατοίκους, ποσό που ανέρχεται σήμερα στα 12 δισ. δολάρια σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία της Bank for International Settlements (BIS), δηλ. τριπλάσιο από τα συναλλαγματικά αποθέματα της Τραπέζης Ελλάδος. Συγχρόνως, οι συναλλαγματικοί

περιορισμοί μειώνουν την ανταγωνιστική θέση των εγχωρίων επιχειρήσεων, οι οποίες υπόκεινται σε γραφειοκρατικές διαδικασίες συναλλαγματικών ελέγχων, στερούνται την πρόσβαση στα εργαλεία κάλυψης του συναλλαγματικού ρίσκου, και δεν μπορούν εύκολα να διεθνοποιηθούν λόγω περιορισμών στην εξαγωγή συναλλάγματος για επενδυτικούς σκοπούς.

Επί πλέον, οι συναλλαγματικοί περιορισμοί έχουν σταθεί σοβαρό εμπόδιο στην ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η εμβάθυνση της αγοράς περιορίστηκε από την έλλειψη τεχνικών διαπραγματεύσεως, πέρα από πράξεις τοις μετρητοίς, που είναι διαδεδομένες στις ανεπτυγμένες αγορές, όπως οι πράξεις προθεσμίας (forward), οι πράξεις με δικαίωμα επιλογής (options) και οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων ή νομισμάτων (swaps). Η έλλειψη της ευελιξίας που προσφέρουν οι συναλλαγές αυτές ασφαλώς περιόρισε, μεταξύ άλλων, την εισροή κεφαλαίων. Για παράδειγμα, οι επενδύσεις κεφαλαίων στην Ελλάδα από ταμεία συντάξεων και άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων του εξωτερικού παρεμποδίζονται από την αδυναμία κάλυψης του συναλλαγματικού ρίσκου μέσω προθεσμιακών ή άλλων πράξεων.

Όλα αυτά αλλάζουν με το Προεδρικό Διάταγμα του περασμένου Μαρτίου που απελευθερώνει την κίνηση κεφαλαίων, και με τις πρόσφατες εγκυκλίους της Τραπέζης Ελλάδος που καθορίζουν ένα πλαίσιο εφαρμογής του νόμου με μία απλή και ενιαία διαδικασία για όλες τις συναλλαγές. Οι Ελληνικές επιχειρήσεις μπορούν τώρα να δανειζονται και να επενδύουν στο εξωτερικό, καλύπτοντας συγχρόνως τον συναλλαγματικό κίνδυνο μέσω προθεσμιακών πράξεων, πράξεων με δικαίωμα επιλογής και συμφωνιών ανταλλαγής νομισμάτων ή επιτοκίων. Συγχρόνως, οι Έλληνες αποταμιευτές καθώς και τα ασφαλιστικά ταμεία, διευρύνουν σημαντικά το φάσμα επιλογών τους έχοντας τώρα πρόσβαση σε τίτλους του εξωτερικού οποιασδήποτε διάρκειας. Η απελευθέρωση αυτή, που ισχύει ήδη για τις χώρες της ΕΟΚ, θα επεκταθεί αυτόματα και στις τρίτες χώρες σε ένα μήνα από σήμερα (30.6.1993), εκτός εάν η Τράπεζα της Ελλάδος αποφασίσει να περιορίσει ορισμένες συναλλαγές. Οι κυριότεροι περιορισμοί που θα συνεχίσουν να υπάρχουν μέχρι 30.6.1994, τόσο προς την ΕΟΚ όσο και προς τρίτες χώρες, είναι ο δανεισμός από κατοίκους σε μη κατοίκους με διάρκεια μικρότερη του έτους, συμπεριλαμβανομένων των βραχυχρόνιων καταθέσεων στο εξωτερικό, και προθεσμιακές πράξεις, πράξεις με δικαίωμα επιλογής, και συμφωνίες ανταλλαγής με διάρκεια μικρότερη των τριών μηνών, που είναι οι κατ'εξοχήν κερδοσκοπικές πράξεις σε περίοδο πιέσεων στο ισοζύγιο πληρωμών.

Όσον αφορά τις προϋποθέσεις για την απελευθέρωση, το πρώτο που πρέπει να τονιστεί είναι ότι η απελευθέρωση της κινήσεως κεφαλαίων στην Ελλάδα και αλλού αποτελεί ένα στοιχείο ενός πολύ ευρύτερου προγράμματος σταθεροποίησης και διαρθρωτικών αλλαγών. Η χρονική στιγμή κατά την οποία συντελείται η απελευθέρωση συνδέεται τόσο με τον βαθμό σταθεροποίησης της οικονομίας που έχει επιτευχθεί (δηλ. με την δημοσιονομική προσαρμογή) όσο και με τον βαθμό απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος και με τους στόχους και τα μέσα άσκησης της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής.

Μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα που χρηματοδοτούνται με πληθωριστικό χρήμα αποτελούν ισχυρό κίνητρο για τους κατοίκους να εξάγουν κεφάλαια στο εξωτερικό ώστε να αποφύγουν τον "φόρο πληθωρισμού". Επομένως, η απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων σημαίνει ότι ο φόρος πληθωρισμού δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως σημαντική πηγή εσόδων για το δημόσιο. Επί πλέον, ακόμη και τα μεγάλα ελλείμματα που χρηματοδοτούνται με μη πληθωριστικό τρόπο, δηλαδή με έκδοση ομολόγων, μπορεί να είναι ασύμβατα με την απελευθέρωση της κινήσεως κεφαλαίων στον βαθμό που το διογκούμενο δημόσιο χρέος δημιουργήσει αμφιβολίες για την ικανότητα της χώρας να εξυπηρετήσει το χρέος αυτό.

Προϋπόθεση επομένως για την απελευθέρωση αποτελεί η σταθεροποίηση της οικονομίας. Η ταχύτητα με την οποία μία χώρα μπορεί να κινηθεί προς πλήρη απελευθέρωση της κινήσεως κεφαλαίων εξαρτάται από:

- (α) τον βαθμό στον οποίο έχει εφαρμόσει την κατάλληλη μακροοικονομική πολιτική προς την κατεύθυνση της μείωσης των ελλειμμάτων και του πληθωρισμού, και
- (β) την προθυμία της να πάρει όλα τα απαραίτητα μέτρα πολιτικής ώστε να αυξηθεί η αξιοπιστία της προθέσεώς της να κάνει τα επόμενα βήματα προς την πλήρη απελευθέρωση χωρίς να υπάρξει έστω και παροδική χαλάρωση της πολιτικής.

Οποιαδήποτε χαλάρωση των προσπαθειών δημοσιονομικής προσαρμογής δεν μεταθέτει απλώς το πρόβλημα στο μέλλον, αλλά το εντείνει, λόγω της συσώρευσης δημοσίου χρέους. Όσο δηλαδή καθυστερεί η προσαρμογή, τόσο αυξάνεται η απαιτούμενη προσαρμογή, διότι η συσώρευση χρέους αυξάνει τα πρωτογενή πλεονάσματα που

απαιτούνται ώστε να καλυφθούν οι τόκοι χωρίς προσφυγή σε περαιτέρω δανεισμό. Ιδιαίτερα σε ένα περιβάλλον όπου οι κινήσεις κεφαλαίων έχουν απελευθερωθεί, το ισοζύγιο πληρωμών είναι ιδιαίτερα ευαίσθητο στις προσδοκίες ως προς την συνέχιση της πολιτικής με την απαιτούμενη ένταση και με το προσδοκώμενο αποτέλεσμα.

Δεύτερη προϋπόθεση για την απελευθέρωση του συναλλάγματος (πέρα από την σταθεροποίηση) είναι η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και η ελεύθερη διαμόρφωση των επιτοκίων στην αγορά. Με την κατάργηση των περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων, το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα πρέπει να προσφέρει πραγματικά επιτόκια που είναι όχι μόνο θετικά αλλά και ανταγωνιστικά με αυτά του εξωτερικού, ώστε να προσελκύσει τους επενδυτές. Πέρα από τα επιτόκια, η απελευθέρωση που έχει συντελεστεί τα τελευταία χρόνια αφορά τους πιστωτικούς περιορισμούς και τις υποχρεωτικές δεσμεύσεις των τραπεζών σε κρατικά χρεώγραφα, που περιόριζαν την δυνατότητα των τραπεζών να προσφέρουν υψηλές αποδόσεις στους αποταμιευτές. Με την κατάργηση των υποχρεωτικών δεσμεύσεων, το δημόσιο παύει να έχει προνομιακή πρόσβαση στις αποταμιεύσεις και πρέπει να χρηματοδοτεί τα ελλείμματά του στην αγορά, με επιτόκια που διαμορφώνονται ελεύθερα από την προσφορά και τη ζήτηση κεφαλαίων. Επίσης, με τον τραπεζικό νόμο του 1992, παύει ο εκτοκισμός δανείων που δεν εξυπηρετούνται για δώδεκα μήνες, αυξάνοντας έτσι την διαφάνεια του συστήματος. Συγχρόνως, οι αυξήσεις κεφαλαίου στις μεγάλες κρατικές τράπεζες με προβληματικό χαρτοφυλάκιο, σε συνδυασμό με τις ιδιωτικοποιήσεις εταιριών που ανήκουν κατά πλειοψηφία σε αυτές, ενισχύουν την ανταγωνιστικότητά τους. Η εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος έχει έτσι προχωρήσει σημαντικά.

Η σχεδόν πλήρης απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος από τις διοικητικές ρυθμίσεις του παρελθόντος συνέβαλλε σημαντικά στην απόφαση για απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων. Η ταυτόχρονη απελευθέρωση του Ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος στα πλαίσια της ενιαίας αγοράς, με την δυνατότητα εγκατάστασης τραπεζών που ελέγχονται από τα κράτη-μέλη προέλευσής τους, δημιουργεί ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον για το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η πρόσφατη απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων διευρύνει σημαντικά το φάσμα των υπηρεσιών που μπορούν να προσφέρουν οι τράπεζες. Σε περίοδο εντεινόμενου ανταγωνισμού λόγω ενιαίας αγοράς, οι τράπεζες καλούνται, επομένως, να επεκτείνουν το πεδίο δράσης τους και να προσαρμοστούν ταχύτατα στα νέα δεδομένα.

Είναι η Ελλάδα έτοιμη για την απελευθέρωση; Ναι, υπό την προϋπόθεση ότι θα συνεχιστεί η περιοριστική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική και οι συγκρατημένες μισθολογικές αυξήσεις. Εξ' άλλου, τα περιθώρια αναβολής απελευθέρωσης είναι πολύ περιορισμένα, αν πρόκειται η Ελλάς να συμμετάσχει στην διαδικασία της ΟΝΕ ως πλήρες μέλος. Η συνθήκη του Maastricht προβλέπει την συμμετοχή του νομίσματος ενός κράτους-μέλους στην στενή ζώνη διακυμάνσεων στο ΜΣΙ (+/- 2.25%) για τουλάχιστον δύο χρόνια σαν προϋπόθεση για την ένταξη στην ΟΝΕ. Δεδομένου ότι η απόφαση για την ένταξη θα ληφθεί στα τέλη του 1996, αυτό σημαίνει ότι μόνο οι χώρες που έχουν παραμείνει στην στενή ζώνη διακυμάνσεων τουλάχιστον κατά την διετία 1995-96 πληρούν αυτό το κριτήριο. Σε καμία περίπτωση όμως η Ελλάς, ή οποιαδήποτε άλλη χώρα-μέλος, θα γινόταν δεκτή στη στενή (ή ακόμη και στην ευρεία) ζώνη διακυμάνσεων του ΜΣΙ διατηρώντας συναλλαγματικούς περιορισμούς.

Το επόμενο βήμα για να διασφαλιστεί η νομισματική και συναλλαγματική σταθερότητα είναι η θεσμοθέτηση της ανεξαρτησίας της κεντρικής τραπεζής. Η ανεξαρτησία της Τραπεζής Ελλάδος, που προβλέπεται στην Συνθήκη του Maastricht, δεν πρέπει να θεωρείται μόνο σαν υποχρέωση που απορρέει από την συνθήκη, αλλά και σαν βασική προϋπόθεση νομισματικής και συναλλαγματικής σταθερότητας. Ήδη ο τραπεζικός νόμος του 1992 προβλέπει τη σταδιακή κατάργηση της νομισματικής χρηματοδότησης των ελλειμμάτων μέχρι 1.1.1994. Αλλά αυτό δεν αρκεί. Βασική προϋπόθεση για την ανεξαρτησία είναι η ανάπτυξη μέσων παρέμβασης της τραπεζής στις αγορές χρήματος και συναλλάγματος ώστε να διευκολύνεται η επίτευξη των στόχων της νομισματικής πολιτικής. Στο νέο πλαίσιο λειτουργίας της Τραπεζής Ελλάδος που πρέπει να θεσμοθετηθεί, η Τ.Ε. θα έχει σαν μόνο στόχο την διατήρηση της εξωτερικής και εσωτερικής αξίας της δραχμής (δηλ. σταθερή ισοτιμία και χαμηλό πληθωρισμό), ενώ το δημόσιο θα είναι αποκλειστικά υπεύθυνο για την χρηματοδότηση των ελλειμμάτων από την αγορά, δηλαδή με τρόπο που δεν αυξάνει τον πληθωρισμό. Η ανεξαρτησία της κεντρικής τραπεζής αποτελεί το τελευταίο βήμα στην σταθεροποίηση και υποβοηθάει την εμπέδωση των θετικών προσδοκιών ως προς την διατήρηση της ισοτιμίας και την μείωση του πληθωρισμού, που αποτελούν τον πρωταρχικό στόχο κάθε ανεξάρτητης κεντρικής τράπεζας.

Η ανεξαρτησία της κεντρικής τραπεζής, σε συνδυασμό με την απελευθέρωση του συναλλάγματος, επιβάλλει πειθαρχία στη νομισματική πολιτική. Η εποχή που οι κυβερνήσεις είχαν την δυνατότητα να αυξάνουν τις δημόσιες δαπάνες προεκλογικά για να

εξυπηρετήσουν στενά κομματικά συμφέροντα έχει περάσει ανεπιστρεπτί. Το δημόσιο, έχοντας χάσει την προνομιακή του πρόσβαση στο τραπεζικό σύστημα και στην Τράπεζα της Ελλάδος, δεν έχει εναλλακτικό τρόπο χρηματοδότησης των δαπανών του από την πώληση ομολόγων στο ευρύ κοινό. Ο εξωτερικός δανεισμός περιορίζεται και αυτός, λόγω των πληθωριστικών του επιπτώσεων, σε ένα θεσμικό πλαίσιο όπου η κεντρική τράπεζα είναι ανεξάρτητη και έχει σαν μόνο στόχο την διατήρηση της αξίας του νομίσματος. Σε ένα τέτοιο θεσμικό πλαίσιο, κάθε "λάθος" οικονομικής πολιτικής κοστίζει ακριβά. Η ισοτιμία του νομίσματος είναι καθρέφτης της οικονομικής πολιτικής.

Κλείνοντας, δύο λόγια για την διεθνή εμπειρία από την απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων:

Στις δύο περασμένες δεκαετίες, μία σειρά από αναπτυσσόμενες και βιομηχανικές χώρες απελευθέρωσαν τις κινήσεις κεφαλαίων στα πλαίσια ενός προγράμματος σταθεροποίησης. Ισως το πιο περίφημο πείραμα (το οποίο απέτυχε) ήταν αυτό που επιχειρήθηκε στις χώρες της Νοτίου Λατινικής Αμερικής (Αργεντινή, Χιλή, και Ουρουγουάη) στα μέσα της δεκατίας του 1970. Παρόμοιες απελευθερώσεις κινήσεων κεφαλαίων επιχειρήθηκαν αργότερα με επιτυχία στην Αγγλία, Γαλλία και Νέα Ζηλανδία (1979-87) και στο Μεξικό (1988-90). Η εμπειρία των χωρών αυτών εμπεριέχει πολλά μαθήματα ως προς τις προϋποθέσεις επιτυχίας της απελευθέρωσης, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις όπου υπήρχαν σημαντικές μακροοικονομικές ανισορροπίες.

Πρώτη διαπίστωση είναι ότι η απελευθέρωση της κινήσεως κεφαλαίων μπορεί να επισπεύσει την διαδικασία σταθεροποίησης επιβάλλοντας μακροοικονομική πειθαρχία. Σε περίπτωση όμως που η πρόοδος της σταθεροποίησης είναι ανεπαρκής, η απελευθέρωση μπορεί να αντιστραφεί, όπως συνέβη στην Αργεντινή, Χιλή και Ουρουγουάη την περασμένη δεκαετία. Και στις τρεις χώρες, η απελευθέρωση του συναλλάγματος συνοδεύτηκε από απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και κατάργηση των ανωτάτων ορίων στα επιτόκια. Η παράλληλη μείωση των ελλειμμάτων επέτρεψε κάποια μείωση της νομισματικής επέκτασης και του πληθωρισμού, ο οποίος όμως παρέμεινε υψηλός. Για να ενισχύσουν την προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού, και οι τρεις χώρες άρχισαν να προανακοινώνουν την διολίσθηση του νομίσματός τους, σε ρυθμό χαμηλότερο από την διαφορά του εγχώριου από τον διεθνή πληθωρισμό ("tablita"). Οι εισροές κεφαλαίων που συνόδευσαν την απελευθέρωση του συναλλάγματος ενίσχυσαν την ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας, οδηγώντας σε

επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου και, τελικά, σε συναλλαγματική κρίση και εγκατάλειψη της tablita το 1981-82.

Η αποτυχία αυτών των προγραμμάτων οφείλεται στην αναντιστοιχία μεταξύ της tablita αφ'ενός και της μακροοικονομικής και εισοδηματικής πολιτικής αφ'ετέρου. Στην Αργεντινή και στην Ουρουγουάη το δημοσιονομικό έλλειμμα δε μειώθηκε σημαντικά. Στην Χιλή η αυτόματη αναπροσαρμογή των μισθών βάσει του παρελθόντος πληθωρισμού οδήγησε, σε περίοδο αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, σε αύξηση των πραγματικών μισθών και επέτεινε την επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου. Αντίθετα, το πιο πρόσφατο πρόγραμμα του Μεξικού πέτυχε να μειώσει τον πληθωρισμό και τα ελλείμματα σε μόνιμη βάση. Στην αρχή της εφαρμογής του προγράμματος, τα εγχώρια επιτόκια παρέμειναν σημαντικά υψηλότερα από τα διεθνή επιτόκια, προκαλώντας σημαντική εισροή κεφαλαίων. Αλλά η εμμονή στην δημοσιονομική προσαρμογή και η εξασφάλιση σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων έπεισαν τελικά τις αγορές για την αξιοπιστία της πολιτικής. Το Μεξικό μπόρεσε έτσι να διαχειριστεί την μετάβαση σε χαμηλά επιτόκια και μονοψήφιο πληθωρισμό χωρίς να επαναφέρει διοικητικούς περιορισμούς στο τραπεζικό σύστημα ή στις κινήσεις κεφαλαίων και χωρίς να υποστεί πιέσεις στο ισοζύγιο πληρωμών. Η επιτυχία της πολιτικής βασίστηκε καθαρά στην εμμονή στην δημοσιονομική εξυγίανση, ώστε να ενισχυθεί η αξιοπιστία της συναλλαγματικής πολιτικής και του στόχου για τον πληθωρισμό. Το εκτεταμένο πρόγραμμα ιδιωτικοποίησης συνέβαλε αποφασιστικά στην επιτυχία του προγράμματος σταθεροποίησης, καθώς τα σημαντικά έσοδα από πωλήσεις κρατικών εταιριών, συμπεριλαμβανομένης της τηλεφωνικής εταιρίας (Telmex), των δύο αερογραμμών (Aeromexico και Mexicana), καθώς και του συνόλου των τραπεζών, (που είχαν εθνικοποιηθεί μόλις το 1982, όταν ξέσπασε η κρίση των χρεών), χρησιμοποιήθηκαν για να αποσύρουν δημόσιο χρέος.

Γ. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΣΤΗΝ ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΝΑΝΟΠΟΥΛΟΣ
Γενικός Διευθυντής της Ευρωπαϊκής
Τράπεζας

1. Εισαγωγή

Εδώ και αρκετά χρόνια η Ελλάδα ακολουθεί μια πορεία εκσυγχρονισμού των δομών της Οικονομίας της και απελευθέρωσης των αγορών της που θα την οδηγήσουν τελικά στην νομισματική και οικονομική ένωση με την Ευρώπη των δώδεκα. Οσον αφορά στην χρηματαγορά και την κεφαλαιαγορά, ήδη από τα μέσα της περασμένης δεκαετίας έχουν γίνει πολλά θετικά βήματα για την εσωτερική απελευθέρωση τους. Στο διάστημα αυτό έχουν αρθεί οι πιστωτικοί κανόνες και οι διοικητικοί περιορισμοί, και έχουν εξαλειφθεί σχεδόν όλες οι υποχρεωτικές δεσμεύσεις των τραπεζών σε τίτλους του Δημοσίου. Οσον αφορά στην διεθνή κίνηση κεφαλαίων, που αποτελεί και το αντικείμενο της σημερινής παρουσίασης, η πορεία εκσυγχρονισμού είναι πολύ πιο αργή. Στα επόμενα λεπτά θα προσπαθήσουμε να σκιαγραφήσουμε την πορεία απελευθέρωσης της εξωτερικής αγοράς και να κάνουμε μια πρώτη εκτίμηση των επιπτώσεων που θα έχει στην αγορά χρήματος και συναλλάγματος και στον τραπεζικό τομέα.

2. Στάδια απελευθέρωσης στην κίνηση κεφαλαίων

Θα ήταν σκόπιμο να διαχωρίζαμε την απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων σε τέσσερα στάδια. Το πρώτο στάδιο, το οποίον οριοθετείται στα μέσα περίπου της περασμένης δεκαετίας, περιλαμβάνει την θέσπιση λογαριασμών συναλλάγματος (232) για μόνιμους κατοίκους Ελλάδος. Στο στάδιο αυτό θα μπορούσαμε επίσης να περιλάβουμε την δυνατότητα των Ελλήνων να επενδύουν σε τίτλους του Δημοσίου με ρήτρα συναλλάγματος.

Με το δεύτερο στάδιο, και την ΠΔΤΕ 1933 τον Μάιο του 1991, ξεκινάει ουσιαστικά η απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων μια και επιτρέπονται επενδύσεις σε ομόλογα, μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια του εξωτερικού καθώς και η αγορά ακινήτων εκτός Ελλάδος. Ακόμα, θεσμοθετείται η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος η οποία όμως επιτρέπεται μόνο για πράξεις που αφορούν σε οικονομικές δραστηριότητες που εμπίπτουν στην κατηγορία των τρεχουσών συναλλαγών (εισαγωγές, εξαγωγές, τόκοι, μερίσματα). Παρά τους φόβους

ότι αυτές οι διατάξεις θα άνοιγαν τους ασκούς του Αιόλου και θα διέρρεαν σημαντικά κεφάλαια στο εξωτερικό, οι Κασσάνδρες διαψεύθηκαν και το ενδιαφέρον για επενδύσεις στο εξωτερικό αποδείχθηκε μάλλον χλιαρό. Είναι αξιοσημείωτο ότι οι επενδύσεις σε τίτλους του εξωτερικού δεν πρέπει να ξεπερνούν τα 300 εκατομμύρια δολάρια οι δε προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος τα 150 εκατομμύρια δολάρια. Αυτό συνέβη γιατί η εγχώρια αγορά δεν ήταν τόσο προστατευμένη όσο θα νόμιζε κανείς, μιά και είχε προηγηθεί και το πρώτο στάδιο της απελευθέρωσης που πρέπει να έχει απορροφήσει πάνω από 20 δισεκατομμύρια δολάρια σε επενδύσεις. Επίσης τα επιτόκια της δραχμής ήταν πολύ ελκυστικά, η ενημέρωση του κοινού ήταν πλημμελής και οι διαδικασίες που έπρεπε να ακολουθήσουν οι τράπεζες αρκετά γραφειοκρατικές.

Στο τρίτο στάδιο απελευθέρωσης περιλαμβάνονται οι πρωτοβουλίες που πρόσφατα ανέλαβε τό Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και η Τράπεζα της Ελλάδος, στα πλαίσια της αναβολής της πλήρους απελευθέρωσης μέχρι τον Ιούλιο του 1994, και που έχουν ως εξής:

- (α) συντελείται η απελευθέρωση όλων των προθεσμιακών πράξεων συναλλάγματος, των συμβολαίων χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (*options*) καθώς και των πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων (*swaps*) εφόσον η αρχική τους διάρκεια ξεπερνά τους τρεις μήνες
- (β) απελευθερώνονται οι καταθέσεις σε συνάλλαγμα για διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους
- (γ) απελευθερώνονται όλες οι πράξεις στα λεγόμενα "παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα" (*derivative products*)
- (δ) καταργούνται οι μετατρέψιμες δραχμές και αντικαθίστανται με δραχμές προερχόμενες από-μη κατοίκους, από τους οποίους οι εγχώριες τράπεζες μπορούν να λαμβάνουν καταθέσεις αλλά προς τους οποίους δεν μπορούν να χορηγούν δάνεια, παρὰ για διαστήματα μεγαλύτερα του ενός έτους

Εξ' ίσου σημαντικό θα ήταν να υπογραμμίζαμε τις πράξεις που ακόμα απαγορεύονται. Αυτές είναι η μεταφορά χρημάτων από Έλληνες στο εξωτερικό είτε σε δραχμές είτε σε συνάλλαγμα, ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός από Έλληνες σε συνάλλαγμα,

καθώς και ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός ξένων σε δραχμές.

Το τέταρτο στάδιο στην εξελικτική πορεία της απελευθέρωσης των αγορών συμπίπτει με την άρση όλων των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων που θα πραγματοποιηθεί τον Ιούλιο του 1994, δηλαδή σε ένα περίπου χρόνο. Αν σταθούμε λίγο και κρίνουμε την σκοπιμότητα των πρόσφατων πρωτοβουλιών, καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα:

Οι πρωτοβουλίες αυτές επιτρέπουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, κυρίως για τις επιχειρήσεις, και επίσης ανοίγουν την πόρτα για την εισαγωγή νέων σύγχρονων χρηματοπιστωτικών προϊόντων όπως είναι τα *futures* και τα *options*. Για παράδειγμα μία εταιρία που έχει δανεισθεί σε συνάλλαγμα και κάποια στιγμή φοβάται μια ταχύτερη διολίσθηση της δραχμής ή κρίνει ότι τα δραχμικά επιτόκια είναι αρκετά χαμηλά, μπορεί εύκολα να αγοράσει προθεσμακά το νόμισμα στο οποίο είναι δανεισμένη έναντι της δραχμής, και επομένως να μετατρέψει ουσιαστικά μια υποχρέωση της από συναλλαγματική σε δραχμική. Εναλλακτικά, μια εμπορική επιχείρηση που έχει εισαγωγές με πίστωση μερικών μηνών σε USD ή YEN, νομίσματα με μεγάλες διακυμάνσεις έναντι της δραχμής, αλλά και που δεν επιθυμεί να καλύψει με προαγορά συναλλάγματος τον κίνδυνο της για να μην χρεωθεί τα ψηλά επιτόκια της δραχμής, μπορεί να αγοράσει προθεσμακά αυτά τα νομίσματα έναντι κάποιου Ευρωπαϊκού νομίσματος π.χ. DEM με το οποίο η συμπεριφορά της δραχμής είναι πιο σταθερή και προβλέψιμη. Στην περίπτωση αυτή ο συναλλαγματικός κίνδυνος του USD ή του YEN μετατρέπεται σε κίνδυνο DEM με το οποίο υπάρχει η πολιτική της αργής διολίσθησης. Κάτι παρόμοιο θα μπορούσε να κάνει η επιχείρηση αυτή αν αγοράζε συμβόλαιο χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων *options* USD/DEM ή Yen/DEM, εφόσον ήταν διατεθειμένη να πληρώσει το αντίστοιχο τίμημα (*premium*) για την πράξη αυτή.

Στο χώρο των επιτοκίων τώρα, κάποια επιχείρηση που έχει ένα μεσοπρόθεσμο δάνειο σε USD με κυμαινόμενο επιτόκιο και που κρίνει ότι υπάρχει κίνδυνος να ανέβουν τα Αμερικάνικα επιτόκια καθώς ανακάμπτει η Αμερικάνικη οικονομία μπορεί να χρησιμοποιήσει ένα συμβόλαιο ανταλλαγής επιτοκίων (*interest rate swap*) ώστε να "φιξάρει" το επιτόκιο του δανείου της μέχρι την λήξη του. Στο χώρο των εμπορικών προϊόντων τέλος (*commodities*) μπορεί κανείς να χρησιμοποιεί τις μελλοντικές αγορές του Σικάγου για να "κλείνει" τιμές αγοράς ή πώλησης για μελλοντικές περιόδους. Έτσι π.χ. ένας εισαγωγέας καφέ ο οποίος κρίνει ότι η τιμή του καφέ είναι ιδιαίτερα χαμηλή στα διεθνή χρηματιστήρια θα μπορεί να

"κλείσει" την τιμή του αγοράζοντας μελλοντικά συμβόλαια τα οποία και θα πουλήσει την στιγμή που θα συμφωνήσει την τιμή της πραγματικής αγοράς του καφέ με τον αντισυμβαλλόμενο έμπορο στο εξωτερικό.

Για τον μέσο Έλληνα όμως οι πρόσφατες πρωτοβουλίες δεν σημαίνουν και πολλά πράγματα, μια και είναι δύσκολο να κάνει άμεση χρήση των προϊόντων αυτών. Εφόσον όμως οι εμπορικές τράπεζες κάνουν χρήση των διευρημένων δυνατοτήτων που τους παρέχονται, προσφέροντας σύνθετα τραπεζικά προϊόντα, τότε και ο μέσος Έλληνας θα μπορέσει έμμεσα να ωφεληθεί. Αξιοσημείωτο είναι ότι οι πρόσφατες ρυθμίσεις έχουν σχεδιασθεί κατά τέτοιο τρόπο ώστε να προστατεύουν σημαντικά την δραχμή από κερδοσκοπικές επιθέσεις, κυρίως από το εξωτερικό.

3. Επιπτώσεις στην αγορά επιτοκίων και συναλλάγματος

Οι επιπτώσεις της απελευθέρωσης στην κίνηση κεφαλαίων στις αγορές επιτοκίων και συναλλάγματος δεν αναμένεται να είναι στο άμεσο μέλλον, δραματικές. Αυτό οφείλεται στο ότι όπως αναφέραμε και προηγουμένως διατηρούνται ακόμα σημαντικοί περιορισμοί, κυρίως όσον αφορά στην ευχέρεια ξένων επενδυτών να δανειζονται δραχμές, άρα και να πωλούν την δραχμή σε προθεσμιακή βάση. Επίσης η υποτονική ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς της δραχμής περιορίζει τις δυνατότητες για κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον της δραχμής. Τέλος, υπάρχει ακόμα η ευχέρεια στην Τράπεζα της Ελλάδος, με σύμφωνη γνώμη του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, να θέτει νέους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων εφόσον το κρίνει σκόπιμο.

Βλέποντας όμως λίγο μακρύτερα, πέραν του Ιουλίου 1994, και με την προοπτική της πλήρους απελευθέρωσης στην κίνηση κεφαλαίων η κατάσταση θα μεταβληθεί ουσιαστικά. Στο πλαίσιο αυτό η σημερινή κατάσταση κρίνεται ως ένα μεταβατικό στάδιο σε μια προδιαγεγραμμένη πορεία.

Η πλήρης απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων αποτελεί ένα ουσιαστικό βήμα για την νομισματική ένωση της Ελλάδος με την Ευρώπη. Αυτό συνεπάγεται δύο πράγματα. Πρώτον, ότι επιβάλλεται μιá de facto νομισματική και συναλλαγματική πειθαρχία που σημαίνει ότι η δραχμή θα πρέπει να παρακολουθεί, με βαθμό διολίσθησης που θα βαίνει μειούμενος μέχρι που να μηδενισθεί, το κοινό Ευρωπαϊκό νόμισμα, δηλαδή το ECU. Επίσης υποδηλώνει

ότι η νομισματική πολιτική θα πρέπει να χαράσσεται έτσι ώστε να εξυπηρετούνται οι στόχοι της συναλλαγματικής πολιτικής και επομένως ότι ουσιαστικά η νομισματική πολιτική γίνεται σε μεγάλο βαθμό υποτελής των στόχων της συναλλαγματικής πολιτικής. Δεύτερον, η απελευθέρωση των αγορών σημαίνει ότι τόσο τα δραχμικά επιτόκια όσο και η συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής, δεν θα καθορίζονται σε ένα πλαίσιο διοικητικά προστατευμένο, αλλά σε ένα περιβάλλον όπου οι διεθνείς αγορές χρήματος και συναλλάγματος επιβάλλουν τις απόψεις τους.

Το συμπέρασμα το οποίο συνάγεται είναι ότι εκχωρείται σταδιακά το δικαίωμα άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής σε Κοινοτικά όργανα. Επομένως η δυνατότητα άσκησης αυτόνομης νομισματικής πολιτικής, όπως π.χ. με αιφνίδια νομισματική επέκταση για την καταπολέμηση της ύφεσης, μειώνεται ουσιαστικά. Παράλληλα όμως μειώνονται και οι βαθμοί ελευθερίας στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής, όπως θα ήταν μία πολιτικά πυροδοτούμενη παρέκκλιση από συμφωνημένους δημοσιονομικούς στόχους. Τα αναμενόμενα αποτελέσματα αυτής της εξωτερικά επιβεβλημένης πειθαρχίας, για μια χώρα σαν την Ελλάδα που έχει να επιδείξει στα πρόσφατα 20 χρόνια ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής δείγματα μακροοικονομικής κακοδιαχείρισης και αναξιοπιστίας, δεν μπορεί παρά να είναι θετικά. Υπενθυμίζουμε ότι όσο η Ελλάδα ήταν μέλος του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods από το 1954 μέχρι το 1971, με τη δραχμή σταθερά προσδεσμένη στο δολλάριο, απολάμβανε όχι μόνο έναν από τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης στον κόσμο αλλά και πολύ χαμηλό ρυθμό πληθωρισμού. Βέβαια θα μπορούσε να ισχυρισθεί κανείς ότι οι συγκυρίες της εποχής εκείνης ήταν διαφορετικές.

Σε απάντηση αυτού αξίζει να σημειώσουμε ότι άλλες χώρες της Ευρώπης που προπορευόμενες της Ελλάδος, συνέδεσαν το νόμισμα τους με το ECU και την πειθαρχία που έμμεσα επέβαλε η Bundesbank κατόρθωσαν να απαλλαγούν και αυτές από τον πληθωρισμό και τα τεράστια δημοσιονομικά ελλείμματα που τις μάζιζαν. Το παράδειγμα της Ισπανίας και της Πορτογαλίας νομίζω αποτελεί μία αρκετά πειστική ένδειξη για τα ωφέλη μίας πειθαρχημένης και απο-πολιτικοποιημένης νομισματικής πολιτικής. Ο αντίλογος που θα αντιπαρέβαλε κανείς στα επιχειρήματα αυτά είναι ότι η επιλογή ενός περιβάλλοντος σχετικής αυτονομίας στην οικονομική πολιτική δίνει την δυνατότητα αντίδρασης σε εγγενείς διαρθρωτικές διαταραχές που θα έπλητταν την Ελλάδα περισσότερο από άλλες χώρες.

Ανεξάρτητα από τα οφέλη μιας πειθαρχημένης νομισματικής πολιτικής προκύπτει

ακόμα ένα εύλογο ερώτημα. Τι σημαίνει για την Ελληνική οικονομία η ελευθερία κίνησης κεφαλαίων, στη διαμόρφωση των επιτοκίων και της ισοτιμίας της δραχμής;

Αρχικά θα πρέπει να σημειωθεί ότι στο διαμορφούμενο περιβάλλον θα υπάρχει πολύ στενή αλληλοεξάρτηση μεταξύ επιτοκίων και συναλλάγματος και ότι η διακύμανση των δύο μεγεθών θα είναι σημαντική, στο μέτρο που μεταβάλλονται οι προσδοκίες και τα οικονομικά δεδομένα. Επομένως προκύπτει η ανάγκη για τις επιχειρήσεις και τις τράπεζες να διαμορφώσουν πολιτική και μέσα διαχείρισης κινδύνου που απορρέει από την διακύμανση του νομίσματος και των επιτοκίων. Επίσης, όποια και να είναι τα όπλα που διαθέτουν οι νομισματικές αρχές, η αποτελεσματικότητά τους στην διαμόρφωση επιτοκίων και συναλλάγματος θα είναι πιό περιορισμένη.

Στο νέο περιβάλλον το επιτόκιο και η συναλλαγματική ισοτιμία θα καθορίζονται σε μεγάλο βαθμό με βάση το πως θα κρίνουν οι αγορές, εγχώριες και διεθνείς, αφ' ενός μεν την ακολουθούμενη οικονομική πολιτική ως προς την ορθότητα της και την αξιοπιστία της, αφ' ετέρου δε, την εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών και των επιδόσεων της οικονομίας. Ιδιαίτερη βαρύτητα θα έχει η συμβατότητα μεταξύ των δύο, έτσι ώστε η ακολουθούμενη πολιτική να μην αντιφάσκει με τα οικονομικά δεδομένα (*fundamentals*) μιάς χώρας. Αυτή είναι μια διάσταση η οποία είχε λησμονηθεί και η οποία ήρθε στο προσκήνιο με την νομισματική αναταραχή του περασμένου Σεπτεμβρίου. Χώρες που ακολουθούσαν επί μεγάλο διάστημα αυστηρή αντιπληθωριστική πολιτική με υψηλά πραγματικά επιτόκια και σκληρό νόμισμα είχαν συγχρόνως σοβαρές διαρθρωτικές ανισορροπίες και αδυναμίες όπως: υψηλά δημοσιονομικά ελλείματα και Δημόσιο χρέος, μεγάλες ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ή ψηλό βαθμό ανεργίας και οικονομική ύφεση.

Αυτές οι χώρες που περιλαμβάνουν την Αγγλία, την Ιταλία, την Ισπανία, την Σουηδία, την Νορβηγία, την Φινλανδία αναγκάστηκαν να εγκαταλείψουν άδοξα την πολιτική αυτή και να αφήσουν την ισοτιμία του νομίσματος τους να διαμορφωθεί ελεύθερα με δεδομένη την νομισματική πολιτική που δικαιολογούσαν οι περιστάσεις. Με άλλα λόγια οι διαρθρωτικές ανισορροπίες δεν διορθώνονται μόνον με υψηλά επιτόκια και σκληρό νόμισμα, και αντίθετα μπορούν να υπαγορεύσουν σοβαρές οικονομικές ανακατατάξεις.

Στην περίπτωση της Ελλάδος δύο είναι οι βασικές διαρθρωτικές ανισορροπίες που χρειάζονται άμεση αντιμετώπιση. Η πρώτη και σοβαρότερη έχει να κάνει με τα διαιωνιζόμενα

δημοσιονομικά ελλείμματα και την επικίνδυνη διόγκωση του Δημόσιου χρέους. Στο τέλος του 1993 το σύνολο του Δημόσιου χρέους που περιλαμβάνει την κεντρική διοίκηση, τα ασφαλιστικά ταμεία, τις ΔΕΚΟ, το στρατιωτικό χρέος και τις ανακαταθέσεις των Ελλήνων σε συνάλλαγμα στην Τράπεζα της Ελλάδος (που είναι της τάξεως των 15 δισεκατομμυρίων δολλαρίων), θα μπορεί να προσεγγίζει το 150% του ΑΕΠ.

Το δεύτερο διαρθρωτικό πρόβλημα, όχι τόσο εκρηκτικό όσο το πρώτο, είναι η διάβρωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας που εκδηλώνεται με τον διπλασιασμό του εμπορικού ελλείματος σε πέντε χρόνια (από 7 σε 14 δισεκατομμύρια δολάρια) και την ταυτόχρονη μείωση της βιομηχανικής παραγωγής.

Αυτό που θα έχει σημασία σε μια ελεύθερη αγορά για τον καθορισμό των επιτοκίων και της ισοτιμίας της δραχμής θα είναι η ακολουθούμενη οικονομική πολιτική καθώς επίσης και τα μέτρα που θα έχουν ληφθεί για την άμβλυνση των διαρθρωτικών ανισορροπιών. Στο βαθμό που η πρόοδος στον τομέα αυτό δεν θα είναι σημαντική η δραχμή θα είναι ευάλωτη σε κερδοσκοπικές επιθέσεις και υποτιμητικές τάσεις. Φοβούμαστε ότι τα ψηλά πραγματικά επιτόκια από μόνα τους, χωρίς διόρθωση των διαρθρωτικών προβλημάτων δεν θα μπορέσουν τελικά να πείσουν τις αγορές για την αξιοπιστία της δραχμής.

Στο διαμορφούμενο περιβάλλον τα πράγματα δεν είναι κατ' ανάγκην ζοφερά. Όσο αυστηρές και ανεπιεικής μπορεί να είναι οι αγορές, για χώρες που δεν ακολουθούν συνετή οικονομική πολιτική ή που εμφανίζουν αδιόρθωτες διαρθρωτικές ανισορροπίες, άλλο τόσο μπορούν να επιβραβεύσουν χώρες που εισέρχονται σε ένα "ενάρετο" κύκλο αξιοπιστίας οικονομικής πολιτικής και θετικών επιδόσεων. Παράδειγμα αυτού αποτελεί η Ισπανία η οποία την πενταετία 1986 - 1991 είχε μια πρωτοφανή για τα οικονομικά ιστορικά εισροή κεφαλαίων σε βαθμό που τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας να είναι τα δεύτερα υψηλότερα στον κόσμο μετά την Taiwan και να υπερτερούν των διαθεσίμων της Γερμανίας και της Ιαπωνίας ακόμα. Αυτά τα συναλλαγματικά διαθέσιμα τα οποία ξεπερνούσαν τα 70 δισεκατομμύρια δολάρια εξανεμίσθησαν σε μικρό σχετικά χρονικό διάστημα όταν οι επιδόσεις της οικονομίας έπαψαν να είναι οι αναμενόμενες και όταν οι διαρθρωτικές αδυναμίες έδειξαν ότι δεν υποχωρούν.

Για την Ελλάδα η πρόκληση είναι να φθάσει κάποτε σε σημείο που με την συνετή οικονομική πολιτική της και την αποκλιμάκωση των διαρθρωτικών προβλημάτων της να

κερδίσει την εμπιστοσύνη των διεθνών αγορών, ώστε να μπορέσει να απολαύσει σημαντική εισροή κεφαλαίων και επενδύσεων, χαμηλά επιτόκια και σταθερό νόμισμα.

4. Επιπτώσεις στον τραπεζικό τομέα

Πριν ολοκληρώσουμε την παρουσίαση μας θα ήταν σκόπιμο να επικεντρώναμε για λίγο το ενδιαφέρον μας στον τραπεζικό τομέα και να εξετάζαμε, τι αντίκτυπο θα είχε η απελευθέρωση συναλλάγματος. Είναι οι τράπεζες έτοιμες να αντιμετωπίσουν τις νέες προκλήσεις; Ποιές έχουν το προβάδισμα, και τι σημαίνει αυτό για την ανταγωνιστικότητα και την δομή του τραπεζικού συστήματος;

Όσον αφορά την δυνατότητα προσφοράς και προώθησης των νέων προϊόντων το προβάδισμα μοιάζουν να έχουν αρκετές ξένες και ορισμένες ελληνικές τράπεζες, στο μέτρο που έχουν αναπτύξει την απαραίτητη τεχνική υποδομή. Αυτό περιλαμβάνει την τεχνογνωσία των προϊόντων, την εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού και την ανάπτυξη συστημάτων μέτρησης και ελέγχου του ρίσκου που απορρέει από σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα.

Οι ελληνικές τράπεζες τονίζουν την δυνατότητα χρήσης δικτύου για την προώθηση των προϊόντων αυτών, σαν το βασικό τους συγκριτικό πλεονέκτημα. Αυτό όμως στην ουσία δεν αποτελεί μεγάλο *ατού* μια και τα προϊόντα αυτά προορίζονται για μία εξειδικευμένη πελατεία και προσφέρονται συνήθως από κεντρικά τοποθετημένα dealing rooms. Για ορισμένα από τα προϊόντα για τα οποία ισχύει η απελευθέρωση, ένας βασικός ανασταλτικός παράγων είναι η ρηχή διατραπεζική αγορά της δραχμής και η ανεπαρκής ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς χρεωγράφων του Δημοσίου.

Μεσοπρόθεσμα η απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων, θα οδηγήσει στην προσφορά πιο ανταγωνιστικών τραπεζικών προϊόντων για τους τελικούς χρήστες. Μία ενδιαφέρουσα μελέτη που πραγματοποίησε η Price Waterhouse για λογαριασμό της Κοινότητας, δείχνει σημαντικές αποκλίσεις στην τιμολόγησή τραπεζικών προϊόντων ανάμεσα στις χώρες της Κοινότητας. Η διασυννοριακή απελευθέρωση των αγορών πιστεύεται ότι θα αμβλύνει, ίσως και εξαλείψει τελείως, τις διαφορές αυτές προς όφελος του καταναλωτή. Αυτό το όφελος που καταρχήν έχει εκτιμηθεί σε 0.7% του ΑΕΠ της Κοινότητας, μπορεί να θεωρείται υπερβολικό είναι όμως ενδεικτικό της τάξης μεγέθους των ωφελειών που μπορεί να προκύψουν. Επίσης, ενδιαφέρον είναι ότι η μελέτη αυτή δείχνει πως η Ισπανία και η

Ιταλία, οι μόνες δύο Μεσογειακές χώρες που αποτελούν αντικείμενο της μελέτης, είναι αυτές στις οποίες θα προκύψουν τα μεγαλύτερα οφέλη.

Η ένταση του ανταγωνισμού και η συμπίεση της κερδοφορίας στην παροχή τραπεζικών προϊόντων πιστεύεται, ότι θα οδηγήσει σε μία αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος. Η αναμόρφωση αυτή θα ευνοήσει την συνεργασία και συγχώνευση των τραπεζικών ιδρυμάτων, ακόμα και την εξαγορά τους από τρίτες τράπεζες, ένα φαινόμενο που παρατηρήθηκε έντονα στην Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία.

Η αποδοχή νέων προϊόντων που περικλείουν περισσότερους κινδύνους, η ένταση του ανταγωνισμού και η γρήγορη ανάπτυξη και ανάπλαση του τραπεζικού συστήματος θα πρέπει να προβληματίζουν την Τράπεζα της Ελλάδος που θα πρέπει να εντείνει τον εποπτικό της ρόλο. Αντίθετα ο Έλληνας καταναλωτής τραπεζικών προϊόντων, τόσο ως ιδιώτης όσο και ως επιχείρηση, θα πρέπει να χαίρεται για το άνοιγμα των νέων οριζόντων μια και τελικά θα απολαύσει και χαμηλότερο κόστος χρήματος αλλά και ευνοϊκότερους όρους επένδυσης των αποταμιεύσεων του.

Στ. Κωνσταντινίδης	Πολιτισμός, Παιδεία και Προοπτικές Ενταξης της Κύπρου στη Κοινότητα, Νο. 22
Γ. Συρίχας, Ν. Ν. Χαραλάμπους	Η Εναρμόνιση της Κυπριακής Εμπορικής Πολιτικής με την Κοινή Εμπορική Πολιτική της Κοινότητας εν όψει της Προοπτικής Ενταξης, Νο.23
Χρ. Κληρίδης	Το Κυπριακό Δίκαιο και η Κοινοτική Ενωμένη Τάξη, Νο.24
Μ. Μιχαήλ	Οι Επιπτώσεις της Σύνδεσης της Κύπρου με την Κοινότητα και της Τελωνειακής Ενωσης στη Γεωργία, Νο.25

Υπό έκδοση

Α. Στρατή	Η Εφαρμογή της Αρχής της Ελεύθερης Παροχής Υπηρεσιών στις Θαλάσσιες Μεταφορές εντός των Κρατών-Μελών της Κοινότητας.
-----------	--

Ομάδα Εργασίας (Δ.Γιαννιάς, Π. Γρηγορίου, Χ.Κοκκώσης, Ν. Κωτσοβίνος, Τ.Ξεπαπαδέας, Κ. Σπανού, Γ. Τσάλτας, Ε. Φλογαίτη)	“Συγκλίσεις και Αποκλίσεις μεταξύ Ελληνικής και Κοινοτικής Περιβαλλοντικής Πολιτικής”.
---	--

ΒΙΒΛΙΑ / ΜΕΛΕΤΕΣ

1992

Θ. Γεωργακόπουλος	1992: Η Κατάργηση των Δημοσιονομικών Φραγμών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα και οι Επιπτώσεις στην Ελλάδα
Δ. Βουδούρη	Συνέπειες της Εγκαθίδρυσης της Ενιαίας Εσωτερικής Αγοράς στον Πολιτιστικό Τομέα στην Ελλάδα
Ν. Μαραβέγιας	Η Διαδικασία της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης και η Ελληνική Γεωργία στη Δεκαετία του '90
Τ. Γιαννίσης	Η Δυναμική των Σχέσεων Εξειδίκευσης μεταξύ Ελλάδας - Ισπανίας - Πορτογαλίας - Τουρκίας και Ξένες Επενδύσεις στην Ελλάδα στη Δεκαετία 1980
Χ. Τσαρδανίδης	Η Ανανεωμένη Μεσογειακή Πολιτική της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και η Ελλάδα

1993

Λ. Τσούκαλης (επιμ.)	Η Ελλάδα στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα: Η Πρόκληση της Προσαρμογής
----------------------	---

Δ. Μάρδας Οι Επιπτώσεις της Ενιαίας Αγοράς στο Ελληνικό
Εξαγωγικό Εμπόριο: Μια Ενδοκλαδική Ανάλυση

Υπό έκδοση

Α. Λυμπεράκη Συγκριτική Οικονομική Επίδοση της Ελληνικής και
Ευρωπαϊκής Οικονομίας

Σ. Βαλντέν Βαλκανική Συνεργασία και Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση

Λ. Tsoukalis (ed.) Europe and Global Economic Interdependence

Πρακτικά Συμποσίου
ΕΚΕΜ Ελληνική Πολιτισμική Ταυτότητα και Ευρωπαϊκή
Ενοποίηση.

Ν. Φραγκάκης (επιμ.) Εργαζόμενοι στην Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση

** Υπάρχουν επίσης τακτικές εκδόσεις (μόνο για τους συνδρομητές της "Βαλκανικής Μονάδας" του ΕΚΕΜ) με θέμα τις τρέχουσες εξελίξεις στις Βαλκανικές χώρες, καθώς και ειδικές εκδόσεις κατά χώρα.*