

Η εισήγηση αυτή βασίζεται κατά ένα μεγάλο μέρος στην εργασία των Ομάδων Παρακολούθησης της Οικονομίας οι οποίες έχουν συσταθεί και στα βασικά της συμπεράσματα απηχεί τις απόψεις του Συμβουλίου Εμπειρογνομόνων το οποίο είναι επιφορτισμένο με την εποπτεία του σταθεροποιητικού προγράμματος και του οποίου η τελευταία συνεδρίαση έγινε στις 28 Φεβρουαρίου.

Είναι άξιο μνείας ότι ο μηχανισμός παρακολούθησης που έχει στηθεί λειτουργεί ικανοποιητικά.

#### ΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ

Οι κύριοι στόχοι είναι πέντε:

- (1) Βελτίωση του ισοζυγίου πληρωμών.
- (2) Μείωση του πληθωρισμού.
- (3) Μείωση του ελλείμματος του δημόσιου τομέα.
- (4) Νομισματικό πρόγραμμα συνεπές με τους άλλους στόχους.
- (5) Διατήρηση της οικονομικής δραστηριότητας και απασχόλησης σε επίπεδα ικανοποιητικά αλλά και συνεπή με τους άλλους στόχους.

Οι στόχοι (3) και (4) δεν είναι πρωτογενείς στόχοι αλλά μέσα που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη των πρωτογενών στόχων, (1), (2) και (5). Όμως διεθνώς αποδίδεται στο (3) και (4) μεγάλη σημασία και έχουν φθάσει να θεωρούνται σαν αυτοσκοποί.

Η μισή εισήγηση είναι αφιερωμένη στο ισοζύγιο πληρωμών τόσο γιατί ιεραρχικά ο πρώτος στόχος είναι η βελτίωση του ισοζυγίου όσο και γιατί οι εξελίξεις σ' αυτό τον τομέα δεν δίνουν ακόμα μία ξεκάθαρη εικόνα.

Ι Σ Ο Ξ Υ Γ Ι Ο

Νοέμβριος-Δεκέμβριος.

Το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών για το σύνολο του 1985 ξεπέρασε κατά πολύ αυτό που είχε προβλεφθεί όταν ετοιμάζονταν το σταθεροποιητικό πρόγραμμα, έφθασε δηλαδή στο \$3.3 δισ., έναντι προβλεφθέντος \$2.8 δισ. Σε σχέση με το αντίστοιχο έλλειμμα του 1984, σημειώθηκε χειροτέρευση κατά 56%. Τους δύο τελευταίους μήνες του 85 η χειροτέρευση έναντι των αντίστοιχων μηνών του 84 ήταν 53%, δεν σημειώθηκε δηλαδή επιτάχυνση της χειροτέρευσης. Όταν μάλιστα ληφθεί υπ'όψιν ότι για τους τελευταίους μήνες υπάρχει ένα στοιχείο οπτικής απάτης λόγω της υποτίμησης του δολλαρίου σε σχέση με τα κύρια νομίσματα, σημειώθηκε και επιβράδυνση. (Σε ECU η χειροτέρευση τους δύο τελευταίους μήνες ήταν 33%. Σημειωτέον ότι για το σύνολο του έτους δεν δημιουργείται σοβαρή οπτική απάτη διότι κατά μέσο όρο η ισοτιμία δολλ./ECU το 1985 διέφερε μόνο κατά 3.9% από το 84.) Εν τούτοις το άνοιγμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εξακολούθησε να είναι απαράδεκτα μεγάλο τρυς τελευταίους δύο μήνες του 85-και τούτο παρά τη μεγάλη βελτίωση εισροών απο ΕΟΚ-κυρίως γιατί τα λεγόμενα Leads and lags (επιταχύνσεις αγορών/πληρωμών και επιβραδύνσεις πωλήσεων/εισπράξεων) συνέχισαν και μετά την υποτίμηση του Οκτωβρίου. Τούτο ανεμένετο, γιατί μιά υποτίμηση πάντα δημιουργεί μία αναταραχή στην αγορά για ένα διάστημα, αλλά η διάρκεια της αναταραχής είχε υποεκτιμηθεί. Ενώ, δηλαδή, είχε υποτεθεί ότι θα απεκαθίστατο η εμπιστοσύνη στη δραχμή μετά την ψήφο εμπιστοσύνης της ΕΟΚ υπό μορφή δανείου το Νοέμβριο, οι φήμες για νέα υποτίμηση συνέχισαν να οργιάζουν, αποκορυφώθηκαν στα μέσα Δεκεμβρίου και δεν έπαυσαν παρά προς το τέλος του Ιανουαρίου. Έτσι η πρώτη εμφάνιση των ευεργετικών αποτελεσμάτων των μέτρων στο ισοζύγιο πληρωμών μετατοπίσθηκε για δύο σχεδόν μήνες και κατάλοιπα του προβλήματος φαίνονται και στα προσωρινά στοιχεία του Ιανουαρίου που θα εξετασθούν πιο κάτω.

Ο παράγοντας "εμπιστοσύνη".

Βέβαια ένα άνοιγμα του ισοζυγίου που οφείλεται-και στο μέτρο που οφείλεται-σε leads and lags, είναι αυτοδιόρθωτο. Με την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης τα leads and lags δεν επαναλαμβάνονται -π.χ. δεν αυξάνει η αποθεματοποίηση εισαγομένων προϊόντων- και το ισοζύγιο ωφελείται. Αυτή, αν θέλετε, είναι η ευχάριστη όψη του προβλήματος μας. Και αν τα leads and lags, που είχαν προηγηθεί, ξετυλιχτούν -π.χ. μετριασθεί η υπερ-αποθεματοποίηση που είχε γίνει- το ισοζύγιο βελτιώνεται ακόμη περισσότερο.

Το κλειδί είναι η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στη δραχμή. Και αυτό φαίνεται ότι επι τέλους έγινε. Ένας χαρακτηριστικός δείκτης είναι η μαύρη αγορά για συνάλλαγμα. Στα μέσα Δεκεμβρίου το πρίμ ήταν 25%, έναντι του συνήθους 10-15%. Τώρα η μαύρη έπαθε καθίζηση, λιγοστές πράξεις γίνονται και αυτές σε πρίμ γύρω στο 10%.

[Ένδεικτικά, την Τρίτη 11 Μαρτίου υπήρχε προσφορά με πρίμ 12% αλλά δεν υπήρχαν αγοραστές.]

Ιανουάριος.

Όμως για ένα μεγάλο μέρος του Ιανουαρίου κάποια ανησυχία στην αγορά παρέμενε κι αυτό επηρέασε το ισοζύγιο για το μήνα αυτό. Τη στιγμή που γράφεται το σημείωμα τα στοιχεία που έχουμε είναι προσωρινά. Από αυτά προκύπτει ότι οι πληρωμές για εισαγωγές χωρίς καύσιμα, εκφρασμένες σε δολάρια, αυξήθηκαν κατά 5.8% (με πιθανή αύξηση κατά 7-8% όταν βγούν τα τελικά στοιχεία), ενώ οι εισπράξεις για εξαγωγές χωρίς καύσιμα αυξήθηκαν κατά 27.1%. Μεταφράζοντας αυτά σε ECU (για να ξεφύγουμε από την οπτική απάτη του υποτιμωμένου δολλαρίου) έχουμε μείωση των πληρωμών για εισαγωγές κατά 19% και αύξηση των εισπράξεων για

εξαγωγές κατά 2%. Δεδομένων των συνθηκών του Ιανουαρίου, τα αποτελέσματα αυτά, σωστά εκφρασμένα (δηλαδή σε ECU), δεν είναι απογοητευτικά, χωρίς να είναι ακόμα ικανοποιητικά.

Για πιο εμβαθυμένη ανάλυση χρειάζονται τα λεπτομερέστερα στοιχεία που παρουσιάζουν τόσο η Τράπεζα της Ελλάδος όσο και η ΕΣΥΕ αλλά τα οποία έχουν μεγαλύτερη χρονική υστέρηση. Τα πιο πρόσφατα τελωνειακά στοιχεία της ΕΣΥΕ είναι του Δεκεμβρίου, καλύπτουν δηλαδή μία περίοδο κατά την οποία ανεμένετο μικρή επίδραση των σταθεροποιητικών μέτρων.

Όταν ληφθούν υπόψη και τα καύσιμα (στο ισοζύγιο των οποίων σημειώθηκε αισθητή βελτίωση χωρίς αυτή να οφείλεται ακόμη στη μείωση των τιμών), το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου τον Ιανουάριο ελαττώθηκε στα \$528 εκατ. από τα \$602 εκατ. του προηγούμενου Ιανουαρίου, δηλαδή κατά 12%. (Σε ECU κατά 33%.)

Πιο θεαματική ήταν η πτώση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στο σύνολό του (δηλαδή περιλαμβανομένου και του ισοζυγίου αδήλων), το οποίο μειώθηκε στα \$218 εκατ. από τα \$ 413 εκατ. του προηγούμενου Ιανουαρίου, ήτοι κατά 47%. (Σε ECU κατά 59%.) Η μείωση αυτή είναι βέβαια πολύ χρήσιμη στη διαμόρφωση ευνοϊκών προσδοκιών, δεν υποδηλεί όμως μία αντίστοιχη μακροπρόθεσμη βελτίωση γιατί οφείλεται κυρίως σε μεγάλη αύξηση των εισροών από ταμεία της ΕΟΚ - \$ 219 εκατ. έναντι \$ 83 εκατ.. (Εν μέρει η αύξηση αυτή αντανακλά την υποτίμηση του δολλαρίου: η αύξηση σε ECU είναι 103% ενώ σε δολλάρια είναι 164% σε σχέση με τον Ιανουάριο του 1985.)

Το έλλειμμα  
αύξανε  
ωστόσο  
ω έργο

### Υποχρεωτικές καταθέσεις.

Πάντως από στοιχεία ενός μηνός, που αναπόφευκτα επηρεάζονται από τυχαία γεγονότα, δεν μπορούν να συναχθούν βάσιμα συμπεράσματα. Γι' αυτό στρέφωμαι προς τη μόνη άλλη πηγή πληροφοριών-τις υποχρεωτικές καταθέσεις που θεσπίστηκαν για τις εισαγωγές σαν ένα μέτρο του σταθεροποιητικού προγράμματος. Τα στοιχεία για τις υποχρεωτικές καταθέσεις είναι προσιτά χωρίς καμιά καθυστέρηση. Επίσης μας επιτρέπουν να βλέπουμε και λίγο μπρός γιατί μεταξύ της κατάθεσης και της πληρωμής για την αντίστοιχη εισαγωγή περνάει κάποιος χρόνος. Φυσικά αφορούν μόνο τις εισαγωγές που υπάγονται σε υποχρεωτικές καταθέσεις οι οποίες εκτιμώνται ότι ανέρχονται στο 35% του συνόλου των καταθέσεων.

Συγκρίνοντας τις εγκρίσεις για εισαγωγές οι οποίες αντιστοιχούν στις υποχρεωτικές καταθέσεις που έγιναν μέχρι τέλος Φεβρουαρίου με τις αντίστοιχες εγκρίσεις πριν ένα έτος προκύπτει μια εξοικονόμηση της τάξεως του 30% το οποίο είναι ικανοποιητικό. Σε ECU η εξοικονόμηση είναι της τάξεως του 50%. Επισημαίνεται όμως ότι για τρεις λόγους αυτός ο υπολογισμός υπερβάλλει την εξοικονόμηση και ίσως σημαντικά. Πρώτον, έχει παρατηρηθεί επιτάχυνση των υποχρεωτικών καταθέσεων. Δεύτερον, ένα μεγαλύτερο ποσοστό εγκρίσεων μπορεί να καταλήγει σε πραγματοποιήσεις εισαγωγών τώρα που η έγκριση συνεπάγεται το κόστος της υποχρεωτικής κατάθεσης. Τρίτον, ίσως να υπάρχει κάποια καταστράτηγηση του μέτρου στην εφαρμογή του από τους υπαλλήλους τραπεζών. Τα προβλήματα που σχετίζονται με τους δύο πρώτους λόγους θα τα βασανίσουμε και ελπίζουμε να τα ξεπεράσουμε. Σχετικά με το τρίτο πρόβλημα, πρέπει να μεθοδευθεί ένας αποτελεσματικός έλεγχος από την Τρόπεζα Ελλάδος.

Όταν σε 3-4 εβδομάδες η ΕΣΥΕ έχει έτοιμα τα τελεωνειακά στοιχεία του Ιανουαρίου, θα μπορέσουμε για πρώτη φορά να εκτιμήσουμε και τα αποτελέσματα των υποχρεωτικών καταθέσεων επί των ιδίων των εισαγωγών και όχι μόνο επί των εγκρίσεων έως τώρα. Για τους μήνες Νοέμβριο και Δεκέμβριο το Υπουργείο Εμπορίου έχει ήδη κάνει ένα πρώτο διαχωρισμό μεταξύ των εισαγωγών που υπάγονται στις υποχρεωτικές καταθέσεις και των άλλων. Λόγω όμως υστερήσεων, αυτά τα στοιχεία δεν ενσωματώνουν παρά ελάχιστα την επίδραση των μέτρων. 7

Το συμπέρασμα για το σύνολο του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι ότι αφ'ενός η φημολογία για μιά νέα υποτίμηση ήταν επιζήμια και μετατόπισε την απόδοση των μέτρων για δύο περίπου μήνες έτσι ώστε και τον Ιανουάριο ακόμα τα αποτελέσματα να μην ικανοποιούν αρκετά (εξαιρουμένων των εισροών από ταμεία της ΕΟΚ), αφ'ετέρου όμως οι διάφορες ενδείξεις που υπάρχουν δεν θέτουν υπο αμφιβολία την δυνητική αποτελεσματικότητα (potential effectiveness) των μέτρων όταν αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη, όπως έχει ήδη γίνει σε μεγάλο βαθμό, και επομένως δεν χρειάζεται προς το παρόν πρωτοβουλία για νέα μέτρα. (Οι ευνοϊκές εξελίξεις στο ισοζύγιο καυσίμων, οι οποίες θα αναλυθούν πιο κάτω, εδραιώνουν αυτή την άποψη). Χρειάζεται όμως επαγρύπνηση.

Σχετικά με το αν θα φανεί η αποτελεσματικότητα το Φεβρουάριο, υπάρχει το εξής ενοχλητικό στοιχείο: η υποτίμηση του δολλαρίου μεταξύ Φεβρουαρίου 86 και Φεβρουαρίου 85 είναι η μεγαλύτερη από οποιοδήποτε άλλο δωδεμήμηνο μέχρι τώρα - της τάξεως του 27% σε σχέση με το ECU έναντι 23% από Ιανουάριο σε Ιανουάριο - και επομένως η οπτική απάτη θα είναι πιο έντονη. Όμως, φαίνεται από την ταμειακή κίνηση συναλλάγματος της Τράπεζας της Ελλάδος ότι ο Φεβρουάριος θα είναι ικανοποιητικός. 7

Κίνηση Κεφαλαίων - Ιδιωτικός Τομέας.

Τα στοιχεία αυτού του τομέα για τον Ιανουάριο είναι ελλιπή, λείπουν οι Εμπορικές Πιστώσεις. Κατά τα άλλα, ίσως σαν κατάλοιπο του κλονισμού εμπιστοσύνης, υπάρχει μία μικρή μείωση εισροών (πιο αισθητή σε ECU), εκτός από το κονδύλι για Εμπορικές Τράπεζες όπου σημειώθηκε μεγάλη πτώση. Όμως οι Εμπορικές Τράπεζες κινούν κεφάλαια σε συνάλλαγμα για ίδιο λογαριασμό για λόγους εξισορρόπησης του ισοζυγίου και αυτό εξηγεί τη μεγάλη εισροή τον Ιανουάριο του 85 η οποία δεν επανελήφθη το 86.

Εξωγενείς εξελίξεις.

Εκ προθέσεως έγινε ελάχιστη μνεία για τα καύσιμα ως τώρα γιατί τους αξίζει ξεχωριστή κάλυψη. Η πτώση της τιμής του πετρελαίου είναι μιά από τις δύο εξωγενείς εξελίξεις που επηρεάζουν άκρως ευνοϊκά το ισοζύγιό μας. Η άλλη είναι η υποτίμηση του δολλαρίου.

Από τα στοιχεία της ΕΣΥΕ προκύπτει ότι κατά μέσο όρο οι εισαγωγές μας πετρελαίου κόστισαν το 1985 \$29 το βαρέλι cif. Αν υποθέσουμε ότι το μέσο κόστος το 1986 θα είναι \$ 20 το βαρέλι (πράγμα που με τα σημερινά δεδομένα είναι πολύ συντηρητικό, αλλά δεν μπορεί κανείς να προβλέψει την έκβαση του πολέμου τιμών που γίνεται τώρα), κερδίζουμε \$ 9 το βαρέλι. Σε σταθερά δολλάρια κερδίζουμε περισσότερο, αν υποθέσουμε ότι η μέση σταθμισμένη ισοτιμία του δολλαρίου το 1986 θα είναι κατά 15% χαμηλότερη του 1985, το κέρδος μας σε σταθερά δολλάρια είναι \$ 12 το βαρέλι ( $\$ 20 \times 15\% = \$3 + \$9 = 12$ ).

Από το κέρδος των \$9, έχουμε ήδη ενσωματώσει ένα κέρδος \$ 3 στο σταθεροποιητικό πρόγραμμα, δηλαδή έχουμε υποθέσει \$ 26 το βαρέλι σε

τρέχοντα δολλάρια. Τα επί πλέον \$ 6 οδηγούν στη εκτίμηση ότι το ισοζύγιο καυσίμων θα βελτιωθεί κατά \$ 500 εκατ. (ίσον προς 1.3% του ΑΕΠ) αν οι εγχώριες τιμές πετρελαίου κρατηθούν αμετάβλητες, αν δηλαδή αντισταθμισθεί η πτώση του αργού με πρόσθετους φόρους. Αυτή η εκτίμηση λαμβάνει υπ'όψι τη μείωση των εξαγωγών στις πετρελαιοπαραγωγούς χώρες και την αύξησή τους στις άλλες χώρες. Δεν λαμβάνει υπ'οψί ότι μία πιθανή συνέπεια της μείωσης της τιμής του αργού θα είναι και η μείωση των διεθνών επιτοκίων. Μείωση επιτοκίων κατά μία ποσοστιαία μονάδα βελτιώνει το ισοζύγιό μας κατά 80 εκατ..

/—Αν περάσει η πτώση του αργού στις εγχώριες τιμές εκτιμάται ότι η βελτίωση του ισοζυγίου καυσίμων θα είναι μικρότερη— της τάξεως των \$ 300 εκατ. /

Η ομόφωνη άποψη του Συμβουλίου Εμπειρογνομόνων είναι ότι δεν πρέπει να μειωθούν οι εγχώριες τιμές των πετρελαιοειδών. Οι λόγοι είναι πολλοί. Οι δύο που σχετίζονται με το ισοζύγιο πληρωμών είναι ότι όσο δεν έχουμε χειροπιαστές θετικές εξελίξεις στο λοιπό ισοζύγιο, δεν πρέπει να σπαταλήσουμε το συναλλαγματικό κέρδος από τα καύσιμα και το ίδιο ισχύει όσο δεν ξέρουμε πώς θα διαμορφωθούν τελικά οι τιμές του αργού όταν κοπάσει η παρούσα φάση πολέμου τιμών.

Η υποτίμηση του δολλαρίου ωφελεί τις εξωτερικές μας συναλλαγές στο μέτρο που ωρισμένες υποχρεώσεις μας είναι προκαθορισμένες σε δολλάρια. Αυτό συμβαίνει για ένα μεγάλο μέρος των υποχρεώσεών μας για την εξυπηρέτηση του εξωτερικού μας χρέους, τόσο για τόκους όσο και για χρεολύσια. Φυσικά σε ονομαστικά δολλάρια οι υποχρεώσεις μας μένουν αμετάβλητες. Αλλά μειώνονται σε σταθερά δολλάρια ή σε ECU ή σαν ποσοστό του ΑΕΠ. Αν επαναλάβουμε την υπόθεση ότι σε μέσα επίπεδα η σταθμι-

σμένη ισοτιμία του δολλαρίου το 1986 θα είναι κατά 15% χαμηλότερη από το 85 οι υποχρεώσεις που προαναφέρθηκαν σαν ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι μειώνονται κατά 3/4 της ποσοστιαίας μονάδας περίπου. Μιά άλλη όψη του ιδίου νομίσματος είναι ότι το εξωτερικό χρέος σαν ποσοστό του ΑΕΠ επίσης μειώνεται σημαντικά.

Ένα λογιστικό πρόβλημα με το στόχο μας για το ισοζύγιο.

Ενώ η υποτίμηση του δολλαρίου μας προσκομίζει μεγάλα πραγματικά ωφέλη, μας δημιουργεί συνάμα ένα λογιστικό πρόβλημα ή καλύτερα ένα πρόβλημα δημοσίων σχέσεων με το Ελληνικό Κοινό και ίσως και με την ΕΟΚ.

Επειδή ο στόχος μας για το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι εκφρασμένος σε δολάρια-\$1.700 εκατ. για το 1986-όσο υποτιμάται το δολλάριο τόσο πιο φιλόδοξος γίνεται ο στόχος. Αυτό μπορεί να το δει κανείς με διάφορους τρόπους. Ένας είναι να υποθέσουμε ότι ο στόχος μας είχε προσδιορισθεί σε ECU, οπότε σήμερα σε δολάρια θα πλησίαζε τα 2 δισ. αντί το 1.7 δισ. που έχουμε θέσει. Ένας άλλος τρόπος είναι να παρατηρήσουμε ότι όταν ετέθη ο στόχος αντιπροσώπευε 5% του ΑΕΠ ενώ τώρα αντιπροσωπεύει κάτω από 4,5%.

Παρ'όλο που ο στόχος είναι φιλοδοξότερος (για τον πιο πάνω λόγο αλλά και επίσης γιατί το σημείο εκκίνησης είναι ένα έλλειμμα \$ 3.4 δισ. αντί του \$ 2.8 δισ. που υποτέθηκε όταν καταρτίζονταν το πρόγραμμα), εμμένουμε προς το παρόν σ'αυτόν, δηλαδή στα \$ 1.700 εκατ., και τούτο γιατί οι ευνοϊκές εξωγενείς εξελίξεις μας επιτρέπουν, μέχρι αποδείξεως του εναντίου να είμαστε πιο φιλόδοξοι.

/Σ'αυτό το σημείο ή κάπου αλλού ίσως πρέπει να λεχθεί κάτι για την συναλλαγματική πολιτική. Επισημαίνεται ότι αυτή τη στιγμή η ανταγωνιστικότητα μας (μετρημένη με το σχετικό κόστος κατά μονάδα/προϊόντος) έχει μειωθεί κατά δύο περίπου ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με αυτή που είχαμε επιτύχει την επομένη της υποτίμησης, αλλά θα την ξανακερδίσουμε ως το τέλος του δευτέρου τετραμήνου γιατί το σενάριο μας προβλέπει κάποια επιτάχυνση της διολίσθησης ενώ η ΑΤΑ της 1.5.86 θα είναι μόνο 1% λόγω εποχικής πτώσης του πληθωρισμού\_7.

## ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Η ΑΤΑ που δόθηκε την 1.1.86 ήταν 4,5%. Αυτή η ΑΤΑ, καθώς και ο προβλεφθείς πληθωρισμός (8,5%) με βάση τον οποίο υπολογίστηκε η ΑΤΑ μετά την αφαίρεση του εισαγόμενου πληθωρισμού (4%), ήταν συνεπής με ένα στόχο πληθωρισμού 16% από Δεκ. σε Δεκ. (έναντι 25% για το αντίστοιχο δωδεκάμηνο του 85).

Το προβλεφθέν 8,5% για το πρώτο τετράμηνο του 86 συγκρίνεται με πληθωρισμό 6,6% για το αντίστοιχο τετράμηνο του 85. Ήδη όμως τους πρώτους δύο μήνες του 86 ο σωρευτικός πληθωρισμός είναι μικρότερος ακόμα και από τους αντίστοιχους δύο μήνες του 85, για την ακρίβεια 1.6% έναντι 2.1%.

Δύο μήνες δεν είναι αρκετοί για να συμπεράνει κανείς ότι ο στόχος του 16% θα ξεπεραστεί προς το καλύτερο. Η αρμόδια ομάδα παρακολούθησης εμμένει προς το παρόν στο 16%, αλλά δεν έχει ακόμα ενσωματώσει στο μοντέλλο της την καλύτερη απόδοση των δύο πρώτων μηνών και τις συνέπειες για τις προσεχείς ΑΤΑ που πηγάζουν από αυτό το αποτέλεσμα.

Οι δύο προσεχείς μήνες θα είναι κρίσιμοι, μεταξύ άλλων και γιατί θα φανεί αν, όπως ισχυρίζονται μερικοί, η μεγαλύτερη από την αναμενόμενη πτώση του Φεβρουαρίου οφειλέται σε ασυνήθως μεγάλες εκπτώσεις οι οποίες θα αντιστραφούν τον Μάρτιο.

Πάντως τα μέχρι τώρα αποτελέσματα των μέτρων στο μέτωπο του πληθωρισμού δικαιολογούν μία συγκρατημένη αισιοδοξία. [Υπέρ της αισιοδοξίας συνηγορεί και το γεγονός ότι με βάση τους πρωτογενείς συντελεστές κόστους (Αγροτικές τιμές στον παραγωγό, κόστος εργασίας κατά

μονάδα προϊόντος στον αστικό τομέα, κέρδη, έμμεσοι φόροι και επιδοτήσεις, Τιμές εισαγομένων) ο πληθωρισμός από Δεκ.σε Δεκ.υπολογίζεται στο 14,5%. Μακροπρόθεσμα αυτός ο τρόπος υπολογισμού είναι ο καλύτερος.]

[Η αρμόδια ομάδα παρακολούθησης δεν είχε πληροφορίες για το αν και κατά πόσο καταστρατηγείται η εισοδηματική πολιτική. Καλό θα είναι να θεσπισθεί ένας μηνιαίος απολογισμός από το Υπ. Εργασίας ο οποίος να στέλνεται στο Υπ. Εθν. Οικονομίας. Θα βοηθηθεί η ομάδα παρακολούθησης εάν τα τριμηνιαία στοιχεία για τις αμοιβές εργασίας επισπευσθούν. Τώρα έχουν υστέρηση 7 μηνών.]

/Ίσως να χρειάζεται και κάποια αναφορά σε απεργίες, διαδηλώσεις κλπ.]

#### ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Πρός το παρόν δεν υπάρχουν συγκεκριμένα στοιχεία για το 1986 για την πορεία των εσόδων/δαπανών τόσο του κρατικού προϋπολογισμού /λέγεται όμως ότι ο κ. Τσοβόλας διαισθάνεται ότι τα έσοδα πάνε σχετικά καλά ] όσο και των ΔΕΚΟ. Το Υπουργείο Οικονομικών προγραμματίζει να έχει τελειώσει ως τον Απρίλιο την μηχανογράφηση των εσόδων, οπότε θα αρχίσουν να υπάρχουν πρόσφατα απολογιστικά στοιχεία.

Ίσως να είναι αρκετό να παρατηρήσει κανείς ότι, ενώ το Συμβούλιο Εμπειρογνομόνων θεωρούσε την επίτευξη του στόχου για το έλλειμμα του δημόσιου τομέα τον ασθενέστερο κρίκο στην αλυσίδα των μέτρων, οι ευνοϊκές εξωγενείς εξελίξεις βάζουν και αυτό το θέμα κάτω από ένα καινούργιο πρίσμα. Αν οι εγχώριες τιμές των πετρελαιοειδών κρατηθούν σταθερές με αντισταθμιστικές ρυθμίσεις προς όφελος είτε του προϋπολογισμού είτε του λογαριασμού πετρελαιοειδών, τα έσοδα του δημόσιου τομέα θα αυξηθούν τουλάχιστον κατά 80 δισ. δραχμες,

ήτοι περί το 1,5% του ΑΕΠ. (Αυτό προκύπτει από την εξοικονόμηση \$9 κατά βαρέλι αργού. Για το δημόσιο τομέα το σημείο σύγκρισης είναι τα \$29 που κόστισε το βαρέλι κατά μέσο όρο το 1985 και όχι τα \$26.) Επί πλέον, για κάθε 10δραχμές που πέφτει η ισοτιμία του δολλαρίου προς τη δραχμή, οι δραχμικές δαπάνες για την εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους μειώνονται κατά 8,5-9 δισ δρχ. Σημειωτέον ότι στην κατάρτιση του προϋπολογισμού ενσωματώθηκε η υπόθεση ότι η ισοτιμία θα ήταν 156 δρ. ενώ στις 28 Φεβρουαρίου ήταν 139.

Φυσικά δεν μπορεί να προεξοφλήσει κανείς ότι οι εξωγενείς εξελίξεις θα παραμείνουν ευνοϊκές καθ'όλο ή κατά το μέγιστο μέρος του 1986 και γι' αυτό το λόγο, μεταξύ άλλων, εξυπακουέται ότι το Υπουργείο Οικονομικών και η Γραμματεία ΔΕΚΟ θα συνεχίσουν την έντονη κινητοποίησή τους για την εκτέλεση των προγραμματισθέντων τόσο από πλευράς εσόδων όσο και από πλευράς δαπανών.

#### ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ

Με τη δημοσίευση του νομισματικού προγράμματος συμπληρώθηκε το πακέτο των σταθεροποιητικών μέτρων. Το νομισματικό πρόγραμμα διέπεται από συνέπεια προς τους άλλους στόχους των σταθεροποιητικών μέτρων και ιδιαίτερα τους στόχους για το ισοζύγιο, το έλλειμμα του δημόσιου τομέα και τον πληθωρισμό. Οι εξωγενείς εξελίξεις ελήφθησαν υπόψη μόνο εν μέρει γιατί δεν είχαν φανεί στις παρούσες διαστάσεις τους όταν καταρτίζονταν το πρόγραμμα και γιατί δεν μπορεί να προεξοφλήσει κανείς ότι θα παραμείνουν σ'αυτές τις διαστάσεις καθ'όλον το έτος.

Επειδή το έλλειμμα του δημόσιου τομέα, και μετά τη μείωση που στοχεύεται, θα παραμείνει υψηλό το 1986, οι πιστώσεις για το δημόσιο προβλέπεται να αυξηθούν περισσότερο από την αύξηση πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα.

Αυτό έδωσε αφορμή σε διαμαρτυρίες για δήθεν προκατάληψη του νομισματικού προγράμματος κατά του ιδιωτικού τομέα. Αλλά με δεδομένο το έλλειμμα του δημοσίου, το οποίο ήταν γνωστό από πολύ νωρίτερα, οι επιλογές του νομισματικού προγράμματος είναι περιορισμένες. Τι ήθελαν οι διαμαρτυρόμενοι, να επιβληθεί διαφορετικό έλλειμμα στον Προϋπολογισμό δια του νομισματικού προγράμματος ή να κηρύξει χρεωκοπία το κράτος.

Ακόμη χονδροειδέστερη ήταν η διαστρέβλωση που προέκυψε από μια στοιχειώδη παρανόηση. Γράφτηκε ευρύτατα στον τύπο ότι ο ιδιωτικός τομέας συμπιέζεται έντονα γιατί προβλέπεται αύξηση των πιστώσεων προς αυτόν κατά 15% ενώ ο πληθωρισμός προβλέπεται στο 23%, δηλαδή μία σημαντική μείωση σε πραγματικά μεγέθη. Όμως το 23% αναφέρεται στον πληθωρισμό σε μέσα επίπεδα, ενώ η σωστή σύγκριση είναι με τον προβλεπόμενο πληθωρισμό μεταξύ αρχής και τέλους του έτους, δηλαδή 16%, εφ'όσον η προγραμματισμένη αύξηση των πιστώσεων αφορά την περίοδο μεταξύ 1ης Ιανουαρίου και 31ης Δεκεμβρίου. Με τη σωστή σύγκριση συμπεραίνεται βέβαια ότι οι πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα, σε πραγματικά μεγέθη, θα μείνουν σχεδόν αμετάβλητες.

Ίσως από αυτό το επεισόδιο, καθώς και πολλά άλλα που συμβαίνουν καθημερινά, θα πρέπει να μάθουμε κι'εμείς ότι πρέπει να καλλιεργήσουμε την τέχνη των δημοσίων σχέσεων.

X Η στροφή από καταθέσεις προς χαρτονόμισμα, η οποία άρχισε μετά την αναγγελία των μέτρων και η οποία δημιούργησε ωρισμένες στενότητες, ήταν και αυτή μία συνέπεια του κλίματος αβεβαιότητας και φημολογίας το οποίο δημιουργήθηκε. Ηδη όμως η κατάσταση έχει αρκετά εξομαλυνθεί. Από τον πίνακα φαίνεται ότι για το σύνολο της περιόδου από 2.1.86 έως 5.3.86 ναί μεν οι καταθέσεις αυξήθηκαν λιγότερο από τις αντίστοιχες

πρίν 12 μήνες (+1.422 εκατ.δρχ. έναντι +21.598 εκατ.), αλλά η διαφορά υπερκαλύπτεται άνετα, από την αύξηση των υποχρεωτικών καταθέσεων για εισαγωγές (48.4 δισ. μείον 19.5 δισ = 28,9 δισ).

Παρ'όλο που τα στοιχεία για τις καταθέσεις εκδίδονται επίσημα με υστέρηση δύο μηνών και πάνω, η πρόσφατη πορεία των καταθέσεων γίνεται γνωστή στον τύπο όπου επαναλαμβάνεται συνεχώς ότι πηγαίνουν άσχημα και ότι θα χρειασθεί αύξηση επιτοκίων για να καλυτερεύσουν. Αυτό βέβαια οφείλεται στην παρανόηση που απορρέει από το ότι δεν λαμβάνονται υπ'όψιν οι υποχρεωτικές καταθέσεις. Μία άλλη πηγή παρανόησης των συγκριτικών στοιχείων προκύπτει από τις επιπτώσεις της απεργίας τραπεζοπαλλήλων το Φεβρουάριο του 1985 η οποία οδήγησε σε τεχνητή διόγκωση των καταθέσεων όψεως επειδή οι καταθέτες επιταγών πιστώνονταν ενώ οι οφειλέτες δεν χρεώνονταν. Φυσικά η διόγκωση ήταν προσωρινή και, όπως δείχνει ο πίνακας, είχε σχεδόν εξουδετερωθεί το πρώτο πενθήμερο του Μαρτίου 1985.

Γενικότερα η σχέση μεταξύ νομίσματος και καταθέσεων επανέρχεται σε ομαλά επίπεδα. Το M3, δηλαδή το χρήμα με ευρεία έννοια, έτεινε να κινηθεί στους πρώτους δύο μήνες του 86 με ρυθμούς συνεπείς με το νομισματικό πρόγραμμα. Από προσωρινά στοιχεία των εμπορικών τραπεζών (μη συμπεριλαμβανομένων δηλαδή και στοιχείων από τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς) προκύπτει ότι τον Ιανουάριο σημειώθηκε μία μείωση της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα της τάξεως των 3 δισ. η οποία όμως σαν ποσοστό του συνόλου είναι πολύ μικρή και, όπως βεβαιώνουν οι ειδικοί επί των νομισματικών, άνευ σημασίας.

Σε περίοδο απότομης στροφής του πληθωρισμού είναι πάντοτε δύσκολο να εκτιμηθεί το πραγματικό επιτόκιο γιατί εκείνο που αφαιρείται από το ονομαστικό επιτόκιο για να φθάσει κανείς στο πραγματικό δεν είναι ούτε ο πληθωρισμός του προηγούμενου δωδεκαμήνου ούτε η επίσημη πρόβλεψη  
./..

για τον πληθωρισμό του προσεχούς δωδεκαμήνου αλλά οι προσδοκίες του κοινού για το προσεχές δωδεκάμηνο. Πάντως, λαμβανομένων υπ' όψι των πρόσφατων νομισματικών εξελίξεων, και αν ακόμη υπήρχε ανάγκη πριν ένα μήνα για αύξηση επιτοκίων, πράγμα που αμφισβητείται από πολλούς, η ανάγκη αυτή μειώθηκε σημαντικά (αν και όλα τα μέλη του Συμβουλίου Εμπειρογνωμόνων ίσως δεν θα συμφωνούσαν ότι εξέλειπε τελείως).

#### ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ:

Το σταθεροποιητικό πρόγραμμα χτίστηκε έτσι ώστε να μην προβλέπεται αξιοσημείωτη μείωση της απασχόλησης και του ΑΕΠ σε πραγματικά μεγέθη (κάποια αύξηση της ανεργίας λόγω μεγαλύτερης προσφοράς εργασίας είναι δυνατή). Η μείωση της εσωτερικής ζήτησης αντισταθμίζεται από την προβλεπόμενη αύξηση των εξαγωγών και την υποκατάσταση εγχωρίων προϊόντων για εισαγόμενα. Εν τούτοις ο κίνδυνος κάποιας περισσότερο από οριακής ύφεσης δεν μπορούσε να αποκλισθεί αν και οι ψίθυροι για καθίζηση της οικονομίας το Φεβρουάριο/Μάρτιο ήταν πάντοτε αβάσιμοι.

Από τις μέχρι τώρα εξελίξεις, σωρευτικές ενδείξεις για ύφεση δεν φαίνεται να υπάρχουν. Ο γενικός δείκτης όγκου λιανικών πωλήσεων σημείωσε απότομη άνοδο τον Οκτώβριο (11%) καθώς το κοινό επιχειρούσε να αγοράσει πριν περάσουν οι αυξήσεις τιμών που συνεπάγεται η υποτίμηση. Τους δύο επόμενους μήνες, Νοέμβριο και Δεκέμβριο, έγινε πλήρης αντιστροφή, ώστε για το τελευταίο τρίμηνο του 1985 στο συνολό του προέκυψε μία αύξηση μόνο κατά 0,6%. Η προβλεπόμενη πτώση της ζήτησης καθυστερεί, εν μέρει, λόγω των φημών για νέα υποτίμηση που κυριαρχούσαν και το Δεκέμβριο.

Η κατανάλωση τσιμέντου ( που δίνει μια ένδειξη για τις επενδύσεις

σε κατασκευές) αυξήθηκε το τρίμηνο Νοεμβρίου 85-Ιανουαρίου 86 κατά 18,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο 12 μήνες νωρίτερα. Οι καιρικές συνθήκες ευνόησαν τις κατασκευαστικές επενδύσεις, η αύξηση των οποίων φαίνεται επίσης και από τις άδειες οικοδομών. Όμως οι άδειες για επενδύσεις που υπάγονται στο Ν. 1262/82 παρουσίασαν μείωση κατά 30% το τρίμηνο Νοεμβρίου-Ιανουαρίου. Η μεταποίηση έδειξε επιτάχυνση τον Νοέμβριο-Δεκέμβριο 85 έτσι ώστε να τελειώσει ο χρόνος με μία αύξηση 1% περίπου σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο έναντι μιας αύξησης 0,3% στο πρώτο δεκάμηνο. Ανάλογες ήταν και οι εξελίξεις στα ορυχεία και τον ηλεκτρισμό. Η αύξηση τουριστών κατά 10,4% τον Ιανουάριο του 86 επί του Ιανουαρίου του 85 είναι μία ένδειξη για την τουριστική δραστηριότητα.

Ο αριθμός εγγεγραμμένων ανέργων στον ΟΑΕΔ έκανε ένα άλμα τον Ιανουάριο (35.6% έναντι του αντίστοιχου μήνα το 85) που οφείλεται όμως στην προκήρυξη προσλήψεων από την Εμπορική Τράπεζα με γνώμονα τα μόρια, πράγμα που προέκάλεσε 40.000 αιτήσεις και την εγγραφή ως ανέργων των ιδίων των αιτούντων καθώς και των γονέων τους με στόχο τη συσσώρευση μορίων.

Το Νοέμβριο και Δεκέμβριο η εικόνα που έδιναν οι αριθμοί των εγγεγραμμένων ανέργων δεν ήταν ανησυχητική. Σε σχέση με τους ίδιους μήνες του 84 οι εγγεγραμμένοι άνεργοι αυξήθηκαν κατά 10.9% και 14% αντίστοιχα, σε σύγκριση με μία μέση αύξηση κατά 26% για τους πρώτους δέκα μήνες του 85. Επίσης για την περίοδο Νοεμβρίου-Ιανουαρίου σε σχέση με την αντίστοιχη πρίν ένα έτος, ο ΟΑΕΔ αύξησε τις τοποθετήσεις μισθωτών σε εργασία κατά 3% ενώ οι απολύσεις που κατέγραψε σημείωσαν μείωση κατά 0.3%, οι δε κενές θέσεις εργασίας που του ήταν γνωστές ήταν περισσότερες κατά 41.2%.

Η απασχόληση στη βιομηχανία το Νοέμβριο-ο τελευταίος μήνας για τον οποίο υπάρχουν στοιχεία-αυξήθηκε κατά 0.2% έναντι του αντίστοιχου μήνα το 84, ενώ για τους προηγούμενους δέκα μήνες είχε σημειωθεί μία μέση μείωση κατά 1.5%. Για το δημόσιο τομέα δεν υπάρχουν πρόσφατα στοιχεία αλλά, αντίθετα με την προηγούμενη εμπειρία, δεν αναμένεται ότι η απασχόληση του τομέα θα παρουσιάσει αύξηση.

#### Σ Υ Μ Π Ε Ρ Α Σ Μ Α Τ Α

Αυτή η επισκόπηση της οικονομίας και ιδιαίτερα των επιπτώσεων του σταθεροποιητικού προγράμματος πρέπει να κλείσει με το ερώτημα αν εν όψει των διαφόρων εξελίξεων που επισημάνθηκαν κρίνεται τώρα αναγκαίο να ληφθούν συμπληρωματικά μέτρα. Η απάντηση είναι σαφώς αρνητική. Αυτή είναι και η ομόφωνη άποψη του Συμβουλίου Εμπειρογνομόνων. Πρέπει όμως να επαγρυπνούμε συνεχώς.