

Προβλήματα και Προοπτικές Ενόψη της
Ελευθέρωσης της Κίνησης Κεφαλαίων την 1/7/94

Νικόλαος Β. Καραμούζης, Υποδιοικητής ΕΤΒΑ.

Α. Κατηγορίες Κίνησης Κεφαλαίων που Ελευθερώνονται και Πιθανά
Προβλήματα προς Αντιμετώπιση (εκτός των μακροοικονομικών).

Την 1/7/94 η Ελλάδα έχει δεσμευθεί να καταργήσει τους ισχύοντες περιορισμούς στη βραχυχρόνια κίνηση κεφαλαίων, ώστε να υπάρξει πλήρης προσαρμογή της χώρας στις διατάξεις των Οδηγιών του Συμβουλίου 88/361/ΕΟΚ της 22.6.88 και 92/122/ΕΟΚ της 21.12.92. Επίσης, θα πρέπει ν' αποφασισθεί από την Κυβέρνηση αν θα γίνει η εξομοίωση του καθεστώτος απελευθέρωσης και έναντι των χωρών εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως έγινε με την Π.Δ.Τ.Ε. 2227/93 στην προηγούμενη κατάργηση περιορισμών σε ορισμένες κατηγορίες της κίνησης κεφαλαίων. Οι περιορισμοί που διατηρούνται μέχρι την 30η Ιουνίου 1994 και θα πρέπει να καταργηθούν είναι οι ακόλουθοι.

1. Καταθέσεις στο Εξωτερικό

Καταργούνται όλοι οι περιορισμοί σε πράξεις που πραγματοποιούνται από κατοίκους σε τρεχούμενους λογαριασμούς και καταθέσεις σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού διάρκειας μικρότερης του ενός έτους. Δηλαδή, κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο στην Ελλάδα θα μπορεί ελεύθερα ν' ανοίγει τραπεζικούς λογαριασμούς σε δραχμές ή συνάλλαγμα σε πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στο εξωτερικό και θα διαπραγματεύεται χωρίς περιορισμούς το επιτόκιο και τους λοιπούς όρους συναλλαγής.

Ειδικά ζητήματα προς εξέταση σ' αυτή την κατηγορία πέραν των μακροοικονομικών επιπτώσεων είναι τα ακόλουθα:

- Ποιό φορολογικό καθεστώς θα ισχύει για τα έσοδα (τόκους συν συναλλαγματικές διαφορές) από καταθέσεις κατοίκων Ελλάδος σε συνάλλαγμα

στο εξωτερικό (π.χ. θα ισχύσουν οι διακρατικές συμφωνίες, σε όσες περιπτώσεις υπάρχουν, ή η φορολόγηση των τόκων θα γίνει σύμφωνα με το καθεστώς που ισχύει για τις δραχμικές καταθέσεις κ.λ.π.) και ποιοί μηχανισμοί έχουν δημιουργηθεί ή θα δημιουργηθούν για την εφαρμογή της φορολογικής πολιτικής που θα ισχύσει σ' αυτή την κατηγορία ώστε να μειωθούν οι δυνατότητες φοροδιαφυγής; Πάντως, υπενθυμίζουμε ότι μέχρι σήμερα δεν φορολογούνται οι τόκοι από καταθέσεις Ελλήνων σε συνάλλαγμα σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα που τοποθετούνται με βάση τις ειδικές Αποφάσεις της Τραπέζης της Ελλάδος (Π.Δ.Τ.Ε. 232/Π.Δ.Τ.Ε. 2109). Επίσης, δεν φορολογούνται οι τόκοι από τις ειδικές κατηγορίες καταθέσεων Ελλήνων του εξωτερικού, ναυτικών, εργατών κ.λ.π. (Π.Δ.Τ.Ε. 1496/68, Π.Δ.Τ.Ε. 269/80) σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα.

- Ποιό φορολογικό καθεστώς θα ισχύει για τους τόκους από καταθέσεις και *geros* κατοίκων Ελλάδος σε δραχμές σε ή με πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού; Της χώρας υποδοχής ή της χώρας προέλευσης της κατάθεσης; Αν εφαρμοστεί το 15% που ισχύει για τους τόκους από καταθέσεις σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα, τότε πώς θα διασφαλισθεί η είσπραξη των φόρων και πώς θ' αντιμετωπισθεί η πιθανή φοροδιαφυγή;

- Θα επιτραπούν οι καταθέσεις κατοίκων σε συνάλλαγμα σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα; Οι υποχρεώσεις μας έναντι της Κοινότητας δεν το επιβάλλουν αλλά η διατήρηση του περιορισμού δημιουργεί μία σειρά από προβλήματα αρνητικής διακριτικής μεταχείρισης σε βάρος των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα με όλες τις σχετικές επιπτώσεις (αλλά και των κατοίκων εσωτερικού) διότι δεν θα μπορούν να δέχονται καταθέσεις κατοίκων σε συνάλλαγμα, ενώ όλα τα πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού θα έχουν την παραπάνω δυνατότητα. Από την άλλη πλευρά, η απελευθέρωσή τους θα δημιουργούσε μέγιστα προβλήματα που σχετίζονται με το γεγονός ότι οι καταθέσεις σε συνάλλαγμα Ελλήνων του εξωτερικού, ναυτικών κ.λ.π. σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα επιδοτούνται σήμερα με τη μία ή την άλλη μορφή, καταθέσεις που έχουν υποχρεωτικά ανακατατεθεί από τις τράπεζες σε μεγάλο βαθμό στην Τράπεζα της Ελλάδος το ύψος δε των ανακαταθέσεων προσεγγίζει σήμερα τα 14.5 δισεκ. δολάρια. Δεν θα είναι εύκολο να διαχωριστούν οι "επιδοτούμενες" καταθέσεις σε συνάλλαγμα από τις "μη επιδοτούμενες" και πολύ σύντομα θα δημιουργηθούν μηχανισμοί και κανάλια για την καταστράτηγηση των διαφορετικών προσεγγίσεων, ιδιαίτερα αν ληφθούν υπόψη οι περιορισμένες δυνατότητες ελέγχου που υπάρχουν σήμερα από την Τράπεζα της Ελλάδος και

από το Υπουργείο Οικονομικών. Είναι δε, κοινό μυστικό ότι οι ήδη ισχύουσες διατάξεις για τις ειδικές κατηγορίες καταθέσεων σε συνάλλαγμα καταστρατηγούνται συστηματικά με σημαντική ζημία για την Τράπεζα της Ελλάδος και το Δημόσιο. Απαιτείται, λοιπόν, μία συνολική αντιμετώπιση του προβλήματος των καταθέσεων σε συνάλλαγμα κατοίκων και Ελλήνων του εξωτερικού από την Τράπεζα της Ελλάδος και την Κυβέρνηση.

2. Χρηματοδοτικά Δάνεια και Πιστώσεις

Θα επιτραπούν ελεύθερα τα χρηματοδοτικά δάνεια και οι πιστώσεις σε δραχμές ή συνάλλαγμα με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους από μη κατοίκους προς κατοίκους και το αντίστροφο με οποιαδήποτε μορφή ή χρηματοπιστωτική τεχνική. Αυτή η αλλαγή είναι εξαιρετικά σημαντική.

Πρώτον, κάτοικοι Ελλάδος θα μπορούν ελεύθερα να δανείζονται συνάλλαγμα χωρίς περιορισμούς ως προς την χρονική διάρκεια, τους όρους και τους σκοπούς του δανεισμού. Επιπροσθέτως, θα μπορούν ελεύθερα να μετατρέπουν τις ήδη υφιστάμενες συναλλαγματικές υποχρεώσεις τους από συνάλλαγμα σε δραχμές (σήμερα ισχύουν μία σειρά από περιορισμούς, βλέπε Π.Δ.Τ.Ε. 1976/91), αν κρίνουν ότι η πορεία της συναλλαγματικής πολιτικής ή των επιτοκίων δικαιολογεί τέτοια μεταβολή. Σημειώνεται ότι επειδή οι υποχρεώσεις αυτές πρέπει να ξεπερνούν τα 2.5 με 3 δισεκ. δολάρια, προσδοκίες για υποτίμηση της δραχμής μπορεί να οδηγήσουν σε μαζική ζήτηση για μετατροπή συναλλαγματικών δανείων σε δραχμές, γεγονός που θα δημιουργήσει πτωτικές πιέσεις στη δραχμή. Από την άλλη πλευρά, εμπιστοσύνη του κοινού στην εφαρμογή της πολιτικής της σκληρής δραχμής σε συνδυασμό με την πολιτική των υψηλών εγχωρίων επιτοκίων θα οδηγεί σε σημαντικές εισροές συναλλάγματος που θα τείνουν ν' αυξάνουν τον ρυθμό μεταβολής των νομισματικών μεγεθών και να δυσκολεύουν την άσκηση αντιπληθωριστικής πολιτικής.

Δεύτερον, κάτοικοι Ελλάδος θα μπορούν ελεύθερα να δανείζονται δραχμές από πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού. Σ' αυτή την περίπτωση θ' αποφεύγεται ο Ε.Φ.Τ.Ε. (4% σήμερα) και η εισφορά του Νόμου 128 (1% σήμερα). Κατά τη γνώμη μου, επιβάλλεται η επανεξέταση του όλου θέματος και ίσως η κατάργηση του Ε.Φ.Τ.Ε. πριν ολοκληρωθεί η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων για ν' αποφευχθούν προβλήματα.

Τρίτον, κάτοικοι εξωτερικού θα έχουν τη δυνατότητα να δανείζονται δραχμές χωρίς περιορισμούς όσον αφορά τη διάρκεια, τους όρους, την τεχνική και τον σκοπό του δανεισμού. Σήμερα τους παρέχεται η δυνατότητα δανεισμού δραχμών μόνο μέσω πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων (currency swap) και με ελάχιστη διάρκεια τριών μηνών (Π.Δ.Τ.Ε. 2201/93) και με λοιπές τεχνικές δανεισμού με ελάχιστη διάρκεια ενός έτους.

Η απελευθέρωση της παραπάνω κατηγορίας συναλλαγών μαζί με τις προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος που θα εξετάσουμε παρακάτω αποτελούν και τα κυριότερα κανάλια (με βάση τη διεθνή εμπειρία) μέσω των οποίων κάτοικοι εξωτερικού δημιουργούν κερδοσκοπικές θέσεις και προκαλούν υποτιμητικές πιέσεις στο εγχώριο νόμισμα. Συγκεκριμένα, η δυνατότητα δανεισμού δραχμών από μη κατοίκους από εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα για διάρκεια μόνο λίγων ημερών η ταυτόχρονη μετατροπή των δραχμών σε συνάλλαγμα στην αγορά συναλλάγματος όψεως (spot) και η επένδυση του συναλλάγματος που προκύπτει από την μετατροπή σε βραχυχρόνιες τοποθετήσεις (χωρίς να υπάρχει οποιοδήποτε υπόβαθρο εμπορικής συναλλαγής ή κίνησης κεφαλαίων για επενδύσεις) αποτελεί ένα πανίσχυρο μηχανισμό κερδοσκοπίας για τη δημιουργία και άσκηση συναλλαγματικών πιέσεων.

Η προσπάθεια αντιμετώπισής τους, αν η εφάπαξ υποτίμηση έχει αρχικά αποκλεισθεί, επικεντρώνεται στη διαμόρφωση πολύ υψηλών εγχωρίων επιτοκίων και συνθηκών περιορισμένης δραχμικής ρευστότητας και αβεβαιότητας ως προς το κόστος της (που αυξάνουν το κόστος δημιουργίας κερδοσκοπικών θέσεων) και επικουρικά με παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος (συντονισμένες με άλλες χώρες ή αποκλειστικά από τη χώρα μας). Σημειώνουμε ότι όσο εντείνονται οι πιέσεις και οι παρεμβάσεις γίνονται μεγάλες, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας θα μειώνονται, γεγονός που μπορεί να επιτείνει αντί να αμβλύνει τις κερδοσκοπικές πιέσεις. Για παράδειγμα, αν η αγορά αναμένει υποτίμηση της δραχμής της τάξης του 15% σε μία ημέρα, επτά ημέρες, δεκαπέντε ημέρες ή ένα μήνα, τα δραχμικά επιτόκια σε ετήσια βάση στις αντίστοιχες διάρκειες θα πρέπει να προσεγγίσουν, *ceteris paribus*, το 5300%, 760%, 358% και 180% για να επιτευχθεί το σημείο αδιαφορίας του επενδυτή μεταξύ επένδυσης σε δραχμές και επένδυσης σε συνάλλαγμα. Θα πρέπει να τονισθεί, όμως, ότι η πολιτική των πολύ υψηλών επιτοκίων, έστω και αν εφαρμοσθεί για κάποιο διάστημα, δεν διασφαλίζει τελικά, όπως έδειξε και η διεθνής εμπειρία, ότι θ' αποφευχθεί η υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος.

Τέταρτον, θα πρέπει να καταργηθούν όλοι οι περιορισμοί που εξακολουθούν να ισχύουν όσον αφορά στις υποχρεώσεις εξαγωγέων να δραχμοποιούν μέσα σε τακτό χρονικό διάστημα (εξάμηνο) τις εισπράξεις τους σε συνάλλαγμα (Π.Δ.Τ.Ε. 2220/93) και τη δυνατότητα να διατηρούν χωρίς περιορισμούς λογαριασμούς σε συνάλλαγμα στο εξωτερικό.

3. Κινήσεις Κεφαλαίων Προσωπικού Χαρακτήρα

Θα πρέπει ν' απελευθερωθούν οι κινήσεις κεφαλαίων προσωπικού χαρακτήρα που αφορούν δάνεια με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους και εισαγωγή ή εξαγωγή εγγράφων που ενσωματώνουν αξίες μέσα πληρωμών παντός είδους. Οι παραπάνω κατηγορίες δεν αναμένεται να δημιουργήσουν σοβαρά προβλήματα όσον αφορά τη συναλλαγματική πολιτική. Αλλά θα δημιουργήσουν προβλήματα στατιστικής παρακολούθησης των παραπάνω συναλλαγών με δεδομένη την καθυστέρηση που υπάρχει στην Τράπεζα της Ελλάδος στον τομέα της συλλογής, επεξεργασίας και ταξινόμησης στατιστικών στοιχείων του ισοζυγίου πληρωμών και ίσως δημιουργηθούν νέοι μηχανισμοί φοροδιαφυγής αν δεν διαμορφωθεί έγκαιρα η κατάλληλη υποδομή. Σημειώνουμε ότι στον τομέα της στατιστικής πληροφόρησης θα δημιουργηθεί γενικότερο πρόβλημα με την ολική κατάργηση των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να καταργηθούν ή να προσαρμοσθούν οι περιορισμοί που ισχύουν σήμερα όσον αφορά το ποσό των δραχμών σε χαρτονόμισμα που μπορεί κάτοικος Ελλάδος να έχει στην κατοχή του όταν ταξιδεύει στο εξωτερικό για λόγους τουρισμού κ.λ.π. Παράλληλα, όμως, θα διεθνοποιήσει περαιτέρω το δραχμικό χαρτονόμισμα και θ' αναπτυχθούν οι συναλλαγές στο εξωτερικό.

4. Διαπραγμάτευση Χαρτονομισμάτων

Σήμερα ισχύουν μία σειρά από περιορισμούς όσον αφορά τη διαπραγμάτευση χαρτονομισμάτων σε συνάλλαγμα και τις χρηματαποστολές χαρτονομισμάτων δραχμών και συναλλάγματος στο εξωτερικό. Η Τράπεζα της Ελλάδος ουσιαστικά διατηρεί το μονοπώλιο υποχρεώνοντας, στις περισσότερες περιπτώσεις, τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα να πωλούν το καθαρό πλεόνασμα και ν' αγοράζουν το έλλειμμα χαρτονομισμάτων σε συνάλλαγμα με ή από την Τράπεζα της Ελλάδος, αντίστοιχα. Η τελευταία οργανώνει σχεδόν κατά αποκλειστικότητα τις χρηματαποστολές χαρτονομισμάτων σε συνάλλαγμα στο εξωτερικό. Στην περίπτωση των δραχμών,

χρηματοποστολές οργανώνουν και οι εμπορικές τράπεζες, αλλά απαιτείται προηγούμενη έγκριση της Τραπέζης της Ελλάδος. Η απελευθέρωση της μεταφοράς χαρτονομισμάτων δραχμών από κατοίκους και μη κατοίκους στο εξωτερικό αναμένεται να διευρύνει την αγορά που ήδη υπάρχει στο εξωτερικό. Απαιτείται να επανεξετασθεί αμέσως ο ρόλος της Τραπέζης της Ελλάδος στο νέο πλαίσιο που θα διαμορφωθεί. Η απελευθέρωση των παραπάνω συναλλαγών και η κατάργηση του μονοπωλίου της Τραπέζης της Ελλάδος στις χρηματοποστολές θα εντείνουν τον ανταγωνισμό. Στον τομέα αυτό απασχολούνται σήμερα στην Τράπεζα της Ελλάδος έμμεσα ή άμεσα τουλάχιστον εκατό υπάλληλοι. Ίσως η προτιμότερη λύση είναι να συνεχίσει η Τράπεζα της Ελλάδος να προσφέρει τις υπηρεσίες χρηματοποστολών σε ανταγωνιστική, όμως, βάση με τις εμπορικές τράπεζες.

5. Παράγωγα Χρηματοπιστωτικά Προϊόντα

Η Τράπεζα της Ελλάδος θα πρέπει να τροποποιήσει ή να καταργήσει τμήματα των Π.Δ.Τ.Ε. 2200/93 και 2201/93, ώστε να επιτραπούν ελεύθερα μεταξύ κατοίκων οι παρακάτω συναλλαγές : α) Οι προθεσμιακές πράξεις και τα προαιρετικά χρηματοοικονομικά δικαιώματα (currency options) συναλλάγματος έναντι δραχμών (σήμερα ισχύει ελάχιστη διάρκεια τριών μηνών, εκτός αν υπάρχει υπόβαθρο εμπορευματικής συναλλαγής ή επένδυσης κεφαλαίων στο εξωτερικό σε κινητές αξίες), καθώς και τα λοιπά παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. β) Οι πράξεις μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων που αφορούν ανταλλαγές νομισμάτων έναντι δραχμών (currency swaps), προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος έναντι δραχμών, τα προαιρετικά χρηματοοικονομικά δικαιώματα, (σήμερα στην πλειοψηφία των παραπάνω περιπτώσεων ισχύει ελάχιστη διάρκεια τριών μηνών) καθώς και τα λοιπά παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τεχνικές. γ) Όλες οι πράξεις συναλλάγματος έναντι συναλλάγματος για τις οποίες ισχύουν ακόμη περιορισμοί.

Αναφορικά με τις κερδοσκοπικές πιέσεις που μπορεί να δημιουργηθούν από τις παραπάνω ελευθερώσεις κινήσεων κεφαλαίων στη δραχμή, η διεθνής εμπειρία έδειξε ότι η πλήρης απελευθέρωση των προθεσμιακών πράξεων συναλλάγματος μπορεί ν'αποτελέσει σοβαρή πηγή πιέσεων στη διάρκεια μιάς κρίσης, ενώ όσον αφορά στα λοιπά παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα (π.χ. προαιρετικά δικαιώματα συναλλάγματος έναντι δραχμής) η εμπειρία έδειξε ότι οι αγορές στα παραπάνω προϊόντα καταρρέουν στη διάρκεια συναλλαγματικών κρίσεων και δεν απέτελεσαν σοβαρή πηγή πιέσεων. Οι προθεσμιακές πράξεις

είναι highly leverage διότι, για παράδειγμα, η προαγορά δολλαρίων έναντι δραχμών για διάρκεια 7 ημερών δεν απαιτεί να έχεις την δραχμική ρευστότητα την ημερομηνία συνομολόγησης της πράξης, αλλά μόνο το 10% με 15% που απαιτούν οι τράπεζες για διασφάλισή τους, εκτός αν ο πελάτης έχει πιστωτικό όριο με την τράπεζα. Επίσης και σ' αυτή την περίπτωση, η ζήτηση για προθεσμιακές προαγορές συναλλάγματος έναντι δραχμών κάμπτεται, *ceteris paribus*, μόνο αν τα δραχμικά επιτόκια αυξηθούν σημαντικά. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι τράπεζες χρησιμοποιούν τη διαφορά επιτοκίων για τον υπολογισμό των προθεσμιακών τιμών και όσο υψηλότερο είναι το δραχμικό επιτόκιο τόσο πιο υποτιμημένη είναι η προθεσμιακή τιμή της δραχμής έναντι συναλλάγματος που προκύπτει, άρα καθίσταται πιο ακριβή η κερδοσκοπία με προαγορά συναλλάγματος έναντι δραχμών.

Τέλος, θα απελευθερωθεί η δυνατότητα να προσφέρουν οι τράπεζες margin accounts συναλλάγματος έναντι δραχμής στους μεγάλους πελάτους τους. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες και τα τμήματα private banking που έχουν δημιουργηθεί θα δανείζουν τους πελάτες τους δραχμές σε πολλαπλάσια ποσά της αξίας των εμπραγμάτων ασφαλειών που έχουν εξασφαλίσει, επιτρέποντας έτσι τη δημιουργία μεγάλων ανοικτών συναλλαγματικών θέσεων στην αγορά συναλλάγματος όψεως ή προθεσμίας της τάξης των 5 με 8 φορές της αξίας των εμπραγμάτων ασφαλειών ή των πιστωτικών γραμμών που χορηγούνται.

6. Συναλλαγματική Θέση Πιστωτικών Ιδρυμάτων

Θα πρέπει να τροποποιηθούν ριζικά ή να καταργηθούν τα overnight όρια ανοικτής συναλλαγματικής θέσης έναντι δραχμών που ισχύουν σήμερα για τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα, όρια που καθορίζει η Διεύθυνση Συναλλάγματος της Τραπεζής της Ελλάδος, επιβάλλονται επί των ημερησίων ροών πράξεων συναλλάγματος και όχι επί της συνολικής ανοικτής θέσης των Τραπεζών και αποτελούν ουσιαστικά συναλλαγματικό περιορισμό με τον τρόπο που εφαρμόζονται.

Πρώτον, όσον αφορά τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα και προέρχονται από κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την ευθύνη για τον καθορισμό και την τήρηση των ορίων ανοικτής συναλλαγματικής θέσης θα έχει η Κεντρική Τράπεζα της χώρας έδρας της τράπεζας μετά την 1/7/94.

Δεύτερον, για τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να τεθούν νέα όρια με βάση τη μεθοδολογία που προβλέπει η πρόσφατη Π.Δ.Τ.Ε. 2291/94 και τις Κοινοτικές Αποφάσεις που αφορούν την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων σε σχέση με το ύψος των συναλλαγματικών κινδύνων που αναλαμβάνουν. Η εφαρμογή, όμως, της νέας προσέγγισης προϋποθέτει τη ριζική αναμόρφωση του τρόπου ενημέρωσης της Τραπέζης της Ελλάδος από τις τράπεζες και την αναμόρφωση των σχετικών συστημάτων των τραπεζών, δυνατότητες που δεν έχουν τεχνικά διασφαλισθεί ακόμη. Τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να υπολογίζουν και να παρακολουθούν την ανοικτή συναλλαγματική τους θέση με βάση τη νέα μεθοδολογία και τα όρια συνολικής ανοικτής συναλλαγματικής θέσης κάθε πιστωτικού ιδρύματος θα πρέπει να διαμορφώνονται με βάση τό ύψος των ιδίων κεφαλαίων του σε σχέση με τους κινδύνους που αναλαμβάνονται. Θα αφορούν όλες τις συναλλαγές συναλλάγματος (δηλαδή τις εξωλογιστικές συναλλαγές και τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της τράπεζας) και θα τηρούνται όχι για την overnight περίοδο, που είναι υπερβολικό και τεχνικά ανέφικτο με βάση την ελληνική πραγματικότητα, αλλά για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Τρίτον, θα πρέπει να καθορισθεί τι θα ισχύει από 1/7/94 για τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα και προέρχονται από τρίτες χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ενα σημαντικό πρόβλημα που θα προκύψει από την εφαρμογή της νέας μεθοδολογίας για την τήρηση της ανοικτής συναλλαγματικής θέσης (και αφού ξεπεράσουν τα τεχνικά προβλήματα) είναι ότι τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα έχουν αποκτήσει ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου με ρήτρα συναλλάγματος έναντι δραχμών. Η συναλλαγματική θέση που προκύπτει από τις παραπάνω επενδύσεις δεν συμπεριλαμβάνεται σήμερα στη συναλλαγματική θέση των τραπεζών. Αν συμπεριληφθεί, όπως θα πρέπει να γίνει με βάση τα νέα δεδομένα, οι τράπεζες του ευρύτερου κρατικού τομέα θα εμφανίζουν μεγάλες ανοικτές συναλλαγματικές θέσεις.

B. Ελευθέρωση της Κίνησης Κεφαλαίων και Συναλλαγματική Πολιτική.

Είναι φανερό ότι κανείς δεν μπορεί να προβλέψει με βεβαιότητα τις επιπτώσεις της κατάργησης των περιορισμών της κίνησης βραχυπροθέσμων κεφαλαίων την 1/7/94 στη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής. Θα

επιχειρήσουμε, όμως, να κάνουμε μία σειρά από εκτιμήσεις και προτάσεις που θα στηρίζονται σε υποθέσεις και την εμπειρία άλλων χωρών μέχρι σήμερα. Πάντως, επισημαίνεται ότι η Κυβέρνηση μετά την ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων δεν θα έχει τις σημερινές δυνατότητες και βαθμούς ελευθερίας να επιδιώκει χωρίς παρεκκλίσεις τον στόχο της για τον ρυθμό διολίσθησης της δραχμής. Οι αγορές και οι προσδοκίες θα διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο και εφάπαξ υποτιμήσεις δεν μπορεί να αποκλείονται εκ των προτέρων, διότι η αγορά θα έχει ίσως την δύναμη να τις επιβάλλει.

1. Οργάνωση Κερδοσκοπικών Επιθέσεων

Η απελευθέρωση της κίνησης βραχυπροθέσμων κεφαλαίων αναμφίβολα θα διευκολύνει σημαντικά τη δυνατότητα δημιουργίας κερδοσκοπικών θέσεων και το κλείσιμο ανοικτών δραχμικών θέσεων που έχουν ήδη δημιουργηθεί. Ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην πιθανή δημιουργία υποτιμητικών πιέσεων στη δραχμή θα διαδραματίσουν: α) η δυνατότητα μη κατοίκων να δανείζονται ελεύθερα δραχμές για σύντομο χρονικό διάστημα και να επενδύουν σε συνάλλαγμα το προϊόν της συναλλαγματοποίησης του δανείου στην αγορά όψεως, β) η δυνατότητα σύναψης προθεσμιακών πράξεων συναλλάγματος (προαγορές συναλλάγματος έναντι δραχμών) από κατοίκους και μη κατοίκους για βραχυχρόνιες περιόδους είτε για τη δημιουργία καθαρών κερδοσκοπικών θέσεων είτε για την κάλυψη κινδύνων που προκύπτουν από υφιστάμενες επενδύσεις σε δραχμικές κινητές αξίες, γ) η δυνατότητα κατοίκων, ιδιαίτερα επιχειρήσεων, να μετατρέψουν σε δραχμές τις ήδη υφιστάμενες υποχρεώσεις τους σε συνάλλαγμα (δάνεια σε συνάλλαγμα), δ) η απόκτηση από κατοίκους μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επενδύουν το ενεργητικό τους κυρίως σε συνάλλαγμα και ε) οι υστερήσεις στη δραχμοποίηση συναλλάγματος από εξαγωγείς αγαθών και υπηρεσιών και οι επιταχύνσεις απόκτησης συναλλάγματος από εισαγωγείς αγαθών και υπηρεσιών (leads and lags). Εκτιμώ ότι η απελευθέρωση των καταθέσεων σε συνάλλαγμα σε πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού δεν θα δημιουργήσει προβλήματα, τουλάχιστον στο πρώτο στάδιο της απελευθέρωσης.

Η διεθνής εμπειρία με τις κρίσεις του Ε.Ν.Σ. τα προηγούμενα χρόνια έδειξε ότι οι κατηγορίες (α) και (β) απέτελεσαν τα κύρια μέσα μέσω των οποίων οι ξένοι κερδοσκόποι δημιούργησαν έντονες πιέσεις σε ορισμένα ευρωπαϊκά νομίσματα (π.χ. λιρέτα, εσκούδο, ιρλανδική λίρα, στερλίνα, πεσέτα, φράγκο, κορώνα). Η ένταση των πιέσεων ήταν σημαντική και σε ορισμένες περιπτώσεις

Κεντρικές Τράπεζες έχασαν το ισόποσο των 20-25 δισεκατομμυρίων δολλαρίων από τα συναλλαγματικά τους διαθέσιμα σε μία ημέρα.

Σταθμίζοντας τις πιθανές εξελίξεις στις μακροοικονομικές συνθήκες της χώρας, το διεθνές περιβάλλον και μία σειρά από άλλους παράγοντες, προσωπικά καταλήγω στο συμπέρασμα ότι η πιθανότητα να εκδηλωθούν έντονες υποτιμητικές πιέσεις στη δραχμή είναι αυξημένες για το τελευταίο επτάμηνο του 1994, ιδιαίτερα για το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου μετά την κατάρνηση όλων των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων.

Οι πιέσεις αυτές, κατά την γνώμη μου, θα ξεκινήσουν από το εξωτερικό όπου κερδοσκόποι θα δημιουργήσουν μεγάλες ανοικτές θετικές θέσεις συναλλάγματος έναντι δραχμών, ενώ οι Έλληνες θ'ακολουθήσουν με μικρή χρονική υστέρηση. Αφορμή για την εκδήλωση των παραπάνω πιέσεων μπορεί να είναι σημαντικό εγχώριο πολιτικό ή οικονομικό γεγονός ή μία αναταραχή στις διεθνείς αγορές. Κρίσιμο για την κερδοσκοπία είναι να γνωρίζουν εκ των προτέρων μία σημαντική ημερομηνία που κάτι θα συμβεί (π.χ. την 1/7/94 ελευθερώνεται η κίνηση κεφαλαίων, οι Ευρω-εκλογές στις αρχές Ιουνίου κ.λ.π.) γύρω από την οποία θα οργανώσουν την κερδοσκοπική επίθεση.

Βασικά πιθανά αίτια για την εκδήλωση κερδοσκοπικής πίεσης έναντι της δραχμής τους επόμενους μήνες είναι τα ακόλουθα.

Πρώτον, η δραχμή είναι ίσως το μοναδικό ευρωπαϊκό νόμισμα από τα θεωρούμενα από την αγορά ως μη ισχυρά που δεν έχει υποστεί εφάπαξ υποτίμηση τα τελευταία δύο χρόνια. Υπενθυμίζω ότι η ιταλική λιρέτα, η ιρλανδική λίρα, η στερλίνα, το εσκούδο, η πεσέτα, το γαλλικό φράγκο, η σουηδική κορώνα, η φινλανδική κορώνα έχουν υποστεί αυτή τη διόρθωση και σε μερικές περιπτώσεις πλέον της μιάς φορές. Αρα, οι κερδοσκόποι μετά την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων αναμένεται με την πρώτη ευκαιρία να "επιτεθούν" και στη δραχμή με στόχο το κέρδος, ιδιαίτερα αυτή την περίοδο που έχουν υποστεί ζημιές από τις σημαντικές και μη αναμενόμενες αυξήσεις των διεθνών επιτοκίων και την πτώση του δολλαρίου.

Δεύτερον, το μερίδιο των εξαγωγών της Ελλάδος στο διεθνές εμπόριο και κυρίως στην ευρωπαϊκή αγορά έχει μειωθεί μετά τις σημαντικές υποτιμήσεις των παραπάνω ευρωπαϊκών νομισμάτων, τα προϊόντα των οποίων έχουν γίνει πιο ανταγωνιστικά έναντι των ελληνικών.

Τρίτον, η πολιτική της "σκληρής δραχμής" τα τελευταία χρόνια είχε, επίσης, αρνητικές συνέπειες στην ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων (αυξήθηκε η εισαγωγική διείσδυση και μειώθηκε το μερίδιο των εξαγωγών μας στο εξωτερικό) και όλοι οι δείκτες δείχνουν την δραχμή υπερτιμημένη σε πραγματικούς όρους. Οι διαφορές αφορούν το μέγεθος της πραγματικής υπερτίμησης όπου οι εκτιμήσεις κυμαίνονται από 10% μέχρι 25%. Οι διαφορές οφείλονται σε εναλλακτικές προσεγγίσεις όσον αφορά τη μεθοδολογία υπολογισμού της πραγματικής ισοτιμίας.

Τέταρτον, αντιστροφή της προόδου που έχει σημειωθεί στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού ή/και αποκλίσεις από τον στόχο για το έλλειμμα του προϋπολογισμού το 1994 (που είναι πιθανές) καθώς και ο τρόπος χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων (ο δανεισμός σε συνάλλαγμα ισοδυναμεί με νομισματική χρηματοδότηση των ελλειμμάτων, αν η Τράπεζα της Ελλάδος δεν ουδετεροποιεί (sterilization) τις δραχμοποιήσεις των δανείων και η αγορά το γνωρίζει αυτό πολύ καλά) θα διαμορφώσουν αρνητικό κλίμα που ευνοεί για τη δημιουργία πιέσεων στην αγορά συναλλάγματος.

Πέμπτον, το ύψος του Δημοσίου Χρέους και η βραχυχρόνια διάρκειά του, τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα, η οικονομική ύφεση που συνεχίζεται και η επικρατούσα άποψη στις αγορές ότι η Κυβέρνηση δίνει μεγάλο βάρος στην προσπάθεια μείωσης των επιτοκίων, διαμορφώνουν την εικόνα στην αγορά ότι η Κυβέρνηση δεν είναι διατεθειμένη να δώσει μία παρατεταμένη μάχη με υψηλά επιτόκια για τη στήριξη της τρέχουσας συναλλαγματικής πολιτικής αν υπάρξουν πιέσεις. Η Κυβέρνηση σύμφωνα με την αγορά φαίνεται να σταθμίζει περισσότερα τις αρνητικές επιπτώσεις που θα προκύψουν από τα υψηλά επιτόκια όχι μόνο για τα δημοσιονομικά ελλείμματα και την οικονομική δραστηριότητα αλλά και για το Χρηματιστήριο και τις αγορές κεφαλαίου. Η επικράτηση τέτοιων απόψεων στην αγορά ευνοούν την ανάπτυξη κερδοσκοπικών πιέσεων όπως έδειξε και η διεθνής εμπειρία.

Εκτον, οι διεθνείς αγορές γνωρίζουν ότι οι Κεντρικές Τράπεζες των άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν θα "σπεύσουν" να βοηθήσουν την Τράπεζα της Ελλάδος στη μάχη της δραχμής, διότι οι τελευταίες, και κυρίως η Bundesbank, εκτιμούν ότι η δραχμή είναι υπερτιμημένη και μία διόρθωσή της είναι επιβεβλημένη.

Από την άλλη πλευρά υπάρχουν μία σειρά από παράγοντες που δεν ευνοούν την ανάπτυξη κερδοσκοπικών πιέσεων.

Πρώτον, στο παρελθόν οι κερδοσκόποι είχαν σημαντικές ζημιές στις περιπτώσεις που σημειώθηκαν επιθέσεις εναντίον της δραχμής, διότι η Τράπεζα της Ελλάδος ενήργησε έγκαιρα και συντονισμένα, αν και αναμφίβολα η ύπαρξη των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων βοήθησε σημαντικά. Πρόσφατα, ο Διοικητής της Τραπεζής της Ελλάδος επιβεβαίωσε την πίστη του στην εφαρμογή της πολιτικής της σκληρής δραχμής.

Δεύτερον, το Ελληνικό Δημόσιο δανείζεται τελευταία μεγάλα ποσά σε συνάλλαγμα και μία υποτίμηση της δραχμής θα επιβάρυνε το Δημόσιο Χρέος. Αν το Δημόσιο σκόπευε να ενδώσει εύκολα σε κερδοσκοπικές πιέσεις στη δραχμή, ο δανεισμός σε συνάλλαγμα δεν έχει λογική, εκτός αν δεν υπήρχαν άλλες εναλλακτικές λύσεις.

Τρίτον, είναι γνωστό ότι η Τράπεζα της Ελλάδος και η Ελληνική Κυβέρνηση δεν έχουν έντονους ιδεολογικούς προβληματισμούς στο να ξαναεπιβάλουν περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων για ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα (με βάση τις ισχύουσες Κοινοτικές Οδηγίες ή την Συνθήκη του Μάαστριχτ), αν αυτό καταστεί αναγκαίο. Η προοπτική επιβολής τέτοιων περιορισμών δημιουργεί αβεβαιότητα που μπορεί να προβληματίσει σοβαρά τους κερδοσκόπους.

Τέταρτον, η αγορά γνωρίζει ότι πιθανή εφάπαξ υποτίμηση της δραχμής θα έχει αρνητικές επιπτώσεις στον πληθωρισμό, γεγονός που θα καταστήσει ίσως ανέφικτη την επίτευξη του στόχου της Κυβέρνησης για τον πληθωρισμό το 1994 και ίσως δημιουργήσει και δυναμική πληθωριστικών πιέσεων. Η αγορά ίσως εκτιμήσει ότι η ελληνική Κυβέρνηση δεν θα "ενδώσει εύκολα" σε πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος για τους παραπάνω λόγους.

Πέμπτον, τα υψηλά συναλλαγματικά διαθέσιμα που υπάρχουν σήμερα προσφέρουν καλύτερες δυνατότητες για τη χάραξη μίας αμυντικής πολιτικής προστασίας της δραχμής.

2. Στρατηγικές Αντιμετώπισης Πιθανών Συναλλαγματικών Πιέσεων

Οι στρατηγικές για την αντιμετώπιση υποτιμητικών πιέσεων στη δραχμή που πιθανόν ν' αναπτυχθούν με την απελευθέρωση της κίνησης βραχυπροθέσμων κεφαλαίων είναι οι ακόλουθες: α) Εφάπαξ υποτίμηση της δραχμής αιφνιδιαστικά πριν εκδηλωθούν πιέσεις και πριν από την 1/7/94 σε συνδυασμό: με μέτρα οικονομικής πολιτικής που θα τείνουν να ενισχύουν τη σταθερότητα της δραχμής, πρόωρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και συμμετοχή της δραχμής στον συναλλαγματικό μηχανισμό του Ε.Ν.Σ. με περιθώριο $\pm 15\%$. Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος θ' αναλάβει πρωτοβουλίες που, επίσης, θα διαμορφώσουν ένα θετικό κλίμα για τη δραχμή τις πρώτες κρίσιμες ημέρες μετά την υποτίμηση. β) Πρώτα απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και μετά, αν εκδηλωθούν έντονες πιέσεις και αφού άλλα μέσα πολιτικής δεν είναι αποτελεσματικά (υψηλά επιτόκια, παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος κ.λ.π.), η Κυβέρνηση αποφασίζει εφάπαξ υποτίμηση σε συνδυασμό ίσως με άλλα μέτρα οικονομικής πολιτικής ή και πιθανή συμμετοχή της δραχμής στο Ε.Ν.Σ. γ) Η Κυβέρνηση εμμένει στην απόψη για αποφυγή υποτίμησης της δραχμής έναντι οποιουδήποτε κόστους. Μετά την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και αφού έχουν εκδηλωθεί πιέσεις, επαναεπιβάλλει ορισμένους συναλλαγματικούς περιορισμούς σε συνδυασμό με πολιτική υψηλών επιτοκίων και, ίσως, άλλα μέτρα οικονομικής πολιτικής για όσο χρονικό διάστημα κριθεί απαραίτητο για την αποκατάσταση της σταθερότητας στη δραχμή. Η επιβολή των περιορισμών θα βασισθεί στο άρθρο 3 της Οδηγίας 88/361/Ε.Ο.Κ.

Η αποτελεσματικότητα της κάθε εναλλακτικής στρατηγικής μπορεί να αναλυθεί διεξοδικά και να επισημάνει κανείς τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της κάθε λύσης. Όμως, κατά την προσωπική μου γνώμη, η πρώτη στρατηγική προσφέρει τις καλύτερες δυνατότητες και τους μικρότερους σχετικά κινδύνους, αν υλοποιηθεί συντονισμένα, έγκαιρα και αποτελεσματικά.

Αιφνιδιαστική Εφάπαξ Υποτίμηση

Η εφάπαξ υποτίμηση της δραχμής πριν εκδηλωθούν πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος και πριν από την 1/7/94 έχει σημαντικά πλεονεκτήματα. Θα πρέπει να αποτελέσει μέρος ενός πακέτου μέτρων οικονομικής πολιτικής που ενισχύουν την εμπιστοσύνη στη δραχμή (κυρίως δημοσιονομικού χαρακτήρα) στο πλαίσιο του νέου προγράμματος σύγκλισης που καταρτίζεται και να συνδυασθεί με ταυτόχρονη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων πριν από την καταληκτική ημερομηνία της 1/7/94 με παράλληλη συμμετοχή της δραχμής στον συναλλαγματικό μηχανισμό του Ε.Ν.Σ. Η έγκαιρη εφάπαξ υποτίμηση αξιοποιεί το

σημαντικό στοιχείο του αιφνιδιασμού, προλαβαίνει την ανάπτυξη κερδοσκοπικών πιέσεων στη δραχμή, προφυλάσσει τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας από σημαντικές απώλειες, μειώνει τις πιθανές ζημιές της χώρας (που θα είναι σημαντικές αν την υποτίμηση επιβάλλει η αγορά και αφού έχει σημειωθεί απώλεια συναλλαγματικών διαθεσίμων και έχουν αυξηθεί σημαντικά τα εγχώρια επιτόκια) και θα αποφευχθεί η περίπτωση μεγάλης ανόδου των επιτοκίων, ιδιαίτερα αν η υλοποίηση της στρατηγικής είναι πειστική και αποτελεσματική.

Σημαντική παράμετρος για την επιτυχία του εγχειρήματος είναι το ποσοστό της εφάπαξ υποτίμησης. Κατά την προσωπική μου άποψη, μία εφάπαξ υποτίμηση της τάξης του 15% σε συνδυασμό με άλλα μέτρα πολιτικής θα ήταν επαρκής για να πείσει την αγορά ότι η διόρθωση είναι ικανοποιητική και ότι η διαφορά επιτοκίων σε σχέση με τις άλλες χώρες που θα συνεχίσει να υπάρχει υπέρ της δραχμής θα καλύπτει την αναμενόμενη μελλοντική διολίσθηση της δραχμής μετά την εφάπαξ υποτίμηση. Επίσης, η συμμετοχή της δραχμής στον συναλλαγματικό μηχανισμό του Ε.Ν.Σ. είναι μία επιθετική πολιτική που θα δίνει προοπτικές για τη μελλοντική πορεία της δραχμής και θα δημιουργήσει θετικό κλίμα, ενώ οι αγορές θα γνωρίζουν ότι στο μέλλον η δραχμή μετά την ένταξη στο Ε.Ν.Σ. θα έχει την ενίσχυση των άλλων Κεντρικών Τραπεζών τουλάχιστον όσον αφορά τις παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος και θα μπορεί ν' αξιοποιεί τους μηχανισμούς δανεισμού του Ε.Ν.Σ.

Επιπλέον, λαμβάνονται μία σειρά από μέτρα για την ενίσχυση της "αποτελεσματικότητας" της υποτίμησης.

Πρώτον, προετοιμάζεται κατάλληλο πληροφοριακό υλικό και αρθρογραφία από στελέχη της Τράπεζας και άλλους αναλυτές (που διοχετεύονται επίσημα ή ανεπίσημα στον τύπο) που ενισχύουν την άποψη ότι η εφάπαξ υποτίμηση ήταν αναγκαία μετά τις εξελίξεις στο ΕΝΣ τα τελευταία δύο χρόνια, ότι υπερκαλύπτει την απώλεια ανταγωνιστικότητας της δραχμής που σημειώθηκε στο παρελθόν, ενώ τονίζονται οι θετικές επιπτώσεις από την υποτίμηση και απαλύνονται οι αρνητικές. Πάντως, το γενικό σημείο είναι ότι χρειάζεται μία καλά οργανωμένη εκστρατεία δημοσίων σχέσεων.

Δεύτερον, υπάρχει συνεννόηση με τις Διοικήσεις των τραπεζών υπό κρατικό έλεγχο ώστε την επομένη ημέρα της υποτίμησης και τις ημέρες που ακολουθούν να αγοράζουν καθημερινά σχετικά μικρά ποσά δραχμών έναντι συναλλάγματος, είτε για δικό τους λογαριασμό είτε για λογαριασμό θυγατρικών

εταιριών τους. Ο στόχος είναι να συμβάλλουν στη διαμόρφωση θετικού κλίματος, ενώ θα πρέπει παράλληλα να αποθαρρύνουν τους πελάτες τους από το να συνάψουν πράξεις αγορών ή προαγορών συναλλάγματος. Παράλληλα, οι Διοικήσεις των τραπεζών υπό κρατικό έλεγχο θα πρέπει διακριτικά να περιορίσουν τον δανεισμό δραχμών σε μη κατοίκους με πρόσχημα την έλλειψη ρευστότητας στην αγορά και την αβεβαιότητα. Οι αμέσως επόμενες ημέρες μετά την εφάπαξ υποτίμηση της δραχμής είναι κρίσιμες για τη διαμόρφωση ενός γενικότερου θετικού κλίματος.

Τρίτον, ίσως θα ήταν σκόπιμο να οργανωθούν επίσης παρεμβάσεις υπέρ της δραχμής από το εξωτερικό, ώστε να ενισχυθεί η διαμόρφωση μιάς θετικής εικόνας τις αμέσως επόμενες ημέρες μετά την υποτίμηση και απ' αυτή την κατεύθυνση. Οι παρεμβάσεις αυτές μπορεί και ίσως πρέπει να είναι μυστικές (covered) και να γίνουν για λογαριασμό της Τραπεζής της Ελλάδος από ιδιωτική τράπεζα ή οίκο του εξωτερικού μετά από προηγούμενη συνεννόηση με την Τράπεζα της Ελλάδος και αφού έχει εξασφαλισθεί η μυστικότητα (confidentiality) του όλου εγχειρήματος (τον ρόλο αυτό θα μπορούσε, επίσης, να παίξει η θυγατρική της Εθνικής στο Παρίσι που είναι ενεργός παίκτης στην αγορά δραχμών). Το εγχείρημα αυτό έχει, πάντως, τους κινδύνους του. Εναλλακτικά ή παράλληλα θα μπορούσε να γίνει συνεννόηση με άλλη Κεντρική Τράπεζα για την οργάνωση παρεμβάσεων στήριξης της δραχμής στην αγορά συναλλάγματος είτε απ'ευθείας από την άλλη Κεντρική Τράπεζα για λογαριασμό μας είτε μέσω ιδιωτικής τράπεζας του εξωτερικού μετά την εντολή της ξένης Κεντρικής Τράπεζας.

Τέταρτον, η εφάπαξ υποτίμηση γίνεται πίο πειστική αν σημειωθούν εισροές συναλλάγματος την επομένη της υποτίμησης που σε κάποιο βαθμό συνδέονται με την πολιτική της Τράπεζας της Ελλάδος όσον αφορά τις παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος και τα επιτόκια που θα εφαρμόσει στην αγορά χρήματος. Για την επίτευξη του παραπάνω στόχου, η Τράπεζα της Ελλάδος θα πρέπει να διατηρήσει τα εγχώρια επιτόκια σε υψηλά επίπεδα στο αρχικό στάδιο μετά την εφάπαξ υποτίμηση και αν χρειασθεί να παρεμβαίνει διορθωτικά στην αγορά συναλλάγματος, ώστε να διατηρηθεί η ισοτιμία του μάρκου έναντι της δραχμής στα επίπεδα που διαμορφώθηκαν αμέσως μετά την υποτίμηση ή και να σημειωθεί ανατίμηση της δραχμής, ιδιαίτερα αν υπάρξουν εκροές κεφαλαίων. Θα πρέπει να τονιστεί ότι αν την εφάπαξ υποτίμηση ακολουθήσει πτωτική πίεση στη δραχμή, η πολιτική των υψηλών επιτοκίων θα

πρέπει να εφαρμοσθεί με συνέπεια, ώστε να καταστεί σαφής η αποφασιστικότητα της Κυβέρνησης και της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σε περίπτωση που οι πιέσεις συνεχίζουν ν' αυξάνουν σημαντικά τα επιτόκια των δύο μηχανισμών discount και Lombard, ενώ ανακοινώνεται ότι δεν επιτρέπεται η δημιουργία νέων χρεωστικών υπολοίπων στους τρεχούμενους λογαριασμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος πέραν των υπολοίπων που έχουν δημιουργηθεί την προηγούμενη της ημερομηνίας λήψης των αποφάσεων. Οι ανάγκες των τραπεζών σε ρευστότητα στο μέλλον θα ικανοποιούνται με πράξεις swap με την Τράπεζα της Ελλάδος και με όρους (κόστος και διάρκεια) που θα ανακοινώνει η Τράπεζα της Ελλάδος καθημερινά, ενώ δεν γίνονται παρεμβάσεις στην διατραπεζική αγορά δραχμών παρά μόνο σε ορισμένες περιπτώσεις. Τα παραπάνω μέτρα δεν είναι συναλλαγματικοί περιορισμοί αλλά σκληρή πολιτική επιτοκίων.

Η παραπάνω τακτική θα συμβάλει στη διαμόρφωση κλίματος σταθερότητας και θετικών προσδοκιών για τη δραχμή. Αν σημειωθούν εισροές κεφαλαίων, η Τράπεζα της Ελλάδος θα πρέπει να παρέμβει προσεκτικά στην αγορά συναλλάγματος επιτρέποντας ανατίμηση της δραχμής, ενώ η δραχμική ρευστότητα που θα δημιουργηθεί θα πρέπει να ουδετεροποιηθεί εν μέρει από την Τράπεζα της Ελλάδος, ώστε να παραμείνουν σε σχετικά υψηλά επίπεδα τα δραχμικά επιτόκια. Μόνο μετά την παρέλευση ορισμένων ημερών και υπό την προϋπόθεση ότι οι εισροές συνεχίζονται και αποκτούν κάποιο μονιμότερο χαρακτήρα θα πρέπει να ξεκινήσει μία σταδιακή μείωση των επιτοκίων.

Εφάπαξ Υποτίμηση Μετά την Εκδήλωση Πιέσεων και Αφού Δοθεί η Μάχη με τα Υψηλά Επιτόκια

Το χειρότερο, κατά τη γνώμη μου σενάριο, είναι να αντιμετωπισθούν οι πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος με σημαντικές αυξήσεις επιτοκίων και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος και αν οι πιέσεις συνεχισθούν με την ίδια ένταση, διότι η παραπάνω αντιμετώπιση είναι αναποτελεσματική, να υποχρεωθεί τελικά η Κυβέρνηση κάτω από πίεση να προχωρήσει σε εφάπαξ υποτίμηση της δραχμής. Είναι σημαντικό σ' αυτή την περίπτωση να ληφθεί μία απόφαση για τη συναλλαγματική πολιτική στο πρώτο στάδιο των πιέσεων πριν πάρει έκταση η κερδοσκοπία με απρόβλεπτες ίσως συνέπειες. Συμμετοχή της δραχμής στον συναλλαγματικό μηχανισμό του Ε.Ν.Σ. μετά την εφάπαξ

υποτίμηση δεν θα έχει τις αναμενόμενες θετικές επιπτώσεις γιατί θα γίνει μέσα σ' ένα αρνητικό κλίμα.

Η εφαρμογή μίας πολιτικής στήριξης της δραχμής κυρίως με πολύ υψηλά εγχώρια επιτόκια για μεγάλο χρονικό διάστημα (που μετريέται σε εβδομάδες), χωρίς επιβολή συναλλαγματικών περιορισμών, δεν φαίνεται να είναι πολιτικά αποδεκτή λύση, ίσως αποδειχθεί στο τέλος και αναποτελεσματική (θα πρέπει να μελετήσουμε την εμπειρία των άλλων ευρωπαϊκών χωρών τα τελευταία δύο χρόνια) και ίσως δεν είναι ούτε και ενδεδειγμένη με βάση την οικονομική ανάλυση, λαμβάνοντας υπόψη το ύψος του Δημόσιου Χρέους, τη διάρθρωση και τη διάρκεια του, την κατάσταση της Ελληνικής Οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τους δείκτες ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής Οικονομίας. Η πολιτική αυτή μπορεί ν' αποδειχθεί στο τέλος αναποτελεσματική, ιδιαίτερα αν οι αυξήσεις των βραχυπροθέσμων επιτοκίων δεν είναι σημαντικές και πειστικές και η αγορά παρατηρεί διστακτικότητα των νομισματικών αρχών ή διαφορές απόψεων μεταξύ Τραπέζης της Ελλάδος και Κυβερνήσεως να εφαρμόσουν και να διατηρήσουν μία επιθετική πολιτική υψηλών επιτοκίων (είτε λόγω των αρνητικών επιπτώσεων στο δημοσιονομικό έλλειμμα και το Δημόσιο Χρέος, είτε λόγω της ύφεσης που επικρατεί στην οικονομία, είτε λόγω αρνητικών επιπτώσεων στο Χρηματιστήριο και την κεφαλαιαγορά).

Ενδεικτικά θα αναφέρω ότι αν η αγορά αναμένει (εναλλακτικά) υποτίμηση της δραχμής κατά 10% σε μία ημέρα, ή σε επτά ημέρες ή σε ένα μήνα, τα επιτόκια της δραχμής για τις παραπάνω διάρκειες θα πρέπει να προσεγγίσουν σε ετήσια βάση το 4000%, το 574% και 137% για να επιτευχθεί το σημείο αδιαφορίας του επενδυτή μεταξύ επενδύσεων σε κινητές αξίες σε συνάλλαγμα και σε κινητές αξίες σε δραχμές (inverted yield curve).

Επίσης, θα πρέπει να τονισθεί ότι θα είναι προτιμότερο να αποφευχθούν οι παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος με μεγάλα ποσά, διότι το κόστος στην χώρα από την απώλεια διαθεσίμων είναι σημαντικό μετά την εφάπαξ υποτίμηση και ουσιαστικά οι κερδοσκόποι αξιοποιούν τα διαθέσιμα της χώρας για να κερδοσκοπήσουν. Επιπλέον, η επιστροφή των κεφαλαίων (reflow) είναι βραδεία όπως έδειξε η διεθνής εμπειρία, υποχρεώνοντας τις χώρες που τα νομίσματά τους αντιμετώπισαν υποτιμητικές πιέσεις ν' αυξήσουν τον εξωτερικό δανεισμό για την κάλυψη των αναγκών τους. Ενδεικτικά αναφέρω ότι αν υποτιμηθεί εφάπαξ η δραχμή κατά 15% μετά τη μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων κατά 3 δισεκατομμύρια δολάρια λόγω παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος

(υπόθεση εργασίας), η πιθανή ζημία της Τραπέζης της Ελλάδος (το όφελος των κερδοσκοπών) μετά την επιστροφή του συναλλάγματος (reflow) θα προσεγγίσει τα 126 δισεκατομμύρια δραχμές. (Είναι φανερό ότι οι υπολογισμοί είναι κατά προσέγγιση. Για ακριβείς υπολογισμούς θα πρέπει να αφαιρεθεί το κόστος του δραχμικού δανεισμού των κερδοσκοπών και να προστεθεί το όφελος από τις επενδύσεις σε συνάλλαγμα). Αυτή η επίπτωση είναι ένας ακόμη λόγος υπέρ της εφαρμογής πολιτικής "προστασίας" των συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι διαθέσιμες βραχυπρόθεσμες πιστωτικές διευκολύνσεις σε συνάλλαγμα από ιδιωτικές πηγές είναι περιορισμένες, όπως περιορισμένες είναι και οι δυνατότητες δανεισμού από το Δ.Ν.Τ., τις άλλες Κεντρικές Τράπεζες και τους μηχανισμούς του Ε.Ν.Σ.

Η Στρατηγική της Επιβολής των Περιορισμών στην Κίνηση Κεφαλαίων

Η τρίτη εναλλακτική στρατηγική είναι ν' αποφευχθεί με κάθε κόστος η εφάπαξ υποτίμηση της δραχμής. Η στρατηγική αυτή, για να έχει αυξημένες πιθανότητες επιτυχίας τουλάχιστον βραχυχρονίως, απαιτεί την επαναεπιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων μετά την έναρξη των πιέσεων στην αγορά συναλλάγματος (ή την αναβολή για ένα εξάμηνο της ελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων), τη διατήρηση των εγχωρίων επιτοκίων σε σχετικά υψηλά επίπεδα και τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων στην Ευρωπαϊκή αγορά δραχμών που θα είναι ξανά, μετά την επιβολή των περιορισμών, μία σχετικά αυτόνομη αγορά.

Η στρατηγική αυτή έχει το μειονέκτημα ότι τραυματίζει την εμπιστοσύνη του κοινού, ιδιαίτερα των ξένων επενδυτών και θα δημιουργήσει προβλήματα με τους Κοινοτικούς μας εταίρους. Επιπλέον, η διαχρονική αποτελεσματικότητά της μπορεί ν' αμφισβητηθεί έντονα. Αν η αγορά εκτιμά ότι η διόρθωση της ισοτιμίας της δραχμής είναι επιβεβλημένη, οι πιέσεις θα συνεχισθούν μέσω νομίμων και παρανόμων καναλιών με μικρότερη ίσως ημερήσια ένταση και μέγεθος παρεμβάσεων, ενώ πάλι θα υποχρεωθεί η Κυβέρνηση να διατηρεί τα επιτόκια σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Διαχρονικά είναι πιθανόν ν' αποκτήσουν οι εκροές κεφαλαίων μία "διαρθρωτική" μορφή, που εξασθενεί σταδιακά τους μηχανισμούς αντίστασης (π.χ. συναλλαγματικά διαθέσιμα) και καθιστά μία πιθανή εφάπαξ υποτίμηση της δραχμής αναπόφευκτη μεσοπρόθεσμα. Δηλαδή, η παραπάνω εναλλακτική πρόταση μπορεί να είναι μία προσωρινή βραχυπρόθεσμη λύση του γενικότερου ζητήματος της διαμόρφωσης της συναλλαγματικής πολιτικής, αλλά δεν προσφέρεται προφανώς ως μονιμότερη λύση. Η ταχύτητα των εξελίξεων και

το μέγεθος των πιέσεων μπορεί να επιταχυνθεί, αν οι μακροοικονομικές εξελίξεις δεν είναι ευνοϊκές. Επιπροσθέτως, για την επιτυχή εφαρμογή της απαιτείται η διατήρηση των εγχωρίων επιτοκίων σε σχετικά υψηλά επίπεδα, επειδή όσους περιορισμούς και αν επιβάλλουμε στις βραχυχρόνιες κινήσεις κεφαλαίων, το σύστημα έχει ελευθερωθεί σε σημαντικό βαθμό και οι διαθέσιμοι μηχανισμοί ελέγχου είναι σχετικά αναποτελεσματικοί. Η στρατηγική αυτή μπορεί να έχει κάποιες θετικές επιπτώσεις αν χρησιμοποιηθεί ως πίστωση χρόνου για την υλοποίηση με επιτυχία του μακροοικονομικού προγράμματος σύγκλισης της Κυβέρνησης, η επιτυχία του οποίου στο μέλλον ίσως πείσει τις αγορές ότι μία εφάπαξ υποτίμηση δεν είναι απαραίτητη.

Τα μέτρα ή συνδυασμός μέτρων (θα πρέπει να γίνει προσεκτικός συνδυασμός) που μπορεί ν' αναληφθούν για τον περιορισμό της κίνησης κεφαλαίων και της αύξησης του κόστους και της αβεβαιότητας για τη δημιουργία και χρηματοδότηση ανοικτών κερδοσκοπικών θέσεων έναντι της δραχμής είναι τα ακόλουθα (menu μέτρων για επιλογή) :

α. Αυστηρή εφαρμογή περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων που αφορούν: την απαγόρευση δημιουργίας χρεωστικών υπολοίπων σε λογαριασμούς δραχμών μη κατοίκων, την απαγόρευση προθεσμιακών πράξεων συναλλάγματος με διάρκεια μικρότερη των τριών μηνών, την απαγόρευση δανεισμού δραχμών μη κατοίκων με πράξεις swap ή οποιαδήποτε άλλη τεχνική (reserve repo) από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα με διάρκεια μικρότερη των τριών μηνών και την υποχρέωση μη κατοίκων να συνάπτουν πράξεις pre-spot με εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα με όρους που καθορίζει η Τράπεζα της Ελλάδος.

β. Επιβολή υποχρέωσης στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα να απαιτούν από τους πελάτες τους κατοίκους ή μη κατοίκους το άνοιγμα έντοκης (άτοκης) κατάθεσης σε δραχμές στο ίδιο πιστωτικό ίδρυμα ίση με το 30% της δραχμικής αξίας της προθεσμιακής συμφωνίας και για όλη τη διάρκεια της προθεσμιακής συμφωνίας. Η επιβολή του παραπάνω μέτρου μπορεί να δικαιολογηθεί ως prudential action λόγω της αυξημένης volatility στην αγορά συναλλάγματος, ιδιαίτερα αν η κατάθεση είναι έντοκη. (Εναλλακτική πρόταση είναι η δέσμευση να επιβάλλεται για τρείς ή για έξι μήνες ανεξάρτητα από τη διάρκεια της προθεσμιακής. Σ' αυτή την περίπτωση, το μέτρο είναι αναμφισβήτητα συναλλαγματικός περιορισμός και είναι σαφέστερα πιο σκληρό).

γ. Τα επιτόκια της ευρώδραχμής διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα, ιδιαίτερα εκείνα για πράξεις pre-spot ή βραχυχρονίων περιόδων. Η πολιτική της Τραπέζης της Ελλάδος που θα πρέπει να ακολουθηθεί είναι ότι στο αρχικό στάδιο των συναλλαγματικών πιέσεων, τα επιτόκια της ευρώδραχμής θα πρέπει να διαμορφωθούν σε πολύ υψηλά επίπεδα με ταχύτητα, ώστε οι διαμορφούμενες ανοικτές συναλλαγματικές θέσεις έναντι της δραχμής από το εξωτερικό να κοστίζουν ακριβά. Για την επιτυχή υλοποίηση της παραπάνω πολιτικής και για να αποτραπεί η δημιουργία συνθηκών arbitrage, θα πρέπει ν' απαγορευθεί: i) η δυνατότητα για δανεισμό δραχμών από μη κατοίκους μέσω swap ή άλλης τεχνικής για διάρκεια μικρότερη των τριών μηνών, ii) όλες οι πράξεις pre-spot τραπεζών με μη κατοίκους θα γίνονται μέσω της Τραπέζης της Ελλάδος με όρους που θα καθορίζει η τελευταία και iii) η δυνατότητα προθεσμιακής κατάθεσης δραχμών σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα από πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού (π.χ. κατάθεση 80 ημερών 10 ημέρες από σήμερα). Το τελευταίο επιτρέπει τη δημιουργία βραχυχρόνιας δραχμικής ρευστότητας στη διάθεση των πιστωτικών ιδρυμάτων του εξωτερικού. Αν, για παράδειγμα, το ξένο πιστωτικό ίδρυμα δανείζεται για τέσσερις μήνες δραχμές μέσω σύναψης πράξης swap με εγχώριο πιστωτικό ίδρυμα (πράξη που επιτρέπεται) και ταυτόχρονα καταθέτει τις δραχμές στο ίδιο ή άλλο εγχώριο ίδρυμα για 110 ημέρες, 10 ημέρες από σήμερα, το αποτέλεσμα είναι η δημιουργία δραχμικής ρευστότητας για 10 ημέρες με λογικό σχετικά κόστος, ιδιαίτερα αν η καμπύλη των επιτοκίων είναι sharply inverted στην ενδοτραπεζική αγορά.

δ. Απαγορεύονται (για έξι μήνες) όλες οι προθεσμιακές πράξεις και οι πράξεις option με διάρκεια μικρότερη των τριών μηνών.

ε. Απαγορεύονται (για έξι μήνες) οι πράξεις reverse repo μεταξύ εγχώριων και αλλοδαπών πιστωτικών ιδρυμάτων ή γενικότερα μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων.

στ. Μηδενίζονται τα overnight ανώτατα όρια ανοικτών συναλλαγματικών θέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα μέχρι νεωτέρας αποφάσεως της Τραπέζης της Ελλάδος.

ζ. Προτρέπονται (moral suasion) οι Διοικήσεις των τραπεζών να μη δανείζουν δραχμές σε μη κατοίκους.

η. Αναστέλλεται για έξι μήνες (ή άλλο χρονικό διάστημα) η δυνατότητα απόκτησης νέων κινητών αξιών σε συνάλλαγμα καθώς και νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων που συνδέονται με αυτά από κατοίκους (ιδιώτες, θεσμικούς επενδυτές, πιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις). Ουσιαστικά παγώνει η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των κατοίκων επενδυτών όσον αφορά στο μερίδιο των κινητών αξιών σε συνάλλαγμα. Εναλλακτικά επιβάλλεται στον πελάτη το άνοιγμα άτοκης (έντοκης) δραχμικής κατάθεσης στην τράπεζα με την οποία συναλλάσσεται, ίση με το 50% της δραχμικής αξίας της κινητής αξίας την ημερομηνία απόκτησης και για διάρκεια μέχρι τη ρευστοποίηση (εναλλακτικά για 3 μήνες ή για 6 μήνες). Οι τράπεζες για αντίστοιχες πράξεις από δικά τους δραχμικά διαθέσιμα τηρούν την παραπάνω κατάθεση στην Τράπεζα της Ελλάδος.

θ. Απαγορεύονται οι πράξεις pre-spot μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων εσωτερικού και αντίστοιχων του εξωτερικού.

Οι προτάσεις δ, ε, στ, ζ, η, και θ είναι "σκληρές", απαιτούν την προσφυγή στις Κοινοτικές διαδικασίες για την επανεπιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν μόνο αν τα άλλα μέτρα δεν κρίνονται ικανοποιητικά και αποτελεσματικά. Οι έξι μήνες αναφέρονται παραπάνω ενδεικτικά και μόνο διότι είναι η μέγιστη δυνατή διάρκεια που επιτρέπεται με βάση την Απόφαση του Συμβουλίου 88/361/EEC να επαναεπιβληθούν περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων από κράτος-μέλος.

Οι υπόλοιπες προτάσεις είναι πιο ήπιες, βασίζονται και αξιοποιούν τους μηχανισμούς και μέσα πολιτικής της αγοράς για την αντιμετώπιση των πιέσεων και πρέπει να χρησιμοποιηθούν στο πρώτο στάδιο της ανάπτυξης των συναλλαγματικών πιέσεων. Το συγκεκριμένο μείγμα των μέτρων πολιτικής και ο χρόνος ανάληψής τους δεν μπορεί να προκαθορισθεί. Θα διαμορφωθούν με βάση τη συγκυρία που θα επικρατεί εκείνη τη στιγμή.

Γ. Επιπτώσεις από Πιθανή Εφάπαξ Υποτίμηση της Δραχμής.

Είναι δύσκολο να εκτιμηθούν οι επιπτώσεις από πιθανή εφάπαξ υποτίμηση της δραχμής, διότι θα εξαρτηθεί και από τις άλλες συνθήκες κάτω από τις οποίες θα γίνει η διόρθωση της δραχμής, την πολιτική που θ' ακολουθήσει η Τράπεζα της Ελλάδος κ.λ.π. Είναι επιτακτική ανάγκη να επεξεργασθεί είτε η

Τράπεζα της Ελλάδος είτε άλλος ερευνητικός οργανισμός ή επιστημονική ομάδα τις στατικές και δυναμικές επιπτώσεις μίας υποθετικής υποτίμησης της δραχμής, ας υποθέσουμε της τάξης του 15% στα επιτόκια, στον πληθωρισμό, στις χρηματιστηριακές τιμές, στο εμπόριο και στην παραγωγή. Η ανάλυση πρέπει να είναι ποσοτική και ποιοτική και να εξετάζει εναλλακτικά σενάρια. Πάντως, η πρόσφατη εμπειρία των ευρωπαϊκών χωρών (που τα νομίσματά τους υποτιμήθηκαν σημαντικά) έδειξε ότι παρά την ονομαστική υποτίμηση των νομισμάτων τους κατά 20% περίπου έναντι του γερμανικού μάρκου, ο πληθωρισμός συνέχισε να επιβραδύνεται, τα επιτόκια ακολούθησαν πτωτική πορεία και οι επιπτώσεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στην οικονομική δραστηριότητα ήταν θετικές (για πρώτη φορά η Ιταλία θα έχει ίσως πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών) και οι χρηματιστηριακές τιμές ακολούθησαν ανοδική πορεία. Το γεγονός ότι οι υποτιμήσεις έγιναν σε περίοδο οικονομικής ύφεσης ίσως εξηγεί εν μέρει την παραπάνω θετική εξέλιξη των μακροοικονομικών μεταβλητών. Επισημαίνεται, όμως, ότι η διάρθρωση της Ελληνικής Οικονομίας είναι διαφορετική και οι πληθωριστικές επιπτώσεις ίσως να είναι έντονες με τροφοδότηση των πληθωριστικών προσδοκιών. Γεγονός, πάντως, είναι ότι δεν υπάρχει σήμερα αξιόπιστη μελέτη των μακροοικονομικών επιπτώσεων από μία εφάξ υποτίμηση.