

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΩΝ
ΣΧΟΛΗ: ΣΔΟ
ΤΜΗΜΑ: ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΚΑΙ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

ΠΑΤΡΑ 2009

Νομισματική Πολιτική Στην ΟΝΕ



Αδαμόπουλος Χρήστος
Αναστασίου Αλέξανδρος
Ρήγας Κωνσταντίνος

ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:
ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΥ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

ΠΑΤΡΑ 2009

Περιεχόμενα

1.Εισαγωγή	3
2.Χαρακτηριστικά και αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας.....	10
2.1Παράλληλες αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας.....	10
2.2Θεσμικό καθεστώς της Κεντρικής Τράπεζας	10
2.3 Θεσμική ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας	11
2.4 Ειδοποιός διαφορά της Κεντρικής Τράπεζας	12
2.5 Τεχνικές λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας	13
2.5.1Τραπεζίτης του Δημοσίου	13
2.5.2Τραπεζίτης των τραπεζών	13
2.5.3 Θεματοφύλακας συναλλαγματικών διαθεσίμων	14
2.6 Ισολογισμός Κεντρικής Τράπεζας και νομισματική βάση	14
2.7 Τραπεζικό ή δευτερογενές χρήμα	17
2.8 Εξωγενής Προσφορά χρήματος	18
2.8.1 Θεωρητική σημασία της παραδοχής περί εξωγένειας.....	18
2.9 Ενδογενής προσφορά χρήματος.....	19
2.9.1 Επιπτώσεις από την ενδογένεια της προσφοράς χρήματος.....	19
3. Η εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα μέσα από τις επιδράσεις και την αυξανόμενη αλληλεξάρτηση της Ελληνικής οικονομίας με το διεθνές χρηματοπιστωτικό και οικονομικό περιβάλλον	20
3.1 Η περίοδος του Bretton-Woods	20
3.2 Η περίοδος της Διοικούμενης διακύμανσης (Dirty Floating).....	21
3.3 Η πορεία προς την Ευρωζώνη	28
3.4 Η Νομισματική Πολιτική και η Σύγκλιση προς τα Κριτήρια του Maastricht ...	35
3.5. Κερδοσκοπικές Επιθέσεις στη Δραχμή	36
3.6 Διδάγματα για την Οικονομική Πολιτική των χωρών της Νέας Ευρώπης.....	41
4.Εμπειρική διερεύνηση ΑΕΠ, πληθωρισμού, δημοσίου χρέους και ελλείμματος για τις χώρες της ευρωζώνης.....	48
4.1ΧΡΕΟΣ.....	48
4.2 ΈΛΛΕΙΜΜΑ	50
4.3 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	51
4.4 ΑΕΠ	55
5.Συμπεράσματα	59
Βιβλιογραφία	62

1.Εισαγωγή

Ο όγκος των διεθνών συναλλαγών που γίνονται σε καθημερινή βάση είναι τεράστιος. Το 1997 η αξία των προϊόντων και των υπηρεσιών που διακινήθηκαν διεθνώς ξεπέρασε τα 6,5 τρισεκατομμύρια δολάρια. Ωστόσο, ο όγκος των κεφαλαίων που διακινούνται διεθνώς για τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών είναι πολύ μεγαλύτερος και πολύ πιο εντυπωσιακός. Οι αγοραπωλησίες συναλλάγματος για το 1996 π.χ., εκτιμώνται ότι ξεπέρασαν το 1,2 τρισεκατομμύρια δολάρια ημερησίως. Επιπλέον, δεν πρέπει να διαφεύγει της προσοχής μας ότι οι διεθνείς συναλλαγές διεξάγονται με τη χρήση ενός μεγάλου αριθμού εθνικών νομισμάτων που ξεπερνούν τα 165, συνεπώς χρειάζεται να καθορίζονται οι συναλλαγματικές ισοτιμίες τους σε καθημερινή βάση.

Είναι φανερό, λοιπόν, ότι το μέγεθος των διεθνών εμπορικών και χρηματοοικονομικών συναλλαγών και ο μεγάλος αριθμός εθνικών νομισμάτων που εμπλέκονται σε αυτές καθιστούν απολύτως απαραίτητη την ύπαρξη ενός θεσμικού πλαισίου που να διέπει και ενός μηχανισμού ώστε να διασφαλίζεται ο καθορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών και η ομαλή διεξαγωγή των διεθνών συναλλαγών. Το θεσμικό πλαίσιο και ο μηχανισμός συγκροτούν το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα (International Monetary System).

Η διεθνής βιβλιογραφία δεν παρέχει έναν γενικά αποδεκτό ορισμό για το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα. Κάποιοι συγγραφείς δίνουν έμφαση στον ρόλο του να καθορίζει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, ενώ κάποιοι άλλοι τονίζουν τον ρόλο του στη διεξαγωγή των διεθνών πληρωμών και στη διακίνηση των κεφαλαίων διεθνώς. Ωστόσο, οι ορισμοί αυτοί δεν διαφέρουν στην ουσία του θέματος, καθώς οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και η διεθνής διακίνηση του χρήματος αλληλεξαρτώνται και αλληλοεπηρεάζονται. Επομένως, οι διαφορές των ορισμών εστιάζονται περισσότερο στο σημείο της έμφασης και όχι στην ουσία. Για να γίνει περισσότερο σαφής η διαφοροποίηση αυτή, παρατίθενται οι ορισμοί του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος που δίνονται από τρεις ομάδες συγγραφέων. Η σειρά παράθεσης των ορισμών είναι εντελώς τυχαία.

Ο πρώτος ορισμός από τους Czinkota, Rankainen και Moffett (1999 σ.825) , περιγράφει το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα ως «το σύνολο των υπαρχόντων κανόνων και των υπαρχουσών διαδικασιών για τη διεξαγωγή και λήψη διεθνών πληρωμών». Ο επόμενος ορισμός δίνεται από τους Griffin και Pustay (1996, σ.118 και 738) και περιγράφει το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα ως «τους κανόνες (ή το σύστημα) βάσει των οποίων οι χώρες εκτιμούν την αξία (value) και ανταλλάσσουν το νόμισμά τους. Τέλος, οι Ball και McCulloch (1996, σ.744) περιγράφουν το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα ως «τις συμφωνίες, τις πρακτικές, τους νόμους, τις

συνήθειες(customs)και τους θεσμούς(institutions) οι οποίοι ασχολούνται με το χρήμα(χρέη,πληρωμές,επενδύσεις) διεθνώς».

Όσο παράξενο και αν ακούγεται αρχικά,οι ρίζες του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος,όχι ως θεσμιθετημένου πλαισίου,αλλά ως μηχανισμού που διέπει τις διεθνείς συναλλαγές,ανιχνεύονται στα αρχαία χρόνια,όταν οι έμποροι της εποχής εκείνης διακινούσαν εμπορεύματα από τη μια άκρη του τότε γνωστού κόσμου στην άλλη.Το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα βασιζονταν στη χρήση των πολύτιμων μετάλλων (χρυσός και ασήμι) και λίθων.Τα μέταλλα και οι λίθοι είχαν την ιδιότητα της μετατρεψιμότητας,γίνονταν,δηλαδή,αποδεκτά για πληρωμές διεθνώς,και έτσι επέτρεπαν τη διεξαγωγή των διεθνών συναλλαγών.Καθώς,μάλιστα,σε όλες τις χώρες του τότε γνωστού κόσμου υπήρχε πάντα ένας λόγος ανταλλαγής μιας δεδομένης ποσότητας χρυσού ή ασημιού με μια ποσότητα του τοπικού νομίσματος,μπορούμε να πούμε ότι υπήρχε και λειτουργούσε ένας,σχετικά πρωτόγονος βέβαια,μηχανισμός καθορισμού των συναλλαγματικών ισοτιμιών.Ο χρυσός και το ασήμι αποτελούσαν τη βάση αυτού του μηχανισμού για τον καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ο μηχανισμός αυτός συνέχιζε να υπάρχει και να λειτουργεί αρκετά ικανοποιητικά μέχρι τις αρχές του 19^{ου} αιώνα.Στο υπόλοιπο της ενότητας αυτής θα παρουσιαστεί με συντομία η εξέλιξη του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος από τις αρχές του 19^{ου} αιώνα μέχρι σήμερα.Στην περιγραφή αυτή, λόγω του περιορισμένου χώρου, θα δοθεί έμφαση μόνο στα γεγονότα που συνέβαλαν σημαντικά στη διαμόρφωση και τη λειτουργία του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος με τη σημερινή δομή του. Αυτή η ιστορική αναδρομή κρίνεται αναγκαία, διότι η μελέτη της ιστορίας, σε όλες τις μορφές της, μας καθιστά ενήμερους για τα λάθη και τις παραλείψεις του παρελθόντος και μας δίνει την ευκαιρία και τη δυνατότητα να αποτρέπουμε την επανάληψή τους.

Μέχρι τις αρχές του 19^{ου} αιώνα το διεθνές νομισματικό σύστημα λειτουργούσε με τον τρόπο που παρουσιάστηκε προηγουμένως. Ωστόσο, η γενική αποδοχή του χρυσού στις διεθνείς συναλλαγές οδήγησε στη σκέψη ότι οι κυβερνήσεις θα μπορούσαν να εκδίδουν χαρτονομίσματα με αντίκρισμα σε χρυσό. Με άλλα λόγια, οι κυβερνήσεις θα εγγυόταν ότι η Κεντρική τους Τράπεζα είναι σε θέση να ανταλλάξει τα χαρτονομίσματα με μια προκαθορισμένη ποσότητα χρυσού όποτε της το ζητούσε ένας ιδιώτης ή μια επιχείρηση. Αυτό βέβαια, σήμαινε ότι η Κεντρική Τράπεζα ήταν υποχρεωμένη να διατηρεί αποθέματα χρυσού αξίας ίσης με την αξία των χαρτονομισμάτων που βρίσκονταν σε κυκλοφορία. Το σύστημα αυτό ονομάστηκε ο Κανόνας του Χρυσού (Gold Standard).

Η πρώτη χώρα που υιοθέτησε τον Κανόνα του Χρυσού ήταν η Μεγάλη Βρετανία,η οποία το 1821 δεσμεύτηκε ότι θα αγοράζει ή θα πουλά μία ουγγιά(ounce) χρυσού έναντι 4,247 αγγλικών λιρών (pound sterling).Ο λόγος ανταλλαγής χρυσού και αγγλικής λίρας που όρισε η βρετανική κυβέρνηση αποτελούσε ουσιαστικά την επίσημη διεθνή ισοτιμία του νομίσματος αυτού.Στη διάρκεια του ίδιου αιώνα,πολλές από τις οικονομικά ισχυρές χώρες της εποχής εκείνης,όπως η Γαλλία,η Γερμανία,οι Η.Π.Α,η Ιαπωνία και η Ρωσία,υιοθέτησαν τον Κανόνα του Χρυσού.Οι Η.Π.Α. ,π.χ.

όρισαν την επίσημη ισοτιμία δολαρίου-χρυσού σε 20,67 δολάρια ανά ουγγιά χρυσού. Είναι φανερό ότι αυτό αυτομάτως διαμόρφωσε τη σχέση ανταλλαγής μεταξύ του δολαρίου και της αγγλικής λίρας σε 20,67 δολάρια ανά 4,247 αγγλικές λίρες, που ήταν, βεβαίως, η επίσημη διεθνής συναλλαγματική ισοτιμία των νομισμάτων αυτών. Με τον ίδιο τρόπο ήταν δυνατόν να καθορίζονται οι επίσημες ισοτιμίες για όλα τα νομίσματα που υιοθέτησαν τον Κανόνα του Χρυσού. Έτσι η θεμελίωση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος με βάση τον Κανόνα του Χρυσού οδήγησε στην εμφάνιση ενός συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών (fixed exchange-rate system). Οι ισοτιμίες ήταν σταθερές, με την έννοια ότι δεν μεταβάλλονταν σε καθημερινή βάση ανάλογα με τη ζήτηση και την προσφορά για κάθε νόμισμα, όπως γίνεται σήμερα για τα νομίσματα όλων των αναπτυγμένων χωρών αλλά και πολλών άλλων, λιγότερο αναπτυγμένων χωρών. Κάτω από αυτές τις συνθήκες και για όσο διάστημα οι συναλλασσόμενοι πίστευαν ότι οι Κεντρικές Τράπεζες διέθεταν αποθέματα χρυσού στις αγορές, το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα λειτουργούσε ομαλά. Αυτή η κατάσταση, ωστόσο, δεν κράτησε για πολύ.

Το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα με τη μορφή που παρουσιάστηκε στις προηγούμενες παραγράφους, λειτούργησε ομαλά μέχρι την έναρξη του πρώτου παγκόσμιου πολέμου, το 1914. Λόγω των αναγκών για τη χρηματοδότηση των τεράστιων δαπανών του πολέμου, πολλές από τις χώρες που είχαν υιοθετήσει τον Κανόνα του Χρυσού αναγκάστηκαν να εκτυπώσουν νέο χαρτονόμισμα, χωρίς ωστόσο να αναστείλουν την ισχύ του Κανόνα του Χρυσού. Μετά το τέλος του πολέμου το 1918, πρώτες οι Η.Π.Α. επανέφεραν σε ισχύ τον Κανόνα του Χρυσού το 1919, και ακολούθησαν η Μεγάλη Βρετανία το 1925 και η Γαλλία το 1928. Και οι τρεις χώρες έθεσαν σε ισχύ τις παλιές ισοτιμίες του νομισματός τους με τον χρυσό.

Καθώς όμως η παγκόσμια οικονομία εισερχόταν στην περίοδο της Μεγάλης Κρίσης (Great Depression) στις αρχές της δεκαετίας του 1930, και καθώς ταυτόχρονα σημειωνόταν αύξηση της κυκλοφορίας του χαρτονομίσματος χωρίς ισόποση αύξηση των αποθεμάτων χρυσού, οι συναλλασσόμενοι έχασαν την εμπιστοσύνη τους στη δυνατότητα των Κεντρικών Τραπεζών να ανταλλάσουν χαρτονομίσματα με χρυσό. Αποτέλεσμα αυτού ήταν να υπάρξει τεράστια ζήτηση για μετατροπή των χαρτονομισμάτων σε χρυσό. Πρώτη η Τράπεζα της Αγγλίας αντιμετώπισε τον κίνδυνο να χάσει όλα τα αποθέματα χρυσού που διέθετε, και έτσι το 1931 υποχρεώθηκε να καταργήσει τη μετατρεψιμότητα της αγγλικής λίρας σε χρυσό. Επιπλέον, άφησε την ισοτιμία της αγγλικής λίρας να καθορίζεται ελεύθερα από τη ζήτηση και την προσφορά στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος. Έτσι, η ισοτιμία του νομίσματος αυτού καθοριζόταν πλέον με το σύστημα των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών (free ή clean float exchange-rate system). Λίγο αργότερα, το 1933, και η Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α. (The Federal Reserve, περισσότερο γνωστή ως Fed) ανέστειλε την ισχύ του Κανόνα του Χρυσού. Τον επανέφερε, ωστόσο, σε ισχύ το 1934, αναπροσαρμόζοντας, όμως πρώτα την ισοτιμία δολαρίου-χρυσού σε 35 δολάρια ανά ουγγιά. Αυτό βέβαια, ισοδυναμούσε με υποτίμηση του δολαρίου έναντι του χρυσού, και συνεπώς έναντι όλων των άλλων νομισμάτων που την στιγμή εκείνη

είχαν δεδομένη ισοτιμία έναντι του χρυσού. Άρα, όλα τα άλλα νομίσματα αυτομάτως ανατιμήθηκαν έναντι του δολαρίου. Η κίνηση, όμως, αυτή είχε ως αποτέλεσμα να ευνοούνται και να αυξάνονται οι εξαγωγές των Η.Π.Α. Αντίθετα, λόγω της ανατίμησης των λοιπών νομισμάτων, υπέστη πλήγμα η ανταγωνιστικότητα των προϊόντων που εισάγονταν στην αγορά των Η.Π.Α., με αποτέλεσμα να μειώνονται οι εκεί εισαγωγές τους. Για τον ίδιο λόγο ήταν επόμενο να οδηγηθούν όλες οι άλλες χώρες σε μείωση των εξαγωγών τους και στις αγορές του υπόλοιπου κόσμου, εφόσον τα δικά τους προϊόντα εμφανίζονταν ακριβότερα από τα προϊόντα των Η.Π.Α.

Για να αποφύγουν τις δυσμενείς επιπτώσεις που θα είχαν αυτές οι εξελίξεις για το εμπορικό τους ισοζύγιο, ένας αριθμός χωρών, όπως η Μεγάλη Βρετανία, η Γαλλία, η Ιταλία, η Ολλανδία, η Ελβετία και το Βέλγιο, προχώρησαν σε συνεχόμενες υποτιμήσεις των νομισμάτων τους έναντι του χρυσού. Οι υποτιμήσεις αυτές είχαν ανταγωνιστικό χαρακτήρα, γιατί κάθε χώρα υποτιμούσε το νόμισμά της για να αναχαιτίσει τις δυσμενείς επιπτώσεις από την υποτίμηση του νομίσματος κάποιων άλλων χωρών που είχε προηγηθεί. Οι συνεχόμενες, όμως, υποτιμήσεις αποδιοργάνωσαν εντελώς το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα, καθώς οι συναλλασσόμενοι δεν είχαν πλέον καθόλου εμπιστοσύνη στα χαρτονομίσματα, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί τρομερή ζήτηση για μετατροπή των χαρτονομισμάτων σε χρυσό. Το τελευταίο αναπόφευκτα οδήγησε στην ολοκληρωτική κατάργηση του Κανόνα του Χρυσού μέχρι τις αρχές του 1939, λίγο πριν την έναρξη του δεύτερου παγκόσμιου πολέμου.

Έχοντας πρόσφατη τη δυσάρεστη εμπειρία της αναστάτωσης στο Διεθνές Νομισματικό Σύστημα στα τέλη της δεκαετίας του 1930, αντιπρόσωποι από 44 χώρες συναντήθηκαν το 1944 (μετά την παράδοση της Γερμανίας, αλλά πριν από τη συνθηκολόγηση της Ιαπωνίας) στο Bretton Woods της πολιτείας του New Hampshire των Η.Π.Α. Ο σκοπός της διάσκεψης ήταν η αναδόμηση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος σε ισχυρά θεμέλια, ώστε να μνη εμφανιστούν ξανά φαινόμενα παρόμοια με εκείνα της περιόδου πριν από το Β Παγκόσμιο πόλεμο. Στη διάσκεψη αυτή συμφωνήθηκε η επαναφορά των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και του Κανόνα του Χρυσού, αλλά με ριζικά διαφορετική μορφή. Επιπλέον, συμφωνήθηκε η δημιουργία δύο μεγάλων διεθνών οργανισμών, του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (International Monetary Fund) και της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank).

Η νέα δομή του Κανόνα του Χρυσού και ο νέος τρόπος λειτουργίας του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος που συμφωνήθηκε στο Bretton Woods όριζαν τα ακόλουθα: Όλες οι χώρες που συμμετείχαν θα καθόριζαν μια σταθερή ισοτιμία του νομίσματός τους έναντι του χρυσού, χωρίς όμως την υποχρέωση να μετατρέπουν τα χαρτονομίσματα σε χρυσό. Έτσι, δεν ήταν υποχρεωμένες να διατηρούν αποθέματα χρυσού αντίστοιχα με την ποσότητα του χαρτονομίσματος που κυκλοφορούσε. Το μόνο νόμισμα που θα διατηρούσε την υποχρέωση μετατρεψιμότητας σε χρυσό ήταν των Η.Π.Α., η ισοτιμία του οποίου καθορίστηκε τότε σε 35 δολάρια ανά ουγγιά χρυσού. Ωστόσο, μόνο οι Κεντρικές Τράπεζες των χωρών που είχαν υπογράψει τη συμφωνία είχαν το δικαίωμα να απαιτήσουν από την Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α. να τους ανταλλάξει δολάρια με χρυσό.

Έτσι ,το δολάριο καθιερώθηκε ως ακρογωνιαίος λίθος του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος.

Επιπλέον ,οι χώρες που υπέγραψαν τη συμφωνία ανέλαβαν την υποχρέωση να παρεμβαίνουν στις αγορές συναλλάγματος και να διατηρούν την ισοτιμία του νομίσματός τους σε ένα πλαίσιο που οριζόταν ως 1% χαμηλότερο($\pm 1\%$) από την ισοτιμία που είχε συμφωνηθεί στο Bretton Woods(κεντρική ισοτιμία).Ο όρος αυτός είχε ως στόχο να διασφαλίσει μια σχετική σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ωστόσο ,η συμφωνία αυτή προέβλεπε ότι οι κεντρικές ισοτιμίες θα ήταν δυνατόν να αναπροσαρμοστούν αν σε ένα νόμισμα παρατηρούνταν πολύ ισχυρές πιέσεις από την προσφορά ή τη ζήτηση στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος απόφαση που θα επέτρεπε μια τέτοια αναπροσαρμογή ήταν μία από τις αρμοδιότητες που είχαν ανατεθεί στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Πράγματι ,τέτοιες περιπτώσεις υπήρξαν ,με πρώτη την υποτίμηση της κεντρικής ισοτιμίας της αγγλικής λίρας το 1967 και στη συνέχεια του γαλλικού φράγκου το 1969.Η υποτίμηση των νομισμάτων αυτών στην προσπάθειά τους να κρατήσουν την ισοτιμία του νομίσματός τους στο πλαίσιο που όριζε η συμφωνία του Bretton Woods,είδαν τα συναλλαγματικά τους αποθέματα να μειώνονται σε επικίνδυνα χαμηλά επίπεδα. Πάντως, το σύστημα που καθιέρωσε η συμφωνία του Bretton Woods,το οποίο λειτούργησε ικανοποιητικά μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1960,κατέρρευσε το 1971.

Την περίοδο εκείνη στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος επικράτησε η εντύπωση ότι τα αποθέματα χρυσού της Κεντρικής Τράπεζας των Η.Π.Α. ήταν πολύ λιγότερα από την αξία των δολαρίων που κυκλοφορούσαν παγκοσμίως, με αποτέλεσμα να υπάρξει πολύ μεγάλη ζήτηση για ανταλλαγή δολαρίων με χρυσό. Στη διάρκεια των επτά πρώτων μηνών του 1971 η Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α. διέθεσε το ένα τρίτο των αποθεμάτων της σε χρυσό. Αυτό προκάλεσε μεγάλη ανησυχία στις νομισματικές αρχές των Η.Π.Α, με αποτέλεσμα ο ίδιος ο πρόεδρος Richard Nixon να ανακοινώσει στις 15 Αυγούστου 1971 ότι το δολάριο δεν θα ήταν πλέον μετατρέψιμο σε χρυσό. Η ανακοίνωση αυτή προκάλεσε μεγάλη αναστάτωση στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος. Πολλές χώρες άφησαν την ισοτιμία του νομίσματός τους να διακυμανθεί ελεύθερα, βάσει της προσφοράς και της ζήτησης, ενώ το δολάριο υποτιμήθηκε σε σχέση με τα κυριότερα νομίσματα.

Η τελευταία προσπάθεια των κυβερνήσεων των αναπτυγμένων χωρών να διατηρήσουν το σύστημα των ισοτιμιών έγινε με τη Σύνοδο των δέκα πλέον αναπτυγμένων χωρών στην Ουάσιγκτον, πρωτεύουσα των Η.Π.Α.,τον Δεκέμβριο του 1971.Εκεί αποφασίστηκε να υποτιμηθεί το δολάριο στα 38 δολάρια ανά ουγγιά χρυσού και ορίστηκαν νέες ανατιμημένες ισοτιμίες των νομισμάτων των χωρών της Συνόδου σε σχέση με το δολάριο. Ταυτόχρονα αποφασίστηκε νέο διευρυμένο διάστημα επιτρεπόμενης διακύμανσης των ισοτιμιών ίσο με $\pm 2,5\%$ αντί του $\pm 1\%$ που όριζε η συμφωνία του Bretton Woods.Για άλλη μια φορά, όμως, οι συναλλασσόμενοι στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος δεν πείστηκαν ότι οι

διοικητικά καθορισμένες ισοτιμίες της Συνόδου της Ουάσιγκτον αντανakλούσαν την πραγματική οικονομική κατάσταση των χωρών της Συνόδου. Έτσι μετά από λίγο καιρό, με την πίεση της ζήτησης και της προσφοράς στις αγορές συναλλάγματος, οι Κεντρικές Τράπεζες των αναπτυγμένων χωρών αναγκάστηκαν να αφήσουν τις ισοτιμίες των νομισμάτων τους να διακυμαίνονται πέραν του επιτρεπόμενου διαστήματος του $\pm 2,5$ %. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να υποτιμηθούν σημαντικά κάποια από αυτά, όπως το δολάριο και η αγγλική λίρα, και να ανατιμηθούν κάποια άλλα, όπως το ελβετικό φράγκο.

Μετά την αποτυχία και αυτής της προσπάθειας για την εγκαθίδρυση ενός συστήματος σταθερών ισοτιμιών (Μάρτιος του 1973), οι ισοτιμίες των νομισμάτων των αναπτυγμένων χωρών καθορίζονται πλέον, μέχρι και σήμερα, από τη ζήτηση και την προσφορά για κάθε νόμισμα στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος. Το σύστημα αυτό είναι γνωστό ως σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών (flexible ή floating exchange-rate system). Ωστόσο, πολλές φορές αποκαλείται και σύστημα ελεγχόμενα κυμαινόμενων ισοτιμιών (managed ή dirty float). Η ονομασία αυτή οφείλεται στο ότι οι Κεντρικές Τράπεζες συνεχίζουν να έχουν τη δυνατότητα να παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος για να οδηγούν την ισοτιμία ενός νομίσματος προς μια επιθυμητή κατεύθυνση, αγοράζοντας ή πουλώντας μεγάλες ποσότητες από το συγκεκριμένο νόμισμα. Ωστόσο, όπως έχει φανεί και στην πράξη από τότε μέχρι σήμερα, δεν είναι εγγυημένο ότι οι παρεμβάσεις αυτές επιτυγχάνουν πάντα το στόχο τους. Υπάρχουν πολλές περιπτώσεις που τέτοιες παρεμβάσεις των Κεντρικών Τραπεζών απέτυχαν να σταθεροποιήσουν την ισοτιμία ενός νομίσματος στο επιθυμητό επίπεδο, παρά τις τεράστιες ποσότητες συναλλάγματος που αγόραζαν ή διέθεταν στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος.

Η νομισματική ολοκλήρωση, στην ανώτατη μορφή της, απαιτεί τη χρήση ενός κοινού νομίσματος (Machlup 1979, σελ. 23). Το κόστος που μπορεί να προκύψει από τη συμμετοχή μιας χώρας σε νομισματική ένωση μπορεί να ανιχνευτεί στην απώλεια του δικαιώματος μιας χώρας να τροποποιεί ανεξάρτητα τη συναλλαγματική της ισοτιμία, το λόγο μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας, στην απώλεια της ικανότητάς της να διαχειριστεί την περιφερειακή οικονομική πολιτική της, καθώς και των κρατικών εσόδων από την κοπή νομισμάτων. Η νομισματική ολοκλήρωση αποφέρει πολλά οφέλη. Μεταξύ αυτών είναι η εξάλειψη των συναλλαγματικών προβλημάτων στην ομάδα των χωρών που μετέχουν, αύξηση της επιρροής στα νομισματικά ζητήματα και η αύξηση της νομισματικής σταθερότητας. Όσο μεγαλύτερη είναι η περιοχή τόσο μεγαλύτερα είναι τα οφέλη (Jovanovic 2002, σελ. 292-302). Η επιλογή των 12 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα, να προχωρήσουν στη δημιουργία της ΟΝΕ μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι χώρες αυτές εκτίμησαν ότι οι στόχοι της οικονομικής πολιτικής επιτυγχάνονται ευκολότερα όταν συμμετέχουν σε ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Για να είμαστε πιο ακριβείς, στην περίπτωση της ΟΝΕ η Ελλάδα και οι άλλες χώρες (που αποτελούν την Ευρωζώνη) δεν επέλεξαν απλά τις σταθερές αντί για τις κυμαινόμενες ισοτιμίες, αλλά προχώρησαν στην υιοθέτηση του ενιαίου

νομίσματος, του ευρώ, για να σηματοδοτήσουν την επιθυμία τους για μια κοινή νομισματική πορεία στο μέλλον, μια πορεία που δεν είναι αναστρέψιμη.

Η άσκηση νομισματικής πολιτικής σε μια χώρα συνιστά προσφορά δημόσιας υπηρεσίας με ύψιστη σημασία και σπουδαιότητα, διότι η πολιτική αυτή αποτελεί ένα από τα βασικά συστατικά του συνολικού μείγματος μακροοικονομικής πολιτικής, μέσω της οποίας επιδιώκεται η επίτευξη συγκεκριμένων μακροοικονομικών στόχων. Σε όλες τις χώρες του κόσμου σήμερα η θεσμική αρμοδιότητα της χάραξης και εφαρμογής νομισματικής πολιτικής έχει ανατεθεί στην Κεντρική Τράπεζά της.

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής έχει υποστεί σημαντικές μεταβολές διεθνώς κατά τη διάρκεια των τελευταίων 60 ετών. Οι στόχοι της πολιτικής έχουν επηρεαστεί από τις εξελίξεις της οικονομικής θεωρίας, υπό το πρίσμα της εμπειρίας. Οι μεταβαλλόμενες οικονομικές δομές και η αυξανόμενη αλληλεξάρτηση των οικονομιών και των χρηματοπιστωτικών αγορών ιδιαίτερος έχουν επιβάλλει τον μετασχηματισμό του τρόπου άσκησης της νομισματικής πολιτικής.

Η έρευνα της νομισματικής πολιτικής εκκινεί από την κατανόηση της στρατηγικής την οποία εφαρμόζουν οι αρχές άσκησης, όπως και του τελικού, ενδιάμεσου και λειτουργικού στόχου της. Το τελευταίο είναι κρίσιμο προαπαιτούμενο για την επιτυχή ανάπτυξη θεωρητικών υποδειγμάτων καθοδήγησης της νομισματικής πολιτικής, όπως και για τον εμπειρικό τους έλεγχο. Επακόλουθα, απαιτείται γνώση της φύσης των εργαλείων πολιτικής που χρησιμοποιούνται, για παράδειγμα, αν τα επιτόκια καθορίζονται διοικητικώς ή διαμορφώνονται ελεύθερα στην αγορά. Σ' ένα επόμενο βήμα, πρέπει να εξερευνηθούν οι μηχανισμοί βάσει των οποίων μεταβολές στην κατεύθυνση (επεκτατική ή περιοριστική) της νομισματικής πολιτικής επιδρούν στις συνθήκες των χρηματοπιστωτικών αγορών και, μέσω αυτών, στις επιλογές κατανάλωσης, αποταμίευσης και επένδυσης των οικονομικών μονάδων. Η επίδραση της νομισματικής πολιτικής στον πληθωρισμό και το πραγματικό ΑΕΠ εξαρτάται από το αν η μεταβολή της πολιτικής ήταν αναμενόμενη και πώς μετασχηματίζει τις προσδοκίες για τη μελλοντική πολιτική.

Με τη μελέτη μας αυτή κατ' αρχήν παρουσιάζουμε το θεσμικό πλαίσιο και τα χαρακτηριστικά της κεντρικής τράπεζας ως αρμόδιο όργανο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής δεδομένου ότι η κατανόηση των επιλογών πολιτικής και η αποτίμηση της αποτελεσματικότητάς τους απαιτεί γνώση του θεσμικού πλαισίου μέσα στο οποίο ασκείται η νομισματική πολιτική. Στη συνέχεια παρουσιάζουμε την πορεία της νομισματικής πολιτικής στον ευρωπαϊκό χώρο δίνοντας έμφαση στην εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα μέσα από τις επιδράσεις και την αυξανόμενη αλληλεξάρτηση της Ελληνικής οικονομίας με το διεθνές χρηματοπιστωτικό και οικονομικό περιβάλλον.

Η διαχρονική εξέλιξη και η εμπειρική διερεύνηση των θεμελιωδών μεγεθών που επηρεάζονται από την νομισματική πολιτική, ήτοι ο πληθωρισμός, το ακαθάριστο

εγγώριο προϊόν το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα για το διάστημα από το 1998 έως το 2008 αποτελούν το επόμενο κεφάλαιο της παρούσας μελέτης. Ολοκληρώνουμε την εργασία μας με τα συμπεράσματα επί των αποτελεσμάτων της μελέτης μας.

2.Χαρακτηριστικά και αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας

Η Κεντρική Τράπεζα είναι το θεσμικά υπεύθυνο και αρμόδιο δημόσιο όργανο για την άσκηση νομισματικής πολιτικής σε μια χώρα. Η άσκηση νομισματικής πολιτικής αποτελεί σήμερα την πρωταρχική αρμοδιότητα της Κεντρικής Τράπεζας.

Η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από την καλή λειτουργία, σταθερότητα και ασφάλεια του συστήματος πληρωμών, του τραπεζικού συστήματος και του συνολικού πιστωτικού τομέα της οικονομίας. Γι' αυτό, συνήθως, στην Κεντρική Τράπεζα ανατίθεται επίσης το καθήκον της διοικητικής εποπτείας των τραπεζών και του συστήματος πληρωμών, παράλληλα με την πρωταρχική της αρμοδιότητα (άσκηση νομισματικής πολιτικής) και εφόσον δεν αντίκειται σε αυτήν. Επιπλέον, η Κεντρική Τράπεζα αποτελεί πολύτιμο και μεγάλης επιρροής σύμβουλο του κράτους σε ζητήματα που αφορούν τη θεσμική οργάνωση, διαρθρωτική συγκρότηση και εποπτεία του ευρύτερου πιστωτικού τομέα (π.χ. αγορές χρεογράφων, Χρηματιστήριο κ.τ.λ.), καθώς επίσης και σε θέματα που συνδέονται με τη χρηματοοικονομική διαχείριση των δημόσιων οικονομικών της χώρας (π.χ. διαχείριση δημόσιου χρέους, εξωτερικός δανεισμός του κράτους, συναλλαγματικό καθεστώς της χώρας κ.τ.λ.)

2.1 Παράλληλες αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας

Παράλληλα με την άσκηση νομισματικής πολιτικής η Κεντρική Τράπεζα:

- Εποπτεύει τις άλλες τράπεζες και το σύστημα πληρωμών, και
- Συμβουλεύει το κράτος σε ζητήματα εποπτείας του ευρύτερου πιστωτικού τομέα και χρηματοοικονομικής διαχείρισης των δημόσιων οικονομικών.

Παράλληλες αρμοδιότητες ανατίθενται στην Κεντρική Τράπεζα μόνο εφόσον αυτές συνάδουν με την πρωταρχική της αρμοδιότητα, που είναι η άσκηση νομισματικής πολιτικής.

2.2 Θεσμικό καθεστώς της Κεντρικής Τράπεζας

Η Κεντρική Τράπεζα, λόγω της σπουδαίας δημόσιας υπηρεσίας που προσφέρει, ανήκει θεσμικά και λειτουργικά στον ευρύτερο δημόσιο τομέα της οικονομίας. Αποτελεί δημόσιο και κοινής ωφέλειας οργανισμό, ακόμη και αν τυπικά λειτουργεί ως Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου (π.χ. Ανώνυμη Εταιρεία). Ο δημόσιος χαρακτήρας του κορυφαίου αυτού πιστωτικού οργανισμού κάθε χώρας είναι αναμφισβήτητος. Ωστόσο:

Σύμφωνα με τις σύγχρονες αντιλήψεις που τείνουν να επικρατήσουν διεθνώς:

- Πρωταρχικός στόχος της νομισματικής πολιτικής πρέπει να είναι η επίτευξη και διατήρηση ενός χαμηλού ρυθμού πληθωρισμού, και
- Ο στόχος αυτός εξυπηρετείται καλύτερα, όταν η Κεντρική Τράπεζα ασκεί τη νομισματική πολιτική της χωρίς περιορισμούς και δεσμεύσεις από την εκάστοτε Κυβέρνηση, δηλαδή από την εκτελεστική κρατική εξουσία.

Γι' αυτό η τάση σήμερα, στις περισσότερες χώρες του κόσμου, είναι να κατοχυρώνεται νομοθετικά η θεσμική ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας (νομισματική εξουσία) από την εκτελεστική εξουσία του κράτους. Ως ιδανικό πρότυπο Κεντρικής Τράπεζας θεωρείται η περίπτωση, κατά την οποία το καταστατικό της αποτελεί νόμο του κράτους και ορίζει με σαφήνεια και απόλυτη διαφάνεια τις αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας, τον τρόπο διορισμού και τον χρόνο θητείας της διοίκησής της και την προτεραιότητα στόχων της νομισματικής πολιτικής που ασκεί. Σύμφωνα με το πρότυπο αυτό, η διοίκηση της Κεντρικής Τράπεζας διορίζεται απευθείας από το Κοινοβούλιο και σ' αυτό λογοδοτεί για τους στόχους και τα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής που η Κεντρική Τράπεζα εφαρμόζει.

2.3 Θεσμική ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας

Στις σύγχρονες οικονομίες η Κεντρική Τράπεζα αποτελεί δημόσιο όργανο, θεσμικά ανεξάρτητο από την εκτελεστική κρατική εξουσία και υπόλογο έναντι του Κοινοβουλίου για τη νομισματική πολιτική και τις παράλληλες αρμοδιότητες που ασκεί.

Η Κεντρική Τράπεζα, όπως την περιγράψαμε, είναι όργανο με συγκεκριμένες αρμοδιότητες, οι οποίες διαφέρουν από την άσκηση κοινών τραπεζικών εργασιών όπως τις ξέρουμε όλοι. Με ποιά λοιπόν λογική ονομάζουμε το θεσμικό όργανο της πολιτείας «Τράπεζα» και μάλιστα τράπεζα «Κεντρική»? Γιατί δεν χρησιμοποιείται κάποια άλλη ονομασία, που να υποδηλώνει αμέσως και καθαρά τις αρμοδιότητες και λειτουργίες του οργάνου αυτού?

Γιατί «Τράπεζα»;

Η Κεντρική Τράπεζα ονομάζεται «τράπεζα» για λόγους καθαρά ιστορικούς. Ο θεσμικός πρωτοεμφανίστηκε στην Ευρώπη τον 17^ο αιώνα, αλλά αναπτύχθηκε κυρίως από τον 19^ο αιώνα, όταν ορισμένα κράτη εκχώρησαν το αποκλειστικό προνόμιο (μονοπώλιο) της έκδοσης τραπεζογραμματίων (χαρτονομισμάτων) σε μόνο μια από τις τράπεζες που λειτουργούσαν στην επικράτειά τους. Η τράπεζα που εξασφάλιζε το αποκλειστικό δικαίωμα της έκδοσης τραπεζογραμματίων αποκτούσε έτσι ένα σημαντικό πλεονέκτημα έναντι των άλλων τραπεζών. Σε αντάλλαγμα για το πλεονέκτημα αυτό αναλάμβανε τρεις συμβατικές υποχρεώσεις:

- Να δανείζει το κράτος με σχετικά ευνοϊκούς όρους, όταν ο κρατικός προϋπολογισμός ήταν ελλειμματικός,
- Να δανείζει τις άλλες τράπεζες, όταν αυτές αντιμετώπιζαν προσωρινή έλλειψη ρευστότητας, εμπλουτίζοντάς τις με νέα ρευστά διαθέσιμα, και

- Να διαχειρίζεται για λογαριασμό του κράτους τα επίσημα αποθέματα χρυσού και συναλλάγματος της χώρας.

Στην αρχή ,πέραν του εκδοτικού προνομίου και των υποχρεώσεων που το συνόδευαν,η Κεντρική Τράπεζα επιτρεπόταν να δέχεται καταθέσεις του κοινού και να χορηγεί δάνεια σε ιδιώτες και επιχειρήσεις .Τούτο ακριβώς εξηγεί και την ονομασία «τράπεζα»,η οποία διατηρήθηκε μέχρι σήμερα.Στο μεταξύ,όμως,οι περισσότερες Κεντρικές Τράπεζες του κόσμου έχουν πάψει να ασχολούνται με κοινές τραπεζικές εργασίες και την παροχή άμεσων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών προς το ευρύ κοινό. Και τούτο,γιατί γενικά πιστεύεται ότι η ενασχόληση με κοινές τραπεζικές εργασίες δεν επιτρέπει στην Κεντρική Τράπεζα να αφοσιώνεται και να επιτελεί αποτελεσματικά το πρωταρχικό της καθήκον,που είναι η χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής.

Γιατί «Κεντρική»;

Η Κεντρική Τράπεζα ονομάζεται «Κεντρική»,διότι λόγω των συγκεκριμένων αρμοδιοτήτων της βρίσκεται στην καρδιά του νομισματικού και τραπεζικού συστήματος κάθε χώρας.Ειδικότερα,το εκδοτικό προνόμιο και η αρμοδιότητα της τραπεζικής εποπτείας παρέχουν στην Κεντρική Τράπεζα τη δύναμη και τα μέσα να ελέγχει τη ρευστότητα του συνολικού τραπεζικού συστήματος.Καθιστούν έτσι την Κεντρική Τράπεζα «κέντρο ελέγχου» της συνολικής ποσότητας χρήματος στην οικονομία,δηλαδή της προσφοράς χρήματος.Και μάλιστα,όπως θα μάθετε σε λίγο,η Κεντρική Τράπεζα δεν ελέγχει μόνο το χρήμα που παράγει η ίδια (πρωτογενές χρήμα),αλλά και εκείνο που δημιουργούν και οι άλλες τράπεζες (δευτερογενές ή τραπεζικό χρήμα). Η πρωταρχική αρμοδιότητα της Κεντρικής Τράπεζας,δηλαδή η άσκηση νομισματικής πολιτικής και η ικανότητά της να ελέγχει τη συνολική προσφορά χρήματος είναι τα δύο βασικά στοιχεία που διαφοροποιούν το κορυφαίο αυτό πιστωτικό ίδρυμα από τους λοιπούς τραπεζικούς οργανισμούς που λειτουργούν σε μια χώρα.

2.4 Ειδοποιός διαφορά της Κεντρικής Τράπεζας

Η βασική διαφορά ανάμεσα στην Κεντρική Τράπεζα και στις λοιπές τράπεζες που δραστηριοποιούνται σε μια χώρα βρίσκεται στους αντικειμενικούς στόχους τους. Απώτερη επιδίωξη των άλλων τραπεζών,όπως και κάθε επιχείρησης,είναι η μεγιστοποίηση των κερδών τους. Αντίθετα,πρωταρχική επιδίωξη της Κεντρικής Τράπεζας είναι ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος και των λοιπών νομισματικών και πιστωτικών συνθηκών και μεγεθών,ανάλογα με τους στόχους της εκάστοτε ακολουθούμενης νομισματικής πολιτικής.

2.5 Τεχνικές λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας

Στην προηγούμενη υποενότητα αναφέραμε ότι πρωταρχικός ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας είναι να ασκεί νομισματική πολιτική, δηλαδή έλεγχο της προσφοράς χρήματος και των λοιπών χρηματοπιστωτικών μεγεθών. Τον ρόλο αυτό επιτελεί η Κεντρική τράπεζα λειτουργώντας ως:

- Τραπεζίτης του δημόσιου τομέα
- Τραπεζίτης των τραπεζών και
- Θεματοφύλακας των συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας.

Οι τεχνικές αυτές λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας έχουν ιδιαίτερη σημασία για τις μακροοικονομικές επιδόσεις μιας οικονομίας, διότι από την κάθε λειτουργία προκύπτει και μια δυναμική πηγή μεταβολής της προσφοράς χρήματος.

2.5.1 Τραπεζίτης του Δημοσίου

Ως τραπεζίτης του Δημοσίου η Κεντρική Τράπεζα δέχεται καταθέσεις του κράτους ή των δημόσιων οργανισμών, τους χορηγεί δάνεια ή εγγυάται δάνεια που συνάπτουν με τρίτους, διεκπεραιώνει ορισμένες εισπράξεις και πληρωμές τους, αγοράζει και πουλά χρεόγραφα τους. Γενικά, δηλαδή, η Κεντρική Τράπεζα προσφέρει στο Δημόσιο τραπεζικές υπηρεσίες, περίπου σαν κι αυτές που προσφέρει σε κάθε φυσικό πρόσωπο οποιαδήποτε εμπορική τράπεζα.

Είναι αλήθεια ότι οι σύγχρονες αντιλήψεις περί χρηστής δημοσιονομικής και νομισματικής διαχείρισης έχουν υπαγορεύσει παριοριστικούς κανόνες όσον αφορά την έκταση του κρατικού δανεισμού από την Κεντρική Τράπεζα. Όμως οι περιορισμοί αυτοί δεν έχουν καταργήσει τη λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας ως τραπεζίτη του Δημοσίου. Λειτουργώντας ως τραπεζίτης του Δημοσίου η Κεντρική Τράπεζα δημιουργεί πιστωτικές απαιτήσεις (A) και πιστωτικές υποχρεώσεις (Y) έναντι του δημόσιου τομέα της οικονομίας. Η καθαρή θέση (Θ) της Κεντρικής Τράπεζας έναντι του δημόσιου τομέα (δ), δηλαδή η διαφορά $\Theta_{\delta} = A_{\delta} - Y_{\delta}$, αποτελεί μια από τις πηγές μεταβολής του πρωτογενούς χρήματος που δημιουργεί η Κεντρική Τράπεζα.

2.5.2 Τραπεζίτης των τραπεζών

Ως τραπεζίτης των τραπεζών η Κεντρική Τράπεζα δέχεται και διαχειρίζεται καταθέσεις που διατηρούν σ' αυτήν είτε υποχρεωτικά είτε με δική τους πρωτοβουλία οι υπόλοιπες τράπεζες του συστήματος. Δανείζει τις τράπεζες αυτές και αγοράζει από αυτές ή τους πουλά χρεόγραφα. Εκείνο που επιδιώκει μέσω των πιστωτικών αυτών δοσοληψιών η Κεντρική Τράπεζα είναι να ελέγξει τη ρευστότητα του τραπεζικού

συστήματος,δηλαδή την ικανότητα των τραπεζών να ανταποκρίνονται ανά πάσα στιγμή στις υποχρεώσεις τους προς τους καταθέτες και λοιπούς πελάτες τους.

Λειτουργώντας ως τραπεζίτης των τραπεζών η Κεντρική Τράπεζα ελέγχει τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος και δημιουργεί πιστωτικές απαιτήσεις(A) και πιστωτικές υποχρεώσεις(Y) έναντι του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας.Η καθαρή θέση (Θ) της Κεντρικής Τράπεζας έναντι του ιδιωτικού τομέα (ι),δηλαδή η διαφορά $\Theta_i = A_i - Y_i$,αποτελεί και αυτή μία από τις πηγές μεταβολής του πρωτογενούς χρήματος που δημιουργεί η Κεντρική Τράπεζα.

2.5.3 Θεματοφύλακας συναλλαγματικών διαθεσίμων

Ως θεματοφύλακας των συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας η Κεντρική Τράπεζα είναι αρμόδια για τη φύλαξη και διαχείριση του συνολικού αποθέματος χρυσού και συναλλάγματος (ξένων νομισμάτων) που διαθέτει η χώρα. Από το μέγεθος του αποθέματος αυτού εξαρτάται η ομαλή διενέργεια διεθνών πληρωμών,δηλαδή πληρωμών που συνδέονται με τις εισαγωγές και τις εξαγωγές εμπορευμάτων,υπηρεσιών και κεφαλαίων. Από το μέγεθος του συναλλαγματικού αποθέματος,μεταξύ άλλων,εξαρτάται επίσης ο βαθμός φερεγγυότητας και πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας διεθνώς.Υπό την αρμοδιότητά της αυτή η Κεντρική Τράπεζα προβαίνει επίσης σε αγοραπωλησίες συναλλάγματος στην εγχώρια και στις διεθνείς αγορές,με στόχο τον επηρεασμό της ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος.

Λειτουργώντας ως θεματοφύλακας των συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας η Κεντρική Τράπεζα δημιουργεί πιστωτικές απαιτήσεις(A) και πιστωτικές υποχρεώσεις (Y) έναντι του εξωτερικού τομέα της οικονομίας .Η καθαρή θέση (Θ) της Κεντρικής Τράπεζας έναντι του εξωτερικού (ξ),δηλαδή η διαφορά $\Theta_\xi = A_\xi - Y_\xi$,αποτελεί και αυτή μια πηγή μεταβολής του πρωτογενούς χρήματος που δημιουργεί η Κεντρική Τράπεζα.

2.6 Ισολογισμός Κεντρικής Τράπεζας και νομισματική βάση

Στα πλαίσια των λειτουργιών της,η Κεντρική Τράπεζα διενεργεί συνεχώς χρηματικές και πιστωτικές δοσοληψίες και δημιουργεί απαιτήσεις και υποχρεώσεις έναντι:

- Του εξωτερικού
- Του δημόσιου τομέα
- Των τραπεζών της χώρας
- Του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας

Οι απαιτήσεις και υποχρεώσεις της Κεντρικής Τράπεζας,σε δεδομένη ημερομηνία,έχουνκαταγραφεί και αποτυπώνονται στον ισολογισμό της. Στο ενεργητικό σκέλος του ισολογισμού αυτού εμφανίζονται κατά κατηγορίες (λογαριασμούς και υπολογαριασμούς) οι απαιτήσεις της,ενώ στο παθητικό σκέλος

του ίδιου ισολογισμού εμφανίζονται, επίσης κατά κατηγορίες, οι υποχρεώσεις της. Δύο ειδικότερες υποχρεώσεις έχουν ιδιέταιρο νομισματικό ενδιαφέρον:

- Τα εκδοθέντα τραπεζογραμμάτια και κέρματα, και
- Οι καταθέσεις των τραπεζών στην Κεντρική Τράπεζα.

Το άθροισμα των δύο αυτών υποχρεώσεων ονομάζεται νομισματική βάση της οικονομίας. Ονομάζεται έτσι, γιατί από το άθροισμα αυτό και τις μεταβολές του, εξαρτώνται το επίπεδο και οι μεταβολές όλων των βασικών νομισματικών μεγεθών της οικονομίας (π.χ. προσφορά χρήματος, τραπεζικές πιστώσεις, τραπεζικές καταθέσεις).

Νομισματική βάση: ορισμός I

Νομισματική βάση (B) είναι το άθροισμα των εκδοθέντων τραπεζογραμματίων και κερμάτων (Cε) και των καταθέσεων των τραπεζών στην Κεντρική Τράπεζα (Κτ), δηλαδή:

$$B = C_{\varepsilon} + K_{\tau}$$

Το μέγεθος της νομισματικής βάσης αλλάζει κάθε φορά που μεταβάλεται η διαφορά ανάμεσα στις συνολικές απαιτήσεις (συνολικό ενεργητικό) και στις λοιπές πλύν της νομισματικής βάσης υποχρεώσεις (λοιπό παθητικό) της Κεντρικής Τράπεζας.

Λόγω της αναπόφευκτης ισότητας ενεργητικού και παθητικού στον ισολογισμό, κάθε φορά που αυξάνεται ή μειώνεται κάποια απαίτηση ή κάποια υποχρέωση της Κεντρικής Τράπεζας, αν τούτο δεν αντισταθμιστεί από κάποια άλλη μεταβολή σε κάποιο άλλο λογαριασμό του ισολογισμού, το αποτέλεσμα θα είναι να μεταβληθεί η νομισματική βάση. Έτσι:

Πηγή μεταβολής της νομισματικής βάσης της οικονομίας είναι η καθαρή θέση (η διαφορά μεταξύ απαιτήσεων και υποχρεώσεων) της Κεντρικής Τράπεζας έναντι οποιουδήποτε τομέα της οικονομίας, με τον οποίο έχει πιστωτικές δοσοληψίες.

Νομισματική βάση: άθροισμα καθαρών θέσεων

Σύμφωνα με τα προηγούμενα, το σύνολο των απαιτήσεων (ενεργητικού) της Κεντρικής Τράπεζας μπορεί να ταξινομηθεί σε τέσσερις γενικές κατηγορίες:

1. Απαιτήσεις έναντι εξωτερικού (Αξ)
2. Απαιτήσεις έναντι δημόσιου τομέα (Αδ)
3. Απαιτήσεις έναντι του ιδιωτικού τομέα (Αι)
4. Λοιπές απαιτήσεις (Αλ)

Το σύνολο πάλι του παθητικού (νομισματικής βάσης και υποχρεώσεων) της Κεντρικής Τράπεζας μπορεί να ταξινομηθεί σε έξι κατηγορίες:

1. Εκδοθέντα τραπεζογραμμάτια και κέρματα (Cε)

2. Καταθέσεις τραπεζικών οργανισμών στην Κεντρική Τράπεζα (Κτ)
3. Υποχρεώσεις έναντι του εξωτερικού (Υξ)
4. Υποχρεώσεις έναντι του δημόσιου τομέα (Υδ)
5. Υποχρεώσεις έναντι ιδιωτών (Υι)
6. Λοιπές υποχρεώσεις και ίδια κεφάλαια (Υλ)

Το σύνολο ενεργητικού συμπίπτει εκ ταυτότητος με το σύνολο παθητικού, δηλαδή:

$$A_{\xi} + A_{\delta} + A_i + A_{\lambda} = C_e + K_{\tau} + Y_{\xi} + Y_{\delta} + Y_i + Y_{\lambda} \quad (4.1)$$

Άρα η νομισματική βάση, όπως την ορίσαμε προηγουμένως (βλέπε ορισμό I), μπορεί να γραφεί ως:

$$B = C_e + K_{\tau} = (A_{\xi} - Y_{\xi}) + (A_{\delta} - Y_{\delta}) + (A_i - Y_i) + (A_{\lambda} - Y_{\lambda}) \quad (4.2)$$

Κάθε παρένθεση στην παραπάνω σχέση περιέχει τη διαφορά μεταξύ απαιτήσεων (A) και υποχρεώσεων (Y) της Κεντρικής Τράπεζας έναντι κάποιου από τους βασικούς τομείς με τους οποίους συναλλάσσεται: το εξωτερικό (ξ), ο δημόσιος τομέας (δ), ο ιδιωτικός τομέας (ι), οι λοιποί τομείς (λ). Κάθε διαφορά (A-Y) αντανακλά την καθαρή θέση (Θ) της Κεντρικής Τράπεζας έναντι του συγκεκριμένου τομέα, δηλαδή $\Theta = A - Y$. Έτσι λοιπόν η νομισματική βάση ταυτίζεται με το άθροισμα των τεσσάρων καθαρών θέσεων που προκύπτουν από τον ισολογισμό της Κεντρικής Τράπεζας. Με άλλα λόγια:

Νομισματική βάση: ορισμός II

Νομισματική βάση (B) είναι το άθροισμα καθαρών θέσεων (Θ) της Κεντρικής Τράπεζας έναντι του εξωτερικού (ξ), του δημοσίου (δ), του ιδιωτικού (ι) και των λοιπών (λ) τομέων της οικονομίας, δηλαδή:

$$B = \Theta_{\xi} + \Theta_{\delta} + \Theta_i + \Theta_{\lambda}$$

Οι δύο ορισμοί της νομισματικής βάσης που ήδη είδαμε είναι απόλυτα ισοδύναμοι. Στην πραγματικότητα ταυτίζονται. Εκφράζουν το ίδιο ακριβώς πράγμα, παρατηρώντας το από δύο διαφορετικές οπτικές γωνίες. Ο ορισμός I εκφράζει τη νομισματική βάση ως το σύνολο πρωτογενούς χρήματος που έχει δημιουργήσει η Κεντρική Τράπεζα. Ο ορισμός II εκφράζει τη νομισματική βάση ως το σύνολο αιτιών που προκάλεσαν τη δημιουργία πρωτογενούς χρήματος από την Κεντρική Τράπεζα, δηλαδή εκφράζει τις πηγές της νομισματικής βάσης.

Και οι δύο αυτοί ορισμοί όμως, δεν φανερώνουν με σαφήνεια τη σημασία που έχουν η νομισματική βάση και οι πηγές της για τη συνολική προσφορά χρήματος στην οικονομία. Πόσο μεγάλη είναι η σημασία αυτή, εξαρτάται από τη σχέση που συνδέει το πρωτογενές χρήμα (που δημιουργεί η Κεντρική Τράπεζα) με το δευτερογενές χρήμα (τις καταθέσεις που δημιουργεί το υπόλοιπο τραπεζικό σύστημα).

Πιο χρήσιμος, από λειτουργική άποψη, είναι λοιπόν ένας τρίτος ορισμός της νομισματικής βάσης, που είναι επίσης ισοδύναμος με τους άλλους δύο, ο οποίος όμως υπονοεί σαφώς τη δυνατότητα του τραπεζικού συστήματος να δημιουργεί δευτερογενές χρήμα. Και το υπονοεί μνημονεύοντας ρητά ως συστατικό της νομισματικής βάσης το συγκεκριμένο εκείνο νομισματικό μέγεθος που θέτει σε κίνηση τον μηχανισμό δημιουργίας τραπεζικών καταθέσεων (δευτερογενούς χρήματος). Το μέγεθος αυτό είναι τα ρευστά διαθέσιμα των τραπεζών.

Στον ορισμό I το πρώτο συστατικό (C_e) είναι η ποσότητα των μετρητών (τραπεζογραμματίων και κερμάτων) που έχουν εκδοθεί. Τα «εκδοθέντα» μετρητά, όμως δεν κυκλοφορούν όλα ως χρήμα στην οικονομία. Με την έκδοσή τους η Κεντρική Τράπεζα απλώς τα διοχετεύει στο οικονομικό κύκλωμα. Κατά πόσο οι συναλλασσόμενοι τα χρησιμοποιούν, εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τις σχετικές προτιμήσεις τους σε αυτά έναντι των λοιπών ειδών χρήματος, που επίσης είναι διαθέσιμα στους συναλλασσόμενους. Σε κάθε οικονομία τα εκδοθέντα τραπεζογραμμάτια και κέρματα (C_e) είναι πάντοτε περισσότερα από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια και κέρματα (C), διότι εκτός από τα μετρητά που εκδίδει η Κεντρική Τράπεζα οι συναλλασσόμενοι επιθυμούν να κατέχουν και να χρησιμοποιούν ως χρήμα και τις καταθέσεις (D) που «εκδίδουν» οι άλλες τράπεζες του συστήματος. Την επιθυμητή κάθε φορά αναλογία C/D , οι συναλλασσόμενοι επιτυγχάνουν με καταθέσεις ή αναλήψεις μετρητών από τους λογαριασμούς καταθέσεων τους στις τράπεζες. Έτσι, ένα μέρος από τα εκδοθέντα τραπεζογραμμάτια και κέρματα έχει, σε δεδομένη χρονική στιγμή, καταλήξει στα ταμεία των τραπεζών και δεν κυκλοφορεί ως χρήμα στην οικονομία. Αν την ποσότητα μετρητών που εξακολουθεί να κυκλοφορεί ως χρήμα συμβολίσετε με C , τότε μπορείτε να γράψετε τα εκδοθέντα τραπεζογραμμάτια και κέρματα C_e ως το άθροισμα:

$$C_e = C + C_b \quad (4.3)$$

Στη σχέση αυτή, ο προσθετός C είναι τα κυκλοφορούντα μετρητά. Και σίγουρα πρόκειται για το ίδιο ακριβώς μέγεθος που αναφέρθηκε πιο πριν με την ονομασία νομισματική κυκλοφορία. Δηλαδή πρόκειται για το πρώτο συστατικό της υπό στενή έννοια προσφοράς χρήματος $M = C + D$. Από την άλλη πλευρά, στη σχέση (4.3), ο προσθετός C_b είναι τα μετρητά που κατέληξαν στα ταμεία των τραπεζών, δηλαδή είναι τα λεγόμενα «ταμειακά» διαθέσιμά τους.

Ταμειακά διαθέσιμα των τραπεζών: ορισμός

Ταμειακά διαθέσιμα των τραπεζών είναι το τμήμα εκείνο από τα εκδοθέντα τραπεζογραμμάτια και κέρματα, το οποίο κατέληξε στις τράπεζες και δεν κυκλοφορεί στην οικονομία.

2.7 Τραπεζικό ή δευτερογενές χρήμα

Τραπεζικό χρήμα ονομάζονται οι καταθέσεις του κοινού στους τραπεζικούς οργανισμούς, οι οποίες χρησιμοποιούνται ως χρήμα (με τη στενή ή την ευρεία έννοια). Οι καταθέσεις αυτές καταγράφονται στο παθητικό σκέλος του ισολογισμού των τραπεζών, διότι αποτελούν υποχρέωση προς τους πελάτες τους. Χαρακτηρίζονται επίσης ως «δευτερογενές» χρήμα, γιατί, σε αντίθεση με το πρωτογενές χρήμα που δημιουργεί η Κεντρική Τράπεζα, οι καταθέσεις που δημιουργούν οι λοιποί τραπεζικοί οργανισμοί δεν μπορούν να δημιουργηθούν, παρά μόνο αν το τραπεζικό σύστημα αποκτήσει προηγουμένως νέα ρευστά διαθέσιμα (R), δηλαδή μετρητά στο ταμείο του (C_b) ή καταθέσεις στην Κεντρική Τράπεζα (Κτ).

2.8 Εξωγενής Προσφορά χρήματος

Οι θεωρητικοί οικονομολόγοι όταν αναλύουν τον ρόλο του χρήματος στη διαμόρφωση της μακροοικονομικής συγκυρίας, συχνά υποθέτουν ότι η προσφορά χρήματος είναι «εξωγενής και αυτόνομη», δηλαδή επηρεάζει χωρίς να επηρεάζεται από τα μακροοικονομικά μεγέθη, αλλά και όλες οι πηγές μεταβολής της προσφοράς βρίσκονται υπό τον απόλυτο έλεγχο των νομισματικών αρχών, δηλαδή της Κεντρικής Τράπεζας.

2.8.1 Θεωρητική σημασία της παραδοχής περί εξωγένειας

Το μεγαλύτερο τμήμα της μεθοδολογικής ανάλυσης που ακολουθεί η νομισματική θεωρία στηρίζεται στην υπόθεση ότι το μέγεθος της προσφοράς χρήματος προσδιορίζεται από παράγοντες διαφορετικούς από εκείνους που προσδιορίζουν τη ζήτηση χρήματος. Υιοθετείται, δηλαδή, η υπόθεση περί εξωγενούς προσφοράς χρήματος. Στην απλούστερη μορφή προσφοράς χρήματος που περιγράψαμε πιο πάνω, αυτό σημαίνει ότι το μέγεθος των συστατικών της νομισματικής βάσης, καθώς και οι λόγοι ρευστότητας του κοινού και των πιστωτικών οργανισμών διαμορφώνονται ανεξάρτητα από το μέγεθος του εισοδήματος, του επιτοκίου, του γενικού επιπέδου τιμών, τις πληθωριστικές προσδοκίες, τον πλούτο και τους λοιπούς προσδιοριστικούς παράγοντες της ζήτησης χρήματος. Η εξωγένεια της προσφοράς χρήματος αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση, προκειμένου να γίνει δεκτό ότι οι νομισματικές αρχές είναι σε θέση να επηρεάσουν βασικά μεγέθη της οικονομίας με αυτόνομες μεταβολές της προσφοράς χρήματος. Οι μεταβολές αυτές επιτυγχάνονται με τη ρύθμιση των μεγεθών r και B που βρίσκονται κάτω από τον άμεσο έλεγχο των νομισματικών αρχών. Το μέγεθος του r είναι λ.χ. δυνατό να επηρεαστεί με την επιβολή υποχρέωσης στις τράπεζες να κρατούν περισσότερα ή λιγότερα ρευστά διαθέσιμα ανά μονάδα καταθέσεων, ενώ το μέγεθος της B επηρεάζεται από το μέγεθος του δημόσιου δανεισμού από την Κεντρική Τράπεζα, τη χορήγηση πιστώσεων από την τράπεζα αυτή στους λοιπούς πιστωτικούς οργανισμούς, τις αγοραπωλησίες συναλλάγματος από την Κεντρική Τράπεζα, και άλλα.

Στην πράξη, η εξωγένεια της προσφοράς χρήματος είναι δυνατό να εξασφαλιστεί και σε περίπτωση που ορισμένα από τα μεγέθη r, c και β επηρεάζονται από κάποια μεταβλητή, η οποία επηρεάζει ταυτόχρονα και τη ζήτηση χρήματος. Αρκεί οι νομισματικές αρχές να επιθυμούν και να είναι κάθε φορά σε θέση να αντισταθμίζουν όσες από τις επιρροές που ασκούνται πάνω στην ποσότητα χρήματος θεωρούν ανεπιθύμητες. Με τον τρόπο αυτό, δεν παύει μεν η προσφορά χρήματος να επηρεάζεται από άλλα οικονομικά μεγέθη, η επιρροή όμως που δέχεται δεν είναι συστηματική. Την ονομεί αυτή εξωγενή προσφορά χρήματος η νομισματική θεωρία τη χειρίζεται όπως ακριβώς και την αμιγώς εξωγενή.

2.9 Ενδογενής προσφορά χρήματος

Ενδογενής χαρακτηρίζεται η προσφορά χρήματος μιας οικονομίας όταν το μέγεθός της δεν παραμένει ανεπηραστο από την εξέλιξη ορισμένων μακροοικονομικών μεγεθών, ιδιαίτερα εκείνων που επηρεάζουν και τη ζήτηση χρήματος.

Όταν η προσφορά χρήματος είναι ενδογενής, το μέγεθος και οι μεταβολές της δεν είναι μόνο αποτέλεσμα της εκάστοτε νομισματικής πολιτικής που ασκεί η Κεντρική Τράπεζα. Ένα μέρος, τουλάχιστον, από τη συμπεριφορά και εξέλιξη της προσφοράς χρήματος οφείλεται, στην περίπτωση αυτή, στη συγκεκριμένη διαμόρφωση των μακροοικονομικών μεγεθών και ιδιαίτερα εκείνων που προσδιορίζουν το μέγεθος και τις μεταβολές της ζήτησης χρήματος.

2.9.1 Επιπτώσεις από την ενδογένεια της προσφοράς χρήματος

Όταν στην πράξη η προσφορά χρήματος είναι ενδογενής, το σπουδαίο και πρωταρχικό έργο της Κεντρικής Τράπεζας, δηλαδή η άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής, γίνεται πολύ πιο δύσκολο.

Τούτο συμβαίνει, διότι τα μέσα και εργαλεία που διαθέτει η Κεντρική Τράπεζα για τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος δεν επαρκούν, για να ελεγχθούν απολύτως το μέγεθος και οι μεταβολές της συνολικής ποσότητας χρήματος που κυκλοφορεί διαμορφώνεται από την πλευρά της ζήτησης χρήματος και όχι από την Κεντρική Τράπεζα που προσπαθεί να ελέγξει και να κατευθύνει την προσφορά χρήματος. Έτσι, όμως, αν η ζήτηση χρήματος είναι σχετικά ασταθής, η ποσότητα χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία δεν μπορεί να ελεγχθεί απόλυτα, ούτε να προγνωσθεί με επαρκή βεβαιότητα. Αυτό αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά μέσα, με τα οποία οι φορείς άσκησης μακροοικονομικής πολιτικής επιχειρούν να επηρεάσουν τη συνολική μακροοικονομική συγκυρία.

3. Η εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα μέσα από τις επιδράσεις και την αυξανόμενη αλληλεξάρτηση της Ελληνικής οικονομίας με το διεθνές χρηματοπιστωτικό και οικονομικό περιβάλλον

3.1 Η περίοδος του Bretton-Woods

Το τέλος του πολέμου βρήκε την Ελληνική οικονομία εξαντλημένη. Η νομισματική αστάθεια εκδηλωνόταν με τη μορφή υψηλού και ευμετάβλητου ρυθμού πληθωρισμού, υψηλή ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και χαμηλή εμπιστοσύνη του κοινού στη δραχμή. Οι πρώτες προσπάθειες ανελήφθησαν από τους Διοικητές της ΤτΕ με στόχο τη νομισματική σταθεροποίηση και την οικονομική ανασυγκρότηση. Τα μέτρα περιελάμβαναν ελέγχους τιμών, επιδοτήσεις και υποτιμήσεις. Ήταν ωστόσο ατελέσφορα. Η Λαζαρέτου (2003) το αποδίδει αυτό στα βάρη των προπολεμικών δανείων, την αποτυχία να περικοπούν οι δημόσιες δαπάνες και να συλλεχθούν φόροι, την αποτυχία να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της σπανιότητας των αγαθών και την πολιτική κρίση που ξεκίνησε τον Δεκέμβριο του 1944. Μετά το 1946, η νομισματική πολιτική μεταβιβάστηκε σε μία νέα οντότητα, τη Νομισματική Επιτροπή, η οποία απετελείτο από πέντε υπουργούς της κυβέρνησης και τον διοικητή της ΤτΕ. Σ' αυτή τη νέα περίοδο, ως λειτουργικός στόχος της νομισματικής πολιτικής ετέθη η νομισματική βάση. Αυτή η αλλαγή προσανατολισμού αντανάκλωνε την άνοδο της επιρροής της Μετακεϋνσιανής Ποσοτικής Θεωρίας του χρήματος στην άσκηση της κεντρικής τραπεζικής (Λαζαρέτου, 2005), η οποία ασκούσε κριτική στις πολιτικές διαχείρισης των επιτοκίων διευκόλυνσης των τραπεζών και προέκρινε τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος μέσω Πράξεων Ανοιχτής Αγοράς (Open Market Operations, OMOs). Ωστόσο, τα εργαλεία πολιτικής με τα οποία η ΤτΕ επιχειρούσε να ελέγξει την προσφορά χρήματος ήταν αμφοτέρωτα το προεξοφλητικό επιτόκιο και οι μεταβολές επί του λόγου των υποχρεωτικών διαθεσίμων τα οποία οι τράπεζες διατηρούσαν στην ΤτΕ. Παρότι αυτή η προσπάθεια ήταν πιο οργανωμένη, η θέση της νομισματικής πολιτικής παρέμεινε χαλαρή, κυρίως λόγω της ανάγκης παροχής πιστώσεων για τη χρηματοδότηση της οικονομικής ανάκαμψης. Έτσι, η προσπάθεια δεν παρήγαγε απτά αποτελέσματα μέχρι την αρχή της δεκαετίας του 1950.

Το 1953 η δραχμή υποτιμήθηκε κατά 50% και εισήλθε στο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton-Woods με τη σταθερή ισοτιμία των 30 δραχμών ανά δολάριο ΗΠΑ. Παράλληλα, η δημοσιονομική, η νομισματική και η εισοδηματική πολιτική έγιναν πιο περιοριστικές. Η συμμετοχή στο Bretton-Woods έδωσε στην Ελληνική νομισματική πολιτική την αξιοπιστία που της έλειπε. Ο συνδυασμός αυτών των παραγόντων οδήγησε στην εμπέδωση χαμηλού και προβλέψιμου πληθωρισμού (2,4% κατά μέσο όρο και με χαμηλή διακύμανση κατά τη διάρκεια όλης της περιόδου 1953-1973). Οι Αλογοσκούφης και Λαζαρέτου (1997) περιγράφουν αυτά τα χρόνια ως τη Χρυσή Περίοδο της δραχμής. Βοηθώντας του χαμηλού πληθωρισμού, τα επιτόκια ορίζονταν διοικητικά καθ' ον τρόπο ώστε να

διατηρείται μία χαμηλή διαφορά επιτοκίων χορηγήσεων και καταθέσεων στη λιανική τραπεζική (3,9 % κατά μέσο όρο μεταξύ 1953-1971 σύμφωνα με τη Λαζαρέτου, 2005,σελ.9). Πολλοί διοικητικοί περιορισμοί στη λειτουργία των αγορών εγκατελήφθησαν. Παρά ταύτα, ο χρηματοπιστωτικός τομέας στην Ελλάδα, όπως και σε πολλές άλλες χώρες εκείνη την περίοδο, παρέμεινε υπό αυστηρούς ρυθμιστικούς κανονισμούς ως προς το ποιές δραστηριότητες μπορούσαν να χρηματοδοτηθούν και σε ποιά τιμή. Τα μέτρα περιελάμβαναν υποχρεωτική τήρηση διαθεσίμων των τραπεζών στην ΤτΕ, υποχρεωτικές τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου και χαμηλή οροφή στη χρηματοδότηση μη παραγωγικών δραστηριοτήτων. Ωστόσο, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού στο νόμισμα επέδρασε αυξητικά στις καταθέσεις στις τράπεζες κι έτσι μετρίασε την ανάγκη η ΤτΕ να χρηματοδοτεί παραγωγικές δραστηριότητες τυπώνοντας χρήμα και άρα πυροδοτώντας τον πληθωρισμό. Παράλληλα, η απελευθέρωση του εγχώριου και διεθνούς εμπορίου συνέβαλε στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας. Αυτές οι εξελίξεις έδωσαν ώθηση στις επενδύσεις- δημόσιες, ιδιωτικές και ξένες- και συνέβαλαν στη διατήρηση υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης. Η πολιτική σταθερότητα και η κοινωνική ειρήνη ήταν επίσης κρίσιμες παράμετροι υψ επιτυχίας. Αυτό ωστόσο τερματίστηκε απότομα με την εγκατάσταση της δικτατορίας το 1967.

3.2 Η περίοδος της Διοικούμενης διακύμανσης (Dirty Floating)

Η κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods τον Αύγουστο του 1971 σηματοδότησε μία παγκόσμια στροφή προς τις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες, επιτρέποντας έτσι στις νομισματικές αρχές την άσκηση ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, επέτρεψε επίσης την εμφάνιση ανταγωνιστικών υποτιμήσεων, κερδοσκοπικών πιέσεων, μεταβλητικότητας και αβεβαιότητας στις αγορές συναλλάγματος. Στην Ελλάδα, η δραχμή εξακολούθησε την πρόσδεσή της στο αμερικανικό δολάριο μεταξύ 1972-1973. Αυτό το γεγονός, σε συνδυασμό με χαλαρές οικονομικές πολιτικές, οδήγησε σε σημαντικές υποτιμήσεις. Το Μάρτιο του 1975 η δραχμή αποχωρίστηκε από το δολάριο και εισήλθε σ' ένα καθεστώς διακύμανσης έναντι μίας δέσμης νομισμάτων. Η επόμενη περίοδος 1975-1990 χαρακτηρίστηκε από ρυθμούς πληθωρισμού εγγύς του 20%, με την παρένθεση του διετούς Προγράμματος Σταθεροποίησης 1985-1987, την περιορισμένη δυνατότητα της νομισματικής πολιτικής να μειώσει τον πληθωρισμό και μία γενικά μέτρια οικονομική επίδοση. Η νομισματική πειθαρχία υπονομεύτηκε, τόσο από την διακύμανση της δραχμής, όσο και από την αναζωπύρωση των κοινωνικών διεκδικήσεων που ακολούθησε την αποκατάσταση της Δημοκρατίας το 1974.¹ Σε συμφωνία με τις διεθνείς τάσεις, το κράτος επεξέτεινε τις δραστηριότητές του ως παραγωγός και εργοδότης και αναμείχθηκε ενεργά σε πολιτικές αναδιανομής

¹ Χαρακτηριστικά, οι εβδομαδιαίες απολαβές των εργαζόμενων χαμηλής εξειδίκευσης στη μεταποίηση αυξάνονταν ετησίως κατά 22,7 % κατά μέσο όρο μεταξύ 1975-1981(Garganas and Tavlas, 2001).

εισοδήματος. Ως προτεραιότητα της νομισματικής πολιτικής ετέθη η χαλιναγώγηση του πληθωρισμού και η διόρθωση των ανισορροπιών του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η οικονομική πολιτική έπρεπε επίσης να προωθεί το στόχο της ένταξης στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα (ΕΟΚ). Ο τελικός στόχος της νομισματικής πολιτικής, εξειδικευόταν διαφορετικά κάθε έτος στην Έκθεση του Διοικητή της ΤτΕ. Γενικώς όμως εξυπηρετούσε τη διττή αποστολή της καταπολέμησης του πληθωρισμού αλλά και της υποστήριξης της οικονομικής ανάπτυξης, κάθε φορά σε συμφωνία με τις κυβερνητικές προτεραιότητες.

Το 1975, ακολουθώντας την πρακτική άλλων ανεπτυγμένων χωρών, η ΤτΕ ανακοίνωσε ενδιάμεσους στόχους για τους νομισματικούς δείκτες και τη νομισματική επέκταση.² Παράλληλα, παρακολουθούντο η συναλαγματική ισοτιμία και η κατανομή πιστώσεων στους διάφορους τομείς της οικονομίας. Η ισοτιμία δεν ήταν μεταβλητή-στόχος της νομισματικής πολιτικής, με εξαίρεση την περίοδο από το τέλος του 1973 έως το Μάρτιο του 1975, όταν η δραχμή ακολουθούσε τις διακυμάνσεις του δολαρίου. Η θέση ενδιάμεσων στόχων αντανακλά την αντίληψη των κεντρικών τραπεζιτών ότι κανένας επιμέρους δείκτης δεν μπορεί να συνοψίσει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής ενώ όλοι οι δείκτες δέχονται επιδράσεις και από εξωγενείς παράγοντες (Garganas and Tavlas, 2001). Οι ενδιάμεσοι στόχοι ήταν ευέλικτοι: μπορούσαν να προσαρμοστούν εντός του έτους ανάλογα με την οικονομική κατάσταση με κριτήριο την καλύτερη εξυπηρέτηση του τελικού στόχου. Παρότι έθετε ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους, η ΤτΕ συχνά αναφερόταν στο βασικό επιτόκιο ως ένα μέσο για την επίτευξη των νομισματικών και πιστωτικών στόχων. Μάλιστα, αμφότερα το προεξοφλητικό επιτόκιο και το επιτόκιο υπεραναλήψεων των τραπεζών από την ΤτΕ αυξήθηκαν το 1975. Ωστόσο, το επιτόκιο δεν αναφερόταν ρητώς ως λειτουργικός στόχος μέχρι τη δεκαετία του 1990. Εφόσον τα επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων ορίζονταν διοικητικά, οι παρεμβάσεις στις αγορές χρήματος δεν ήταν αναγκαίες και άρα ήταν σπάνιες. Επίσης, το ποσοστό των υποχρεωτικών διαθεσίμων που τοποθετούσαν οι τράπεζες στην ΤτΕ αυξήθηκε και εφαρμόστηκε και για τις καταθέσεις σε ξένο νόμισμα. Οι τράπεζες υποχρεώνονταν να επενδύουν μέρος αυτών των διαθεσίμων σε έντοκα γραμμάτια και ομόλογα του Δημοσίου μ' ένα σχετικά χαμηλό επιτόκιο. Αυτό αποσκοπούσε όχι μόνο στον έλεγχο της ρευστότητας αλλά και στη μείωση του κόστους του δανεισμού του Δημοσίου. Έκτοτε, τα υποχρεωτικά διαθέσιμα μεταβάλλονταν, αν και όχι συχνά, καθότι αποδείχτηκαν αναποτελεσματικό εργαλείο για τον έλεγχο της ρευστότητας βραχυχρονίως.

² Ποσοτικοί στόχοι για τη δημιουργία χρήματος και την πιστωτική επέκταση ανακοινώνονταν μέχρι και το 2000. Όσον αφορά την προσφορά χρήματος, αρχικώς ετίθετο στόχος για το μέγεθος του M0. Το 1982, ο στόχος άλλαξε στο M3 και χαρακτηρίστηκε «κεντρικός στόχος της νομισματικής πολιτικής». Εξαιτίας της αστάθειας της ζήτησης χρήματος από την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και των κινήσεων κεφαλαίου, ο νομισματικός στόχος αποδείχτηκε αναποτελεσματικός. Έτσι το 1971, εγκαινιάστηκε η συμπληρωματική παρακολούθηση του M4. Αφότου ολοκληρώθηκε η απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίου το 1974, ο νομισματικός στόχος πέρασε σε δεύτερη μοίρα και δόθηκε προτεραιότητα στην παρακολούθηση της πορείας της συναλαγματικής ισοτιμίας. Έτσι, από το 1978, μία ενδεικτική μόνο πρόβλεψη για το ρυθμό μεταβολής του M4 ανακοινωνόταν (Λαζαρέτου, 2005).

Οι προαναφερθείσες εξελίξεις υπαγορεύτηκαν εν μέρει από τις πετρελαϊκές κρίσεις του 1973 και το 1979, οι οποίες επέφεραν μεγάλες αυξήσεις στις τιμές του πετρελαίου και των πρώτων υλών. Μετά την πρώτη κρίση οι χώρες υιοθέτησαν προσαρμοστική νομισματική πολιτική με στόχο τον περιορισμό των επιδράσεων της κρίσης στο προϊόν και την απασχόληση. Ακολούθησε μία κατακόρυφη άνοδος του πληθωρισμού διεθνώς σε διψήφια νούμερα. Χώρες, όπως η Ελλάδα, των οποίων οι πολιτικές ήταν πιο ανεκτικές έναντι του πληθωρισμού, βίωσαν ένα βαθμιαίο δυνάμωμα των πληθωριστικών προσδοκιών. Αυτό τις έκανε πιο ευάλωτες όταν ξέσπασε η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση και μεγέθυνε την επίδρασή της. Μετά τη δεύτερη κρίση, οι περισσότερες αναπτυγμένες χώρες έθεσαν ως κύριο στόχο της πολιτικής τους τον αποπληθωρισμό και αναπροσανατολίστηκαν προς ένα μεσοχρόνιο ορίζοντα. Κατάφεραν έτσι στις αρχές του 1980 να επαναφέρουν τον πληθωρισμό σε μονοψήφια νούμερα. Η Ελληνική νομισματική πολιτική ωστόσο (πολλαπλοί στόχοι για τους νομισματικούς δείκτες) συνέχισε να έχει επεκτατική κατεύθυνση μέχρι το 1982 (ΤτΕ, Έκθεση του Διοικητή για το 1983, σελ.31). Οι Garganas and Tavlas (2001) εκτιμούν ότι η αποτυχία του μείγματος πολιτικής οδήγησε στην απώλεια αξιοπιστίας και την παγίωση του υψηλού πληθωρισμού (μέχρι 25%) και αυξήσεις των μισθών. Αυτό επέβαλλε την ταχεία διολίσθηση της δραχμής ώστε να εξισορροπηθεί η απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας.

Ένας σημαντικός λόγος για την αναποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής ήταν η έλλειψη ευελιξίας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ελλάδα υπέκειτο σε εκτεταμένους ελέγχους και κανονισμούς μέχρι τις αρχές του 1950. Ο σφιχτός έλεγχος σε συνδυασμό με τον υψηλό βαθμό συγκέντρωσης του τραπεζικού συστήματος είχε ως αποτέλεσμα τη χαμηλή αποδοτικότητα των τραπεζών και την έλλειψη ανταγωνισμού μεταξύ των.³ Οι κεφαλαιαγορές ήταν ακόμα ανεπαρκώς ανεπτυγμένες. Το κανονιστικό πλαίσιο επιδίωκε τη διατήρηση χαμηλού κόστους χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα, την παροχή κινήτρων στη γεωργία και, ενίοτε, την αποθάρρυνση της καταναλωτικής πίστης. Το κύριο εργαλείο πολιτικής ήταν ο έλεγχος των επιτοκίων για όλα τα δάνεια και τις καταθέσεις, επικουρούμενος από ελέγχους και επιλεκτική κατανομή πιστώσεων. Αυτή η πρακτική είχε ως αποτέλεσμα την εξάλειψη των κινδύνων επιτοκίου και, κατ' ουσίαν τον διοικητικό ορισμό των περιθωρίων κέρδους. Οι τράπεζες δεν ήταν επίσης εξοικιωμένες με τον συναλλαγματικό κίνδυνο εξαιτίας της εμπειρίας του Bretton Woods, ώστε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα χαρακτηριζόταν από ελλιπή διαχείριση κινδύνων. Επιπροσθέτως, οι διεθνείς κεφαλαιακές συναλλαγές ήταν σε μεγάλο βαθμό απαγορευμένες για τους κατοίκους της ημεδαπής. Όλοι αυτοί οι περιορισμοί παρακάμπτοταν συχνά, κυρίως αυτοί επί του λογαριασμού κεφαλαίων, και δεν εφαρμόζονταν αμερόληπτα στις διάφορες τράπεζες, προκαλώντας έτσι στρεβλώσεις. Τελικά, οι περιορισμοί περιόριζαν τα

³ Αυτό αντανakλάται στην άνοδο της διαφοράς επιτοκίων χορηγήσεων-καταθέσεων (bid-ask spread) σε σχέση με την περίοδο του Bretton-Woods (7,6% κατά μέσο όρο μεταξύ 1973 και 1974). Ας σημειωθεί ότι, επιπροσθέτως, ένα μεγάλο μέρος των εσόδων των τραπεζών προερχόταν από προμήθειες οι οποίες βάρυναν τον πελάτη.

διαθέσιμα εργαλεία και περιέκοπταν το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, υπονομεύοντας την αποτελεσματικότητά της. Επιπρόσθετα, η διατήρηση τεχνητά χαμηλών πραγματικών επιτοκίων συμπίεζε την τάση προς αποταμίευση σε χρηματοοικονομικά κεφάλαια και μείωνε την αποτελεσματικότητα των επενδύσεων (Garganas and Tavlas, 2001).⁴ Παρ' όλα αυτά, οι διοικητικοί έλεγχοι επέτυχαν σ' ένα μεγάλο βαθμό τη διοχέτευση αποταμιεύσεων για την ευχερή χρηματοδότηση της βιομηχανίας και των εξαγωγών, αν και μερικώς εις βάρος του εμπορίου. Οι εισαγωγές και η κατανάλωση αγαθών πολυτελείας αποθαρρύνονταν.

Την περίοδο από τον Ιούνιο του 1980 μέχρι το τέλος του 1982, εφαρμόστηκε μια πολιτική ελεγχόμενης υποτίμησης της δραχμής. Ο ρυθμός υποτίμησης σχεδιαζόταν με στόχο να διατηρεί την ανταγωνιστικότητα των Ελληνικών προϊόντων χωρίς να τροφοδοτούνται οι πληθωριστικές προσδοκίες.⁵ Παρα ταύτα, ο πληθωρισμός παρέμεινε άνω του 20% έως και το 1985. Ο κύριος λόγος ήταν ότι η νεοεκλεγείσα σοσιαλιστική κυβέρνηση έδωσε προτεραιότητα σε οικονομικές πολιτικές αναδιανομής εισοδήματος. Αυτές οι πολιτικές χρηματοδοτήθηκαν, κατά το μάλλον ή ήττον, από δημόσιο δανεισμό. Αυτό οδήγησε σε επιδείνωση των ανισορροπιών του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, σε αυξήσεις του κατά μονάδα εργασίας κόστους προϊόντος (unit labor cost) που υπερέβαιναν αυτές της παραγωγικότητας, σε μεγάλα δημοσιονομικά ελλείματα και υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους. Επιπροσθέτως, η καθιέρωση το 1982 της Αυτόματης Τιμαριθμικής Αναπροσαρμογής (ATA), ενός συστήματος αυτόματης προσαρμογής των μισθών σε μεταβολές του πληθωρισμού (των προβλέψεων για τον πληθωρισμό από το 1986), συνέτεινε στην παγίωση των πληθωριστικών προσδοκιών.

Η νομισματική πολιτική δεν αντιστάθμιζε την δημοσιονομική και πιστωτική επέκταση αλλά χαρακτηριζόταν μάλλον από αστάθεια. Μάλιστα, στο τέλος του 1981, κάποιες κατηγορίες επιτοκίων μειώθηκαν σημαντικά δίνοντας το σήμα επεκτατικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Αυτό αποκαλύπτει την υπαγωγή της νομισματικής πολιτικής στο στόχο της μείωσης του κόστους δανεισμού για την κυβέρνηση. Τα πραγματικά επιτόκια στα 12-μηνα έντοκα γραμμάτια παρέμειναν αρνητικά μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1980.⁶ Ωστόσο, η επέκταση της δημόσιας κατανάλωσης, σε συνδυασμό με τη διοχέτευση των περισσότερων επιδοτήσεων της ΕΟΚ από το 1981 και μετά προς την ιδιωτική κατανάλωση (κυρίως εισαγόμενων αγαθών), οδήγησαν σε αποδυνάμωση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων και

⁴Το πρώτο βήμα της απελευθέρωσης ανελήφθη μόλις το 1978 όταν η ΤτΕ επέτρεψε στις τράπεζες να θέτουν ελεύθερα το διατραπεζικό επιτόκιο. Αυτό το μέτρο οδήγησε αργότερα σε αύξηση των επιτοκίων, ενισχύοντας έτσι το κίνητρο για αποταμίευση και περιορίζοντας την πιστωτική επέκταση.

⁵Όπως παλαιότερα, η συναλλαγματική ισοτιμία δεν ήταν μεταβλητή-στόχος σ' αυτή την περίοδο μέχρι το 1995, με εξαίρεση το 1983 όταν η δραχμή ακολουθούσε τις διακυμάνσεις του δολαρίου.

⁶ Ο στόχος για τον πληθωρισμό θεωρήθηκε λιγότερο σημαντικός από άλλους στόχους, κυρίως την υποστήριξη της οικονομικής δραστηριότητας, τον περιορισμό της ανεργίας και την αποφυγή εξωτερικών ανισορροπιών, όπως και σε πολλές άλλες χώρες εκείνη την περίοδο, *ιδε Garganas and Tavlas (2001)*. Οι συγγραφείς, χρησιμοποιώντας Διανυσματικά Υποδείγματα Διόρθωσης Λαθών (Vector Error Correction Models) και ελέγχους αιτιότητας, έδειξαν ότι, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, η άνοδος των δημοσιονομικών ελλειμάτων προκάλεσε την επιτάχυνση του M3 ενώ το αντίστροφο δεν ισχύει.

σε πολύ χαμηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.⁷ Η αναδιανομή εισοδήματος πραγματοποιήθηκε αλλά η Ελληνική οικονομία παρουσίασε συμπτώματα στασιμοληθωρισμού. Η κατάσταση επιδεινώθηκε ως αποτέλεσμα δυσμενών διεθνών παραγόντων, κυρίως αυξήσεων στην τιμή του πετρελαίου και των πρώτων υλών. Οι οικονομικές και κοινωνικές αλλαγές οδήγησαν σε μία μείωση του μεριδίου της γεωργίας στο ΑΕΠ και την αντικατάστασή της από τη μεταποίηση και, προϊόντος του χρόνου περισσότερο, των υπηρεσιών.

Η ΕΟΚ είχε θέσει ως καταληκτική ημερομηνία το τέλος του 1992 για την ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών αγορών και την απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίου. Οι Ελληνικές αρχές απεφάσισαν ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση έπρεπε να προχωρήσει σταδιακά. Κυριαρχούσε η άποψη ότι η ύπαρξη σημαντικών μακροοικονομικών ανισοροπιών δεν επέτρεπε την ταχεία άρση των εκτεταμένων ελέγχων και κανονισμών χωρίς τον κίνδυνο αποσταθεροποίησης (ίδη Parademos, 1992). Το Πρώτο βήμα προς αυτή την κατεύθυνση ανελήφθη το 1982, όταν καταργήθηκε η Νομισματική Επιτροπή, το Σώμα το οποίο ασκούσε τη νομισματική, πιστωτική και συναλλαγματική πολιτική. Το περίπλοκο σύστημα των πιστωτικών κανόνων και κανονισμών απλοποιήθηκε. Οι πολυάριθμες κατηγορίες επιτοκίων ενοποιήθηκαν σε τρία βασικά επιτόκια, των οποίων το επίπεδο ετέθη πλησίον του επιπέδου του πληθωρισμού. Έτσι, άρχισε μία σταδιακή σύγκλιση προς τη δομή και το επίπεδο επιτοκίων που θα αντανάκλούσε τις διεθνείς συνθήκες της αγοράς. Οι επιδοτήσεις επιτοκίων εγκαταλείφθηκαν. Το 1985 μειώθηκε το ποσό των ρευστών διαθεσίμων που υποχρεούνταν οι τράπεζες να τηρούν στην ΤτΕ. Επίσης, εδόθη μεγαλύτερη ελευθερία στις τράπεζες να καθορίζουν τα επιτόκιά τους και να παρέχουν καινοτόμες τραπεζικές υπηρεσίες. Για παράδειγμα, το 1987, επετράπησαν οι προθεσμιακές καταθέσεις, τα πιστοποιητικά καταθέσεων και τα τραπεζικά ομόλογα, όλα με ελεύθερα διαπραγματεύσιμα επιτόκια. Έτσι, οι πιστώσεις προοδευτικά κατανέμονταν περισσότερο επί τη βάσει τραπεζικών κριτηρίων και λιγότερο από το κράτος με στόχο την υποστήριξη συγκεκριμένων τομέων της οικονομίας.

Στο μεσοδιάστημα, ο επιμένων υψηλός πληθωρισμός μαζί με ένα ποσοστό υποτίμησης του νομίσματος το οποίο δεν αντιστάθμιζε πλήρως τις διαφορές πληθωρισμού με τους εμπορικούς εταίρους της χώρας οδήγησαν σε πραγματική ανατίμηση και άρα ανταγωνιστικό μειονέκτημα και κερδοσκοπικές πιέσεις. Αυτό επέβαλλε την υποτίμηση της δραχμής κατά 16% έναντι του δολαρίου και 15,5% έναντι του ECU στις αρχές του 1983. Ωστόσο, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ήταν μόνο προσωρινή. Η ανάπτυξη παρέμεινε χαμηλή, ο πληθωρισμός υψηλός και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έφθασε να έχει έλλειμμα ίσο με 10% του ΑΕΠ το 1985. Το φαινόμενο ήταν μοναδικό στην Ελλάδα μεταξύ των βιομηχανικών χωρών

⁷ Κρίσιμη ως προς αυτό ήταν η αδυναμία της κυβέρνησης να κοινωνικοποιήσει τις άρτι εθνικοποιημένες επιχειρήσεις, με άλλα λόγια να τις μεταβάλλει σε παραγωγικούς οργανισμούς που εργάζονται για το ευρύτερο συμφέρον της κοινωνίας και όχι μόνο των διοικούντων ή των εργαζομένων σε αυτές, ίδη Stiglitz (2003, σελ 8). Οι Mourmouras και Arghyroy (1999) προσθέτουν ότι για την εμφάνιση συμπτωμάτων στασιμοληθωρισμού ευθύνεται, μεταξύ άλλων, η διάβρωση του δημόσιου τομέα από διάφορα μαχητικά εργατικά συνδικάτα.

και δεν μπορεί να αποδοθεί σε εξωτερικούς παράγοντες. Νομοτελειακά λοιπόν, ακολούθησε νέα υποτίμηση της δραχμής κατά 15% έναντι του ECU στις 11 Οκτωβρίου του 1985.

Αυτή τη φορά όμως, η κυβέρνηση ανακοίνωσε παράλληλα με την υποτίμηση (και εν όψει των επιπρόσθετων πληθωριστικών της επιπτώσεων) τη στροφή σε αντιπληθωριστική πολιτική με την εφαρμογή ενός διετούς προγράμματος σταθεροποίησης. Οι εισοδηματικές πολιτικές συνιστούσαν ένα μεγάλο μέρος αυτού του προγράμματος. Ως μέρος αυτού του προγράμματος νομοθετήθηκε ο ελεύθερος προσδιορισμός των επιτοκίων. Επακόλουθα, η ΤτΕ άλλαξε το λειτουργικό στόχο της και επεδίωκε πλέον τη διατήρηση υψηλών πραγματικών επιτοκίων ούτως ώστε να καταπολεμήσει τον πληθωρισμό και τις ανισορροπίες του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και να ελέγξει την πιστωτική επέκταση και τη ρευστότητα.⁸ Η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών επέτρεψε τη χρησιμοποίηση έμμεσων εργαλείων νομισματικού ελέγχου. Το εργαλείο το οποίο κυριάρχησε προοδευτικά ήταν οι Πράξεις Ανοιχτής Αγοράς (ΠΑΑ, Open Market Operations), το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο εργαλείο στις ανεπτυγμένες χρηματοοικονομικές αγορές για την αποτελεσματική και έγκαιρη άσκηση επίδρασης επί των επιτοκίων.⁹ Ο έλεγχος των δανειοδοτικών δραστηριοτήτων των τραπεζών εγκαταλείφθηκε πλήρως το 1988. Στο νέο απελευθερωμένο πλαίσιο, η ΤτΕ ανέλαβε το ρόλο της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το πρόγραμμα σταθεροποίησης επέτυχε την τιθάσευση του πληθωρισμού και επακόλουθα βελτίωσε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αν και με το κόστος της επιδείνωσης της οικονομικής ύφεσης (μια μείωση 2% στο πραγματικό ΑΕΠ καταγράφηκε το 1987). Παραταύτα, το πρόγραμμα εγκαταλείφτηκε το 1987 εξαιτίας πολιτικών πιέσεων. Προσδοκίες υποτίμησης και πίεση στην αγορά συναλλάγματος εκδηλώθηκαν το 1989, αρχικά μεταξύ Μαρτίου και Απριλίου, και επαναλήφθηκαν τον Ιούνιο. Η ΤτΕ ανταποκρίθηκε με μαζικές πωλήσεις συναλλαγματικών διαθεσίμων και αυξήσεις στα επιτόκια παρέμβασης και κατάφερε να περιορίσει τη διολίσθηση της δραχμής σε μεσοσταθμικούς όρους στο 7,1% για το 1989, ένα ποσοστό χαμηλότερο από τον πληθωρισμό.

Η παραπάνω ανάλυση κατατείνει στο συμπέρασμα ότι, μέχρι και το τέλος της δεκαετίας του 1980, η ΤτΕ απέκλινε συστηματικά από τους νομισματικούς στόχους τους οποίους ανακοίνωνε. Οι σημαντικότεροι λόγοι αυτής της αποτυχίας ήταν: α) η

⁸ Το επιτόκιο υπεραναλήψεων των τραπεζών από την ΤτΕ έφτασε το 30%, γεγονός που ενθάρρυνε τις τράπεζες να διατηρούν ρευστά διαθέσιμα αντί να δανείζονται από την ΤτΕ.

⁹ Οι ΠΑΑ περιλαμβάνουν συμφωνίες επαναγοράς, π.χ. αγορά χρηματοοικονομικών εργαλείων στην άμεση αγορά με μία ταυτόχρονη προθεσμιακή πώληση, και άμεσες παρεμβάσεις. Εκτός των ΠΑΑ, η ΤτΕ χρησιμοποίησε διευκολύνσεις της τραπεζικής χρηματοδότησης (standing facilities), είτε με τη χρήση προεξοφλητικών γραμματίων (discounting facility), είτε με δανεισμό με κρατικά χρεώγραφα τοποθετημένα ως εχέγγυα (Lombard facility). Αυτά τα δύο ωστόσο ενεργοποιούνται με πρωτοβουλία των τραπεζών. Επομένως, δεν είναι τόσο ευέλικτα εργαλεία πολιτικής όπως οι ΠΑΑ. Οι μεταβολές στα υποχρεωτικά διαθέσιμα των τραπεζών χρησιμοποιούνταν σπάνια εφόσον δεν ήταν αποτελεσματικές για τον βραχυχρόνιο έλεγχο της ρευστότητας (δεν επηρεάζουν τη νομισματική κυκλοφορία αλλά, μέσω του πολλαπλασιαστή του χρήματος, επιδρούν στη συνολική προσφορά χρήματος).

έλλειψη ανεξαρτησίας στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, η οποία υποτασσόταν στο στόχο της χρηματοδότησης των μεγάλων και σχεδόν μόνιμων δημοσιονομικών ελλειμμάτων, β) η αστάθεια της ζήτησης για χρήμα και οι καινοτομίες στις χρηματοοικονομικές αγορές (τις οποίες ενέπνεαν οι υψηλοί ρυθμοί πληθωρισμού), τα οποία κατέληγαν σε δυσκολία να ελεγχθεί η νομισματική επέκταση, γ) η έλλειψη έμμεσων εργαλείων πολιτικής, (μεταβολές επιτοκίων, ΠΑΑ), η οποία σήμαινε ότι η νομισματική πολιτική διεξαγόταν σχεδόν αποκλειστικά με την επιβολή διοικητικών ελέγχων, δ) η παράκαμψη από τους συναλλασσόμενους των ελέγχων, η οποία διάβρωνε την αποτελεσματικότητά τους. Ως συνέπεια, από το 1988, η ΤτΕ υιοθέτησε ως στόχο ένα εύρος διακύμανσης των νομισματικών μεγεθών αντί για ακριβείς τιμές, και έδωσε έμφαση σε ευρύτερα εγέθη, όπως το M4 και το M4N.

Το 1990, η ΤτΕ άλλαξε τη στρατηγική της και έθεσε ως τελικό της στόχο συγκεκριμένο στόχο για τον πληθωρισμό, για την ακρίβεια την επιδίωξη μίας ετήσιας μείωσης 2% στον ρυθμό πληθωρισμού. Παράλληλα, έθεσε ενδιάμεσο στόχο για τους νομισματικούς δείκτες. Ως λειτουργικός στόχος ετέθη το προεξοφλητικό επιτόκιο. Αυτή η εξέλιξη προετοίμασε το έδαφος για την εναρμόνιση των νομισματικών πολιτικών στην Ευρώπη η οποία θα εφαρμοζόταν από το 1994, εν όψει του στόχου της ONE. Ο λειτουργικός στόχος επιβηθείτο από τη δημιουργία μίας δευτερογενούς αγοράς για κρατικά ομόλογα και παρεμβάσεις της ΤτΕ στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας.

Οι πληθωριστικές πιέσεις αναζωπυρώθηκαν διεθνώς λόγω της αυξήσεως των τιμών του πετρελαίου το 1990, της οικονομικής ανάκαμψης στις βιομηχανικές χώρες και των δημοσιονομικών επιδράσεων της επανένωσης της Γερμανίας. Στην Ελλάδα, αυτές οι πιέσεις ενισχύθηκαν έτι περαιτέρω από μία επιδείνωση των εγχώριων μακροοικονομικών ανισοροπιών, ιδιαιτέρως των ογκούμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων και των μισθολογικών αυξήσεων. Επιπροσθέτως, οι συνεχείς εκλογικές αναμετρήσεις καλλιέργησαν κλίμα πολιτικής αβεβαιότητας. Ο συνδυασμός όλων αυτών των παραμέτρων οδήγησε σε ισχυρές πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος και τις χρηματαγορές το Μάρτιο του 1990. Η ΤτΕ έκανε παρεμβάσεις ελέγχου της ρευστότητας των τραπεζών και της πιστωτικής επέκτασης (Έκθεση του Διοικητή για το 1990) με στόχο να αποφύγει αποκλίσεις από τους περιοριστικούς νομισματικούς και πιστωτικούς στόχους τους οποίους είχε ανακοινώσει τον Φεβρουάριο του 1990. Τα μέτρα επέφεραν αύξηση των επιτοκίων δανεισμού των τραπεζών κατά 1-1.5 ποσοστιαίες μονάδες και έκαμψαν τις κερδοσκοπικές πιέσεις. Ως απάντηση στις πληθωριστικές πιέσεις, η ΤτΕ κατόρθωσε να τηρήσει τους στόχους της για το M3 και την πιστωτική επέκταση το 1991. Ως προς αυτό επιβηθήθηκε από μία μετατόπιση από τις καταθέσεις ταμειυτηρίου και προθεσμίας προς τα κρατικά ομόλογα την οποίαν επέφεραν τα επίμονα δημοσιονομικά ελλείμματα και η επίδραση την οποίαν αυτά είχαν στις σχετικές αποδόσεις των ομολόγων. Η κυβέρνηση επίσης ανταποκρίθηκε εγκαταλείποντας το σύστημα της ΑΤΑ και συσφίγγοντας τη εισοδηματική πολιτική.

3.3 Η πορεία προς την Ευρωζώνη

Τα έτη 1991-1994 χαρακτηρίστηκαν από μία σημαντική μείωση στο ρυθμό πληθωρισμού σε περίπου 11% και έναν νωθρό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Οι Garganas and Tavlas (2001) περιγράφουν αυτά τα χρόνια ως μία μεταβατική περίοδο που οδήγησε σε ένα νέο καθεστώς. Η θέση στόχου για τον πληθωρισμό σηματοδότησε την έναρξη συντονισμένων προσπαθειών από την Ελληνική κυβέρνηση και την ΤτΕ για την ικανοποίηση των κριτηρίων του Maastricht για την είσοδο στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) και, επακόλουθα, στο κοινό νόμισμα. Αυτή η αναγκαιότητα άλλαξε τον προσανατολισμό και τον βαθμό ευελιξίας των μακροοικονομικών πολιτικών, ιδιαιτέρως της νομισματικής πολιτικής. Τα μέτρα στόχευαν κυρίως στη μείωση του πληθωρισμού, των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του χρέους. Εντός αυτού του πλαισίου, η ΤτΕ, σε συνεργασία με την κυβέρνηση, έθεσε από τον Ιανουάριο του 1991 ένα στόχο για τη συναλλαγματική ισοτιμία. Συγκεκριμένα, όρισε ότι ο ρυθμός διολίσθησης δεν θα αντισταθμίζει πλήρως τις διαφορές πληθωρισμού έναντι των χωρών της ΕΕ. Το M3 παρέμεινε ο κύριος ενδιάμεσος στόχος, ενώ επίσης παρακολουθείτο και η πιστωτική επέκταση. Η χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με την έκδοση χρήματος αποθαρρύνθηκε με την αύξηση στο κόστος δανεισμού της κυβέρνησης από την ΤτΕ, το οποίο προσέγγισε αυτό του ιδιωτικού τομέα. Τα κρατικά έντοκα γραμμάτια και ομόλογα προσφέρθηκαν και στο κοινό, γεγονός το οποίο έδωσε ώθηση στην ανάπτυξη μίας μη τραπεζικής κεφαλαιαγοράς.

Το 1993, το πρώτο Πρόγραμμα Σύγκλισης εγκρίθηκε από τις Ευρωπαϊκές αρχές. Ο κύριος στόχος του ήταν η δημοσιονομική προσαρμογή, ως προϋπόθεση για την είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ. Στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής, καθώς προχωρούσε η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, η ΤτΕ άρχισε από το 1993 να χρησιμοποιεί πιο εντατικά τα έμμεσα εργαλεία ελέγχου της νομισματικής βάσης. Η παρέμβαση επί της προσφοράς και της ζήτησης για ρευστότητα στις επίσημες χρηματαγορές αύξησε την ευελιξία και την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Το προεξοφλητικό επιτόκιο, όντας πλέον ο λειτουργικός στόχος της νομισματικής πολιτικής, αναπροσαρμόζοταν συχνά ώστε να αντιδρά στις διαταραχές (shocks) οι οποίες ενέσκηπταν στον τρέχοντα και τον αναμενόμενο πληθωρισμό. Εχρησιμοποιείτο επίσης για την απόκρουση κερδοσκοπικών επιθέσεων. Ειδικότερα, το διατραπεζικό επιτόκιο χρησιμοποιήθηκε με επιτυχία για την αντιμετώπιση των πιέσεων που προέκυψαν συνεπεία της κρίσης του ΕΝΣ το Σεπτέμβριο του 1992. Η κρίση επηρέασε την Ελλάδα αλλά δεν επέφερε κατάρρευση του νομίσματος. Τελικά, οι πιέσεις υποχώρησαν σε όλες τις Ευρωπαϊκές χώρες με τη διεύρυνση των ορίων διακύμανσης του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ), από $\pm 2,5\%$ σε $\pm 15\%$, τον Αύγουστο του 1993. Οι κερδοσκοπικές πιέσεις στη δραχμή επαναλήφθηκαν τον Οκτώβριο του 1993 εξαιτίας της πολιτικής αβεβαιότητας κατά την προεκλογική περίοδο αλλά και λόγω της υπέρβασης του δημοσίου

δανεισμού από τις προβλέψεις του προϋπολογισμού. Η ΤτΕ αντέδρασε αυξάνοντας τα διατραπεζικά επιτόκια (Εκθεση του Διοικητή για το 1993).

Έχοντας ξεπεράσει την κρίση χωρίς σημαντικές απώλειες, η χώρα έδρασε τα πρώτους καρπούς των μέτρων για την ικανοποίηση των κριτηρίων του Maastricht. Ο συνδυασμός της περιοριστικής εισοδηματικής πολιτικής και της ασθενούς οικονομικής ανάπτυξης (1% κατά μέσο όρο) συνεισέφεραν στην σημαντική μείωση του πληθωρισμού, από 20% σε 11% κατά τη διάρκεια της περιόδου 1991-1994. Η αύξηση του M3 και των εγχωρίων πιστώσεων επιβραδύνθηκαν σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, αν και ξεπέρασαν τους ανακοινωθέντες στόχους για το 1992 και το 1993. Η συναλλαγματική πολιτική συνεισέφερε επίσης στο στόχο. Το γεγονός ότι η Ελληνική οικονομία είχε γίνει πολύ πιο ανοιχτή σε σύγκριση με προηγούμενες δεκαετίες επαύξησε την αποτελεσματικότητά της συναλλαγματικής πολιτικής στο να μεταβάλλει τις σχετικές τιμές των ελληνικών προϊόντων έναντι των ξένων. Η μείωση του πληθωρισμού μετρίασε τις πιέσεις επί της δραχμής. Παρά ταύτα, η πολιτική της αργής διολίσθησης της δραχμής οδήγησε στη συσσώρευση πραγματικής υποτίμησης του νομίσματος (Αλογοσκούφης και Λαζαρέτου, 2002). Τουτέστιν, ο πληθωρισμός προσαρμοζόταν με χρονική υστέρηση. Ένας σημαντικός λόγος για αυτό ήταν η επιμονή των δημοσιονομικών ελλειμμάτων σε διψήφια νούμερα, το οποίο είχε ως συνέπεια την διατήρηση υψηλών πραγματικών επιτοκίων και την αύξηση του δημόσιου χρέους. Αυτό το γεγονός συνέβαλλε στη δημιουργία προσδοκιών νομισματικής επέκτασης, υπονομεύοντας έτσι την αξιοπιστία της αντιπληθωριστικής προσπάθειας των νομισματικών αρχών.

Παρά τη σημαντική του μείωση, ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παρέμενε υπερδιπλάσιος του μέσου όρου της ΕΕ (10,8% έναντι 5,3%) το 1994. Παρομοίως, και το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν στο επίπεδο του 9,9% ως ποσοστό του ΑΕΠ, έναντι μέσου όρου 5,7% στην ΕΕ. Ως συνέπεια, η νομισματική πολιτική χρειαζόταν να προσλάβει εκ νέου περιοριστική κατεύθυνση. Αυτό συνέβη από το 1994 και τηρήθηκε με συνέπεια ως το 2000. Στην αρχή του 1994, καταργήθηκε η δυνατότητα προνομιακού δανεισμού της κυβέρνησης από τις τράπεζες, όπως επέτασσε η Συνθήκη του Maastricht. Από την άλλη πλευρά, η παρέμβαση στη διατραπεζική αγορά επεκτάθηκε σε μηνιαίες τοποθετήσεις, πέραν των τοποθετήσεων διάρκειας μίας ημέρας, ώστε να προωθηθεί η εμβάθυνση της αντίστοιχης αγοράς αλλά και για να απηχούνται και στην πιο μακροπρόθεσμη διάρκεια οι προθέσεις της νομισματικής πολιτικής. Με αυτό τον τρόπο, οι πρακτικές αναχρηματοδότησης και παρέμβασης προσαρμόζονταν προς αυτές του Ευρωσυστήματος. Η νομισματική σύσφιξη είχε ως αποτέλεσμα την άνοδο του πραγματικού επιτοκίου στα 12μηνα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου στο 7-8%, από 5% στην αρχή του 1994, και στην επίτευξη, για πρώτη φορά, του στόχου για την επέκταση του M3.

Η ΕΕ είχε θέσει ως καταληκτική προθεσμία την 1^η Ιουλίου του 1994 για την πλήρη απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίων. Η αγορά ωστόσο πίστευε ότι είχε συσσωρευτεί πραγματική ανατίμηση και ότι η απελευθέρωση θα συνοδευόταν από επιτάχυνση της διολίσθησης ή εφάπαξ υποτίμηση ώστε η Ελλάδα να μπει στο ΕΝΣ με

μία ανταγωνιστική ισοτιμία. Επίσης, αμφισβητείτο η ικανότητα της κυβέρνησης να αποπληρώσει το διογκούμενο εξωτερικό χρέος. Ως αποτέλεσμα, εκροές κεφαλαίων σημειώθηκαν τον Μάιο του 1994. Οι αρχές τότε αναγκάστηκαν να προχωρήσουν στην πλήρη απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίων χωρίς προειδοποίηση στις 16 Μαΐου 1994. Η ΤτΕ απέκρουσε τις πιέσεις με μία δραματική αύξηση του επιτοκίου παρέμβασης και την επιβολή μίας επιπρόσθετης προσαύξησης 0,4% στις υπεραναλήψεις των τραπεζών. Αυτά τα μέτρα αποδείχτηκαν επιτυχή και οδήγησαν στην επιστροφή των κεφαλαίων που είχαν εκρεύσει και την αποκατάσταση των επιτοκίων και της συναλλαγματικής ισοτιμίας στα επίπεδά τους προ της αναταραχής.

Εδώ αξίζει να γίνει μία παρένθεση. Οι εισροές κεφαλαίων στην Ελλάδα μπορούν να αποδοθούν στο γεγονός ότι, από το τέλος της δεκαετίας του 1980, οι *ex ante* αποδόσεις των ελληνικών χρεογράφων, μετά από προσαρμογή για την πραγματική υποτίμηση, υπέρκειντο εκείνης των ξένων κεφαλαίων (Brissimis and Gibson, 1997). Οι εισροές αυτές βέβαια, όπως και σε πολλές άλλες χώρες εκείνη την περίοδο, υπόκειντο σε περιοδικές αντιστροφές. Κυριότερα, οι εισροές κεφαλαίων παρακώλυαν την τήρηση περιοριστικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Οι Brissimis et al (2001) σημειώνουν ότι, κατά περιόδους, οι εισροές κεφαλαίων δυσχεραίνουν τον εντοπισμό των αιτιών που θέτουν το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής σε κίνηση. Οι εισροές θα μπορούσαν να αποθαρρυνθούν εάν επιτρεπόταν στη συναλλαγματική ισοτιμία να υπερτιμηθεί περεταίρω. Ωστόσο, αυτό θα έθετε εν αμφιβόλω το στόχο της συναλλαγματικής ισοτιμίας και επίσης θα ασκούσε πιέσεις στον τομέα των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων, άρα δεν ήταν επιθυμητό. Παράλληλα, οι αρχές δεν υπέκυπταν στον πειρασμό να χρηματοδοτήσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα με έκδοση χρήματος για να μην τροφοδοτήσουν τον πληθωρισμό. Επομένως, ηζαρτώντο από τις χρηματαγορές για την άντληση πόρων. Για να πειστούν οι επενδυτές να αγοράσουν κρατικά ομόλογα, το κράτος έπρεπε να πληρώνει *risk premia*, γεγονός που διατηρούσε υψηλά τα επιτόκια. Αυτό με τη σειρά του προσέλκυε περεταίρω εισροές κεφαλαίων. Το εφικτό μέτρο αντιμετώπισης του προβλήματος ήταν η απορρόφηση της πλεονάζουσας ρευστότητας (*inflows sterilization*), ώστε να κερδηθεί χρόνος ώσπου οι μακροοικονομικές πολιτικές να καταστούν συνεπείς με τους στόχους. Πράγματι, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των Brissimis and Gibson (1997), η ΤτΕ αποστείρωσε κατά μέσο όρο το 65% των εισροών κεφαλαίων μεταξύ του 1991 και του 1995. Είναι πιθανόν το πρόβλημα των εισροών κεφαλαίων να ήταν λιγότερο οξύ αν είχε παρεμβληθεί ικανός χρόνος μεταξύ της απελευθέρωσης του εγχώριου χρηματοπιστωτικού προβλήματος και των διεθνών συναλλαγών κεφαλαίου, ώστε να έχουν συγκλίνει τα επιτόκια. Ωστόσο, η άρση των περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων επισπεύστηκε λόγω πιέσεων της αγοράς και της ανάγκης συμμόρφωσης προς τις επιταγές της ΕΕ.

Η συνεχιζόμενη απορρύθμιση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος επιβοήθησε στην αντιμετώπιση του προβλήματος. Η ανάπτυξη της εγχώριας αγοράς αύξησε τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών. Αυτό μείωσε τα επιτόκια χρηματοδότησης του χρέους: α) μειώθηκε η διαφορά επιτοκίων καταθέσεων-

χορηγήσεων (bid-ask spread), από 11,8% το τρίτο τρίμηνο του 1994 σε 6,4% το τρίτο τρίμηνο του 2000, β) αυξήθηκε η συσχέτιση μεταξύ τραπεζικών επιτοκίων καταθέσεων και επιτοκίων αγοράς (πχ. του 12μηνου εντόκου γραμματίου). Ασφαλώς, ο ανταγωνισμός των τραπεζών οδήγησε στην προσφορά νέων, πιο εκλεπτυσμένων χρηματοοικονομικών προϊόντων στους πελάτες τους αλλά επίσης και σε αύξηση του όγκου των δανείων που χορηγούνταν στον εγχώριο τομέα, ιδίως στην καταναλωτική και στεγαστική πίστη. Αυτό το γεγονός αύξησε τη σημασία της ρύθμισης και της εποπτείας.

Στο μέσον του 1994, η κυβέρνηση ανακοίνωσε ένα αναθεωρημένο Πρόγραμμα Σύγκλισης το οποίο θα εφαρμοζόταν έως το 1999. Το ECOFIN ενέκρινε το Πρόγραμμα το Σεπτέμβριο του 1994. Ο κύριος στόχος του ήταν να μειώσει το δημοσιονομικό έλλειμμα κατά 10 μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ, δηλαδή σε 3% του ΑΕΠ, έως το 1998. Το πρόγραμμα είχε σταδιακό χαρακτήρα και περιελάμβανε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Το 1995 η ΤτΕ ανακοίνωσε για πρώτη φορά ένα ποσοτικό στόχο, σε ετήσια βάση, για τη συναλλαγματική ισοτιμία, συγκεκριμένα μία διολίσθηση 3% έναντι του ECU μεταξύ της αρχής και του τέλους του έτους. Αυτός ο στόχος ήταν σχεδιασμένος έτσι ώστε να αντισταθμίζει μερικώς μόνο τις διαφορές πληθωρισμού της Ελλάδας έναντι των άλλων κρατών-μελών της ΕΕ. Ετέθη δε ως ενδιάμεσος στόχος προτεραιότητας, με επικουρικό αυτόν για τα νομισματικά μεγέθη.¹⁰ Η επιλογή αυτή ονομάστηκε «πολιτική της σκληρής δραχμής». Η συναλλαγματική ισοτιμία εξέλαβε το ρόλο «άγκυρας» σθεροποίησης των πληθωριστικών προσδοκιών. Αυτό βασιζόταν στο σκεπτικό ότι ο –ένας και μόνο– στόχος για την ισοτιμία ήταν πιο ορατός στους οικονομικούς παράγοντες. Αυτό ηλπιζόταν ότι θα έδινε στη νομισματική πολιτική την αξιοπιστία η οποία ήταν αναγκαία για την μείωση του κόστους σε όρους χαμένου προϊόντος που έχουν όλες οι περιοριστικές πολιτικές.¹¹

Η εφαρμογή της πολιτικής της σκληρής δραχμής δεν συνοδεύτηκε από απότομες διακυμάνσεις της ισοτιμίας κατά τη διάρκεια του 1995, με εξαίρεση μία βραχύβια επιτάχυνση της διολίσθησης τον Μάρτιο. Ο στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία συνέχισε να έχει προτεραιότητα και το 1996 και επετεύχθη. Ο πληθωρισμός μειώθηκε στο 8,2% έναντι τελικού στόχου για 7% αλλά αυτό οφειλόταν κυρίως στην ανεπαρκή υποστήριξη της πολιτικής από τη δημοσιονομική και την εισοδηματική πολιτική, όπως και σε προσωρινές αυξήσεις στις τιμές των τροφίμων και του πετρελαίου. Παρόμοια αποτελέσματα καταγράφηκαν και το 1997, με το στόχο της ισοτιμίας να επιτυγχάνεται και το στόχο για το M3 να ξεπερνιέται ελαφρώς. Ωστόσο, η ΤτΕ ανακοίνωσε ότι δεν θα ανταποκρινόταν πλέον άμεσα σε μεταβολές των

¹⁰ Ο τελικός στόχος ήταν η μείωση του πληθωρισμού σε 8% το 1995. Ο δεύτερος ενδιάμεσος στόχος ήταν ο περιορισμός του ρυθμού αύξησης του M3 σε 7-9%. Επίσης παρακαλούθεο η εξέλιξη του M4 και των συνολικών εγχωρίων πιστώσεων. Ωστόσο, η προτεραιότητα του στόχου για την ισοτιμία καθιστούσε τα νομισματικά μεγέθη ενδογενείς μεταβλητές.

¹¹ Η πρόσδεση του εγχωρίου νομίσματος σε αυτό μίας χώρας με χαμηλό πληθωρισμό μπορεί να επιταχύνει τον αποπληθωρισμό διότι σταθεροποιεί τις τιμές των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών. Επίσης, επιβάλλεται de facto ένας περιορισμός στον ορισμό των τιμών και των μισθών, καθώς και στη συνολική ζήτηση, ιδίως το τμήμα της που αφορά την κρατική κατανάλωση (IMF, 1997, σελ. 90).

νομισματικών μεγεθών λόγω της αστάθειας που τα χαρακτηρίζει. Έως το τέλος του έτους, ο πληθωρισμός ήταν στο 4,7%, ελάχιστα πάνω από το στόχο της ΤτΕ για 4,5%. Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής αντανακλάτο στο υψηλό επίπεδο των ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων και την ανατίμηση κατά 17% της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά τη διάρκεια των ετών 1995-1997 (Garganas and Tavlas, 2001).¹² Παρά ταύτα, η αύξηση του ΑΕΠ την ίδια περίοδο επιταχύνθηκε, φτάνοντας ένα μέσο όρο 2,8% ετήσιας ανάπτυξης, σε σύγκριση με 1% μεταξύ 1991 και 1994.

Εν τω μεταξύ, η διατήρηση υψηλών επιτοκίων και η αξιοπιστία της πρόσδεσης της ισοτιμίας κινητροδότησαν μία αναζωπύρωση των εισροών κεφαλαίων, μετά τον περιορισμό τους το 1995. Η ΤτΕ απορρόφησε την υπερβάλλουσα ρευστότητα, αρχικά με τη χρήση των διευκολύνσεων διάρκειας μίας ημέρας, και στη συνέχεια με εβδομαδιαίες δημοπρασίες συμβολαίων επαναγοράς (repos). Επιπλέον, ανέβασε το επίπεδο των υποχρεωτικών διαθεσίμων που τηρούσαν οι τράπεζες στην ΤτΕ ώστε να αυξήσει το κόστος του χρήματος. Η παρέμβαση είχε κόστος για την ΤτΕ, καθώς μείωσε τα κέρδη της, αλλά πέτυχε να διατηρήσει τη σφιχτή νομισματική πολιτική και υψηλά πραγματικά επιτόκια. Αυτό ακριβώς όμως έδινε κίνητρο για περεταίρω εισροές κεφαλαίων. Επίσης, η συσσωρευόμενη πραγματική ανατίμηση επιδείνωσε το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών.¹³ Αυτοί οι δύο παράγοντες, σε συνδυασμό με αυξήσεις μισθών, διαμόρφωσαν προσδοκίες ότι η δραχμή είναι υπερτιμημένη και προσέφεραν τη δικαιολογητική βάση ώστε να μεταδοθεί στην Ελλάδα η κρίση της Ασίας του 1997. Επίμονες κερδοσκοπικές πιέσεις στη δραχμή και σημαντικές εκροές κεφαλαίων έλαβαν χώρα, αναγκάζοντας την ΤτΕ να ανεβάσει τα επιτόκια.

Τον Δεκέμβριο του 1997, το Ελληνικό Κοινοβούλιο απένειμε ανεξαρτησία στην ΤτΕ για την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής εντός ενός πλαισίου που είχε συμφωνηθεί με την κυβέρνηση. Η εξουσιοδότηση (Mandate) έθετε ως πρωταρχικό στόχο την σταθερότητα των τιμών αλλά επισημοποιούσε και την ευθύνη της ΤτΕ να υποστηρίζει τη γενική οικονομική πολιτική της κυβέρνησης. Ανταποκρινόμενη στο νέο πλαίσιο οριοθέτησης των καθηκόντων της, η ΤτΕ έθεσε συμπληρωματικούς στόχους, συγκεκριμένα την ενίσχυση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και την εξισορρόπηση του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών. Σε σχέση με τον ΜΣΙ, ο ρυθμός μεταβολής της ισοτιμίας ετέθη ως ο μόνος ενδιάμεσος στόχος.

Ο στόχος της εισόδου στην Ευρωζώνη το 2001 έθετε ως καταληκτική ημερομηνία τον Μάιο του 1998 για την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ. Οι Βορίδης κ.α. (2003) σημειώνουν ότι οι εξελίξεις του 1997 είχαν πείσει κάποια τμήματα της αγοράς ότι η δραχμή ήταν υπερτιμημένη. Όπως και το 1994, υπήρχε η προσδοκία

¹² Το ετήσιο ποσοστό διολίσθησης παρέμεινε σταθερά μικρότερο – αν και με μειούμενη απόσταση – από τις διαφορές πληθωρισμού μεταξύ 1993 και 1997 (Brissimis and Gibson, 1997).

¹³ Η Ελλάδα ήταν ανέκαθεν καθαρός εισαγωγέας κεφαλαίου. Ωστόσο, η τάση επιδείνωσης της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές είχε ορατή επιπρόσθετη επίδραση.

υποτίμησης ώστε η δραχμή να εισέλθει στον ΜΣΙ με μία ανταγωνιστική ισοτιμία. Αυτή η προσδοκία ενισχυόταν από το γεγονός ότι τα υψηλά επιτόκια έπλητταν την ανάπτυξη και υπονόμευαν τους δημοσιονομικούς στόχους. Ως απάντηση, η κυβέρνηση επέσπευσε την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ. Τελικώς αυτή συνέβη την 16^η Μαρτίου του 1998, με κεντρική ισοτιμία 357 δραχμές/ECU (ήτοι με υποτίμηση 12,3% έναντι της ισοτιμίας της προηγούμενης ημέρας) και εύρος διακύμανσης $\pm 15\%$. Η προσαρμογή της ισοτιμίας συνοδεύτηκε από υποστηρικτικά δημοσιονομικά και διαρθρωτικά μέτρα, περιλαμβανομένης της ανασυγκροτήσεως δημοσίων επιχειρήσεων.

Το μέγεθος της υποτίμησης επιλέχτηκε με γνώμονα η είσοδος στον ΜΣΙ να μην επιβραδύνει την οικονομική ανάπτυξη ούτε να υπονομεύσει το ισοζύγιο πληρωμών. Αυτοί οι στόχοι επετεύχθησαν. Εξίσου σημαντικό, η υποτίμηση δεν έθεσε σε κίνδυνο το στόχο του πληθωρισμού. Σημαντικό ρόλο σε αυτό έπαιξε η αξιοπιστία την οποία είχε κατακτήσει ήδη ο ΜΣΙ, με τη συνδρομή και των διευκολύνσεων αμοιβαίας υποστήριξης του συστήματος (ίδη και Γκαργκάνας, 2003). Επιπροσθέτως, η δημοσιονομική και η εισοδηματική πολιτική ήταν συνεπείς με το στόχο της συμμετοχής στον ΜΣΙ, με αποτέλεσμα τα θεμελιώδη μεγέθη μετά την κρίση να είναι υγιή. Συνεισφορά στη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών είχε και η αξιόπιστη δέσμευση της - ανεξάρτητης πλέον - ΤτΕ στη σταθερότητα των τιμών.¹⁴ Γι αυτό το σκοπό, τα επιτόκια διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα. Η καλή κατάσταση του ελληνικού τραπεζικού τομέα απέτρεψε μια παράλληλη τραπεζική κρίση (Garganas and Tavlas, 2001). Οι πρακτικές των ιδίων των τραπεζών, όσο και η ρυθμιστική και εποπτική δραστηριότητα της ΤτΕ πρέπει να πιστωθούν την τραπεζική ευρωστία.

Η είσοδος στον ΜΣΙ απεκατέστησε την εμπιστοσύνη. Οι εισροές κεφαλαίων επέστρεψαν, αυξάνοντας τα συναλλαγματικά διαθέσιμα. Η ΤτΕ, για να αποτρέψει τη νομισματική επέκταση, απορρόφησε την πλεονάζουσα ρευστότητα με παρεμβάσεις στη διατραπεζική αγορά. Παράλληλα, επέτρεπε στη δραχμή να παραμένει ανατιμημένη κατά 6,5-9% έναντι της κεντρικής της ισοτιμίας και διατηρούσε τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα. Έτσι, η επίδραση των εισροών κεφαλαίων στον πληθωρισμό αποδείχτηκε περιορισμένη και βραχύβια. Το Μάιο του 1998, το προεξοφλητικό επιτόκιο καταργήθηκε ως μορφή αναχρηματοδότησης λόγω της διαδικασίας εναρμόνισης των εργαλείων νομισματικής πολιτικής με αυτά του Ευρωσυστήματος. Η ηρεμία διαταράχτηκε προσωρινά με την κρίση της Ρωσίας το τέλος του Αυγούστου του 1998 αλλά αυτό αντιμετωπίστηκε επιτυχώς.

¹⁴ Στην πρώτη Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής μετά την απονομή ανεξαρτησίας, τον Απρίλιο του 1998, η ΤτΕ άλλαξε τον ορίζοντα για τον τελικό στόχο του πληθωρισμού σε δύο χρόνια. Αυτό είχε σκοπό να ληφθούν υπόψιν οι χρονικές υστερήσεις με τις οποίες η νομισματική και η συναλλαγματική πολιτική επιδρούν επί των τιμών. Ως ενδιάμεσος στόχος ετέθη η διατήρηση της ισοτιμίας εντός εύρους $\pm 2,5\%$ από την κεντρική ισοτιμία. Ωστόσο, δηλώθηκε ότι προτεραιότητα της πολιτικής θα ήταν ο στόχος για τον πληθωρισμό, γεγονός που υπονοούσε ότι η δραχμή θα αφηνόταν να ανατιμηθεί αν ήταν απαραίτητο και άνω του προκαθορισμένου ορίου. Αυτή η στρατηγική ήταν εφικτή δεδομένων των ευρέων ορίων διακύμανσης του ΜΣΙ ($\pm 15\%$).

Τον Ιανουάριο του 1999, η δραχμή εισήλθε στον ΜΣΙ 2 με κεντρική ισοτιμία 353,109 δραχμές ανά ευρώ και εύρος διακύμανσης $\pm 15\%$. Η συνθήκη του Maastricht προβλέπει ότι οι χώρες που επιθυμούν να υιοθετήσουν το ευρώ πρέπει, μεταξύ άλλων, να έχουν κατά το έτος που προηγείται της εισόδου τους πληθωρισμό έως 1,5 ποσοστιαίες μονάδες άνω του μέσου όρου των τριών κρατών με τις καλύτερες επιδόσεις (2 μονάδες για τα μακροχρόνια ονομαστικά επιτόκια). Επίσης, πρέπει να έχουν εισέλθει στον ΜΣΙ 2 και να έχουν τηρήσει τα όρια διακύμανσης χωρίς σοβαρές αναταράξεις για δύο έτη πριν την εξέταση της υποψηφιότητάς τους. Η νομισματική πολιτική κατά το 1999 παρέμεινε σφιχτή ώστε να εξασφαλιστεί η ικανοποίηση αυτών των κριτηρίων. Ως αποτέλεσμα, η δραχμή παρέμεινε κατά μέσο όρο ανατιμημένη 7,7% πάνω από την κεντρική ισοτιμία της. Τα μεσοχρόνια επιτόκια ήταν επίσης υψηλά.¹⁵ Η νομισματική πολιτική υποστηρίχθηκε από μία περεταίρω σύσφιξη της δημοσιονομικής πολιτικής (το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε στο 1, % του ΑΕΠ) και συγκράτηση του κατά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας. Έτσι, ο πληθωρισμός το Σεπτέμβριο του 1999 ήταν 2%. Ακολούθως αυξήθηκε κάπως λόγω μίας ανόδου στις τιμές του πετρελαίου.

Προς το τέλος του έτους επαναλήφθηκαν οι πτωτικές πιέσεις, αν και με μικρότερη ένταση. Η αγορά δεν είχε ακόμα πειστεί απολύτως για την έγκαιρη ικανοποίηση του κριτηρίου του πληθωρισμού. Επίσης, υπήρχε αβεβαιότητα για το κατά πόσον η κεντρική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ευρώ θα ήταν η ισοτιμία μετατροπής στο τέλος του 2000. Στις 14 Ιανουαρίου του 2000, η δραχμή ήταν ανατιμημένη 6% σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία. Επομένως, μία πιθανή προσαρμογή προς την κεντρική ισοτιμία θα έθετε σε κίνδυνο το στόχο του πληθωρισμού. Γι αυτόν το λόγο, στις 17 Ιανουαρίου 2000, η κεντρική ισοτιμία της δραχμής ανατιμήθηκε κατά 3,5%, στις 340,75 δραχμές ανά ευρώ. Αυτό μείωσε σε 2,6% το ποσοστό της απαιτούμενης υποτίμησης από 6% που θα απαιτείτο με την πρωθύστερη κεντρική ισοτιμία. Ακολούθως, η ΤτΕ εφάρμοσε μία στρατηγική σταδιακής προσαρμογής της ισοτιμίας προς την κεντρική ισοτιμία και των επιτοκίων προς τα επίπεδα της Ευρωζώνης. Στις 19 Ιουνίου του 2000, το ECOFIN ενέκρινε την είσοδο της Ελλάδας στην Ευρωζώνη, με εναρκτήρια ημερομηνία την 1^η Ιανουαρίου 2001. Στο δεύτερο ήμισυ του 2000, μία άνοδος των τιμών του πετρελαίου και η υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ απείλησε προσωρινά τη σταθερότητα των τιμών. Τελικώς όμως, οι πολιτικές απεδείχθησαν επιτυχείς. Την 1^η Ιανουαρίου 2002, το ευρώ ήλθε σε κυκλοφορία αντικαθιστώντας τη δραχμή.

¹⁵ Εισροές κεφαλαίων και ανατιμητικές πιέσεις σημειώθηκαν εκ νέου κατά το πρώτο ήμισυ του έτους. Η ΤτΕ αντέδρασε με παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος και, όταν οι πιέσεις επέμεναν, επέβαλλε προσωρινούς ελέγχους στις πιστώσεις για να εμποδίσει την πιστωτική επέκταση.

3.4 Η Νομισματική Πολιτική και η Σύγκλιση προς τα Κριτήρια του Maastricht

Η επίδραση της προοπτικής ένταξης στην Ευρωζώνη στην Ελληνική οικονομική και νομισματική πολιτική είναι πολυδιάστατη και δεν μπορεί να περιγραφεί επαρκώς από την επίκληση απλών δεικτών. Θα πρέπει να περιλάβει και τις πιο μακροχρόνιες μεταβολές στην οικονομική κουλτούρα και το θεσμικό πλαίσιο. Ωστόσο, παρήγαγε και απτά μεσοχρόνια αποτελέσματα. Η προσπάθεια σύγκλισης μπορεί να χωριστεί σε δύο υποπεριόδους, την μεταβατική περίοδο 1991-1994 και την περίοδο ωρίμανσης, 1995-2000. Η εμπειρική έρευνα έχει καταδείξει ότι το 1994 σηματοδοτεί για την Ελλάδα το πέρασμα από μία περίοδο συνεχούς μεταβολής του καθεστώτος του πληθωρισμού, μεταξύ 1975 και μέσου του 1994, σε έναν νέο καθεστώς, δηλαδή σε περίοδο σταθερότητας.¹⁶ Η μεταβατική περίοδος πέτυχε τη μείωση του πληθωρισμού στο 11% κυρίως μέσω της εισοδηματικής πολιτικής, η οποία οδήγησε σε μία συμπίεση της ζήτησης και αργή οικονομική ανάπτυξη.

Η περίοδος 1995-2000 απετέλεσε ένα αξιοσημείωτο επίτευγμα. Ο ρυθμός πληθωρισμού περιορίστηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα ενώ, σε αντίθεση με ό,τι συνέβη σε άλλες ανεπτυγμένες χώρες, η οικονομική ανάπτυξη επιταχύνθηκε. Αυτό το φαινόμενο έχει περιγραφεί ως Ελληνικό θαύμα. Παρά την αποτυχία της Ελλάδας να συμπεριληφθεί μεταξύ των ιδρυτικών μελών της ΟΝΕ το 1999, λαμβάνοντας υπόψιν την απόσταση που έπρεπε να καλυφθεί, και καλύφθηκε, ο χαρακτηρισμός δεν κρίνεται υπερβολικός. Κλειδί της επιτυχίας ήταν η αξιοπιστία των ακολουθούμενων πολιτικών. Κεντρικός ήταν ο ρόλος που έπαιξε η νομισματική πολιτική, ιδίως η συναλλαγματική πολιτική. Η νομισματική «άγκυρα» παρείχε έναν αξιόπιστο μηχανισμό πειθαρχίας ο οποίος λειτούργησε ως μέσον προσανατολισμού των πληθωριστικών προσδοκιών. Αυτή η εξήγηση συμφωνεί με τα ευρήματα των Brissimis et al (2001) ότι το κανάλι της συναλλαγματικής ισοτιμίας για τη μετάδοση της συναλλαγματικής πολιτικής λειτουργεί και ότι επιδρά αρνητικά στον πληθωρισμό αλλά όχι στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Ωστόσο, ο αποπληθωρισμός θα ήταν αδύνατος χωρίς τη σημαντική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, από 8,4% του ΑΕΠ το 1994 σε 3,9% του ΑΕΠ το 1998 (με τα αναθεωρημένα στοιχεία της Commission). Αυτό επιτεύχθηκε με μία σημαντική βελτίωση στη συλλογή φόρων, παρά την απαγόρευση της χρηματοδότησης του δημοσιονομικού ελλείμματος με έκδοση χρήματος. Επίσης, η χρήση έμμεσων εργαλείων παρέμβασης από την ΤτΕ αύξησε την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής και μείωσε το κόστος παρακολούθησης της εφαρμογής της. Η αποτελεσματικότητα και αξιοπιστία των

¹⁶ Οι Garganas and Tavlas (2001) εκτιμούν τη διακύμανση του μηνιαίου πληθωρισμού μεταξύ του 1975 και 2000 εκατέρωθεν της γραμμικής (ή εξομαλυσμένης) τάσης του που υπολογίστηκαν με τη χρήση φίλτρων Kalman και Hodrick-Prescott. Οι συγγραφείς έφθασαν στο άνωθι συμπέρασμα εντοπίζοντας στο 1994 μία μεταβολή στη φύση της χρονοσειράς, και όχι μία απλή στατιστική διακοπή, δηλαδή μία μεταβολή στο υπολανθάνον καθεστώς οικονομικής πολιτικής. Η ύπαρξη σημείου δομικής μεταβολής στο 1994 συμφωνεί με τα ευρήματα του Ζόνζηλου (2000). Ο συγγραφέας, με τη χρήση ελέγχου Zivot-Andrews (1992), ανίχνευσε μεταβολή στην κλίση ή/και την σταθερά της διαδικασίας στο 1994, απορρίπτοντας την εναλλακτική του τυχαίου περιπάτου (random walk).

πολιτικών αυξήθηκε περαιτέρω από την υιοθέτηση θεσμικών μεταρρυθμίσεων. Πολύ σημαντική μεταξύ αυτών, η απονομή ανεξαρτησίας στην ΤτΕ από το Ελληνικό Κοινοβούλιο. Αν και δεν είχε εγκριθεί μέχρι τον Δεκέμβριο του 1997, ο σχετικός νόμος επικοινωνήθηκε στις αγορές πολύ νωρίτερα, δίνοντας το σήμα της επερχόμενης αλλαγής (Garganas and Tavlas, 2001). Οι Panagiotidis and Triambela (2006), χρησιμοποιώντας μία προσέγγιση χρονοσειρών, επιβεβαίωσαν την αντίστροφη σχέση μεταξύ της ανεξαρτησίας της ΤτΕ και του πληθωρισμού.¹⁷

Τέλος, ένα κρίσιμο συστατικό της επιτυχίας ήταν το γεγονός ότι η προσπάθεια ένταξης στην ΟΝΕ προσέλαβε το χαρακτήρα εθνικού στόχου. Αυτό διαμόρφωσε την αναγκαία συναίνεση των πολιτών για την εφαρμογή επώδυνων πολιτικών διόρθωσης των μακροοικονομικών μεγεθών.

3.5. Κερδοσκοπικές Επιθέσεις στη Δραχμή

Η περιορισμένη σχετική βιβλιογραφία έχει διαπιστώσει ότι δεν είναι δυνατόν να εξηγηθούν όλες οι κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον της δραχμής με την επίκληση μίας και μόνο αιτιώδους αλληλουχίας. Γι αυτό, οι διάφορες μελέτες τείνουν να επικεντρώνουν σε βραχύτερες χρονικές περιόδους. Όλες οι μελέτες συμφωνούν ότι οι κρίσεις μέχρι και τις αρχές της δεκαετίας του 1990 παρουσιάζουν, κατά το μάλλον ή ήττον τα χαρακτηριστικά που περιγράφονται από τα λεγόμενα Υποδείγματα Πρώτης Γενεάς (ΥΠΓ) κερδοσκοπικών επιθέσεων επί καθεστώτων πρόσδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας.¹⁸ Πιο συγκεκριμένα, οι κρίσεις της δραχμής σχετίζονται με δημοσιονομικές και εξωτερικές ανισορροπίες και με ακαμψίες των ονομαστικών μεγεθών (μισθών, τιμών), οι οποίες καταλήγουν σε διαφορές πληθωρισμού με τις άλλες ανεπτυγμένες χώρες. Αυτοί οι παράγοντες, σε συνδυασμό με τον περιορισμό του ποσοστού διολίσθησης της δραχμής από το 1985 και μετά, ως μέρος των αντιπληθωριστικών στρατηγικών, συχνά οδήγησε στη διαμόρφωση της αντίληψης ότι η δραχμή είναι υπερτιμημένη και πυροδότησε προσδοκίες υποτίμησης. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η παρουσία και η συχνότητα αναταραχών στην αγορά συναλλάγματος επηρεάστηκε επίσης και από την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Εμπειρικά, οι συναλλαγματικές κρίσεις τείνουν να συμπίπτουν με τραπεζικές κρίσεις. Ο λόγος είναι ότι η αύξηση των επιτοκίων η οποία είναι απαραίτητη για την

¹⁷ Η θεσμική ανεξαρτησία της ΤτΕ προσεγγίστηκε με μία διακριτή μεταβλητή στο πνεύμα των Cukierman et al (1992), όπως και με έναν δείκτη της συχνότητας αλλαγής του Διοικητή.

¹⁸ Ίδε Agenor et al (1992) για μία επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, βασικά άρθρα αυτά των Salant και Henderson (1978), Krugman (1979) και Flood and Garber (1984). Τα ΥΠΓ υποστηρίζουν ότι το έναυσμα για μία κρίση δίνεται από την ασυνέπεια μεταξύ κάποιων επεκτατικών εγχώριων πολιτικών και άκαμπτων καθεστώτων για την συναλλαγματική ισοτιμία. Πιο συγκεκριμένα, οι κρίσεις προκαλούνται από την επιμονή μίας κυβέρνησης να δίνει προτεραιότητα σε έναν εξωγενώς ορισμένο στόχο πολιτικής, πχ. στον Krugman (1979) ένα σταθερά αυξανόμενο δημοσιονομικό έλλειμμα το οποίο χρηματοδοτείται με έκδοση χρήματος.

υπεράσπιση ενός νομίσματος που υφίσταται επίθεση, όπως και η υποτίμηση του νομίσματος που μπορεί να επακολουθήσει, επιδεινώνουν τα προβλήματα του τραπεζικού τομέα, αν αυτός είναι ήδη ευάλωτος. Αντίστροφα, μία γενικευμένη επίθεση απόσυρσης καταθέσεων από τις τράπεζες μίας χώρας μπορεί να μεταδοθεί και στην αγορά συναλλάγματος καθώς τα κεφάλαια εγκαταλείπουν τη χώρα. Όπως αναφέρθηκε, τα υγιή οικονομικά του ελληνικού τραπεζικού τομέα απέτρεψαν την παραγμάτωση του σενάριου των δίδυμων κρίσεων στην Ελλάδα.¹⁹ Ακολουθεί μία συνοπτική ανάλυση των επιμέρους επεισοδίων μαζί με τις ερμηνείες των εμπειρικών μελετών οι οποίες στοιχειοθετούν την γενική εκτίμηση που προηγήθηκε.

Κατά τη διάρκεια της συμμετοχής της στο Σύστημα του Bretton Woods, η Ελλάδα γενικά απήλυνε νομισματική και συναλλαγματική σταθερότητα. Ωστόσο, υπήρξαν δύο περιπτώσεις κρίσεων, η πρώτη μεταξύ Νοεμβρίου 1963 και Ιανουαρίου 1964, και η δεύτερη τον Ιούλιο του 1964. Αμφότερες οι κρίσεις εκδηλώθηκαν με την απόσυρση των καταθέσεων από τις εμπορικές τράπεζες και μεταδόθηκαν στην αγορά συναλλάγματος με την επακόλουθη αύξηση της ζήτησης για χρυσά νομίσματα. Τα κίνητρα και για τα δύο περιστατικά ήταν πολιτικά, στην πρώτη πολιτική αστάθεια και επιδείνωση των Ελληνο-τουρκικών σχέσεων, και στη δεύτερη ο βομβαρδισμός της Κύπρου από τους Τούρκους. Στην κάθε μία περίπτωση η ΤτΕ εξαναγκάστηκε να πωλήσει περίπου 3,5 εκατομύρια χρυσά νομίσματα ώστε να υπερασπιστεί τη δραχμή.

Μετά την μεταφορά της δραχμής σε καθεστώς διακύμανσης το 1975, κερδοσκοπικές πιέσεις προέκυπταν ως αποτέλεσμα του υψηλού πληθωρισμού, σε συνδυασμό με ένα ποσοστό υποτίμησης το οποίο δεν αντιστάθμιζε πλήρως τις διαφορές πληθωρισμού έναντι των εμπορικών εταίρων της χώρας. Αυτό οδηγούσε σε πραγματική ανατίμηση της δραχμής και απώλεια ανταγωνιστικότητας. Οι υποτιμήσεις του 1983 και του 1985 απέτέλεσαν προσπάθειες να αντισταθμιστούν αυτές οι απώλειες. Δεν είναι προφανές αν αυτές οι υποτιμήσεις ήταν προϊόν πιέσεων ή αυτόβουλες επιλογές πολιτικής. Σε ένα βαθμό, μπορούν να θεωρηθούν προληπτικά μέτρα για την αποφυγή γενικευμένης επίθεσης, δεδομένων των μακροοικονομικών ανισορροπιών οι οποίες καθιστούσαν το επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας μη διατηρήσιμο. Αυτή η εξήγηση υποστηρίζεται από τα ευρήματα των Karfakis and Moschos (1999). Οι συγγραφείς, χρησιμοποιώντας το ΥΠΓ των Sachs et al (1996) ως θεωρητική βάση ανέλυσαν τη σχέση μεταξύ κρίσεων²⁰ και θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών κατά την περίοδο 1975-1995. Ο εμπειρικός τους έλεγχος δείχνει ότι οι μεταβλητές που έχουν προβλεπτικό περιεχόμενο για επερχόμενες κρίσεις είναι η

¹⁹ Η καθαρή έκθεση των Ελληνικών τραπεζών σε συνάλλαγμα ήταν χαμηλή. Επίσης, περιορισμένο ήταν και το ποσοστό των τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα τα οποία ήταν εκπεφρασμένα σε ξένο νόμισμα. Τα περισσότερα εξ αυτών εδόθησαν σε επιχειρήσεις που είχαν έσοδα σε συνάλλαγμα, ώστε κατ' ουσίαν να έχουν αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου. Τέλος, οι Ελληνικές τράπεζες πληρούσαν τα κριτήρια κεφαλαιακής επάρκειας και φερεγγυότητας που είχαν τεθεί από τις οδηγίες της ΕΕ (Garganas and Tavlas, 2001).

²⁰ Στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες, οι κρίσεις προσεγγίζονται από έναν σύνθετο σταθμισμένο δείκτη των ποσοστιαίων μεταβολών στην ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία, του αντίθετου των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των μεταβολών στα επιτόκια τα οποία χρησιμοποιούνται για την απόκρουση των πιέσεων.

πραγματική ανατίμηση της δραχμής εν σχέσει προς την τιμή μακροχρόνιας ισορροπίας της, η επάρκεια των συναλλαγματικών διαθεσίμων εν σχέσει προς την εγχώρια ρευστότητα, οι καθαρές εισροές κεφαλαίων και, σε μικρότερο βαθμό, η καθαρή θέση του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών.

Το ίδιο σκεπτικό μπορεί να εφαρμοστεί και για τα περιστατικά του 1989. Οι αφορμές για τα δύο περιστατικά είναι φαινομενικά ασυσχέτιστες μεταξύ τους, κάποιες εποχικές επιδράσεις για την πίεση του Μαρτίου-Απριλίου, τα εκλογικά αποτελέσματα που δεν επέτρεπαν τη δημιουργία αυτοδύναμης κυβέρνησης για το περιστατικό του Ιουνίου. Ωστόσο, η υπολανθάνουσα αιτία για αμφότερα ήταν η επιμένουσα διαφορά πληθωρισμού έναντι των εμπορικών εταίρων της χώρας. Ο Kalyvitis (1993) το επαλήθευε εμπειρικά αυτό. Εφαρμόζοντας το ΥΠΓ των Blanco and Garber (1986), υπό εύλογες υποθέσεις, εκτίμησε ότι οι προσδοκίες της αγοράς για πιθανή υποτίμηση ήταν ιδιαίτερα υψηλές μεταξύ 1987 και 1990, όταν η Ελλάδα χαρακτηριζόταν από οικονομική και πολιτική αναταραχή. Ωστόσο, η εφαρμογή του Προγράμματος Σταθεροποίησης κατά τα επόμενα δύο έτη περιόρισε αυτές τις προσδοκίες.

Η δεκαετία του 1990 χαρακτηρίστηκε από την αυξανόμενη διασύνδεση των οικονομιών και την αναδυόμενη σημασία της μετάδοσης των κρίσεων. Εντός ενός τέτοιου περιβάλλοντος, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες οι οποίες άλλως μπορεί να επιλύοντο εσωτερικά, τείνουν να εκτίθενται ή και να μεγεθύνονται από τις διεθνείς αγορές και να πυροδοτούν κρίσεις. Η Ελλάδα δεν απετέλεσε εξαίρεση σε αυτό τον κανόνα. Ο Karfakis (2002), εξετάζοντας την περίοδο Ιανουαρίου 1990- Μαρτίου 1998, συμπέρανε ότι το άνοιγμα της Ελληνικής οικονομίας μετέβαλλε τον τρόπο με τον οποίον τα οικονομικά θεμελιώδη μεγέθη επηρεάζουν την πιθανότητα εμφάνισης συναλλαγματικών κρίσεων.²¹ Παρά ταύτα, οι κρίσεις εξακολουθούσαν να συσχετίζονται με τα θεμελιώδη, δεν ήταν προϊόν αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών.

Η κρίση του ΕΝΣ τον Σεπτέμβριο του 1992 απεικόνισε για πρώτη φορά τόσο καθαρά την αυξανόμενη σημασία των διεθνών παραγόντων και της αλληλεξάρτησης των διεθνών χρηματαγορών. Η πανευρωπαϊκή κρίση τροφοδότησε υποτιμητικές προσδοκίες και στην Ελλάδα και οδήγησε σε σημαντικές εκροές κεφαλαίων και μία παρεπόμενη συρρίκνωση της ρευστότητας. Η ΤτΕ, αμύνθηκε αυξάνοντας το επιτόκιο υπερανάληψης των εμπορικών τραπεζών από το λογαριασμό τους στην ΤτΕ στο 40% (από 30%). Οι εκροές κεφαλαίων ήταν ακόμα μεγαλύτερες το Μάιο του 1994 όταν οι αρχές κινήθηκαν για την απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίων. Σε αυτή την περίπτωση η ΤτΕ αύξησε το επιτόκιο υπερανάληψης σε 180% ώστε να αποκαταστήσει την ηρεμία. Μία ποιοτική ανάλυση της κρίσης του Μαΐου του 1994 από τους Flood and Cramer (1996) συμπέρανε ότι ένα ΥΠΓ στο πνεύμα των Flood

²¹ Πρέπει να σημειωθεί ωστόσο ότι ο τρόπος με τον οποίον ο συγγραφέας προσεγγίζει το πόσο ανοιχτή είναι η Ελληνική οικονομία είναι ad hoc. Συγκεκριμένα χωρίζει το δείγμα σε υποπεριόδους πριν και μετά την κατάργηση των ελέγχων στις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων από την ΤτΕ στις 16 Μαΐου 1994. Έτσι, είναι πιθανόν οι επιδράσεις του ανοίγματος της Ελληνικής οικονομίας να αναμίχθηκαν με συστηματικές μεταβολές οι οποίες προήλθαν από τις πολιτικές σύγκλισης με την ΕΕ.

and Garber (1984) μπορεί να εξηγήσει ικανοποιητικά το επεισόδιο. Το υπόδειγμα σκιαγραφεί τη θεμελιώδη ασυνέπεια πολιτικών μεταξύ της νομισματικής χρηματοδότησης του δημοσίου χρέους και τη συναλλαγματική πολιτική της μερικής αντιστάθμισης των διαφορών πληθωρισμού με τις χώρες της ΕΕ. Η τελευταία, αν και πιο ευέλικτη από μία πλήρη πρόσδεση, οδήγησε στη συσσώρευση πραγματικής υποτίμησης της δραχμής. Η τελική αποτυχία της επίθεσης αποδίδεται στην άμυνα της ΤτΕ μέσω αύξησης των επιτοκίων η οποία έκανε τον δανεισμό σε δραχμές ασύμφορο. Με τόσο υψηλό κόστος, θα απαιτείτο μία υποτίμηση της τάξης του 40-50% ώστε να ήταν οι κερδοσκοπικές τοποθετήσεις κερδοφόρες, ποσοστό υπερβολικά υψηλό δεδομένων των προσδοκιών της αγοράς.

Η επιτάχυνση της διολίσθησης το Μάρτιο του 1995 μπορεί επίσης να αποδοθεί σε παράγοντες που εκκινούν από τις διεθνείς αγορές συναλλάγματος (ΤτΕ, Έκθεση του Διοικητή για το 1995, σελ. 33). Συγκεκριμένα, υπήρχε πολιτική αβεβαιότητα σχετικά με το χρόνο έναρξης λειτουργίας της νομισματικής ένωσης αλλά και αντιδράσεις των πολιτών για τη δημοσιονομική προσαρμογή. Εξάλλου, η ανεπαρκής σύγκλιση των δημοσιονομικών μεγεθών μεταξύ κάποιων κρατών-μελών επιδρούσε και στην πραγματική οικονομία, αν και όλα τα κράτη-μέλη κατήρτιζαν πιο περιοριστικούς προϋπολογισμούς. Οι κερδοσκοπικές πιέσεις αποδείχτηκαν βραχύβιες και δεν άφησαν ίχνη στα στοιχεία. Αυτό αποτελεί μία ένδειξη ότι οι πιέσεις που καθοδηγούνται από προσδοκίες της αγοράς σπάνια καταλήγουν σε κρίσεις πλήρους εύρους αν τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας είναι υγιή.

Οι κερδοσκοπικές πιέσεις και οι εκροές κεφαλαίων οι οποίες προήλθαν ως απότοκος της κρίσης της Ασίας το 1997 ήταν επίμονες, διήρκεσαν 10 μήνες. Και πάλι, υπήρχαν λόγοι σχετικοί με τα εγχώρια θεμελιώδη μεγέθη για τους οποίους η αγορά, ήδη από τα μέσα του 1997, πίστευε ότι η δραχμή είναι υπερτιμημένη: η πολιτική της σκληρής δραχμής σε συνδυασμό με τις επιμένουσες διαφορές πληθωρισμού, το έλλειμμα του εξωτερικού ισοζυγίου (4% του ΑΕΠ το 1997), το υψηλό εξωτερικό χρέος (μόνο το δημόσιο είχε συσσωρεύσει ακαθάριστο εξωτερικό χρέος ίσο με το 24% του ΑΕΠ) και ο υψηλός ρυθμός αύξησης των μισθών. Ο Thomopoulos (2004) αναφέρει ότι κάποιες επενδυτικές τράπεζες διέρρεαν εκτιμήσεις ότι η δραχμή ήταν υπερτιμημένη έως και 28%. Ο ίδιος εκτιμά τη σωρευτική υπερτίμηση κατά τα τρία προηγούμενα έτη στο 10%, λαμβάνοντας υπόψιν την επίδραση Balassa-Samuelson και άλλους παράγοντες. Σε κάθε περίπτωση, αυτή η κρίση ανέδειξε εκ νέου τη σημασία των χρηματοοικονομικών δεσμών και εξαρτήσεων. Επενδυτές οι οποίοι υπέστησαν απώλειες στην Ασία απέσυραν τοποθετήσεις τους από άλλες αγορές, της Ελληνικής συμπεριλαμβανομένης, ώστε να αντλήσουν ρευστότητα για να καλύψουν τα περιθώρια ασφάλισης (margin calls) ή για να διαχειριστούν τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους. Μέσα σε αυτό το κλίμα, μέτρα πολιτικής παρόμοια με αυτά της κρίσης του 1994 έπρεπε να ληφθούν από την ΤτΕ για να αντιμετωπιστούν οι πιέσεις. Η παράταση των φημών και των πιέσεων και μετά το πέρας της κρίσης της Ασίας συνδέοταν με την καταληκτική ημερομηνία του Μαΐου του 1998 για την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ και επομένως, όπως

αναφέρθηκε, έπαυσαν με την είσοδο. Είναι ωστόσο αξιοσημείωτο πως, σε αντίθεση με τη διεθνή εμπειρία των συναλλαγματικών κρίσεων, αυτό το περιστατικό δεν είχε κόστος σε όρους χαμμένης οικονομικής ανάπτυξης, πριν την κρίση ή μετά.

Η κρίση στη Ρωσία στο τέλος του Αυγούστου του 1998 κατέστησε αναγκαία μία προσωρινή άνοδο των διατραπεζικών επιτοκίων. Επίσης μείωσε το ποσοστό ανατίμησης της δραχμής ως προς την κεντρική της ισοτιμία στο 4%. Η Ενδιάμεση Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής της ΤτΕ (Νοέμβριος 1998, σελ. 16) αναφέρει ότι η κρίση επέδρασε στη ρευστότητα στην Ελληνική κεφαλαιαγορά, αν και όχι στο βαθμό στον οποίον αυτό συνέβη στην κρίση της Ασίας. Προκάλεσε μία σημαντική αύξηση στην μεταβλητότητα των αποδόσεων. Εκροές κεφαλαίων έλαβαν χώρα καθώς επενδυτές αναδιάρθρωναν τα χαρτοφυλάκιά τους για να αντισταθμίσουν απώλειες τις οποίες είχαν υποστεί στην Ρωσική αγορά. Αυτό ήταν το πλέον ευκρινές παράδειγμα αναταραχής η οποία δεν σχετιζόταν με τα εγχώρια θεμελιώδη μεγέθη ή ακόμα και με τους εμπορικούς δεσμούς της χώρας. Επικυρίαρχα είχε να κάνει με τους χρηματοοικονομικούς δεσμούς και την αυξανόμενη αλληλεπίδραση των διεθνών χρηματαγορών. Γι αυτό όμως η αναταραχή ήταν και τόσο βραχύβια.

Όσον αφορά το ρόλο της ΤτΕ στην υπεράσπιση της δραχμής από κερδοσκοπικές πιέσεις, υπήρξε γενικά επιτυχής. Ωστόσο, ήταν μόνο στη δεκαετία του 1990 που η άσκηση της πολιτικής της ενεργούς διοίκησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας επέτυχε πλήρως. Ο λόγος είναι ότι ο στόχος της ένταξης στην ευρωζώνη και τα σχετικά κριτήρια που επέβαλλαν πειθαρχία, επέτρεψαν την συνεπή εφαρμογή των αντιπληθωριστικών πολιτικών και ιδιαίτερα της πολιτικής της «σκληρής δραχμής». Αυτή η θέση υποστηρίζεται από τα ευρήματα των Αναστασάτου και Μάνου (2008) οι οποίοι πραγματοποίησαν έναν συνολικό εμπειρικό χαρακτηρισμό των κρίσεων της δραχμής μεταπολεμικά με τη χρήση υποδειγμάτων διακριτών εξαρτημένων μεταβλητών (Limited-Dependent Variable Models). Η ανάλυση κατέδειξε ότι οι αναταραχές κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 ήταν περισσότερο προϊόν μετάδοσης από τις διεθνείς αγορές. Αντιθέτως, οι κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον της δραχμής έως και την αρχή της δεκαετίας του 1990 σχετίζονται με ανησυχίες των αγορών ως προς την ανταγωνιστική θέση της χώρας και την επέκταση των νομισματικών μεγεθών. Επιπρόσθετα, περιπτώσεις κατά τις οποίες οι πιέσεις κατέληξαν σε υποτιμήσεις συνδέονται με βαθύτερες δομικές ανισοροπίες. Κερδοσκοπικές πιέσεις όμως οι οποίες απεκρούστησαν από την ΤτΕ προέκυψαν περισσότερο λόγω εφήμερων προσδοκιών της αγοράς. Αυτά τα συμπεράσματα είναι σε συμφωνία με τους Απέργη και Ελευθερίου (2002), οι οποίοι εκτίμησαν δείκτες κερδοσκοπικής πίεσης επί της δραχμής και επακόλουθης παρέμβασης ζπό την ΤτΕ για το μετριασμό της.²² Οι υπολογισμοί τους δείχνουν ότι η δραχμή υπέφερε τις μεγαλύτερες υποτιμητικές πιέσεις την περίοδο μεταξύ 1974 και 1989. Ωστόσο, εκτιμούν ότι οι παρεμβάσεις της ΤτΕ ήταν εντατικές και κατάφεραν να

²² Η μεθοδολογία τους, παρόμοια με αυτή της Weymark (1995) δεν εξαρτάται από συγκεκριμένο θεωρητικό υπόδειγμα και υιοθετεί το πλαίσιο μίας μικρής ανοιχτής οικονομίας.

απορροφήσουν 97% αυτών των πιέσεων.²³ Την περίοδο 1992-1998 ωστόσο, η ΤτΕ επέτυχε να περιορίσει ουσιαστικά τις διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

3.6 Διδάγματα για την Οικονομική Πολιτική των χωρών της Νέας Ευρώπης

Η ανάλυση που προηγήθηκε παρέχει ορισμένες ξεκάθαρες διαπιστώσεις και προτάσεις πολιτικής. Το πρώτο μήνυμα αφορά τη φύση των στρατηγικών και των εργαλείων που χρησιμοποιούνται στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Η διερεύνηση καταδεικνύει ότι, ιδιαίτερα για τις πρώτες δεκαετίες, η κατηγοριοποίηση των τελικών, ενδιάμεσων και λειτουργικών στόχων, των γενικών στρατηγικών και των μέσων που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη των στόχων, είναι μάλλον σχηματική. Περισσότερο εξυπηρετεί αναλυτικούς σκοπούς παρά περιγράφει ρεαλιστικά τις καθημερινές πρακτικές στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες εφαρμόζουν ευέλικτες και πολυδιάστατες στρατηγικές –και αντίστοιχα μία πλειάδα μέσων- για να επιτύχουν τους στόχους τους. Η μελέτη της Ελληνικής περιπτώσεως επιβεβαιώνει τον Bindseil (2004) ότι η επιλογή της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής, η οποία σχετίζεται περισσότερο με τον ενδιάμεσο στόχο, δεν είναι κρίσιμη για την εφαρμογή της πολιτικής. Είναι πλέον ευρέως αποδεκτό ότι ο λειτουργικός στόχος της νομισματικής πολιτικής πρέπει να είναι ο έλεγχος των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων ανεξαρτήτως της στρατηγικής (ενδιάμεσος στόχος) και των χαρακτηριστικών των χρηματαγορών.

Ωστόσο, η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση δίδαξε ότι σε συνθήκες κατάρρευσης των χρηματοοικονομικών αγορών και γενικευμένης δυσλειτουργίας του τραπεζικού-χρηματοπιστωτικού συστήματος, τα επιτόκια δεν μπορούν να διατελέσουν το ρόλο τους ως κομιστή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Σε αυτές τις συνθήκες όμως, η ίδια η νομισματική πολιτική αποδεικνύεται αδύναμη να επηρεάσει την πραγματική οικονομία λόγω της παράλυσης του μηχανισμού μετάδοσής της. Απαιτούνται πλέον καινοτόμες πολιτικές που θα ενισχύσουν την ρευστότητα στην οικονομία μέσα από αντισυμβατικά κανάλια. Τέτοια μπορεί να είναι η εγγυοδοσία, ο άμεσος δανεισμός των επιχειρήσεων ή η άμεση ενίσχυση του κεφαλαίου των τραπεζών με αντισταθμιστικά οφέλη για το δημόσιο. Όπως και σε ομαλότερες περιόδους όμως, είναι κρίσιμο το πλαίσιο λειτουργίας και οι πρακτικές καθημερινής διαχείρισης να διέπονται από τις αρχές της διαφάνειας, της απλότητας και της αποτελεσματικότητας.

Θεωρητικώς, μία πολιτική πολλαπλών στόχων αυξάνει τις πιθανότητες σύλληψης του χρόνου και της φύσης των διαταραχών. Ωστόσο, η χρήση ενός και

²³ Αυτός ο αριθμός δεν πρέπει να εκλαμβάνεται τελείως κυριολεκτικά λόγω των απλουστευτικών υποθέσεων του υποδείγματος ως προς τη φύση των παρεμβάσεων της ΤτΕ (υποθέτουν πώληση διαθεσίμων μόνο) και τον ορισμό της κερδοσκοπικής πίεσης εν γένει. Αυτό εξηγεί το φαινομενικό παράδοξο οι κρίσεις του Σεπτεμβρίου 1992, του Μαΐου-Ιουνίου 1994 και του Οκτωβρίου 1997 να μην έχουν αφήσει το ίχνος τους στην δείκτη κερδοσκοπικής πίεσης, παρά τις καταγεγραμμένες εντατικές παρεμβάσεις της ΤτΕ.

μόνο, ορατού, ενδιάμεσου στόχου μπορεί να προσφέρει ένα εστιακό σημείο συντονισμού των προσδοκιών. Αυτό είναι πολύ σημαντικό για χώρες με ιστορικό υψηλού πληθωρισμού και αποτυχημένων αντιπληθωριστικών προσπαθειών. Η Ελλάδα των δεκαετιών 1980-1990 ήταν μία τέτοια χώρα, οι χώρες της ΝΕ είναι σε συγκρίσιμη κατάσταση σήμερα. Ως συνέπεια, η υιοθέτηση από αυτές ενός στόχου όπως η νομισματική «άγκυρα» μπορεί να καλλιεργήσει την αντίληψη μίας δομικής μεταβολής στο καθεστώς πολιτικής, η οποία είναι αναγκαία για την πραγμάτωση των οφελών που απορρέουν από την αξιοπιστία.

Η Ελληνική οικονομία βίωσε ένα ενδημικό πρόβλημα υψηλού πληθωρισμού από την οξεία αύξησή του στο μέσον της δεκαετίας του 1970 και εντεύθεν. Το φαινόμενο κορυφώθηκε τη δεκαετία του 1980 και επέμεινε για σχεδόν δύο δεκαετίες, παρά τις προσπάθειες διαδοχικών κυβερνήσεων και της ΤτΕ για την καταπολέμησή του. Μόνο η δέσμευση για την εκπλήρωση του στόχου της εισόδου στην ΟΝΕ έδωσε στην οικονομική πολιτική την αναγκαία ώθηση και πειθαρχία για την πραγμάτωση ενός περιβάλλοντος σταθερά χαμηλού πληθωρισμού, χαρακτηριζόμενου από χαμηλά επιτόκια. Επιπλέον, αυτό σηματοδότησε την έναρξη μίας περιόδου κατά την οποία η ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας υπέρκειτο συστηματικά του μέσου όρου της ΕΕ για μία δεκαετία. Θα ήταν πρόωρο να αποδώσει κανείς αυτή την ισχυρή ανάπτυξη αποκλειστικά στο περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού. Είναι προφανές ωστόσο ότι, στο μακροχρόνιο διάστημα, πληθωρισμός και ανάπτυξη συσχετίζονται αρνητικά (αντίθετα με ό,τι συμβαίνει στο βραχυχρόνιο διάστημα). Ο πληθωρισμός διαστρέφει τις σχετικές τιμές και αποκρύβει το πληροφοριακό τους περιεχόμενο, δημιουργεί αβεβαιότητα κι έτσι παρεμποδίζει την κατανομή των πόρων και την οικονομική αποτελεσματικότητα. Ο Ελληνικός στασιμοπληθωρισμός της δεκαετίας του 1980 παρέχει υποστήριξη σε αυτή τη θέση.

Ωστόσο, οι χώρες των οποίων τα δημοσιονομικά συστήματα δεν είναι επαρκώς ανεπτυγμένα θεωρούν λιγότερο κοστοβόρο να χρηματοδοτούν τις δημόσιες δαπάνες με δημιουργία πληθωρισμού παρά με τη συλλογή φόρων (DeGrauwe, 2000). Η Ελλάδα αύξησε τα έσοδα από τον «πληθωριστικό φόρο» κατά τη διάρκεια της ελεύθερης διακύμανσης των νομισμάτων σε μεγαλύτερο βαθμό από τις υπόλοιπες δυτικές οικονομίες (Dornbusch, 1988). Η εμπειρία της δεκαετίας του 1980 όμως απέδειξε ότι η χρηματοδότηση των κρατικών δράσεων μέσω πληθωριστικού φόρου θα τείνει να διαιωνίζει τις προσωρινές πληθωριστικές πιέσεις.

Η έρευνα έχει καταδείξει ότι η μείωση του πληθωρισμού κάτω του 10% είναι πιο δύσκολη από την προσέγγιση αυτού του ποσοστού με σημείο αφετηρίας ένα ρυθμό 20%. Ο λόγος είναι ότι η μετατόπιση σε ένα καθεστώς χαμηλού πληθωρισμού συνεπάγεται την απώλεια εσόδων από τον πληθωριστικό φόρο (seignorage). Σε αυτή την περίπτωση, η δημοσιονομική προσαρμογή πρέπει να επιτευχθεί από φορολογικές μεταρρυθμίσεις και περικοπές δημοσίων δαπανών οι οποίες είναι δύσκολο να εφαρμοστούν. Επιπροσθέτως, όταν ο πληθωρισμός είναι χαμηλός είναι δύσκολο να καμφθούν οι ονομαστικές ακαμψίες στους μισθούς και τις τιμές. Μία χαλαρή δημοσιονομική πολιτική είναι περισσότερο επιβλαβής σε μία τέτοια κατάσταση διότι

πυροδοτεί προσδοκίες νομισματικής χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων (Dornbusch and Fischer, 1993).

Η γενική συζήτηση, υπό το πρίσμα της Ελληνικής εμπειρίας, μπορεί να συνοψιστεί σε τέσσερα σημαντικά διδάγματα πολιτικής. *Πρώτον*, η ανακούφιση με νομισματικά μέσα των δυσμενών διαταραχών προσφοράς πρέπει να αποφεύγεται. Η αύξηση του πληθωρισμού που θα προκύπτει απορροία αυτής θα τείνει να ενσωματώνεται στις πληθωριστικές προσδοκίες (και άρα τους μισθούς) και να επιμένει, αυξάνοντας έτσι το κόστος του αποπληθωρισμού. Το δίδαγμα αυτό αποκτά νέο περιεχόμενο στην παρούσα συγκυρία της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Είναι σαφές ότι τα πακέτα ανόρθωσης των οικονομιών με ενέσεις ρευστότητας στις αγορές και –πιθανώς νομισματικά χρηματοδοτούμενα– δημοσιονομικά μέσα αυξάνουν την στενή προσφορά χρήματος. Δεδομένου του πρωτοφανούς εύρους και βάθους της κρίσης, θεωρείται ότι η αποφυγή μακροχρόνιας ισχυρής ύφεσης είναι στόχος προτεραιότητας. Προς το παρόν η ευρύτερη προσφορά χρήματος δεν αυξάνεται διότι υποχωρεί το τμήμα του M2 που σχετίζεται με τα τραπεζικά δάνεια λόγω της κατάρρευσης της εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά. Όταν όμως αυτή αποκατασταθεί, οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να είναι έτοιμες να προχωρήσουν σε επιθετικές αυξήσεις επιτοκίων και αντίστροφες ΠΑΑ. Ειδάλλως, μία οξεία και επίμονη αύξηση του πληθωρισμού πρέπει να αναμένεται, η οποία, εφόσον ενσωματωθεί στις προσδοκίες, θα προσλάβει μονιμότερα χαρακτηριστικά.

Δεύτερον, μία «άγκυρα» συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να είναι ένα σημαντικό εργαλείο αποπληθωρισμού αλλά μόνο αν υποστηρίζεται από σφιχτές δημοσιονομικές και εισοδηματικές πολιτικές. Επίσης πρέπει να συνοδεύεται από θεσμικές μεταρρυθμίσεις οι οποίες αυξάνουν την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, πχ. η νομοθέτηση της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας και η είσοδος στον ΜΣΙ. Τα δύο πρώτα σημεία μπορούν να συνοψιστούν στην παρατήρηση ότι η νομισματική πολιτική, από μόνη της, λίγα μπορεί να κάνει για την εξομάλυνση των διακυμάνσεων στο βραχυχρόνιο διάστημα. Αυτό ισχύει περισσότερο αν η νομισματική πολιτική δεν είναι ελεύθερη πολιτικών προσμετρήσεων. Τότε οι δημοσιονομικές πιέσεις και ένα πιθανώς ανεπαρκές φορολογικό σύστημα δίνουν κίνητρα για τύπωση χρήματος. Στο μεσοχρόνιο διάστημα ωστόσο, κι εφόσον υποστηρίζεται από άλλες πολιτικές, η νομισματική πολιτική μπορεί να δημιουργήσει συνθήκες σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και άρα να συνεισφέρει στην εμπέδωση διατηρήσιμης ανάπτυξης.

Το *τρίτο* σημείο είναι ότι η αυξανόμενη διεθνής κινητικότητα κεφαλαίων φέρνει νέες επενδυτικές ευκαιρίες αλλά επίσης μπορεί να περιπλέξει την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Επομένως, είναι φρόνιμο η μακροοικονομική σταθεροποίηση να έχει προχωρήσει επαρκώς πριν αρθούν οι έλεγχοι στις κινήσεις κεφαλαίων. Οι απαντήσεις της οικονομικής πολιτικής όπως η απορρόφηση της πλεονάζουσας ρευστότητας (sterilization) μπορεί να είναι χρήσιμες στο βραχυχρόνιο διάστημα καθόσον αποτρέπουν ανεπιθύμητες επιδράσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία. Έτσι κερδίζεται χρόνος έως ότου εφαρμοστεί ένα συνεπές μίγμα πολιτικής.

Ωστόσο, η αποστείρωση τείνει να διατηρεί τις διαφορές επιτοκίων οι οποίες κινητροδοτούν τις εισροές κεφαλαίων. Άρα, τελικά, η συνέπεια των πολιτικών είναι το μόνο λυσιτελές μέτρο. Άλλως, η αντιστροφή των εισροών και η κατάρρευση του νομίσματος είναι θέμα χρόνου, όπως καταδεικνύει η παρούσα κρίση με *επώδυνο* τρόπο για κάποιες χώρες. Η απορρύθμιση των χρηματοοικονομικών αγορών γενικότερα μπορεί να αυξήσει την ικανότητα μίας κεντρικής τράπεζας να χρησιμοποιεί εργαλεία έμμεσης παρέμβασης κι έτσι να αντιδρά ταχέως στις διαταραχές. Παρά ταύτα, θα πρέπει να συνοδεύεται από σώφρονα εποπτεία ώστε να περιορίζεται η έκθεση του χρηματοοικονομικού τομέα στον συναλλαγματικό κίνδυνο.

Τέταρτον, είναι κρίσιμο για κάθε πολιτική να απολαμβάνει του προνομίου της συναίνεσης των πολιτών. Εφόσον μία πολιτική προσλαμβάνει το status του εθνικού στόχου, κινητοποιούνται προσπάθειες και μειώνεται το κόστος το οποίο επιφέρουν οι κοινωνικές εντάσεις. Επομένως, η διαδικασία του συντονισμού των προσδοκιών προς το συνεργατικό σημείο ισορροπίας είναι ταχύτερη.²⁴ Στην Ελληνική περίπτωση, η υποστήριξη από τους πολίτες πρέπει να αποδοθεί στην πίστη τους ότι το ευρώ ήταν η αξιόπιστη εναλλακτική λύση στις αποτυχημένες κυβερνητικές πολιτικές για την επίτευξη δημοσιονομικής και νομισματικής πειθαρχίας και την εξασφάλιση της σταθερότητας του νομίσματος. Όπως σημειώνουν οι Mourgouras and Arghyrou (1999), η υποστήριξη ενισχύθηκε περεταίρω από τις μεγάλες ενέσεις ρευστού των μεταβιβαστικών πληρωμών της ΕΕ οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για την βελτίωση των υποδομών της οικονομίας. Αντίστοιχες πολιτικές πρέπει να εφαρμοστούν για τις χώρες της νέας Ευρώπης.

Μετά την είσοδό της στην Ευρωζώνη, η Ελλάδα καταγράφει έναν ρυθμό πληθωρισμού ο οποίος υπερβαίνει συστηματικά τον μέσο όρο αυτού των υπόλοιπων κρατών-μελών. Αυτό πρέπει μερικώς να αποδοθεί στο συνδυασμό χαμηλών επιτοκίων, την άρση των πιστωτικών περιορισμών και τις αυξήσεις στην τραπεζική ρευστότητα που προέκυψαν ως αποτέλεσμα της μείωσης του ποσοστού των υποχρεωτικών διαθεσίμων από το 12% στο 2% που ήταν η νόρμα της Ευρωζώνης. Αυτή η πιστωτική επέκταση τόνωσε τη συνολική ζήτηση της οικονομίας και τροφοδότησε τις πληθωριστικές πιέσεις. Ωστόσο, μέρος της ευθύνης αναλογεί και στις διαρθρωτικές αδυναμίες της Ελληνικής οικονομίας όσο και την βραδύτητα της πολιτικής διαδικασίας εφαρμογής των διαρθρωτικών αλλαγών. Το πρόβλημα όμως είναι ότι εντός μίας νομισματικής ένωσης, όπου οι υποτιμήσεις έναντι των υπόλοιπων εταίρων δεν είναι εφικτές, οι διαφορές πληθωρισμού συσσωρεύονται και μεταφράζονται σε πραγματική ανατίμηση του νομίσματος, πλήττοντας έτσι την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.²⁵ Ήδη, το εξωτερικό έλλειμμα της Ελλάδας έχει

²⁴ Ο Artis (2001) σχολιάζει επίσης ότι η αποπληθωριστική προσπάθεια μπορεί να επωφεληθεί σημαντικά από το παράδειγμα που προσφέρει η επίτευξη αντίστοιχων στόχων από μία ομάδα ομοειδών χωρών, στην περίπτωση της Ελλάδας, της Ιταλίας ή της Ισπανίας.

²⁵ Θεωρητικά, οι απώλειες ανταγωνιστικότητας θα έπρεπε να λειτουργήσουν ως μηχανισμός προσαρμογής ο οποίος θα αποδυναμώσει τη συνολική ζήτηση και έτσι θα μειώσει τον πληθωρισμό. Ωστόσο, όπως παρατηρεί ο Artis (2001), αυτή η διαδικασία είναι μακροχρόνια και πιθανώς ασταθής, καθώς ο πληθωρισμός μειώνει τα πραγματικά επιτόκια και άρα ενισχύει τη συνολική ζήτηση, λειτουργώντας στην αντίθετη κατεύθυνση από την πραγματική ανατίμηση. Επίσης, σε αυτή την

εκτοξευθεί στα δυσθεώρητα επίπεδα του 14% του ΑΕΠ και το εξωτερικό χρέος της χώρας έχει ξεπεράσει το 100% του ΑΕΠ. Αν αυτό συνεχιστεί, η ταχεία ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας η οποία τα πρόσφατα χρόνια είχε βασιστεί σε μεγάλο βαθμό στην εγχώρια ζήτηση, μπορεί να αποδειχτεί μη διατηρήσιμη. Προφανώς οι συνθήκες της τρέχουσας κρίσης και οι πιέσεις που αυτή ασκεί στην οικονομική δραστηριότητα, πολλαπλασιάζουν αυτούς τους κινδύνους. Αυτό το πλαίσιο δημιουργεί προκλήσεις για τους υπεύθυνους άσκησης της οικονομικής πολιτικής. Η ΤτΕ, συμμετέχει στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων στην ΕΚΤ μέσω της έδρας του Διοικητή της στο Διοικητικό Συμβούλιο αλλά με ένα συγκεκριμένο ειδικό βάρος. Εγγωρῖως όμως, έχει ένα πολύ σημαντικό ρόλο να επιτελέσει. Πρώτον, η σφφρων εποπτεία είναι πιο απαραίτητη από ποτέ ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι τράπεζες δεν αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους. Κάτι τέτοιο, όχι μόνο θα καθιστούσε ευάλωτο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά είναι πιθανόν να οδηγούσε στη διαιώνιση των υψηλών ρυθμών πιστωτικής επέκτασης που χαρακτήρισαν την Ελληνική οικονομία από την εποχή της απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος κι εντεύθεν. Μπορεί την παρούσα στιγμή η αποκατάσταση της ρευστότητας στην αγορά να αποτελεί προτεραιότητα της οικονομικής πολιτικής ώστε να αποτραπεί η απότομη και βαθειά ύφεση. Μακροχρονίως ωστόσο, είναι σημαντικό η πιστωτική επέκταση να σταθεροποιηθεί σε έναν διατηρήσιμο ρυθμό ώστε να προασπιστεί η υγεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και να ελεγχθούν οι διαφορές πληθωρισμού. Δεύτερον, η κοινή νομισματική πολιτική αυξάνει την σημασία της δημοσιονομικής πολιτικής και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ως των μόνων εργαλείων προσαρμογής στις διαταραχές και του περιορισμού των πληθωριστικών πιέσεων.

Η "Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας" και το "Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας" (Καταστατικό του ΕΣΚΤ) αποτελούν τη νομική βάση για το ΕΣΚΤ. Η Συνθήκη ρυθμίζει την εκτέλεση των λειτουργιών κεντρικής τράπεζας για τη ζώνη του ευρώ από την ΕΚΤ και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ). Το Καταστατικό ορίζει ειδικότερα τα σχετικά καθήκοντα και λειτουργίες της ΕΚΤ και των ΕθνΚΤ.

Το ΕΣΚΤ αποτελείται από:

- την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), και
- τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 27 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ).

Τα νομικά κείμενα που θεσπίζουν το ΕΣΚΤ – η "Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας" και το "Καταστατικό του ΕΣΚΤ" – συντάχθηκαν με

διαδικασία προσαρμογής χωρεί δημιουργία ανεργίας και οικονομικής ύφεσης, ιδίως αν οι αγορές προϊόντων και παραγωγικών συντελεστών χαρακτηρίζονται από ακαμψίες. Μία πιο ισορροπημένη προσέγγιση θα έπρεπε να περιλαμβάνει δημοσιονομική προσαρμογή και συνεργασία μεταξύ των κοινωνικών εταίρων. Αυτά μπορούν να οδηγήσουν σε επίπεδα τιμών και μισθών τα οποία διατηρούν την οικονομία ανταγωνιστική αλλά και την απασχόληση σε υψηλά επίπεδα.

γνώμονα ότι όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ θα υιοθετήσουν το ευρώ και, επομένως, το ΕΣΚΤ θα εκτελεί όλα τα καθήκοντα που απορρέουν από το ενιαίο νόμισμα. Ωστόσο, έως ότου όλες οι χώρες της ΕΕ εισαγάγουν το ευρώ, το Ευρωσύστημα έχει αναλάβει τον ρόλο της νομισματικής αρχής. Ο όρος "Ευρωσύστημα" βοηθά να γίνει κατανοητή η διάρθρωση των κεντρικών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ.

Το Ευρωσύστημα, που είναι το σύστημα κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ, περιλαμβάνει:

- την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), και
- τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως ενιαίο νόμισμα.

Η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει σήμερα 16 χώρες: την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ιταλία, την Ισπανία, την Κύπρο, το Λουξεμβούργο, τη Μάλτα, την Ολλανδία, την Πορτογαλία, τη Σλοβακία, τη Σλοβενία και τη Φινλανδία.

Παρακάτω παρουσιάζουμε τις μεταβολές που αποφάσισε η ΕΚΤ στα επιτόκια που ισχύουν στην ευρωζώνη ως την αντίδρασή της στην διαφαινόμενη πιστωτική κρίση από τις αρχές του β' εξαμήνου του 2008 ως τις αρχές του τρέχοντος έτους.

3 ΙΟΥΛΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 9 Ιουλίου 2008:

- Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 25 μονάδες βάσης στο 4,25%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 25 μονάδες βάσης στο 5,25%. – Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 25 μονάδες βάσης στο 3,25%.

7 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ, 4 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ ΚΑΙ 2 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 4,25%, 5,25% και 3,25% αντίστοιχα.

8 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι:

- Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 3,75%, με ισχύ από 15 Οκτωβρίου 2008.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 4,75% με άμεση ισχύ.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 2,75% με άμεση ισχύ.
- Από την πράξη που πρόκειται να διακανονιστεί στις 15 Οκτωβρίου και στο εξής, οι εβδομαδιαίες πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης θα πραγματοποιούνται μέσω

δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με κατανομή ολόκληρου του ποσού στο επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (σήμερα 3,75%).

– Από τις 9 Οκτωβρίου, η ΕΚΤ θα μειώσει το εύρος του “διαδρόμου” που ορίζουν τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων, από 200 μονάδες βάσης σε 100 μονάδες βάσης γύρω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης. Επομένως, από τις 9 Οκτωβρίου, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα μειωθεί από 100 σε 50 μονάδες βάσης πάνω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (σήμερα στο 4,25%) και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί από 100 σε 50 μονάδες βάσης κάτω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (σήμερα στο 3,25%).

Τα δύο αυτά μέτρα θα παραμείνουν σε ισχύ για όσο διάστημα χρειαστεί και τουλάχιστον μέχρι το τέλος της πρώτης περιόδου τήρησης του 2009, στις 20 Ιανουαρίου.

15 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να διευρύνει περαιτέρω το πλαίσιο που διέπει τη σύσταση ασφαλειών και να τονώσει την παροχή ρευστότητας. Για το σκοπό αυτό το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει:

(α) να διευρύνει τον κατάλογο των περιουσιακών στοιχείων που είναι αποδεκτά ως ασφάλεια στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος, με ισχύ έως το τέλος του 2009,

(β) να ενισχύσει την παροχή πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, με ισχύ από 30 Οκτωβρίου 2008 έως το τέλος του α’ τριμήνου του 2009, και (γ) να παρέχει ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ μέσω πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων.

6 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 12 Νοεμβρίου 2008:

– Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 3,25%.

– Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 3,75%.

– Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 2,75%.

4 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 10 Δεκεμβρίου 2008:

– Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 75 μονάδες βάσης στο 2,50%.

– Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα μειωθεί κατά 75 μονάδες βάσης στο 3,00%.

– Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα μειωθεί κατά 75 μονάδες βάσης στο 2,00%.

18 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2008

Σε συνέχεια της απόφασης της 8ης Οκτωβρίου 2008 για τις μεταβολές στη διαδικασία της δημοπρασίας και στο εύρος του “διαδρόμου” που ορίζουν τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει τα εξής:

– Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης θα συνεχίσουν να πραγματοποιούνται μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με κατανομή ολόκληρου του ποσού και μετά το τέλος της περιόδου τήρησης που λήγει στις 20 Ιανουαρίου 2009. Το μέτρο αυτό θα

παραμένει σε ισχύ για όσο διάστημα χρειαστεί και τουλάχιστον μέχρι την τελευταία κατανομή της τρίτης περιόδου τήρησης του 2009, στις 31 Μαρτίου.

– Από τις 21 Ιανουαρίου 2009, το εύρος του “ διαδρόμου” που ορίζουν τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων, το οποίο στις 9 Οκτωβρίου 2008 είχε μειωθεί σε 100 μονάδες βάσης γύρω από το ισχύον επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης, θα αυξηθεί εκ νέου σε 200 μονάδες βάσης. Ως εκ τούτου, από τις 21 Ιανουαρίου, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί από 50 μονάδες βάσης σε 100 μονάδες βάσης πάνω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα μειωθεί από 50 μονάδες βάσης σε 100 μονάδες βάσης κάτω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης.

15 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2009

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 21 Ιανουαρίου 2009:

– Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 2,00%.

– Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα οριστεί στο 3,00%.

– Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα οριστεί στο 1,00%.

Οι αποφάσεις αυτές συνάδουν με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της 18ης Δεκεμβρίου 2008 να επαναφέρει στις 200 μονάδες βάσης το εύρος του “διαδρόμου” που ορίζουν τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων γύρω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης.

4.Εμπειρική διερεύνηση ΑΕΠ, πληθωρισμού, δημοσίου χρέους και ελλείμματος για τις χώρες της ευρωζώνης.

4.1ΧΡΕΟΣ

Το δημόσιο χρέος είναι η ονομαστική αξία όλων των υφιστάμενων ακαθάριστων υποχρεώσεων του τομέα της γενικής κυβέρνησης ,στο τέλος του έτους, εξαιρουμένων των υποχρεώσεων των οποίων τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού βρίσκονται στην κατοχή του τομέα της γενικής κυβέρνησης.

Το δημόσιο χρέος αποτελείται από τις υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης στις ακόλουθες κατηγορίες: νομισματική κυκλοφορία και καταθέσεις, βραχυπρόθεσμοι τίτλοι, ομολογίες, λοιπά βραχυπρόθεσμα δάνεια, καθώς και μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια. Στον πίνακα 1 παρουσιάζουμε το δημόσιο και ιδιωτικό χρέος ως ποσοστό επί του ΑΕΠ για τις χώρες της ευρωζώνης καθώς και το Η.Β. και τις ΗΠΑ για το έτος 2007.

Πίνακας 1 Δημόσιο και Ιδιωτικό χρέος των χωρών της ευρωζώνης της Βρετανίας και των ΗΠΑ για το έτος 2007

	Δημόσιο χρέος (% ΑΕΠ)	Ιδιωτικό χρέος (%ΑΕΠ)	Συνολικό χρέος (%ΑΕΠ)
Αυστρία	59,5	96,4	155,9

Βέλγιο	83,9	75,2	159,1
Κύπρος	59,5	205,9	265,4
Φιλανδία	35,1	76,6	111,7
Γαλλία	63,9	86,7	150,6
Γερμανία	65,1	94,1	159,2
Ελλάδα	94,8	79,0	173,8
Ιρλανδία	24,8	173,6	198,4
Ιταλία	104,1	83,9	188,0
Λουξεμβούργο	7,0	218,2	225,2
Μάλτα	62,2	133,0	195,2
Ολλανδία	45,7	129,9	175,6
Πορτογαλία	63,6	143,1	206,7
Σλοβενία	23,4	70,6	94,0
Ισπανία	36,2	166,7	202,9
Ευρωζώνη	66,3	103,3	169,6
Ηνωμένο Βασίλειο	44,2	106,5	150,7
ΗΠΑ	65,2	176,8	242,0

Το δημόσιο χρέος στην Ελλάδα ως ποσοστό του ΑΕΠ σημείωσε κατακόρυφη άνοδο μετά το 1980, παραμένοντας σε υψηλά επίπεδα (πάνω από το 100% του ΑΕΠ) μετά το 1993 και καταλαμβάνοντας μια από τις υψηλότερες θέσεις στον πίνακα των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σημειώνεται ακόμη ότι αυτό το υψηλό δημόσιο χρέος (πάνω από το 100% του ΑΕΠ) υπερβαίνει κατά πολύ το μέσο όρο των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς και την τιμή αναφοράς της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση που είναι 60% του ΑΕΠ!

Ήδη, από πρόσφατα στοιχεία προκύπτει ότι η χώρα μας, με βάση το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ καταλαμβάνει τη δεύτερη θέση στον πίνακα των χωρών της ευρωζώνης (94,8% του ΑΕΠ), έναντι της πρώτης Ιταλίας με 104,1% του ΑΕΠ και έναντι 66,3% του ΑΕΠ του μέσου όρου της ευρωζώνης.

Όσον αφορά στο συνολικό (δημόσιο και ιδιωτικό χρέος) χρέος, η Ελλάδα κατέχει την όγδοη θέση με 173,8% του ΑΕΠ στον πίνακα της ευρωζώνης, έναντι 169,6% του ΑΕΠ του μέσου όρου της ευρωζώνης. Πάντως, πρέπει να επισημανθεί ότι η καλή σχετικά αυτή θέση της χώρας μας στον πίνακα των χωρών της ευρωζώνης οφείλεται (παρά τα αντιθέτως λεγόμενα) στο χαμηλό σχετικά ιδιωτικό χρέος (79% του ΑΕΠ). Έτσι, επιβεβαιώνεται για μιαν ακόμα φορά ο Άνταμ Σμίθ («Πλούτος των Εθνών»), που έλεγε ότι «τα μεγάλα έθνη δεν πτωχεύουν από την ιδιωτική, αλλά από τη δημόσια σπατάλη και κακοδιαχείριση»!

Σήμερα, οι προοπτικές σημαντικής μείωσης του δημόσιου χρέους δεν είναι καθόλου ευοίωνες. Πρέπει να υπάρξει σημαντική μεταβολή της δημοσιονομικής πολιτικής, μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή, να εξασφαλιστούν υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα, να σταματήσει το κράτος να αναλαμβάνει χρέη τρίτων και, κυρίως, δημόσιων οργανισμών και επιχειρήσεων. Ύστερα, πρέπει να προωθηθούν τολμηρές

διαρθρωτικές, μεταρρυθμίσεις, μεταρρυθμίσεις στη φορολογία, που θα έχουν ως στόχο τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και τη μείωση της φοροδιαφυγής και της φοροαποφυγής, και, φυσικά, μέτρα για την περιστολή και τον αποτελεσματικότερο έλεγχο των δημόσιων δαπανών.

Σύμφωνα επίσης με τις προβλέψεις της Επιτροπής το ελληνικό δημόσιο χρέος από 97,6% το 2008 θα αυξηθεί στο 103,4% του ΑΕΠ το 2009 και 108% το 2010. Τον Ιανουάριο η Επιτροπή προέβλεπε δημόσιο χρέος 96,2% το 2009 και στο 98,4% το 2010 για τη χώρα μας. Υψηλότερο δημόσιο χρέος από την Ελλάδα εμφανίζει η Ιταλία με 113% για το 2009 και 116,1% το 2010. Στη ευρωζώνη το δημόσιο χρέος από 69,3% το 2008 θα ανέβει στο 77,7% του ΑΕΠ το 2009 και στο 83,8% το 2010. Τον Ιανουάριο η Επιτροπή εκτιμούσε ότι το δημόσιο χρέος στην ευρωζώνη θα είναι 72,7% το 2009 και 75,8% το 2010.

4.2 ΈΛΛΕΙΜΜΑ

Το δημόσιο έλλειμμα (πλεόνασμα) είναι ο καθαρός δανεισμός (παροχή δανείων) της γενικής κυβέρνησης. Οι τόκοι που περιλαμβάνονται στο δημόσιο έλλειμμα είναι οι τόκοι. Έλλειμμα 5% του ΑΕΠ σημαίνει απλά ότι τα χρήματα που εισέπραξε το δημόσιο για μια χρονική περίοδο (συνήθως 1 έτος, από 1/1 έως 31/12) είναι κατά 5% λιγότερα από αυτά που ξόδεψε. Δηλαδή, εάν το ΑΕΠ είναι 100 ευρώ, το κράτος εισέπραξε 100 ευρώ και ξόδεψε 105 ευρώ.

Τα μεγαλύτερα ελλείμματα εμφάνισαν η Ιρλανδία, η Μεγάλη Βρετανία, η Ρουμανία, η Ελλάδα, η Μάλτα, η Λετονία και η Πολωνία (πηγή Eurostat (ec.europa.eu/eurostat))

Εκτίναξη των ελλειμμάτων αλλά και του δημοσίου χρέους το 2008 τόσο στην ευρωζώνη, όσο και στην ΕΕ διαπιστώνει η Eurostat σε στοιχεία που έδωσε στη δημοσιότητα για το δημοσιονομικό έλλειμμα και το δημόσιο χρέος των 27 κρατών - μελών της ΕΕ.

Ειδικότερα, η Eurostat υπολογίζει ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα στην Ελλάδα αυξήθηκε το 2008 από 3,6% σε 5%, οι δημόσιες δαπάνες στη χώρας μας έφτασαν το 44,9% του ΑΕΠ το 2008 από 44% το 2007, ενώ τα δημόσια έσοδα στο 40% το 2008 από 40,1% το 2007.

Τα μεγαλύτερα ελλείμματα στην ΕΕ εμφάνισαν η Ιρλανδία (7,1% του ΑΕΠ), η Μεγάλη Βρετανία (5,5%), η Ρουμανία (5,4%), η Ελλάδα (5%), η Μάλτα (4,7%), η Λετονία (4%) και η Πολωνία (3,9%).

Πλεονάσματα παρουσίασαν το 2008 η Φινλανδία με 4,2%, η Δανία με 3,6%, το Λουξεμβούργο με 2,6%, η Σουηδία με 2,5%, η Βουλγαρία με 1,5%, η Ολλανδία με 1% και η Κύπρος με 0,9%.

Συνολικότερα στην ευρωζώνη τα ελλείμματα αυξήθηκαν από 0,6% του ΑΕΠ το 2007 σε 1,9% του ΑΕΠ το 2008, ενώ στην ΕΕ των "27" αυξήθηκαν από 0,8% σε 2,3%. Σε

ό,τι αφορά το δημόσιο χρέος, από τα στοιχεία της Eurostat προκύπτει ότι στην ευρωζώνη αυξήθηκε από 66% του ΑΕΠ το 2007 σε 69,3% του ΑΕΠ το 2008, ενώ στην ΕΕ αυξήθηκε από 58,7% σε 61,5%.

Σημειώνεται ότι φέτος έλλειμμα στα όρια ή πάνω από την τιμή αναφοράς του 3% αναμένεται να εμφανίσουν 13 από τα 16 κράτη μέλη της ευρωζώνης και 21 από τα 27 κράτη μέλη της ΕΕ. Στην Ευρωζώνη έλλειμμα στα όρια ή πάνω από το 3% θα έχουν εκτός από την Ελλάδα, η Ιρλανδία (δημοσιονομικό έλλειμμα 12% το 2009, 15,6% το 2010), η Γαλλία (δημοσιονομικό έλλειμμα 3,4% το 2009, 6,6% 2010), το Βέλγιο (δημοσιονομικό έλλειμμα 4,5% το 2009, 6,1% το 2010) , η Ισπανία (δημοσιονομικό έλλειμμα 8,6% το 2009, 9,8% το 2010), η Ιταλία (δημοσιονομικό έλλειμμα 4,5% το 2009, 4,8% το 2010), η Αυστρία (δημοσιονομικό έλλειμμα 4,2% το 2009, 5,3% το 2010)., η Πορτογαλία (δημοσιονομικό έλλειμμα 6,5% το 2009, 6,7% το 2010) και η Σλοβενία (δημοσιονομικό έλλειμμα 5,5% το 2009, 6,5% το 2010), η Δανία (δημοσιονομικό έλλειμμα 3,9% το 2009, 5,9% το 2010), η Μάλτα (δημοσιονομικό έλλειμμα 3,6% το 2009, 3,2% το 2010), η Ολλανδία (δημοσιονομικό έλλειμμα 3,4% το 2009, 6,1% το 2010) και η Σλοβακία (δημοσιονομικό έλλειμμα 4,7% το 2009, 5,4% το 2010).

4.3 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Πληθωρισμός είναι η ποσοστιαία μεταβολή του γενικού επιπέδου των τιμών μιας οικονομίας μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Ο πληθωρισμός μπορεί να είναι είτε θετικός, είτε αρνητικός (οπότε μιλάμε για *αντίπληθωρισμό*), όπως για παράδειγμα στην Ιαπωνία την τελευταία δεκαετία. Ας σημειωθεί ότι πληθωρισμός είναι η κίνηση των τιμών. Δεν υφίσταται όταν οι τιμές σταθεροποιηθούν, ανεξαρτήτως αν είναι υψηλές ή όχι. Σε μια οικονομία όταν μετράμε τον πληθωρισμό, στην ουσία μελετάμε την ποσοστιαία μεταβολή του επιπέδου των τιμών, όχι για το σύνολο των αγαθών ή υπηρεσιών που καταναλώνονται, αλλά για κάποια συγκεκριμένα αγαθά ή υπηρεσίες, το σύνολο των οποίων παλαιότερα καλούνταν "καλάθι της νοικοκυράς", ενώ πλέον χρησιμοποιείται το πολιτικά ορθότερο "καλάθι του καταναλωτή".

Για να μετρηθεί ο πληθωρισμός, λαμβάνεται υπόψη το ποσοστό μεταβολής του επιπέδου τιμών κατά την διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου.

Από πολλές οικονομικές θεωρίες ο πληθωρισμός θεωρείται ένα **Νομισματικό Φαινόμενο**, δηλαδή ότι ο πληθωρισμός είναι αποτέλεσμα μόνο της αυξημένης προσφοράς χρήματος. Έτσι η ύπαρξη πληθωρισμού δεν επηρεάζει τα μεγέθη της πραγματικής οικονομίας (ως πραγματικά μεγέθη, ορίζονται οι Δημόσιες Δαπάνες, οι Ιδιωτικές Επενδύσεις, και η Ιδιωτική Κατανάλωση.) Αυτό είναι και γνωστό ως κλασική διχοτομία. Ένα παράδειγμα είναι ο υψηλός πληθωρισμός στην Ελλάδα της δεκαετίας του 80 που οφειλόταν εν μέρει στην εκτύπωση χρήματος από την Τράπεζα της Ελλάδος για να καλύψει τις αυξημένες παροχές που προσέφερε η κυβέρνηση.

Για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης χρησιμοποιήσαμε στοιχεία τα οποία αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα της Eurostat (ec.europa.eu/eurostat) και αφορούσαν τις ποσοστιαίες μεταβολές των τιμών για τις χώρες της Ευρωζώνης. Σημειώνουμε ότι για τον υπολογισμό των ετήσιων ποσοστιαίων μεταβολών που παρουσιάζονται στον πίνακα 1 δεν έχουν γίνει προσαρμογές για εποχικότητα ή ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών.

Πίνακας 2 Μέσο ποσοστό πληθωρισμού για την περίοδο 1998-2008

Μέσο ποσοστό Πληθωρισμού										
Γεο\Χρόνος	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Βέλγιο	1.1	2.7	2.4	1.6	1.5	1.9	2.5	2.3	1.8	4.5
Βουλγαρία	2.6	10.3	7.4	5.8	2.3	6.1	6.0	7.4	7.6	12.0
Τσεχία	1.8	3.9	4.5	1.4	-0.1	2.6	1.6	2.1	3.0	6.3
Δανία	2.1	2.7	2.3	2.4	2.0	0.9	1.7	1.9	1.7	3.6
Γερμανία	0.6	1.4	1.9	1.4	1.0	1.8	1.9	1.8	2.3	2.8
Εσθονία	3.1	3.9	5.6	3.6	1.4	3.0	4.1	4.4	6.7	10.6
Ιρλανδία	2.5	5.3	4.0	4.7	4.0	2.3	2.2	2.7	2.9	3.1
Ελλάδα	2.1	2.9	3.7	3.9	3.4	3.0	3.5	3.3	3.0	4.2
Ισπανία	2.2	3.5	2.8	3.6	3.1	3.1	3.4	3.6	2.8	4.1
Γαλλία	0.6	1.8	1.8	1.9	2.2	2.3	1.9	1.9	1.6	3.2
Ιταλία	1.7	2.6	2.3	2.6	2.8	2.3	2.2	2.2	2.0	3.5
Κύπρος	1.1	4.9	2.0	2.8	4.0	1.9	2.0	2.2	2.2	4.4
Λετονία	2.1	2.6	2.5	2.0	2.9	6.2	6.9	6.6	10.1	15.3
Λιθουανία	1.5	1.1	1.6	0.3	-1.1	1.2	2.7	3.8	5.8	11.1
Λουξεμβούργο	1.0	3.8	2.4	2.1	2.5	3.2	3.8	3.0	2.7	4.1
Ουγγαρία	10.0	10.0	9.1	5.2	4.7	6.8	3.5	4.0	7.9	6.0
Ολλανδία	2.0	2.3	5.1	3.9	2.2	1.4	1.5	1.7	1.6	2.2
Αυστρία	0.5	2.0	2.3	1.7	1.3	2.0	2.1	1.7	2.2	3.2
Πολωνία	7.2	10.1	5.3	1.9	0.7	3.6	2.2	1.3	2.6	4.2
Πορτογαλία	2.2	2.8	4.4	3.7	3.3	2.5	2.1	3.0	2.4	2.7
Ρουμανία	45.8	45.7	34.5	22.5	15.3	11.9	9.1	6.6	4.9	7.9
Σλοβενία	6.1	8.9	8.6	7.5	5.7	3.7	2.5	2.5	3.8	5.5
Σλοβακία	10.4	12.2	7.2	3.5	8.4	7.5	2.8	4.3	1.9	3.9
Φινλανδία	1.3	2.9	2.7	2.0	1.3	0.1	0.8	1.3	1.6	3.9
Σουηδία	0.5	1.3	2.7	1.9	2.3	1.0	0.8	1.5	1.7	3.3
Ηνωμένο Βασίλειο	1.3	0.8	1.2	1.3	1.4	1.3	2.1	2.3	2.3	3.6
Νορβηγία	2.1	3.0	2.7	0.8	2.0	0.6	1.5	2.5	0.7	3.4

Για την εκτίμηση της μέσης ετήσιας μεταβολής του πληθωρισμού για κάθε χώρα του παραπάνω πίνακα χρησιμοποιήσαμε το ακόλουθο υπόδειγμα (υπ. 1):

$$infrate_{it} = a_i + b_i year + u_{it} \quad (1)$$

Όπου

i και t οι συντελεστές που αντιπροσωπεύουν την κάθε χώρα και τα έτη για την περίοδο 1999-2008

Infrate: ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός

year: η μεταβλητή που αντιπροσωπεύει τη χρονική επίδραση και παίρνει τιμές από 0 έως 9 για τα έτη 1999 έως και 2008.

u_{it} : τα κατάλοιπα του υποδείγματος

α_i και b_i οι προς εκτίμηση συντελεστές που θεωρούνται τυχαίες μεταβλητές με την εξής μορφή :

$\alpha_i = \kappa_0 + \kappa_i$ με κ_0 σταθερά και κ_i τυχαία μεταβλητή με μέσο 0 και σταθερή

διακύμανση, και

$b_i = \beta_0 + \beta_i$ με β_0 σταθερά και β_i τυχαία μεταβλητή με μέσο 0 και σταθερή

διακύμανση.

Για την εκτίμηση του υποδείγματος που πρόκειται για Random Coefficient Model χρησιμοποιήσαμε το στατιστικό πακέτο STATA10 (εντολή xtmixed).

Πίνακας 3 Αποτελέσματα εκτίμησης υποδείγματος 1

	Coef.	Std. Err.	z	P>z
Year	-0.117	0.197	-0.600	0.551
_cons	4.440	1.513	2.930	0.003
Random-effects Parameters	Estimate	Std. Err.		
var(etos)	1.000	0.290		
var(_cons)	60.595	17.165		
var(Residual)	3.592	0.348		

Τα αποτελέσματα της εκτίμησης μας δείχνουν ότι δεν υπήρξε στατιστικά σημαντική χρονική επίδραση στον γενικό ρυθμό μεταβολής του πληθωρισμού για όλες τις χώρες του δείγματος (ο συντελεστής της μεταβλητής *year* βρέθηκε αρνητικός αλλά όχι στατιστικά σημαντικός -0,018 p-value=0.778). Ωστόσο υπήρξε στατιστικά σημαντική διακύμανση μεταξύ των χωρών. Οι συντελεστές b_i παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα (πίνακας 4).

Σύμφωνα με τις παραπάνω εκτιμήσεις η μέση μεταβολή του πληθωρισμού για την υπό εξέταση χρονική περίοδο παρουσιάζει μικτή τάση. Στις ισχυρές οικονομίες των χωρών της Ευρωζώνης παρατηρείται μέση ετήσια αύξηση του πληθωρισμού (π.χ. Γερμανία, Ηνωμ. Βασίλειο, Γαλία). Η τάση για τον πληθωρισμό της Ελλάδας παρουσιάζεται θετική αλλά όχι με υψηλή τιμή (0.083).

Πίνακας 4 Εκτίμηση συντελεστών υποδείγματος 1 για κάθε χώρα που συμπεριλαμβάνεται στο δείγμα.

ΧΩΡΕΣ	α_i	b_i
Βέλγιο	1.605	0.143
Βουλγαρία	4.930	0.404
Τσεχία	2.112	0.136
Δανία	2.163	-0.004
Γερμανία	1.050	0.147
Εσθονία	2.500	0.478
Ιρλανδία	4.107	-0.163
Ελλάδα	2.934	0.083
Ισπανία	2.866	0.081
Γαλλία	1.412	0.117
Ιταλία	2.230	0.045
Κύπρος	2.617	0.032
Λετονία	0.340	1.201
Λιθουανία	-0.729	0.791
Λουξεμβούργο	2.169	0.156
Ουγγαρία	8.727	-0.452
Ολλανδία	3.172	-0.172
Αυστρία	1.341	0.128
Πολωνία	6.394	-0.555
Πορτογαλία	3.241	-0.072
Ρουμανία	40.882	-4.595
Σλοβενία	7.752	-0.509
Σλοβακία	9.992	-0.848
Φινλανδία	1.799	0.001
Σουηδία	1.329	0.087
Ηνωμ. Βασίλειο	0.834	0.210
Νορβηγία	2.121	-0.039

4.4 ΑΕΠ

Το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ) αντιπροσωπεύει την αξία όλων των τελικών προϊόντων και υπηρεσιών που παράγονται από μια οικονομία σε μια δεδομένη χρονική περίοδο (τρίμηνο ή έτος). Το ΑΕΠ αποτελεί το βασικό μέτρο της οικονομικής δραστηριότητας.

Υπάρχουν δε, τρεις σημαντικές διακρίσεις:

- Το ονομαστικό έναντι του πραγματικού ΑΕΠ
- Τα επίπεδα του ΑΕΠ, ονομαστικού ή πραγματικού έναντι αύξησης του ΑΕΠ.
- Το ΑΕΠ έναντι του κατά κεφαλή ΑΕΠ.

Το ονομαστικό ΑΕΠ μετρά την αξία της παραγωγής στις τιμές που επικρατούν κατά την περίοδο στη διάρκεια της οποίας παράγεται, ενώ το πραγματικό ΑΕΠ μετρά την παραγωγή οποιασδήποτε περιόδου στις τιμές ενός έτους βάσης. Το πραγματικό ΑΕΠ, που αξιολογεί την παραγωγή σε διαφορετικά έτη με τις ίδιες τιμές, υποδηλώνει μια εκτίμηση της πραγματικής ή της φυσικής μεταβολής της παραγωγής και του προϊόντος μεταξύ κάποιων καθορισμένων ετών. Ένας άλλος τρόπος μέτρησης του πραγματικού ΑΕΠ είναι το κατά κεφαλήν εισόδημα, που αποτελεί προσαρμογή της αξίας της παραγωγής στο μέγεθος του πληθυσμού.

Μεγέθυνση και πραγματικό ΑΕΠ

Ακολουθούν οι αιτίες αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ. **Ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας είναι ο ρυθμός με τον οποίο αυξάνεται το πραγματικό ΑΕΠ.** Από εδώ και πέρα, όταν αναφερόμαστε στη μεγέθυνση ή στο ρυθμό μεγέθυνσης χωρίς άλλη διευκρίνιση, θα εννοούμε το ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ. Οι περισσότερες οικονομίες μεγεθύνονται, κατά μέσο όρο, λίγες ποσοστιαίες μονάδες ανά έτος για μακρές χρονικές περιόδους.

Τι προκαλεί τη διαρκή αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ: Ο πρώτος λόγος είναι ότι το πραγματικό ΑΕΠ μεταβάλλεται επειδή ακριβώς μεταβάλλεται και το σύνολο των διαθέσιμων πόρων της οικονομίας. Οι πόροι είναι λειτουργικά διαχωρισμένοι σε κεφάλαιο και εργασία. Το εργατικό δυναμικό, που απασχολείται από τους ήδη εργαζομένους ή αυτούς που ψάχνουν για δουλειά, μεγαθύνεται διαρκώς, προσφέροντας άλλη μια πηγή για την αύξηση της παραγωγής. Η αύξηση των διαθέσιμων συντελεστών της παραγωγής-της εργασίας και του κεφαλαίου που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών-εξηγεί έτσι ένα μέρος της αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ.

Ο δεύτερος λόγος στον οποίο οφείλεται η μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ είναι ότι η αποτελεσματικότητα με την οποία λειτουργούν οι συντελεστές της παραγωγής μπορεί να μεταβληθεί. Διαχρονικά, οι ίδιοι συντελεστές της παραγωγής μπορούν να παράγουν περισσότερο προϊόν. Αυτές οι μεταβολές στην αποτελεσματικότητα της παραγωγής είναι αποτέλεσμα μεταβολής του επιπέδου των γνώσεων, συμπεριλαμβανομένης και της πρακτικής εκπαίδευσης, καθώς οι άνθρωποι μαθαίνουν από την εμπειρία τους ν'αποδίδουν καλύτερα στα καθημερινά τους καθήκοντα.

Ο Πίνακας 5 μας δίνει μια σύγκριση των ρυθμών αύξησης του πραγματικού κατά κεφαλήν εισοδήματος σε διαφορετικές χώρες. Μελέτες για τις πηγές μεγέθυνσης σε διάφορες χώρες καθώς και ιστορικές μελέτες προσπαθούν να εξηγήσουν ποιους παράγοντες επιδρούν ώστε μια χώρα να μεγεθύνεται γρήγορα, ενώ κάποια άλλη να έχει πολύ χαμηλούς ρυθμούς. Προφανώς θα άξιζε τον κόπο να γνωρίζουμε ποιες πολιτικές, αν υπάρχουν, μπορούν νάνεβάσουν το μέσο ρυθμό μεγέθυνσης στη διάρκεια μακρών χρονικών περιόδων.

Πίνακας 5 Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ

Πραγματικό Ποσοστό Αύξησης ΑΕΠ (%)										
Γεο\Χρόνος	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Βέλγιο	3.4	3.7	0.8	1.5	1.0	3.0	1.8	3.0	2.8	1.1
Βουλγαρία	2.3	5.4	4.1	4.5	5.0	6.6	6.2	6.3	6.2	6.0
Τσεχία	1.3	3.6	2.5	1.9	3.6	4.5	6.3	6.8	6.0	3.2
Δανία	2.6	3.5	0.7	0.5	0.4	2.3	2.4	3.3	1.6	-1.1
Γερμανία	2.0	3.2	1.2	0.0	-0.2	1.2	0.8	3.0	2.5	1.3
Εσθονία	-0.1	9.6	7.7	7.8	7.1	7.5	9.2	10.4	6.3	-3.6
Ιρλανδία	10.7	9.2	5.8	6.4	4.5	4.7	6.4	5.7	6.0	-2.3
Ελλάδα	3.4	4.5	4.2	3.4	5.6	4.9	2.9	4.5	4.0	2.9
Ισπανία	4.7	5.0	3.6	2.7	3.1	3.3	3.6	3.9	3.7	1.2
Γαλλία	3.3	3.9	1.9	1.0	1.1	2.5	1.9	2.2	2.3	0.4
Ιταλία	1.5	3.7	1.8	0.5	-0.0	1.5	0.7	2.0	1.6	-1.0
Κύπρος	4.8	5.0	4.0	2.1	1.9	4.2	3.9	4.1	4.4	3.7
Λετονία	3.3	6.9	8.0	6.5	7.2	8.7	10.6	12.2	10.0	-4.6
Λιθουανία	-1.5	4.2	6.7	6.9	10.2	7.4	7.8	7.8	8.9	3.0
Λουξεμβούργο	8.4	8.4	2.5	4.1	1.5	4.5	5.2	6.4	5.2	-0.9
Ουγγαρία	4.2	5.2	4.1	4.4	4.3	4.7	3.9	4.0	1.2	0.5
Ολλανδία	4.7	3.9	1.9	0.1	0.3	2.2	2.0	3.4	3.5	2.1
Αυστρία	3.3	3.7	0.5	1.6	0.8	2.5	2.9	3.4	3.1	1.8
Πολωνία	4.5	4.3	1.2	1.4	3.9	5.3	3.6	6.2	6.6	5.0
Πορτογαλία	3.8	3.9	2.0	0.8	-0.8	1.5	0.9	1.4	1.9	-0.0
Ρουμανία	-1.2	2.1	5.7	5.1	5.2	8.5	4.2	7.9	6.2	7.1
Σλοβενία	5.4	4.4	2.8	4.0	2.8	4.3	4.3	5.9	6.8	3.5
Σλοβακία	0.0	1.4	3.4	4.8	4.7	5.2	6.5	8.5	10.4	6.4
Φινλανδία	3.9	5.1	2.7	1.6	1.8	3.7	2.8	4.9	4.2	0.9
Σουηδία	4.6	4.4	1.1	2.4	1.9	4.1	3.3	4.2	2.6	-0.2
Ηνωμένο Βασίλειο	3.5	3.9	2.5	2.1	2.8	2.8	2.1	2.8	3.0	0.7
Ισλανδία	4.1	4.3	3.9	0.1	2.4	7.7	7.5	4.4	3.8	0.3
Νορβηγία	2.0	3.3	2.0	1.5	1.0	3.9	2.7	2.3	3.1	2.0

Για την εκτίμηση της μέσης ετήσιας μεταβολής του ΑΕΠ για κάθε χώρα του παραπάνω πίνακα χρησιμοποιήσαμε το ακόλουθο υπόδειγμα (υπ. 2):

$$gdp_{it} = a_i + b_i \cdot year + u_{it} \quad (2)$$

Όπου

i και t οι συντελεστές που αντιπροσωπεύουν την κάθε χώρα και τα έτη για την περίοδο 1999-2008

gdp : το μέσο ετήσιο ΑΕΠ

$year$: η μεταβλητή που αντιπροσωπεύει τη χρονική επίδραση και παίρνει τιμές από 0 έως 9 για τα έτη 1999 έως και 2008.

u_{it} : τα κατάλοιπα του υποδείγματος

a_i και b_i οι προς εκτίμηση συντελεστές που προσδιορίζονται όπως προηγούμενα στο υπόδειγμα 1.

Τα αποτελέσματα της εκτίμησης του υποδείγματος 2 παρουσιάζονται στον πίνακα 6.

Πίνακας 6 Αποτελέσματα της εκτίμησης του υποδείγματος 2

gdp	Coef.	Std. Err.	z	P>z
year	-0.018	0.062	-0.280	0.778
_cons	3.723	0.339	10.990	0.000
Random-effects Parameters		Estimate	Std. Err.	
var(year)		0.055	0.025	
var(_cons)		1.684	0.738	
var(Residual)		4.100	0.399	

Συμπεραίνουμε ότι για την υπό εξέταση περίοδο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για το σύνολο των χωρών δεν παρουσίασε σαφή τάση. Ο συντελεστής της μεταβλητής του χρόνου δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντικός (p -value=0.778). Ενδιαφέρον όμως παρουσιάζει η μελέτη της μέσης μεταβολής του ΑΕΠ για το χρονικό διάστημα 1999-2008 για κάθε χώρα. Η εκτίμηση των συντελεστών b_i μας δείχνουν την τάση για το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ για κάθε χώρα ξεχωριστά. Τα αποτελέσματα της εκτίμησης παρουσιάζουμε στον παρακάτω πίνακα (πίνακας 7).

Πίνακας 7 Εκτίμηση συντελεστών υποδείγματος 1 για κάθε χώρα που συμπεριλαμβάνεται στο δείγμα.

ΧΩΡΕΣ	α_i	b_i
Βέλγιο	2.895	-0.107
Βουλγαρία	4.216	0.205
Τσεχία	3.268	0.181
Δανία	2.635	-0.167
Γερμανία	2.304	-0.102
Εσθονία	5.667	0.011
Ιρλανδία	6.306	-0.272
Ελλάδα	4.024	-0.015
Ισπανία	3.923	-0.109
Γαλλία	2.963	-0.162
Ιταλία	2.458	-0.205
Κύπρος	3.857	-0.018
Λετονία	5.910	0.097
Λιθουανία	4.577	0.301
Λουξεμβούργο	5.003	-0.174
Ουγγαρία	4.277	-0.169
Ολλανδία	3.005	-0.093
Αυστρία	2.850	-0.062
Πολωνία	3.562	0.150
Πορτογαλία	2.791	-0.227
Ρουμανία	3.564	0.345
Σλοβενία	4.034	0.069
Σλοβακία	3.260	0.441
Φινλανδία	3.540	-0.074
Σουηδία	3.505	-0.136
Ηνωμ. Βασίλειο	3.314	-0.132
Νορβηγία	2.824	-0.050

Από τις 17 χώρες της ζώνης του ευρώ, η συντριπτική τους πλειοψηφία παρουσίασε μειούμενους ρυθμούς μεταβολής στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Η κατά μέσο όρο μείωση για την Ελλάδα ήταν σαφώς μικρότερη σε σχέση με άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ (πχ. Ιρλανδία, Ιταλία, Πορτογαλία). Αυτή η διαφορά στη μείωση του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ ενδεχομένως να έχει συμβάλει στη μείωση της διαφοράς του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ μεταξύ της Ελλάδας και της Ε.Ε.

Η παρατήρηση αυτή σημαίνει ότι η πραγματική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας προς τον μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, κινείται προς κατεύθυνση επιβράδυνσης.

Έχει μάλιστα καθοριστική σημασία το γεγονός ότι η επιβράδυνση της μεγέθυνσης του ΑΕΠ και η συντελούμενη στασιμότητα των επενδύσεων σε μηχανικό εξοπλισμό, επέφεραν σημαντική επιβράδυνση και στην παραγωγικότητα της εργασίας

Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στην Ελλάδα επιβραδύνεται και παρά το γεγονός ότι σε διεθνή σύγκριση το επίπεδό του παραμένει θετικό, εντούτοις οι προσδοκίες των επιχειρήσεων και των καταναλωτών είναι πιο απαισιόδοξες, εξαιτίας του περιορισμού της εσωτερικής ζήτησης που υπήρξε η κινητήρια δύναμη της μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας κατά την τελευταία δεκαετία.

Τον σημαντικό ρόλο στην αύξηση του ΑΕΠ παίζει η ιδιωτική κατανάλωση η οποία σε μεγάλο βαθμό στηρίζεται στον τραπεζικό δανεισμό, στην μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης των νοικοκυριών και στην αύξηση των πραγματικών μισθών. Έτσι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στην Ελλάδα τροφοδοτούμενος, κατά κύριο λόγο, από εξωεπενδυτικούς παράγοντες, σηματοδοτεί την προοπτική της επιβράδυνσης του, εκτός και εάν στο άμεσο μέλλον ανακάμψει ο ρυθμός αύξησης των δημοσίων και ιδιωτικών επενδύσεων, αφού εμπεριέχει τον κίνδυνο μείωσης της ιδιωτικής κατανάλωσης όταν η εξυπηρέτηση των τραπεζικών δανείων εξελιχθεί σε δύσκολη παράμετρο των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στην χώρα μας.

5.Συμπεράσματα

Η νομισματική πολιτική είναι η διαδικασία από την οποία η κυβέρνηση, η κεντρική τράπεζα, ή η νομισματική αρχή μιας χώρας ελέγχουν τον ανεφοδιασμό των χρημάτων, διαθεσιμότητα των χρημάτων, και το κόστος των χρημάτων ή το ποσοστό ενδιαφέροντος, προκειμένου να επιτευχθεί ένα σύνολο στόχων που προσανατολίζονται προς την ανάπτυξη και τη σταθερότητα της οικονομίας νομισματική θεωρία παρέχει τη διορατικότητα στο πώς να επεξεργαστεί τη βέλτιστη νομισματική πολιτική.

Η νομισματική πολιτική αναφέρεται είτε ως μια επεκτατική πολιτική, είτε ως μια περιοριστική πολιτική, όπου μια επεκτατική πολιτική αυξάνει το συνολικό ανεφοδιασμό των χρημάτων στην οικονομία, και μια περιοριστική πολιτική μειώνει τη συνολική προσφορά χρήματος. Η επεκτατική πολιτική χρησιμοποιείται παραδοσιακά για να καταπολεμήσει την ανεργία σε μια υποχώρηση με το χαμήλωμα των επιτοκίων, ενώ η περιοριστική πολιτική περιλαμβάνει την αύξηση των επιτοκίων προκειμένου να καταπολεμηθεί ο πληθωρισμός. Η νομισματική πολιτική αντιπαραβάλλεται με τη οικονομική πολιτική, η οποία αναφέρεται στον κυβερνητικό δανεισμό, τα έξοδα και τη φορολογία.

Η νομισματική πολιτική στηρίζεται στη σχέση μεταξύ των ποσοστών ενδιαφέροντος για μια οικονομία, η οποία είναι η τιμή στην οποία τα χρήματα μπορούν να δανειστούν, και ο συνολικός ανεφοδιασμός των χρημάτων. Η νομισματική πολιτική

χρησιμοποιεί ποικίλα εργαλεία για να ελέγξει το ένα ή και των δύο, για να επηρεάσει τις εκβάσεις όπως την οικονομική ανάπτυξη, τον πληθωρισμό, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες με άλλα νομίσματα και την ανεργία. Όπου το νόμισμα είναι κάτω από ένα μονοπώλιο της έκδοσης, ή όπου υπάρχει ένα ρυθμισμένο σύστημα, η νομισματική αρχή έχει τη δυνατότητα να αλλάξει τη προσφορά χρήματος και να επηρεάσει έτσι το επιτόκιο (προκειμένου να επιτευχθούν οι πολιτικοί στόχοι).

Αυτή η μελέτη επιχειρεί τη θεωρητική και εμπειρική αποτίμηση της ελληνικής νομισματικής πολιτικής, από την έξοδο της χώρας από τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο έως την είσοδό της στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ONE) την 1-1-2001. Η υιοθέτηση του Ευρώ και η θέση του σε κυκλοφορία την 1-1-2002 ήταν ένα ιστορικό ορόσημο, καθόσον τερμάτισε μία μακραίωνη χρήση της δραχμής ως εθνικού νομίσματος. Ταυτόχρονα, η άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής μεταφέρθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) στο Ευρωσύστημα. Η συμμετοχή στη νομισματική ένωση δυνητικώς συνεπάγεται οφέλη και κόστη, τόσο βραχυχρόνια, όσο και μακροχρόνια. Σημαντικά οφέλη είναι η σταθεροποίηση του πληθωρισμού, η μείωση των επιτοκίων, η διευκόλυνση της χρηματοδότησης του δημόσιου και του εξωτερικού χρέους της χώρας, η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου στις συναλλαγές με τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης -και συνεπακόλουθα η τόνωση του ενδοευρωπαϊκού εμπορίου- και η σταθεροποίηση των προσδοκιών για την πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι των υπόλοιπων νομισμάτων. Καταλύτης αυτών των οφελών είναι η αξιοπιστία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στη διατήρηση σταθερότητας τιμών στην Ευρωζώνη.

Η παρούσα κρίση όμως φέρνει στην επιφάνεια με δραματικό τρόπο και το αντίτιμο αυτής της σταθερότητας: την αποστέρηση των εργαλείων πολιτικής που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση των μακροοικονομικών διαταραχών. Η νομισματική και η συναλλαγματική πολιτική δεν σχεδιάζονται πλέον με βάση τις εθνικές ιδιαιτερότητες αλλά τις πανευρωπαϊκές ανάγκες. Η αδυναμία αναπροσαρμογών της ισοτιμίας του νομίσματος και η διευκόλυνση χρηματοδότησης του εξωτερικού χρέους, έχουν ήδη επιτρέψει οι χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας να μεταφραστούν σε ένα τεράστιο έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και εξωτερικό χρέος. Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης έχει όμως επίσης περιορίσει σημαντικά την αυτονομία στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής. Στην παρούσα συγκυρία, αυτή η απώλεια αποδεικνύεται πολύ επώδυνη εφόσον η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική είναι πρακτικά το μόνο διαθέσιμο όπλο για την αναχαίτιση των υφεσιακών πιέσεων. Πρέπει να σημειωθεί βεβαίως πως το μέγεθος του δημόσιου χρέους καθιστά αυτή την επιλογή επισφαλής ούτως ή άλλως, ακόμα και αν το επέτρεπε η Συνθήκη. Τέλος, η αύξηση του επιτοκιακού περιθωρίου δανεισμού του ελληνικού δημοσίου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού, ως συνέπεια της αναταραχής στη διεθνή χρηματοπιστωτική αγορά, δίνει, εκ του αντιστρόφου, ένα μέτρο των οφελών τα οποία απολάμβανε έως πρότινος η χώρα λόγω της συμμετοχής της στο κοινό νόμισμα. Αποδεικνύει όμως και ότι αυτή η συμμετοχή δεν είναι ικανή να προφυλάξει πλήρως από τις συνέπειες των

μακροοικονομικών διαταραχών όταν οι πολιτικές παρουσιάζουν σοβαρές και διαχρονικές ασυνέπειες.

Η διάδραση μεταξύ της νομισματικής πολιτικής και του εγχώριου μακροοικονομικού και χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος έθεσε τους όρους για την ολοκλήρωση της Ελληνικής οικονομίας με τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Η ιστορική επισκόπηση και τα μαθήματα που απορρέουν από αυτήν όμως είναι πολύ χρήσιμα για τις χώρες της Νέας Ευρώπης (NE) οι οποίες επιδιώκουν την είσοδό τους στο ευρώ. Οι χώρες αυτές βιώνουν τώρα καταστάσεις και διλήμματα πολιτικής ανάλογα με αυτά που αντιμετώπισε η Ελλάδα τη δεκαετία του 1990. Για την πληρέστερη κατανόηση των προβλημάτων και των προτάσεων, η ανάλυση συνοδεύεται από μία περιγραφή των στόχων, εργαλείων και στρατηγικών της νομισματικής πολιτικής. Ειδική αναφορά γίνεται σε δύο αλληλεξαρτώμενα ζητήματα. *Πρώτον*, τις κερδοσκοπικές επιθέσεις τις οποίες υπέστη η δραχμή ως αποτέλεσμα των εγχώριων μακροοικονομικών ανισορροπιών και της αυξανόμενης αλληλεξάρτησης της Ελληνικής οικονομίας με το διεθνές χρηματοπιστωτικό και οικονομικό περιβάλλον. Η αύξηση του μεγέθους των -επενδυτικών και κερδοσκοπικών- χρηματοοικονομικών κεφαλαίων, του ρόλου των προσδοκιών και της διεθνούς μετάδοσης (contagion) σημαίνουν ότι, πλέον, κρίσεις μπορεί να προκύψουν ακόμα και όταν το επίπεδο των θεμελιωδών μεγεθών δεν τις δικαιολογεί. Παρεπόμενα, αποτιμάται ο ρόλος της ΤτΕ στην άμυνα του νομίσματος έναντι των επιθέσεων. Η αξιολόγηση αυτών των παραμέτρων αφορά ιδιαίτερα τις χώρες της Νέας Ευρώπης. *Δεύτερον*, εξερευνάται η επίδραση της μετάβασης προς το ευρώ στην φύση, τους στόχους και την αποτελεσματικότητα του μίγματος πολιτικής. Αναλύεται πώς οι πολιτικές επίτευξης των κριτηρίων του Maastricht επέφεραν μία δομική αλλαγή στη νομισματική πολιτική με αποτέλεσμα ένα μακροχρονίως χαμηλότερο επίπεδο πληθωρισμού και τη μείωση των διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Το κεντρικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι η νομισματική σταθερότητα την οποίαν υπόσχεται η συμμετοχή στην Ευρωζώνη είναι αναγκαία προϋπόθεση για την επίτευξη διατηρήσιμης ανάπτυξης. Το όφελος αυτό όμως έρχεται με το κόστος της απώλειας της ευελιξίας των πολιτικών η οποία μπορεί να είναι χρήσιμη σε περιόδους ακραίων διαταραχών όπως η τρέχουσα. Οι υπό ένταξη χώρες πρέπει να θυμούνται ότι η επίτευξη του στόχου της εισόδου στο ευρώ εξαρτάται κρίσιμα από την συνέπεια και αλληλοσυμπληρωματικότητα των διαφόρων πολιτικών και των συναρτούμενων διαρθρωτικών αλλαγών, καθώς και την αποφυγή σειράς λαθών πολιτικής.

Βιβλιογραφία

Agenor, P.R., J.S. Bhandari and R.P. Flood (1992), "Speculative Attacks and Models of Balance-of Payments Crises". NBER Working Paper, No 3919, November.

Alogoskoufis, G. And S. Lazaretou (1997), *Drachmi*, Athens Economics, Athens.

Anastasatos, T.G. and K. Manou (2007), *Speculative Attacks on the Drachma and the Transition to the Euro*, mimeo, Bank of Greece.

Apergis, N. and S. Eleftheriou (2002), "Measuring Exchange Market Pressure and the Degree of Exchange Market Intervention for the Greek Drachma", *International Economic Journal*, 16 (3), 135-145.

Artis, M.J. (2001), "Comment on N.C. Garganas and G.S. Tavlas, Monetary Regimes and Inflation Performance: The Case of Greece", in R.C. Bryant, N.C. Garganas and G.S. Tavlas (Eds), *Greece's Economic Performance and Prospects*, Athens, Bank of Greece & The Brookings Institution, 43-102.

Bank of Greece, *Governor's Report*, years 1950-2000.

Bank of Greece, *Monetary Policy Reports*, years 1950-2000.

Binseil, U. (2004), *Monetary Policy Implementation, Theory, Past and Present*, Oxford, OUP.

Brissimis, S.N. and H.D. Gibson (1997), "Monetary Policy, Capital Inflows and Greek Disinflation", *Bank of Greece, Economic Bulletin* 9: 21-37.

Brissimis, S.N., N.S. Magginas, G.T. Simigiannis, and G.S. Tavlas (2001), "Issues in the Transmission of Monetary Policy", in R.C. Bryant, N.C. Garganas, and G.S. Tavlas (eds) *Greece's Economic Performance and Prospects*, 237-279, Bank of Greece & The Brookings Institution, Athens.

Cukierman, A., Webb, S., and Neyapti, B. (1992), "Measuring the independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review* 6 (3), 353-398.

DeGrauwe, P. (2000), *The Economics of Monetary Union*, Oxford, OUP.

Dornbusch, R. (1988), "The European Monetary System, the Dollar and the Yen", in Giavazzi, F., Micossi, S., and M. Miller, *The European Monetary System*, Cambridge, CUP.

- Dornbusch R. and S. Fischer (1993), Moderate Inflation, *World Bank Economic Review* 7, 1-44.
- Flood, R.P., and C. Kramer (1996), Economic Models of Speculative Attacks and the Drachma Crisis of May 1994, in G.S. Tavlas (editor), *The Collapse of Exchange Rate Regimes: Causes, Consequences and Policy Responses*, Kluwer Academic Publishers.
- Garganas, N.C. and G.S. Tavlas (2001), "Monetary Regimes and Inflation Performance: The Case of Greece", in R.C. Bryant, N.C. Garganas and G.S. Tavlas (Eds), *Greece's Economic Performance and Prospects*, 43-96. Athens, Bank of Greece & The Brookings Institution.
- Garganas, N.C. (2003), "Exchange-Rate Regimes on the Road to EMU: Lessons from Greece's Experience", Luncheon Address, Seminar on Monetary Strategies for Accession Countries, Hungarian Academy of Sciences, Budapest, February 28.
- International Monetary Fund (1997), *World Economic Outlook*, October, Chapter VI, The Rise and Fall of Inflation – Lessons from the Postwar Experience.
- Karfakis, C. (2002), Predicting the Crisis of the Greek Drachma, *Review of Development Economics*, 6(3), 329-336.
- Karfakis C. and D. Moschos (1999), "Searching for indicators of foreign exchange market pressure: evidence from Greece", *International Journal of Finance and Economics*, 4: 63-73.
- Krugman, P. (1979), A model of Balance of Payments Crises, *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 311-325.
- Kydland, F. and E. Prescott (1977), Rules rather than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans, *Journal of Political Economy* 85, 473-491.
- Lazaretou, S. (2005), Strategies and Tools of Monetary Policy in Greece: 1950-2000, in *Greek Economic History: 19th-20th century*, Volume B, University of Piraeus, Ionion University a& Bank of Piraeus.
- Lazaretou, S. (2003), Greek Monetary Economics in Retrospect: The Adventures of the Drachma, Bank of Greece Working Paper 2, April.
- Mourmouras, I.A., and M.G. Arghyrou (1999), *Monetary Policy at the European Periphery: Greek Experience and Lessons for EU Candidates*, European and Transatlantic Studies, Springer, London.
- Panagiotidis, T. and A. Triambela (2006), Central Bank Independence and Inflation: The Case of Greece, *Revista de Economia del Rosario* 9 (1), 95-109.

Papademos, L. D. (1992), Greece: Monetary and Financial System, in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell (eds.) *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance 2*, London, UK, McMillan.

Salant, S. and D. Henderson (1978), Market anticipation of government policy and the price of gold, *Journal of Political Economy*, 86, 627-48.

Stiglitz, J. (2003), *Industrial and Corporate Change* 12 (1), 3-26.

Thomopoulos, P. (2004), Anti-inflationary exchange rate policy in Greece in the 1990s, *Discussant Paper, Euro Mediterranean Seminar, Naples 14-15/1/2004*.

Voridis, H., E. Aggelopoulou, and I. Skotida (2003), Monetary Policy in Greece 1990-2000 Through the Publications of the Bank of Greece, *Economic Bulletin of the Bank of Greece*, 20, 7-86.

Weymark, D. N. (1995), Estimating Exchange Market Pressure and the Degree of Exchange Market Intervention for Canada”, *Journal of International Economics* 39 (3-4), 273-295.

Zonzilos N. (2000), Testing for Unit-Roots and Structural Breaks in the Greek Inflation Process, *Mimeo, Bank of Greece*.

Zivot, E. and D. W. K. Andrews (1992), Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit Root Hypothesis, *J. of Business and Economic Statistics* 10, 251-70.