

Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ
ΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**



ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : Α. ΔΑΝΕΛΙΑΝ

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΕΣ: ΜΑΣΤΡΟΚΩΣΤΑ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΜΠΟΒΟΛΟΥ ΜΑΡΙΑ**

ΠΑΤΡΑ ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 1996

ΑΡΙΘΜΟΣ
ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

2145

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
-----------------------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄

1. Νομισματική πολιτική.....	5
2. Το επιτόκιο και η ζήτηση χρήματος.....	7
3. Η συγκυρία και η ζήτηση χρήματος.....	9
4. Η θεωρία της προσφοράς χρήματος.....	13
5. Η διεθνής νομισματική ρευστότητα.....	16
6. Διεθνή νομισματικά συστήματα.....	18
7. Προσφορά και ζήτηση ομολόγων.....	19

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β΄

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

1. Ομόλογα σε δραχμές - Επιτόκια δραχμικών ομολόγων.....	20
2. Ομόλογα με ρήτρα ξένου νομίσματος (ECU, USD, DEM, GBP) - Επιτόκια.....	22
3. Πλεονεκτήματα των ομολόγων.....	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ΄

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΕΞΑΕΤΙΑ

1. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1990.....	24
2. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1991.....	27
3. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1992.....	29
3.1 Ρευστότητα της οικονομίας.....	29
3.2 Επιτόκια.....	30
4. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1993.....	33
4.1 Ρευστότητα της οικονομίας.....	33
4.2 Επιτόκια.....	35

5.Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1994.....	41
5.1 Ρευστότητα της οικονομίας.....	41
5.2Επιτόκια.....	43
6.Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1995.....	53
6.1Ρευστότητα της οικονομίας.....	53
6.2Επιτόκια.....	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ'

Αναμένοντας τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου.....	57
ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	59

ΛΕΞΙΛΟΓΙΟ.....	63
-----------------------	-----------

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΠΙΝΑΚΕΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.....	65
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.....	67
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.....	67
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.....	68

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	69
--------------------------	-----------

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στα πλαίσια των μέτρων για την ανάπτυξη της χρηματαγοράς και της κεφαλαιαγοράς, τη δημιουργία ευνοϊκότερων συνθηκών επένδυσης κεφαλαίων και την κάλυψη του δημοσίου χρέους, αποφασίστηκε η έκδοση από την Πολιτεία τίτλων στον κομιστή προκειμένου να διατεθούν σε κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου που ενδιαφέρεται για επένδυση.

Τον Ιούλιο του 1985 τέθηκε σε κυκλοφορία η πρώτη σειρά των Έντοκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου και από τότε εκδίδονται συνέχεια στο τέλος κάθε μήνα και από το τέλος του 1992, κάθε δεκαπενθήμερο.

Τον Νοέμβριο του 1986 η Πολιτεία έθεσε σε κυκλοφορία τα Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου με ρήτρα ECU, ενώ τον Οκτώβριο του 1987 τέθηκαν σε κυκλοφορία τα Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου σε Δραχμές.

Επίσης, τον Ιούνιο του 1990, τον Οκτώβριο του 1992 και τον Ιανουάριο του 1993, εκδόθηκαν οι πρώτες σειρές των Ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με ρήτρα Αμερικάνικου Δολαρίου (USD), Γερμανικού Μάρκου (DEM) και Αγγλικής Λίρας (GBP) αντίστοιχα.

Η Τράπεζα Ελλάδος, στην οποία ανατέθηκε από την Πολιτεία η ευθύνη για τη διαχείριση και την εξυπηρέτηση των τίτλων που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο, εξουσιοδότησε στη συνέχεια άλλες Τράπεζες και Πιστωτικά Ιδρύματα να διενεργούν όλες τις εργασίες επί των τίτλων του Δημοσίου (διάθεση, εξόφληση κ.λ.π.).

Τα Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου θεωρούνται χρεόγραφα μηδενικού ρίσκου (όπως και τα Έντοκα Γραμμάτια), και αποτελούν το κυριότερο εργαλείο της κεφαλαιαγοράς.

Προτιμούνται από τους θεσμικούς επενδυτές, καθώς επίσης και από τις εταιρίες που επιδιώκουν τοποθετήσεις κεφαλαίων μεσομακροπρόθεσμης διάρκειας (Ασφαλιστικά Ταμεία, Ασφαλιστικές Εταιρίες, Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Α.Ε. Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων κ.λ.π.).

Με την εργασία μας αυτή θα προσπαθήσουμε να δώσουμε πιο συγκεκριμένα τις έννοιες των μεγεθών που θα χρησιμοποιήσουμε (ομόλογα , έντοκα κ.λ.π.) και στη συνέχεια θα παραθέσουμε μία πιο αναλυτική θεώρηση παρουσιάζοντας την κατάσταση - όσον αφορά τα ανωτέρω μεγέθη - στη χώρα μας την τελευταία εξαετία (1990-1995). Κρίναμε ακόμη αναγκαίο να αναφέρουμε μερικά γενικά στοιχεία περί της νομισματικής πολιτικής και τον ρόλο του επιτοκίου σε σχέση με την προσφορά και την ζήτηση ομολόγων ειδικότερα, και την ζήτηση και προσφορά χρήματος γενικότερα όπως διαμορφώνεται στη χώρα μας. Τέλος θα προσπαθήσουμε να παρα-

θέσουμε κάποια συμπεράσματα για τον ρόλο των ομολόγων στην οικονομία μας.

Θα θέλαμε να σημειώσουμε ότι στην πορεία της εργασίας μας αυτής συναντήσαμε μεγάλες δυσκολίες στην εξεύρεση στοιχείων λόγω της φύσης του θέματος, διότι δεν υπήρξε βιβλιογραφία τέτοια, ώστε να μπορέσουμε να αναπτύξουμε πλήρως το θέμα και αρκετά στοιχεία δεν ήταν διαθέσιμα στο κοινό. Επίσης θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε όλους όσους μας βοήθησαν στην διεκπεραίωση της εργασίας μας , και τον καθηγητή μας κύριο Α. Δανελιάν .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄

1. Νομισματική πολιτική

Αντικείμενο της νομισματικής θεωρίας είναι η ανάλυση των λειτουργιών του χρήματος στην οικονομία και η μελέτη των επιδράσεων του στη διαμόρφωση των διαφόρων (νομισματικών ή μη) οικονομικών μεγεθών.

Η νομισματική πολιτική που ασκείται από την Κυβέρνηση και την Κεντρική Τράπεζα περιλαμβάνει τις μεθόδους και τα μέτρα εκείνα που έχουν σαν στόχο τον επηρεασμό των νομισματικών μεταβλητών (οι σημαντικότερες νομισματικές μεταβλητές είναι η προσφορά χρήματος και τα επιτόκια). Ο επηρεασμός όμως των νομισματικών μεταβλητών δεν είναι αυτοσκοπός. Με τον επηρεασμό των νομισματικών μεταβλητών επιχειρείται η διαμόρφωση σε κάποιο επιθυμητό επίπεδο βασικών οικονομικών μεγεθών , όπως η απασχόληση, η σταθερότητα των τιμών, η ισορροπία του ισοζυγίου πληρωμών, το ύψος του εθνικού εισοδήματος των επενδύσεων και της κατανάλωσης.

Επομένως μπορούμε να πούμε ότι :

Νομισματική πολιτική είναι ο τομέας της οικονομικής πολιτικής που σκοπεύει στον επηρεασμό της ποσότητας του χρήματος και γενικότερα της ρευστότητας της οικονομίας με απώτερο σκοπό την υλοποίηση συγκεκριμένων στόχων.

Στο θεωρητικό τομέα, μεταξύ των οικονομολόγων υπάρχουν διαφωνίες σχετικά με την νομισματική πολιτική σε δύο θέματα. Υπάρχουν διαφωνίες σχετικά με τη δυνατότητα επηρεασμού του μεγέθους της προσφοράς χρήματος από τις νομισματικές αρχές. Άλλοι πιστεύουν ότι οι νομισματικές αρχές έχουν απόλυτο ή ιδιαίτερα σημαντικό έλεγχο της προσφοράς χρήματος (αυτό σημαίνει ότι η προσφορά χρήματος είναι μία μάλλον εξωγενής μεταβλητή που το μέγεθός της αποφασίζεται από τις νομισματικές αρχές), άλλοι ότι δεν έχουν (αυτό σημαίνει ότι η προσφορά χρήματος είναι μία μάλλον ενδογενής μεταβλητή που το μέγεθός της διαμορφώνεται από τη συμπεριφορά όλων των οικονομικών μονάδων) και τελευταία προβάλλεται η άποψη ότι ο βαθμός ελέγχου προσφοράς χρήματος, δεν ενδιαφέρει αλλά αυτό που ενδιαφέρει είναι ο βαθμός ελέγχου στην ρευστότητα της οικονομίας.

Υπάρχουν αρκετές αποκλίσεις από τις θεωρητικές απόψεις που έχουμε μέχρι τώρα επιγραμματικά αναφέρει και σίγουρα οι αλληλοεπιδράσεις των οικονομικών μεγεθών δεν είναι εύκολο να

περιγραφούν με ακρίβεια. Αυτό που έχει κυριαρχική σημασία είναι ότι η δυνατότητα των μέσων άσκησης της νομισματικής πολιτικής να επηρεάσουν τα διάφορα οικονομικά μεγέθη δεν μπορεί να περιγραφούν γενικά και αφηρημένα γιατί η αποτελεσματικότητά τους εξαρτάται από πολλούς παράγοντες που έχουν σχέση με τις συγκεκριμένες δομές της οικονομικής οργάνωσης κάθε χώρας. Τέτοιοι παράγοντες είναι :

- η διάρθρωση της αγοράς χρήματος και κεφαλαίων
- ο ρόλος και οι αντιδράσεις που δημιουργούν οι μεταβολές των επιτοκίων στην οικονομία της συγκεκριμένης χώρας
- η ύπαρξη ή μη πολλών και στενών υποκαταστάτων του χρήματος
- η δυνατότητα ελέγχου της πιστωτικής επέκτασης των Τραπεζών
- τα προβλήματα του ισοζυγίου πληρωμών και οι τιμές των εισαγόμενων προϊόντων
- οι συνήθειες των οικονομικών μονάδων (προτιμήσεις, έθιμα, κ.λ.π.)
- οι προβλέψεις των οικονομούντων μονάδων για την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών και της οικονομικής κατάστασης.

2. Το επιτόκιο και η ζήτηση χρήματος

Από την εποχή ακόμα των κλασικών, η οικονομική σκέψη είχε αποσχοληθεί με τις επιδράσεις που ασκούν οι διακυμάνσεις του επιτοκίου στη ζήτηση χρήματος. Για τους κλασικούς, η αύξηση του επιτοκίου είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση, από πλευράς τραπεζικού συστήματος, της ζήτησης και προσφοράς χρήματος.

Στον αιώνα μας, η θεωρία του τόκου γνώρισε σοβαρές εξελίξεις και συνδέθηκε με τη θεωρία της ζήτησης χρήματος. Σοβαροί προβληματισμοί, ερωτηματικά και αντιπαραθέσεις δημιουργήθηκαν με τη θεωρία του Keynes κυρίως, στην επίδραση που μπορεί να έχει το επιτόκιο πάνω στη ζήτηση χρήματος. Η θεωρία αυτή δεν έδωσε αρκετή σημασία στις επιδράσεις που μπορεί να έχουν τα επιτόκια πάνω στη ζήτηση χρήματος.

Μια αύξηση του επιτοκίου στα ομόλογα Δημοσίου και έντοκα γραμμάτια Δημοσίου επιδρά θετικά πάνω στη ζήτηση χρήματος από τις τράπεζες και αρνητικά πάνω στις καταθέσεις ταμειυτηρίου. Αυτό σημαίνει ότι, όταν οι τράπεζες θέλουν να αυξήσουν τη ρευστότητά τους αυξάνουν τα επιτόκια των ομολόγων του Δημοσίου και των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου με αποτέλεσμα οι καταθέτες να επενδύουν σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια Δημοσίου παίρνοντας τα χρήματά τους από τις καταθέσεις ταμειυτηρίου. Η αύξηση του επιτοκίου στα ομόλογα και έντοκα γραμμάτια Δημοσίου τείνει στη μείωση της άμεσης χρησιμοποίησης ρευστών σε βάρος της κατανάλωσης και των επενδύσεων. Σε περιόδους αύξησης του επιτοκίου, αν η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε λιμνάζουσα κατάσταση, αυτό δεν σημαίνει ότι μόνο το τραπεζικό σύστημα είναι εκείνο που μειώνει την προσφορά χρήματος, το ίδιο συμβαίνει και με τις άλλες οικονομικές μονάδες που στις συνθήκες αυτές διακρατούν με περισσότερο ενδιαφέρον τα χρηματικά τους αποθέματα.

Τα αντίθετα αποτελέσματα επιφέρει η πτώση του επιτοκίου. Οι τράπεζες είναι λιγότερο επιφυλακτικές και η ζήτηση χρήματος από αυτές αυξάνει. Η ζήτηση καταναλωτικών και κεφαλαιουχικών αγαθών (ενεργός ζήτηση στη θεωρία του Keynes) αυξάνει, με αντίστοιχη μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης.

Φυσικά, όλα αυτά που αναφέρθηκαν για τις επιδράσεις που ασκεί το επιτόκιο στη ζήτηση χρήματος έχουν γενικό χαρακτήρα. Υπάρχουν και ειδικές περιπτώσεις, όπου αυτές άμεσα δεν γίνονται αισθητές. Στην εποχή μας, οι διακυμάνσεις του επιτοκίου δεν έχουν πλέον την επίδραση που είχαν στο παρελθόν. Για παράδειγμα, οι επιδράσεις των διακυμάνσεων του γίνονται συνήθως αισθητές μετά από ένα χρονικό διάστημα. Μια αύξηση του επιτοκίου δεν μπορεί εύκολα να ανακόψει την πραγματοποίηση ενός επενδυτικού προγράμματος που βρίσκεται στην εξέλιξή του. Σχετικά με τις επεν-

δύσεις θα μπορούσε να αναφερθεί και το εξής φαινόμενο : με μια πρώτη άνοδο του επιτοκίου, αντί να διακοπούν τα επενδυτικά προγράμματα, με την προοπτική της παραπέρα αύξησης του επιτοκίου, επιταχύνεται ο ρυθμός πραγματοποίησής τους πράγμα που εκφράζεται με την αύξηση της ζήτησης χρήματος. Το φαινόμενο αυτό είναι κάτι ανάλογο με εκείνο που παρατηρείται με την αύξηση του επιπέδου των τιμών.

Όπως στην άνοδο των τιμών έτσι και στην αύξηση του επιτοκίου, οι αντιδράσεις που προκαλούνται στις επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά δεν είναι οι ίδιες. Οι επιχειρήσεις από την ίδια τους τη φύση και τη λειτουργία τους - διαχειρίζονται μεγάλες ποσότητες χρήματος και λειτουργούν κατά τρόπο ορθολογικότερο απ' ό,τι τα νοικοκυριά - είναι φυσικό να είναι πιο ευαίσθητες στις διακυμάνσεις του επιτοκίου. Μια μικρή αύξησή του είναι υπολογίσιμη γι' αυτές και επιδρά πάνω στη ζήτηση χρήματος ενώ για τα νοικοκυριά υπάρχει ένα εύρος διακυμάνσεων του επιτοκίου που είναι ανεκτό από αυτά. Οι αντιδράσεις τους αρχίζουν να φαίνονται όταν οι διακυμάνσεις του επιτοκίου υπερβαίνουν ορισμένα όρια, είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω. Τότε φυσικά αυτές γίνονται αισθητές και στη ζήτηση χρήματος.

Υπάρχει η αντίληψη ότι οι επιδράσεις του επιτοκίου στη ζήτηση χρήματος έρχονται σε αντίθεση με εκείνες που ασκούν τα περιουσιακά στοιχεία (ο πλούτος) και οι διαρθρωτικοί παράγοντες . Ουσιαστικά δεν υπάρχει αντίθεση μεταξύ τους. Το επιτόκιο επιδρά βραχυχρόνια, επάνω στα περιουσιακά στοιχεία και οι διαρθρωτικοί παράγοντες επιδρούν στη ζήτηση χρήματος μακροχρόνια και αλληλοσυμπληρώνονται μεταξύ τους.

Με την ανάπτυξη του καπιταλιστικού τρόπου παραγωγής η συγκέντρωση και συγκεντροποίηση του κεφαλαίου πήραν μεγάλες διαστάσεις. Οι εξελίξεις αυτές εκφράζονται με τη συσσώρευση κεφαλαίων που ασκεί επίδραση πάνω στην κεφαλαιαγορά, την αγορά αγαθών και εργασίας.

3. Η συγκυρία και η ζήτηση χρήματος

Μεταξύ των παραγόντων που επιδρούν πάνω στη ζήτηση χρήματος είναι και η συγκυρία ορισμένων οικονομικών φαινομένων, που άμεσα ή έμμεσα συντελούν στην αύξηση ή μείωσή της. Το πέρασμα από τη μία φάση του κύκλου στην άλλη και η απειλή του πληθωρισμού ή το ενδεχόμενο επιτάχυνσής του, είναι από τους παράγοντες εκείνους που επηρεάζουν τη ζήτηση χρήματος. Ας δούμε όμως από κοντά πως εξελίσσονται οι διαδικασίες αυτές.

Στην εποχή μας οι κύκλοι και οι φάσεις που αυτοί διέρχονται, δεν είναι εκείνες που γνώρισαν οι προηγμένες βιομηχανικά χώρες πριν το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Η εμφάνισή τους, όπως και η διαδοχή των φάσεών τους είναι άλλοτε πιο ήπια και άλλοτε εμφανίζονται αυτές σε αλληπάλλληλα κύματα και με μεγαλύτερη ένταση. Άλλο χαρακτηριστικό τους είναι ότι, η φάση της ύφεσης στη διάρκεια του κύκλου καλύπτει μεγαλύτερο χρονικό διάστημα απ' ότι στο παρελθόν. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η αποκαλούμενη περίοδο ευημερίας στις δεκαετίες του '50 και '60, όπως και οι αλληπάλλληλοι κύκλοι της δεκαετίας του '70 και σε συνέχεια εκείνης του '80, με παρατεταμένη τη φάση της ύφεσης.

Στη διάρκεια του κύκλου, η ζήτηση χρήματος γνωρίζει ορισμένες διακυμάνσεις που είναι συνάρτηση των φάσεων που διέρχεται αυτός. Με τα πρώτα σκιρτήματα της φάσης που χαρακτηρίζεται από οικονομική ανάπτυξη, οι επιχειρήσεις, ενθαρρυνόμενες από την όλη οικονομική ευεξία προβαίνουν σε αγορές. Τα ρευστά αποθεματικά τους εξαντλούνται και καταφεύγουν στη ζήτηση χρήματος από τράπεζες ή ιδιώτες. Στη φάση αυτή, από πλευράς επιχειρήσεων, η ζήτηση χρήματος αυξάνει. Δεν συμβαίνει όμως το ίδιο και με τα νοικοκυριά. Η αυξημένη διακράτηση μετρητών που είχε πραγματοποιηθεί σε περιόδους πριν την οικονομική ανάπτυξη, διοχετεύεται με τη μορφή χρηματοδοτήσεων στις επιχειρήσεις που έχουν ανάγκη από ρευστό χρήμα. Έτσι, οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης αντί να αυξάνουν μειώνονται. Η ζήτηση χρήματος στο σύνολό της τείνει τελικά να μειωθεί παρόλο που η επιθυμία για διακράτηση μετρητών είναι αρκετά έντονη. Στη φάση αυτή το επιτόκιο είναι σχετικά χαμηλό, το χρήμα κυκλοφορεί άνετα, ενώ το τραπεζικό σύστημα δεν πιέζεται για μεγάλα πιστωτικά ανοίγματα.

Στο μέτρο όμως που εξελίσσεται η οικονομική ανάπτυξη, οι επιχειρήσεις επιταχύνουν τις επενδύσεις τους, ενώ παράλληλα η επιθυμία για διακράτηση χρήματος μειώνεται. Οι ιδιώτες δεν συσσωρεύουν πλέον χρήμα για αποθησαυρισμό, αναζητούν χρήματα μόνο για άμεση χρήση. Όσο η οικονομική ανάπτυξη επιταχύνεται τόσο οξύνονται οι τάσεις αυτές με αποτέλεσμα στο τέλος της, η δια-

κράτηση χρήματος να έχει μειωθεί στο ελάχιστο. Αν υπολογίσει κανείς την αύξηση των τιμών που εν τω μεταξύ έχει σημειωθεί, τότε τα πραγματικά αποθεματικά σε μετρητά θα πρέπει να έχουν πέσει ακόμα περισσότερο.

Από παρατηρήσεις που έχουν γίνει, στη φάση της ύφεσης οι αποταμιεύσεις πραγματικές και ονομαστικές αυξάνονται όπως αυξάνεται και η επιθυμία για διακράτηση περισσότερου χρήματος. Οι επενδύσεις υποχωρούν, ενώ η διακράτηση χρήματος από πλευράς επιχειρήσεων αυξάνει, όχι μόνο σε απόλυτους αριθμούς αλλά και ως ποσοστό του εισοδήματός τους. Στην ίδια περίοδο οι ιδιώτες περιορίζουν τις αγορές τους, με την προοπτική ότι μελλοντικά θα έχουν πέσει οι τιμές των εμπορευμάτων, ενώ ταυτόχρονα αυξάνουν τη διακράτηση χρήματος καλύπτοντας μεγαλύτερο ποσοστό του εισοδήματός τους. Αυτά συμβαίνουν σε χοντρές γραμμές γιατί οι ιδιώτες δεν είναι πάντα σε θέση να εκτιμήσουν την εξέλιξη της κατάστασης και ούτε να αντιδράσουν κατά τρόπο αποτελεσματικό. Αλλά και αυτή ακόμη η πτώση των τιμών, αυτόματα, επιφέρει την αποκατάσταση ή και την αύξηση της πραγματικής αξίας των αποταμιεύσεών τους, έστω και αν οι αποταμιεύσεις ονομαστικά παραμένουν στο ίδιο επίπεδο.

Οι εξελίξεις αυτές θα μπορούσαν να συνοψιστούν ως εξής : πτώση των αποταμιεύσεων σε περίοδο οικονομικής ανάπτυξης και αύξησής τους σε περίοδο ύφεσης. Ως νομισματικά όμως φαινόμενα, αυτά τείνουν να επιδεινώσουν την οικονομική κατάσταση, με δυσμενείς επιπτώσεις για την παραγωγή και την απασχόληση. Το ίδιο περίπου φαινόμενο παρατηρείται και σε περιόδους πληθωρισμού, όταν υπάρχει η απειλή επιδείνωσής του.

Στον μη ελεγχόμενο πληθωρισμό, οι επιχειρηματίες προσπαθούν το συντομότερο να απαλλαγούν από το χρήμα, προβαίνοντας εσπευσμένα σε επενδύσεις ή αντίστοιχες τοποθετήσεις, με την ελπίδα να εξασφαλίσουν ένα οποιοδήποτε εισόδημα σε αγαθά. Η διακράτηση ρευστού χρήματος αποσκοπεί μόνο στην κάλυψη άμεσων ζωτικών αναγκών, ενώ η φυγή μπροστά στο νόμισμα γενικεύεται. Όλοι, επιχειρηματίες και ιδιώτες, τρέχουν να εξασφαλίσουν τα χρήματά τους σε πραγματικές αξίες, που η τιμή τους αργότερα θα αυξηθεί. Παράλληλα, τα αποθέματα σε ρευστά ελαττώνονται, όχι μόνο στην πραγματική τους αξία αλλά και στην ονομαστική τους αξία. Η ζήτηση χρήματος στις συνθήκες αυτές μειώνεται στο ελάχιστο. Η φυγή μπροστά στο νόμισμα γίνεται καθολικό φαινόμενο επηρεάζοντας όλους τους οργανισμούς, επιχειρήσεις και ιδιώτες. Εκείνο που διαφέρει μεταξύ τους είναι ο τρόπος και η ένταση με την οποία αντιδρούν.

Τα πράγματα αλλάζουν όταν ο πληθωρισμός πλησιάζει σε επικίνδυνο επίπεδο. Λόγω της αύξησης των τιμών το χρήμα που κυκλοφορεί δεν επαρκεί πλέον για τις συναλλαγές, υπάρχει σπανιό-

σπανιότητα χρήματος. Το φαινόμενο αυτό δεν σημαίνει ότι η ζήτηση χρήματος έχει αυξηθεί, αλλά οφείλεται στο γεγονός ότι η προσφορά του εκ μέρους των νομισματικών αρχών δεν συμβαδίζει με τους ρυθμούς αύξησης του επιπέδου των τιμών. Στην περίοδο αυτή η διακράτηση πραγματικού χρήματος φθάνει στο χαμηλότατό της σημείο. Για την αντιμετώπιση της κατάστασης αυτής απαιτούνται βασικά μέτρα, ένα από αυτά είναι και η καθιέρωση νέου νομισματικού συστήματος.

Στην περίοδο των δεκαετιών του '70 και του '80 εμφανίστηκε το φαινόμενο του πληθωρισμού κατά κύματα. Ο έλεγχος των τιμών που επέβαλαν οι αρχές για μια ορισμένη περίοδο συγκρατούσε το επίπεδο των τιμών. Οι φραγμοί όμως που τεχνητά υψώνονταν για τη συγκράτηση των τιμών, μπροστά στην πίεση της αγοράς τελικά υποχωρούσαν κι άρχιζε ένα νέο κύμα αύξησης των τιμών. Αυτό το είδος πληθωρισμού επιδρά στη ζήτηση χρήματος με διαφορετικό τρόπο απ' ό,τι γνωρίσαμε μέχρι στιγμής.

Στην περίοδο που διαρκεί ο έλεγχος των τιμών, συγκρατώντας τις σ' ένα ορισμένο επίπεδο, η οικονομία χαρακτηρίζεται ουσιαστικά από πληθώρα ρευστού χρήματος που πιέζει για άνοδο των τιμών. Η διακράτηση πραγματικού χρήματος είναι σημαντική και επειδή οι κάτοχοί του δεν δείχνουν ενδιαφέρον για αγορά αγαθών ή για να προβούν σε επενδύσεις, μια από τις λύσεις που απομένει είναι η απορρόφηση του πλεονάζοντος χρήματος. Μια δεύτερη λύση είναι η αποδέσμευση των τιμών, κυρίως όταν ο έλεγχος πάνω σ' αυτές δεν είναι καθολικός.

Από τα τέλη του πέρασμένου αιώνα η ζήτηση χρήματος παρουσιάζει πτωτική τάση ενώ αντίθετα η παραγωγή, εκτός από περιόδους κρίσης ή ύφεσης, αυξάνει συνεχώς. Το αντιφατικό αυτό φαινόμενο οφείλεται βασικά στους εξής λόγους :

Στην ανάπτυξη γενικά του καπιταλιστικού τρόπου παραγωγής και ειδικά, στην συγκέντρωση και συγκεντροποίηση του κεφαλαίου και κατά δεύτερο λόγο, στην ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος και στην τελειοποίηση των μεθόδων διεκπεραίωσης των συναλλαγών (πιστωτικές κάρτες - το αποκαλούμενο ηλεκτρονικό νόμισμα κ. λ. π.).

Η συγχώνευση του βιομηχανικού με το τραπεζικό κεφάλαιο και οι τεράστιες διαστάσεις που πήραν οι πολυκλαδικές επιχειρήσεις (θυγατρικές κ. λ. π.) δεν απαιτούν πλέον την άμεση μεταβίβαση στις συναλλαγές τους. Συνήθως αυτές συμψηφίζονται ή εξυπηρετούνται μέσω του τραπεζικού συστήματος, χωρίς τη μεσολάβηση ρευστού χρήματος. Άλλες πάλι επιχειρήσεις ρυθμίζουν τις συναλλαγές τους κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι εισπράξεις τους να συμπίπτουν με τις πληρωμές τους κι έτσι να αποφεύγεται η διακράτηση ανενεργού χρήματος. Στην μείωση γενικά της κυκλοφορίας ρευστού χρήματος συνέβαλε και η αλλαγή στις συνήθειες των επιχειρήσεων αλλά και των ιδιωτών. Αντί της διακράτησης ρευστού χρήματος προτιμούν

αυτοί, με διάφορες εισοδηματικές μορφές, την τοποθέτησή τους στις τράπεζες ή σε εξωτραπεζικούς οργανισμούς.

Όλα όσα αναφέρθηκαν μέχρι στιγμής αποτελούν μια συνοπτική σκιαγράφηση της θεωρίας γύρω από τη ζήτηση χρήματος. Τα υποδείγματα στα οποία αναφερθήκαμε, καθένα από τη σκοπιά του καλύπτει ορισμένες πτυχές της πραγματικότητας που βρίσκεται σε συνεχή εξέλιξη. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται και στα εμπειρικά υποδείγματα της ζήτησης χρήματος. Αυτά τείνουν να καλύψουν τα κενά που άφησαν προγενέστερα από αυτά υποδείγματα ή να απαντήσουν στην εξέλιξη που σημειώνουν τα οικονομικά γεγονότα. Γενικά, παρατηρείται μια συνεχής βελτίωση της θεωρίας της ζήτησης χρήματος.

Δεν πρέπει να παραβλέψουμε ότι τα τραπεζικά επιτόκια έχουν σήμερα σε πολύ μεγάλο βαθμό απελευθερωθεί. Δεν καθορίζονται δηλαδή με διοικητικές αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος όπως συνέβαινε παλαιότερα. Τα τραπεζικά επιτόκια διαμορφώνονται με βάση τη σχέση προσφοράς και ζήτησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει ουσιαστικά μία μόνο δυνατότητα να παρέμβει για να μειώσει το γενικό επίπεδο των επιτοκίων : να αυξήσει την προσφορά του χρήματος.

Προσφυγή όμως στην έκδοση χρήματος για τη χρηματοδότηση μιας ακόμα μεγαλύτερης εγχώριας πιστωτικής επέκτασης, υπό τις συνθήκες που επικρατούν σήμερα στην οικονομία, θα ενίσχυε την ήδη υψηλή εγχώρια ζήτηση και τις ήδη ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις. Το αποτέλεσμα θα ήταν επιτάχυνση του πληθωρισμού και χειροτέρευση του ισοζυγίου πληρωμών.

Υπό τις επικρατούσες συνθήκες στην οικονομία και με δεδομένα τα μεγάλα δημόσια ελλείματα δεν υπάρχουν περιθώρια για χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Αντίθετα, η Τράπεζα της Ελλάδος ανταποκρινόμενη στην κύρια αποστολή της που είναι η διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας θα εξακολουθήσει να λαμβάνει τα αναγκαία μέτρα για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής.

Αυτό σημαίνει ότι τα ονομαστικά επιτόκια αναγκαστικά θα πρέπει να παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, όσο διατηρούνται ο υψηλός πληθωρισμός και τα μεγάλα δημόσια ελλείματα. Μόνο όταν συντελεστεί ουσιαστική πρόοδος προς την κατεύθυνση της δημοσιονομικής εξυγίανσης και επιτευχθεί υποχώρηση του πληθωρισμού θα καταστεί δυνατή η βαθμιαία μείωση των επιτοκίων.

4. Η θεωρία της προσφοράς χρήματος

Στην περίοδο της κυριαρχίας του μονομεταλλικού συστήματος, η προσφορά χρήματος ήταν συνυφασμένη με τις διακυμάνσεις που γνώριζε η παραγωγή του πολύτιμου μετάλλου και η εισαγόμενη ποσότητά του. Η κοπή χρήματος και η προσφορά του στην αγορά ξεκινούσε από τις νομισματικές αρχές, που είχαν την ευθύνη και τον έλεγχο του περιεχομένου των μεταλλικών κερμάτων.

Με βάση την αρχή ότι η προσφορά χρήματος είναι ο αντίποδας της ζήτησής του, μπορεί να υποστηριχθεί ότι αφετηρία της προσφοράς χρήματος στην περίοδο αυτή ήταν κατά βάση οι νομισματικές αρχές. Η ρευστοποίηση των συσσωρευμένων κατά το παρελθόν χρηματικών αποθεμάτων και η ζήτηση γενικά στην αγορά καταναλωτικών και κεφαλαιουχικών αγαθών, αποτελούσαν μια δεύτερη πηγή προσφοράς χρήματος.

Με την ανάπτυξη της εμπορευματικής παραγωγής, την εμφάνιση του πιστωτικού χρήματος και σε συνέχεια του χαρτονομίσματος, η προσφορά χρήματος πήρε καθολικό χαρακτήρα. Σ' αυτήν, πέρα από τις νομισματικές αρχές, με ποικίλους τρόπους συμμετέχουν όλες οι οικονομικές μονάδες που συγκροτούν μία δεδομένη οικονομία. Για παράδειγμα, η προεξόφληση συναλλαγματικής από την τράπεζα συνιστά προσφορά χρήματος, ο δανειστής χρημάτων προσφέρει χρήμα στο δανειζόμενο που αποβλέπει στην αγορά ή επένδυση περισσότερων αγαθών. Ακόμα και η απλή αγορά ενός αγαθού ή ενός πιστωτικού τίτλου συντελεί στην κυκλοφορία ρευστού χρήματος, αποταμιευμένου ή αποθησαυρισμένου και συνεπώς προσφορά χρήματος, αλλά και η διάθεση ενός χρηματικού ποσού για την αγορά ξένου συναλλάγματος, από μία άποψη, συνιστά προσφορά χρήματος.

Με την αποδοχή της άποψης ότι η προσφορά χρήματος έχει πολλές πηγές, προκύπτει το ερώτημα αν αυτή δεν είναι μια μεταβλητή που κάτω από την επίδραση ορισμένων παραγόντων υφίσταται διακυμάνσεις. Στη θεωρία του Keynes, σε αντιδιαστολή με τους κλασικούς και νεοκλασικούς, το επιτόκιο είναι το αποτέλεσμα της προσφοράς και ζήτησης χρήματος. Η προσφορά κατ' αυτόν είναι μια σταθερή που καθορίζεται από τις νομισματικές αρχές. Το μέγεθός της επηρεάζει την εξέλιξη του επιτοκίου, ενώ αυτό δεν ασκεί καμία επίδραση πάνω σ' αυτή. Η θέση αυτή του Keynes για την προσφορά χρήματος και την μονομερή επίδρασή της πάνω στο επιτόκιο, δεν επαληθεύεται από την πράξη. Σημειώσαμε ήδη ότι η προσφορά χρήματος στην εποχή μας δεν είναι πλέον υπόθεση αποκλειστικά των νομισματικών αρχών, αλλά όλων των οικονομικών μονάδων που συμμετέχουν στην οικονομική ζωή μιας χώρας. Αλλά

και η παντελής έλλειψη επιδράσεων του επιτοκίου πάνω σ' αυτή διαψεύδεται από τα ίδια τα πράγματα.

Έχει διαπιστωθεί, ότι η ύψωση γενικά του επιτοκίου επιδρά ανασταλτικά στην αγορά αγαθών, με αποτέλεσμα τη μείωση της προσφοράς χρήματος. Το ίδιο φαινόμενο παρατηρείται και στη δραστηριότητα του τραπεζικού συστήματος. Η πρόβλεψη μιας πιθανής ανόδου του προεξοφλητικού τόκου ή εκείνου της αγοράς θέτει θέμα μείωσης της διαφοράς ανάμεσα στα αποθέματα των τραπεζών και τις υποχρεώσεις τους που προκύπτουν από τις καταθέσεις όψεως. Έτσι δημιουργείται λιγότερο χρήμα, ελαττώνοντας και την προσφορά του στην αγορά.

Εκείνο που θα είχε να υπογραμμίσει κανείς είναι οι αντιδράσεις που υπήρξαν κατά της αποκαλούμενης ανελαστικότητας της προσφοράς χρήματος, έναντι των διακυμάνσεων του επιτοκίου. Κύριοι εκπρόσωποί τους στην Αγγλία ήταν ο Dennis Robertson και στη Σουηδία μια ομάδα οικονομολόγων με επικεφαλής τον Bertil Ohlin. Στη Γαλλία, ο Francois Divisia υποστήριξε ότι αληθινή θεωρία προσφοράς χρήματος ουσιαστικά δεν υπήρχε.

Σε απάντηση της θεωρίας της ανελαστικότητας της προσφοράς χρήματος, σχετικά με τις διακυμάνσεις του επιτοκίου, η Σουηδική σχολή με κύριο εκπρόσωπό της τον Ohlin, διατύπωσε τη "θεωρία των δανειακών κεφαλαίων". Σύμφωνα μ' αυτήν, η προσφορά ρευστού χρήματος δεν προέρχεται μόνον από τις νομισματικές αρχές, όπως εμφανίζεται στην κενσσιανή θεωρία, αλλά κι από άλλες πηγές που δίνουν σ' αυτήν μεγαλύτερη έκταση. Τα ρευστά αυτά μπορεί να προέλθουν από τον αποθησαυρισμό - συσσωρευμένα κατά το παρελθόν αποθέματα που ρευστοποιούνται κι αποτελούν προσφορά χρήματος - ή από την αποταμίευση με την κενσσιανή σημασία της λέξης. Μπορεί ακόμα να προέλθει αυτή από προγενέστερη ρευστοποίηση κεφαλαίων ή αποθεμάτων (stocks), καθώς και από τη δημιουργία χρήματος με προέλευση το τραπεζικό σύστημα.

Έτσι, τα δανειακά κεφάλαια εμφανίζονται ως ένα σύνολο ρευστών διαθεσίμων που τα χαρακτηρίζει λιγότερη ομοιογένεια απ' ό,τι στην κενσσιανή θεωρία. Η προσφορά τους δεν μπορεί να θεωρηθεί ως μια σταθερή αλλά ως μια μεταβλητή που κάτω από ορισμένες συνθήκες υφίσταται ορισμένες διακυμάνσεις. Είναι κατανοητό ότι το ενδιαφέρον της νομισματικής θεωρίας και πολιτικής δεν περιορίζεται σ' αυτές καθεαυτές τις διακυμάνσεις της προσφοράς χρήματος, αλλά στους λόγους που τις προκαλούν και τις επιπτώσεις που μπορεί να έχουν αυτές για τη νομισματική ισορροπία και γενικότερα για την οικονομική κατάσταση.

Απ' όσα αναπτύξαμε πιο πάνω προκύπτουν τα ακόλουθα :

- Η προσφορά χρήματος εμφανίζεται με τη μορφή κερμάτων, τραπεζογραμματίων και καταθέσεων όψεως.
- Στην προσφορά του συμμετέχουν δύο βασικοί τομείς δραστηριότητας, ο τραπεζικός και ο εξωτραπεζικός τομέας.

Στον πρώτο ανήκει η Κεντρική Τράπεζα κι όλες οι εμπορικές τράπεζες στο συνολό τους, ενώ ο δεύτερος περιλαμβάνει το κράτος, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Για την ανάλυση της προσφοράς χρήματος προέχουσα θέση κατέχουν οι χρηματικές συναλλαγές ανάμεσα στην Κεντρική Τράπεζα και τις λοιπές εμπορικές τράπεζες, όπως και εκείνες που αναπτύσσονται ανάμεσα στα συστατικά στοιχεία του εξωτραπεζικού συστήματος, κράτος, επιχειρήσεις και νοικοκυριά, δεν επηρεάζουν την ποσότητα του χρήματος, συμβάλουν όμως στη μεταξύ τους ανακατανομή του.

5. Η διεθνής νομισματική ρευστότητα

Για την καλή λειτουργία των διεθνών συναλλαγών απαιτείται σημαντική ποσότητα ρευστών. Συνθετικά στοιχεία των ρευστών αυτών είναι ο χρυσός, το ξένο συνάλλαγμα και οι διεθνείς πιστώσεις. Αυτά είναι τα ακαθάριστα ρευστά. Αν από αυτά αφαιρεθούν τα χρέη προς το εξωτερικό, τα υπόλοιπα που μένουν είναι τα καθαρά διεθνή ρευστά. Γύρω από αυτά υπάρχουν διάφορες διακρίσεις ανάλογα με το είδος τους, την αξία τους και την εξελίξη τους μέσα στο χώρο και στο χρόνο. Κατά περιόδους και από χώρα σε χώρα, η θέση προτεραιότητάς τους αλλάζει και η προσφορά ορισμένων από αυτά μειώνεται, όπως π.χ. συμβαίνει με το χρυσό.

Τα διεθνή αποθέματα που διαθέτουν οι Κεντρικές Τράπεζες και τα κράτη γενικότερα, αποσκοπούν στην εξυπηρέτηση των πιο κάτω αναγκών :

- Να ρυθμίζονται τα ελλείμματα των τρεχουσών εξωτερικών συναλλαγών.

- Να πληρώνονται τα χρεωλύσια των εξωτερικών δανείων, και

- Να παραχωρούνται δάνεια σε άλλες χώρες για τη διευκόλυνση των δικών τους εξαγωγών, επωφελούμενες οικονομικά και πολιτικά.

Με την ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου και των χρηματικών συναλλαγών που σημειώθηκε τις τελευταίες δεκαετίες, έχει παρατηρηθεί σημαντική απόσταση μεταξύ των αναγκών της παγκόσμιας οικονομίας σε ρευστά διαθέσιμα και τις υπάρχουσες ποσότητές τους. Το μεγάλο πρόβλημα είναι η δημιουργία ρευστότητας ικανής ν' ανταποκρίνεται στον όγκο της παγκόσμιας παραγωγής και του εμπορίου.

Στην περίπτωση που τα ρευστά χρησιμεύουν για να καλύπτονται τα ελλείμματα του ισοζυγίου, αντιμετωπίζεται το βασικό πρόβλημα της αναπροσαρμογής στο διεθνή χώρο και των ισοζυγίων πληρωμών. Οι μηχανισμοί που χρησιμοποιούνται για το σκοπό αυτό είναι η συνάρτηση του υπάρχοντος διεθνούς συστήματος. Για παράδειγμα, στο σύστημα του χρυσού κανόνα μια τέτοιου είδους διαταραχή του ισοζυγίου πληρωμών είναι βραχυχρόνια και η αναπροσαρμογή γίνεται αυτόματα μέσω της ελεύθερης διακίνησης των αποθεμάτων σε χρυσό και κεφάλαια. Στην πρώτη περίπτωση η διαδικασία αυτή γίνεται μέσω της εξαγωγής χρυσού με επακόλουθο τη μείωση των τιμών (ποσοτική θεωρία), την αύξηση των εξαγωγών και τη μείωση των εισαγωγών. Στο σύστημα αυτό δεν απαιτούνται μεγάλες ποσότητες πολύτιμου μετάλλου. Το ίδιο συμβαίνει και με το σύστημα της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων, όταν τα αποκαλούμενα σκληρά νομίσματα (συναλλάγματα-κλειδιά) παίζουν σημαντικό ρόλο και οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες

είναι ελεύθερες. Η αναπροσαρμογή του ισοζυγίου πληρωμών πραγματοποιείται διά μέσου της μείωσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών, με αποτέλεσμα την ενίσχυση των εξαγωγών και την μείωση των εισαγωγών.

Αντίθετα στο σύστημα του Bretton Woods με σταθερές ισοτιμίες, η αναπροσαρμογή πραγματοποιείται με την ελεγχόμενη εξαγωγή ξένου συναλλάγματος και χρυσού. Στόχος του συστήματος αυτού είναι η επίτευξη της πλήρους απασχόλησης στο εσωτερικό της χώρας, έστω κι αν το ισοζύγιο εξωτερικών πληρωμών παραμένει ελλειμματικό. Στο σύστημα αυτό ο ρόλος των διεθνών αποθεμάτων σε χρυσό και συνάλλαγμα είναι σημαντικός, γι' αυτό και στις μέρες μας τα αποθέματά τους, σε εθνικό και διεθνές επίπεδο, αποτελούν το κύριο μέλημα των κυβερνήσεων και των διεθνών οργανισμών.

Η παράταση όμως για πολύ χρονικό διάστημα μιας τέτοιας κατάστασης προκαλεί στο εσωτερικό της χώρας οξύτατα προβλήματα οικονομικού και κοινωνικού χαρακτήρα. Ο ρόλος των αποθεμάτων σε χρυσό και συνάλλαγμα είναι σημαντικός, γι' αυτό στην εποχή μας, τα αποθέματά τους σε εθνικό και διεθνές επίπεδο συγκεντρώνουν το κύριο ενδιαφέρον των κυβερνήσεων και των διεθνών οργανισμών. Οι χώρες με τις οποίες συνδέονται τα σκληρά νομίσματα, δολάριο, μάρκο, γιεν, φράγκο, στερλίνα, αν και δεν είναι ανώδυνα στην έκδοσή τους και μη μετατρέψιμα σε χρυσό, βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση έναντι των άλλων χωρών, ρυθμίζοντας ουσιαστικά τις τύχες του κόσμου.

Από τα παραπάνω φαίνεται ότι οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές και η διακίνηση κεφαλαίων απαιτούν το κατάλληλο διεθνές νομισματικό σύστημα που θα εξασφαλίζει ομαλές σχέσεις και αρμονική οικονομική ανάπτυξη των χωρών σε παγκόσμια κλίμακα. Ένα σύστημα του είδους αυτού θα πρέπει να περιλαμβάνει :

α) Σημαντικά ρευστά διαθέσιμα που θα ανταποκρίνονται στις ανάγκες των διεθνών συναλλαγών.

β) Να είναι εξοπλισμένο με ένα σύστημα αναπροσαρμογής, ώστε οι οικονομίες των διαφόρων χωρών να αποφεύγουν φαινόμενα όπως τον πληθωρισμό ή τον αποπληθωρισμό που διαιωνίζουν τις ανισορροπίες του ισοζυγίου πληρωμών.

γ) Να εξασφαλίζει μια σταθερότητα των νομισματικών ισοτιμιών για την αποφυγή της κερδοσκοπίας και της αβεβαιότητας στις συναλλαγές.

6. Διεθνή Νομισματικά Συστήματα

Όπως ακριβώς σε μια χώρα τα νομισματικά προβλήματα εκφράζουν σε μεγάλο βαθμό την κατάσταση της οικονομίας της έτσι και σε διεθνές επίπεδο τα νομισματικά προβλήματα εκφράζουν σε σημαντικό βαθμό την κατάσταση της διεθνούς οικονομίας στο σύνολό της. Στη διαμόρφωσή της, όπως και στην εξέλιξή της, σημαντικός είναι ο ρόλος των διεθνών νομισματικών συστημάτων, παράλληλα με την νομισματική πολιτική που ασκούν οι εθνικές κυβερνήσεις στις διεθνείς συναλλαγές τους.

Τα νομισματικά προβλήματα που εμφανίζονται σε διεθνές επίπεδο αντιστοιχούν σε ιστορικά γεγονότα. Έχουν τα δικά τους χαρακτηριστικά και περιστρέφονται γύρω από ορισμένα βασικά θέματα. Στον αιώνα μας, τα κύρια διεθνή νομισματικά προβλήματα που πρόβαλαν ως εκφάνσεις σοβαρών οικονομικών και πολιτικών γεγονότων, ήταν τα ακόλουθα:

- Ο πληθωρισμός του Α' Παγκοσμίου Πολέμου
- Η οικονομική κρίση του μεσοπολέμου 1929-32
- Ο πληθωρισμός του Β' Παγκοσμίου Πολέμου.

Οι οικονομικές σχέσεις που αναπτύσσονται ανάμεσα στις διάφορες χώρες αποκτούν διεθνή χαρακτήρα, έστω κι αν η κυκλοφορία των εθνικών τους νομισμάτων περιορίζεται στα στενά εθνικά όρια. Η διευκόλυνση και ανάπτυξη των σχέσεων αυτών με τη μορφή εμπορικών ανταλλαγών και η διακίνηση κεφαλαίων, συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξή τους, γεγονός που εκφράζεται με υψηλούς ρυθμούς αύξησης του εθνικού εισοδήματος. Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων αυτών δημιουργήθηκαν κατά καιρούς ορισμένα διεθνή νομισματικά συστήματα. Ιστορικά, εμφανίστηκαν αυτά με την ακόλουθη σειρά:

- Ο χρυσός κανόνας, που ίσχυε από το 1880 μέχρι το 1914 και σε περιορισμένη έκταση από το 1926 μέχρι το 1932.
- Το σύστημα του Bretton Woods, που ίσχυσε από το 1946 μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '50, και
- Οι κυμαινόμενες ισοτιμίες, που πρωτοεμφανίστηκαν στη δεκαετία του '30, κι από την δεκαετία του '50 άρχισαν βαθμιαία να εφαρμόζονται από ένα σημαντικό αριθμό χωρών, κυρίως των προηγμένων.

7. Προσφορά και ζήτηση ομολόγων

Η Νομισματική πολιτική έχει μεγάλη σημασία λόγω των ελλειμάτων της Κυβέρνησης, γιατί όπως είπαμε είναι ο τομέας που ασχολείται με τη ρευστότητα της οικονομίας και έχει ως απώτερο σκοπό την υλοποίηση συγκεκριμένων στόχων. Ας ξεκινήσουμε με την ανάλυση των εννοιών προσφορά και ζήτηση ομολόγων.

Προσφορά ομολόγων έχουμε όταν οι τράπεζες έχουν χαμηλό δείκτη ρευστότητας και δημιουργείται η ανάγκη εξεύρεσης τρόπων συγκέντρωσης χρημάτων. Έτσι, έχοντας ως μέσο τα ομόλογα και ως κίνητρο υψηλά επιτόκια σ' αυτά, προσελκύουν νέους επενδυτές, φτάνοντας κατά αυτόν τον τρόπο τη ρευστότητα στο επιθυμητό επίπεδο.

Ζήτηση ομολόγων έχουμε όταν ανταποκρίνονται οι ενδιαφερόμενοι στην προσφορά που αναφέραμε. Αυτό συμβαίνει όταν η Κυβέρνηση δίνει υψηλά πραγματικά επιτόκια, δίνοντας έτσι την ευκαιρία και στον επενδυτή να επιφέρει προσωπικό κέρδος.

Εδώ όμως θα πρέπει να σημειώσουμε και το γεγονός ότι μια οικονομία δεν μπορεί να έχει πραγματικά επιτόκια που να αποκλίνουν σημαντικά από το μακροχρόνιο ρυθμό ανάπτυξής της. Δηλαδή δεν μπορεί να έχει υψηλά πραγματικά επιτόκια όταν ο μακροχρόνιος ρυθμός ανάπτυξής της είναι χαμηλός.

Έχοντας επιτύχει ισορροπία μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης των ομολόγων, μπορούμε να πούμε ότι οι Τράπεζες έχουν πλέον καταφέρει τον περιορισμό του εξωτερικού δανεισμού. Αυτό συνεπάγεται τη μείωση του δημοσίου ελλείματος διότι το κράτος δεν καταφεύγει σε περαιτέρω εξωτερικό δανεισμό για την κάλυψη των αναγκών του καταφέροντας έτσι τον ελάχιστο επηρεασμό του ρυθμού του πληθωρισμού. Επίσης, με την ισορροπία αυτή επιτυγχάνεται η αποφυγή της υποτίμησης της δραχμής γιατί οι ενδιαφερόμενοι επενδύουν τα χρήματά τους σε δραχμές και όχι σε κάποια από τα ξένα νομίσματα. Έτσι, επιτυγχάνεται η παραμονή των χρημάτων μας στη χώρα μας και αποφεύγονται με αυτόν τον τρόπο πολλές από τις αρνητικές συνέπειες που θα είχε η μη πραγματοποίηση αυτού του στόχου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β'

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

1. Ομόλογα σε δραχμές - Επιτόκια δραχμικών ομολόγων

Τα ομόλογα είναι ανώνυμοι τίτλοι στον κομιστή, εκδίδονται σε μη τακτά χρονικά διαστήματα (από το τέλος του 1992 εκδίδονται κάθε δεκαπενθήμερο) και η διάθεσή τους γίνεται με δημόσια εγγραφή.

Η διάρκεια των ομολόγων είναι διετής, τριετής, πενταετής ή επταετής. Έχουν προσαρτημένα δύο, τρία, πέντε ή επτά τοκομερίδια αντίστοιχα, ένα για κάθε τοκοφόρο περίοδο του δανείου.

Επιτόκιο είναι ο τόκος που αποδίδει μια νομισματική μονάδα κατά τη διάρκεια μιας χρονικής μονάδας (μήνα, τριμήνου, έτους, κ.λ.π.). Το επιτόκιο των ομολόγων σε δραχμές είναι :

- α) *σταθερό*, για όλη τη διάρκεια του δανείου, ή
- β) *κυμαινόμενο*, που καθορίζεται για κάθε ετήσια τοκοφόρο περίοδο, προσδιορίζεται τρεις (3) εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη της κάθε ετήσιας τοκοφόρου περιόδου. Το κυμαινόμενο επιτόκιο είναι ίσο με το επιτόκιο των Εντόκων Γραμματίων ετήσιας διάρκειας που ισχύει κατά το χρόνο προσδιορισμού, προσαυξανόμενο κατά ένα ποσοστό, ανάλογα με τη διάρκεια του δανείου. Συγκεκριμένα για τα τριετή, πενταετή και επταετή διάρκειας ομόλογα, το επιτόκιο είναι ίσο με το επιτόκιο των 12/μηνων διάρκειας Εντόκων Γραμματίων προσαυξανόμενο κατά 1%, 1,5% και 2% αντίστοιχα.

Η ονομαστική αξία των ομολόγων που εκδίδονται σε διαφορετικές σειρές είναι :

1. Ομόλογα με σταθερό επιτόκιο

α) Δυετούς διάρκειας : Σειρά Η δρχ. 100.000, σειρά Θ δρχ. 200.000, σειρά Ι δρχ. 500.000, σειρά Κ δρχ. 1.000.000, σειρά Λ δρχ. 5.000.000 και σειρά Μ δρχ. 10.000.000 .

β) Τριετούς διάρκειας : Σειρά Ν δρχ. 100.000, σειρά Ξ δρχ. 200.000, σειρά Ο δρχ. 500.000, σειρά Π δρχ. 1.000.000, σειρά Ρ δρχ. 5.000.000 και σειρά Σ δρχ. 10.000.000 .

2. Ομόλογα με κυμαινόμενο επιτόκιο

α) Δυετούς διάρκειας : Σειρά Α δρχ. 200.000, σειρά Β δρχ. 500.000, σειρά Γ δρχ. 1.000.000, σειρά Δ δρχ. 5.000.000 και σειρά Ε δρχ. 10.000.000 .

β) Τριετούς μέχρι και επταετούς διάρκειας : Σειρά Ξ δρχ. 200.000, σειρά Ο δρχ. 500.000, σειρά Π δρχ. 1.000.000, σειρά Ρ δρχ. 5.000.000 και σειρά Σ δρχ. 10.000.000 .

Στον κάθε τίτλο αναγράφεται η ονομαστική αξία σε δραχμές. Οι τίτλοι των ομολόγων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Επίσης επιτρέπεται η σύσταση εγγυοδοσίας και η χορήγηση δανείων από την Τράπεζα με ενέχυρο τα ομόλογα.

2. Ομόλογα με ρήτρα ξένου νομίσματος (ECU, USD, DEM, GBP) - Επιτόκια

Τα ομόλογα είναι ανώνυμοι τίτλοι στον κομιστή με ρήτρα ξένου νομίσματος (ECU, USD, DEM, GBP) και η διάθεσή τους γίνεται με δημόσια εγγραφή.

Η διάρκεια των ομολόγων είναι ετήσια, δεκαοκτάμηνη, διετής, τριετής, τετραετής ή πενταετής. Έχουν προσαρτημένα ένα, δύο, τρία, τέσσερα ή πέντε τοκομερίδια αντίστοιχα, ένα για κάθε τοκοφόρο περίοδο του δανείου.

Το επιτόκιο καθορίζεται με βάση το επιτόκιο που ισχύει στην Ευρωπαϊκή αγορά για ανάλογα ομολογιακά δάνεια σε ECU, USD, DEM ή GBP και είναι :

α) σταθερό, καθόλη τη διάρκεια του δανείου, ή

β) *κυμαινόμενο* και *συνδεδεμένο* με το LIBOR (London Interbank Offered Rate) που είναι το διατραπεζικό επιτόκιο στη Χρηματαγορά του Λονδίνου για καταθέσεις ECU, USD, DEM ή GBP ετήσιας διάρκειας. Το επιτόκιο αυτό μεταβάλλεται στην αρχή κάθε τοκοφόρου περιόδου ανάλογα με το LIBOR που ισχύει δύο (2) εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη κάθε τοκοφόρου περιόδου, προσαυξημένο με ποσοστό που καθορίζεται από τους Υπουργούς Οικονομικών και Εθνικής Οικονομίας.

Ο τόκος υπολογίζεται σε ECU, USD, DEM ή GBP και καταβάλλεται δεδουλευμένος την ημερομηνία πληρωμής που αναγράφεται στο κάθε τοκομερίδιο.

Τα ομόλογα με ρήτρα ξένου νομίσματος δεν εκδίδονται σε τακτά διαστήματα, αλλά όποτε κριθεί αναγκαίο από την Πολιτεία.

Τα ομόλογα αυτά εκδίδονται σε επτά σειρές που αντιστοιχούν σε διαφορετικά ποσά και που είναι οι εξής :

Σειρά Α 1.000, σειρά Β 2.000, σειρά Γ 5.000, σειρά Δ 10.000, σειρά Ε 20.000, σειρά Ζ 50.000 και σειρά Τ 100.000 ECU, USD, DEM ή GBP. Στον τίτλο αναγράφεται η ονομαστική αξία σε δραχμές και η αντίστοιχη αξία σε ECU, USD, DEM ή GBP. Η μετατροπή γίνεται με βάση τη συναλλαγματική ισοτιμία Δραχμής / ξένου νομίσματος (μέση τιμή) που διαμορφώνεται στο fixing Αθηνών δύο (2) εργάσιμες ημέρες πριν από την ημερομηνία έκδοσης.

3. Πλεονεκτήματα των ομολόγων

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, τα ομόλογα αποφέρουν κάποιους τόκους. Οι τόκοι αυτοί των ομολόγων, μέχρι σήμερα δεν επιβαρύνονται με φόρο εισοδήματος. Επίσης, τα ομόλογα, η μεταβίβασή τους καθώς και η εξόφληση των τόκων δεν επιβαρύνονται με τέλη χαρτοσήμου.

Οι κάτοχοι των ομολόγων, τα οποία έχουν αγοραστεί με συνάλλαγμα μη υποχρεωτικά εκχωρητέο στην Τράπεζα της Ελλάδος, έχουν το δικαίωμα το προϊόν της πώλησης ή εξόφλησης των ομολόγων ή τοκομεριδίων να το μετατρέψουν σε οποιοδήποτε διαπραγματεύσιμο νόμισμα της διατραπεζικής αγοράς Αθηνών και να το μετεφέρουν στο εξωτερικό χωρίς περιορισμό. Επίσης, επιτρέπεται η μεταφορά ή η αποστολή των ομολόγων αυτών, στο εξωτερικό με τις διαδικασίες που ορίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Η σύνδεση της αξίας του ομολόγου με την Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (ρήτρα ECU), με το δολάριο ΗΠΑ (ρήτρα USD), με το Γερμανικό μάρκο (ρήτρα DEM) ή με τη λίρα Αγγλίας (ρήτρα GBP), διασφαλίζει τον επενδυτή από τις πιθανές διακυμάνσεις στην εξωτερική αξία της δραχμής. Η επένδυση στο ομόλογο με ρήτρα ξένου νομίσματος, έχει τα ίδια πλεονεκτήματα που έχει μία επένδυση σε συνάλλαγμα.

Επίσης, το επιτόκιο των ομολόγων είναι συνδεδεμένο με το διατραπεζικό επιτόκιο της χρηματαγοράς του Λονδίνου (LIBOR) . Κατά συνέπεια, ο επενδυτής έχει τα ίδια πλεονεκτήματα με αυτούς που επενδύουν σε μία από τις μεγαλύτερες χρηματαγορές του κόσμου (Λονδίνου).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ΄

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΕΞΑΕΤΙΑ

1. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1990

Κατά το έτος 1990 η άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής προσέκρουσε στα δημόσια υπέρογκα ελλείματα, η χρηματοδότηση των οποίων δημιούργησε δυσεπίλυτα προβλήματα.

Γι' αυτό έγιναν προσπάθειες εκτός των άλλων για τη χρηματοδότηση μεγαλύτερου μέρους των δανειακών αναγκών με διάθεση τίτλων στη μη τραπεζική αγορά που όμως δεν έχουν αποδώσει στο βαθμό που είναι αναγκαίο, μολονότι τα επιτόκια που προσφέρει στους τίτλους του Δημόσιου είναι ευνοϊκότερα σε σχέση με τα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων. Συγκεκριμένα τον Ιανουάριο του 1990, το επιτόκιο των δραχμικών ομολόγων διετούς διάρκειας ήταν 21%.

Παρά όμως τη σταθερότητα του επιτοκίου που παρατηρήθηκε κατά τους μήνες Ιούνιο - Οκτώβριο της τάξεως του 24,25% , δεν σημειώθηκε και παράλληλη αύξηση της ζήτησης των ομολόγων. Τον Δεκέμβριο σημειώθηκε μια αύξηση 0,25% και η αύξηση της ζήτησης ομολόγων ήταν ιδιαίτερα αισθητή στο τέλος του μήνα αμέσως μετά την ανακοίνωση ότι θα επιβληθεί φορολογία στους τόκους από καταθέσεις, οπότε εκδηλώθηκε μετατόπιση αποταμιεύσεων προς τίτλους του Δημοσίου.

Αξιοσημείωτη είναι η θέση ορισμένων επικριτών της νομισματικής πολιτικής που υποστηρίζουν ότι τα υψηλά επιτόκια και η άνοδος της πραγματικής ισοτιμίας της δραχμής που συνεπάγεται, προκαλούν διάβρωση της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων προϊόντων, αποθαρύνουν τις επενδύσεις, ασκούν ανασχετική επίδραση στην ανάκαμψη της οικονομίας και - κατ' ακολουθίαν - προτείνουν χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής και ταχύτερη διολίσθηση της δραχμής.

Υπό τις επικρατούσες συνθήκες στην οικονομία και με δεδομένα τα μεγάλα δημόσια ελλείματα, δεν υπάρχουν περιθώρια για χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Αντίθετα, η Τράπεζα της Ελλάδος, ανταποκρινόμενη στην κύρια αποστολή της που είναι η διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας, θα εξακολουθήσει να λαμβάνει τα αναγκαία μέτρα για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής. Αυτό σημαίνει ότι τα ονομαστικά επιτόκια αναγκαστικά θα παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα όσο διατηρούντα ο

υψηλός πληθωρισμός και τα μεγάλα δημόσια ελλείματα. Μόνο όταν συντελεστεί ουσιαστική πρόοδος προς την κατεύθυνση της δημοσιονομικής εξυγίανσης και επιτευχθεί υποχώρηση του πληθωρισμού, θα μπορούσε να καταστεί δυνατή η βαθμιαία μείωση των επιτοκίων.

Στους πίνακες που ακολουθούν μπορούμε να δούμε πως διακυμάνθηκαν τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και κρατικών ομολόγων κατά το έτος 1990.

ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ			
	1990	3ΜΗΝΑ	6ΜΗΝΑ	12ΜΗΝΑ
31.01.1990		17%	18%	20%
28.02.1990		18%	19%	21%
31.03.1990		18%	19,50%	22%
30.04.1990		18%	19,50%	22%
31.05.1990		18%	19,50%	23%
30.06.1990		19%	20,50%	24%
31.07.1990		19%	20,50%	24%
31.08.1990		19%	20,50%	24%
30.09.1990		19%	20,50%	24%
31.10.1990		19%	20,50%	24%
30.11.1990		19%	22%	24%
31.12.1990		19%	22%	24%

ΔΡΑΧΜΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ				
	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	7ΕΤΗ
30.01.1990	21%	22%			
28.02.1990	22%	22,50%			
31.03.1990	22,50%	23%			
30.04.1990	22,50%	23%			
31.05.1990	23,25%	23,50%			
30.06.1990	24,25%	24,50%			
31.07.1990	24,25%	24,50%			

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ				
	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	7ΕΤΗ
31.08.1990	24,25%	24,50%			
30.09.1990	24,25%	24,50%			
31.10.1990	24,25%	24,50%			
31.12.1990	24,50%				

ΠΗΓΗ : Τράπεζα της Ελλάδος
Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου
Τμήμα Έντοκων Γραμματίων και
Ομολόγων του Δημοσίου

2. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1991

Κατά το έτος 1991 παρατηρούμε ότι συνεχίστηκε η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια. Συγκεκριμένα το M3, που περιλαμβάνει τη νομισματική κυκλοφορία και τις καταθέσεις ιδιωτών, σύμφωνα με το νέο ορισμό, περιλαμβάνει επιπλέον τα γeros και τα τραπεζικά ομόλογα και επομένως η υποκατάσταση των καταθέσεων από τις δύο αυτές εναλλακτικές τοποθετήσεις δεν επηρεάζει το μέγεθος του M3 αλλά μόνο την εσωτερική κατανομή του.

Ο ρυθμός αύξησης του M3 ήταν 11,8% το 1991 και 15,3% το 1990. Διαπιστώνεται επομένως ότι τα γeros μερικώς μόνο υποκατέστησαν τις καταθέσεις, ενώ ένα σημαντικό μέρος των καταθέσεων διοχετεύθηκε σε επενδύσεις τίτλων του Δημοσίου. Σημειώνεται ότι ο στόχος για την αύξηση του M3 το 1991 ήταν 14-16%, ποσοστό το οποίο δεν επιτεύχθηκε λόγω μη προσέλευσης νέων επενδυτών σε τίτλους του Δημοσίου.

Επίσης η επιβράδυνση της νομισματικής επέκτασης προήλθε από τη σημαντική συγκράτηση της τραπεζικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα που ήταν ελαφρώς αυξημένη. Όσον αφορά τον εξωτερικό τομέα, η συμβολή του στη δημιουργία ρευστότητας ήταν θετική.

Σαν συμπέρασμα του έτους 1991, παρατηρούμε ότι οι επενδύσεις σε ομόλογα δεν επηρεάζουν την ρευστότητα της οικονομίας γιατί όπως προαναφέραμε σημειώθηκε μετατόπιση των καταθέσεων σε επενδύσεις τίτλων του Δημοσίου. Η μείωση των επιτοκίων συνεπάγεται τη βελτίωση δύο δεικτών της οικονομίας, του πληθωρισμού και του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (ΑΕΠ).

Σημαντική ήταν η επιβράδυνση του πληθωρισμού κατά πέντε (5) ποσοστιαίες μονάδες. Η πτωτική αυτή τάση προσδιορίζεται βασικά από τα μέτρα που έλαβε από τις αρχές του έτους η Κυβέρνηση στη σφαίρα της δημοσιονομικής και εισοδηματικής πολιτικής και από τη νομισματική πολιτική, ιδιαίτερα την πολιτική επιτοκίων και την προσαρμογή της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής.

Ο ρυθμός αύξησης του M3 σε μέσα ετήσια επίπεδα ήταν συγκρατημένος και αισθητά χαμηλότερος από το ρυθμό αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Ως συνέπεια της εξέλιξης αυτής, ο λόγος "ρευστότητα" της οικονομίας, δηλαδή η σχέση του M3 σε μέσα επίπεδα προς το ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές, μειώθηκε το 1991.

Στους πίνακες που ακολουθούν μπορούμε να δούμε πως διακυμάνθηκαν τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και κρατικών ομολόγων κατά το έτος 1991.

ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ			
	1991	3ΜΗΝΑ	6ΜΗΝΑ	12ΜΗΝΑ
31.01.1991		19%	22%	24%
28.02.1991		19%	22%	23,50%
31.03.1991		19%	22%	23,50%
30.04.1991		19%	22%	23,50%
31.05.1991		19%	22%	23,50%
30.06.1991		19%	22%	23,50%
31.07.1991		19%	22%	23,50%
31.08.1991		19%	22%	23,50%
30.09.1991		19%	22%	23,50%
31.10.1991		18,50%	21,50%	23%
30.11.1991		18%	21%	22,50%
31.12.1991		18%	21%	22,50%

ΔΡΑΧΜΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ				
	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	7ΕΤΗ
31.12.1991	23%K				

K = κυμαινόμενο επιτόκιο

ΠΗΓΗ : Τράπεζα της Ελλάδος
 Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου
 Τμήμα Έντοκων Γραμματίων και
 Ομολόγων του Δημοσίου

3. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1992

3.1 Ρευστότητα της οικονομίας

Στην περίοδο Ιανουαρίου - Οκτωβρίου 1992, η προσφορά χρήματος με την ευρεία έννοια (M3), παρουσίασε αύξηση κατά 740,2 δισεκ. δρχ. έναντι αντίστοιχης αύξησης κατά 166,8 δισεκ. δρχ. την αντίστοιχη περίοδο του 1991. Σε δωδεκάμηνη βάση ο ρυθμός αύξησης του M3 επιταχύνθηκε από 12,3% το Δεκέμβριο του 1991 σε 17,8% τον Οκτώβριο του 1992. Ο στόχος για το 1992 ήταν να συγκρατηθεί ο ρυθμός αύξησης του M3 μεταξύ Δεκεμβρίου 1991 και Δεκεμβρίου 1992 σε 9-12%.

Οι ιδιωτικές καταθέσεις συνέβαλαν σημαντικά στην επιτάχυνση του M3 το δεκάμηνο Ιανουαρίου - Οκτωβρίου 1992. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής τους επιταχύνθηκε από 9,2% το Δεκέμβριο του 1991 σε 12,4% τον Οκτώβριο του 1992. Οι εξελίξεις κατά τους πρώτους δέκα μήνες του 1992 αντανακλούν ταχεία αποκατάσταση της τραπεζικής διαμεσολάβησης στα πριν από το 1991 επίπεδα και αντίστοιχα, περιορισμό των τοποθετήσεων των ιδιωτών σε τίτλους του Δημοσίου.

Το M4 που χρησιμοποιείται ως συμπληρωματικός δείκτης ρευστότητας της οικονομίας και περιλαμβάνει εκτός από το M3 τα έντοκα γραμμάτια και τα ομόλογα του Δημοσίου με ρήτρα ECU διάρκειας ενός έτους, σημείωσε επιβράδυνση. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του M4 στο τέλος Οκτωβρίου 1992 ήταν 21,3% έναντι 23,2% το Δεκέμβριο του 1991.

Στο δωδεκάμηνο Ιανουαρίου - Οκτωβρίου 1992 η καθαρή τοποθέτηση των ιδιωτών σε έντοκα γραμμάτια και ομόλογα του Δημοσίου ανήλθε σε 551 δισεκ. δρχ. έναντι 1.107 δισεκ. δρχ. την αντίστοιχη περίοδο του 1991 κατά την οποία είχε παρατηρηθεί σημαντική μετατόπιση καταθέσεων προς τίτλους του Δημοσίου. Η καθαρή τοποθέτηση σε τίτλους του Δημοσίου αφορά αποκλειστικά τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια, ενώ η καθαρή τοποθέτηση ιδιωτών σε ομόλογα του Δημοσίου ήταν αρνητική (έντοκα γραμμάτια 598,6 δισεκ. δρχ., ομόλογα -47,6 δισεκ. δρχ.). Αυτό έγινε διότι υπήρξε πτώση του επιτοκίου από 18% τον Ιανουάριο του 1992 σε 17,50% τον Οκτώβριο του 1992 με μια ακόμη μικρή μείωση το τρίμηνο Μάιο-Ιούλιο σε 17% , ποσοστό που έκανε τους επενδυτές να στραφούν στο Χρηματιστήριο.

3.2 Επιτόκια

Κατά την περίοδο Ιανουαρίου - Οκτωβρίου 1992 σημειώθηκε ελαφρά πτώση στα ονομαστικά επιτόκια, τόσο των τίτλων του Δημοσίου όσο και των προθεσμιακών καταθέσεων. Συγκεκριμένα, στο τέλος Φεβρουαρίου 1992 τα επιτόκια όλων των δραχμικών τίτλων του Δημοσίου μειώθηκαν κατά μισή ποσοστιαία μονάδα. Το Μάιο μειώθηκαν κατά μισή μονάδα τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων τρίμηνης διάρκειας και κατά μία μονάδα τα επιτόκια των λοιπών δραχμικών τίτλων του Δημοσίου, ενώ τον Ιούλιο έγινε περαιτέρω μείωση κατά μισή ποσοστιαία μονάδα στα επιτόκια των δραχμικών τίτλων του Δημοσίου πλην των εντόκων γραμματίων τρίμηνης διάρκειας.

Η πτωτική τάση των ονομαστικών επιτοκίων αναστράφηκε τους τελευταίους μήνες του 1992. Συγκεκριμένα, στο τέλος Αυγούστου 1992 τα επιτόκια όλων των δραχμικών τίτλων του Δημοσίου αυξήθηκαν κατά μισή ποσοστιαία μονάδα. Στο τέλος Σεπτεμβρίου έγινε περαιτέρω αύξηση στα επιτόκια των ετήσιων τίτλων κατά μισή μονάδα και των εξαμηνιαίων εντόκων γραμματίων κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας. Στο τέλος Νοεμβρίου τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων τρίμηνης διάρκειας αυξήθηκαν κατά 1,75 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων εξαμήνης και δωδεκάμηνης διάρκειας αυξήθηκαν κατά 1,5 ποσοστιαίες μονάδες. Παράλληλα στα ομόλογα του Δημοσίου παρατηρήθηκε αύξηση του επιτοκίου κατά 1,5 ποσοστιαίες μονάδες για όλες τις διάρκειες.

Οι αυξήσεις στους έμμεσους φόρους τον Αύγουστο 1992 οδήγησαν σε αναστροφή, έστω προσωρινή, της επιβράδυνσης του πληθωρισμού. Αναπόφευκτα, η διατάραξη του θετικού κλίματος που είχε δημιουργηθεί από τη σταδιακή μείωση του πληθωρισμού είχε αρνητική επίδραση στα ex ante βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια, δηλαδή στα βραχυπρόθεσμα ονομαστικά επιτόκια προσαρμοσμένα κατά το ποσοστό του αναμενόμενου πληθωρισμού. Με βάση τα νέα αυτά δεδομένα ήταν εύλογο να ανακοπεί για κάποιο χρονικό διάστημα η περαιτέρω μείωση των ονομαστικών επιτοκίων. Η διεθνής συγκυρία και η ανησυχία που επικρατούσε τελευταία στις συναλλαγματικές αγορές αποτέλεσε πρόσθετο λόγο για την παροδική αύξηση των επιτοκίων. Από τα μέσα, όμως, Δεκεμβρίου τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων ετήσιας διάρκειας μειώθηκαν κατά μισή ποσοστιαία μονάδα και εντόκων γραμματίων τρίμηνης και εξαμήνης διάρκειας κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας.

Ανάλογη, αλλά σημαντικά εντονότερη διακύμανση παρατηρήθηκε και στο επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς. Σημειώνεται ότι η ελληνική διατραπεζική αγορά χαρακτηρίζεται από το μικρό βάθος

της, που έχει ως αποτέλεσμα, σχετικά περιορισμένες αυξομειώσεις στη ρευστότητα των τραπεζών να προκαλούν μεγάλες διακυμάνσεις στο επιτόκιο. Συγκεκριμένα, μετά την παροδική άνοδο που σημειώθηκε το Φεβρουάριο 1992, το τρίμηνο Μαρτίου - Μαΐου 1992 χαρακτηρίζεται από σημαντική πτωτική τάση, με αποτέλεσμα το επιτόκιο στη διατραπεζική αγορά να διαμορφωθεί στο τέλος του Μαΐου σε ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο (γύρω στο 12%). Στο δίμηνο Απριλίου - Μαΐου 1992 η Τράπεζα της Ελλάδος έκανε σημαντικές παρεμβάσεις απορροφώντας ρευστότητα από τη διατραπεζική αγορά. Οι παρεμβάσεις αυτές απέβλεπαν στην εξομάλυνση της πτωτικής τάσης των επιτοκίων και τη διαμόρφωσή τους σε επίπεδα που θα αποθάρρυναν μεγάλη εισροή βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων από το εξωτερικό, που την περίοδο αυτή τροφοδοτούσαν τη ρευστότητα των τραπεζών.

Στο διάστημα Ιουνίου - Αυγούστου 1992 και μέχρι την κρίση στις αγορές συναλλάγματος το Σεπτέμβριο, η επίδραση του εξωτερικού παράγοντα στη δημιουργία ρευστότητας περιορίστηκε, γεγονός που συνέβαλε στην άνοδο των επιτοκίων. Οι παρεμβάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος στην περίοδο αυτή κατέτειναν στη σταθεροποίηση του διατραπεζικού επιτοκίου γύρω στο 20-22%.

Με την εκδήλωση της συναλλαγματικής κρίσης, τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά σημείωσαν έντονη αύξηση, λόγω της διατάραξης των προσδοκίων σχετικά με τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής, αλλά και της σημαντικής αύξησης του επιτοκίου στα χρεωστικά υπόλοιπα των τρεχούμενων λογαριασμών των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος (από 30% έως 40%), προκειμένου να εξουδετερωθούν οι πιέσεις στη δραχμή. Με τη βαθμιαία εξομάλυνση των συνθηκών στις αγορές συναλλάγματος, το επιτόκιο στη διατραπεζική αγορά άρχισε να υποχωρεί.

Στους πίνακες που ακολουθούν μπορούμε να δούμε πως διακυμάνθηκαν τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και των κρατικών ομολόγων κατά το έτος 1992.

ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ
ΕΚΔΟΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ

1992	3ΜΗΝΑ	6ΜΗΝΑ	12ΜΗΝΑ
31.01.1992	18%	21%	22,50%
29.02.1992	17,50%	20,50%	22%
31.03.1992	17,50%	20,50%	22%
30.04.1992	17,50%	20,50%	22%
31.05.1992	17%	19,50%	21%
30.06.1992	17%	19,50%	21%
31.07.1992	17%	19%	20,50%
31.08.1992	17,50%	19,50%	21%
30.09.1992	17,50%	19,75%	21,50%
31.10.1992	17,50%	19,75%	21,50%
31.11.1992	19,25%	21,25%	23%
16.12.1992	19%	21%	22,50%
31.12.1992	19%	21%	22,50%

ΔΡΑΧΜΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ				
	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	7ΕΤΗ
29.02.1992	22,50%K	22,75%K			
31.03.1992	22,50%K	22,75%K			
30.04.1992	22,50%K	22,75%K			
31.05.1992	21,50%K	21,75%K			
30.06.1992	21,50%K	21,75%K			
31.07.1992	21%K	21,25%K			
31.08.1992	21,50%K	21,75%K			
30.09.1992	22,25%K	22,75%K	23%K	23,50%K	
31.10.1992	22,25%K	22,75%K	23%K	23,50%K	
30.11.1992	23,75%K	24,25%K	24,50%	25%K	
16.12.1992				25%K	
31.12.1992	23,25%K	23,75%K	24%K	24,50%K	

K = κυμαινόμενο επιτόκιο

ΠΗΓΗ : Τράπεζα της Ελλάδος
 Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου
 Τμήμα Έντοκων Γραμματίων και
 Ομολόγων του Δημοσίου

4. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1993

Η αντιπληθωριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής το 1993 αντανακλάται στην εξέλιξη των ονομαστικών και ιδιαίτερα των πραγματικών επιτοκίων.

Συγκεκριμένα, τα πραγματικά επιτόκια διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα σε όλη τη διάρκεια του έτους, ενώ σε ορισμένες περιόδους έντονης πίεσης στις αγορές συναλλάγματος και στο αμέσως επόμενο διάστημα που απαιτήθηκε για να ομαλοποιηθούν πλήρως οι συνθήκες στις αγορές, κατέστη αναγκαία η αύξηση των επιτοκίων σε ακόμη υψηλότερο επίπεδο. Σημειώνεται ότι, στο δεύτερο εξάμηνο του 1993 τα ονομαστικά όσο και τα πραγματικά επιτόκια στις άλλες ευρωπαϊκές χώρες, ακολούθησαν πτωτική τάση, με αποτέλεσμα να διευρύνεται η διαφορά τους έναντι των δραχμικών επιτοκίων.

Παρά την εξέλιξη αυτή στα επιτόκια, η προσφορά χρήματος με την ευρεία έννοια, το M3, κινήθηκε τελικά με ρυθμούς ταχύτερους από τους στόχους που είχαν τεθεί. Συγκεκριμένα, το M3 αυξήθηκε το 1993 κατά 15,2% έναντι στόχου 9 - 12% και αύξησης κατά 14,4% το 1992. Μέχρι και τον Αύγουστο 1993, η αύξηση του M3 σε δωδεκάμηνη βάση βρισκόταν κοντά στο ανώτερο όριο του νομισματικού στόχου, τους τελευταίους όμως μήνες του 1993 ο ρυθμός αύξησης του M3 επιταχύνθηκε.

Το M4, που χρησιμοποιείται ως συμπληρωματικός δείκτης ρευστότητας, επιβραδύνθηκε έναντι του 1992 (1993 : 16,9%, 1992 : 19,2%). Σημειώνεται ότι από τον Αύγουστο και μετά άρχισε να επιταχύνεται και ο ρυθμός αύξησης του M4, αλλά σε πολύ μικρότερη έκταση σε σχέση με το M3 δεδομένου ότι η υποκατάσταση τίτλων του Δημοσίου με γeros δεν επηρεάζει την εξέλιξή του, αφού και τα δύο αυτά στοιχεία περιλαμβάνονται στο M4.

4.1 Ρευστότητα της οικονομίας

Στην περίοδο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1993 η προσφορά χρήματος (M3), παρουσίασε αύξηση κατά 678,2 δισεκ. δρχ. έναντι αύξησης κατά 868 δισεκ. δρχ. στην αντίστοιχη περίοδο του 1992.

Σε δωδεκάμηνη βάση, ο ρυθμός αύξησης του M3 επιβραδύνθηκε σταδιακά σε 11,8% τον Αύγουστο 1993, από 14,4% το Δεκέμβριο του 1992 και 19,1% τον Αύγουστο 1992, με αποτέλεσμα να βρίσκεται ήδη

μέσα στα όρια του νομισματικού στόχου για την περίοδο Δεκεμβρίου 1992 - Δεκεμβρίου 1993. Η διεύρυνση της διαφοράς των αποδόσεων μεταξύ χρεογράφων του Δημοσίου και καταθέσεων περιορίστηκε από τη σταδιακή μείωση των επιτοκίων των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου, που άρχισε στα τέλη του Απριλίου 1993 και δημιούργησε προσδοκίες περαιτέρω μειώσεων, επισπεύδοντας τις προγραμ-ματισμένες τοποθετήσεις των ιδιωτών σε κρατικά χρεόγραφα.

Η εξέλιξη του M4 στους πρώτους οκτώ μήνες του 1993, εκτός από την επιβράδυνση του M3 αντανακλά και τη σημαντική στροφή, στην πρωτογενή αγορά, από τα έντοκα γραμμάτια προς τα κρατικά χρεόγραφα διάρκειας μεγαλύτερης του ενός έτους. Πράγματι, στο διάστημα Ιανουαρίου - Αυγούστου 1993, σε αντίθεση με την αντίστοιχη περίοδο του 1992, οι καθαρές τοποθετήσεις ιδιωτών σε τίτλους του Δημοσίου δεν αφορούν αποκλειστικά έντοκα γραμμάτια αλλά, κατά μεγάλο μέρος, ομόλογα του Δημοσίου με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους.

Συγκεκριμένα, στο οκτάμηνο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1993 οι καθαρές δραχμικές τοποθετήσεις του μη τραπεζικού ιδιωτικού τομέα σε έντοκα γραμμάτια και ομόλογα του Δημοσίου ανήλθαν σε 539,9 δισεκ. δρχ. έναντι 574,7 δισεκ. δρχ. στην αντίστοιχη περίοδο του 1992. Αναλυτικότερα, στο οκτάμηνο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1993 οι καθαρές δραχμικές τοποθετήσεις ιδιωτών σε ομόλογα του Δημοσίου έφτασαν τα 139,5 δισεκ. δρχ. και οι αντίστοιχες σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου τα 400,4 δισεκ. δρχ., ενώ στην ίδια περίοδο του 1992 οι καθαρές δραχμικές τοποθετήσεις ιδιωτών σε ομόλογα του Δημοσίου ήταν αρνητικές (- 5,3 δισεκ. δρχ.) και εκείνες σε έντοκα γραμμάτια έφτασαν τα 580 δισεκ. δραχμές.

Ειδικότερα , η εξέλιξη αυτή αντανακλά την αποδυνάμωση των μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών, τη διεύρυνση της διαφοράς των κυμαινόμενων επιτοκίων των δραχμικών ομολόγων έναντι των επιτοκίων των έντοκων γραμματίων, καθώς και την προσφορά μεγαλύτερης ποικιλίας στις διάρκειες και τους όρους των ομολογιακών τίτλων. Παράλληλα, συντελεί στην αναγκαία επιμήκυνση της μέσης διάρκειας του δημοσίου χρέους. Στους πρώτους οκτώ μήνες του 1993, οι καθαρές τοποθετήσεις σε ομόλογα με ρήτρα συναλλάγματος που είχαν αγοραστεί με δραχμές ήταν αρνητικές, όπως και στην αντίστοιχη περίοδο του 1992 (καθαρές εξοφλήσεις 98 δισεκ. δρχ., έναντι 18,5 δισεκ.δρχ. το 1992).

4.2 Επιτόκια

Κατά την περίοδο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1993 σημειώθηκε σημαντική βαθμιαία πτώση στα ονομαστικά επιτόκια των τίτλων του Δημοσίου. Συγκεκριμένα, τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου (22,5% , 21% και 19% για τη δωδεκάμηνη, εξάμηνη και τρίμηνη διάρκεια αντίστοιχα) μειώθηκαν κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο τέλος Απριλίου 1993. Παράλληλα, τα επιτόκια των ομολόγων του Δημοσίου παρά τη μικρή μείωση που σημειώθηκε τους μήνες Φεβρουάριο και Μάρτιο, επανήλθαν στην τιμή που είχαν στην αρχή του έτους δηλαδή, στο ποσοστό 23,25% και 24,50% για τη διετή και πενταετή διάρκεια αντίστοιχα, τον μήνα Απρίλιο 1993.

Το Μάιο και στη συνέχεια, τον Ιούνιο μειώθηκαν κατά μισή μονάδα τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων για όλες τις διάρκειες. Η βαθμιαία πτώση των επιτοκίων των κρατικών τίτλων συνεχίστηκε τον Ιούλιο, οπότε τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων δωδεκάμηνης διάρκειας μειώθηκαν κατά μισή εκατοστιαία μονάδα και εκείνα των γραμματίων τρίμηνης και εξάμηνης διάρκειας κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας. Παράλληλα, τα επιτόκια των ομολόγων τριετούς, πενταετούς και επταετούς διάρκειας διαμορφώθηκαν σε 22% , 22,75% και 23% αντίστοιχα.

Σημειώνεται ότι, παρά τις διαδοχικές μειώσεις, κατά το επτάμηνο Ιανουαρίου - Ιουλίου 1993 τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων ήταν υψηλότερα από ό,τι στην αντίστοιχη περίοδο του 1992. Παράλληλα, σημειώνεται ότι το επιτόκιο των ομολόγων τριετούς διάρκειας τον Ιούλιο του 1993 ήταν υψηλότερο κατά μία εκατοστιαία μονάδα, από εκείνο του αντίστοιχου μήνα του 1992. Στο τέλος του Αυγούστου, τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων ετήσιας διάρκειας και των ομολόγων τριετούς διάρκειας ήταν κατά μισή εκατοστιαία μονάδα χαμηλότερα σε σχέση με τα αντίστοιχα επιτόκια στο τέλος Ιουλίου.

Ενώ τα επιτόκια των ομολόγων παρέμειναν σταθερά (21,5%) μέχρι το τέλος του έτους, τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων τρίμηνης και εξάμηνης διάρκειας αυξήθηκαν κατά μισή εκατοστιαία μονάδα και διαμορφώθηκαν στο 18% και 20% αντίστοιχα.

Δεδομένου ότι υπήρξε επιτάχυνση του πληθωρισμού στο εξάμηνο Ιανουαρίου - Ιουνίου 1993 κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα περίπου, τα πραγματικά επιτόκια σημείωσαν πτώση. Η άνοδος του πληθωρισμού αντιστράφηκε τον Αύγουστο 1993, επειδή τον Αύγουστο 1992 οι τιμές καταναλωτή είχαν επιβαρυνθεί από τα δημοσιονομικά μέτρα. Συνεπώς, εάν τα πραγματικά επιτόκια υπολογιστούν με βάση τον αναμενόμενο πληθωρισμό, η μεταβολή τους εμφανίζεται πολύ πιο περιορισμένη.

Πτωτική τάση παρατηρήθηκε και στο επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς κατά το πρώτο μόνο εξάμηνο του 1993, ενώ στο δεύτερο εξάμηνο σημειώθηκε συνεχής άνοδος του διατραπεζικού επιτοκίου.

Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε ένα άρθρο από τον "Οικονομικό Ταχυδρόμο" από το τεύχος Μάιος 1993 το οποίο αναφέρεται στην εξέλιξη των εντόκων γραμματίων σαν το πιο αξιόλογο είδος επένδυσης κατά το τρέχον έτος.

" Τα τελευταία στοιχεία τα σχετικά με τη πορεία των τραπεζικών καταθέσεων το 1993 επιβεβαιώνουν ό,τι όλοι ανέμεναν : οι καταθέσεις είναι σοβαρά μειωμένες. Συγκεκριμένα, το πρώτο τρίμηνο του έτους έχουν μειωθεί κατά 499 δισ. δραχμές ενώ πέρυσι στο ίδιο διάστημα είχαν μειωθεί κατά 182 δισ. δραχμές.

Τι εκφράζει, λοιπόν, αυτή η εξέλιξη; Που οφείλεται και τι επιπτώσεις μπορεί να έχει; Αυτά είναι σοβαρά και εύλογα ερωτήματα του κοινού : ίσως μάλιστα είναι αυτά, τα οποία παρακίνησαν και τις επίσημες αρχές - την Τράπεζα της Ελλάδος εν προκειμένω μέσω του υπουργείου Εθνικής Οικονομίας - να εκδώσουν (για πρώτη φορά) επεξηγηματική ανακοίνωση, η οποία να περιλαμβάνει και τα στοιχεία για το τρίμηνο νομισματικής κυκλοφορίας. Αυτό το μέγεθος - κατά την ανακοίνωση - εξελίσσεται πολύ καλά, δηλαδή πτωτικά : στο τέλος του Δεκεμβρίου το M4 έτρεχε με 15%, έναντι στόχου 9% - 12% στο τέλος του 1993.

Έχοντας υπ' όψη μας και την ανάλυση των καταθέσεων έως το Φεβρουάριο καθώς και την πορεία της αγοράς εντόκων γραμματίων και Repos, προκύπτει ότι **η κύρια αιτία της μείωσης των καταθέσεων είναι η μετατόπιση καταθέσεων στην αγορά εντόκων γραμματίων, ιδίως το τελευταίο διάστημα.** Η κύρια μετατόπιση έγινε από τις καταθέσεις ταμειυτηρίου. Και είναι λογικό εφόσον για τη περίοδο, που αναφερόμαστε το επιτόκιο της κατάθεσης ήταν 18% προ φορολογίας, και 15,30% μετά την αφαίρεση του φόρου, ενώ αντίθετα το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων ήταν 22,50% (τότε, τώρα 22,25%) δηλαδή υπήρχε μία διαφορά 7 μονάδων ως προς την απόδοση (και φυσικά αφορολόγητα) . Πολλοί λένε ότι με τόση διαφορά, ασφαλώς η αντοχή των καταθέσεων και ειδικά αυτών του ταμειυτηρίου είναι μοναδική.

Αντίθετα τα ετήσια έντοκα γραμμάτια, αυξήθηκαν κατά 373 δισ. δραχμές το πρώτο τρίμηνο έναντι αύξησης 188 δισ. δραχμές πέρυσι. Η αύξηση των repos ήταν μικρή : 182,1 δισ. έναντι 144,7 δισ. πέρυσι άρα μικρό μέρος των καταθέσεων πήγε προς αυτά.

Ο άλλος λόγος μείωσης των καταθέσεων είναι η πορεία των εισοδημάτων, ιδιαίτερα των μικρών και μεσαίων εισοδηματικών ομάδων, οι οποίες είναι και οι βασικοί πελάτες των καταθέσεων ταμειυτηρίου. Η περαιτέρω μείωση των εισοδημάτων αυτών, είτε μπορεί να οδήγησε σε αναλήψεις, είτε σε μη καταθέσεις.

Η ανακοίνωση της Τράπεζας Ελλάδος υποστηρίζει ότι οι εξελίξεις αυτές “ **στο συνόλό τους** ” κρίνονται ικανοποιητικές. Αλλά καμιά φορά “ το σύνολο ” συσκοτίζει το τι ακριβώς συμβαίνει “ **στα επιμέρους** ” μεγέθη, τόσο ώστε η εικόνα “ του συνόλου ” να είναι κάπως διαφορετική. Ακόμη πιο διαφορετική είναι η εικόνα, αν απομακρυνθούμε από την οπτική της **νομισματικής** πολιτικής και προχωρήσουμε στην **οικονομική** πολιτική.

Στην τελευταία περίπτωση, για παράδειγμα, η μείωση των καταθέσεων παραπέμπει στα επιτόκια. Δηλαδή σε μιά περίοδο κατά την οποία η επιθυμία και ανάγκη μείωσης των επιτοκίων είναι φανερή, η μείωση των καταθέσεων **πιέζει τα επιτόκια** των τραπεζών προς τα πάνω. Είναι αλήθεια ότι ύστερα από την μετατροπή του μεγάλου αριθμού τριμήνων εντόκων των τραπεζών σε ετήσια ή και περισσότερο, η απόδοση και άρα η κερδοφορία των τραπεζών ενισχύθηκε πολύ. Άρα δεν πιέζονται ως προς την κερδοφορία τους από την μείωση των καταθέσεων. Υπάρχει όμως μείζον θέμα **ρευστότητας**. Και ασφαλώς θα απασχολεί τις νομισματικές αρχές το γεγονός ότι εκατοντάδες δισεκατομμύρια που μέσω των πληρωμών - δαπανών του Δημοσίου ξαναέρχονται στην “ αγορά ”, δεν επιστρέφουν στις τράπεζες ως καταθέσεις. Τι γίνονται ;

Η ανακοίνωση της Τράπεζας της Ελλάδος είναι αλήθεια ότι θεωρεί ικανοποιητικές τις εξελίξεις διότι οι στόχοι - αρκετά φιλόδοξοι, δηλαδή σκληροί λόγω του στόχου συμπίεσης του πληθωρισμού - της νομισματικής κυκλοφορίας βαίνουν καλώς. Μάλιστα βαίνουν καλώς με διπλό τρόπο : όπως ήδη σημειώσαμε, υπάρχει μεγάλη επιβράδυνση, κάτι που αντανακλά επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς το δημόσιο τομέα. Αντίθετα προς τον ιδιωτικό τομέα - πολύ προσωρινά στοιχεία - η πιστωτική επέκταση κινείται με τον ρυθμό του τέλους του 1992. Δηλαδή και σφιχτή νομισματική πολιτική και ταυτόχρονα χαλαρή : και τα δύο μάλιστα εκεί που χρειάζεται, είναι σαν να μας λέει η Τράπεζα της Ελλάδος....

Είναι όμως έτσι ακριβώς ; Είναι αλήθεια ότι προσωρινά στοιχεία λένε ότι οι τράπεζες δεν ήταν οι κύριοι πελάτες των τελευταίων πωλήσεων εντόκων γραμματίων του Δημοσίου, άρα αυτή η διόγκωσή τους δεν υποκρύπτει πιστώσεις από τον τραπεζικό τομέα. Αλλά σε πόση έκταση συμβαίνει αυτό; Είναι αλήθεια ότι κυρίως το M3, (δηλαδή το νόμισμα μαζί με τις καταθέσεις ιδιωτών, τα γeros και τα τραπεζικά ομόλογα), το οποίο τρέχει με 12,5% είναι κυρίως αυτό που “ μετρά ” όταν αναφερόμαστε στις επιπτώσεις πάνω στον πληθωρισμό. Όμως και το M4, (δηλαδή το M3 + τίτλοι Δημοσίου ενός έτους), το οποίο επιβραδύνεται τόσο λίγο - 18,9% έναντι 19,7% το προηγούμενο έτος - σε ετήσια βάση, είναι ένα νομισματικό μέγεθος που έχει την αξία του.

Η ανακοίνωση της Τράπεζας Ελλάδος

Η ανακοίνωση της Τράπεζας Ελλάδος έχει ως εξής :

“ Η προσφορά χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) που περιλαμβάνει τη νομισματική κυκλοφορία, τις ιδιωτικές καταθέσεις, τα γeros και τα τραπεζικά ΕΤΒΑ κ.λ.π. ομόλογα μειώθηκε, με βάση προσωρινά στοιχεία, κατά 522 δισ. δραχμές το τρίμηνο Ιανουαρίου - Μαρτίου 1993 έναντι μείωσης κατά 246 δισ. δραχμές το αντίστοιχο διάστημα του 1992. Ο στόχος για το 1993 είναι να επιβραδυνθεί ο ρυθμός αύξησης του M3 σε 9 - 12% μέχρι το τέλος του έτους από 15% στο τέλος του 1992. Μετά τη σημαντική μείωση στο πρώτο τρίμηνο ο ρυθμός αύξησης του M3 στο τέλος Μαρτίου του τρέχοντος έτους περιορίστηκε ήδη σε 12,5% .

Η επιβράδυνση του M3 αντανάκλα τη δραστική μείωση των καταθέσεων (499 δισ. δραχμές έναντι μείωσης κατά 182 δισ. δραχμές στην αντίστοιχη περίοδο του 1992), ενώ ο ρυθμός μεταβολής της νομισματικής κυκλοφορίας δεν παρουσίασε αισθητή διαφοροποίηση. Στην ίδια περίοδο η αύξηση των γeros σε πολύ μικρή έκταση αντιστάθμισε τη μείωση των καταθέσεων, με αποτέλεσμα τη σημαντική, όπως προαναφέρθηκε, επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του M3.

Αντίθετα οι τοποθετήσεις σε τίτλους του Δημοσίου (έντοκα γραμμάτια και ομόλογα διάρκειας ενός έτους) αυξήθηκαν κατά 373 δισ. δραχμές έναντι αύξησης κατά 188 δισ. δραχμές στο πρώτο τρίμηνο του 1992. Λόγω της σημαντικής αυτής μετατόπισης των αποταμιεύσεων προς τους τίτλους του Δημοσίου το ευρύτερο μέγεθος M4, το οποίο περιλαμβάνει και αυτές τις τοποθετήσεις, εμφάνισε πολύ μικρότερη επιβράδυνση (ο ρυθμός αύξησης του M4 σε δωδεκάμηνη βάση περιορίστηκε από 19,7% στο τέλος Δεκεμβρίου 1992 σε 18,9% στο τέλος Μαρτίου 1993).

Οι εξελίξεις του πρώτου τριμήνου κρίνονται στο σύνολό του ικανοποιητικές, δεδομένου ότι η σημαντική πρόοδος που έχει συντελεστεί προς την κατεύθυνση της προσέγγισης των νομισματικών στόχων αντανάκλα την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς το δημόσιο τομέα της οικονομίας.

Αντίθετα, σύμφωνα με πολύ προσωρινά στοιχεία, η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα κινείται με τον ίδιο περίπου ρυθμό του τέλους του 1992. ”

Στους πίνακες που ακολουθούν μπορούμε να δούμε πως διακυμάνθηκαν τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και κρατικών ομολόγων κατά το έτος 1993.

ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ		
	1993	3ΜΗΝΑ	6ΜΗΝΑ
19.01.1993	-	-	22,50%
31.01.1993	19%	21%	22,50%
12.02.1993	-	-	22,50%
28.02.1993	19%	21%	22,50%
15.03.1993	-	-	22,50%
31.03.1993	19%	21%	22,50%
12.04.1993	-	-	22,50%
30.04.1993	18,75%	20,75%	22,25%
17.05.1993	-	-	22%
31.05.1993	18,25%	20,25%	21,75%
15.06.1993 (11.6.93)	(18%)	(20%)	21,50%
30.06.1993	17,75%	19,75%	21,25%
15.07.1993	-	-	21%
31.07.1993	17,50%	19,50%	20,75%
16.08.1993	-	-	20,50%
31.08.1993	17,50%	19,50%	20,25%
17.09.1993	-	-	20,25%
30.09.1993	18%	20%	20,25%
15.10.1993	-	-	20,25%
31.10.1993	18%	20%	20,25%
15.11.1993	-	-	20,25%
30.11.1993	18%	20%	20,25%
16.12.1993	-	-	20,25%
31.12.1993	18%	20%	20,25%

ΔΡΑΧΜΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ				
	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	7ΕΤΗ
19.01.1993	23,25%K			24,50%K	
31.01.1993	23,25%K			24,50%K	
12.02.1993				24,50%	
22.02.1993	21,50%	ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑ			
28.02.1993		23,75%K		24,50%K	

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ				
	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	7ΕΤΗ
15.03.1993	21,25%			24,50%K	
31.03.1993	23,25%K			24,50%K	
12.04.1993	23,25%			24,50%K	
30.04.1993					24,25%K
24,50%K					
17.05.1993				24%K	
31.05.1993	22,50%K	23%K		23,75%K	24%K
15.06.1993		22,75%K		23,50%K	23,75%K
30.06.1993		22,50%K		23,25%K	23,50%K
15.07.1993		22,25%K		23%K	23,25%K
31.07.1993		22%K		22,75%K	23%K
16.08.1993		21,75%K		22,50%K	22,75%K
31.08.1993		21,50%K		22,25%K	22,50%K
17.09.1993		21,50%K		22,25%K	22,50%K
30.09.1993		21,50%K		22,25%K	22,50%K
15.10.1993		21,50%K		22,25%K	22,50%K
31.10.1993		21,50%K		22,25%K	22,50%K
15.11.1993		21,50%K		22,25%K	22,50%K
30.11.1993		21,50%K		22,25%K	22,50%K
16.12.1993		21,50%K		22,25%K	22,50%K
31.12.1993		21,50%K		22,25%K	22,50%K

K = κυμαινόμενο επιτόκιο

ΠΗΓΗ : Τράπεζα της Ελλάδος
 Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου
 Τμήμα Έντοκων Γραμματίων και
 Ομολόγων του Δημοσίου

5. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1994

5.1 Ρευστότητα της οικονομίας

Η προσφορά χρήματος με την ευρεία έννοια (M3), αυξήθηκε στο οχτάμηνο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1994 κατά 233,5 δισεκ. δρχ. έναντι αύξησης κατά 713,7 δισεκ. δρχ. στην αντίστοιχη περίοδο του 1993. Η εξέλιξη της ρευστότητας στο οχτάμηνο του τρέχοντος έτους δεν χαρακτηρίστηκε από μια σταθερή πορεία. Μέχρι και τον Απρίλιο ο ρυθμός αύξησης του M3 ήταν υψηλός (16-17%), δεδομένου ότι είχε σημειωθεί επιτάχυνση σε σχέση με το ρυθμό του Δεκεμβρίου 1993 (15%) και η απόκλιση από το στόχο για το 1994 (8 -11%) ήταν σημαντική. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως το πλεόνασμα του βασικού ισοζυγίου εξωτερικών πληρωμών, που συνέβαλε θετικά στη δημιουργία ρευστότητας κατά την εν λόγω περίοδο.

Από το Μάιο του 1994 ο ρυθμός αύξησης του M3 άρχισε να επιβραδύνεται σταδιακά, με αποτέλεσμα να διαμορφωθεί στο 10,6% τον Αύγουστο. Η επιβράδυνση αυτή συνδέεται με την υποκατάσταση προθεσμιακών καταθέσεων μικρής διάρκειας και γeros που διακρατούσαν οι ιδιώτες με κρατικά ομόλογα από τα χαρτοφυλάκια των τραπεζών λήξεως 30ής Σεπτεμβρίου 1994 και με τοκομερίδια άλλων ομολογιακών εκδόσεων του Δημοσίου.

Η υποκατάσταση αυτή ήταν επωφελής για τους αποταμιευτές, δεδομένου ότι αφορούσε τοποθετήσεις εξίσου μικρής διάρκειας με τις καταθέσεις και τα γeros, αλλά με το πλεονέκτημα της απαλλαγής τους από τη φορολογία. Επιπλέον, στην επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του M3 στο δίμηνο Ιουνίου - Ιουλίου 1994 συνέβαλε η εκροή κεφαλαίων, η οποία προκλήθηκε από τις πιέσεις που εκδηλώθηκαν στην αγορά συναλλάγματος. Στη συνέχεια, με τη σταδιακή υποχώρηση των πιέσεων αυτών, η Τράπεζα της Ελλάδος σε όλη τη διάρκεια του Αυγούστου απορροφούσε κεφάλαια από τη διατραπεζική αγορά, προκειμένου να εξουδετερώσει τη θετική συμβολή του εξωτερικού τομέα στη δημιουργία ρευστότητας, λόγω του πλεονάσματος του βασικού ισοζυγίου πληρωμών.

Σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία, η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του M3 συνεχίστηκε και τον επόμενο μήνα και ο ρυθμός αυτός διαμορφώθηκε το Σεπτέμβριο σε 9,7%. Ο ρυθμός αύξησης του M3 το Σεπτέμβριο κινείται μέσα στα όρια του στόχου 8 -11% που έχει τεθεί για το έτος 1994.

Η περαιτέρω επιβράδυνση του Σεπτεμβρίου αντανακλά την υποκατάσταση καταθέσεων προθεσμίας και γeros με κρατικούς τίτλους του Δημοσίου που αγοράστηκαν στην πρωτογενή αγορά.

Σημειώνεται ότι στο τέλος Σεπτεμβρίου οι τοποθετήσεις των ιδιωτών σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου ήταν ιδιαίτερα υψηλές. Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του M3 δεν αντανακλά ανάλογο περιορισμό της ρευστότητας της οικονομίας.

Το M4, που χρησιμοποιείται ως συμπληρωματικός δείκτης ρευστότητας της οικονομίας, αυξανόταν με ρυθμούς χαμηλότερους από ό,τι οι αντίστοιχοι για το M3 κατά την περίοδο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1994. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του M4 μειώθηκε από 15,3% το Δεκέμβριο του 1993 σε 10% τον Αύγουστο, εξέλιξη που αντανακλά τη μείωση των τοποθετήσεων των ιδιωτών σε νέους τίτλους του Δημοσίου. Παράλληλα, παρατηρήθηκε μείωση της συμμετοχής των βραχυπρόθεσμων τίτλων στο σύνολο της διάθεσης τίτλων του Δημοσίου. Η μείωση αυτή συνδέεται, μεταξύ άλλων, με τη στροφή του κοινού σε βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις στη δευτερογενή αγορά. Σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία, ο ετήσιος ρυθμός του M4 παρουσίασε τον επόμενο μήνα μικρή επιτάχυνση και διαμορφώθηκε σε 10,7% περίπου στο τέλος Σεπτεμβρίου. Λόγω του ότι ο δείκτης M4 δεν περιλαμβάνει τα κρατικά χρεόγραφα με εναπομένονσα διάρκεια μέχρι ένα έτος που αποκτήθηκαν στη δευτερογενή αγορά, αλλά μόνο χρεόγραφα με αρχική διάρκεια μέχρι ένα έτος που αγοράστηκαν στην πρωτογενή αγορά, η εξέλιξη του M4 όπως και του M3 υποεκτιμά τη συνολική ρευστότητα της οικονομίας.

Ειδικότερα, στο οκτάμηνο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1994 οι καθαρές τοποθετήσεις του μη τραπεζικού ιδιωτικού τομέα στην πρωτογενή αγορά κρατικών χρεογράφων ανήλθαν σε 456,4 δισεκ. δρχ. έναντι 539,0 δισεκ. δρχ. στην αντίστοιχη περίοδο του 1993. Αναλυτικότερα, οι καθαρές τοποθετήσεις των ιδιωτών σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου ήταν αρνητικές (-135,9 δισεκ. δρχ.), ενώ στην αντίστοιχη περίοδο του 1993 είχαν ανέλθει στο ύψος των 400,4 δισεκ. δρχ. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά, εκτός από τις αυξημένες αγορές χρεογράφων από τους ιδιώτες στη δευτερογενή αγορά, και την εκτεταμένη προσφυγή του Δημοσίου στην πώληση ομολόγων με ρήτρα συναλλάγματος με ικανοποιητικές αποδόσεις κατά την περίοδο της συναλλαγματικής αναταραχής.

Η αρνητική επίπτωση του M4, λόγω σημαντικά μειωμένης διάθεσης έντοκων γραμματίων του Δημοσίου, αντισταθμίστηκε εν μέρει από τη σημαντική αύξηση των καθαρών πωλήσεων ομολόγων με ρήτρα συναλλάγματος διάρκειας ενός έτους, οι οποίες αυξήθηκαν από 0,2 δισεκ. δρχ. στο οκτάμηνο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1993 σε 276,8 δισεκ. δρχ. στην αντίστοιχη περίοδο του 1994. Υψηλότερες επίσης ήταν και οι καθαρές τοποθετήσεις των ιδιωτών σε ομόλογα με διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους στην πρωτογενή αγορά, τα οποία δεν περιλαμβάνονται στο M4. Οι τοποθετήσεις αυτές

αυξήθηκαν από 138,4 δισεκ. δρχ. στην περίοδο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1993 σε 315,5 δισεκ. δρχ. στην αντίστοιχη περίοδο του 1994. Σημειώνεται ότι οι καθαρές πωλήσεις τίτλων του Δημοσίου στους ιδιώτες το Σεπτέμβριο, σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία, ήταν ιδιαίτερα υψηλές σε σύγκριση με τον αντίστοιχο μήνα του 1993, με αποτέλεσμα στο εννεάμηνο Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 1994 να ανέλθουν σε 722,5 δισεκ. δρχ. έναντι 573,7 δισεκ. δρχ. στην αντίστοιχη περίοδο του 1993.

5.2 Επιτόκια

Μεταξύ αρχής και τέλους της περιόδου Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 1994 σημειώθηκε ελαφρά μείωση των επιτοκίων των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας για τη δωδεκάμηνη διάρκεια και κατά μία εκατοστιαία μονάδα για την εξάμηνη διάρκεια. Παράλληλα, την ίδια περίοδο τα επιτόκια των ομολόγων τριετούς και επταετούς διάρκειας μειώθηκαν κατά μισή εκατοστιαία μονάδα, ενώ το επιτόκιο της πενταετούς διάρκειας μειώθηκε κατά 0,75 της εκατοστιαίας μονάδας.

Αναλυτικότερα, στο πρώτο τρίμηνο του 1994 η τάση των επιτοκίων των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου ήταν πτωτική. Η μείωσή τους στην περίοδο αυτή κυμάνθηκε από 1,75 έως 2,5 εκατοστιαίες μονάδες. Η μεγαλύτερη μείωση (-2,5%) σημειώθηκε στα έντοκα γραμμάτια εξάμηνης διάρκειας. Επιπλέον, το Μάρτιο ελαττώθηκε η διαφορά επιτοκίων μεταξύ κρατικών δραχμικών ομολόγων και ετήσιων έντοκων γραμματίων κατά 0,25 έως και 0,75 της εκατοστιαίας μονάδας. Στην περίπτωση αυτή, η μεγαλύτερη μείωση αφορούσε τα δραχμικά ομόλογα επταετούς διάρκειας. Με την εκδήλωση της νομισματικής αναταραχής, η αβεβαιότητα που επικράτησε αμέσως μετά την πλήρη απελευθέρωση της κίνησης βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων στις 16 Μαΐου 1994, καθώς και η γενική άνοδος των επιτοκίων που ακολούθησε, ανάγκασαν το Δημόσιο να προβεί σε σημαντική αύξηση των επιτοκίων στους δραχμικούς τίτλους μικρής διάρκειας.

Συγκεκριμένα, στα τέλη Μαΐου τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων τρίμηνης διάρκειας αυξήθηκαν από 16% σε 25,5% και των γραμματίων εξάμηνης διάρκειας από 17,5% σε 19%. Τον Ιούλιο το επιτόκιο των τρίμηνων έντοκων γραμματίων μειώθηκε στο 18%, των εξάμηνων έντοκων γραμματίων παρέμεινε αμετάβλητο όπως και κατά τον προηγούμενο μήνα (19%), ενώ το επιτόκιο για τη δωδεκάμηνη διάρκεια αυξήθηκε στο 20%. Έκτοτε τα επιτόκια έντοκων γραμματίων τρίμηνης και εξάμηνης διάρκειας παρέμειναν αμετάβλητα μέχρι το τέλος Οκτωβρίου, οπότε αποφασίστηκε η μείωσή τους κατά 1,5 εκατοστιαίες μονάδες.

Τα επιτόκια δωδεκάμηνης διάρκειας από τα μέσα Οκτωβρίου σημείωσαν τρεις διαδοχικές μειώσεις, με αποτέλεσμα να διαμορφωθούν στο 18,75% στα μέσα Νοεμβρίου. Στα τέλη Νοεμβρίου, τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων τρίμηνης, εξάμηνης και δωδεκάμηνης διάρκειας μειώθηκαν κατά μισή εκατοστιαία μονάδα (16% ,17% ,18,25% αντίστοιχα) και μέχρι τα μέσα Δεκεμβρίου τα έντοκα γραμμάτια δωδεκάμηνης διάρκειας παρουσί-ασαν μία ακόμη μικρή μείωση κατά μισή εκατοστιαία μονάδα. Κατά το τρίμηνο Φεβρουαρίου - Μαΐου τα επιτόκια των δραχμικών ομολόγων τριετούς, πενταετούς και επταετούς διάρκειας μειώθηκαν κατά 0,75%, 1% και 0,75% αντίστοιχα. Στα τέλη Σεπτεμβρίου 1994 τα επιτόκια παρουσίασαν μία άνοδο κατά 1,5 εκατοστιαίες μονάδες σε όλες τις διάρκειες. Όμως, στο τέλος Δεκεμβρίου παρατηρούμε τη μεγαλύτερη πώση των επιτοκίων στα ομόλογα που έγινε μέσα στο τρέχον έτος (- 2,5%) και τα επιτόκια τριετούς, πενταετούς και επταετούς διάρκειας διαμορφώθηκαν σε 18,5% , 19% και 19,5% αντίστοιχα.

Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε ένα άρθρο από τον Οικονομικό Ταχυδρόμο στο τεύχος του Απριλίου 1994 που αναφέρεται στην κόπωση των ομολόγων και την προσφυγή στον εξωτερικό δανεισμό.

“ Ίσως η κόπωση που εμφανίστηκε στις δύο τελευταίες σειρές των κρατικών ομολόγων (31 Μαρτίου και 15 Απριλίου) να εξηγείται κατά μεγάλο μέρος από εποχικούς παράγοντες ή από ένα μπουκοτάζ των θεσμικών επενδυτών που έχουν εξεγερθεί από τη φορολόγηση με 15% των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το γεγονός, πάντως, ότι οι νέες αγορές ομολόγων δεν κάλυψαν τις αντίστοιχες λήψεις ήχησε ως κώδων κινδύνου για το οικονομικό επιτελείο της κυβερνήσεως, το οποίο μελετά τις νέες εξελίξεις, διερευνά τα αίτια και την έκταση αυτής της κόπωσης και καταλήγει ήδη στην λήξη των πρώτων διορθωτικών μέτρων. Τα μέτρα αυτά είναι η προσφυγή στον εξωτερικό δανεισμό και το πάγωμα των επιτοκίων των κρατικών ομολόγων στα σημερινά υψηλά τους επίπεδα, πράγμα που σημαίνει πρόωρη εγκατάλειψη της πολιτικής της σταδιακής μείωσης των επιτοκίων που πραγματοποιείτο με ρυθμό 0,25% ανά δεκαπενθήμερο.

Βεβαίως, το πάγωμα στα επιτόκια έγινε, όχι μόνο για να παραμείνει ελκυστική η αγορά των κρατικών τίτλων, αλλά και γιατί από την 1η Ιουλίου θα απελευθερωθεί η κίνηση κεφαλαίων και συνεπώς το μόνο όπλο υπεράσπισης της δραχμής που απομένει είναι το ύψος του επιτοκίου. Παρά το γεγονός ότι η απελευθέρωση είχε ήδη καλύψει τις μεσομακροπρόθεσμες τοποθετήσεις, η ισχύουσα απαγόρευση για τις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές επέτρεπε στην Τράπεζα της Ελλάδος να στηρίζει και με διοικητικά μέτρα την ισοτιμία της δραχμής. Το γεγονός π.χ. ότι απαγορεύονταν στις ξένες τράπεζες να δανείζονται δραχμές για χρονικό διάστημα μικρότερο από τρεις

μήνες αποτελούσε ένα ανάχωμα στην κερδοσκοπία από το εξωτερικό.

Από 1ης Ιουλίου, όμως, με την ολοκληρωτική απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων η ισοτιμία της δραχμής θα διαμορφώνεται κάτω από τη πίεση της προσφοράς και της ζήτησης, που θα υπάρχει για το εθνικό μας νόμισμα, το οποίο θα ζητείται εφ' όσον επενδυτές και αποταμιευτές θα έχουν καλή εικόνα και θετικές προοπτικές για το μέλλον της οικονομίας μας και θα προσφέρεται στην αντίθετη περίπτωση. Στη δυσμενή όμως αυτή δεύτερη περίπτωση, μπορεί να παρέμβει η κερδοσκοπία και με αθρόες πωλήσεις δραχμών να πιέσει την κυβέρνηση για υποτίμηση.

Το ελληνικό σκάφος, πρόκειται να πλεύσει σε άγνωστα και τρικυμιώδη ύδατα με πολλούς υφάλους, χωρίς στο εσωτερικό της χώρας να υπάρχουν οι συνθήκες που εμπνέουν εμπιστοσύνη, αφού το κεντρικό πρόβλημα της οικονομίας, το δημοσιονομικό, δεν είναι ακόμη φανερό πως θα εξελιχθεί, θετικά ή αρνητικά. Με δεδομένη την κατάσταση αυτή και με αβέβαιες τις προοπτικές για το μέλλον, η απόφαση να κρατηθούν σταθερά τα επιτόκια είναι πράξη σωφροσύνης. Η σχετική εισήγηση έγινε από τον Διοικητή της Τραπέζης Ελλάδος και έγινε αμέσως δεκτή από τον Πρόεδρο της Κυβερνήσεως, τον οποίο και ενημέρωσε σχετικώς.

Επιστρέφοντας στην αρχή του σημειώματος αυτού και αναφερόμενοι στην περίφημη κόπωση της αγοράς ομολόγων, πρέπει να πούμε ότι η ερμηνεία των εποχιακών επιδράσεων (λόγω Πάσχα οι ανάγκες σε ρευστό είναι υψηλές) δεν πείθει, ενώ από την άλλη πλευρά, αν πράγματι, όπως εγράφη στις εφημερίδες (" Εξπρές" 16 Απριλίου 1994) έγινε μπούκοτζ από τους θεσμικούς επενδυτές, αποδεικνύει ότι η κυβέρνηση μάλλον απερίσκεπτα προχώρησε στην φορολογία του 15% όταν είναι γνωστό ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια, ιδιαίτερα των κατηγοριών σταθερού εισοδήματος και διαχειρήσεως διαθέσιμων, επενδύουν τις τοποθετήσεις των μεριδιούχων τους κατά κανόνα σε τίτλους του Δημοσίου. Είναι φυσικό, λοιπόν, μετά τη φορολόγηση τα αμοιβαία να απομακρύνονται από την αγορά των ομολόγων.

Πάντως, η ρευστότητα της οικονομίας παραμένει πολύ υψηλή (η προσφορά χρήματος αυξάνει με ρυθμό γύρω στο 17% και αυτό ανησυχεί ιδιαίτερα την Τράπεζα Ελλάδος, που έχει θέσει στόχο το 9%), στα χέρια των ιδιωτών παραμένουν μεγάλα διαθέσιμα και απόδειξη ότι παρά την πτωτική εξέλιξη της Σοφοκλέους οι δημόσιες εγγραφές νεοεισερχομένων στο Χρηματιστήριο εταιριών προσελκύουν ποσά πολλαπλάσια των αιτουμένων. Αν συνεπώς κλονιστεί η εμπιστοσύνη των αποταμιευτών και ένα μέρος αυτών επωφελούμενο της απελευθέρωσης επιλέγει μετά την 1η Ιουνίου, το δρόμο του εξωτερικού, η κατάσταση που θα προκύψει συναλλαγματικά θα είναι

κρίσιμη, γι' αυτό ας επαναλάβουμε για δεύτερη φορά ότι ήταν πράξη σωφροσύνης η απόφαση για πάγωμα των επιτοκίων.

Άλλωστε, η προσφυγή στον εξωτερικό δανεισμό θα επιδεινώσει τα νομισματικά προβλήματα, αφού το Δημόσιο θα δανεισθεί από την αγορά της Φρανκφούρτης περίπου 1 δισεκ. δολάρια και θα τα δώσει στην Τράπεζα Ελλάδος για ενίσχυση του συναλλαγματικού μας αποθέματος και η τελευταία θα εκδώσει αντίστοιχες δραχμές που θα επιβαρύνουν την ήδη υψηλή νομισματική κυκλοφορία. Βεβαίως, ο προϋπολογισμός του 1994 προέβλεπε ότι το συνολικό έλλειμα της χρήσεως ύψους 4.861 δισεκ. δραχμές θα καλυφθεί για τα 3.761 δισεκ. δραχμές από πηγές εσωτερικού (έντοκα γραμμάτια - ομόλογα) και για ένα 1.100 δισεκ. δραχμές από πηγές εξωτερικού δηλαδή με δανεισμό. Δεδομένων όμως των προβλημάτων που ως γνωστόν συνδέονται με τον εξωτερικό δανεισμό, θα ήταν ευχής έργο να αποφευχθεί και αυτό είχε καταστεί δυνατό μέχρι τώρα, αφού οι δαπάνες του προϋπολογισμού συγκρατούνταν και η εσωτερική αποταμίευση κάλυπτε ευχερώς τις ανάγκες. **Η κόπωση στην αγορά ομολόγων, όμως, ανάγκασε το Δημόσιο να επισπεύσει τον εξωτερικό δανεισμό, αφού ταυτόχρονα και τα εσοδά του θα πήγαιναν καλά.**

Όπως είναι ήδη γνωστό τα δημόσια έσοδα στο πρώτο τρίμηνο αυξήθηκαν με ρυθμό μόλις 11% έναντι προβλέψεως του προϋπολογισμού 21,4% και αν ο ρυθμός αυτός δεν έχει μεταβληθεί δραστικά επί τα βελτίω στους προσεχείς μήνες, θα έχουμε στο τέλος του χρόνου απόκλιση στο έλλειμα που μπορεί να φθάσει από 550 - 750 δισεκ. δρχ. . Θα πρόκειται για τραγωδία, αφού με ανοικτά ήδη όλα τα εθνικά μέτωπα (από Αλβανία και Σκόπια μέχρι Τουρκία) το κρούσμα αυτό αναξιοπιστίας στην οικονομική πολιτική θα δώσει το σύνθημα για μια γενικότερη επίθεση εναντίον μας από όλους όσοι από καιρό μας συστήνουν αλλαγή πορείας. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο αλλά και οι τράπεζες του εξωτερικού που μας δανείζουν θα υιοθετήσουν πλέον μια σκληρή στάση, που θα μας στοιχίσει ακριβά.

Οι κίνδυνοι που ανοίγονται για τη χώρα είναι πλέον όχι μόνο οικονομικοί, αλλά και εθνικοί και η κυβέρνηση μέσα στις έκτακτες αυτές συνθήκες δικαιούται όχι απλώς να αδιαφορήσει για τις αντιδράσεις των συντεχνιών στα αντικειμενικά κριτήρια και στο φορολογικό νομοσχέδιο, αλλά να σπεύσει να καταγγείλει αυτά τα προκλητικά κρούσματα εγωϊστικής και αντικοινωνικής συμπεριφοράς. Μόνο η αυστηρή εφαρμογή του νομοσχεδίου και προπαντός η άτεγκτη τήρηση των διατάξεων κατά της φοροδιαφυγής μπορούν να προσφέρουν μία έξοδο σωτηρίας για την ελληνική οικονομία.

Ο Υπουργός Οικονομικών προσδοκά ότι τον Απρίλιο θα υπάρξει σημαντική αύξηση του ρυθμού των φορολογικών εσόδων μετά από την έκταση των ελέγχων για το ΦΠΑ και την καταβολή της πρώτης

δόσης από τη ρύθμιση των χρεών στις 28 του μηνός. Μακάρι να επαληθευθούν οι προβλέψεις, όμως η χώρα έχει ανάγκη από πολλούς αποδοτικούς μήνες και μόνο η περιστολή της φοροδιαφυγής μπορεί να εξασφαλίσει τον επιθυμητό ρυθμό αύξησης των εσόδων. ”

Ποιές πλάνες επικρατούν για τα επιτόκια

Λίγα θέματα είναι τόσο δυσπρόσιτα στον κοινό νοου, λίγα θέματα είναι τόσο εκρηκτικής σημασίας για την επιβίωση της ελληνικής οικονομίας όσο οι χειρισμοί των επιτοκίων και οι επιπτώσεις τους στη διαχείριση του δημόσιου χρέους. Σε μια προσπάθεια να πληθύνουν οι απόψεις που έχουν διατυπωθεί στο θέμα αυτό, φιλοξενούμε μια επίκαιρη και αποκαλυπτική συνέντευξη με τον Αντώνη Ζιούδα, διευθύνοντα σύμβουλο μιας μεγάλης διεθνούς εταιρίας επενδύσεων.

-- Κύριε καθηγητά, στην παρούσα φάση της ελληνικής οικονομίας, ποιά μέτρα μπορούν να ληφθούν ώστε τα επιτόκια να πάψουν να απογοητεύουν τους επενδυτές που θέλουν να κάνουν παραγωγικές επενδύσεις ;

♦ Πράγματι, θίγεται ένα θέμα πολύ σοβαρό για την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Το ύψος των ελληνικών επιτοκίων είναι απαγορευτικό για αναπτυξιακές επενδύσεις, πυροδοτεί την αύξηση του χρέους και ως εκ τούτου συμβάλλει στο να αποκλίνει η ελληνική οικονομία από τους στόχους που θέτει η οικονομική και νομισματική ένωση. Στο σημείο αυτό θα ήθελα να υπογραμμίσω ότι παρακολουθώντας την ελληνική οικονομία, διαπιστώνω ότι η άσκηση μη αποτελεσματικής οικονομικής πολιτικής οφείλεται κυρίως στις διαφαινόμενες “συλλογικές πλάνες ” που επικρατούν για τα επιτόκια. Οφείλουμε να τις επισημάνουμε διότι εξελίσσονται σε απόλυτα επικίνδυνες για την ελληνική οικονομία και η κατανόησή των υποκρύπτει και την δυνατότητα επιβολής ενός minimum ελέγχου στο μακροοικονομικό μας οικοδόμημα.

Οι επικίνδυνες αυτές “πλάνες” είναι ότι :

- Όλα τα ονομαστικά επιτόκια της αγοράς πρέπει να είναι σε συνεχή βάση πάνω από τον πληθωρισμό.
- Τα βραχυχρόνια επιτόκια είναι πάντοτε μικρότερα των μακροχρόνιων.
- Η μείωση των επιτοκίων των ομολόγων θα οδηγήσει αναγκαία τους δραχμικούς επενδυτές σε άλλη μορφή επενδύσεων στο εσωτερικό.
- Η επενδυτική πρόθεση “της αγοράς” μπορεί να διευρυνθεί κατά περιστασιακούς και περιπτωσιακούς τρόπους και εκπροσωπείται από τη γνώμη θεσμών ή προσώπων που ανήκουν στην πλευρά των αγοραστών των ομολόγων.

-- Θα μπορούσατε να δώστε περισσότερες εξηγήσεις γύρω από αυτές τις πλάνες που αναφέρετε;

-- Η πρώτη συλλογιστική πλάνη είναι ότι τα ονομαστικά επιτόκια (i) είναι υψηλά διότι ο πληθωρισμός (p) παραμένει υψηλός και ότι πρέπει να προηγηθεί η πτώση του πληθωρισμού και να ακολουθήσει η πτώση των επιτοκίων.

Η κριτική μας είναι η εξής :

-- Δεν υπάρχει καμία οικονομική αρχή που να επιβάλλει τα πραγματικά επιτόκια (r) να είναι σε όλες τις οικονομικές συγκυρίες θετικά. Αντιθέτως, υπάρχουν παραδείγματα χωρών, σήμερα και στο παρελθόν, που αντιμετώπισαν ανάλογα προβλήματα οικονομικής ευστάθειας, διατηρώντας τα πραγματικά επιτόκια κατά συστηματικό και συνεχή τρόπο σε αρνητικά επίπεδα (χώρες Λατινικής Αμερικής και Ανατολικής Ευρώπης).

-- Η σχέση ονομαστικών επιτοκίων, πληθωρισμού και πραγματικών επιτοκίων, $i = p + r$, έχει έμμεσα ισχυρή σύνδεση με τον χρόνο (t), δηλαδή τα επιτόκια ενός ή πέντε χρόνων συνδέονται κανονικά με τον αντίστοιχο αναμενόμενο πληθωρισμό του ενός ή των πέντε χρόνων και όχι με τον τρέχοντα πληθωρισμό όπως συμβαίνει στην Ελλάδα.

Αν εξετάσουμε, λ.χ., τη νέα σειρά των εντόκων γραμματίων αλλά και των ομολόγων του Δημοσίου, θα διαπιστώσουμε ότι η αναμενόμενη πραγματική απόδοσή τους και η χρονική της διάρθρωση κυμαίνεται από 6,5% έως 15%. Πρόκειται για ποσοστά που επενεργούν αποσταθεροποιητικά για την οικονομία και βέβαια υπονομεύουν την ανάπτυξή της. Επίσης, αυτό το ύψος επιτοκίων αφήνει απροστάτευτο το εθνικό νόμισμα, όταν απελευθερωθεί η βραχυπρόθεσμη κίνηση κεφαλαίων. Η δραχμή θα γίνει ευάλωτη στις βραχυχρόνιες διακινήσεις διεθνών κεφαλαίων και αυτό μπορεί να φέρει μεγάλες ανισορροπίες στην εθνική οικονομία.

-- Μπορεί να υπάρξει μείωση των επιτοκίων όταν το κράτος επεκτείνεται αντί να μικραίνει και να περιορίζει τις δαπάνες του ;

-- Δεν έχετε άδικο στην παρατήρησή σας. Η διατήρηση υψηλών επιτοκίων στα ομόλογα του Δημοσίου οδηγεί σχεδόν το σύνολο των επενδυτικών κεφαλαίων σ' αυτά με δραματικές επιπτώσεις στέρησης κεφαλαίων από άλλες δραστηριότητες. Το ερώτημα που απασχολεί το οικονομικό επιτελείο της Κυβέρνησης είναι η μέγιστη δυνατή πτώση των επιτοκίων που να μην προκαλέσει δυσκολίες κάλυψης των ταμιακών αναγκών του κράτους για τους επόμενους μήνες.

Είναι η πιο σημαντική και κρίσιμη ερώτηση που πρέπει να απαντηθεί και το κράτος - εκδότης των ομολόγων πρέπει να αντλήσει από τη σημαντική εμπειρία που έχουν πάνω στην έκδοση των ομολόγων οι Διεθνείς Τράπεζες Επενδύσεων. Δε θα πρέπει να στηριχθεί σε συμβουλές οργανισμών ή εμπορικών τραπεζών που έχουν ελάχιστη εμπειρία έκδοσης αλλά τεράστια εμπειρία στο να αγοράζουν αυτά τα ομόλογα. Άλλωστε τα συμφέροντα των αγορα-

στών είναι αντίθετα των πωλητών και οι δυνητικοί αγοραστές δε μπορεί να είναι σύμβουλοι των πωλητών - εκδοτών ομολόγων.

**-- Υπό αυτές τις συνθήκες πως μπορούν να μειωθούν τα επιτόκια ;
Με ποιά τεχνική διαδικασία ;**

-- Πιστεύουμε ότι η μελετημένη, επίκαιρη, επαρκώς διερευνηθείσα στην αγορά μείωση που θα παρακολουθηθεί από ειδικούς της κεφαλαιαγοράς , μπορεί να έχει επιτυχία, διότι :

- Δεν υπάρχουν στην Ελλάδα εναλλακτικές επενδύσεις σταθερού εισοδήματος με τα ίδια χαρακτηριστικά ρευστότητας και κινδύνου που να μπορούν να τοποθετηθούν τα κεφάλαια που επενδύονται σε ομόλογα του Δημοσίου .

- Εφ' όσον τηρηθεί η αντιπληθωριστική πολιτική της σκληρής δραχμής ο κίνδυνος της άμεσης ρευστοποίησης και εξαγωγής των ξένων κεφαλαίων από τους μη δραχμικούς επενδυτές (που κατά ορισμένες εκτιμήσεις είναι της τάξεως των 2,5 τρισ.) είναι πάρα πολύ μικρός και επομένως η συναλλαγματική πίεση είναι αντιμετωπίσιμη. Άλλωστε, οι επενδύσεις αυτές επέζησαν της προεκλογικής περιόδου κατά την οποία ήταν έντονη η φημολογία της υποτίμησης.

Η επενδυτική πρόθεση της αγοράς δεν διερευνάται κατά περιστασιακό και περιπτωσιακό τρόπο όπως ελέγχεται στην Ελλάδα, αλλά πρέπει να ακολουθείται το know - how που εφαρμόζουν άλλα αναπτυγμένα κράτη με την συμβουλευτική υποστήριξη τραπεζικών επενδύσεων ή τραπεζών της Wall Street .

-- Με βάση τη μέχρι σήμερα εμπειρία σας υπάρχει τεχνογνωσία που να οδηγεί στις ενέργειες που προτείνετε ;

-- Ασφαλώς και υπάρχει και τα βασικά στοιχεία αυτού του know - how είναι :

- Να καθοριστούν οι συμμετέχοντες στην πρωτογενή αγορά και να έχουν την απαραίτητη υλικοτεχνική υποδομή και προσωπικό.

- Τα επιτόκια των ομολόγων σε κάθε έκδοση πρέπει να καθορίζονται μετά από διερεύνηση της πρωτογενούς αγοράς, έντονου marketing και να ανακοινώνονται μόνον περιοχές τιμών κατά τη διάρκεια των εγγραφών. Αυτή μόνον η περίοδος είναι η διερευνητική των προθέσεων της αγοράς και αυτή είναι η μόνη μέθοδος διερεύνησης. Ο καθορισμός των επιτοκίων πριν από τις εγγραφές, όπως γίνεται στην Ελλάδα, προκαταλαμβάνει την πρόθεση και υποκαθιστά την αγορά ο μηχανισμός του υπουργείου Οικονομικών που καθορίζει τα επιτόκια.

Το οικονομικό τοπίο είναι εξαιρετικά δυσμενές και η οικονομική μας πολιτική για να είναι συνεκτική και αποτελεσματική, πρέπει να είναι απαλλαγμένη από τις συλλογιστικές πλάνες και υψηλά επιλεκτική. Διότι, δεν υπάρχει πιο κρίσιμη μεταβλητή στην οικονομία που ελέγχει μια Κυβέρνηση από τα βραχυχρόνια επιτόκια, τα οποία σημα-

τοδοτούν μια σταθερή και αναπτυξιακή τροχιά όλων των επιτοκίων της αγοράς.

-- Παρά τις παραπάνω προτάσεις σας για τα επιτόκια, το θέμα του δημοσίου χρέους πως αντιμετωπίζεται;

-- Για να αποφευχθεί μια περαιτέρω δραματική επιδείνωση των δημοσιονομικών μας πραγμάτων, θεωρώ ότι είναι απαραίτητο η Κυβέρνηση να μελετήσει κάποια νέα προϊόντα που υπάρχουν σήμερα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Προτείνω έτσι τη χρήση σύγχρονων προϊόντων, των λεγόμενων high tech securities, και εφαρμογή μεθόδων της Χρηματοοικονομικής Μηχανικής. Τα σύγχρονα προβλήματα των δημοσίων ελλειμμάτων και του χρέους απαιτούν σύγχρονα προϊόντα και μεθόδους και φυσικά δεν είναι δεκτικά επίλυσης με εργαλεία και μεθόδους της δεκαετίας του '70 ή ακόμη και του '80.

Η μοναδική λύση στο πρόβλημα των δημοσίων ελλειμμάτων και του χρέους είναι αυτή που οδηγεί σε μείωση ή και χρονική μετάθεση των εκροών για τοκοχρεολύσια του προϋπολογισμού του '94, που ανέρχονται στο ύψος των 5 τρισ. δραχμών, μέσω :

— --Χρήσεις ομολόγων zero coupon ή in deep discount, για τη μείωση του ποσού των εκροών για τόκους ακόμη και κατά 600 δισ. για το '94, σύμφωνα με πρώτες εκτιμήσεις μας.

- Αύξηση της μέσης ληκτικότητας του χρέους κατά τουλάχιστον δύο χρόνια, με άμεσο αποτέλεσμα την μείωση των καθαρών χρεολυσιών κατά 1,5 τρισ. δραχμών για το 1994.

Ένα ομόλογο με zero coupon δεν είναι τίποτε άλλο παρά ένα ομόλογο που δεν πληρώνει τους τόκους ετησίως, αλλά αυτοί κεφαλαιοποιούνται. Αυτή η κεφαλοποίηση ευνοεί τον εκδότη - κράτος των ομολόγων στο ότι δεν έχει ταμειακή εκροή τόκων κάθε χρόνο.

Όπως προδίδει και η λέξη, είναι ομόλογα που δεν έχουν προσηρητημένα ετήσια κουπόνια τόκων και η τιμολόγησή των γίνεται με την υπόθεση της μηδενικής πληρωμής ετήσιων τόκων και φυσικά με απόδοση της αγοράς να κεφαλαιοποιείται συνεχώς. Σ' ένα τέτοιο ομόλογο, όπως και σε όλα, πρέπει να έχουμε ευδιάκριτα στη σκέψη μας τα ακόλουθα χαρακτηριστικά των ομολόγων.

Η Ονομαστική Αξία πρέπει να διακρίνεται από την τιμή αγοράς των ομολόγων. Η πρώτη είναι το τι πληρώνεται ο κάτοχος του ομολόγου στη λήξη του, η δεύτερη πόσο το αγόρασε σε μια χρονική στιγμή. Η συνολική απόδοση του ομολόγου, προέρχεται από τη μεταβολή της τιμής αγοράς του συν τους δηλωμένους με το κουπόνι τόκους του. Κάθε ομόλογο τιμολογείται κάθε φορά με βάση τα επικρατούντα στην αγορά επιτόκια ομολόγων, δηλαδή ομόλογο που εκδόθηκε με κουπόνι 20% σε επιτόκια αγοράς 20% πωλείται με πριμ αν τα επιτόκια πέσουν στο 18%.

-- Γνωρίζετε περιπτώσεις εφαρμογής του συστήματος που προτείνετε ;

-- Βεβαίως και υπάρχουν. Πρόκειται για τεχνικές που εφαρμόζονται στα πλαίσια μιας πολύπλευρης στρατηγικής διαχείρισης του δημοσίου χρέους και εξεύρεσης τρόπων επαναχρηματοδότησής του.

Η πιο πάνω συνέντευξη περιέχεται στον Οικονομικό Ταχυδρόμο 1994 την οποία επιμελήθηκε ο κ. Αθαν.Χ.Παπανδρόπουλος.

Στους πίνακες που ακολουθούν μπορούμε να δούμε πως διακυμάνθηκαν τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και κρατικών ομολόγων κατά το έτος 1994.

ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

ΕΚΔΟΣΗ

ΔΙΑΡΚΕΙΑ

1994	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ	3ΜΗΝΑ	6ΜΗΝΑ	12ΜΗΝΑ
	ΑΛΛΑΓΗΣ			
19.01.1994		-	-	22,50%
31.01.1994	24.01.94	17%	19%	19,75%
14.02.1994	09.02.94	-	-	19,50%
28.02.1994	21.02.94	16,50%	18%	19%
15.03.1994	09.03.94	-	-	18,75%
31.03.1994	23.03.94	16%	17,50%	18,50%
14.04.1994		-	-	18,50%
30.04.1994		16%	17,50%	18,50%
31.05.1994	31.05.94	25,50%	19%	18,50%
01.06.1994		25,50%	-	-
30.06.1994	16.06.94	(20%)	19%	-
15.07.1994	12.07.94	-	19%	20,25%
01.08.1994	27.07.94	18%	19%	20%
16.08.1994		18%	19%	20%
31.08.1994		18%	19%	20%
01.09.1994		18%	19%	20%
15.09.1994		-	-	20%
30.09.1994		18%	19%	20%
03.10.1994		18%	19%	20%
17.10.1994	12.10.94	-	-	19,50%
31.10.1994	21.10.94	16,50%	17,50%	19%
15.11.1994	10.11.94	-	-	18,75%
30.11.1994	21.11.94	16%	17%	18,25%
16.12.1994	13.12.94	-	-	17,75%

ΔΡΑΧΜΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ				
	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	7ΕΤΗ
19.01.1994		21,50%K		22,25%K	22,50%K
31.01.1994		21%K		21,75%K	22%K
14.02.1994		20,75%K		21,50%K	21,75%K
28.02.1994		20,25%K		21%K	21,25%K
15.03.1994		20%K		20,75%K	21%K
31.03.1994		19,50%K		20%K	20,50%K
14.04.1994		19,50%K		20%K	20,50%K
03.05.1994		19,50%K		20%K	20,50%K
31.05.1994	ZERO COUPON (μηνιαίο) 27%				
30.06.1994	ΕΤΗΣΙΑ	21,50%			
31.08.1994		21%K		21,50%K	22%K
30.09.1994		21%K		21,50%K	22%K
30.12.1994		18,50%K		19%K	19,50%K

K = κυμαινόμενο επιτόκιο

ΠΗΓΗ : Τράπεζα της Ελλάδος
 Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου
 Τμήμα Έντοκων Γραμματίων και
 Ομολόγων του Δημοσίου

6. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις κατά το έτος 1995

6.1 Ρευστότητα της οικονομίας

Στο τέλος Αυγούστου 1995 η προσφορά χρήματος με την ευρεία έννοια (M3), ήταν στο ίδιο επίπεδο περίπου με αυτό του Δεκεμβρίου 1994, ενώ στο αντίστοιχο οκτάμηνο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1994 είχε αυξηθεί κατά 215,7 δισεκ. δρχ..

Ειδικότερα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του M3 σημείωσε αξιόλογη επιβράδυνση από τον Ιανουάριο έως και τον Μάιο 1995 οπότε περιορίστηκε σε 4,6% από 8,8% το Δεκέμβριο του 1994. Αντίθετα, στο επόμενο δίμηνο, ο ρυθμός αύξησης του M3 σε δωδεκάμηνη βάση σημείωσε σημαντική επιτάχυνση και διαμορφώθηκε στο 7,2% στο τέλος Αυγούστου 1995.

Στο οκτάμηνο Ιανουαρίου - Αυγούστου 1995 ο ρυθμός αύξησης του M4 κινήθηκε προς την ίδια κατεύθυνση του M3 με εξαίρεση τους μήνες Φεβρουάριο και Μάιο. Τον Αύγουστο 1995 ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του M4 διαμορφώθηκε στο 11,8% (έναντι 13,9% το Δεκέμβριο 1994). Υπενθυμίζεται ότι η πρόβλεψη για την αύξηση του M4 το έτος 1995 είναι 11-13%.

Η μεγαλύτερη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του M4 έναντι αυτής του M3 αντανακλά αφενός τις περιορισμένες τοποθετήσεις των ιδιωτών σε ετήσια ομόλογα με ρήτρα δολαρίου - κυρίως λόγω της αβεβαιότητας για τη μελλοντική εξέλιξη της ισοτιμίας του δολαρίου - και αφετέρου τη μετατόπιση των επενδύσεων των ιδιωτών από την πρωτογενή στη δευτερογενή αγορά, λόγω της διάθεσης των έντοκων γραμματίων με το σύστημα της δημοπρασίας.

Σημειώνεται η αξιόλογη αύξηση των τοποθετήσεων σε μακροπρόθεσμους τίτλους, η οποία συναρτάται με το γεγονός ότι δεν μειώθηκε το επιπλέον περιθώριο που προσφέρεται σ' αυτές τις κατηγορίες τίτλων, παρά τη μείωση του επιτοκίου αναφοράς (των δωδεκάμηνων έντοκων γραμματίων). Η καθιέρωση του θεσμού διάθεσης των τίτλων του Δημοσίου μέσω δημοπρασιών και η ανάπτυξη του συστήματος παρακολούθησης των συναλλαγών επί τίτλων με λογιστική μορφή (άυλοι τίτλοι) αναμένεται να συμβάλουν στην περαιτέρω εμβάθυνση της αγοράς κρατικών χρεογράφων.

Η συνεχιζόμενη υποχώριση του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια του 1995 και η επιταχυνόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας οφείλονται κατά κύριο λόγο στην ακολουθούμενη οικονομική πολιτική, που οδήγησε σε εξασθένηση των πληθωριστικών προσδοκιών, μείωση των επιτοκίων και βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος. Ωστόσο, επειδή οι πληθωριστικές πιέσεις δεν έχουν ακόμα εκλείψει και η διαφορά από το μέσο πληθωρισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης - που είναι σημαντικά χαμηλότερος από τον

ελληνικό - παραμένει, απαιτείται εμμονή όλων των φορέων της οικονομίας στην αντιπληθωριστική προσπάθεια.

Επιπλέον, η διατήρηση της επενδυτικής ώθησης του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα προϋποθέτει, μεταξύ άλλων, πλήρη απορρόφηση και αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης - επομένως και γρήγορη αντιμετώπιση των προβλημάτων που προκάλεσαν καθυστερήσεις στην εισροή αυτών των πόρων.

6.2 Επιτόκια

Στο διάστημα Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 1995 συνεχίστηκε η σταδιακή προσαρμογή των επιτοκίων με ρυθμούς που ήταν συνεπείς με την σημειούμενη επιβράδυνση του πληθωρισμού, την προσέγγιση των δημοσιονομικών στόχων και την επιτυχία της ακολουθούμενης συναλλαγματικής πολιτικής. Σημειώνεται ότι η πορεία μείωσης των επιτοκίων επηρεάστηκε αρνητικά από τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές χρήματος και ειδικότερα από την άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε ορισμένες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους. Η άνοδος αυτή ήταν απόρροια της έντονης πίεσης που δέχτηκαν οι ισοτιμίες των νομισμάτων των χωρών αυτών έναντι των ισχυρότερων νομισμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στην περίοδο Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 1995, το επιτόκιο για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας στη διατραπεζική αγορά ακολούθησε πτωτική πορεία, σε μέσα μηνιαία επίπεδα, με εξαίρεση τους μήνες Μάρτιο και Σεπτέμβριο 1995, κατά τους οποίους σημείωσε ελαφρά άνοδο. Ειδικότερα, στο διάστημα Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 1995, το μέσο μηνιαίο επίπεδο του επιτοκίου για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας στη διατραπεζική αγορά σημείωσε πτώση κατά δύο περίπου εκατοστιαίες μονάδες.

Μεταξύ αρχής και τέλους της επισκοπούμενης περιόδου, οι μειώσεις των επιτοκίων στα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου ήταν 3,25 εκατοστιαίες μονάδες (στο 14,25%) για τη δωδεκάμηνη διάρκεια, 2,70 εκατοστιαίες μονάδες (στο 13,80%) για την εξάμηνη διάρκεια και 2,35 εκατοστιαίες μονάδες (στο 13,40%) για την τρίμηνη διάρκεια. Οι μειώσεις αυτές ήταν σταδιακές.

Την 1η Αυγούστου 1995 τα έντοκα γραμματία διατέθηκαν για πρώτη φορά με τη διαδικασία της δημοπρασίας.

Στο διάστημα Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 1995 η διαφορά μεταξύ επιτοκίου ετήσιων έντοκων γραμματίων και ρυθμού πληθωρισμού ελαττώθηκε κατά τι λιγότερο από μία εκατοστιαία μονάδα και διαμορφώθηκε στις 5,85 εκατοστιαίες μονάδες στο τέλος Σεπτεμβρίου 1995. Πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι η μείωση του "μέσου σταθμικού επιτοκίου" των τίτλων του Δημοσίου που διατέθηκαν στο εν-νεάμηνο Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 1995 δεν είναι ανάλογη με τη μείωση του επιτοκίου των έντοκων γραμματίων, δεδομένου ότι στην περίοδο αυτή παρατηρήθηκε μεταβολή στη σύνθεση των πωλήσεων κρατικών τίτλων, με αύξηση της συμμετοχής των ομολόγων με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους, τα οποία έχουν υψηλότερα επιτόκια από τους τίτλους ετήσιας διάρκειας.

Κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους 1995, στα επιτόκια των δραχμικών ομολόγων τριετούς, πενταετούς και επταετούς διάρκειας παρατηρήθηκαν έξι (6) σταδιακές μειώσεις. Η πρώτη μείωση ήταν μισή εκατοστιαία μονάδα και οι υπόλοιπες μειώσεις ήταν 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας. Τέλος, το μήνα Αύγουστο τα επιτόκια των ομολόγων πενταετούς και επταετούς διάρκειας διαμορφώθηκαν στο 16,25% και 16,75% αντίστοιχα.

Στους πίνακες που ακολουθούν μπορούμε να δούμε πως διακυμάνθηκαν τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και κρατικών ομολόγων κατά το έτος 1995.

ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ			
	1995	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΑΛΛΑΓΗΣ	3ΜΗΝΑ	6ΜΗΝΑ
02.01.1995	22.12.94	15,75%	16,50%	17,50%
19.01.1995		-	-	17,50%
31.01.1995		15,75%	16,50%	17,50%
14.02.1995	08.02.95	-	-	17,25%
28.02.1995	23.02.95	15,50%	16,25%	17%
31.03.1995	28.03.95	15,25%	16%	16,75%
14.04.1995		-	-	16,75%
02.05.1995	25.04.95	15%	15,75%	16,50%
17.05.1995	12.05.95	-	-	16,25%
31.05.1995	26.05.95	14,75%	15,50%	16%
-	(23.06.95)	14,50%	15,25%	15,75%

ΕΚΔΟΣΗ**ΔΙΑΡΚΕΙΑ**

1995	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ	3ΜΗΝΑ	6ΜΗΝΑ	12ΜΗΝΑ
	ΑΛΛΑΓΗΣ			
17.07.1995	12.07.95	-	-	15,50%
01.08.1995	28.07.95	14,28%	14,81%	15,32%(ΔΗΜ)
31.08.1995	28.08.95	13,80%	14,30%	14,75%

ΔΡΑΧΜΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ**ΕΚΔΟΣΗ****ΔΙΑΡΚΕΙΑ**

	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	7ΕΤΗ
	31.01.1995		18,50%K		19%K
28.02.1995		18%K		18,50%K	19%K
31.03.1995		17,75%K		18,25%K	18,75%K
02.05.1995		17,50%K		18%K	18,50%K
17.05.1995		17,25%K		17,75%K	18,25%K
31.05.1995		17%K		17,50%K	18%K
30.06.1995 (ΔΗΜ/ΣΙΑΣ)		16,75%K		17,25%K	17,75%K
09.08.1995 (ΔΗΜ/ΣΙΑΣ)					17,32%K
31.08.1995 (ΔΗΜ/ΣΙΑΣ)				16,25%K	16,75%K

K = κυμαινόμενο επιτόκιο

ΠΗΓΗ : Τράπεζα της Ελλάδος
 Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου
 Τμήμα Έντοκων Γραμματίων και
 Ομολόγων του Δημοσίου

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ΄

Πριν ανακεφαλαιώσουμε θα παρουσιάσουμε ένα νέο είδος ομολόγων, τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου, τα οποία θα μπορούσαν να φέρουν σημαντικές αλλαγές στην ελληνική οικονομία.

Αναμένοντας τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου

Πριν ενάμιση περίπου χρόνο είδαν το φώς τα πρώτα δραχμικά ομόλογα με σταθερό επιτόκιο. Περιέργως, όμως, οι τίτλοι αυτοί δεν αφορούσαν την ελληνική αγορά, ούτε - όπως εύλογα θα ανέμενε κανείς - είχαν ως εκδότη το Ελληνικό Δημόσιο. Αντιθέτως, οι πρώτες εκδόσεις του είδους αυτού είχαν ως στόχο τη διεθνή αγορά και υλοποιήθηκαν από διάφορους ευρωπαϊκούς και υπερεθνικούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς όπως η Παγκόσμια Τράπεζα κ.α. Τα εν λόγω ομόλογα που ονομάστηκαν από τους dealers της αγοράς Marathon Bonds, απευθύνονταν σε θεσμικούς επενδυτές, κυρίως διαχειρηστές χαρτοφυλακίων σε αγορές χαμηλών επιτοκίων, οι οποίοι τους επεφύλαξαν ευνοϊκότατη υποδοχή, καθώς όλες οι εκδόσεις απορροφήθηκαν μέσα σε λίγες ώρες από την ανακοίνωση της διάθεσής τους στο κοινό.

Τα χαρακτηριστικά των πρώτων εκδόσεων του 1994 είναι η σχετικά βραχεία διάρκεια, 3 - 5 χρόνια και το περιορισμένο ύψος της κάθε έκδοσης, 10 με 15 δισ. δρχ. στοιχεία που υποδηλώνουν μια αρκετά συντηρητική προσέγγιση της δραχμικής αγοράς από τους τραπεζικούς οργανισμούς που διοργάνωσαν τις εκδόσεις.

Το σημαντικότερο, όμως, στοιχείο των τίτλων αυτών αφορά το επιτόκιο έκδοσης, το οποίο διαμορφώθηκε σε αισθητά χαμηλότερο επίπεδο από αυτό των βραχυπρόθεσμων τίτλων σε δραχμές : 4 με 5 μονάδες κάτω από το επιτόκιο που ίσχυε την ίδια χρονική στιγμή για τα ετήσια έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου. Το γεγονός αυτό θα μπορούσε να ερμηνευθεί ότι αντικατοπτρίζει τη θετική στάση των διεθνών κύκλων, από τα μέσα του 1994, ως προς την επιτυχή έκβαση της αντιπληθωριστικής πολιτικής στην Ελλάδα.

Στην περίπτωση της Ελλάδος, τα πλεονεκτήματα των μακροπρόθεσμων ομολόγων σταθερού επιτοκίου είναι αναμφισβήτητα : επιμήκυνση της διάρκειας του εσωτερικού χρέους, με συνακόλουθη μείωση του μέσου επιτοκίου δανεισμού μέχρι και 4 ποσοστιαίες μονάδες από τα σημερινά του επίπεδα. Μια τέτοια μείωση του κόστους δανεισμού συνεπάγεται ελάττωση της ετήσιας δαπάνης εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους κατά αρκετές εκατοντάδες δισ. δρχ. για τα επόμενα χρόνια. Περαιτέρω, με την

μετατόπιση του χρέους σε ομολογιακούς τίτλους σταθερού επιτοκίου, επιτυγχάνεται αποσύνδεση του κόστους δανεισμού του Δημοσίου από τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς και των εντόκων γραμματίων. Έτσι τα τελευταία μπορούν να χρησιμοποιηθούν απαρρόχλητα για την άσκηση συγκυριακής πολιτικής ή - όταν αυτό κρίνεται απαραίτητο - για την προστασία του εθνικού νομίσματος, χωρίς να επηρεάζουν το κόστος άντλησης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων για το Δημόσιο.

Ιστορικά, η ωρίμανση μιας αγοράς χρήματος διέρχεται από πολλά στάδια, με κοινή κατεύθυνση την ανάπτυξη δευτερογενούς αγοράς τίτλων, την κατάργηση της ανάφοράς σε ξένα νομίσματα, την επιμήκυνση της διάρκειας του χρέους και τέλος τη μετάβαση από κυμαινόμενα σε σταθερά επιτόκια. Η ελληνική αγορά έχει διανύσει την μεγαλύτερη απόσταση στην πορεία αυτή και είναι έτοιμη, από πολλούς μήνες, να δεχθεί τα πρώτα ελληνικά Treasury Bonds. Μοναδικός ανασχετικός παράγοντας στη διαδικασία ανάπτυξης παραμένει, για άλλη μια φορά, η βραδύτητα προσαρμογής του Κράτους στα νέα δεδομένα της αγοράς. Όσο καθυστερεί η δημιουργία Διεύθυνσης Treasury στο Υπουργείο Οικονομικών, αλλά και στους Δημόσιους Οργανισμούς και Επιχειρήσεις, η δυνητική επιβάρυνση του Δημοσίου θα αυξάνεται κατά δεκάδες δισ. δρχ. το μήνα. Πράγματι, πρόκειται για το υψηλότερο κόστος ευκαιρίας που αντιμετώπισε ποτέ η ελληνική οικονομία.

Το πιο πάνω άρθρο δημοσιεύτηκε στο οικονομικό περιοδικό ΕΠΙΛΟΓΗ από τον οικονομολόγο κ. Χρήστο Κίτσα.

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μέσα από την ανάλυση που κάναμε στα προηγούμενα κεφάλαια προσπαθήσαμε να δώσουμε, όσο ήταν δυνατόν, την κατάσταση στην οικονομία που επικράτησε στην χώρα μας την τελευταία εξαετία.

Είδαμε την κίνηση των ομολόγων και των έντοκων γραμματίων σε συνάρτηση με τα επιτόκιά τους και τις επιπτώσεις που επιφέρει η μείωση των επιτοκίων τους γενικότερα στην οικονομία μας.

Όπως αναφέραμε στα προηγούμενα κεφάλαια, ένας τρόπος για να προσελκύσει η τράπεζα επενδυτές είναι η αύξηση των επιτοκίων στα ομόλογα και έντοκα γραμμάτια που εκδίδει. Αυτό συνεπάγεται την μετατόπιση των καταθέσεων σε επενδύσεις ομολόγων και έντοκων γραμματίων. Η κατεύθυνση αυτή επιφέρει αξιοσημείωτο όφελος τόσο για την τράπεζα, όσο και για τον επενδυτή, λόγω του ότι οι τόκοι των ομολόγων και των έντοκων γραμματίων είναι αφορολόγητοι.

Στην πράξη όμως τα τελευταία χρόνια υπερισχύει η μείωση των επιτοκίων με αποτέλεσμα το ενδιαφέρον των επενδυτών να μειώνεται και να στρέφεται σε άλλες μορφές επενδύσεων (όπως Χρηματηστήριο, Αμοιβαία Κεφάλαια, κ.λ.π.)

Η μείωση αυτή των επιτοκίων που επιτεύχθηκε σταδιακά τα τελευταία έξι χρόνια μπορεί από τη μία πλευρά να αποθάρυνε τις επενδύσεις σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου , όμως από την άλλη έφερε και σημαντική μείωση του πληθωρισμού που έφτασε σε ποσοστό της τάξεως του 8,1% στα τέλη του 1995 από 22% που ανέρχονταν το έτος 1990.

Παρόλη όμως τη σημαντική αυτή μείωση του πληθωρισμού που όπως είπαμε στηρίχθηκε κατά κύριο λόγο στη μείωση των επιτοκίων, τα επιτόκια έχουν φτάσει το οριακό σημείο μείωσής τους και δεν μπορεί να υπάρξει περαιτέρω μείωση. Έτσι, ο στόχος για την συνεχή μείωση του πληθωρισμού θα πρέπει να στηριχθεί σε άλλους παράγοντες.

Η μείωση των πραγματικών επιτοκίων οδηγεί στη μείωση της ζήτησης για δραχμές και αυτό συνεπάγεται τη σταδιακή υποτίμηση της δραχμής. Η υποτίμηση αυτή έχει ως άμεση συνέπεια την αύξηση των εξαγωγών και τη μείωση των εισαγωγών. Άρα με τον τρόπο αυτό θα μπορούσε να βρεθεί ένας τρόπος για την μείωση της ανεργείας.

Ένα άλλο αποτέλεσμα της μείωσης των επιτοκίων είναι η μείωση των καταθέσεων αλλά σε συνάρτηση με τις υπόλοιπες επενδύσεις και τις αποδόσεις τους. Επίσης, όταν μειώνεται η πιθανότητα εξεύρεσης κεφαλαίων από τις επενδύσεις σε ομόλογα, το Δημόσιο συνεχίζει να καταφεύγει στον εξωτερικό δανεισμό για την κάλυψη

των ελλειμάτων του από προηγούμενους δανεισμούς, με αποτέλεσμα τη διολίσθηση της δραχμής σε σχέση με νομίσματα άλλων χωρών.

Η μείωση των επιτοκίων επιδρά θετικά στην οικονομική δραστηριότητα διότι, τα χαμηλότερα επιτόκια καθιστούν σχετικώς ελκυστικότερες τις επενδύσεις στην παραγωγή. Θα πρέπει σχετικά να σημειωθεί ότι τα τελευταία χρόνια ο κυριότερος λόγος που συνέβαλε στην υποτονική επενδυτική δραστηριότητα ήταν η ύπαρξη εναλλακτικών χρήσεων του κεφαλαίου, με αποδόσεις κατά πολύ υψηλότερες απ' ό,τι στις παραγωγικές επενδύσεις.

Η ελληνική οικονομία είχε αρχίσει να μετατρέπεται σε μια οικονομία όπου το μεγαλύτερο μέρος των πόρων είχε στραφεί στις υψηλές ονομαστικές αποδόσεις τίτλων και όχι στην παραγωγική διαδικασία. Το 1995 ήταν η πρώτη χρονιά που η τάση αυτή δεν επιταχύνθηκε κι άλλο. Κι αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό. Βεβαίως οι αποδόσεις των τίτλων συγκρίνονται ακόμη ευνοϊκά με τις επενδύσεις στην παραγωγή. Το χάσμα όμως έχει αρχίσει να περιορίζεται και υπάρχει η ελπίδα ότι το δεδομένο αυτό θα υποβοηθήσει στη μεταφορά πόρων στην παραγωγή.

Στον πίνακα που ακολουθεί μπορούμε να δούμε τις πηγές κάλυψης των δανειακών αναγκών του Δημοσίου τομέα από το 1990 - 1994. Παρατηρούμε ότι το έτος 1990, το Δημόσιο κάλυψε το 87,9% των αναγκών του από εσωτερικό δανεισμό και το 12,1% από εξωτερικό δανεισμό. Τα έντοκα γραμμάτια και οι ομολογιακοί τίτλοι από ιδιώτες και επιχειρήσεις καλυψαν το 43,1% του εσωτερικού δανεισμού, ενώ το 16,1% καλύφθηκε από έντοκα γραμμάτια και ομολογιακούς τίτλους από τράπεζες και ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς και το 15% καλύφθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Ο εσωτερικός δανεισμός του Δημοσίου τομέα διακυμάνθηκε στα ίδια σχεδόν επίπεδα για τα έτη 1991, 1992 και 1994 με μια σταθερή αύξηση κάθε χρόνο (87,5% , 88,8% , 89,9% αντίστοιχα), με αποτέλεσμα ο εξωτερικός δανεισμός να μειώνεται (12,5% , 11,2% , 10,1% για τα έτη 1991, 1992 και 1994 αντίστοιχα).

Το έτος 1993 παρατηρούμε ότι ο εσωτερικός δανεισμός έπεσε στο 68,3% από 88,8% το 1992, με αποτέλεσμα την αύξηση του εξωτερικού δανεισμού σε 31,7% από 11,2% το 1992. Το ποσοστό συμμετοχής των έντοκων γραμματίων και ομολογιακών τίτλων από ιδιώτες και επιχειρήσεις διαμορφώθηκε στο 42,8% από 71,2% το 1992. Αυτό, σε συνδυασμό με τη διαμόρφωση των ποσοστών συμμετοχής και των άλλων πηγών εσωτερικού δανεισμού, οδήγησε το Δημόσιο τομέα στον περαιτέρω εξωτερικό δανεισμό, αυξάνοντας το ποσοστό συμμετοχής του εξωτερικού δανεισμού στο 31,7%.

Η αύξηση του πληθωρισμού σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια θα προκαλέσει φυγή από τα δραχμικά ομόλογα του Δημοσίου και τη δραχμή γενικότερα, με συνέπεια περαιτέρω υποχώρηση της ισοτιμίας του νομίσματος, περαιτέρω νομισματική χρηματοδότηση

είτε από εξωτερικό δανεισμό είτε από εσωτερικό με όλες τις συνέπειες. Γενικά, θα μπορούσε κανείς να δει δύο δρόμους για τη μείωση των επιτοκίων, ο δρόμος της νομισματικής χρηματοδότησης είναι εξαιρετικά επικίνδυνος, τυχόν μείωση των ονομαστικών επιτοκίων θα είναι προσωρινή καθώς η υποχώρηση της ισοτιμίας, η αναζωπύρωση του πληθωρισμού και η ένταση των προβλημάτων χρηματοδότησης του Δημοσίου θα προκαλέσουν αργά ή γρήγορα επαναφορά υψηλών επιτοκίων σε συνθήκες κρίσης και ίσως ανεξέλεγκτου πληθωρισμού. Σε περιόδους που μειώνεται ο πληθωρισμός το κράτος προβαίνει σε μείωση των επιτοκίων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου για να γίνονται επενδύσεις στην παραγωγή.

ΠΗΓΕΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΑΝΑΓΚΩΝ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟΜΕΑ
(Σε εκατομμύρια δραχμές)

	1990		1991		1992		1993		1994	
	Ποσά	% συμμε- τοχής	Ποσά	% συμμε- τοχής	Ποσά	% συμμε- τοχής	Ποσά	% συμμε- τοχής	Ποσά	% συμμε- τοχής
Εσωτερικός δανεισμός	1.720.839	87,9	1.764.621	87,5	1.210.828	88,8	1.643.564	68,3	2.208.164	89,9
■ Έντοκα γραμμάτια και ομολογιακοί τίτλοι από τράπεζες και ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς	315.962	16,1	34.935	1,7	- 242.438	-17,8	394.521	16,4	496.107	20,2
■ Έντοκα γραμμάτια και ομολογιακοί τίτλοι από ιδιώτες και επιχειρήσεις	844.133	43,1	1.370.681	68,0	970.029	71,2	1.031.501	42,8	1.622.304	66,1
■ Δάνεια και πιστώσεις από ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς και εμπορικές τράπεζες	268.007	13,7	257.886	12,8	270.707	19,9	237.807	9,9	74.921	3,1
■ Τράπεζα της Ελλάδος	292.737	15,0	101.119	5,0	212.530	15,6	- 20.265	- 0,8	14.832	0,6
Εξωτερικός δανεισμός	236.641	12,1	251.323	12,5	152.057	11,2	764.550	31,7	247.138	10,1
Σύνολο	1.957.480	100,0	2.015.944	100,0	1.362.885	100,0	2.408.114	100,0	2.455.302	100,0

*Προσωρινά Στοιχεία

Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδας

ΛΕΞΙΛΟΓΙΟ

-- ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η πολιτική κατά την οποία το κράτος τακτοποιεί τα έσοδα που εισπράττει ετησίως , τα οποία μπαίνουν στον προϋπολογισμό που ψηφίζεται το Δεκέμβριο.

-- ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η οικονομική διαχείριση των δημοσίων δαπανών (υπουργεία, μισθοί, επενδύσεις).

-- ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Είναι ο τομέας της οικονομικής πολιτικής που σκοπεύει στον επηρεασμό της ποσότητας του χρήματος και γενικότερα της ρευστότητας της οικονομίας με απώτερο σκοπό την υλοποίηση συγκεκριμένων στόχων.

-- ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΘΝΙΚΟ ΠΡΟΙΟΝ

Το σύνολο των εσόδων των προϊόντων που προέρχονται από την παραγωγή. Όπως, γεωργικά προϊόντα, πετρέλαιο, αλιευτικά προϊόντα, κτηνοτροφικά προϊόντα, ορυκτά πάσης φύσεως, βιομηχανικά και βιοτεχνικά προϊόντα.

-- ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Τα τρέχοντα επιτόκια την εκάστοτε χρονική περίοδο ανάλογα με τον πληθωρισμό ο οποίος δεν έχει σταθεροποιηθεί. Είναι η διαφορά μεταξύ ονομαστικού επιτοκίου και ρυθμού πληθωρισμού.

-- ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Είναι η οικονομική συναλλαγή μεταξύ των τραπεζών στον ελληνικό χώρο και έξω από αυτόν.

-- ΠΡΩΤΟΓΕΝΗΣ - ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Πρωτογενής είναι όταν οι τράπεζες ή οι επιχειρήσεις αγοράζουν ομόλογα απευθείας απο το κράτος. Και δευτερογενής είναι η διάθεση αυτών σε τρίτους .

-- ΤΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ M0 - M1 - M3 - M4

Το M0 περιλαμβάνει τη νομισματική κυκλοφορία.

Το M1 περιλαμβάνει τη νομισματική κυκλοφορία και τις καταθέσεις όψεως.

Το M3 περιλαμβάνει την νομισματική κυκλοφορία, τις καταθέσεις ιδιωτών, τις πωλήσεις χρεογράφων (γeros) και τραπεζικά ομόλογα.

Το M4 περιλαμβάνει το M3 καθώς και τις τοποθετήσεις ιδιωτών σε τίτλους Ελληνικού Δημοσίου (ενός έτους).

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΠΙΝΑΚΕΣ

ΠΗΓΗ : Τράπεζα της Ελλάδος
Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου
Τμήμα Έντοκων Γραμματίων και
Ομολόγων του Δημοσίου

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΕ ΡΗΤΡΑ ΕCΥ

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ					ΔΡΑΧΜΙΚΟ
	1ΕΤΗ	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	
16.01.1990	12%					190,00
02.04.1990	11,50%					196,60
15.05.1990		11,25%				201,80
29.06.1990	18μηνων	11%				202,00
21.11.1990		10,90%	11%			211,70
17.12.1990		10,70%	10,80%	11%		213,90
16.01.1991	11%	11%	11%	11%		217,80
28.02.1991		9,90%	10%	10,10%		221,20
29.03.1991		10%	10,15%	10,25%		222,73
15.04.1991	10%					224,10
15.07.1991		10,10%	10,25%	10,40%		224,40
16.01.1992	10,125%	10,425%K	10,625%K			234,90
15.04.1992	10,113%	10,463%K	10,663%K			239,40
15.05.1992	10,250%	10,575%K	10,775%K			243,00
24.08.1992	11,292%	11,492%K	11,742%K			251,50
15.09.1992	11,45%	11,75%K	12%K			251,90
16.10.1992	10,538%	10,988%K	11,188%K			254,20
20.11.1992	9,70%		9,80%		10%	255,80
15.12.1992	9,70%		9,80%		9,90%	258,90
19.01.1993	9,50%		9,35%			262,20
26.02.1993	8,90%		8,55%			261,60
31.03.1993	8,40%		8,45%			264,00
14.04.1993	8,20%		8,35%			265,60
17.05.1993	7,90%		8%			265,00
16.06.1993	7,30%		7,65%			267,00
15.07.1993	7,20%		7,50%			266,60
24.08.1993	6,75%		7,20%			269,00
15.09.1993	7%		7,25%			273,30
18.10.1993	7%		7,20%			276,20
29.10.1993	6,80%		6,90%			274,50
22.11.1993	6,35%		6,60%			275,00
15.12.1993	5,95%		6,25%			276,20
19.01.1994	5,95%		6,25%			278,60

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ					ΔΡΑΧΜΙΚΟ
	1ΕΤΗ	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	
31.03.1994	6,35%		7,15%			283,60
17.05.1994	6,05%		7,50%			284,90
31.05.1994	6,40%		7,85%			287,10
15.06.1994	6,55%		8,05%			290,70
30.06.1994	6,80%		8,30%			289,30
01.08.1994	6,90%		8,40%			289,10
31.08.1994	7,10%		8,80%			289,10
15.09.1994	7,30%		9,10%			290,30

Κ = κυμαινόμενο επιτόκιο

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΕ ΡΗΤΡΑ D.E.M.

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ					ΔΡΑΧΜΙΚΟ
	1ΕΤΗ	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	
14.10.1992	8,506%	8,956%K	9,156%K			129,90
25.11.1992	8%		8,200%		8,500%	130,20
15.07.1994	5,550%		6,950%			151,00

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΕ ΡΗΤΡΑ G.B.P.

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ					ΔΡΑΧΜΙΚΟ
	1ΕΤΗ	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	
27.01.1993	6,80%		7,75%			327,90
28.05.1993	6,50%		8%			340,80

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΕ ΡΗΤΡΑ U.S.D.

ΕΚΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ					ΔΡΑΧΜΙΚΟ
	1ΕΤΗ	2ΕΤΗ	3ΕΤΗ	4ΕΤΗ	5ΕΤΗ	
29.06.1990	9,20%	(18ΜΗΝΑ)				162,80
15.07.1991		8%	8,50%	9%		197,90
15.09.1992	3,575%					178,20
25.11.1992	4,50%		6,70%		7,60%	209,60
21.12.1992	4,50%		6,60%		7,50%	206,20
21.01.1993	4,25%		6,25%			215,90
18.02.1993	4%		5,90%			221,10
17.03.1993	4%		5,80%			225,60
30.04.1993	3,90%		5,60%			215,80
28.05.1993	4,15%		5,80%			220,30
30.06.1993	4,10%		5,75%			233,20
30.07.1993	4,25%		5,80%			236,60
31.08.1993	3,95%		5,35%			235,40
30.09.1993	3,80%		5,20%			234,50
29.10.1993	3,90%		5,35%			241,60
26.11.1993	4,20%		5,80%			244,50
21.12.1993	4,20%		5,75%			245,40
08.03.1994	4,85%		6,50%			248,90
22.04.1994	5,65%		7,40%			248,60
17.05.1994	6,35%		7,70%			247,10
31.05.1994	5,95%		7,50%			245,70
13.06.1994	5,738%	(ΕΜΠΟΡΙΚΗ)				250,00
15.06.1994	5,95%		7,45%			249,27
30.06.1994	6,20%		7,60%			239,40
01.08.1994	6,30%		7,80%			238,20
31.08.1994	6,30%		7,75%			239,20
30.09.1994	6,60%		8,10%			235,80
28.11.1994	7,35%		8,80%			240,20
12.01.1995	8%		9,20%			238,90
13.03.1995	7,20%		8,25%			227,20
17.05.1995		6,95%	7,35%			232,70
31.05.1995	6,30%		7,15%			225,10

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Εγκύκλιος Νο 60 , Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος
- Κεφάλαιο , Ετήσιο Τεύχος 1995
- Το χρήμα και οι Τράπεζες. Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η νομισματική πολιτική , Άγγελος Κάτσικας
- Αρχές Νομισματικής Θεωρίας και Πολιτικής , Δεύτερη Έκδοση , Βασίλης Α. Δουκάκης (Βιβλιοθήκη ΚΕΠΕ)
- Οικονομικό Δελτίο της Τράπεζας Ελλάδος , Τεύχος 1 , Ιανουάριος 1993
- Οικονομικό Δελτίο της Τράπεζας Ελλάδος , Τεύχος 2 , Νοέμβριος 1993
- Οικονομικό Δελτίο της Τράπεζας Ελλάδος , Τεύχος 3 , Φεβρουάριος 1994
- Οικονομικό Δελτίο της Τράπεζας Ελλάδος , Τεύχος 4 , Νοέμβριος 1994
- Οικονομικό Δελτίο της Τράπεζας Ελλάδος , Τεύχος 6 , Νοέμβριος 1995
- Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος για το έτος 1990
- Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος για το έτος 1991
- Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος για το έτος 1992
- Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος για το έτος 1993
- Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος για το έτος 1994
- Επίλογη, Σεπτέμβριος 1995
- Οικονομικός Ταχυδρόμος, Ιανουάριος 1994
- Οικονομικός Ταχυδρόμος, Απρίλιος 1994
- Οικονομικός Ταχυδρόμος, Μάιος 1993