

**«ΜΕΣΑ ΑΣΚΗΣΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ Ο.Ν.Ε.»**



**Επιμέλεια και σύνταξη: ΔΙΠΛΑΣ ΒΗΣΣΑΡΙΩΝ  
Επιβλέπων καθηγητής: ΛΩΛΟΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ**

**ΑΘΗΝΑ 2008**

## **Knut Wicksell**

«Η νομισματική ιστορία έχει να επιδείξει άφθονα παραδείγματα αφροσύνης, γιατί περιγράφει πολλά μοιραία λάθη. Δεν μπορούμε όμως να πούμε ότι η ανθρωπότητα δεν διδάχθηκε τίποτε από αυτά τα λάθη.»

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....σελ. 4

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>.....σελ. 5-12

### ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ - Η ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

- Η έκθεση Werner, το Ευρωπαϊκό «Φίδι» & το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα
- Στρατηγική νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα: ιστορική επισκόπηση, (1975-1990)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>.....σελ. 13-17

### ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

- A. Το Νομικό Καθεστώς για την Εισαγωγή του Ευρώ
- B. Κριτήρια Συμμετοχής Κράτους-Μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ
- Γ. Η λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>.....σελ. 18-25

### ΤΟ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

- Πως μετριέται η ποσότητα του χρήματος;
- Η ποσοτική θεωρία του χρήματος
- Υπόδειγμα Συναθροιστικής ζήτησης – υπόδειγμα IS-LM.
- Βραχυχρόνια ισορροπία – ισορροπία στο υπόδειγμα IS-LM
- Πως η νομισματική πολιτική μετατοπίζει την καμπύλη LM και μεταβάλλει τη βραχυχρόνια ισορροπία
- Το υπόδειγμα IS-LM στη βραχυχρόνια και τη μακροχρόνια περίοδο
- Το υπόδειγμα Mundell-Fleming – Η βασική υπόθεση: Μικρή ανοικτή οικονομία με τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου
- Η αγορά χρήματος και η καμπύλη LM
- Η μικρή ανοικτή οικονομία σε καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών
- Η μικρή ανοικτή οικονομία σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>.....σελ. 26-39

### ΜΕΣΑ ΑΣΚΗΣΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΠΡΙΝ ΤΗΝ Ο.Ν.Ε.

#### Δίαυλοι τιμών

- Οι διάυλοι του επιτοκίου
- Ο διάυλος της συναλλαγματικής ισοτιμίας
- Ο διάυλος του πλούτου

#### Ποσοτικοί διάυλοι

- Ο διάυλος των πιστώσεων

**Στρατηγική της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα της περιόδου 1990-2000.**

**Το πρόβλημα των εισροών κεφαλαίων**

**Προβλήματα για την Ελλάδα κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου**

- Υποχρεωτικές δεσμεύσεις
- Ενεχυρίαση τίτλων Ελληνικού Δημοσίου

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup> .....σελ. 40-56**

**Η ΑΣΚΗΣΗ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ, ΜΕΣΑ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ**

- Πράξεις ανοικτής αγοράς
- Πάγιες πιστώσεις
- Ελάχιστο όριο διαθεσίμων
- Συμπεράσματα

**Η στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής της Ε.Κ.Τ.**

**Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2001-2008)**

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup> .....σελ. 57-61**

**ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ – ΟΦΕΛΟΥΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ**

**Οι επιπτώσεις στην Ελληνική οικονομία από την είσοδο στην Ο.Ν.Ε. και την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής.**

**(α) Οι επιπτώσεις της ένταξης στον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή**

**(β) Η συμβατότητα της κοινής νομισματικής πολιτικής και οι ανάγκες της ελληνικής οικονομίας**

**(γ) Οι επιπτώσεις της ένταξης στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στην ανταγωνιστικότητα**

**ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....σελ. 62-63**

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) τον Ιανουάριο του 2001 αποτελεί γεγονός μεγίστης οικονομικής σημασίας. Η αντικατάσταση της δραχμής από το Ευρώ, η εκχώρηση της νομισματικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΤΕ) στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και η αμετάκλητη υιοθέτηση των δημοσιονομικών κανόνων που προβλέπονται από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) έχουν αλλάξει δραστικά το περιβάλλον μέσα στο οποίο οι Ελληνικές αρχές καλούνται να ασκήσουν οικονομική πολιτική. Οι αλλαγές αυτές, λειτουργώντας ως δομική αλλαγή μόνιμου χαρακτήρα, θα προκαλέσουν επιπτώσεις σε όλο το φάσμα του Ελληνικού μακροοικονομικού συστήματος. Ορισμένες από αυτές θα εμφανισθούν στον βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα και θα είναι ποσοτικά μετρήσιμες. Άλλες, όπως οι επιπτώσεις σε μεταβλητές που αναφέρονται στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, θα εμφανισθούν στον μεσοπρόθεσμο/μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα και θα είναι περισσότερο ποιοτικά παρά ποσοτικά προσεγγίσιμες.

Η παρούσα διπλωματική εργασία, έχει ως στόχο να διερευνήσει στο βαθμό που είναι εφικτό, τη διαδικασία και τα μέσα που οδήγησαν στην ένταξη της Ελληνικής οικονομίας στην Ο.Ν.Ε. Στο 1<sup>ο</sup> Κεφάλαιο κάνουμε μια σύντομη ιστορική αναδίφηση στην προσπάθεια για κοινή νομισματική πολιτική, που ξεκινά από τα τέλη της δεκαετίας του 60' με την έκθεση Werner, στο Ευρωπαϊκό «φίδι», και μετέπειτα στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα του 79' με κύρια στοιχεία το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και την Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (Ε.Σ.Υ.). Επίσης, κάνουμε μια επισκόπηση της νομισματικής πολιτικής που ακολούθησε η Ελλάδα της περιόδου 1975 έως το 1990.

Το 2<sup>ο</sup> Κεφάλαιο αναφέρεται στο θεσμικό πλαίσιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης: στο νομικό καθεστώς για την εισαγωγή του Ευρώ, στα κριτήρια συμμετοχής κράτους-μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ, στη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, καθώς και στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Στο 3<sup>ο</sup> κεφάλαιο παρουσιάζεται μια εκτενής αναφορά στο θεωρητικό πλαίσιο για την άσκηση νομισματικής πολιτικής: στην ποσοτική θεωρία του χρήματος, στο υπόδειγμα IS-LM, στο υπόδειγμα Mundell-Fleming.

Στο 4<sup>ο</sup> κεφάλαιο, γίνεται λόγος για τα μέσα - διαύλους νομισματικής πολιτικής, για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής πριν την Ο.Ν.Ε. και ειδικότερα για την περίοδο σύγκλισης της Ελληνικής Οικονομίας από το 1990 έως το 2000.

Το 5<sup>ο</sup> κεφάλαιο, αναφέρεται στα μέσα και τις διαδικασίες της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, καθώς επίσης εξετάζεται η στρατηγική της Ε.Κ.Τ. και η μετά την Ο.Ν.Ε. άσκηση νομισματικής πολιτικής έως τις μέρες μας.

Στο 6<sup>ο</sup> κεφάλαιο κάνουμε σύγκριση κόστους-οφέλους της Ευρωπαϊκής νομισματικής Ένωσης, και θίγουμε το ζήτημα των επιπτώσεων στην Ελληνική οικονομία από την εισδοχή της στην Ο.Ν.Ε. και την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής, καθώς και τα τελικά συμπεράσματα.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω, τον υπεύθυνο καθηγητή κ. Σαράντη Λώλο, για την αμέριστη υποστήριξή του, όπως επίσης και τους γονείς μου, για την ηθική τους συμπαράσταση.

## ΔΙΠΛΑΣ ΒΗΣΣΑΡΙΩΝ

Τμήμα : Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

### ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ - Η ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

#### Η έκθεση Werner, το «Ευρωπαϊκό Φίδι» & το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα

Η συνθήκη της Ρώμης, δεν προέβλεπε τη νομισματική ενοποίηση της Ευρώπης με συγκεκριμένο περιεχόμενο και οργάνωση. Αποβλέποντας όμως στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της Κοινής Αγοράς, έθεσε τις πρώτες βάσεις και την εμπλοκή της στον τομέα της μακροοικονομικής και ιδιαίτερα της Νομισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με το άρθρο 103, οι χώρες μέλη θα πρέπει να θεωρούν την οικονομική τους πολιτική θέμα κοινού ενδιαφέροντος, και να διαβουλεύονται στον τομέα αυτό με τις άλλες χώρες. Με το άρθρο 104 δίνεται η δυνατότητα στις χώρες μέλη να ασκούν τη δική τους οικονομική πολιτική, η οποία όμως θα διασφαλίζει ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών, την εμπιστοσύνη στο νόμισμα τους, επιδιώκοντας συγχρόνως υψηλό επίπεδο απασχόλησης και σταθερότητα τιμών. Με το άρθρο 105 προβλέπεται συντονισμός της οικονομικής πολιτικής των κρατών μελών, με το άρθρο 106 διακηρύσσεται η άρση του ελέγχου στην κίνηση κεφαλαίων, ενώ το άρθρο 107 απαιτεί απ' τα κράτη-μέλη να αντιμετωπίζουν την συναλλαγματική τους πολιτική, σαν θέμα κοινού Κοινοτικού ενδιαφέροντος.

Στη Σύνοδο της Χάγης το 1969, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων, συμφώνησαν κατ' αρχήν στη δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Επί κεφαλής της ομάδας εργασίας που θα συνέτασσε την έκθεση για την εγκαθίδρυση της Ο.Ν.Ε., ήταν ο πρωθυπουργός του Λουξεμβούργου Werner. Για το φιλόδοξο αυτό στόχο, κυριάρχησαν δύο διαφορετικές απόψεις που αντανακλούν δύο διαφορετικές στρατηγικές μετάβασης στην Ο.Ν.Ε: Την άποψη των «Μονεταριστών», και την άποψη των «οικονομολόγων». Σύμφωνα με τους «Μονεταριστές», η νομισματική ολοκλήρωση θα πρέπει να υιοθετηθεί και προκληθεί με το ξεκίνημα της πορείας προς την Ο.Ν.Ε. Με βάση την αφετηρία αυτή, οι χώρες που συμμετέχουν, μόνο τότε θα υποχρεωθούν να συντονίσουν και να συγκλίνουν τις άλλες παραμέτρους της οικονομικής τους πολιτικής, προκειμένου να περιοριστούν οι υπάρχουσες αποκλίσεις στις οικονομίες τους, που αποτελούν παράγοντα απαραίτητο για την πλήρη Νομισματική Ένωση. Σύμφωνα με τους «Οικονομολόγους», η θέσπιση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών απ' την αρχή σε ομάδα χωρών με διαφορετικά επίπεδα ανάπτυξης, θα αποτελούσε σοβαρό λάθος με σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις. Γι' αυτό πρέπει να δοθεί προτεραιότητα και να προηγηθεί η εναρμόνιση της οικονομικής πολιτικής των χωρών-μελών, ώστε με βάση τα αποτελέσματα και τα βήματα προς την κατεύθυνση της σύγκλισης, θα κριθεί ο χρόνος θέσπισης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Διαφορετικά, οι διαφορετικές συναλλαγματικές ισοτιμίες σε χώρες με μεγάλες αποκλίσεις στον πληθωρισμό, μπορεί να προκαλέσουν μεγάλο κόστος λόγω της απαιτούμενης προσπάθειας αποπληθωρισμού. Η τελική έκθεση της Ομάδας Werner, εγκρίθηκε απ' το Συμβούλιο το Φεβρουάριο του 1971, προτείνοντας την δημιουργία της Νομισματικής Ένωσης σε τρία στάδια, με ένα φιλόδοξο πρόγραμμα στο οποίο προβλέπονταν η ολοκλήρωση της το 1980. Προσπαθώντας να συμβιβάσει τις δύο παραπάνω αντιτιθέμενες απόψεις, καθορίζει μια στρατηγική ενδιάμεσων σταδίων και παράλληλων βημάτων μεταξύ συντονισμού της οικονομικής πολιτικής και νομισματικής ολοκλήρωσης. Ο τελικός στόχος, είναι ο

αμετάκλητος καθορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η κατάργηση των περιθωρίων διακύμανσης και η ελεύθερη κυκλοφορία εμπορευμάτων, υπηρεσιών, προσώπων και κεφαλαίων. Η έκθεση αποδείχθηκε στην πράξη υπεραισιόδοξη, τόσο σε ότι αφορά την ολοκλήρωση της Νομισματικής Ένωσης το 1980, όσο και την θέληση των κρατών-μελών να απεμπολήσουν την εθνική τους Νομισματική αρχή και πολιτική, χάριν κάποιου υπερεθνικού οργάνου<sup>1</sup>. Η αρχή της δεκαετίας του 1970 χαρακτηρίζεται από σημαντική νομισματική αστάθεια, με κυμάνσεις των νομισμάτων τέτοιας έκτασης που δημιουργούσαν σοβαρά προβλήματα στην λειτουργία του ενδοκοινοτικού εμπορίου. Προκειμένου να περιοριστούν οι διακυμάνσεις αυτές, το Συμβούλιο Υπουργών της Κοινότητας ζήτησε απ' τις νομισματικές αρχές των χωρών-μελών, να ακολουθήσουν το περιθώριο διακύμανσης των νομισμάτων τους  $\pm 2,25\%$ , σε σχέση με το Αμερικάνικο δολάριο, και ακόμη να περιορίσουν το μέγεθος των διακυμάνσεων μεταξύ των αντίστοιχων νομισμάτων. Έτσι δημιουργήθηκε το λεγόμενο «Ευρωπαϊκό Φίδι» που εκφράζει κοινό όριο διακύμανσης. Το «Φίδι μέσα στο τούνελ του δολαρίου», αποτελούνταν από Κοινοτικά νομίσματα που όλα μαζί ισχυρότερα και ασθενέστερα, θα κινούνταν σε ζώνες με εύρος διακύμανσης  $\pm 2,25\%$  έναντι του δολαρίου αλλά και μεταξύ τους. Το κυριότερο στοιχείο του «Φιδιού», υπήρξαν οι παρεμβάσεις με στόχο τη διατήρηση των παραπάνω διακυμάνσεων. Απ' το 1973 το «τούνελ του δολαρίου» καταργήθηκε. Τα διάφορα νομίσματα της Κοινότητας εγκατέλειπαν και επέστρεφαν στο σύστημα με αρκετή συχνότητα, γεγονός που αποτελούσε σοβαρό εμπόδιο τόσο στη διασφάλιση του επιπέδου οικονομικής ολοκλήρωσης που είχε επιτευχθεί, όσο και στην πραγματοποίηση πρόσθετης προόδου στον τομέα αυτόν. Για το σκοπό αυτό, η δημιουργία μιας ζώνης νομισματικής σταθερότητας στον Ευρωπαϊκό χώρο, αποτελούσε μια βασική προϋπόθεση. Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος Ε.Ν.Σ. (European Monetary system E.M.S.) που τέθηκε σε ισχύ το Μάρτιο του 1979 εξυπηρετούσε αυτήν ακριβώς την αναγκαιότητα. Να επιτύχει τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, μέσω της στενότερης συνεργασίας στον τομέα της νομισματικής πολιτικής.

Τα δύο πλέον σημαντικά στοιχεία του Ε.Ν.Σ., είναι ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών Μ.Σ.Ι. (Exchange Rate Mechanism E.R.M.) και η Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα E.C.U. (European Currency Unit).

Οι χώρες που συμμετέχουν στο Μ.Σ.Ι., αποφασίζουν ένα επίσημο δίκτυο αμοιβαία σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αποφασίζουν δηλαδή, μια επίσημη συναλλαγματική ισοτιμία (κεντρική ισοτιμία) για κάθε νόμισμα, σε σχέση με τα άλλα νομίσματα και την ECU, καθώς και μια ζώνη γύρω από την οποία οι κεντρικές αυτές ισοτιμίες μπορούν ελεύθερα να κυμαίνονται. Τα περιθώρια διακύμανσης της ζώνης αυτής (στενή ζώνη), με τα νομίσματα των χωρών που συμμετέχουν στο Μ.Σ.Ι. τέθηκαν στο  $\pm 2,25\%$ . Μέσα στα περιθώρια αυτά, θα κυμαίνονται οι κεντρικές ισοτιμίες των περισσότερων χωρών που συμμετέχουν στο Μ.Σ.Ι. Μετά τις ισχυρές κερδοσκοπικές επιθέσεις τον Αύγουστο του 1993, σχεδόν όλες οι ζώνες του Ε.Ν.Σ. διευρύνθηκαν στο  $\pm 15\%$ . Όταν η διακύμανση της ισοτιμίας ενός νομίσματος σε σχέση με κάποιο άλλο, τείνει να φθάσει το ανώτατο ή το κατώτατο όριο διακύμανσης της ζώνης, απαιτείται υποχρεωτικά η παρέμβαση σε ένα απ' τα δύο εθνικά νομίσματα της μιας Κεντρικής Τράπεζας. Όπως αναφέραμε και προηγουμένα, το άλλο σημαντικό στοιχείο του Ε.Ν.Σ. είναι η

---

<sup>1</sup>Θεοδωρόπουλος Σ., 1997, «Η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση», *Ευρωπαϊκή Οικονομική Ολοκλήρωση*, σελ. 123

Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (E.C.U.), η οποία κατέχει κεντρικό ρόλο σ' αυτό και εκφράζει την ανάγκη δημιουργίας ενός Ευρωπαϊκού Νομίσματος. Η ECU ορίζεται σαν ένα «καλάθι» νομισμάτων τα οποία συμμετέχουν στο ΕΝΣ - ομάδα ευρύτερη απ' το ΜΣΙ - και αντανακλά με τον τρόπο αυτό τη νομισματική ταυτότητα της Ευρώπης. Τα νομίσματα των κρατών μελών συμμετέχουν με καθορισμένες αναλογίες στη διαμόρφωση μιας ECU, ενώ το «καλάθι» αυτό είναι έτοιμο να δεχθεί τα νομίσματα των νέων κρατών - μελών που εντάσσονται στην Ένωση. Το «μερίδιο» και το μέγεθος συμβολής του κάθε νομίσματος για τη διαμόρφωση της ECU, καθορίζεται σύμφωνα με ορισμένα κριτήρια, όπως η οικονομική σημασία της χώρας μέλους με βάση το Α.Ε.Π., το μερίδιο της στο ενδοκοινοτικό εμπόριο και την ποσοστιαία συμμετοχή στο σύστημα βραχυχρόνιας νομισματικής στήριξης. Το «βάρος» του κάθε νομίσματος μπορεί να αλλάζει κάθε πέντε χρόνια.

Αξιολογώντας σε γενικές γραμμές το Ε.Ν.Σ., μπορούμε να πούμε πως συνέβαλλε ικανοποιητικά στη σταθερότητα των ισοτιμιών, στην αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής, στην ενίσχυση και την διευκόλυνση του ενδοκοινοτικού εμπορίου και το αντιπληθωριστικό οικονομικό περιβάλλον. Επιτυγχάνοντας σε ικανοποιητικό βαθμό τους πλέον σημαντικούς στόχους του, αποτέλεσε ένα μεγάλο και καθοριστικό βήμα στη συνέχιση της πορείας προς τη νομισματική ολοκλήρωση της Ευρώπης. Το επόμενο βήμα που συνέβαλλε καθοριστικά, ήταν η ΔΚΔ του 1985, με την υπογραφή της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης, όπου για πρώτη φορά γίνεται αναφορά σε επίσημο κείμενο, στην Ο.Ν.Ε.<sup>2</sup>

Επίσης πρέπει να τονιστεί ότι αυτός που πρωτοστάτησε για την Ε.Ε.Π. ήταν ο Jacques Delors, ο οποίος έκανε έκκληση για τη δημιουργία 'μιας πραγματικής οικονομικής ζώνης' με το ακόλουθο σκεπτικό: «Μακροπρόθεσμα, ένας οικονομικός χώρος δεν μπορεί να αναπτυχθεί χωρίς ένα νομισματικό σύστημα προσαρμοσμένο σε μια εξελισσόμενη οικονομική ένωση. Ακόμη και εάν οι προϋποθέσεις για την επίτευξη αυτού του στόχου δεν υπάρχουν, όταν οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών διαβουλεύονται την αναθεώρηση των Συνθηκών, εντούτοις θα πρέπει να καθορίζεται ο ρόλος και οι στόχοι του Ε.Ν.Σ.».

Η ΕΕΠ ήταν απόλυτα εναρμονισμένη με την έκθεση Werner του 1970, σύμφωνα με την οποία ήταν απαραίτητη η αναθεώρηση<sup>3</sup> της Συνθήκης της Ρώμης για την υλοποίηση της Ο.Ν.Ε.

### **Στρατηγική νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα: ιστορική επισκόπηση, (1975-1990)**

Η εικοσαετία 1970-1989 ήταν ιδιαίτερα δύσκολη για τους υπεύθυνους χάραξης της οικονομικής πολιτικής σε όλο τον κόσμο, οι οποίοι βρέθηκαν αντιμέτωποι με δύο πετρελαϊκές κρίσεις το 1973-74 και το 1978-79, μια διεθνή κρίση χρέους στη Λατινική Αμερική στις αρχές της δεκαετίας του 1980 και μια παγκόσμια χρηματιστηριακή κρίση το 1987. Ειδικότερα στη δεκαετία του '70, κυριαρχούσαν οι κεϋνσιανές ιδέες, οι οποίες έδιναν μικρότερη έμφαση στη σχέση ανάμεσα στη νομισματική πολιτική και τον πληθωρισμό. Στην Ελλάδα, από τα μέσα της δεκαετίας του '70 έως το τέλος της δεκαετίας του '80, η νομισματική πολιτική ασκήθηκε

---

<sup>2</sup> Τσακαλογιάννης Π., 2000, «Νομισματικές κρίσεις & επιστροφή στην ΟΝΕ», *Ευρώ & Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση*, σελ.63

<sup>3</sup> Η Ο.Ν.Ε. προϋπέθετε θεμελιώδεις θεσμικές αλλαγές, οι οποίες θα απαιτούσαν την προσφυγή στο άρθρο 236 της Συνθήκης της Ρώμης, δηλαδή τη σύγκληση μιας ΔΚΔ η οποία θα υιοθετούσε ένα νέο θεσμικό πλαίσιο



κάτω από δύσκολες συνθήκες, καθώς συχνά το μείγμα οικονομικής πολιτικής δεν ήταν το ενδεδειγμένο. Πρόσθετες δυσκολίες δημιουργούσε το γεγονός ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα συνέχιζε να λειτουργεί υπό καθεστώς ενός πολύπλοκου πλαισίου διοικητικών κανόνων και ρυθμίσεων που, εκτός του ότι είχε αποδειχθεί αναποτελεσματικό, δημιουργούσε σοβαρές στρεβλώσεις στη λειτουργία του πιστωτικού συστήματος και περιόριζε τις δυνατότητες άσκησης αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής<sup>4</sup>.

Η έναρξη της περιόδου της ελεύθερης διολίσθησης, (1972-1987), συνέπεσε χρονικά με την εκδήλωση της πρώτης πετρελαϊκής κρίσης, η οποία επηρέασε σε σημαντικό βαθμό την Ελληνική οικονομία ως προς τις επιδόσεις στον αναπτυξιακό τομέα αλλά και τον πληθωρισμό που κινήθηκε καθ' όλη την περίοδο σε διψήφια νούμερα. Το εθνικό νόμισμα ανατιμήθηκε κατά 10% και επανήλθε, έναντι των ευρωπαϊκών, στις ισχύουσες ισοτιμίες πριν από την υποτίμηση το Φεβρουάριο του 1973. Για να εξουδετερωθούν οι επιπτώσεις από την πρόσδεση της δραχμής στο δολάριο, στις 20 Οκτωβρίου του 1973, αποφασίστηκε η αποδέσμευση της δραχμής από το δολάριο, οπότε εισήλθε στο σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών με ελεύθερη διακύμανση έναντι των υπολοίπων νομισμάτων διεθνώς, ακολουθώντας τουλάχιστον μέχρι το 1987 πολιτική μεγάλων διολισθήσεων, προκειμένου να εξουδετερωθούν οι αρνητικές συνέπειες από τις μεγάλες διαφορές στα επίπεδα του πληθωρισμού σε σύγκριση με τους εμπορικούς εταίρους. Η νομισματική σταθερότητα υποχώρησε έναντι άλλων προτεραιοτήτων και διαμορφώθηκε μέσα σε μεταβαλλόμενα θεσμικά δεδομένα, καθώς γινόταν φανερό ότι υπό τις νέες συνθήκες το πλαίσιο λειτουργίας της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως είχε θεμελιωθεί κατά τη μεταπολεμική περίοδο, δεν μπορούσε να ανταποκριθεί στις ανάγκες της οικονομίας<sup>5</sup>.

Υπό την πίεση των μισθολογικών διεκδικήσεων, η νομισματική πολιτική μέχρι και το 1978 ήταν επεκτατική. Τα επιτόκια των καταθέσεων και του τραπεζικού δανεισμού διατηρήθηκαν τις περισσότερες φορές σε επίπεδα κάτω του πληθωρισμού. Αλλά και το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο της Τράπεζας της Ελλάδος ήταν κάτω από τον πληθωρισμό.

Μεταξύ 1979 και 1980 έγινε προσπάθεια να συγκρατηθεί η αύξηση της προσφοράς του χρήματος, προκειμένου να αντιμετωπιστεί η νέα πετρελαϊκή κρίση. Για το σκοπό αυτό αποφασίστηκε η άνοδος των επιτοκίων το Σεπτέμβριο του 1979 και πάλι, όμως, τα επιτόκια ήταν χαμηλότερα από τον πληθωρισμό με αποτέλεσμα να κινούνται σε αρνητικά επίπεδα. Η πολιτική αυτή ανατράπηκε το 1981.

Σημαντική μεταβολή στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής αποτέλεσε η κατάργηση της Νομισματικής Επιτροπής με το νόμο 1266/1982. Έτσι, για την περίοδο μέχρι και το 1982, έτος κατάργησης της Νομισματικής Επιτροπής, οι πολιτικές προτεραιότητες βάρυναν στη λήψη των αποφάσεων για το χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής.

Η αλλαγή αυτή ενίσχυσε τη λειτουργική και οικονομική ανεξαρτησία της Τράπεζας της Ελλάδος. Ο συγκεκριμένος νόμος επέβαλε όρια στη χρηματοδότηση του Δημοσίου από την

---

<sup>4</sup> Γκαργκάνας Ν., Ταβλάς Γ., 2002, «Νομισματικά καθεστώτα & επιδόσεις ως προς τον πληθωρισμό», *Οικ. Επιδόσεις & προοπτικές της Ελλάδος, Τ.Ε.*, σελ. 63

<sup>5</sup> Σαχινίδης Φ., 2006, «Το συναλλαγματικό καθεστώς της Ελλάδας: Από την πρόσδεση της δραχμής στο δολάριο μέχρι την ΟΝΕ», *Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος*.

Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία απέκτησε ευρύτερες εξουσίες<sup>6</sup> για την άσκηση της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής. Στην Ελλάδα νομισματικοί στόχοι ανακοινώθηκαν πρώτη φορά (για το M0) το 1975. Από τις αρχές της δεκαετίας του '80 η Τράπεζα της Ελλάδος απέδιδε ολοένα μεγαλύτερη σημασία στα ευρύτερα νομισματικά μεγέθη, ιδίως στο M3<sup>7</sup>.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M0 ήταν κατά μέσο όρο 18,2% κατά την οκταετία 75-82, στη διάρκεια της οποίας το M0 ήταν η μεταβλητή στόχος. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 ήταν κατά μέσο όρο 24,1% το 1983-89. Ένας παράγοντας που εξηγεί γιατί ήταν δύσκολο να συγκρατηθεί η αύξηση των νομισματικών μεγεθών ήταν η αστάθεια που φαίνεται ότι χαρακτηρίζει τη ζήτηση των μεγεθών αυτών. Ένας δεύτερος παράγων που δυσχέραινε τη συγκράτηση της νομισματικής επέκτασης ήταν το γεγονός ότι τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής δεν ήταν επαρκώς ανεπτυγμένα. Ο σημαντικότερος παράγων που συνέβαλλε στους υψηλούς ρυθμούς νομισματικής επέκτασης ήταν η ανάγκη να χρηματοδοτούνται τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα. Κατά τη δεκαετία 1975-90, η πιστωτική επέκταση υπερέβη τον αντίστοιχο ετήσιο στόχο δώδεκα φορές<sup>8</sup>.

Παρά την προσπάθεια, μετά το 1982, να τεθεί υπό έλεγχο η αύξηση της προσφοράς χρήματος, τα αποτελέσματα ήταν πενιχρά καθώς η Τράπεζα της Ελλάδος δεν είχε στη διάθεσή της τα απαραίτητα εργαλεία. Τα επιτόκια εξακολουθούσαν να καθορίζονται με διοικητικό τρόπο και παρέμεναν τουλάχιστον μέχρι και το 1985 σε αρνητικά επίπεδα. Η Τράπεζα της Ελλάδος είχε κατανοήσει την αναγκαιότητα της απελευθέρωσης των επιτοκίων, πολύ προτού καταργηθεί η Νομισματική Επιτροπή, αλλά οι πολιτικές και οικονομικές συνθήκες δεν επέτρεπαν την απελευθέρωση του πιστωτικού συστήματος και των επιτοκίων. Η απελευθέρωσή τους άρχισε μετά το 1985 με πιο σημαντική μεταβολή την απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος στις 30 Ιουνίου 1987, όταν καθόρισε ελάχιστο όριο επιτοκίου<sup>9</sup> 21% για όλες τις βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις.

Μετά από τις παραπάνω εξελίξεις, η Τράπεζα της Ελλάδος είχε πλέον τη δυνατότητα να επηρεάζει τα τραπεζικά επιτόκια μέσω παρεμβάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές ή αύξησης των επιτοκίων στις υπεραναλήψεις των τραπεζών από τους τρεχούμενους λογαριασμούς που διατηρούσαν στην Τράπεζα της Ελλάδος. Υπό αυτές τις συνθήκες η Τράπεζα της Ελλάδος κατήργησε όλους τους περιορισμούς και ελέγχους που επέβαλε στον πιστωτικό τομέα ως προς τις χρηματοδοτήσεις.

---

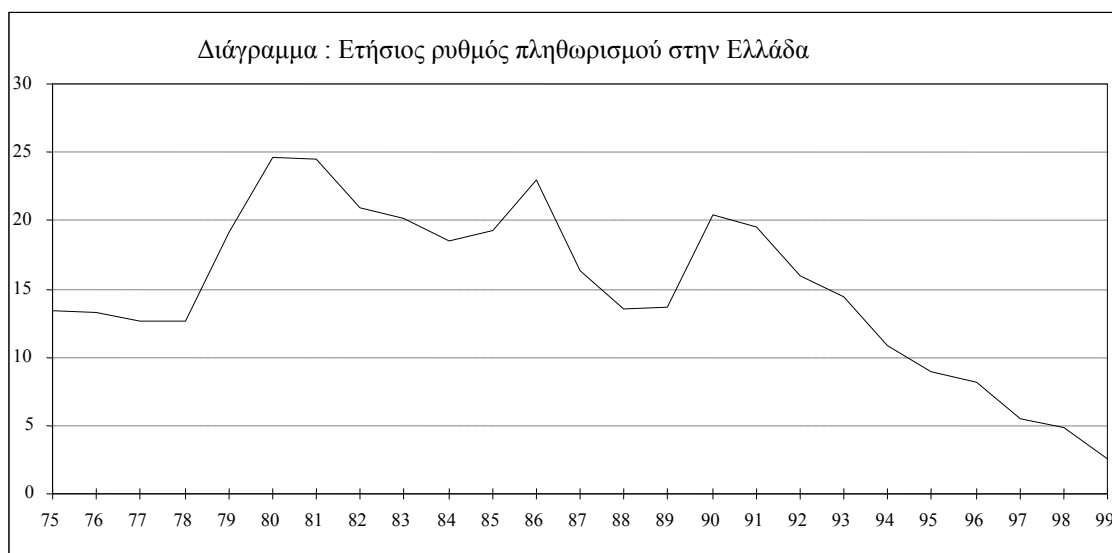
<sup>6</sup> Οι εξουσίες αυτές: «...έδωσαν την δυνατότητα στην Τράπεζα της Ελλάδος να προχωρήσει σε ριζική μεταβολή στην κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και τελικά να επωμιστεί το κύριο βάρος για τον έλεγχο του πληθωρισμού και τη στήριξη του ισοζυγίου πληρωμών». Χαλικιάς (1995), «Νομισματική Πολιτική: συνεχώς σε σύγκρουση με τη Δημοσιονομική Πολιτική», *Οικονομικός Ταχυδρόμος φ. 25*, σελ. 86

<sup>7</sup> Το M3 περιλάμβανε το M1 (νομ. & καταθέσεις όψεως) & τις καταθέσεις Ταμειυτηρίου & προθεσμίας. Το 1992 ορίστηκε εκ νέου ώστε να συμπεριλάβει τα τραπεζικά ομόλογα & τις συμφωνίες επαναγοράς

<sup>8</sup> Γκαργκάνα Ν., Ταβλάς Γ., 2002, «Νομισματικά καθεστώτα & επιδόσεις ως προς τον πληθωρισμό», *Οικ. Επιδόσεις & προοπτικές της Ελλάδος, Τ.Ε.*, σελ.69

<sup>9</sup> «Δεδομένου ότι το κατώτατο αυτό επιτόκιο 21% ήταν χαμηλότερο από το επίπεδο ισορροπίας το γενικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού άρχισε να προσδιορίζεται από την αγορά και να κινείται προς τα πάνω, εξέλιξη που πολύ σύντομα συμπαρέσυρε και τα λοιπά επιτόκια τραπεζικού δανεισμού που είχαν καθοριστεί σε επίπεδα χαμηλότερα του 20%, περιλαμβανομένου και του βασικού επιτοκίου των δανείων μέσης και μακράς προθεσμίας». Χαλικιάς (1995) σελ. 86.

Η πιστωτική πολιτική μέχρι και το 1981 ήταν επεκτατική, ενώ έγιναν προσπάθειες εκλογίκευσης, διατηρώντας όμως τον επεκτατικό της χαρακτήρα κυρίως λόγω των χρηματοδοτήσεων προς το δημόσιο τομέα και λιγότερο τον ιδιωτικό. Ο επεκτατικός χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής συντηρούσε τις πληθωριστικές πιέσεις, ως εκ τούτου ο πληθωρισμός στην Ελλάδα κινήθηκε καθ' όλη την περίοδο μέχρι και 12 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τον αντίστοιχο κοινοτικό, χωρίς να διασφαλιστούν καλύτερες σε σχέση με την Ευρώπη αναπτυξιακές επιδόσεις. Ο πληθωρισμός μετά το 1981 παρά τη σταδιακή αποκλιμάκωση παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα έναντι του μέσου κοινοτικού (η διαφορά το 1988 ήταν στις 11 ποσοστιαίες μονάδες), διότι επιχειρήθηκε αναδιανομή του εισοδήματος μέσω της αύξησης των κατώτατων μισθών κατά 40% και την καθιέρωση<sup>10</sup> της Αυτόματης Τιμαριθμικής Προσαρμογής (Α.Τ.Α). Ένας άλλος παράγοντας όμως που επηρέασε καθοριστικά την πορεία του πληθωρισμού ήταν οι αυξήσεις των πραγματικών μισθών καθ' υπέρβαση της αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας.



Πηγή: ΕΣΥΕ.

Είναι γεγονός ότι το νέο διεθνές νομισματικό σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών επέβαλε πολύ λιγότερους περιορισμούς στις κυβερνήσεις της περιόδου 1973-1987 ως προς τις ακολουθητέες πολιτικές. Επομένως, είναι εύλογο να υποστηριχθεί ότι οι κυβερνήσεις με δεδομένους τους περιορισμούς που αντιμετώπιζαν έσπευσαν να εκμεταλλευτούν τους παρεχόμενους από το νέο σύστημα βαθμούς ελευθερίας. Υπήρχαν, όμως, και οι αρνητικές συνέπειες, όπως η διεύρυνση σε δραχμικούς όρους του εξωτερικού χρέους, ο εισαγόμενος πληθωρισμός, αλλά το κόστος τους διαχέονταν στο σύνολο της κοινωνίας.

<sup>10</sup> Η καθιέρωσή της «...λειτουργήσε ως πολλαπλασιαστικός μηχανισμός μέσω του οποίου μια αρχική πληθωριστική ώθηση μπορούσε να επηρεάσει τις μισθολογικές μεταβολές και να εγκλωβίσει τον πληθωρισμό σε υψηλότερα επίπεδα...».Γκαργκάνας- Ταβλάς, 2002, «Νομισματικά καθεστώτα & επιδόσεις ως προς τον πληθωρισμό», Οικ. Επιδόσεις & προοπτικές της Ελλάδος, Τ.Ε., σελ.62

Σε ένα σύστημα «καθαρών κυμαινόμενων ισοτιμιών», στο οποίο οι κεντρικές τράπεζες δεν παρεμβαίνουν στην αγορά για να επηρεάσουν την τιμή συναλλάγματος- η συναλλαγματική ισοτιμία εξασφαλίζει ανά πάσα στιγμή ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών. Στην πράξη, η Τράπεζα της Ελλάδος καθ' όλη τη διάρκεια της ελεύθερης διακύμανσης της δραχμής, όπως και οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες διεθνώς, παρενέβαινε στην αγορά συναλλάγματος για να επηρεάσει την ισοτιμία της έναντι είτε κάποιου συγκεκριμένου νομίσματος είτε ενός καλαθιού νομισμάτων. Από το 1973 και μέχρι το 1987, ο στόχος της συναλλαγματικής πολιτικής της δραχμής ήταν να διατηρηθεί η ανταγωνιστικότητα των εξαγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών. Η διολίσθηση της ισοτιμίας της έναντι των νομισμάτων των κυριότερων εμπορικών εταίρων επεδίωκε την εξουδετέρωση της πληθωριστικής διαφοράς<sup>11</sup>. Έτσι, επιτεύχθηκε αρχικά, τουλάχιστον μέχρι το 1979, να διατηρηθεί το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ως ποσοστό του Α.Ε.Π., κάτω από το 3% σε επίπεδα δηλαδή που θεωρούνταν διατηρήσιμα. Από το 1980 όμως και μέχρι το 1986 το έλλειμμα βρισκόταν σταθερά πάνω από το 4% και έφτασε το 1985 το 8,2%. Μετά το 1981 η δυναμική του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επηρεάστηκε και από τη συμμετοχή της Ελλάδος στην Ε.Ο.Κ. Στο σκέλος του εμπορικού ισοζυγίου η επίδραση αυτή εκδηλώθηκε με αύξηση των εισαγωγών λόγω κατάργησης των δασμών, ενώ στο ισοζύγιο των αδήλων εκδηλώθηκε με αύξηση των αντίστοιχων πόρων λόγω των κοινοτικών ενισχύσεων που εισέρεαν στη χώρα.



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Οι εξελίξεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έπεισαν ότι η πολιτική της διολίσθησης δεν επαρκούσε για να αντισταθμιστεί η απώλεια της ανταγωνιστικότητας, ούτε η επεκτατική πολιτική ήταν διατηρήσιμη οπότε εφαρμόστηκε μια πολιτική “ζεστού-κρύου”<sup>12</sup>. Κατά την περίοδο

<sup>11</sup> Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τους δείκτες τιμών παρέμεινε σχεδόν σταθερή, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι μεταβολές της ονομαστικής ισοτιμίας αντιστάθμιζαν σχεδόν πλήρως τις διαφορές πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ανταγωνιστριών χωρών

<sup>12</sup> Λώλος Σ., 2003, «Αξιολόγηση της οικονομικής πολιτικής στην Ελλάδα από τη μεταπολίτευση έως την ένταξη στην ΟΝΕ», *Comparative Economic Studies*, Spring.

1981-85 υιοθετήθηκε ένα αυστηρό σταθεροποιητικό πρόγραμμα όπου οδήγησε σε δύο υποτιμήσεις. Η πρώτη έγινε τον Ιανουάριο του 1983, οπότε η δραχμή υποτιμήθηκε περίπου κατά 16%, στο πλαίσιο προγράμματος για τη σταθεροποίηση της οικονομίας και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Απέτυχε, όμως, να δημιουργήσει διατηρήσιμα αποτελέσματα, διότι εγκαταλείφθηκε λίγους μόνο μήνες μετά την εφαρμογή του.

Τον Οκτώβριο του 1985, ανακοινώθηκε διετές σταθεροποιητικό πρόγραμμα. Το πρόγραμμα περιελάμβανε μεταξύ άλλων και υποτίμηση της δραχμής κατά 15% και μετέπειτα διολίσθηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας με ετήσιους ρυθμούς που θα εξασφάλιζαν τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας στα επίπεδα του Οκτωβρίου του 1985<sup>13</sup>.

Το Σταθεροποιητικό Πρόγραμμα έδινε έμφαση στην προσαρμογή της πλευράς της ζήτησης της οικονομίας, αναμένοντας αυτόματες προσαρμογές στην παραγωγική δομή. Ο βασικός μηχανισμός για την επίτευξη των στόχων ήταν η επιβράδυνση του εργατικού κόστους που θα έδιδε ώθηση στην επιχειρηματική δραστηριότητα και τις επενδύσεις και θα βελτίωνε την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Τελικά, εγκαταλείφθηκε το Νοέμβριο του 1987. Το πρόγραμμα είχε σημαντικά αποτελέσματα γιατί μειώθηκε ο πληθωρισμός και το δημοσιονομικό έλλειμμα, ενώ η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων συνέβαλε στη μείωση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών<sup>14</sup>.

Κατά την περίοδο 1988-1989 η μακροοικονομική πολιτική ήταν ιδιαίτερα επεκτατική και η οικονομία κινήθηκε σε αποσταθεροποιητική τροχιά αποκλίνοντας από τις επιδόσεις των υπολοίπων χωρών της Κοινότητας. Οι εξελίξεις αυτές έκαναν ολοένα και δυσκολότερη τη σταδιακή ενσωμάτωση της Ελλάδας στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά και διακινδύνευαν την ολοκλήρωση της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

---

<sup>13</sup> Σαχινίδης Φ., 2001, «Στο σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών», *Η Καθημερινή*, 30<sup>η</sup> Δεκ.

<sup>14</sup> Λώλος Σ., 2003, «Αξιολόγηση της οικονομικής πολιτικής στην Ελλάδα από τη μεταπολίτευση έως την ένταξη στην ΟΝΕ», *Comparative Economic Studies*, Spring.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ.

Το θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, Ο.Ν.Ε., τέθηκε με τις διατάξεις της Συνθήκης της Ρώμης, όπως αυτή τροποποιήθηκε το 1992 με την ενσωμάτωση των διατάξεων της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, γνωστής ως **Συνθήκης του Μάαστριχτ**. Για πρακτικούς και ουσιαστικούς λόγους, η ευρωπαϊκή νομισματική μεταρρύθμιση αποφασίστηκε να μην ολοκληρωθεί αυτόματα, αλλά σε τρία στάδια. Η Συνθήκη περιέχει συγκεκριμένες ρυθμίσεις τόσο ως προς το χρονοδιάγραμμα έναρξης των σταδίων αυτών όσο και σχετικά με τις θεσμικές, μακροοικονομικές και ουσιαστικές προϋποθέσεις οι οποίες πρέπει να ικανοποιηθούν κατά τη διάρκειά τους. Υπενθυμίζεται ότι τα τρία στάδια της εν λόγω διαδικασίας είναι τα ακόλουθα:

ΤΑ ΤΡΙΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ	
Πρώτο στάδιο	1η Ιουλίου 1990 - 31η Δεκεμβρίου 1993
Δεύτερο στάδιο	1η Ιανουαρίου 1994 - 31η Δεκεμβρίου 1998
Τρίτο στάδιο	από 1ης Ιανουαρίου 1999

Το πρώτο στάδιο (το οποίο ήδη είχε αρχίσει την 1η Ιουλίου 1990, πριν από την υπογραφή της Συνθήκης), οι χώρες-μέλη του ΕΝΣ κατάργησαν όλου τους εναπομείναντες ελέγχους επί των κινήσεων κεφαλαίου. Η νομισματική συνεργασία ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες του ΕΝΣ ενισχύθηκε. Στη διάρκεια του πρώτου σταδίου, το οποίο διήρκεσε έως την 31η Δεκέμβριο 1993, υπήρχε δυνατότητα επανευθυγραμμίσεων των συναλλαγματικά ισοτιμιών.

Το δεύτερο στάδιο ξεκίνησε την 1η Ιανουαρίου 1994. Δημιουργήθηκε ένα νέος θεσμός, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ινστιτούτο (ΕΝΙ). Αυτό λειτούργησε μόνο κατά το δεύτερο στάδιο και κατά μία έννοια ήταν ο προπομπός τη Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Οι λειτουργίες του ήταν περιορισμένες και αποσκοπούσαν κυρίως στην ενδυνάμωση της νομισματικής συνεργασίας ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες των διαφόρων χωρών.

Στην αρχή του τρίτου και τελευταίου σταδίου, τον Ιανουάριο του 1999 οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ανάμεσα στα εθνικά νομίσματα καθορίστηκαν αμετάκλητα. Επιπλέον, άρχισε να λειτουργεί η ΕΚΤ, η οποία εξέδωσε το ευρώ.

Στη Διάσκεψη Κορυφής των αρχηγών-κρατών στη Μαδρίτη, το Δεκέμβριο του 1995, επιτεύχθηκαν οι συμφωνίες σχετικά με το χαρακτήρα του τρίτου σταδίου το οποίο χωρίστηκε σε τρεις υποδιαιρέσεις:

- Από την 1η Ιανουαρίου 1999 έως την 31η Δεκεμβρίου 2001, τα εθνικά νομίσματα συνεχίζουν να βρίσκονται σε κυκλοφορία παράλληλα με το ευρώ, αν και με αμετάκλητα σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ωστόσο, οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιούν το ευρώ για όλες τις διατραπεζικές τους συναλλαγές. Οι ιδιώτες έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν το εθνικό τους νόμισμα, αλλά και να ανοίγουν λογαριασμούς σε ευρώ. (Να

σημειωθεί ότι στη διάρκεια αυτής της περιόδου το ευρώ δεν υφίσταται με τη μορφή τραπεζογραμματίων και κερμάτων). Επιπλέον, όλες οι συναλλαγές ανάμεσα στην ΕΚΤ και στις εμπορικές τράπεζες γίνονται σε ευρώ. Τέλος, οι νέες εκδόσεις κρατικών ομολογούν γίνονται σε ευρώ και όχι σε εθνικά νομίσματα.

- Στο διάστημα από 1ης Ιανουαρίου μέχρι 1ης Ιουλίου 2002 το ευρώ θα αντικαταστήσει τα εθνικά νομίσματα, τα οποία θα χάσουν την αξία τους. Γι' αυτό στη διάρκεια αυτής της περιόδου θα οργανωθεί μια νομισματική μεταρρύθμιση.

- Από την 1η Ιουλίου 2002 και μετά, θα γίνει πράξη η νομισματική ένωση στην οποία το ευρώ θα είναι το μοναδικό νόμισμα που διαχειρίζεται μια κεντρική τράπεζα, η ΕΚΤ.

Από το 1993 το πρωτογενές κοινοτικό δίκαιο άρχισε να συμπληρώνεται, σύμφωνα με τις διατάξεις της ίδιας της Συνθήκης, με την έκδοση Κανονισμών του Συμβουλίου, οι διατάξεις των οποίων έχουν άμεση δεσμευτικότητα σε όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Οι εν λόγω Κανονισμοί αφορούν σε τρεις μείζονος σημασίας θεματικές ενότητες:

□ το νομικό καθεστώς του ενιαίου νομίσματος, του Ευρώ, □ την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής από τα κράτη-μέλη μετά την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ, και □ τη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών<sup>15</sup>.

Επισημαίνεται, επίσης, η σπουδαιότητα του ψηφίσματος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του Άμστερνταμ τον Ιούνιο του 1997 στο οποίο εγκρίθηκε το "**Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης**" (**Stability and Growth Pact**). Πρόκειται για ένα πλαίσιο διατάξεων και κατευθυντήριων αρχών που περιέχονται σε τρεις κοινοτικές πράξεις για ενδυνάμωση της δημοσιονομικής συνεργασίας ανάμεσα στα συμμετέχοντα κράτη-μέλη και της εκ μέρους τους άσκησης αυστηρής δημοσιονομικής πειθαρχίας μετά την έναρξη του τρίτου σταδίου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Το Σύμφωνο περιέχει διατάξεις τόσο προληπτικού όσο και αποτρεπτικού χαρακτήρα, «για τη δημιουργία ενός μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών», ο οποίος θα αντικαταστήσει τον ισχύοντα Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος. Με το μηχανισμό αυτό θα ρυθμίζεται, μέσα σε συγκεκριμένα όρια, η διακύμανση των νομισμάτων των κρατών-μελών με παρέκκλιση προς το Ευρώ.

## ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το νομικό πλαίσιο για την εισαγωγή του ευρώ στηρίζεται, εκτός από τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, κυρίως σε δυο πυλώνες<sup>16</sup>, τον Κανονισμό (ΕΚ) 1103/97 του Συμβουλίου της 17.6.1997 και τον Κανονισμό (ΕΚ) 974/98 του Συμβουλίου της 3.5.1998.

- Στον Κανονισμό 1103/97 "σχετικά με ορισμένες διατάξεις που αφορούν την εισαγωγή του ευρώ" ορίζεται μεταξύ άλλων ότι την 1 η Ιανουαρίου 1999 το ευρώ θα καταστεί αυτοτελές

<sup>15</sup>ΕΕΤ, 1998, «Το θεσμικό και νομικό πλαίσιο της ΟΝΕ και του Ευρώ», *Ευρώ, οι προσαρμογές και οι επιπτώσεις στον Ελληνικό τραπεζικό τομέα από την ΟΝΕ και την εισαγωγή του Ευρώ*, σελ.14

<sup>16</sup> Μπρισίμης Σ., Παπαδοπούλου Δ., 2001, «Η εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή στην Ελλάδα», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 18, σελ. 16

νόμισμα και θα αντικαταστήσει το ECU χωρίς να μεταβάλει την εξωτερική ισοτιμία του τελευταίου (δηλαδή τη σχέση 1 ευρώ =1 ECU, ότι η καθιέρωση του ευρώ δεν μεταβάλλει τους όρους των νομικών πράξεων ούτε απαλλάσσει ούτε δικαιολογεί τη μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από νομικές πράξεις, ούτε παρέχει μονομερώς το δικαίωμα σε ένα συμβαλλόμενο να μεταβάλει ή να καταργήσει μια νομική πράξη (αρχή της συνέχειας των συμβάσεων). Επίσης περιλαμβάνονται και οι κανόνες που διέπουν τις μετατροπές από ευρώ σε εθνικές νομισματικές μονάδες<sup>17</sup> και αντίστροφα.

- Ο Κανονισμός 974/98 "για την εισαγωγή του ευρώ" ορίζει ότι το ευρώ είναι από την 1η Ιανουαρίου 1999 το νόμισμα των συμμετεχόντων στη νομισματική ένωση κρατών-μελών. Νομισματική μονάδα είναι το ένα ευρώ, το οποίο υποδιαιρείται σε εκατό λεπτά. Το ευρώ υποδιαιρείται και στις εθνικές νομισματικές μονάδες σύμφωνα με τις τιμές μετατροπής. Θεσπίζεται η αρχή της μη απαγόρευσης-μη υποχρέωσης για τη χρήση του ευρώ στις συναλλαγές σε λογιστική μορφή. Τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα ευρώ θα τεθούν σε κυκλοφορία την 1η Ιανουαρίου 2002, ενώ τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα που είναι εκφρασμένα σε εθνικές νομισματικές μονάδες διατηρούν την ιδιότητα του νόμιμου χρήματος και μετά την 1η Ιανουαρίου 1999.

## **ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΚΡΑΤΟΥΣ-ΜΕΛΟΥΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΣΤΟ ΤΡΙΤΟ ΣΤΑΔΙΟ ΤΗΣ ΟΝΕ**

Όμως, η μετάβαση προς αυτό το τελικό στάδιο της νομισματικής ένωσης θα υλοποιούνταν κάτω από σειρά «κριτηρίων σύγκλισης». Μία χώρα μπορεί να ενταχθεί στην ένωση αν:

(1) το ύψος του πληθωρισμού της δεν υπερβαίνει κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 1,5% το μέσο όρο των τριών χαμηλότερων επιπέδων πληθωρισμού σε χώρες-μέλη του ΕΝΣ.

(2) τα μακροπρόθεσμα επιτόκια δεν υπερβαίνουν κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 2% το μέσο όρο των αντίστοιχων επιτοκίων στις χώρες-μέλη με τα τρία χαμηλότερα επίπεδα πληθωρισμού.

(3) έχει ενταχθεί στο μηχανισμό συναλλαγματικής ισοτιμίας του ΕΝΣ και δεν έχει προβεί σε υποτίμηση μέσα στα δύο χρόνια πριν από την ένταξη της στην ένωση.

(4) το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού δεν υπερβαίνει κατά ποσοστό υψηλότερο του 3% του ΑΕΠ της (σε τέτοια περίπτωση, πρέπει να σημειώνει συνεχή και ουσιαστική μείωση και να πλησιάζει στο όριο, το 3%, ή, εναλλακτικά, η απόκλιση από το ύψος αναφοράς (3%) «πρέπει να γίνεται σε εξαιρετικές περιπτώσεις και προσωρινά και να παραμένει κοντά στην τιμή αναφοράς».

(5) το δημόσιο χρέος της δεν υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ (αν το υπερβαίνει πρέπει να «μειώνεται επαρκώς και να προσεγγίζει το ύψος αναφοράς (60%) με ικανοποιητικό ρυθμό».

Το Μάιο του 1998 η Ελλάδα δεν ικανοποιούσε τα κριτήρια αυτά, όμως τα ικανοποίησε αργότερα με αποτέλεσμα να ενταχθεί κι αυτή πριν από το 2002. Πρέπει εξ αρχής να σημειώσουμε ότι η μεταβατική περίοδος προς την ΟΝΕ μιας χώρας με μεγάλα οικονομικά προβλήματα και πολλές εστίες αστάθειας

---

<sup>17</sup> Σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΚ) 974/98 ως "εθνικές νομισματικές μονάδες" νοούνται οι μονάδες των νομισμάτων των συμμετεχόντων κρατών-μελών, όπως ορίζονται την παραμονή της ημέρας έναρξης του τρίτου σταδίου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.



συνεπάγεται μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας για το τελικό αποτέλεσμα της ίδιας της διαδικασίας ένταξης. Το στοιχείο αυτό με τη σειρά του δημιουργεί περιορισμούς και αβεβαιότητα στην ανάληψη ενεργειών και πρωτοβουλιών στην κατεύθυνση αλλαγής συμπεριφορών κυρίως σε μικροοικονομικό επίπεδο. Μπορεί να υποθέτεις, να ελπίζεις στην ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, αλλά δεν γνωρίζεις αν τελικά θα συμβεί<sup>18</sup>.

Γενικότερα, η ικανοποίηση των κριτηρίων σύγκλισης απαιτεί όχι μόνο αυστηρούς στόχους και αδιάκοπη προσπάθεια μεγιστοποίησης της μακροπρόθεσμης αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής, αλλά και σχεδιασμό δράσης ώστε να αντιμετωπιστούν τυχόν δυσμενείς εξελίξεις, τουλάχιστον έως την ημερομηνία αξιολόγησης<sup>19</sup>.

### **Κριτήρια συμμετοχής στη Νομισματική ένωση και η Ελλάδα**

Η προσπάθεια την οποία καταβάλλει η Ελλάδα για επίτευξη των οικονομικών κριτηρίων που τίθενται στη Συνθήκη για τη συμμετοχή της χώρας στη ζώνη του Ευρώ, αλλά και η αντικατάσταση της δραχμής από το Ευρώ, αναμένεται να επηρεάσουν σημαντικά τις μακροοικονομικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας.

Βασική παραδοχή είναι ότι στη διάρκεια της πρώτης φάσης η οικονομική πολιτική θα εξακολουθήσει να είναι προσανατολισμένη προς την επίτευξη των κριτηρίων οικονομικής σύγκλισης της Συνθήκης

Μετά την ένταξη της χώρας στη ζώνη του Ευρώ:

□ η μεν «αυτόνομη» δημοσιονομική πολιτική θα κινείται εντός των ορίων που θέτει το καλούμενο “Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας” ,

□ ενώ χάνεται η αυτονομία στην άσκηση νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, καθώς η μεν ενιαία νομισματική πολιτική θα ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η δε ενιαία συναλλαγματική πολιτική θα χαράσσεται από το Συμβούλιο Υπουργών Εθνικής Οικονομίας, (στη συνέχεια "το Συμβούλιο Ecofin") και θα εφαρμόζεται από την ΕΚΤ.

### **Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ**

Το τρίτο στάδιο της ΟΝΕ ξεκίνησε την 1.1.1999, με την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος (ευρώ) και με το οριστικό «κλείδωμα» των ισοτιμιών των εθνικών νομισμάτων με το ευρώ. Έτσι, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες εντάχθηκαν στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών ΕΣΚΤ, το οποίο περιλαμβάνει την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Το σύστημα αυτό διοικείται από:

- Την Εκτελεστική Επιτροπή, η οποία απαρτίζεται από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και από τέσσερα μέλη.

---

<sup>18</sup> Αργεΐτης Γ., 2002, «Μετασχηματισμός και προσαρμογή» *Παγκοσμιοποίηση, ΟΝΕ & Οικονομική Προσαρμογή*, σελ.169

<sup>19</sup> Χαρδούβελης Γ., 1998, «ΟΝΕ, πόσο δύσκολη η επίτευξη των κριτηρίων εισόδου για την Ελλάδα», *Δελτίο Δ τριμήνου*, ΕΕΤ.

- Το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο αποτελείται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των χωρών-μελών της ευρωζώνης, και
- Το Γενικό Συμβούλιο, το οποίο αποτελείται από τον πρόεδρο και από τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών. Η ΕΚΤ είναι ένας αυτόνομος οργανισμός και συνεπώς δεν παρεμβαίνουν σε αυτόν καθ' οιονδήποτε τρόπο οι κυβερνήσεις των κρατών μελών. Επίσης, δεν παρεμβαίνουν ούτε και οι υπουργοί Οικονομίας και Οικονομικών (Eco/fin) των χωρών-μελών της ευρωζώνης στον ρόλο της ΕΚΤ, η οποία συντονίζει τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, την πολιτική των επιτοκίων και τη σταθερότητα των τιμών<sup>20</sup>.

### **Τα καθήκοντα της Κεντρικής Τράπεζας:**

Στις αρχές Ιουνίου του 1998 θα ιδρυθούν η ΕΚΤ και το ΕΣΚΤ. Από 1ης Ιανουαρίου 1999 το ΕΣΚΤ με πρωταγωνιστή την ΕΚΤ θα είναι υπεύθυνο για το σχεδιασμό και την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, την άσκηση της συναλλαγματικής πολιτικής, την αποτελεσματική λειτουργία των συστημάτων πληρωμών και τη συλλογή στατιστικών στοιχείων σε εναρμονισμένη βάση στη ζώνη του ευρώ. Επί πλέον, στα καθήκοντα του ΕΣΚΤ περιλαμβάνεται η εκτύπωση και έκδοση χαρτονομίσματος σε ευρώ, καθώς και η εναρμόνιση των λογιστικών στοιχείων (και προτύπων) των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Πρόκειται για ένα μοναδικό ιστορικό εγχείρημα: για πρώτη φορά η ευθύνη για το σχεδιασμό και την άσκηση της νομισματικής και εν μέρει της συναλλαγματικής πολιτικής μιας ομάδας ανεξάρτητων κρατών μεταφέρεται στην ΕΚΤ, που θα λειτουργεί σαν ανεξάρτητος "υπερεθνικός" αλλά ευρωπαϊκός οργανισμός, και θα πρέπει να συμβιβάζει τα συμφέροντα και τους στόχους των χωρών-μελών της ζώνης ευρώ<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> ΤΟ ΒΗΜΑ, «Το ενιαίο ευρώ και η ΟΝΕ», *Οικ. Ένθετο*, 1<sup>η</sup> Ιουνίου 2008».

<sup>21</sup> Θωμόπουλος Π., 1998, «Η ΕΚΤ και η άσκηση της νομισμ. Πολιτικής», *Δελτίο Α τριμήνου*, ΕΕΤ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### ΤΟ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

#### Πώς Μετριέται η Ποσότητα του Χρήματος

Η ποσότητα του χρήματος που είναι διαθέσιμη, ονομάζεται **προσφορά χρήματος**. Σε μια σύγχρονη οικονομία, το κράτος ελέγχει την προσφορά χρήματος. Ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος ονομάζεται **νομισματική πολιτική**.

Ο κυριότερος τρόπος με τον οποίο η Κεντρική Τράπεζα ελέγχει την προσφορά χρήματος είναι διαμέσου των συναλλαγών ανοικτής αγοράς – την αγορά και πώληση κρατικών ομολόγων. Όταν θέλει να αυξήσει την προσφορά χρήματος, αγοράζει κρατικά ομόλογα από το κοινό. Αντίθετα, όταν θέλει να μειώσει την προσφορά χρήματος, πουλά κρατικά ομόλογα από το χαρτοφυλάκιο του στο κοινό. Με την πώληση κρατικών ομολόγων στην «ανοικτή αγορά», αφαιρεί ευρώ από το κοινό και μειώνει, με αυτόν το τρόπο την ποσότητα χρήματος που κυκλοφορεί. Το ερώτημα που ανακύπτει είναι πως οι οικονομολόγοι μετρούν την ποσότητα του χρήματος, σε πιο σύνθετες οικονομίες όπως η δική μας.

Το πιο προφανές περιουσιακό στοιχείο που περιλαμβάνεται στην ποσότητα του χρήματος είναι το **νόμισμα** - το άθροισμα των χαρτονομισμάτων και κερμάτων που κυκλοφορούν στην οικονομία. Ένας δεύτερος τύπος περιουσιακού στοιχείου που χρησιμοποιείται για τη διενέργεια συναλλαγών είναι οι **καταθέσεις όψεως**, δηλαδή τα κεφάλαια που οι άνθρωποι διακρατούν σε τραπεζικούς λογαριασμούς οι οποίοι κινούνται με επιταγές. Όταν, λοιπόν, μετρούμε την ποσότητα του χρήματος, πρέπει να προσθέσουμε στο νόμισμα τις καταθέσεις όψεως. Τα κεφάλαια που έχουν κατατεθεί σε λογαριασμούς αποταμιεύσεων-ταμειυτηρίου, μπορούν εύκολα να μεταφερθούν σε καταθέσεις όψεως· τα κεφάλαια αυτά, λοιπόν, είναι εξίσου βολικά για τις συναλλαγές. Τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς επιτρέπουν στους επενδυτές να εκδώσουν επιταγές έναντι των λογαριασμών, αν και υπάρχουν περιορισμοί σχετικά με το ύψος ή τον αριθμό των επιταγών που μπορεί κανείς να δώσει. Επειδή δεν είναι σαφές ποια ακριβώς περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να συμπεριληφθούν στην προσφορά χρήματος, προτείνονται διάφορα μέτρα<sup>22</sup>. Παρακάτω παρουσιάζουμε τα έξι μέτρα της προσφοράς χρήματος, μαζί με έναν κατάλογο των περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε καθένα από τα μέτρα αυτά. Ταξινομημένα από το μικρότερο προς το μεγαλύτερο, συμβολίζονται με C, M1, M2, M3, M4 και M4N. Τα μέτρα που χρησιμοποιούνται συχνότερα για τη μελέτη των επιπτώσεων του χρήματος στην Ελληνική οικονομία είναι το M3 και το M4N.

**C** Νόμισμα

**M1** Σύνολο νομίσματος και καταθέσεις όψεως, ταξιδιωτικές επιταγές και άλλοι λογαριασμοί που κινούνται με επιταγές

**M2** Σύνολο M1 και καταθέσεις χρηματαγοράς (διαχείρισης διαθεσίμων), μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, καταθέσεις ταμειυτηρίου και βραχυπρόθεσμες προθεσμιακές καταθέσεις

<sup>22</sup> Mankiw N. G., 2001, «Χρήμα και πληθωρισμός», *Μακροοικονομική θεωρία*, σελ.258

**M3** Σύνολο M2 και ευρώδολάρια προθεσμιακές καταθέσεις μεγάλης διάρκειας, και συμφωνίες επαναγοράς μεσομακροπρόθεσμης διάρκειας (ρέπος) και καταθέσεις χρηματαγοράς (θεσμικών)

**M4-M4N** περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία, τις ιδιωτικές καταθέσεις σε δραχμές και συνάλλαγμα, καθώς και τις τοποθετήσεις των ιδιωτών σε *geros*, τραπεζικά ομόλογα, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων και τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου με διάρκεια μέχρι και ένα έτος.

### **Η ποσοτική θεωρία του χρήματος**

Οι άνθρωποι διακρατούν χρήμα για να αγοράζουν αγαθά και υπηρεσίες. Όσο περισσότερο χρήμα χρειάζονται για τέτοιες συναλλαγές, τόσο περισσότερο χρήμα διακρατούν. Ο δεσμός ανάμεσα στις συναλλαγές και το χρήμα εκφράζεται με την ακόλουθη εξίσωση, που ονομάζεται **ποσοτική εξίσωση** (quantity equation):

$$\text{Χρήμα} \times \text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας} = \text{Τιμές} \times \text{Συναλλαγές}$$
$$M \chi V = P \chi T.$$

Ας εξετάσουμε καθεμία από τις τέσσερις πιο πάνω μεταβλητές της εξίσωσης.

Το δεξιό σκέλος της ποσοτικής εξίσωσης αφορά τις συναλλαγές. Το T παριστάνει το συνολικό αριθμό των συναλλαγών στη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου, λόγω χάρη ενός έτους. Το P είναι η τιμή μιας τυπικής συναλλαγής. Το γινόμενο της τιμής μιας συναλλαγής με τον αριθμό των συναλλαγών, PT, ισούται με τον αριθμό των ευρώ που ανταλλάσσονται σε ένα έτος.

Το αριστερό σκέλος της ποσοτικής εξίσωσης αφορά το χρήμα που χρησιμοποιείται για τη διενέργεια των συναλλαγών. M είναι η ποσότητα του χρήματος και V είναι η **συναλλακτική ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος** και μετρά το ρυθμό με τον οποίο το χρήμα κυκλοφορεί στην οικονομία.

Η ποσοτική εξίσωση είναι μια ταυτότητα και είναι χρήσιμη γιατί δείχνει ότι, αν μεταβληθεί μία από τις μεταβλητές, τότε πρέπει να μεταβληθούν επίσης μία ή περισσότερες από τις άλλες μεταβλητές για να διατηρηθεί η ισότητα. Το πρόβλημα με την πρώτη εξίσωση είναι ότι ο αριθμός των συναλλαγών είναι δύσκολο να μετρηθεί. Για να λυθεί το πρόβλημα αυτό, ο αριθμός των συναλλαγών T, αντικαθίσταται από τη συνολική παραγωγή της οικονομίας, Y.

Όπου Y είναι το πραγματικό ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν), P είναι ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ και PY το ονομαστικό ΑΕΠ. Η ποσοτική θεωρία έχει τώρα την ακόλουθη μορφή:

$$\text{Χρήμα} \times \text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας} = \text{Τιμή} \times \text{Προϊόν}$$
$$M \chi V = P \chi Y$$

Επειδή Y είναι το συνολικό εισόδημα, V στην εκδοχή αυτή της ποσοτικής εξίσωσης ονομάζεται η **εισοδηματική ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος**. Η εισοδηματική ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος μας λέει πόσες φορές ένα ευρώ εισέρχεται στο εισόδημα κάποιου σε μια δεδομένη χρονική περίοδο. Ωστόσο, μπορούμε να μετατρέψουμε την εξίσωση σε μια χρήσιμη θεωρία -που ονομάζεται **ποσοτική θεωρία του χρήματος** (quantity theory of money)-, διατυπώνοντας την πρόσθετη υπόθεση ότι η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος είναι σταθερή.

Από τη στιγμή που υποθέτουμε ότι η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος είναι σταθερή, μπορούμε να δούμε την ποσοτική εξίσωση σαν μια θεωρία προσδιορισμού του ονομαστικού ΑΕΠ. Η ποσοτική εξίσωση λέει ότι:  $MV = PY$ , όπου V σταθερό. Επομένως, μια αλλαγή στην ποσότητα κυκλοφορίας του χρήματος (M) πρέπει να προκαλεί μια ανάλογη μεταβολή στο

ονομαστικό ΑΕΠ ( $P \cdot Y$ ). Δηλαδή, η ποσότητα του χρήματος καθορίζει την αξία σε ευρώ του προϊόντος της οικονομίας.

### Υπόδειγμα συναθροιστικής ζήτησης-υπόδειγμα IS-LM.

Το υπόδειγμα της συναθροιστικής ζήτησης που ονομάζεται υπόδειγμα IS-LM (IS-LM model), είναι η κυρίαρχη ερμηνεία της θεωρίας του Keynes.

Τα δύο μέρη του υποδείματος IS-LM είναι, η **καμπύλη IS** (IS curve) και η **καμπύλη LM** (LM curve). IS σημαίνει «επένδυση» και «αποταμίευση» (IS από τα αρχικά των λέξεων «Investment» και «Saving»). Η καμπύλη IS αντιπροσωπεύει την αγορά αγαθών και υπηρεσιών, και LM σημαίνει «Ρευστότητα» και «Χρήμα» (LM από τα αρχικά των λέξεων «Liquidity» και «Money»). Η καμπύλη LM εκφράζει τι συμβαίνει στην προσφορά και ζήτηση χρήματος. Επειδή το επιτόκιο επηρεάζει τόσο τις επενδύσεις όσο και τη ζήτηση χρήματος, είναι μια μεταβλητή που συνδέει τα δύο ήμισυ του υποδείματος IS-LM. Το υπόδειγμα αυτό, δείχνει πως οι διαδράσεις, ανάμεσα στις αγορές αυτές καθορίζουν τη θέση και την κλίση της καμπύλης συναθροιστικής ζήτησης και, άρα, το επίπεδο του εθνικού εισοδήματος στη βραχυχρόνια περίοδο.

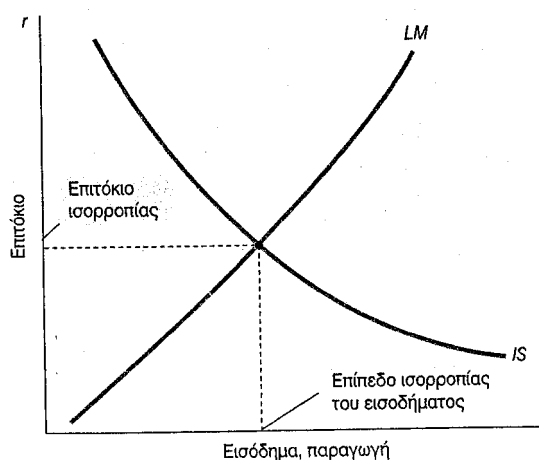
### Βραχυχρόνια ισορροπία- ισορροπία στο υπόδειγμα IS-LM.

Οι δυο εξισώσεις του υποδείματος είναι:

$$Y = C(Y - T) + I(r) + G \quad \text{IS}$$

$$M/P = L(r, Y) \quad \text{LM}$$

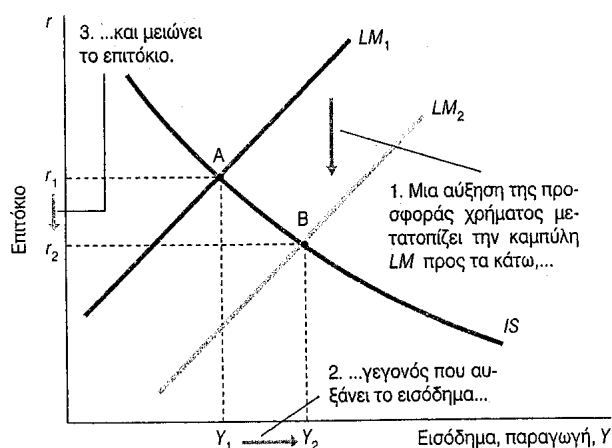
Το υπόδειγμα θεωρεί εξωγενείς μεταβλητές τη δημοσιονομική πολιτική  $G$  και  $T$ , τη νομισματική πολιτική  $M$ , και το επίπεδο των τιμών  $P$ . Με δεδομένες αυτές τις εξωγενείς μεταβλητές, η καμπύλη IS δίνει τους συνδυασμούς  $r$  και  $Y$  που ικανοποιούν την εξίσωση η οποία αντιπροσωπεύει την αγορά των αγαθών, και η καμπύλη LM δίνει τους συνδυασμούς των  $r$  και  $Y$  που ικανοποιούν την εξίσωση η οποία αντιπροσωπεύει την αγορά χρήματος. Οι δύο αυτές καμπύλες παρουσιάζονται μαζί στο Σχήμα. Η ισορροπία της οικονομίας επιτυγχάνεται στο σημείο όπου τέμνονται οι καμπύλες IS και LM. Το σημείο αυτό ορίζει το επιτόκιο  $r$  και το επίπεδο του εισοδήματος  $Y$ , που ικανοποιούν τις συνθήκες ισορροπίας τόσο στην αγορά προϊόντων όσο και στην αγορά χρήματος. Με άλλα λόγια, στο σημείο αυτό, οι πραγματικές δαπάνες είναι ίσες με τις προγραμματισμένες και η ζήτηση για πραγματικά χρηματικά διαθέσιμα είναι ίση με την προσφορά<sup>23</sup>.



<sup>23</sup> Mankiw N. G., 2001, «Συναθροιστική Ζήτηση 1», *Μακροοικονομική θεωρία*, σελ.427

## Πώς η Νομισματική Πολιτική Μετατοπίζει την Καμπύλη LM και Μεταβάλλει τη Βραχυχρόνια Ισορροπία

Το υπόδειγμα IS-LM δείχνει με ποιο τρόπο μια μετατόπιση της καμπύλης LM επηρεάζει το εισόδημα και το επιτόκιο. Ας δούμε μια αύξηση της προσφοράς χρήματος. Μια αύξηση του  $M$  οδηγεί σε αύξηση των πραγματικών χρηματικών διαθεσίμων  $M/P$ , επειδή το επίπεδο των τιμών  $P$  είναι σταθερό στη βραχυχρόνια περίοδο. Η θεωρία της προτίμησης ρευστότητας δείχνει ότι, για κάθε δεδομένο επίπεδο εισοδήματος, μια αύξηση στα πραγματικά χρηματικά διαθέσιμα οδηγεί σε χαμηλότερο επιτόκιο. Άρα, η καμπύλη LM μετατοπίζεται προς τα κάτω, όπως δείχνει το Σχήμα. Η ισορροπία κινείται από το σημείο A στο σημείο B. Η αύξηση στα πραγματικά χρηματικά διαθέσιμα μειώνει το επιτόκιο και αυξάνει το επίπεδο του εισοδήματος.



Επομένως, μια νομισματική επέκταση οδηγεί σε περισσότερες δαπάνες για αγαθά και υπηρεσίες<sup>24</sup>. Το υπόδειγμα IS-LM αποδεικνύει λοιπόν ότι μια αύξηση στην προσφορά χρήματος μειώνει το επιτόκιο, γεγονός που ενθαρρύνει τις επενδύσεις και έτσι οδηγεί στην αύξηση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες.

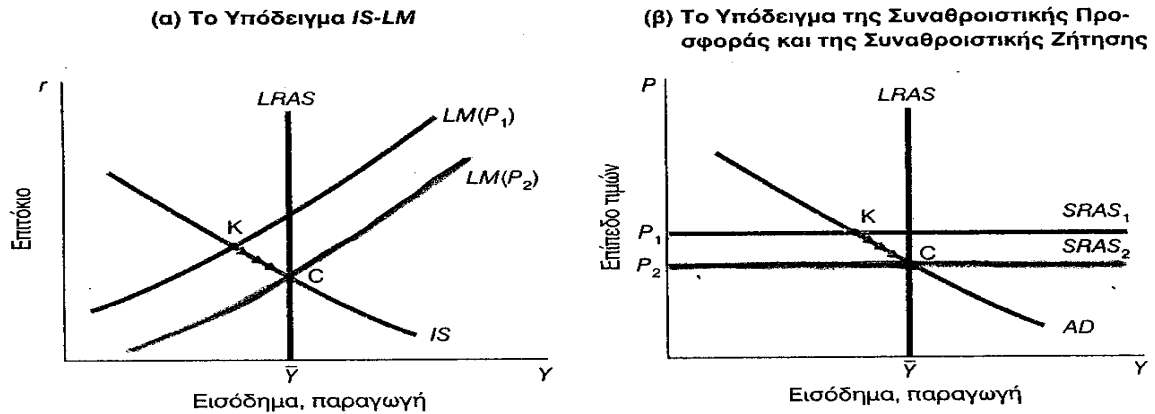
### Το Υπόδειγμα IS-LM στη βραχυχρόνια και τη μακροχρόνια περίοδο.

Μπορούμε να συγκρίνουμε τη βραχυχρόνια με τη μακροχρόνια ισορροπία, χρησιμοποιώντας είτε το διάγραμμα IS – LM στο σχήμα (α), ή το διάγραμμα της συναθροιστικής προσφοράς-συναθροιστικής ζήτησης στο σχήμα (β). Στη βραχυχρόνια περίοδο, το επίπεδο των τιμών είναι καθηλωμένο στο σημείο P1. Η βραχυχρόνια ισορροπία της οικονομίας επιτυγχάνεται επομένως στο σημείο K. Στη μακροχρόνια περίοδο, το επίπεδο των τιμών προσαρμόζεται με τέτοιο τρόπο, ώστε να παραμένει η οικονομία στο φυσικό της επίπεδο. Η μακροχρόνια ισορροπία επιτυγχάνεται επομένως στο σημείο C.

Μπορούμε να δούμε τη βασική διαφορά ανάμεσα στην κενυσιανή και την κλασική προσέγγιση για τον προσδιορισμό του εθνικού εισοδήματος. Η κενυσιανή παραδοχή (που αντιπροσωπεύεται από το σημείο K) είναι ότι το επίπεδο των τιμών είναι άκαμπτο ή καθηλωμένο. Ανάλογα με τη νομισματική πολιτική, τη δημοσιονομική πολιτική και τους άλλους προσδιοριστικούς παράγοντες της συναθροιστικής ζήτησης, η παραγωγή μπορεί να

<sup>24</sup> μια διαδικασία που ονομάζεται νομισματικός μηχανισμός μετάδοσης.

αποκλίνει από το φυσικό της επίπεδο. Η κλασική παραδοχή (που αντιπροσωπεύεται από το σημείο C) είναι ότι το επίπεδο των τιμών είναι τέλεια εύκαμπτο. Το επίπεδο των τιμών προσαρμόζεται με τέτοιο τρόπο, ώστε να εξασφαλίζεται ότι το εισόδημα θα είναι πάντοτε στο φυσικό του επίπεδο



Η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής προσδιορίζεται τόσο από τη δυνατότητα των μέτρων πολιτικής να μεταβάλλουν τη συνολική δαπάνη (μετατοπίζοντας την καμπύλη συνολικής ζήτησης) όσο και από το αποτέλεσμα αυτής της μεταβολής στη συνολική προσφορά αγαθών και υπηρεσιών. Αν η οικονομία βρίσκεται στην παγίδα ρευστότητας, είναι εύκολο να διαπιστώσουμε ότι η νομισματική πολιτική καθίσταται πλήρως αναποτελεσματική. Μια αύξηση της προσφοράς χρήματος, όταν η κερδοσκοπική ζήτηση για χρήμα είναι πολύ υψηλή, δεν προκαλεί μεταβολή των επιτοκίων καθώς κανείς από τους κατόχους χαρτοφυλακίων δεν έχει κίνητρο να αγοράσει τοκοφόρους τίτλους. Επομένως, σ' αυτή την περίπτωση, τα επιτόκια δεν μεταβάλλονται και η συνολική ζήτηση και δαπάνη παραμένουν αμετάβλητες. Οπότε, όσο πιο κοντά προς την παγίδα ρευστότητας βρίσκεται το αρχικό σημείο ισορροπίας της οικονομίας τόσο μικρότερη είναι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Αντίθετα, η αποτελεσματικότητα αυξάνει όσο πιο κοντά στο κάθετο τμήμα της LM βρίσκεται αρχικά η οικονομία. Επίσης, επηρεάζεται και από την ελαστικότητα της καμπύλης IS. Όσο πιο ανελαστική είναι η συνάρτηση IS, τόσο λιγότερο αποτελεσματική γίνεται η νομισματική πολιτική. Όσον αφορά την καμπύλη συνολικής προσφοράς, βραχυπρόθεσμα, όταν δηλαδή είναι οριζόντια, η αύξηση της συνολικής δαπάνης έχει τα μέγιστα αποτελέσματα. Μακροπρόθεσμα, όταν οι ονομαστικοί μισθοί και οι τιμές αποκτούν πλήρη ευκαμψία, η αύξηση της συνολικής δαπάνης από την επεκτατική νομισματική πολιτική έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του επιπέδου των τιμών χωρίς μεταβολή της παραγωγής<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Κατσέλη Λ., Μαγουλά Χ., 2002, «Διαφορετικές Σχολές Οικ. Σκέψης», *Μακροοικονομική Ανάλυση & Ελληνική Οικονομία*, σελ.257

## ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Mundell – Fleming. Η βασική υπόθεση: μικρή ανοικτή οικονομία με τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου

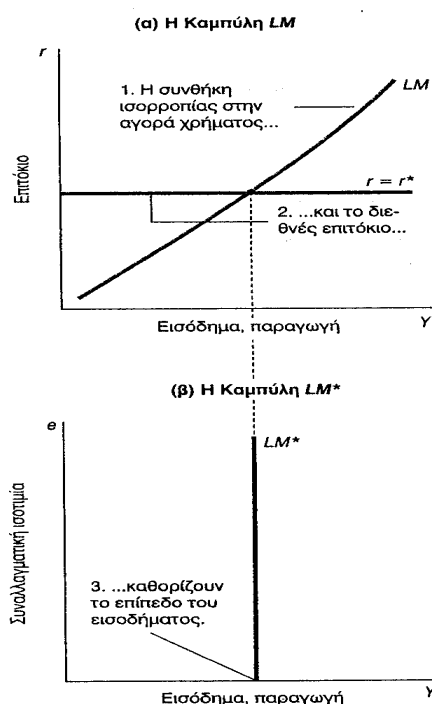
Θα ξεκινήσουμε υποθέτοντας μια μικρή ανοικτή οικονομία με τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου. Η υπόθεση αυτή σημαίνει ότι το επιτόκιο της οικονομίας  $r$  καθορίζεται από το διεθνές επιτόκιο  $r^*$ . Μπορούμε να εκφράσουμε μαθηματικά την υπόθεση αυτή ως:  $r = r^*$ . Το διεθνές αυτό επιτόκιο θεωρείται ότι καθορίζεται εξωγενώς, επειδή η οικονομία είναι αρκετά μικρή και μπορεί να δανείζεται ή να δανείζει όσα κεφάλαια θέλει στις διεθνείς χρηματαγορές χωρίς να επηρεάζει το διεθνές επιτόκιο. Η εξίσωση, λοιπόν,  $r = r^*$  αντιπροσωπεύει την υπόθεση ότι η διεθνής κίνηση κεφαλαίων έχει ικανοποιητική ταχύτητα ώστε να διατηρεί το εγχώριο επιτόκιο ίσο με το διεθνές.

### Η αγορά χρήματος και η καμπύλη LM.

Το υπόδειγμα Mundell - Fleming εκφράζει την αγορά χρήματος με μια εξίσωση όπως γνωρίζουμε από το υπόδειγμα IS - LM, με μια επιπλέον όμως υπόθεση, ότι το εγχώριο επιτόκιο είναι ίσο με το διεθνές επιτόκιο:  $M / P = L(r^*, Y)$ .

Η εξίσωση αυτή δηλώνει ότι η προσφορά πραγματικών χρηματικών διαθεσίμων  $M / P$  είναι ίση με τη ζήτηση  $L(r, Y)$ . Η ζήτηση για πραγματικά χρηματικά διαθέσιμα συνδέεται αρνητικά με το επιτόκιο, που ορίζεται τώρα ως ίσο με το διεθνές επιτόκιο  $r^*$ , και θετικά με το εισόδημα  $Y$ . Η προσφορά χρήματος  $M$  είναι μια εξωγενής μεταβλητή που ελέγχεται από την κεντρική τράπεζα, και δεδομένου ότι το υπόδειγμα Mundell - Fleming έχει σχεδιαστεί για την ανάλυση βραχυχρόνιων διακυμάνσεων, το επίπεδο τιμών  $P$  θεωρείται επίσης ότι καθορίζεται εξωγενώς. Μπορούμε να απεικονίσουμε γραφικά την εξίσωση αυτή, με μια κάθετη γραμμή  $LM^*$ , όπως στο μέρος (β) του Σχήματος. Η καμπύλη  $LM^*$  είναι κάθετη, επειδή δεν εισέρχεται στην εξίσωση  $LM^*$  η συναλλαγματική ισοτιμία. Με δεδομένο το διεθνές επιτόκιο, η εξίσωση  $LM^*$  καθορίζει το συναθροιστικό εισόδημα ανεξάρτητα από τη συναλλαγματική ισοτιμία.

Το Σχήμα δείχνει πώς προκύπτει η καμπύλη  $LM^*$  από το διεθνές επιτόκιο και την καμπύλη  $LM$ , που συνδέει το επιτόκιο με το εισόδημα.



Το μέρος (α) δείχνει την πρότυπη καμπύλη  $LM$  [που απεικονίζει την εξίσωση  $M/P = L(r, Y)$ ] μαζί με μια οριζόντια γραμμή που αντιπροσωπεύει το διεθνές επιτόκιο,  $r^*$ . Η τομή των δύο αυτών γραμμών καθορίζει το επίπεδο του εισοδήματος, ανεξαρτήτως της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επομένως, όπως δείχνει το μέρος (β), η καμπύλη  $LM^*$  είναι κατακόρυφη.

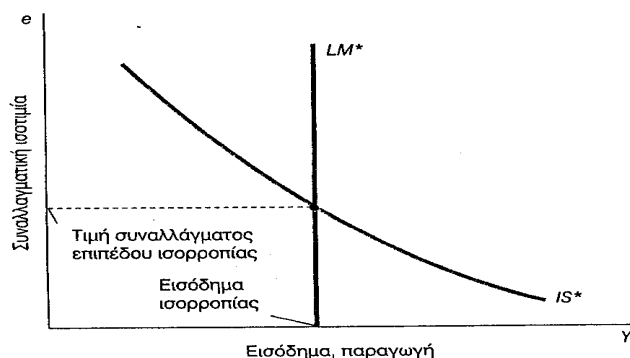


Σύμφωνα με το υπόδειγμα Mundell - Fleming μια μικρή ανοικτή οικονομία με τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου μπορεί να περιγραφεί από δύο εξισώσεις:

$$Y = C(Y - T) + I(r^*) + G + N X(e) \quad \text{IS}$$

$$M/P = L(r^*, Y) \quad \text{LM}$$

Η πρώτη εξίσωση περιγράφει την ισορροπία στην αγορά προϊόντων και η δεύτερη εξίσωση περιγράφει την ισορροπία στην αγορά χρήματος. Εξωγενείς μεταβλητές είναι τα  $G$  και  $T$  της δημοσιονομικής πολιτικής, το  $M$  της νομισματικής πολιτικής, το επίπεδο τιμών  $P$  και το διεθνές επιτόκιο  $r^*$ . Ενδογενείς μεταβλητές είναι το εισόδημα  $Y$  και η συναλλαγματική ισοτιμία  $e$ . Οι δύο αυτές σχέσεις παρουσιάζονται μαζί στο ακόλουθο Σχήμα. Η ισορροπία για την οικονομία επιτυγχάνεται εκεί όπου η καμπύλη  $IS^*$  τέμνεται με την καμπύλη  $LM$ . Το σημείο τομής δείχνει τη συναλλαγματική ισοτιμία και το επίπεδο του εισοδήματος στα οποία τόσο η αγορά αγαθών όσο και η αγορά χρήματος βρίσκονται σε ισορροπία. Με το διάγραμμα αυτό μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα Mundell - Fleming για να δείξουμε πώς το συναθροιστικό εισόδημα  $Y$  και η συναλλαγματική ισοτιμία  $e$  αντιδρούν στις μεταβολές της πολιτικής.



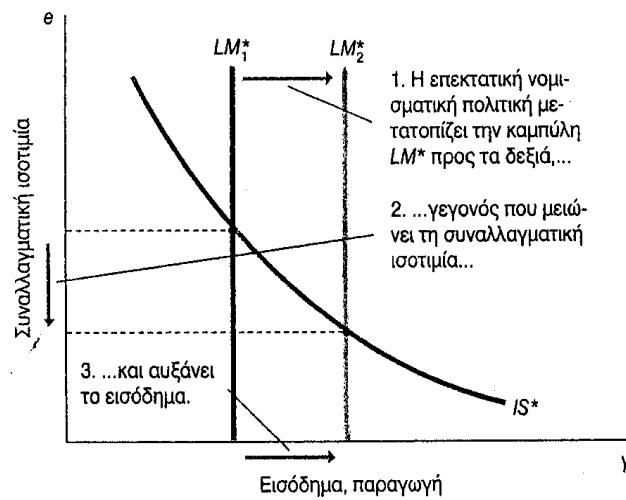
### Η μικρή ανοικτή οικονομία σε καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών

Σε καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, η τιμή συναλλάγματος ή η συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να κυμαίνεται ελεύθερα, ανταποκρινόμενη στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες.

#### Νομισματική πολιτική

Μολονότι η νομισματική πολιτική επηρεάζει το εισόδημα σε μια ανοικτή οικονομία, όπως και σε μια κλειστή, ο μηχανισμός νομισματικής μεταβίβασης είναι διαφορετικός. Υπενθυμίζουμε ότι σε μια κλειστή οικονομία η αύξηση της προσφοράς χρήματος αυξάνει τις δαπάνες, επειδή μειώνει το επιτόκιο και ενθαρρύνει τις επενδύσεις. Σε μια μικρή ανοικτή οικονομία, το επιτόκιο καθορίζεται από το διεθνές επιτόκιο. Μόλις μια αύξηση της προσφοράς χρήματος ασκήσει πίεση στο εγχώριο επιτόκιο, το κεφάλαιο θα αρχίσει να φεύγει από την εγχώρια οικονομία, καθώς οι επενδυτές θα αναζητήσουν αλλού υψηλότερες αποδόσεις. Η φυγή αυτή κεφαλαίων αποτρέπει την πτώση του εγχώριου επιτοκίου. Επιπλέον, επειδή η φυγή κεφαλαίων αυξάνει την προσφορά εγχώριου νομίσματος στην αγορά ξένου συναλλάγματος, η τιμή συναλλάγματος μειώνεται. Η μείωση της τιμής συναλλάγματος με τη σειρά της κάνει φθηνότερα τα εγχώρια αγαθά σε σύγκριση με τα ξένα, γεγονός που ενθαρρύνει τις καθαρές

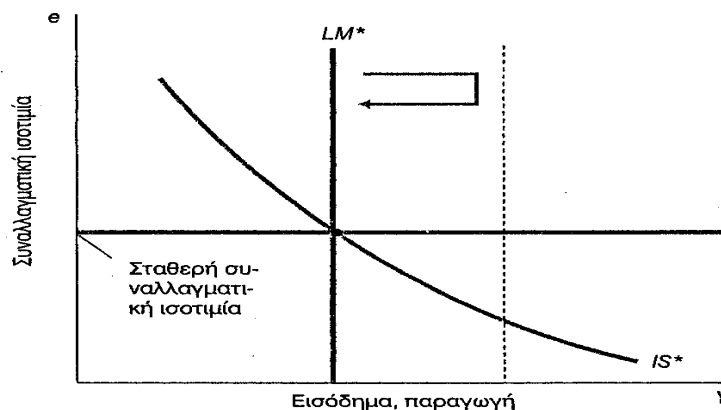
εξαγωγές. Επομένως, σε μια μικρή ανοικτή οικονομία, η νομισματική πολιτική επηρεάζει το εισόδημα, μεταβάλλοντας μάλλον την τιμή συναλλάγματος παρά το επιτόκιο.



### Η μικρή ανοικτή οικονομία σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών

#### Νομισματική πολιτική

Φανταστείτε ότι μια κεντρική τράπεζα που λειτουργεί με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες προσπαθεί να αυξήσει την προσφορά χρήματος - παραδείγματος χάρη, αγοράζοντας ομόλογα από το κοινό. Τι θα συμβεί; Αρχική επίπτωση αυτής της πολιτικής θα είναι η μετατόπιση της καμπύλης  $LM^*$  προς τα δεξιά, γεγονός που θα οδηγήσει στη μείωση της τιμής συναλλάγματος, όπως δείχνει το Σχήμα. Δεδομένου όμως ότι η κεντρική τράπεζα είναι αποφασισμένη να αγοράζει και να πωλεί ξένο νόμισμα σε καθορισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, οι ασχολούμενοι με πράξεις αρμπιτράζ θα ανταποκριθούν γρήγορα στην πτώση της τιμής συναλλάγματος πωλώντας εγχώριο νόμισμα στην κεντρική τράπεζα και αναγκάζοντας έτσι την προσφορά χρήματος και την καμπύλη  $LM^*$  να επιστρέψουν στις αρχικές θέσεις τους. Επομένως, η νομισματική πολιτική, όπως διενεργείται συνήθως, είναι αναποτελεσματική σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Από τη στιγμή που η κεντρική τράπεζα αποδέχεται σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, παύει να ασκεί έλεγχο στην προσφορά χρήματος.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### ΜΕΣΑ ΑΣΚΗΣΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΠΡΙΝ ΤΗΝ Ο.Ν.Ε.

#### **Ζητήματα σχετικά με τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής**

Για να διαμορφώσουν τη νομισματική πολιτική, οι νομισματικές αρχές πρέπει να διαθέτουν αξιόπιστες πληροφορίες σχετικά με το πώς οι μεταβολές της εν λόγω πολιτικής επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα. Επομένως, η ακριβής πληροφόρηση για το μηχανισμό μετάδοσης είναι κρίσιμη για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αποτελείται από τους διάφορους δίαυλους μέσω των οποίων οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής μεταδίδονται στο πραγματικό ΑΕΠ και τον πληθωρισμό. Μπορούμε να διακρίνουμε κυρίως δύο στάδια του μηχανισμού αυτού. Στο πρώτο στάδιο, οι μεταβολές της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής προκαλούν μεταβολές των συνθηκών που επικρατούν στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Στο δεύτερο στάδιο, οι μεταβολές των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές επηρεάζουν τις αποφάσεις των ατόμων και των επιχειρήσεων στην οικονομία που αφορούν τη δαπάνη, την αποταμίευση και τις επενδύσεις<sup>26</sup>. Αρχικά εξετάζουμε τη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης και την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα κατά την περίοδο 1987-1999.

#### **Τα μέσα άσκησης-οι δίαυλοι της νομισματικής πολιτικής**

Για να κατανοήσουμε πώς λειτουργεί ο μηχανισμός μετάδοσης, ας εξετάσουμε πρώτα τι εννοούμε με τον όρο "ώθηση από τη νομισματική πολιτική". Οι κεντρικές τράπεζες, κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, χρησιμοποιούν συνήθως ένα από τα ακόλουθα δύο πλαίσια δημιουργίας νομισματικών ωθήσεων<sup>27</sup>. Πρώτον, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να μεταβάλουν την προσφορά χρήματος κατά ένα δεδομένο ποσό και να επιτρέπουν στα επιτόκια να ακολουθήσουν μια πορεία που προσδιορίζεται από μια σταθερή συνάρτηση της ζήτησης χρήματος. Τα επιτόκια τότε προσαρμόζονται ώστε να εξισωθεί η συνολική ζήτηση χρήματος προς την προσφορά χρήματος η οποία μεταβλήθηκε. Το πλαίσιο αυτό εξαρτάται καθοριστικά από το αν η ζήτηση χρήματος είναι σταθερή συνάρτηση του επιτοκίου και του εισοδήματος. Δεύτερον, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να δραστηριοποιηθούν στην αγορά χρήματος ώστε να κατευθύνουν κατά συγκεκριμένο τρόπο το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, δηλαδή οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να προσαρμόσουν την προσφορά της νομισματικής βάσης προκειμένου να επιτύχουν ορισμένες επιθυμητές κινήσεις των επιτοκίων της αγοράς χρήματος<sup>28</sup>. Αν και στην Ελλάδα έχουν χρησιμοποιηθεί και οι δύο στρατηγικές, πρόσφατα έχει αποκτήσει

<sup>26</sup> Ζόνζηλος Ν., 2001, «Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 18, σελ.39-42

<sup>27</sup> Taylor J.B., 1995, «The monetary transmission mechanism: an empirical framework», *journal of economic perspectives* 9: 11-26»

<sup>28</sup> Ζόνζηλος Ν., 2001, «Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 18, σελ.42-43

σπουδαιότητα η δεύτερη στρατηγική, δεδομένου ότι τα επιτόκια μπορούν να σηματοδοτούν πιο αξιόπιστα την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής σε ένα απελευθερωμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Με βάση αυτά τα δύο γενικά πλαίσια δημιουργίας νομισματικών ωθήσεων, η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την οικονομική δραστηριότητα τόσο μέσω των διαύλων των τιμών όσο και μέσω των διαύλων των ποσοτήτων. Οι δίαυλοι των τιμών περιλαμβάνουν το δίαυλο του επιτοκίου, το δίαυλο του πλούτου και το δίαυλο της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι ποσοτικοί δίαυλοι δρουν κυρίως μέσω των τραπεζικών δανείων.

## ΔΙΑΥΛΟΙ ΤΙΜΩΝ

### Ο δίαυλος του επιτοκίου

Έστω μια μεταβολή στην κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής που οδηγεί σε αύξηση του επιτοκίου μίας ημέρας. Η θεωρία των προσδοκιών σχετικά με την καμπύλη αποδόσεων παρέχει τη σχέση μέσω της οποίας τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια επηρεάζουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, το μακροπρόθεσμο επιτόκιο δίδεται κατά προσέγγιση από το μέσο όρο του τρέχοντος και των αναμενόμενων μελλοντικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Έτσι, αν η κεντρική τράπεζα ενεργήσει με σκοπό να αυξήσει το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο και η αγορά προσδοκά, στο μέλλον, μείωση και βαθμιαία επιστροφή του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου στην αρχική του τιμή, τότε το μακροπρόθεσμο επιτόκιο θα αυξηθεί λιγότερο από ότι το βραχυπρόθεσμο και αντιστρόφως. Αν οι τιμές θεωρούνται άκαμπτες βραχυχρόνια, τα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια θα αυξηθούν και αυτά, αυξάνοντας το κόστος κεφαλαίου. Αυτό θα μειώσει τις διάφορες κατηγορίες της επενδυτικής δαπάνης και τη δαπάνη για διαρκή καταναλωτικά αγαθά, οδηγώντας σε κάμψη της συνολικής ζήτησης και μείωση του προϊόντος. Μακροχρόνια οι τιμές θα προσαρμοστούν<sup>29</sup>.

Η αποτελεσματικότητα του διαύλου του κόστους κεφαλαίου εξαρτάται τόσο από την ευαισθησία των δαπανών στις μεταβολές του επιτοκίου όσο και από τη σχετική σπουδαιότητα των δαπανών αυτών στην οικονομία. Η αποτελεσματικότητα του διαύλου του επιτοκίου ή του κόστους κεφαλαίου εξαρτάται από την ανταπόκριση των επενδύσεων και της δαπάνης για διαρκή καταναλωτικά αγαθά σε μεταβολές του επιτοκίου, εξαρτάται όμως και από τη μετακύλιση των μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς χρήματος στα τραπεζικά επιτόκια λιανικής (καταθέσεων και χορηγήσεων). Εξαρτάται επίσης από το βαθμό υποκατάστασης μεταξύ περιουσιακών στοιχείων στο χαρτοφυλάκιο του κοινού. Μια πράξη ανοικτής αγοράς, παραδείγματος χάριν, αυξάνει την προσφορά της νομισματικής βάσης και μειώνει την ποσότητα των βραχυπρόθεσμων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (π.χ. των τρίμηνων έντοκων γραμματίων του Δημοσίου). Όσο μικρότερος είναι ο βαθμός υποκατάστασης μεταξύ νομισματικής βάσης και έντοκων γραμματίων, τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβολή (μείωση) των επιτοκίων που απαιτείται για να παρακινηθεί το κοινό να διακρατήσει την αυξημένη νομισματική βάση. Όσο μεγαλύτερος ο βαθμός υποκατάστασης μεταξύ έντοκων γραμματίων και άλλων χρηματοοικονομικών μέσων, τόσο μεγαλύτερο το

---

<sup>29</sup> Mishkin F.S., 1995, «symposium on the monetary transmission mechanism», *journal of economic perspectives* 9: 3-10»

αποτέλεσμα μιας νομισματικής μεταβολής στα επιτόκια των έντοκων γραμματίων και των άλλων χρηματοοικονομικών μέσων<sup>30</sup>.

Από την προηγηθείσα ανάλυση προκύπτει ότι η νομισματική πολιτική λειτουργεί μέσω της επίδρασης της στο κόστος κεφαλαίου, που συνήθως προσεγγίζεται από το επιτόκιο των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων. Μια κάπως διαφορετική ερμηνεία είναι ότι η νομισματική πολιτική δρα μέσω μεταβολών της αγοραίας αποτίμησης των μετοχών, οι οποίες αντιπροσωπεύουν απαιτήσεις σε υφιστάμενα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία, όπως εργοστάσια και εξοπλισμός. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, η απόδοση των μετοχών είναι βασικός δείκτης που απεικονίζει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής<sup>31</sup>. Μια επεκτατική νομισματική πολιτική, παραδείγματος χάριν, οδηγεί σε ανακατανομή των χαρτοφυλακίων υπέρ των μετοχών, μειώνοντας τις αποδόσεις τους και δημιουργώντας μια θετική απόκλιση μεταξύ της αποτίμησης των πραγματικών περιουσιακών στοιχείων στις αγορές μετοχών και του κόστους παραγωγής τους (οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου). Η απόκλιση αυτή παρακινεί τις επιχειρήσεις να επεκτείνουν την παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών.

Στην περίπτωση της Ελλάδος, για μεγάλο τμήμα της υπό εξέταση περιόδου η χρηματιστηριακή αγορά δεν αποτελούσε πρωτεύουσα πηγή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Ωστόσο, με την πρόσφατη αύξηση του εύρους και του βάθους του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, οι τιμές των μετοχών μπορεί να έχουν αποτελέσει έναν αυξανόμενης σπουδαιότητας δίαυλο για τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής.

### **Ο δίαυλος της συναλλαγματικής ισοτιμίας**

Η απελευθέρωση των διεθνών συναλλαγών και η υιοθέτηση κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών από μεγάλο αριθμό χωρών έχουν αυξήσει το ενδιαφέρον των ασκούντων την πολιτική για τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής μέσω του διαύλου της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ο δίαυλος αυτός συνεπάγεται επίσης επιδράσεις μέσω του επιτοκίου. Με σταθερούς τους λοιπούς παράγοντες, μια αύξηση του ονομαστικού βραχυπρόθεσμου επιτοκίου θα καταστήσει τις καταθέσεις σε εγχώριο νόμισμα πιο ελκυστικές σε σχέση με τις καταθέσεις σε ξένο νόμισμα<sup>32</sup>. Αυτό θα οδηγήσει σε ανατίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και, αν υποτεθεί ότι οι τιμές παρουσιάζουν ακαμψία, σε ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (βραχυπρόθεσμα). Έτσι, οι καθαρές εξαγωγές (επομένως και η συνολική ζήτηση) θα μειωθούν. Μακροπρόθεσμα οι τιμές, επίσης, θα προσαρμοστούν.

Το αν ο δίαυλος της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι ή όχι σημαντικός εξαρτάται εν μέρει από το αν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι ελεύθερα κυμαινόμενη ή χρησιμοποιείται ως στόχος

---

<sup>30</sup> Μπρισίμης Σ., Μαγγίνας Ν., Συμιγιάννης Γ., Ταβλάς Γ., 2001, «Ζητήματα σχετικά με τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής», *Τ.Ε., Οικονομικές Επιδόσεις & Προοπτικές της Ελλάδος*, σελ.296

<sup>31</sup> Mishkin F.S., 1995, «symposium on the monetary transmission mechanism», *journal of economic perspectives* 9: 3-10»

<sup>32</sup> Taylor J.B., 1995, « The monetary transmission mechanism: an empirical framework», *journal of economic perspectives* 9: 11-26

πολιτικής. Η σπουδαιότητα του διαύλου αυτού εξαρτάται επίσης από το βαθμό στον οποίο η οικονομία είναι ανοικτή σε εξωτερικές συναλλαγές. Στην Ελλάδα, η συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι των νομισμάτων των άλλων χωρών της ΕΕ χρησιμοποιήθηκε ως στόχος πολιτικής κατά μεγάλο μέρος της υπό εξέταση περιόδου. Ένας άλλος παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη σχετικά με το δίαυλο της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι το γεγονός ότι η Ελλάδα είναι μικρή, ανοικτή οικονομία. Οι εξαγωγές και εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι κοντά στο 50%. Για το λόγο αυτό, τις εκάστοτε διακυμάνσεις της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας ακολουθούσε σχετικά ταχεία μετακύλισή τους στο εγχώριο κόστος και τις εγχώριες τιμές, έτσι ώστε οι διακυμάνσεις αυτές αντισταθμίζονταν, σε κάποιο βαθμό, από τις μεταβολές των σχετικών τιμών.

### **Ο δίαυλος του πλούτου**

Η σχέση μεταξύ του καθαρού πλούτου των καταναλωτών και της κατανάλωσης αποτυπώνεται στην υπόθεση του κύκλου ζωής, σύμφωνα με την οποία οι καταναλωτές κατανέμουν την κατανάλωση τους στη διάρκεια της ζωής τους, με δεδομένα το αρχικό επίπεδο του πλούτου τους (που περιλαμβάνει και το χρηματοοικονομικό πλούτο), μια αξιολόγηση της προτίμησής τους για άμεση κατανάλωση, καθώς και τις προσδοκίες τους ως προς το εισόδημα από εργασία<sup>33</sup>. Η τιμή των ομολόγων παρουσιάζει αντίστροφη σχέση προς το μακροπρόθεσμο επιτόκιο, έτσι ώστε μια πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων αυξάνει τις τιμές των ομολόγων. Αν ο ιδιωτικός τομέας θεωρεί μόνο ένα τμήμα του συνολικού έντοκου χρέους ως υποχρέωση (που πρέπει να χρηματοδοτηθεί από μελλοντικούς φόρους), τότε μια αύξηση της τιμής των ομολόγων θα αυξήσει τον καθαρό ιδιωτικό πλούτο, άρα και τη συνολική ζήτηση. Τα χαμηλότερα επιτόκια επίσης αυξάνουν τις τιμές άλλων τίτλων, όπως των μετοχών. Επομένως, μια αύξηση των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αυξάνει το χρηματοοικονομικό πλούτο και, κατ' επέκταση, την κατανάλωση. Επιπρόσθετα, η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάζει τον πλούτο μέσω της επίδρασής της στις αξίες των ακινήτων.

### **ΠΟΣΟΤΙΚΟΙ ΔΙΑΥΛΟΙ**

Η προηγηθείσα προσέγγιση, βάσει των τιμών, του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής έχει δεχθεί επικρίσεις με βάση τα ακόλουθα επιχειρήματα. Πρώτον, έχει αμφισβητηθεί η σημαντικότητα του διαύλου του επιτοκίου. Δεύτερον, έχει υποστηριχθεί ότι, αφού υπάρχουν διάφορα επιτόκια στην οικονομία, είναι δύσκολο να εντοπίσουμε ποιο συγκεκριμένο επιτόκιο παίζει ρόλο στις επενδύσεις<sup>34</sup>. Αποτέλεσμα των επικρίσεων είναι ότι πρόσφατα ορισμένες μελέτες έχουν στραφεί σε ποσοτικού χαρακτήρα διαύλους μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

### **Ο δίαυλος των πιστώσεων**

Σύμφωνα με τους υποστηρικτές του διαύλου των πιστώσεων, μεταβολές του ενεργητικού και του παθητικού των τραπεζών επηρεάζουν την πορεία της οικονομίας. Η νομισματική πολιτική,

---

<sup>33</sup> Ando A. & Modigliani F., 1963, «The life cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests», *American economic review* 53, σελ.55-84.

<sup>34</sup> Βλέπε Mishkin F. S., 1995, σελ.7

υποστηρίζουν, επηρεάζει όχι μόνο το γενικό επίπεδο των επιτοκίων, αλλά και το ασφάλιστρο της εξωτερικής χρηματοδότησης, το οποίο είναι η διαφορά μεταξύ του κόστους των κεφαλαίων που αντλούνται από εξωτερικές πηγές (με έκδοση μετοχών ή χρεογράφων) και του κόστους των κεφαλαίων που δημιουργούνται εσωτερικά (από παρακρατηθέντα κέρδη). Λόγω των προβλημάτων αντιπροσώπευσης στις πιστωτικές αγορές, ανακύπτουν δύο βασικοί διάυλοι, οι οποίοι επηρεάζουν το ασφάλιστρο της εξωτερικής χρηματοδότησης: (1) ο διάυλος των τραπεζικών δανείων και (2) ο διάυλος του ισολογισμού.

Ο διάυλος των τραπεζικών δανείων τονίζει τον ειδικό ρόλο των τραπεζών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ιδίως στη χρηματοδότηση των μικρών επιχειρήσεων, στην περίπτωση των οποίων τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης μπορεί να είναι ιδιαίτερα έντονα. Αν, για κάποιο λόγο, η προσφορά τραπεζικών δανείων διαταραχθεί, οι δανειζόμενοι που εξαρτώνται από τον τραπεζικό δανεισμό μπορεί να μην αποκλείονται πλήρως από τις πιστώσεις, αλλά ενδεχομένως υφίστανται κόστος για την εξεύρεση νέου δανειστή και για τη σύναψη μιας νέας πιστωτικής σχέσης<sup>35</sup>. Έτσι, η νομισματική πολιτική θα επηρεάσει την οικονομική δραστηριότητα μέσω της επίδρασης της σε αυτούς τους δανειζόμενους, επηρεάζοντας τα διαθέσιμα των τραπεζών και τις καταθέσεις. Επιπρόσθετα, η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την οικονομική δραστηριότητα μέσω της επίδρασης της στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων<sup>36</sup>. Μια πτώση στις τιμές των μετοχών που προκαλείται από συσταλτική νομισματική πολιτική μειώνει την καθαρή αξία των επιχειρήσεων και αυξάνει έτσι τα προβλήματα δυσμενούς επιλογής και ηθικού κινδύνου, τα οποία, με τη σειρά τους, μειώνουν τον τραπεζικό δανεισμό. Η μείωση της καθαρής αξίας μειώνει την αξία των ασφαλειών που προσφέρει ο δανειζόμενος και, επομένως, την πιστοληπτική του ικανότητα. Εκτός αυτού, μια συσταλτική νομισματική πολιτική που αυξάνει τα επιτόκια μειώνει τις ταμειακές ροές και ως εκ τούτου επιδεινώνει τον ισολογισμό της επιχείρησης. Επειδή πολλές επιχειρήσεις στηρίζονται στην καθαρή ταμειακή ροή για τη χρηματοδότηση των αποθεμάτων και του κεφαλαίου κίνησης, η επίδραση της νομισματικής πολιτικής μέσω των καθαρών ταμειακών ροών μπορεί, δυνητικά, να είναι πολύ σημαντική.

---

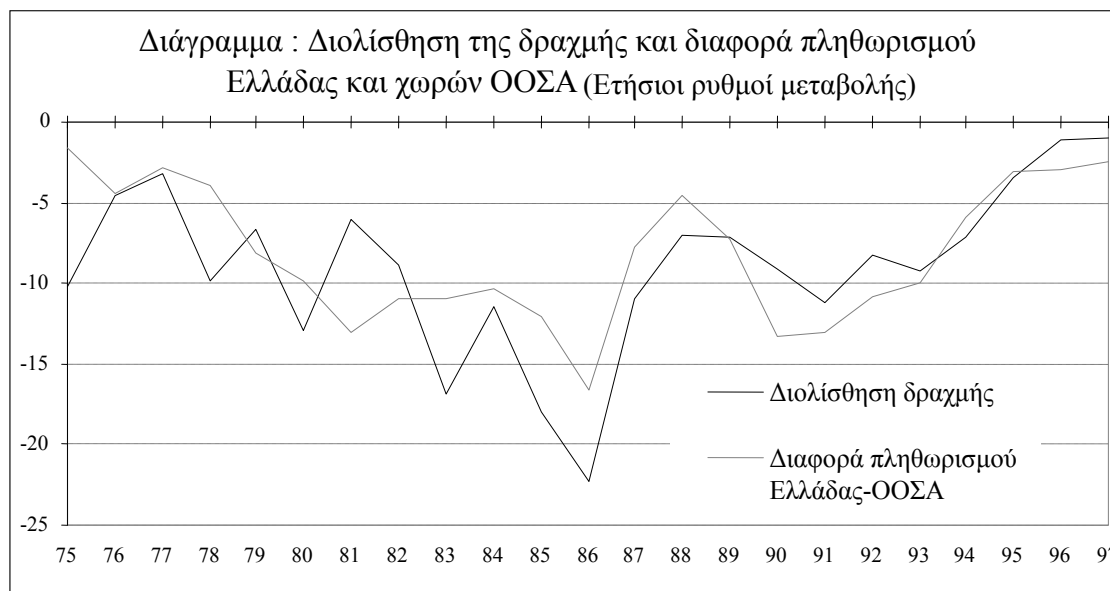
<sup>35</sup> Bernanke B.S. and Gertler M., 1995, «inside the black box: the credit channel of the monetary policy transmission», *journal of economic perspectives*, σελ. 40.

<sup>36</sup> Βορίδης Η., 1995, «Η ειδική φύση των τραπεζών & ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισμ. πολιτικής», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., Τεύχος 5, σελ.62-65.

## ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1990-2000.

Η δεκαετία του '90 υπήρξε πολύ σημαντική για την Ελληνική οικονομία, χαρακτηρίστηκε ως, «η δεκαετία της σύγκλισης». Μία περίοδος κατά την οποία η Ελληνική οικονομία βελτίωσε εντυπωσιακά τις επιδόσεις της, ως προς τα περισσότερα οικονομικά μεγέθη και επέτυχε, κρινόμενη με αυστηρά κριτήρια, την ένταξη στην Ευρωπαϊκή νομισματική ένωση. Επίσης, η Ελλάδα απέκτησε σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η Τράπεζα της Ελλάδος σύγχρονα μέσα και διαδικασίες άσκησης νομισματικής πολιτικής. Σε σχέση με τις αρχές της δεκαετίας του '90, το έτος 1999 ο ρυθμός πληθωρισμού είχε μειωθεί κατά 18 εκατοστιαίες μονάδες. Από ρυθμό ετήσιας υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι του ECU άνω του 11%, φθάσαμε στα πρόθυρα του "κλειδώματος" της δραχμής έναντι του ευρώ, ενώ το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης είχε περιοριστεί κατά 14 εκατοστιαίες μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ<sup>37</sup>.

Ο ρόλος της συναλλαγματικής πολιτικής άλλαξε, οπότε μεταξύ 1988 και Μαρτίου 1998, ημερομηνία ένταξης της δραχμής στο Μ.Σ.Ι., η αντίστοιχη πολιτική δεν αποσκοπούσε πλέον στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας αλλά στην καταπολέμηση των πληθωριστικών πιέσεων. Αυτό σήμαινε ότι το ποσοστό της ετήσιας διολίσθησης ήταν μικρότερο από τη διαφορά πληθωρισμού της Ελλάδος και των εμπορικών της εταίρων. Η πολιτική της συγκρατημένης διολίσθησης της δραχμής είχε θετικές επιπτώσεις στην οικονομία. Συνέβαλλε στην άμβλυνση των πληθωριστικών πιέσεων και γενικότερα, στην επιβολή πειθαρχίας στη μακροοικονομική πολιτική. Επιπλέον, έχει συντελέσει στην επιτάχυνση της αναγκαίας διαρθρωτικής προσαρμογής της παραγωγικής βάσης για την ενίσχυση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας μας<sup>38</sup>.



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>37</sup> Βορίδης Η., Αγγελοπούλου Ε., Σκοτίδα Ι., 2003, «Η Νομισματική πολιτική μέσα από τα κείμενα της Τ.Ε. 1990-2000», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 20, σελ.7-48

<sup>38</sup> Παπαδήμος Λ., 1995, «Ανάπτυξη με σταθερότητα: ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 5, σελ.49



Η πολιτική αυτή έμεινε γνωστή ως πολιτική της «σκληρής» δραχμής σηματοδοτώντας την εγκατάλειψη των πολιτικών διαχείρισης της ζήτησης και στροφή προς άλλες, με προτεραιότητα την καταπολέμηση του πληθωρισμού και τη δημοσιονομική εξυγίανση.

Έτσι, από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 και με μεγαλύτερη ένταση από τα μέσα της δεκαετίας, η συναλλαγματική πολιτική «σκληραίνει» ώστε να επιτευχθεί ο στόχος συμμετοχής της χώρας στην Ο.Ν.Ε.<sup>39</sup>. Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων το 1994 και η θετική εμπειρία από την επιτυχή αντιμετώπιση της νομισματικής αναταραχής οδήγησαν σε μεταβολή της στρατηγικής και του πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής στα επόμενα έτη. Από το 1995, η νομισματική πολιτική υιοθέτησε ως κύριο ενδιαμέσο στόχο τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ECU και μετέπειτα του ευρώ. Στην τριετία 1995-1997, οι στόχοι για τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ECU επετεύχθησαν απολύτως, παρά τις πιέσεις που εκδηλώθηκαν κατά καιρούς στην αγορά συναλλάγματος, και ο πληθωρισμός υποχώρησε σημαντικά. Η Ελληνική εμπειρία καταδείκνυε σαφώς ότι η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να αποδειχθεί αποτελεσματικό μέσο αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού<sup>40</sup>. Ωστόσο, η Τράπεζα υπογράμμισε επιπρόσθετα ότι η δραχμή θα μπορούσε και να ανατιμηθεί εφόσον τούτο απαιτηθεί για την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στη χώρα.

Η θέση αυτή επιβεβαιώθηκε το 1999, ενώ το 2000 επισημάνθηκε ότι τα επιτόκια και η συναλλαγματική ισοτιμία θα έπρεπε να αφεθούν σταδιακά να συγκλίνουν, στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του έτους, προς τα επίπεδα της ζώνης του ευρώ και τον (αμετάκλητο από την 1η Ιανουαρίου 2001) συντελεστή μετατροπής της δραχμής σε ευρώ αντίστοιχα.

Ο στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία συνυπήρχε με νομισματικούς στόχους καθώς και με στόχους για την πιστωτική επέκταση. Η Τράπεζα υπολόγιζε τους πιστωτικούς στόχους με τρόπο ώστε να είναι συνεπείς με τους νομισματικούς στόχους. Οι στόχοι αυτοί κατέστησαν προοδευτικά αυστηρότεροι στη διάρκεια της δεκαετίας του '90.

Ωστόσο, από την αρχή της δεκαετίας, η Τράπεζα αναγνώρισε ότι η σχέση των νομισματικών (όπως εξάλλου και των πιστωτικών) μεγεθών με τον τελικό στόχο της νομισματικής πολιτικής ή με το συνολικό ονομαστικό εισόδημα υπόκειται σε αστάθεια. Η Τράπεζα απέδωσε την αστάθεια της ζήτησης χρήματος γενικά στην απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος (που διάνυε το τελικό της στάδιο εκείνη την εποχή) ή ειδικότερα στην απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων καθώς και στις χρηματοοικονομικές καινοτομίες.

Η Τράπεζα της Ελλάδος επισήμανε επίσης ότι η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων ήταν ενδεχόμενο να καταστήσει το νομισματικό στόχο μη συνεπή προς το στόχο για τη συναλλαγματική ισοτιμία. Για τους λόγους αυτούς, ενώ στην αρχή της δεκαετίας του '90, η Τράπεζα χαρακτήριζε ρητά το στόχο για το M3 ως "κεντρικό στόχο της νομισματικής πολιτικής" (1990), το επόμενο έτος (1991) θεώρησε αναγκαίο να προσθέσει ένα

---

<sup>39</sup> Σαχινίδης Φ., 2006, «Το συναλλαγματικό καθεστώς της Ελλάδας: Από την πρόσδεση της δραχμής στο δολάριο μέχρι την ΟΝΕ», *Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος*.

<sup>40</sup> Παπαδήμος Λ., 2000, «Από τη δραχμή στο ευρώ», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 15, σελ. 9

συμπληρωματικό δείκτη ρευστότητας, το M4. Το 1999, το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M4N<sup>41</sup> αντικατέστησε το M3 ως μεταβλητή-δείκτης.



Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος

Εξέλιξη προσφοράς χρήματος M3 (Ιανουάριος 1990 - Δεκέμβριος 1998) και δείκτη ρευστότητας M4N (Ιανουάριος 1999 - Δεκέμβριος 2000)<sup>1</sup>

(Εκατοστιαία μεταβολή υπολοίπου έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



<sup>1</sup> M3: νομισματική κυκλοφορία, καταθέσεις όψεως, ταμειωτηρίου και προθεσμίας (δραχμές), γeros και τραπεζικά ομόλογα. M4N: M3 συν τοποθετήσεις ιδιωτών σε τίτλους του Δημοσίου (στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά) με διάρκεια μέχρι ένα έτος, καταθέσεις κατοίκων σε συνάλλαγμα, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθέσιμων (δραχμές). Το διάγραμμα δείχνει το δωδεκάμηνο ρυθμό μεταβολής του M3 για την περίοδο 1990-1998, οπότε η Τράπεζα της Ελλάδος έθετε στόχο ή ενδεικτική πρόβλεψη γι' αυτό το νομισματικό μέγεθος. Μάλιστα, προ του 1992, το M3 δεν περιλαμβάνει γeros και τραπεζικά ομόλογα. Το διάγραμμα απεικονίζει το δωδεκάμηνο ρυθμό μεταβολής του M4N για την περίοδο 1999-2000, διότι τότε η Τράπεζα της Ελλάδος έθετε ενδεικτική πρόβλεψη γι' αυτό το νομισματικό μέγεθος και όχι για το M3.

Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος

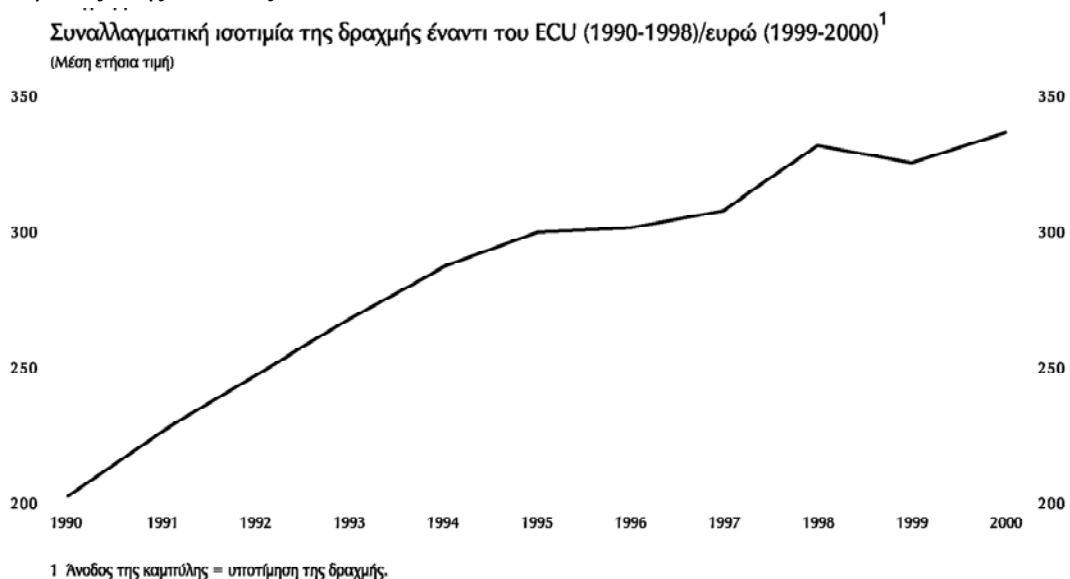
<sup>41</sup> Το M4N περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία, τις ιδιωτικές καταθέσεις σε δραχμές και συνάλλαγμα, καθώς και τις τοποθετήσεις των ιδιωτών σε γeros, τραπεζικά ομόλογα, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων και τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου με διάρκεια μέχρι και ένα έτος.

Τα Προγράμματα Σύγκλισης στην πορεία προς την ΟΝΕ έτυχαν ευρύτερης αποδοχής παρά τον περιοριστικό τους χαρακτήρα<sup>42</sup>. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού αποτέλεσε τον πρωταρχικό στόχο της νομισματικής πολιτικής. Η εγκατάλειψη της πολιτικής της διολίσθησης και ο περιορισμός των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, κυρίως εξαιτίας της μείωσης των δαπανών για τόκους και της αύξησης των φορολογικών εσόδων, συνετέλεσαν στην πτώση του πληθωρισμού σε μέτρια επίπεδα την περίοδο 1991 -94. Το 1995 η Τράπεζα της Ελλάδος έθεσε ως τελικό στόχο τη μείωση του πληθωρισμού σε συγκεκριμένο ποσοστό (7%). Για πρώτη φορά μετά από είκοσι και πλέον έτη, ο πληθωρισμός μειώθηκε το 1995 σε μονοψήφιο ποσοστό. Η ένταξη της δραχμής το Μάρτιο του 1998 στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος με υποτίμηση της κεντρικής ισοτιμίας της ως προς το ECU και στον ΜΣΙ ΙΙ τον επόμενο χρόνο είχαν ευεργετικά αποτελέσματα στη διαδικασία της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού<sup>43</sup>.

Με την ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) το 1998 η συμμετοχή της δραχμής υπήρξε επιτυχής και η ισοτιμία της παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια του έτους, εξέλιξη η οποία θεωρείται συνεπής με την ικανοποίηση του σχετικού κριτηρίου της Συνθήκης που απαιτεί διατήρηση της συναλλαγματικής σταθερότητας<sup>44</sup>.

Η Τράπεζα της Ελλάδος παρακολουθούσε τις εξελίξεις των νομισματικών μεγεθών και των πιστώσεων σε σχέση με κάποιες ενδεικτικές προβλέψεις οι οποίες υπολογίζονταν κατά τρόπο ώστε να είναι συνεπείς με το στόχο για τον πληθωρισμό. Ένας λόγος της σταδιακής αυτής μείωσης της έμφασης στους νομισματικούς στόχους ήταν η δυσκολία πρόβλεψης της ζήτησης χρήματος.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος



<sup>42</sup> Λώλος Σ., 2003, «Αξιολόγηση της οικονομικής πολιτικής στην Ελλάδα από τη μεταπολίτευση έως την ένταξη στην ΟΝΕ», *Comparative Economic Studies*, Spring.

<sup>43</sup> Λαζαρέτου Σ., 2004, «Νομισματικό σύστημα & μακροοικονομική πολιτική στην Ελλάδα: 1833-2003», *Τ.Ε., Οικ. Δελτίο*, τεύχος 22, σελ.63

<sup>44</sup> Έκθεση για την Νομισματική Πολιτική 1998-1999, σελ. 50

Αν και τελικά η νομισματική πολιτική στέφθηκε με επιτυχία, αντιμετωπίστηκαν ποικίλες δυσκολίες και σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του '90, η Τράπεζα της Ελλάδος μεριμνούσε ώστε οι προσαρμογές των επιτοκίων προς τα κάτω να μην πραγματοποιούνται ταχύτερα ούτε να είναι μεγαλύτερες από τη μείωση του πληθωρισμού. Σε κάθε περίπτωση, η συγκράτηση του ρυθμού διολίσθησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής προϋπέθετε τη διατήρηση υψηλών βραχυπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων.

Η Τράπεζα της Ελλάδος επισήμαινε συστηματικά ότι τα υψηλά πραγματικά επιτόκια ήταν αποτέλεσμα και των δημοσιονομικών ανισορροπιών που επικρατούσαν στη χώρα σε ολόκληρη σχεδόν τη δεκαετία του '90 και πρέπει να άσκησαν, από μόνα τους, περιοριστική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα, ανεξάρτητα από τυχόν συνέπειες του περιορισμού της διολίσθησης της δραχμής.

Τα υψηλά επιτόκια είχαν διάφορες "παρενέργειες"<sup>45</sup>, μεταξύ των οποίων υπερτίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής. Ένα μέρος της υπερτίμησης της ισοτιμίας της δραχμής συνδεόταν βέβαια με τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας. Ασφαλώς όμως η υπερτίμηση της πραγματικής ισοτιμίας ήταν, κατά το μεγαλύτερο μέρος, απευθείας αποτέλεσμα της συγκράτησης της διολίσθησης της δραχμής σε ρυθμό που δεν αντιστάθμιζε τις διαφορές πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και των εμπορικών της εταίρων, ή ισοδύναμα του γεγονότος ότι δεν στάθηκε δυνατόν να επιτευχθεί γρήγορα, επιβράδυνση των τιμών και μισθών εγχωρίως. Η υπερτίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής, παράλληλα με την ταχεία οικονομική ανάπτυξη (3% κατά μέσο όρο), η οποία μάλιστα βασιζόταν κυρίως σε επιτάχυνση των επενδύσεων (ετήσιος ρυθμός: 7,2% κατά μέσο όρο), δαπανών με υψηλό περιεχόμενο εισαγομένων, προκάλεσαν σταδιακή χειροτέρευση του ισοζυγίου πληρωμών κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '90 (έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό ΑΕΠ: 3,5% κατά μέσο όρο). Βέβαια, η Τράπεζα της Ελλάδος υπογράμμισε ότι η εξέλιξη της πραγματικής ισοτιμίας της δραχμής, με βάση το κατά μονάδα κόστος εργασίας, υπερεκτιμούσε τις απώλειες ανταγωνιστικότητας, διότι δεν λάμβανε υπόψη την επίδραση των μειώσεων που σημειώνονταν στο χρηματοοικονομικό κόστος των επιχειρήσεων, καθώς το γενικό επίπεδο των επιτοκίων υποχωρούσε. Επίσης, πριν από το 1999 η μεθοδολογία κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών οδηγούσε σε σημαντική υποεκτίμηση των ελληνικών εξαγωγών, ιδιαίτερα προς τις βαλκανικές χώρες με τις οποίες οι εμπορικές συναλλαγές ολοένα πύκνωναν. Πρόσθετη "παρενέργεια" των υψηλών ελληνικών επιτοκίων — που αντίκριζε τη χειροτέρευση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών — ήταν η προσέλκυση μεγάλων εισροών κεφαλαίων<sup>46</sup> στην Ελλάδα.

---

<sup>45</sup> Βορίδης Η., Αγγελουπούλου Ε., Σκοτίδα Ι., 2003, «Η Νομισματική πολιτική μέσα από τα κείμενα της Τ.Ε. 1990-2000», *Τ.Ε. Οικ. Δελτίο*, τεύχος 20, σελ.7-48

<sup>46</sup> Μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση των επιδράσεων των εισροών κεφαλαίων: α) πολιτική αντιστάθμισης των συν/κων ροών, β) αύξηση δεσμεύσεων στη ρευστότητα των τραπεζών, γ) επιβολή ελέγχων στις εισροές, δ) τροποποίηση συν/κής πολιτικής, ε) βελτίωση του μείγματος πολιτικής. Μπρισίμης Σ., Gibson Η., 1997, «Νομισματική πολιτική, εισροές κεφαλαίων & αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην Ελλάδα», *Τ.Ε., Οικ. Δελτίο*, τεύχος 9, σελ.33-36

### **Το πρόβλημα των εισροών κεφαλαίων**

Η πολιτική χρησιμοποίησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως ονομαστικού σημείου αναφοράς είχε τα δικά της ιδιαίτερα προβλήματα, μεγάλες (ονομαστικές και πραγματικές) διαφορές επιτοκίων μεταξύ της Ελλάδος και των κυριότερων εμπορικών της εταίρων και από την αίσθηση της αγοράς ότι ο στόχος της συναλλαγματικής ισοτιμίας που έθετε η Τράπεζα θα επιτυγχανόταν. Για τους λόγους αυτούς, η πολιτική του ονομαστικού σημείου αναφοράς έπρεπε να αντιμετωπίσει τις μεγάλες εισροές κεφαλαίων που παρατηρήθηκαν σε μεγάλο μέρος της περιόδου και, κατά καιρούς, τις απότομες αντιστροφές των κεφαλαιακών ροών<sup>47</sup>.

Ένα σημαντικό επεισόδιο αναταραχής στην αγορά συναλλάγματος σημειώθηκε το Μάιο-Ιούνιο του 1994. Δημιουργήθηκαν προσδοκίες στην αγορά ότι η εξάλειψη των περιορισμών που απέμεναν στην κίνηση κεφαλαίων και η οποία επρόκειτο να γίνει την 1η Ιουλίου θα συνοδευόταν από υποτίμηση της δραχμής. Ακολούθησαν εκροές κεφαλαίων και οι αρχές αντέδρασαν μετατοπίζοντας το χρόνο απελευθέρωσης στα μέσα Μαΐου. Επίσης, η Τράπεζα της Ελλάδος αύξησε το επιτόκιο παρέμβασης της σε πολύ υψηλά επίπεδα και επέβαλε πρόσθετη επιβάρυνση στις υπεραναλήψεις των τραπεζών από αυτήν. Το αποτέλεσμα των ενεργειών αυτών ήταν να αντιστραφούν οι εκροές κεφαλαίων και να επανέλθουν τα επιτόκια στα προ της αναταραχής επίπεδα.

Οι καθαρές εισροές κεφαλαίων συνεχίστηκαν το 1995 και το 1996 σε ιστορικά υψηλά επίπεδα ενόψει των μεγάλων διαφορών επιτοκίου υπέρ των δραχμικών χρηματοοικονομικών μέσων. Οι εισροές απείλησαν να παρακωλύσουν τις προσπάθειες για μείωση του πληθωρισμού. Η Τράπεζα της Ελλάδος αντέδρασε με εκτεταμένες παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος. Το αποτέλεσμα ήταν να αυξηθεί η νομισματική βάση, δημιουργώντας υπερβάλλουσα ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά με το υπάρχον επίπεδο των επιτοκίων. Η κύρια αντίδραση της Τράπεζας ήταν να αντισταθμίσει τη ρευστότητα μέσω μείωσης της εγχώριας συνιστώσας της νομισματικής βάσης<sup>48</sup>. Η Τράπεζα επίσης αύξησε το συντελεστή των υποχρεωτικών δεσμεύσεων το 1995 και το 1996, διαμορφώνοντας τον στο 12%, και διεύρυνε τη βάση υπολογισμού τους ώστε να συμπεριλαμβάνονται μεταξύ άλλων και οι υποχρεώσεις προς μη κατοίκους.

Μολονότι οι εισροές κεφαλαίων συνεχίστηκαν και τους πρώτους μήνες του 1997, μέχρι τον Οκτώβριο του ίδιου έτους η μετάδοση της κρίσης της Ανατολικής Ασίας είχε επεκταθεί πέρα από την Ασία. Στην Ελλάδα, συνέβη απότομη αντιστροφή των κεφαλαιακών ροών, καθώς οι ξένοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ρευστοποίησαν τα διακρατούμενα ελληνικά κρατικά ομόλογα και άλλες επενδύσεις. Οι εκροές κεφαλαίων οδήγησαν τους συμμετέχοντες στην αγορά να αμφισβητήσουν τη διατηρησιμότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής ενόψει του διευρυνόμενου ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και της αύξησης του ιδιωτικού και του δημόσιου εξωτερικού χρέους. Η Τράπεζα της Ελλάδος αύξησε τα παρεμβατικά της επιτόκια, διατηρώντας τα σε υψηλά επίπεδα επί έξι μήνες περίπου, και επανεισήγαγε ποινή για τις υπεραναλήψεις των τραπεζών από τους τρεχούμενους

<sup>47</sup> Παπαδήμος Λ., 1996, «Προκλήσεις για τη νομισματική πολιτική κατά την πορεία προς την ΟΝΕ», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 8, σελ. 68-70.

<sup>48</sup> Μπρισίμης Σ., Gibson Η., 1997, «Νομισματική πολιτική, εισροές κεφαλαίων & αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην Ελλάδα», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 9, σελ.25-26

λογαριασμούς τους στην Τράπεζα. Η περίοδος των κερδοσκοπικών πιέσεων και των εκροών κεφαλαίων έληξε το Μάρτιο του 1998 με την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ με ζώνη διακύμανσης των ισοτιμιών  $\pm 15\%$ .

Ακολούθως, επαναλήφθηκαν αρκετά μεγάλες εισροές κεφαλαίων, που συνέβαλαν σε αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Σε μια προσπάθεια μετριασμού των εισροών αυτών, η Τράπεζα επέτρεψε στη δραχμή να ανατιμηθεί σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία στον ΜΣΙ, κάνοντας χρήση της ευρείας ζώνης διακύμανσης. Η δραχμή παρέμεινε ανατιμημένη κατά 6,5% έως 9% σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία<sup>49</sup>.

Οι εισροές κεφαλαίων εξακολούθησαν προς το τέλος του 1998 και στη διάρκεια του 1999, προκαλούμενες από την αντίληψη της αγοράς ότι η Ελλάδα θα συμμετείχε στην ΟΝΕ από τις αρχές του 2001. Οι εισροές δημιούργησαν την ανάγκη για περαιτέρω αντιστάθμιση από την Τράπεζα. Προς το τέλος του 1999 και τους πρώτους μήνες του 2000, υπήρξαν νέες καθοδικές πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος, μολονότι όχι τόσο έντονες όσο πριν από την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ, που προήλθαν από την αβεβαιότητα για την έγκαιρη εκπλήρωση του κριτηρίου του πληθωρισμού και για το κατά πόσον η κεντρική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ευρώ θα ήταν η ισοτιμία μετατροπής της στο τέλος του 2000.

Η απόφαση του Συμβουλίου ECOFIN στα μέσα Ιουνίου ότι η ισοτιμία μετατροπής θα ήταν η κεντρική ισοτιμία σταθεροποίησε τις προσδοκίες και συνέβαλε στη δημιουργία ευνοϊκού κλίματος<sup>50</sup>.

Η Τράπεζα της Ελλάδος χρησιμοποίησε πράξεις αντιστάθμισης προκειμένου να αντιμετωπίσει τις εισροές κεφαλαίων και αύξησε τα επιτόκια, μερικές φορές κατά πολύ, σε περιόδους αναταραχής. Όσον αφορά την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, ενώ αρχικά η νομισματική πολιτική έφερε το μεγαλύτερο μέρος του βάρους της αντιπληθωριστικής προσπάθειας, στη συνέχεια η δημοσιονομική και η εισοδηματική πολιτική έγιναν σταδιακά πιο περιοριστικές. Αν και τελικά η δραχμή υποτιμήθηκε, τα οφέλη από τη μείωση του πληθωρισμού διατηρήθηκαν.

Συμπερασματικά θα λέγαμε, ότι η μακροοικονομική πολιτική που ακολούθησε η Ελλάδα την δεκαετία του 1990 έθεσε υπερβολικό βάρος στην σταθεροποίηση με νομισματικά μέσα, χωρίς να προωθήσει ταυτόχρονα σε ικανοποιητικό βαθμό την δημοσιονομική προσαρμογή και τις απαραίτητες διαρθρωτικές αλλαγές. Έτσι, το μείγμα μακροοικονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκε ήταν ένα μείγμα περιορισμένων δυνατοτήτων: κατάφερε μεν να επιτύχει θετικά αποτελέσματα στον τομέα της ονομαστικής σύγκλισης, αλλά δημιούργησε σοβαρές παρενέργειες στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, ανάμεσα στις οποίες ήταν και η σημαντική μείωση της Ελληνικής ανταγωνιστικότητας. Με λίγα λόγια, η πολιτική που ακολουθήθηκε στο μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του 1990 δεν προώθησε, στον βαθμό που θα ήταν απαραίτητος, την πραγματική σύγκλιση.

---

<sup>49</sup> Γκαργκάνας Ν., Ταβλός Γ., 2002, «Νομισματικά καθεστώτα & επιδόσεις ως προς τον πληθωρισμό», *Οικ. Επιδόσεις & προοπτικές της Ελλάδος*, Τ.Ε & the Brookings institution, σελ. 89

<sup>50</sup> Μπρισίμης Σ., Μαγγίνας Ν., Συμιγιάννης Γ., Ταβλός Γ., 2002, «Ζητήματα σχετικά με τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής», *Οικ. Επιδόσεις & προοπτικές της Ελλάδος*, Τ.Ε. & the Brookings institution, σελ.306

## Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος: Τελικοί στόχοι 1990-2000

---

**1990**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο να συμβάλει στην επίτευξη των *“βασικών επιδιώξεων της οικονομικής πολιτικής”*, δηλ. στην ενίσχυση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ, στη συγκράτηση του πληθωρισμού<sup>1</sup> και στη στήριξη του ισοζυγίου πληρωμών.

---

**1991**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο να συμβάλει στην επιβράδυνση του πληθωρισμού και στην ισορροπία του βασικού ισοζυγίου πληρωμών, ενώ παράλληλα συνεχίζεται η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και η ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

---

**1992**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο να στηρίξει τη γενικότερη πολιτική σταθεροποίησης της οικονομίας. Επίσης, συνεχίζεται η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και η ανάπτυξη έμμεσων μεθόδων νομισματικού ελέγχου.

---

**1993**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο την περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού.

---

**1994**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο την περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού.

---

**1995**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο την περαιτέρω μείωση του ρυθμού πληθωρισμού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) στο 7% μέχρι το τέλος του 1995. Με την επιφύλαξη της εκπλήρωσης αυτού του τελικού στόχου, η νομισματική πολιτική θα συμβάλει στη διαμόρφωση νομισματικών συνθηκών που θα στηρίξουν την επιδιωκόμενη από την κυβέρνηση αύξηση του ΑΕΠ.

---

**1996**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο την περαιτέρω μείωση του ρυθμού πληθωρισμού ΔΤΚ στο 5% μέχρι το τέλος του 1996.

---

**1997**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο την περαιτέρω μείωση του ρυθμού πληθωρισμού ΔΤΚ κάτω από 3% μέχρι το τέλος του 1998. Η εκπλήρωση αυτού του στόχου θα δημιουργήσει ταυτόχρονα συνθήκες για διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη.

---

**1998**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, δηλ. την περαιτέρω μείωση του ρυθμού πληθωρισμού ΔΤΚ κάτω από 2% μέχρι το τέλος του 1999.

---

**1999**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο την εδραίωση της σταθερότητας των τιμών *“εγκαίρως”* εντός του 1999.

---

**2000**

Η νομισματική πολιτική έχει ως τελικό στόχο να επαναφέρει τη σταθερότητα των τιμών.

---

<sup>1</sup> Θεωρήθηκε ότι μείωση του ρυθμού πληθωρισμού δεν ήταν πραγματοποιήσιμη κατά το έτος αυτό.

---

## **ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ**

Εν όψει των προπαρασκευαστικών ενεργειών για την ένταξη της δραχμής στη ζώνη του Ευρώ, η Τράπεζα της Ελλάδος λαμβάνει όλα τα αναγκαία μέτρα για την προσαρμογή της πολιτικής της προς τα πρότυπα που έχουν διαμορφωθεί για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Αυτό αφορά τόσο στη δυνατότητα τήρησης μιας αυστηρής νομισματικής πολιτικής, όσο και τη θεσμική προσαρμογή της Τραπεζής της Ελλάδος, για την αποτελεσματική άσκηση της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ.

Υπήρχαν πάντως δύο προβλήματα για τα Ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία έπρεπε να αντιμετωπιστούν κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου:

- ❑ το θέμα της σταδιακής αποκλιμάκωσης του ύψους των υποχρεωτικών δεσμεύσεων και
- ❑ το θέμα της δυνατότητας χρησιμοποίησης των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου ως ενεχύρου.

### **Υποχρεωτικές δεσμεύσεις**

Η διατήρηση από την Τράπεζα της Ελλάδος υψηλών ποσοστών υποχρεωτικών δεσμεύσεων επί των καταθέσεων είναι ο επηρεασμός της διαρθρωτικής θέσης της αγοράς χρήματος<sup>51</sup>, που ίσως είναι αναγκαία λόγω των νομισματικών συνθηκών, με αποδόσεις χαμηλότερες της αγοράς, επηρεάζει σήμερα δυσμενώς τη διεθνή ανταγωνιστικότητα των ελληνικών τραπεζών, δημιουργεί στρεβλώσεις στον τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό χώρο και επιβαρύνει το κόστος λειτουργίας των τραπεζών.

Η ΕΚΤ έχει δυνατότητα προσφυγής σε αυτό το μέσο νομισματικής πολιτικής και θα πρέπει να θεωρείται δεδομένο ότι, λόγω της πρακτικής που επικρατεί στην πλειοψηφία των κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης,

❑ το μεν ύψος των υποχρεωτικών δεσμεύσεων θα είναι σημαντικά χαμηλότερο εκείνου που ισχύει σήμερα στην Ελλάδα, ενώ

❑ είναι πιθανό η σχετική δέσμευση να εκτοκίζεται σύμφωνα με τα επικρατούντα επιτόκια αγοράς.

Κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις καθίσταται αναγκαία, τόσο η σταδιακή μείωση του ισχύοντος ποσοστού βάσει ενός χρονοδιαγράμματος όσο και η καθιέρωση εκτοκισμού με βάση τα επιτόκια αγοράς, ώστε η μετάβαση να πραγματοποιηθεί ομαλά και χωρίς τη δημιουργία διαταράξεων στην αγορά χρήματος.

### **Ενεχυρίαση τίτλων Ελληνικού Δημοσίου**

Η δυνατότητα χρησιμοποίησης των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου ως ενέχυρο για τις πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ αποτελεί ένα ακόμη ζήτημα με ιδιαίτερη σημασία. Για όσο διάστημα συνεπώς η Ελλάδα παραμένει εκτός της ζώνης του Ευρώ, θα πρέπει να ληφθεί μέριμνα, ώστε οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου να γίνονται αποδεκτοί ως ενέχυρο από το ΕΣΚΤ στις πράξεις ανοικτής αγοράς<sup>52</sup> (που κατ' αρχήν θα αφορούν στη ζώνη του Ευρώ).

<sup>51</sup> Κυριακόπουλος Π., Μόσχος Δ., Φιλιππίδης Α., 1995, «Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής από την τράπεζα της Ελλάδος», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 6, σελ.63

<sup>52</sup> Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 1998, «Το πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής & συν/κής πολιτικής», *Ευρώ*, σελ.45-46



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### Η ΑΣΚΗΣΗ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής θα ικανοποιεί δύο βασικές προϋποθέσεις, αποτελεσματικότητα και αξιοπιστία:

☐ η αποτελεσματικότητα είναι συνάρτηση της ικανότητας διασφάλισης του τελικού στόχου της σταθερότητας των τιμών, εφόσον το ΕΣΚΤ διαθέτει τα απαραίτητα μέσα νομισματικής πολιτικής για τον έλεγχο της εξέλιξης των νομισματικών μεγεθών,

☐ η αξιοπιστία είναι συνάρτηση της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών τόσο σχετικά με την προσήλωση της ΕΚΤ στον τελικό στόχο όσο και σχετικά με την ικανότητά της να τον επιτύχει.

Η στρατηγική της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του Ευρώ θεμελιώνεται σε δύο βασικές υποθέσεις: αφ' ενός μεν ότι ο πληθωρισμός αποτελεί σε μακροχρόνιο ορίζοντα νομισματικό φαινόμενο και αφ' ετέρου ότι υφίσταται μία σταθερή ή τουλάχιστον προβλέψιμη σχέση ανάμεσα στα νομισματικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται ως ενδιάμεσοι στόχοι και τον πληθωρισμό, έτσι ώστε να είναι δυνατή η επίτευξη της σταθερότητας τιμών μέσω του ελέγχου της νομισματικής επέκτασης.

### ΜΕΣΑ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ

Σύμφωνα με ρητή αναφορά της Συνθήκης, ο βασικός στόχος τον οποίο καλείται να επιδιώκει το ΕΣΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του Ευρώ. Χωρίς να παραβιάζεται αυτός ο στόχος, το ΕΣΚΤ πρέπει να υποστηρίζει τη γενικότερη οικονομική πολιτική στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Για την επίτευξη των στόχων του το ΕΣΚΤ έχει στη διάθεσή του ένα σύνολο μέσων νομισματικής πολιτικής που αποτελείται από:

☐ τη διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς

☐ την παροχή πιστωτικών διευκολύνσεων σε πιστωτικά ιδρύματα

☐ την επιβολή ενός ελαχίστου ορίου διαθεσίμων σε πιστωτικά ιδρύματα<sup>53</sup>.

#### **Πράξεις ανοικτής αγοράς**

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς είναι το πιο σημαντικό εργαλείο νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Αφορούν σε αγορά και πώληση χρεογράφων με σκοπό την αύξηση ή τη μείωση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς μπορούν να γίνουν με πολλούς τρόπους. Η ΕΚΤ μπορεί να προβεί σε απευθείας αγορά ή πώληση χρεογράφων στην «ανοιχτή αγορά». Αυτές

---

<sup>53</sup> Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 1998, «Το πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής & συν/κής πολιτικής», *Ευρώ*, σελ.39-40

είναι παρεμβάσεις στην ανοιχτή αγορά με την παραδοσιακή έννοια. Όμως, η κυριότερη τεχνική που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ δεν είναι αυτές οι απευθείας συναλλαγές, αλλά οι αντίστροφες συναλλαγές, χρησιμοποιώντας χρεόγραφα. Η ΕΚΤ τις αποκαλεί κύριες παρεμβάσεις επαναχρηματοδότησης. Όμως, αν περιγράψουμε αυτήν την τεχνική, επειδή παράλληλα αποκαλύπτει και το ρόλο που παίζει το επιτόκιο ως εργαλείο νομισματικής πολιτικής.

Η πρώτη κρίσιμη σημασίας απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου είναι να καθορίσει το επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί στις κύριες παρεμβάσεις επαναχρηματοδότησης. Στη συνέχεια, η ΕΚΤ ανακοινώνει μια διαδικασία αγοραπωλησίας χρεογράφων. Αυτή η διαδικασία μπορεί να αφορά σε αγοραπωλησία χρεογράφων με σταθερή ή μεταβλητή προσφορά. Το επιτόκιο που επιλέγει το Διοικητικό Συμβούλιο ισχύει για τα χρεόγραφα με σταθερή προσφορά. Στη δεύτερη διαδικασία, τα ιδιωτικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα καλούνται να υποβάλουν προσφορά για να αποκτήσουν συγκεκριμένη ποσότητα ρευστότητας με αντάλλαγμα μια πρόσθετη ασφάλεια. Αυτές τις προσφορές τις συγκεντρώνουν οι κεντρικές τράπεζες των χωρών και τις θέτουν υπόψη της ΕΚΤ, η οποία αποφασίζει για το συνολικό ποσό που θα διατεθεί και το διανέμει στα μέρη που υπέβαλαν προσφορά αναλογικά με το μέγεθος της προσφοράς τους.

Η ΕΚΤ μπορεί, επίσης, να χρησιμοποιήσει χρεόγραφα με μεταβλητή προσφορά. Αυτό υπονοεί ότι οι τράπεζες που κάνουν προσφορά για τα ποσά ρευστότητας που επιθυμούν, θέλουν να αγοράσουν σε διαδοχικά επιτόκια. Σε αυτήν την περίπτωση το επιτόκιο που χρησιμοποιείται στα χρεόγραφα με σταθερή προσφορά θα λειτουργήσει ως κατώτατο όριο, δηλαδή, υπό κανονικές συνθήκες, η ΕΚΤ δεν θα προσφέρει ρευστότητα μέσω χρεογράφων με μεταβλητή προσφορά σε συνθήκες πιο ευνοϊκές από ότι μέσω της σταθερής προσφοράς χρεογράφων. Τα χρεόγραφα με μεταβλητή προσφορά προσθέτουν ευελιξία στην προσφορά ρευστότητας. Οι τράπεζες, οι οποίες χρειάζονται επιπλέον ρευστότητα, μπορούν να την εξασφαλίσουν σε υψηλότερη τιμή από εκείνη των χρεογράφων με σταθερή προσφορά<sup>54</sup>.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι παρεμβάσεις στην ανοιχτή αγορά είναι τα κυριότερα εργαλεία με τα οποία μπορεί η ΕΚΤ να επηρεάσει τις νομισματικές συνθήκες. Αυξάνοντας ή μειώνοντας το επιτόκιο στις κυρίες χρηματοδοτικές της παρεμβάσεις, επηρεάζει τα επιτόκια της αγοράς. Επιπλέον, μεταβάλλοντας το μέγεθος των προσφορών, επηρεάζει άμεσα την έκταση της ρευστότητας.

### **Πάγιες πιστώσεις**

Οι πιστώσεις αυτές αποσκοπούν να προσφέρουν και να απορροφήσουν τη ρευστότητα άμεσα. Οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις οριακές πιστωτικές διευκολύνσεις για να εξασφαλίσουν άμεση ρευστότητα από την κεντρική τράπεζα της χώρας τους. Το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει το επιτόκιο δανεισμού (3,5% τον Ιούλιο του 1999). Οι τράπεζες μπορούν να δανείζονται από τις πιστωτικές αυτές διευκολύνσεις χωρίς όριο, αλλά υπό την προϋπόθεση ότι θα παρέχουν επαρκείς εγγυήσεις. Το δανειστικό επιτόκιο λειτουργεί ως ανώτατο όριο για το επιτόκιο άμεσων συναλλαγών. Ομοίως, οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις καταθετικές διευκολύνσεις για να κάνουν ημερήσιες καταθέσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει το επιτόκιο για τις καταθετικές διευκολύνσεις (1,5% τον Ιούλιο του 1999). Αυτό το επιτόκιο λειτουργεί ως κατώτατο όριο για το επιτόκιο άμεσων συναλλαγών.

<sup>54</sup> De Grauwe P., 2003, «Η νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ», *Τα οικονομικά της Νομ. Ένωσης* σελ.282

Οι δύο αυτές δυνατότητες αξιοποιούνται από την κεντρική τράπεζα μιας χώρας κατά βούληση. Μεταβάλλοντας το επιτόκιο στις δύο αυτές δυνατότητες, το Διοικητικό Συμβούλιο επηρεάζει τα όρια της δομής των επιτοκίων.

#### **Ελάχιστο όριο διαθεσίμων**

Το τρίτο εργαλείο νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι ο καθορισμός ελάχιστου ορίου διαθεσίμων για τις τράπεζες. Η ΕΚΤ με επεμβάσεις στο ελάχιστο όριο διαθεσίμων μπορεί να επηρεάσει τις συνθήκες στην αγορά χρήματος. Μια αύξηση, επί παραδείγματι, στο ελάχιστο όριο διαθεσίμου αυξάνει την έλλειψη ρευστότητας και τείνει να μειώσει την προσφορά χρήματος.

Η χρησιμοποίηση του ελάχιστου ορίου διαθεσίμων προωθήθηκε πολύ από την Bundesbank, αλλά αντισταχθήκαν έντονα οι εμπορικές τράπεζες, οι οποίες έκριναν ότι αυτό θα ήταν γι' αυτές ανταγωνιστικό μειονέκτημα έναντι των ξένων (π.χ., των βρετανικών) τραπεζών, οι οποίες δεν υπόκεινται σε τέτοιες προϋποθέσεις. Για να αμβλυνθεί αυτό το πρόβλημα αποφασίστηκε η ΕΚΤ να ανταμείβει αυτό το ελάχιστο όριο διαθεσίμων.

Δεν είναι σαφές αν η χρησιμοποίηση του ελάχιστου ορίου διαθεσίμων αυξάνει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Συνεπώς, στο μέλλον δεν αποκλείεται η ΕΚΤ να θέλει να μειώσει ή ακόμη και να εγκαταλείψει τη χρησιμοποίησή του.

#### **Συμπέρασμα**

Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουμε είναι το εξής: Η ΕΚΤ, όπως κάθε σύγχρονη κεντρική τράπεζα, έχει στη διάθεση της μεγάλη γκάμα εργαλείων. Επιπλέον, πρόσεξε ιδιαίτερα να υπάρχει κάποιος καταμερισμός έργων με τις κεντρικές τράπεζες των διαφόρων χωρών, χωρίς να θέσει σε κίνδυνο την ενότητα της νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, μερικοί αμφιβάλλουν σε κάποιο βαθμό για το αν μπορεί να διατηρηθεί ο σημερινός καταμερισμός έργων. Είναι πιθανό ότι, καθώς οι χρηματαγορές στη ζώνη του ευρώ ενοποιούνται περαιτέρω, οι πραγματικές παρεμβάσεις στις χρηματαγορές θα γίνονται μέσω ενός όλο και πιο κεντρικού φορέα. Ένα σενάριο σε αυτήν τη διαδικασία λήψης μέτρων από κάποιον κεντρικό φορέα είναι ότι η κεντρική τράπεζα μιας χώρας εμφανίζεται ως η πλέον σημαντική, έτσι που οι περισσότερες παρεμβάσεις στις χρηματαγορές να γίνονται από τη συγκεκριμένη κεντρική τράπεζα.

## Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΣ Ε.Κ.Τ.

Η ΕΚΤ έχει διαμορφώσει τη στρατηγική που θα ακολουθήσει για να καθορίσει τις νομισματικές πολιτικές στη ζώνη του ευρώ. Η στρατηγική αυτή ξεκινάει με τον ορισμό των απώτερων στόχων (πληθωρισμός, παραγωγή) και των ενδιάμεσων στόχων. Όπως γνωρίζουμε πολύ καλά, οι απώτεροι στόχοι συχνά επηρεάζονται από τις ενέργειες της κεντρικής τράπεζας κατά πολύ έμμεσο τρόπο και με μεγάλης διάρκειας χρονικές υστερήσεις. Συνεπώς, οι κεντρικές τράπεζες επιλέγουν ενδιάμεσους στόχους, οι οποίοι είναι γνωστό ότι επηρεάζουν τους απώτερους στόχους και ότι μπορούν να επηρεάσουν πιο άμεσα.

Η πρώτη φάση στη διαμόρφωση της Στρατηγικής της Νομισματικής Πολιτικής (ΣΝΠ) συνίσταται στο να δοθεί ο σαφής ορισμός της σταθερότητας των τιμών. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει υιοθετήσει τον εξής ορισμό: «Σταθερότητα τιμών ορίζεται η, από χρόνο σε χρόνο, αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ σε ποσοστό μικρότερο από 2%»<sup>55</sup>. Η ΕΚΤ προσθέτει ότι για πρακτικούς λόγους αυτή η διατύπωση υπονοεί ένα επιδιωκόμενο εύρος πληθωρισμού 0-2%. Η σταθερότητα των τιμών, σύμφωνα με τον ορισμό αυτό, «θα διατηρηθεί σε μεσοχρόνιο διάστημα». Αυτό σημαίνει, επί παραδείγματι, ότι αν αυξηθεί ξαφνικά ο πληθωρισμός πάνω από το επιδιωκόμενο εύρος λόγω μιας μεγάλης διαταραχής, η ΕΚΤ θα βοηθήσει για τη σταδιακή προσαρμογή πίσω στο επιδιωκόμενο εύρος. Ωστόσο, η ΕΚΤ δεν ορίζει το «μεσοχρόνιο διάστημα».

Αφού προσδιορίσει το στόχο των νομισματικών πολιτικών, η ΕΚΤ, στη συνέχεια, περιγράφει τη στρατηγική με την οποία θα τον επιτύχει. Προτείνεται μια προσέγγιση των «δύο πυλώνων». Ο πρώτος πυλώνας είναι ο νομισματικός. Δεδομένου ότι ο πληθωρισμός είναι, σε τελική ανάλυση, ένα νομισματικό φαινόμενο, θα πρέπει να δοθεί ένας εξέχων ρόλος στο χρήμα στο πλαίσιο αυτής της στρατηγικής. Για να το δούμε αυτό, είναι χρήσιμο να ξεκινήσουμε από την ισότητα της ποσοτικής θεωρίας, την οποία μπορούμε να γράψουμε (σε λογαριθμική-γραμμική μορφή) ως εξής:

$$m + v = p + y \quad (\alpha)$$

όπου  $m$  είναι η προσφορά χρήματος,  $v$  η ταχύτητα του χρήματος,  $p$  το επίπεδο των τιμών και  $y$  το πραγματικό ΑΕΠ, όλα σε λογαριθμική μορφή.

Επίσης, μπορούμε να γράψουμε αυτήν την ισότητα και με μορφή πρώτων διαφορών. Η ισότητα, ύστερα από την αναδιάταξη των όρων της, μπορεί να γραφεί με τη μορφή:

$$\Delta m = \Delta p + \Delta y - \Delta v \quad (\beta)$$

όπου  $\Delta$  είναι η μεταβολή μεταξύ δύο διαδοχικών ετών. Η ισότητα ( $\beta$ ) μπορεί να ερμηνευθεί ως ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος που συμβαδίζει με ένα συγκεκριμένο στόχο πληθωρισμού και με δεδομένο το ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ και της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος.

Ο πρώτος πυλώνας της στρατηγικής της ΕΚΤ μπορεί τώρα να περιγραφεί ως εξής: Η ΕΚΤ κάνει μια πρόβλεψη για τη μελλοντική τάση μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ ( $\Delta y$ ). Στη

<sup>55</sup> Ντέλλας Χ., 1999, «Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και η μεταβλητότητα των μακροοικονομικών μεγεθών στην Ελλάδα», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 13, σελ.76.

Μηνιαία Έκθεση του Ιανουαρίου 1999 υπολογίστηκε ότι ανερχόταν σε περίπου 2%. Στη συνέχεια, η ΕΚΤ προβλέπει τη μελλοντική ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος. Στην ίδια Μηνιαία Έκθεση, η ταχύτητα αυτή υπολογίστηκε ότι σημείωσε τάση μείωσης και ανερχόταν σε 0,5% το χρόνο. Συνεπώς,  $\Delta v = -0,5\%$ . Με τους δύο αυτούς αριθμούς σταθερούς, η ΕΚΤ βρίσκει το ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος που συμβαδίζει με τον επιδιωκόμενο πληθωρισμό, ο οποίος ανέρχεται το πολύ σε 2%. Ως αποτέλεσμα, η προσφορά χρήματος δεν πρέπει να αυξάνεται με ποσοστό υψηλότερο του 4,5% το χρόνο. Αυτός επομένως είναι ο στόχος για την αύξησης της προσφοράς χρήματος. Η ΕΚΤ επέλεξε το  $m_3$  ως το σχετικό ορισμό της προσφοράς χρήματος<sup>56</sup>.

Αυτή είναι ακριβώς η ίδια διαδικασία με εκείνη που ακολούθησε η Bundesbank στο παρελθόν. Η ΕΚΤ, όμως, τονίζει ότι το ποσοστό 4,5% που αφορά στην προσφορά χρήματος δεν πρέπει να θεωρείται στόχος, αλλά μάλλον «στοιχείο αναφοράς». Αυτό σημαίνει ότι, αν η πραγματική αύξηση στο  $m_3$  υπερβαίνει το 4,5%, η ΕΚΤ μπορεί να πάρει (ή να μην πάρει) μέτρα για να μειώσει το ρυθμό αύξησης του  $m_3$  (αυξάνοντας, π.χ., τα βραχυχρόνια επιτόκια). Συνεπώς, η απόκλιση ανάμεσα στην πραγματική αύξησης της προσφοράς χρήματος και στην τιμή-στόχο θα ερμηνευθεί από την ΕΚΤ με κάποια χαλαρότητα. Παρ' όλο που η διατύπωση ήταν κάπως διαφορετική, αυτή επίσης ήταν και η στάση της Bundesbank απέναντι στη χρησιμοποίηση του στόχου για την προσφορά χρήματος.

Ο δεύτερος πυλώνας στη Στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής συνεχίζει να είναι πολύ ασαφής. Η ΕΚΤ θα χρησιμοποιήσει ευρεία γκάμα δεικτών για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών. «Οι μεταβλητές αυτές περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, τους μισθούς, τη συναλλαγματική ισοτιμία, τις τιμές των ομολόγων και την καμπύλη παραγωγής, τα διάφορα μέτρα που αφορούν στη λειτουργία της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας, δείκτες δημοσιονομικής πολιτικής, δείκτες τιμών και κόστους, και έρευνες καταναλωτή και επιχειρήσεων»<sup>57</sup>. Συνεπώς, αν οι μισθοί, επί παραδείγματι, αυξηθούν πολύ στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ μπορεί να θεωρήσει ότι αυτό θα απειλήσει τη μελλοντική σταθερότητα των τιμών και μπορεί συνεπώς να πάρει τα απαραίτητα μέτρα (στην προκειμένη περίπτωση να αυξήσει το βραχυχρόνιο επιτόκιο και/ή να μειώσει τη ρευστότητα στο σύστημα). Και αυτήν τη φορά η ΕΚΤ προτίμησε να μη δεσμευτεί. Ο κατάλογος με τους πιθανούς δείκτες έχει ανοιχτά άκρα. Μπορούν να προστεθούν και άλλα, ενώ αυτά που αναφέρονται στον κατάλογο μπορεί να προσελκύσουν ή και να μην προσελκύσουν σημαντικό κομμάτι της προσοχής.

Η Στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ καθορίζει έναν πληθωρισμό-στόχο της τάξης του 2% το πολύ. Για να στρέψει τον πραγματικό πληθωρισμό προς το στόχο, η ΕΚΤ παρακολουθεί ένα πλήθος μεταβλητών που επηρεάζουν το μελλοντικό πληθωρισμό. Η πιο εξέχουσα από αυτές τις μεταβλητές (οι ενδιάμεσοι στόχοι) είναι ο ρυθμός αύξησης του  $m_3$ .

<sup>56</sup> De Grauwe P., 2003, «Η νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ», *Τα οικονομικά της Νομ. Ένωσης*, σελ.271

<sup>57</sup> ΕΚΤ, 1999, Μηνιαίο Δελτίο Ιανουαρίου, σελ.46

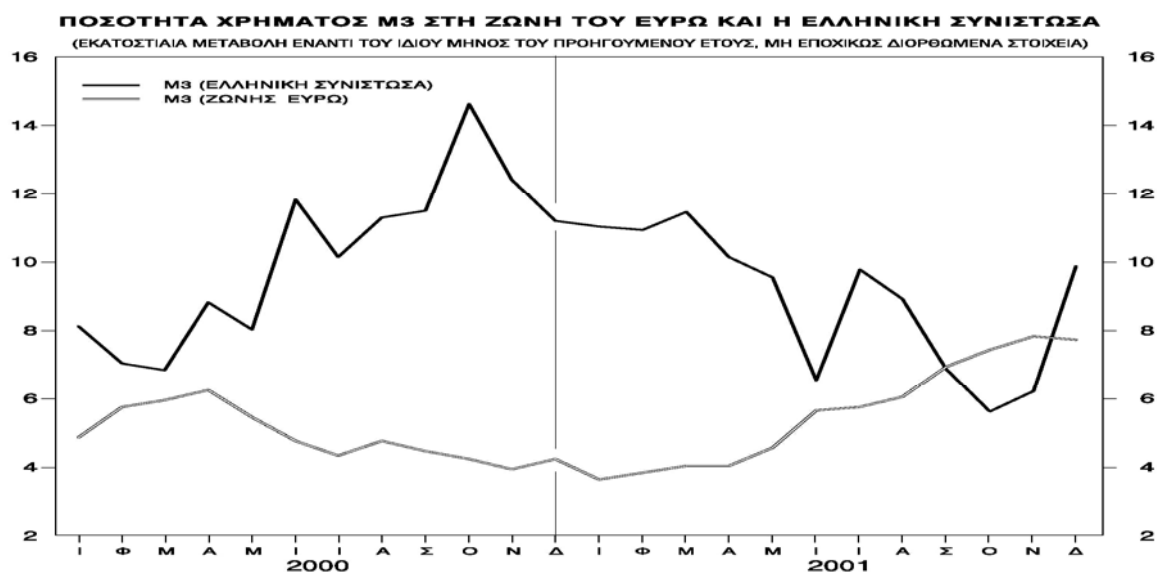
### Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2001)-Δεύτερη φάση

Από την 1η Ιανουαρίου 2001, η Ελλάδα, όπως προαναφέρθηκε, υιοθέτησε το ευρώ και συμμετέχει στη χάραξη και την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η οποία έχει ως πρωταρχικό σκοπό την επίτευξη και τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Η ενιαία νομισματική πολιτική στηρίζει επιπλέον τις γενικές επιδιώξεις οικονομικής πολιτικής των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) σχετικά με τα βασικά της επιτόκια εντάσσονται σ' αυτό το πλαίσιο.

Το 2001 ο πληθωρισμός ακολούθησε στην Ελλάδα γενικά την ίδια πορεία με τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, αν και διαμορφώθηκε σε υψηλότερα επίπεδα από ότι ο τελευταίος. Η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ήταν ίση με 1,2 εκατοστιαία μονάδα κατά μέσο όρο στη διάρκεια του έτους. Εξάλλου, με βάση το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε το 2001 στο 3,4%, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από ότι το 2000 (3,2%).

Η ενσωμάτωση από την Ελλάδα του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος, έχει μειώσει αισθητά τη σημασία του ελλείμματος των τρεχουσών συναλλαγών (και της χρηματοδότησής του), ως περιοριστικού παράγοντα κατά την άσκηση της οικονομικής πολιτικής.

Οι νομισματικές εξελίξεις στην Ελλάδα το 2001 χαρακτηρίζονται από σημαντική επιβράδυνση του Μ3 το οποίο αποτελεί την Ελληνική συνιστώσα του νομισματικού μεγέθους Μ3 της ζώνης του ευρώ. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Ελληνικού Μ3 περιορίστηκε σταδιακά σε 6,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2001 από 12,8% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2000. Η σταδιακή υποχώρηση του ρυθμού ανόδου κατά το 2001 συνδέεται κυρίως με την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης. Παρά την επιβράδυνσή του, υπερέβαινε τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης της ζώνης του ευρώ μέχρι και τον Αύγουστο του 2001.



*Πηγή* : Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ

Η υπέρβαση αυτή αντανακλούσε την ταχύτερη πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα, σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ, ενώ συνδέεται και με τον σχετικά υψηλότερο ρυθμό ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ στην Ελλάδα καθώς και με τις μετατοπίσεις αποταμιευτικών κεφαλαίων του ιδιωτικού μη τραπεζικού τομέα από στοιχεία που δεν περιλαμβάνονται στο Μ3 σε στοιχεία που αποτελούν μέρος του Μ3. Από το Σεπτέμβριο έως και το Νοέμβριο του 2001, η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του Μ3 στη ζώνη του ευρώ, σε συνδυασμό με τη σημαντική επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης στην Ελλάδα, συνέβαλε ώστε ο ρυθμός αύξησης του Μ3 της ζώνης του ευρώ να υπερβεί τον αντίστοιχο ρυθμό του Ελληνικού Μ3.

Η συνολική πιστωτική επέκταση επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2001, καθώς διαμορφώθηκε σε 15,7%, έναντι 20,2% το 2000. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην περιορισμένη αύξηση των πιστώσεων προς τη γενική κυβέρνηση, ενώ μικρότερη επιβράδυνση παρουσίασε η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Από την πλευρά της ζήτησης τραπεζικών δανείων, η διατήρηση της υψηλής πιστωτικής επέκτασης συνδέεται με τη μείωση των επιτοκίων κατά περισσότερο από 2 εκατοστιαίες μονάδες στη διάρκεια του 2001, αλλά και με τον υψηλό ρυθμό ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ από την πλευρά της προσφοράς δανείων συνδέεται με τη σταδιακή αποδέσμευση σημαντικού ύψους καταθέσεων των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος. Η αποδέσμευση αυτή αφορά ποσά σε δραχμές και συνάλλαγμα που διακρατούνταν στην Τράπεζα της Ελλάδος υπό μορφή προθεσμιακής κατάθεσης, ύστερα από την εναρμόνιση, κατά το 2000, του καθεστώτος υποχρεωτικών καταθέσεων στην Τράπεζα της Ελλάδος με το αντίστοιχο του Ευρωσυστήματος<sup>58</sup>.

Κατά το 2001, τα τραπεζικά επιτόκια στην Ελλάδα παρουσίασαν πτωτική πορεία, καθώς επηρεάστηκαν από τη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ (συνολική μείωση εντός του 2001 κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα), ενώ συνέχισαν την περαιτέρω σύγκλισή τους προς τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ. Η μείωση των επιτοκίων λόγω της μετάβασης στην ενιαία νομισματική πολιτική είχε ευδιάκριτη επεκτατική επίδραση στη ζήτηση. Ειδικότερα, τα επιτόκια των καταθέσεων συνέκλιναν σχεδόν πλήρως προς τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ και το μέσο σταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων και των *repos* μειώθηκε κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες το 2001. Ανάλογες μειώσεις παρατηρήθηκαν και στα επιτόκια των τραπεζικών δανείων-χορηγήσεων τα οποία μειώθηκαν κατά 2,5 εκατοστιαίες μονάδες περίπου. Η διαφορά μεταξύ επιτοκίων χορηγήσεων και καταθέσεων υποχώρησε περαιτέρω κατά το προηγούμενο έτος, εξέλιξη που αντανακλά ενίσχυση του ανταγωνισμού και της αποτελεσματικότητας της τραπεζικής διαμεσολάβησης.

### **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2002)-Τρίτη φάση**

Ο υψηλός βαθμός οικονομικής σταθερότητας και αξιοπιστίας που συνεπάγεται η συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ, έχουν συμβάλει καθοριστικά τα τελευταία χρόνια στην επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ), ο οποίος το 2002 διατηρήθηκε στο 4%.

---

<sup>58</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, 2001, «Έκθεση του Διοικητή», Αθήνα

Το 2002 ήταν το δεύτερο έτος εφαρμογής στην Ελλάδα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Στα πλαίσια αυτής της πολιτικής συνεχίστηκε η σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του νομισματικού μεγέθους Μ3. Ο ρυθμός αυτός περιορίστηκε σταδιακά και το Δεκέμβριο ήταν για πρώτη φορά αρνητικός (-0,2%). Σε όλη τη διάρκεια του έτους ο ρυθμός μεταβολής του Μ3 στην Ελλάδα κυμάνθηκε σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα και αντιστοιχούσε στο 1/3 περίπου του αντίστοιχου ρυθμού αύξησης του συνολικού Μ3 της ζώνης του ευρώ. Στην υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του Μ3 στην Ελλάδα συνέβαλε η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, καθώς και προς τα νοικοκυριά. Συνέβαλε επίσης και η μετατόπιση από τα γερós προς καταθέσεις μεγαλύτερης διάρκειας (που δεν περιλαμβάνονται στο Μ3), αλλά και προς τίτλους του Δημοσίου.

Ο πληθωρισμός διατηρήθηκε σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο των περισσότερων εταίρων μας στη ζώνη του ευρώ. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού στην Ελλάδα (με βάση το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή - ΔΤΚ) το 2002 διαμορφώθηκε στο 3,6%, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από ότι το 2001 (3,4%). Η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ, δεν αποκλείεται να χειροτερεύσει την ανταγωνιστικότητα της Ελληνικής οικονομίας. Στη διατήρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού σε υψηλό επίπεδο και στη μικρή αύξησή του το 2002 συνέβαλαν διάφοροι παράγοντες όπως : οι τιμές των καυσίμων στην παγκόσμια αγορά, οι τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών, η εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ που οδήγησε, ιδιαίτερα τους πρώτους μήνες του 2002, σε στρογγυλοποιήσεις προς τα άνω<sup>59</sup>.

Τα περισσότερα τραπεζικά επιτόκια κινήθηκαν πτωτικά το 2002. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν αφενός οι συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων και αφετέρου η μείωση στις 5 Δεκεμβρίου (κατά 0,50 της εκατοστιαίας μονάδας) των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, οι μεταβολές των οποίων επηρεάζουν με σχετικά μικρή χρονική υστέρηση τα τραπεζικά επιτόκια των χωρών της ζώνης του ευρώ. Σχετικά με τη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων, είναι χρήσιμο να τονιστεί ότι, μετά την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης των διεθνών συναλλαγών και της τραπεζικής αγοράς στα μέσα περίπου της προηγούμενης δεκαετίας, η νομισματική πολιτική ασκείται (μέχρι το τέλος του 2000 από την Τράπεζα της Ελλάδος και στη συνέχεια από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα) σε συνθήκες ανοικτής οικονομίας με ελεύθερο ανταγωνισμό. Στο πλαίσιο αυτό, δεν είναι δυνατή — ούτε και σκόπιμη — παρέμβαση της Τράπεζας της Ελλάδος<sup>60</sup> για τον καθορισμό ανώτατων ή κατώτατων ορίων στα τραπεζικά επιτόκια, όπως κατά το παρελθόν. Τα τραπεζικά επιτόκια διαμορφώνονται με βάση τα διατραπεζικά επιτόκια, τα οποία επηρεάζονται από την εκάστοτε ασκούμενη νομισματική πολιτική. Τα επιτόκια αυτά είναι δυνατόν να διαφοροποιούνται (κατά τράπεζα και κατηγορία δανείων) ανάλογα με τα λειτουργικά έξοδα της κάθε τράπεζας, τους κινδύνους που αναλαμβάνονται σε κάθε συγκεκριμένη κατηγορία δανείων και τις συνθήκες ανταγωνισμού στους επιμέρους τομείς της τραπεζικής αγοράς.

---

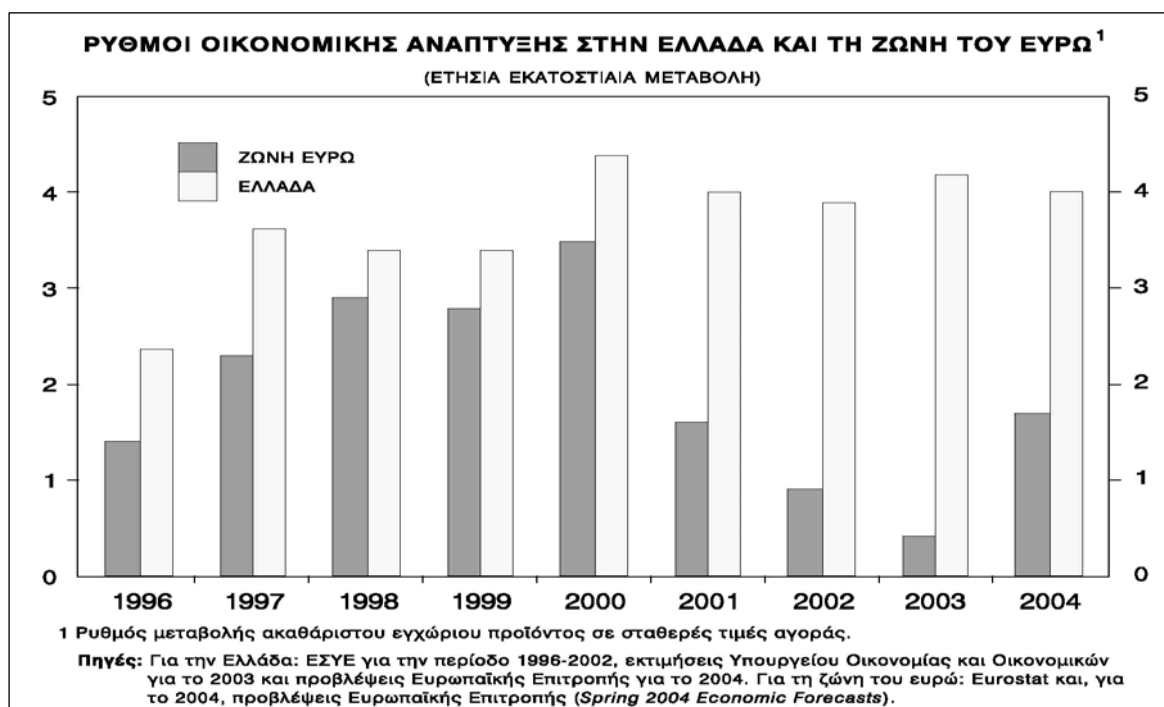
<sup>59</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, «Νομισματική πολιτική 2002», Αθήνα

<sup>60</sup> Ηλεκτρονική Διεύθυνση: Τράπεζα της Ελλάδος, [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)



### Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2003).

Το ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας αυξήθηκε κατά 4,2% το 2003, έναντι 3,9% το 2002. Με βάση τις εκτιμήσεις αυτές, ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν ο υψηλότερος μεταξύ των 15 χωρών της ΕΕ και των 30 χωρών του ΟΟΣΑ. Στην αύξηση του ΑΕΠ συνετέλεσε κυρίως η ισχυρή άνοδος της εγχώριας ζήτησης - τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, καθώς και της δημόσιας κατανάλωσης. Στη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας τα τελευταία χρόνια έχει συμβάλει η βελτίωση των συνθηκών μακροοικονομικής σταθερότητας με την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έχουν πραγματοποιηθεί, καθώς και η διατήρηση χαλαρών νομισματικών συνθηκών.



Ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού στην Ελλάδα υποχώρησε στο 3,4% το 2003 (από 3,9% το 2002) βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ). Ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε περισσότερο εξαιτίας της ανατίμησης του ευρώ, η οποία συγκράτησε τον εισαγόμενο πληθωρισμό, καθώς και της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Το γεγονός ότι ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παρέμεινε σχετικά υψηλός οφείλεται αφενός στην ύπαρξη συνθηκών υπερβάλλουσας ζήτησης σε σημαντικούς τομείς της οικονομίας και αφετέρου στις μη ικανοποιητικές συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές που δεν λειτουργούν αποτελεσματικά.

Το νομισματικό μέγεθος Μ3 αυξήθηκε στη διάρκεια του 2003 με επιταχυνόμενο ρυθμό (ο οποίος όμως ήταν γενικά χαμηλότερος από ότι στη ζώνη του ευρώ). Η υποχώρηση των επιτοκίων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στην Ελλάδα (όπως και στη ζώνη του ευρώ) καθώς

και η χρηματιστηριακή αβεβαιότητα στις αρχές του 2003 συνέβαλαν στην ανακατανομή των αποταμιευτικών κεφαλαίων στις επιμέρους συνιστώσες, με αποτέλεσμα να καταγραφούν διαφορετικές τάσεις. Έτσι, οι καταθέσεις με μεγαλύτερη διάρκεια και οι τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς, ενώ αντίθετα οι τοποθετήσεις σε γeros παρουσίασαν σημαντική μείωση. Οι κατηγορίες των καταθέσεων που, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, περιλαμβάνονται στο M3 αυξήθηκαν ως σύνολο με σχετικά χαμηλό ρυθμό στις αρχές του 2003 (πρώτο τρίμηνο 2003: 5,7%), στη συνέχεια όμως ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιταχύνθηκε και διαμορφώθηκε σε 12,1% το τέταρτο τρίμηνο από 9,2% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2002<sup>61</sup>.

Τα τραπεζικά επιτόκια, κινήθηκαν γενικώς πτωτικά στη διάρκεια του 2003, ακολουθώντας την πορεία των επιτοκίων στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ, καθώς τα τελευταία προσαρμόστηκαν προς νέα χαμηλότερα επίπεδα μετά τη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003 (συνολικά κατά 75 μονάδες βάσης). Τα επιτόκια χορηγήσεων, όπως άλλωστε και τα επιτόκια καταθέσεων, εξακολουθούν να διαφέρουν μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Στην Ελλάδα παραμένουν σε υψηλότερο επίπεδο από ότι κατά μέσον όρο τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, παρά τη συνεχιζόμενη σύγκλιση τους προς τα τελευταία. Οι μεγαλύτερες αποκλίσεις παρατηρούνται στα καταναλωτικά δάνεια, ενώ μικρότερες είναι οι διαφορές στα μεγάλα επιχειρηματικά δάνεια. Στα στεγαστικά δάνεια, η διαφορά επιτοκίων μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ είναι μικρότερη της μίας εκατοστιαίας μονάδας, αν και παρουσίασε ανοδική πορεία από την αρχή του 2003.

### **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2004).**

Μετά τον ικανοποιητικό ρυθμό ανάπτυξης που σημείωσε η ελληνική οικονομία το 2003 (4,7%), η οικονομική δραστηριότητα άρχισε να επιβραδύνεται από το δεύτερο εξάμηνο του 2004 και ο μέσος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 4,2%. Στην άνοδο του ΑΕΠ το 2004 συνέβαλαν, από την πλευρά της ζήτησης, οι ευνοϊκές νομισματικές συνθήκες, οι δημοσιονομικές εξελίξεις<sup>62</sup> και το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) υποχώρησε στο 3,0% το 2004 από 3,4% το 2003. Όσον αφορά τις πληθωριστικές πιέσεις που ασκούνται από την πλευρά της ζήτησης, ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμεινε υψηλός το 2004. Το παραγωγικό 'κενό' της Ελληνικής οικονομίας<sup>63</sup> το οποίο ήταν θετικό την τριετία 2001-2003, συνέχισε να αυξάνεται και το 2004. Επομένως, και η υπερβάλλουσα ζήτηση συνέβαλε σε κάποιο βαθμό στη διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλό επίπεδο τα τελευταία χρόνια. Είναι επίσης γεγονός ότι, σε κάποιο βαθμό, οι πληθωριστικές επιδράσεις αμβλύθηκαν λόγω της ανατίμησης του ευρώ, η οποία συγκράτησε την επίδραση του εισαγόμενου πληθωρισμού.

<sup>61</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, 2003, «Έκθεση του Διοικητή», Αθήνα

<sup>62</sup> Οι δημοσιονομικές εξελίξεις ήταν ως ένα μεγάλο βαθμό απόρροια της διεξαγωγής των Ολυμπιακών αγώνων από τη χώρα μας

<sup>63</sup> δηλ. το επίπεδο της τρέχουσας παραγωγής υπερέβαινε το επίπεδο της "δυναμικής"



Πηγή: ΕΣΥΕ

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 ενισχύθηκε σημαντικά κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2004. Η εξέλιξη αυτή του M3 στην Ελλάδα και την ζώνη του ευρώ επηρεάστηκε από το ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων (και επομένως το σχετικά μικρό κόστος ευκαιρίας που συνεπάγεται η διακράτηση χρήματος), το οποίο έστρεψε την προτίμηση των αποταμιευτών σε ρευστές τοποθετήσεις. Στην Ελλάδα όμως, ο μεγαλύτερος ρυθμός ανόδου του M3 επηρεάστηκε και από τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, αλλά και το διαφορετικό (σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ) βαθμό υποκατάστασης στοιχείων εκτός του M3 με στοιχεία του M3. Επιπλέον όμως, η συνολική πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα ενισχύθηκε σημαντικά, καθώς οι δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης ήταν κατά πολύ υψηλότερες το 2004 από ότι το 2003<sup>64</sup>.

Τα πραγματικά επιτόκια παρέμειναν το 2004 σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ενισχύοντας έτσι την ιδιωτική κατανάλωση και τις ιδιωτικές επενδύσεις, συναρτώμενα με τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ τα οποία έχουν παραμείνει αμετάβλητα από τον Ιούνιο του 2003. Όσον αφορά το επιτόκιο των νέων *repos*, αυτό παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο, χωρίς να διαφέρει από το μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ. Μεγαλύτερες μεταβολές σημειώθηκαν το 2004 στα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων, ιδίως στα επιτόκια των δανείων προς τα νοικοκυριά, στα οποία παρατηρήθηκαν σημαντικές μειώσεις, ενώ οριακές ήταν οι μεταβολές των επιτοκίων των επιχειρηματικών δανείων. Αν και μειώθηκαν, τα επιτόκια των δανείων στην Ελλάδα παραμένουν (όπως άλλωστε και τα περισσότερα επιτόκια καταθέσεων) σε υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με το μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ. Οι μεγαλύτερες αποκλίσεις παρατηρούνται στα δάνεια προς τα νοικοκυριά, ιδίως στα καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια, στα

<sup>64</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, «Έκθεση του Διοικητή 2004», Αθήνα

οποία κατατάσσονται και τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών, ενώ μικρότερες είναι οι διαφορές στα στεγαστικά και στα μεγάλα επιχειρηματικά δάνεια.

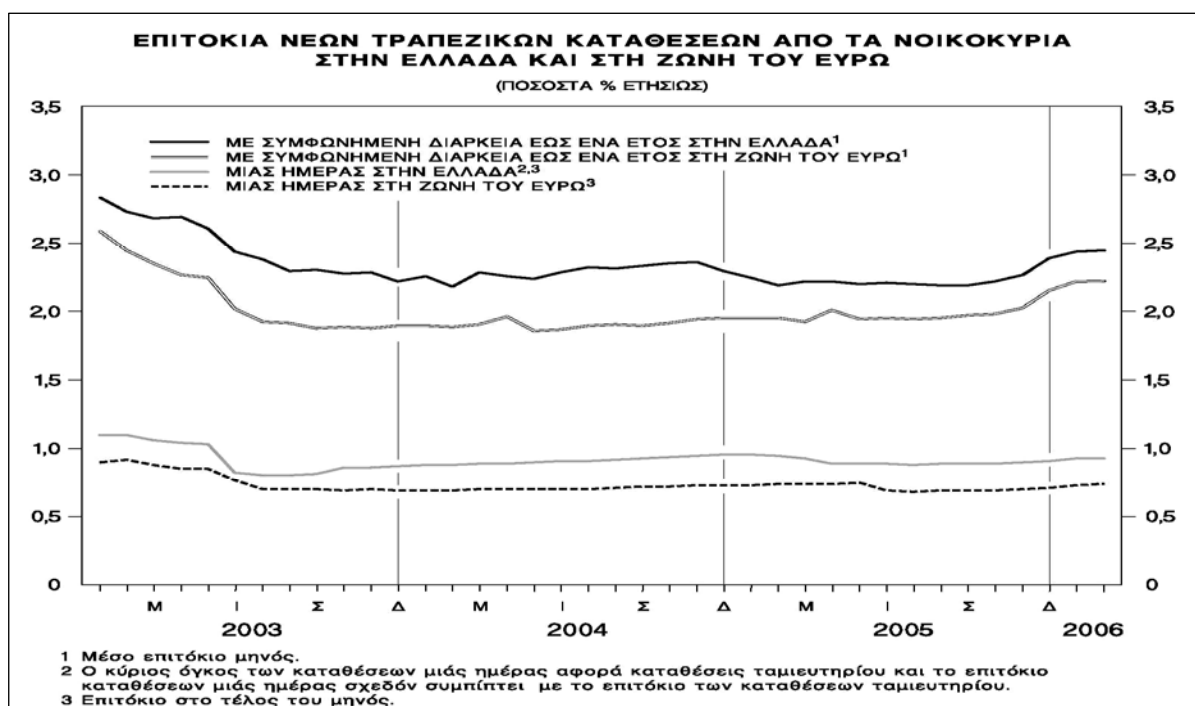
### Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2005).

Το 2005 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές) επιβραδύνθηκε στο 3,7% από 4,7% το 2004 και 4,4% κατά μέσον όρο την τετραετία 2000-2003. Παρά την επιβράδυνση, η επίδοση της ελληνικής οικονομίας το 2005 κρίνεται ικανοποιητική, ιδιαίτερα αν ληφθεί υπόψη ότι η άνοδος επιτεύχθηκε σε συνθήκες δημοσιονομικής προσαρμογής, αλλά και σημαντικής αύξησης των διεθνών τιμών της ενέργειας. Το ευρώ υποχώρησε στις αγορές συναλλάγματος το 2005, μετά από τέσσερα έτη ανοδικής πορείας. Σε μέσα επίπεδα έτους, ο ευρύς δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, ο οποίος είχε αυξηθεί κατά 12,4% το 2003 και 4,1% το 2004, το 2005 υποχώρησε κατά 1,4%. Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας ακολούθησε παράλληλη πορεία με εκείνη του δείκτη της ονομαστικής ισοτιμίας. Η υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ εκτιμάται ότι θα ενισχύσει, με κάποια χρονική υστέρηση, την ανάκαμψη της οικονομίας.

Ο πληθωρισμός αυξήθηκε το 2005 στην Ελλάδα, κυρίως λόγω εξωγενών παραγόντων, όπως ήταν η επιτάχυνση της ανόδου της τιμής του αργού πετρελαίου και η αύξηση της έμμεσης φορολογίας. Συγκεκριμένα, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή αυξήθηκε στο 3,5% το 2005, από 3,0% το 2004.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 περιορίστηκε σημαντικά κατά το 2005 και διαμορφώθηκε από τα μέσα του έτους (για πρώτη φορά στη διετία 2004-2005) σε χαμηλότερο επίπεδο από εκείνον του αντίστοιχου μεγέθους της ζώνης του ευρώ. Ο κυριότερος λόγος της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου του ελληνικού M3 ήταν η μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία του M3 προς τοποθετήσεις εκτός M3 (κυρίως σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού), ενώ σε μικρότερο βαθμό την εξέλιξη αυτή επηρέασε ο χαμηλότερος, σε σχέση με το 2004, ρυθμός αύξησης του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος σε τρέχουσες τιμές (που προσδιορίζει τη ζήτηση χρήματος για συναλλαγές).

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος & Ε.Κ.Τ.



Όσον αφορά τον ετήσιο ρυθμό αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια NXI παρουσίασε σημαντική επιτάχυνση το 2005. Οι μεταβολές των επιτοκίων των τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα ήταν μικρού μεγέθους κατά το 2005. Τα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά (καταναλωτικών και στεγαστικών) μειώθηκαν κατά το 2005, ενώ τα επιτόκια των νέων επιχειρηματικών δανείων σε ορισμένες κατηγορίες αυξήθηκαν και σε άλλες παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα<sup>65</sup>. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα έγινε περισσότερο αισθητός, ιδιαίτερα στον τομέα της καταναλωτικής πίστης, με αποτέλεσμα τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων να μειωθούν περαιτέρω το Δεκέμβριο, παρά την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης στις αρχές Δεκεμβρίου του 2005. Οι διαφορές μεταξύ των επιτοκίων της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν όσον αφορά τα δάνεια προς τα νοικοκυριά κατά το 2005, ενώ σε ορισμένες κατηγορίες επιχειρηματικών δανείων αυξήθηκαν και σε άλλες παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα Ελληνικά επιτόκια, αν και υπερβαίνουν τα αντίστοιχα μέσα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, για ορισμένες κατηγορίες δανείων, π.χ. τις σημαντικότερες κατηγορίες επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων, δεν είναι τα υψηλότερα μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

#### **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2006).**

Η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) άλλαξε. Τα βασικά επιτόκια αυξήθηκαν έξι φορές έως το τέλος του 2006. Οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κρίθηκαν απαραίτητες προκειμένου να αποτραπούν οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ που διαπιστώθηκαν με βάση την οικονομική και νομισματική ανάλυση της ΕΚΤ. Με τον τρόπο αυτό, η ενιαία νομισματική πολιτική, εκτός του ότι διατήρησε το ρυθμό πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα, συνέχισε να συμβάλλει στη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης και στη δημιουργία θέσεων εργασίας στη ζώνη του ευρώ. Στο πλαίσιο της νομισματικής ανάλυσης, διαπιστώθηκαν πληθωριστικοί κίνδυνοι καθώς εξακολουθεί να υπάρχει μεγάλη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ.

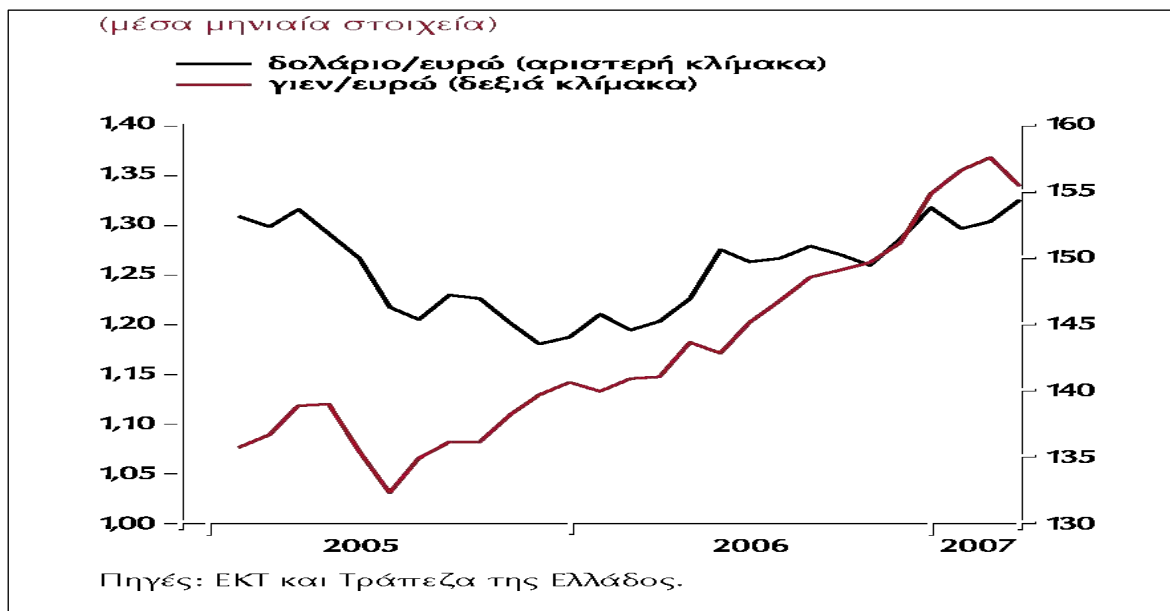
Η Ελληνική οικονομία εξακολούθησε το 2006 να αναπτύσσεται με υψηλό ρυθμό, που έφθασε το 4,3%. Στους υψηλούς ρυθμούς ανόδου του ΑΕΠ τη δεκαετία 1997-2006 συνέβαλαν κυρίως η άνοδος της εγχώριας ζήτησης και η ενίσχυση της παραγωγικής ικανότητας της οικονομίας μέσω επενδύσεων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη δεκαετία του 1990 και στη συνέχεια η συμμετοχή της χώρας στη ζώνη του ευρώ οδήγησαν σε μεγάλη μείωση του κόστους δανεισμού, σε ταχεία επέκταση των πιστώσεων και τελικά σε άνοδο των επενδύσεων και της κατανάλωσης.

Ο πληθωρισμός υποχώρησε ελαφρά στο 3,3% (από 3,5% το 2005) παρά τη μεγάλη αύξηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών, καθώς το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε σε 2,6% του ΑΕΠ (από 5,5% το 2005), δηλαδή κάτω από την τιμή αναφοράς (3%) της Συνθήκης του

<sup>65</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, «Έκθεση του Διοικητή 2005», Αθήνα

Μάαστριχτ, ενώ το δημόσιο χρέος μειώθηκε στο 104,6% του ΑΕΠ (από 107,5% το 2005). Το ευρώ ενισχύθηκε το 2006 έναντι των κυριότερων διεθνών νομισμάτων.

(Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας.)



Η αύξηση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος δεν ανέκοψε την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος M3. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 παρουσίασε επιτάχυνση στη διάρκεια του 2006. Από το δεύτερο τρίμηνο του 2006 ο ρυθμός αυτός υπερβαίνει εκείνον του αντίστοιχου μεγέθους της ζώνης του ευρώ. Ο κύριος παράγοντας μεταβολής του M3 ήταν η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Επίσης, παρατηρήθηκε μετατόπιση κεφαλαίων από τοποθετήσεις εκτός M3 (όπως μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3 (ιδίως προς καταθέσεις προθεσμίας έως δύο έτη) και εντός του M3, καθώς οι αποταμιευτές στράφηκαν από τις καταθέσεις με μεγάλο βαθμό ρευστότητας (όπως π.χ. καταθέσεις ταμειυτηρίου) προς τις καταθέσεις προθεσμίας έως δύο ετών, το επιτόκιο των οποίων αυξήθηκε πολύ περισσότερο<sup>66</sup>.

Τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα παρουσίασαν αυξητικές τάσεις το 2006, καθώς επηρεάστηκαν από τη σταδιακή αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία είχε αρχίσει από το Δεκέμβριο του 2005. Αύξηση σημείωσαν και τα επιτόκια στις περισσότερες κατηγορίες των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα, ακολουθώντας και αυτά σε σημαντικό βαθμό την πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Σε χαμηλότερα επίπεδα από τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ διαμορφώθηκαν επίσης τα επιτόκια στις δύο σημαντικότερες κατηγορίες στεγαστικών δανείων (δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος και δάνεια με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη), αντανακλώντας είτε μείωση των Ελληνικών επιτοκίων είτε αύξησή τους μικρότερη από εκείνη των αντίστοιχων επιτοκίων

<sup>66</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, «Νομισματική πολιτική 2006», Αθήνα

της ζώνης του ευρώ. Από τις εξελίξεις αυτές προκύπτει ότι γενικά τα επιτόκια στην Ελλάδα συγκλίνουν περαιτέρω προς τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ. Εντούτοις, το περιθώριο επιτοκίου παραμένει ακόμη υψηλότερο στην Ελλάδα από ότι στη ζώνη του ευρώ, αντανακλώντας την επίδραση ορισμένων παραγόντων σ' αυτούς περιλαμβάνεται και η διαφορετική σύνθεση τόσο των καταθέσεων όσο και των δανείων στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ.

### **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2007).**

Η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος κατέστη σταδιακά λιγότερο διευκολυντική από τα τέλη του 2005. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε προοδευτικά μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Δεκεμβρίου του 2006 τα βασικά επιτόκια, συνολικά κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα, ενώ το 2007 αποφάσισε να αυξήσει εκ νέου τα βασικά επιτόκια στις 8 Μαρτίου και στις 6 Ιουνίου, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά. Έτσι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε στο 4% τον Ιούνιο του 2007<sup>67</sup>. Οι ανωτέρω αυξήσεις στα βασικά επιτόκια το πρώτο εξάμηνο του 2007 κρίθηκαν αναγκαίες με βάση την οικονομική και νομισματική ανάλυση που προέβλεπε ότι οι πληθωριστικοί κίνδυνοι ενισχύονταν. Η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή άρχισε να ασκεί ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια στις αγορές χρήματος των ανεπτυγμένων οικονομιών, ενώ πλήθαιναν οι ενδείξεις ότι οι επισφάλειες στα στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ θα επηρέαζαν τα αποτελέσματα των πιστωτικών ιδρυμάτων σε όλο τον κόσμο. Επίσης, ο ρυθμός αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων επιταχύνθηκε σημαντικά, ενώ τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη εξακολούθησαν να εμφανίζουν μεγάλη αύξηση. Ο αντίκτυπος της χρηματοπιστωτικής αναταραχής για την οικονομική δραστηριότητα και τις νομισματοπιστωτικές εξελίξεις, και συνεπώς για τις πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ, περιβαλλόταν από αβεβαιότητα<sup>68</sup>.

Αυτές οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις έχουν επηρεάσει δυσμενώς τον πληθωρισμό και το ρυθμό ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε αισθητά από 4,2% το πρώτο εξάμηνο, σε 3,7% το δεύτερο εξάμηνο του 2007. Ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε σημαντικά τους τελευταίους μήνες, αντανακλώντας κυρίως την αύξηση του εισαγόμενου πληθωρισμού, (εν μέρει για συγκυριακούς και εν μέρει για μονιμότερους λόγους διαρθρωτικού χαρακτήρα) και σε μικρότερο βαθμό του κόστους παραγωγής. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε περαιτέρω και έφτασε το 14,1% του ΑΕΠ συντελώντας στην υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας. Όσον αφορά τις δημοσιονομικές εξελίξεις το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκε επί δεύτερο κατά σειρά έτος κάτω από 3% και το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 95%, το δεύτερο ψηλότερο στη ζώνη του ευρώ.

<sup>67</sup>έναντι του ιστορικά χαμηλού 2% που ίσχυε πριν από την έναρξη της παρούσας φάσης αύξησης των επιτοκίων, δηλ. την περίοδο από τον Ιούνιο του 2003 έως και το Νοέμβριο του 2005.

<sup>68</sup> Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, «Ετήσια έκθεση 2007».

Τα τραπεζικά επιτόκια συνέχισαν την ανοδική τους πορεία το 2007 σε όλες τις κατηγορίες καταθέσεων και στις περισσότερες κατηγορίες δανείων επηρεαζόμενα από την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ αλλά και την άνοδο των επιτοκίων στην αγορά χρήματος εξαιτίας της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές κατά το δεύτερο εξάμηνο.

	Καταθέσεις μίας ημέρας <sup>2</sup>		Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος <sup>3</sup>	
	Δεκέμβριος 2006	Ιανουάριος 2008	Δεκέμβριος 2006	Ιανουάριος 2008
Αυστρία	1,46	2,01	3,27	4,19
Βέλγιο	1,20	1,12	3,36	4,07
Γαλλία	0,18	0,16	3,36	4,01
Γερμανία	1,49	1,89	3,23	4,08
<b>Ελλάδα</b>	<b>1,14</b>	<b>1,24</b>	<b>3,47</b>	<b>4,35</b>
Ιρλανδία	0,97	1,41	3,25 <sup>4</sup>	3,97 <sup>4</sup>
Ισπανία	0,52	0,72	3,22	4,55
Ιταλία	0,94	1,29	2,26	2,89
Λουξεμβούργο	2,16	2,67	3,19	3,92
Ολλανδία	0,63	0,78	3,50	4,16
Πορτογαλία	0,18	0,22	3,27	4,00
Σλοβενία	. . . <sup>5</sup>	0,44	. . . <sup>5</sup>	4,08
Φινλανδία	0,63	1,11	3,56	4,37

1 Παρά την προσπάθεια εναρμόνισης της μεθοδολογίας συλλογής των στατιστικών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ, η ομαδοποίηση των επιτοκίων δεν έχει απαλείψει την ανομοιογένεια της σύνθεσης κατά προϊόν σε κάθε κατηγορία επιτοκίων, η οποία εν μέρει αντανακλά διαφορές μεταξύ των ακολουθούμενων εθνικών πρακτικών, καθώς και διαφορές μεταξύ κανονιστικών και δημοσιονομικών ρυθμίσεων – βλ. ΕΚΤ, "Differences in MFI interest rates across euro area countries", Σεπτέμβριος 2006.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

3 Μέσο επιτόκιο μηνός.

4 Το επιτόκιο αφορά όλες τις καταθέσεις προθεσμίας ανεξαρτήτως διάρκειας.

5 Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία πριν από τον Ιανουάριο του 2007.

Πηγές: ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.

Ωστόσο, η αύξηση ήταν γενικά μικρότερη από ότι στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα να σημειωθεί στις περισσότερες περιπτώσεις περαιτέρω σύγκλιση των Ελληνικών επιτοκίων προς τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, λόγω του εντεινόμενου ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών, το 2007 τα επιτόκια στις δύο σπουδαιότερες κατηγορίες στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα παρέμειναν χαμηλότερα από τα αντίστοιχα στη ζώνη του ευρώ.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του μεγέθους Μ3 επιταχύνθηκε περαιτέρω το 2007 και το τέταρτο τρίμηνο διαμορφώθηκε σε 14,7%, έναντι 10,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2006. Έτσι, συνεχίστηκε με εντονότερο ρυθμό η μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός του Μ3 προς στοιχεία που περιλαμβάνονται στο Μ3, καθώς οι επενδυτές προτίμησαν τις ανωτέρω τοποθετήσεις, οι οποίες χαρακτηρίζονταν από ελκυστικότερο συνδυασμό απόδοσης, ρευστότητας και ασφάλειας. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Ελληνικού Μ3 συνέχισε να κινείται σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο του αντίστοιχου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ.

Προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι αρνητικές επιπτώσεις από η συνεχιζόμενη κρίση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, είναι απαραίτητο να ενισχυθεί η ανθεκτικότητα της Ελληνικής οικονομίας και ασφαλέστερος τρόπος γι' αυτό είναι να συνεχιστεί η προσπάθεια για τη βελτίωση των βασικών μεγεθών της οικονομίας. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να συνεχιστεί η δημοσιονομική εξυγίανση, με βάση το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2007-2010, ώστε να μηδενιστεί το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ έως το 2010 και να μειωθεί σημαντικά το δημόσιο χρέος. Επίσης, πρέπει να ενταθεί η προσπάθεια για την ενίσχυση του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας και τη συγκράτηση του κόστους παραγωγής, προκειμένου να εξαλειφθεί η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ ως συνόλου και να αποκατασταθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας ως προς τις τιμές. Η αύξηση της ανταγωνιστικότητας αλλά



και η ενίσχυση της εθνικής αποταμίευσης είναι αναγκαίες για να μειωθεί το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η βελτίωση της παραγωγικότητας και της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας θα απαιτήσει συνέχιση των μεταρρυθμίσεων σε ευρύ φάσμα τομέων της οικονομίας

### **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2008).**

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας το τρέχον έτος προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει ελαφρά από το υψηλό επίπεδο του 2007, αλλά θα εξακολουθήσει να υπερβαίνει σημαντικά το ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ. Η Τράπεζα της Ελλάδος προβλέπει ότι το ΑΕΠ θα αυξηθεί με ρυθμό γύρω στο 3,7% το 2008, έναντι περίπου 4% το 2007 και 4,3% κατά μέσον όρο την επταετία 2001 -2007. Η πρόβλεψη αυτή λαμβάνει υπόψη, μεταξύ άλλων, ότι το 2008 οι συνθήκες χρηματοδότησης, παρά την αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ μέχρι σήμερα και την αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, θα εξακολουθήσουν να στηρίζουν την ανάπτυξη, ενώ η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής θα είναι περιοριστική. Ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να επιβραδυνθεί ελαφρά στο 3,0%, αλλά θα εξακολουθήσει να είναι βασικός προωθητικός παράγοντας της εγχώριας ζήτησης.

Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα είναι υψηλότερος από ότι πέρυσι. Αυτή η αναμενόμενη εξέλιξη αντανάκλα κυρίως την προβλεπόμενη αύξηση της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (κατά 10-13,5% το 2008, θα ασκήσει στο γενικό επίπεδο των τιμών, και θα διαμορφωθούν γύρω στους αντίστοιχους μέσους όρους της επταετίας 2001-2007 (οι οποίοι ήταν υψηλότεροι από τα αντίστοιχα μεγέθη στη ζώνη του ευρώ). Ο υψηλός ρυθμός ανόδου της εγχώριας ζήτησης, η περαιτέρω απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές λόγω του σχετικά υψηλού πληθωρισμού, καθώς και η αύξηση της τιμής του αργού πετρελαίου, ενδέχεται να συμβάλουν σε περαιτέρω διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστού του ΑΕΠ το 2008 από το ήδη εξαιρετικά υψηλό επίπεδο του προηγούμενου έτους. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο εκτιμάται ότι τελικά έφθασε περίπου το 14% του αναθεωρημένου ΑΕΠ το 2007, ενδέχεται να αυξηθεί περαιτέρω το 2008.

Το πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης την τρέχουσα δεκαετία έχει βασιστεί, σε σημαντικό βαθμό, σε άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης η οποία κατά μεγάλο μέρος στηρίχθηκε στη συνεχή αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών και τη συνακόλουθη διαμόρφωση της ιδιωτικής αποταμίευσης σε πολύ χαμηλό επίπεδο. Καθώς όμως οι υψηλοί ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης που στηρίζουν την ιδιωτική κατανάλωση (και τις επενδύσεις σε κατοικίες) θα εξακολουθήσουν να μειώνονται σταδιακά, ο συνολικός δανεισμός των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ (ο οποίος παραμένει χαμηλότερος από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ) θα αυξάνεται με πολύ βραδύ ρυθμό ή θα τείνει να σταθεροποιηθεί. Η επιβράδυνση μάλιστα θα μπορούσε να είναι πιο απότομη σε περίπτωση δυσμενών μεταβολών των όρων τραπεζικού δανεισμού ή των συνθηκών στην αγορά ακινήτων. Συνεπώς, η στήριξη, σε σημαντικό βαθμό, της οικονομικής ανάπτυξης στο δανεισμό (που συνεπάγεται χαμηλό επίπεδο αποταμίευσης των νοικοκυριών) δεν διασφαλίζει τις μακροχρόνιες αναπτυξιακές προοπτικές της Ελληνικής οικονομίας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ - ΟΦΕΛΟΥΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

Το κόστος μιας νομισματικής ένωσης προκύπτει από το γεγονός ότι όταν μια χώρα εγκαταλείπει το εθνικό της νόμισμα, παράλληλα παραιτείται από τη χρήση ενός εργαλείου οικονομικής πολιτικής, χάνοντας τη δυνατότητα εφαρμογής εθνικής νομισματικής πολιτικής. Αυτό σημαίνει ότι μια χώρα που εντάσσεται σε μια νομισματική ένωση δεν θα είναι πλέον σε θέση να αλλάζει την τιμή του νομίσματός της (μέσω εκούσιων υποτιμήσεων ή εκούσιων ανατιμήσεων) ή να καθορίζει την ποσότητα του εθνικού της νομίσματος που βρίσκεται σε κυκλοφορία.

Υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις χώρες, οι οποίες δεν πρόκειται να εξαλειφθούν μέσα σε μια νομισματική ένωση. Πολλές, αν όχι οι περισσότερες, από τις διαφορές αυτές έχουν πολιτική και θεσμική προέλευση. Τα κράτη-μέλη, που σήμερα αποτελούν τη νομισματική ένωση στην Ευρώπη, έχουν διατηρήσει πολλές από τις εθνικές ιδιομορφίες τους.

Οι αγορές εργασίας συνεχίζουν να έχουν ειδικά, εθνικά, θεσμικά χαρακτηριστικά. Τα νομικά συστήματα δεν είναι πανομοιότυπα, δημιουργούν διαφορές στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών, των αγορών στέγης και πιθανότατα στη λειτουργία άλλων αγορών. Οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών της νομισματικής ένωσης χρησιμοποιούν διαφορετικά φορολογικά συστήματα και ακολουθούν διαφορετικές πολιτικές δαπανών. Η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση θα εξαλείψει μερικές από τις διαφορές αυτές, αλλά σίγουρα όχι όλες. Εκείνες που θα απομείνουν, κάποια μέρα θα οδηγήσουν σε αποκλίνουσες κινήσεις στην εθνική παραγωγή και στις τιμές, δημιουργώντας την ανάγκη για δύσκολες εθνικές προσαρμογές. Η απουσία πολιτικών για τη συναλλαγματική ισοτιμία, που θα βοηθούσαν σε αυτή τη διαδικασία προσαρμογής, θα «εισπραχθεί» τότε ως κόστος<sup>69</sup> της νομισματικής ένωσης. Υπ' αυτήν την έννοια, θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί ότι οι χώρες της Ε.Ε. που την 1η Ιανουαρίου 1999 εντάχθηκαν στην ΕΝΕ ανέλαβαν ένα συγκεκριμένο κίνδυνο.

Επίσης, η θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών<sup>70</sup> συνεχίζει να έχει σημασία για τις χώρες εκείνες που εξετάζουν το ενδεχόμενο να ενταχθούν στην ΕΝΕ ή για τις χώρες από άλλες περιοχές του κόσμου που οδεύουν προς τη δημιουργία δικής τους νομισματικής ένωσης. Ο κίνδυνος του υψηλού κόστους προσαρμογής εν όψει των ασύμμετρων διαταραχών μπορεί να μειωθεί με την εφαρμογή δύο στρατηγικών: Η μία συνίσταται στο να γίνουν οι αγορές πιο ευέλικτες, έτσι ώστε να μπορούν οι ασύμμετρες διαταραχές να προσαρμοστούν καλύτερα. Η

<sup>69</sup> De Grauwe P., 2003, «Το κόστος ενός κοινού νομίσματος», *Τα οικονομικά της Νομ. Ένωσης*, σελ.32-41

<sup>70</sup> Βασική θέση της θεωρίας αυτής είναι ότι χώρες ή περιοχές που χαρακτηρίζονται από συχνά φαινόμενα ασύμμετρων διαταραχών χρειάζονται μεγάλη ευκαμψία στην αγορά εργασίας ή/και μεγάλα περιθώρια προσαρμογής της δημοσιονομικής πολιτικής προκειμένου να συμπήξουν νομισματική ένωση. Μ' άλλα λόγια, όσο περισσότερο διαφέρουν οι οικονομίες ως προς τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά τους, τόσο πιο αναγκαίο είναι να υπάρχει ευκαμψία στις αγορές εργασίας (συμπεριλαμβανομένης της υψηλής κινητικότητας της εργασίας) και δυνατότητα μεταβιβάσεων από έναν κεντρικό προϋπολογισμό, ώστε να είναι δυνατή η ομαλή λειτουργία της νομισματικής ένωσης. Γκαργκάνας Ν., 1998, «Ελλάδα και ΟΝΕ, προκλήσεις και προοπτικές», *οικ. Δ.Τ.Ε.*, τεύχος 12, Δεκ.

άλλη συνίσταται στην επιτάχυνση της διαδικασίας της πολιτικής ενοποίησης. Αυτό θα μειώσει τις εθνικές ιδιομορφίες και, συνεπώς, την εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών που έχουν πολιτική ή θεσμική προέλευση<sup>71</sup>.

Τα οφέλη ενός κοινού νομίσματος είναι τα εξής:

Πρώτον, ένα κοινό νόμισμα στην Ευρώπη θα μειώσει το κόστος συναλλαγών και θα ενθαρρύνει την οικονομική ενοποίηση στην Ευρώπη. Δεύτερον, με τη μείωση της αβεβαιότητας των τιμών, το κοινό νόμισμα θα βελτιώσει την καταναλωτική αποτελεσματικότητα του μηχανισμού των τιμών. Αυτό, σίγουρα, θα βελτιώσει την ευημερία, παρ' όλο που είναι δύσκολο να ποσοτικοποιήσουμε αυτήν την επίδραση. Τρίτον, η μεγαλύτερη διαφάνεια των τιμών που θα εξασφαλιστεί με τη χρησιμοποίηση ενός κοινού νομίσματος είναι πιθανό να αυξήσει τον ανταγωνισμό και να ωφελήσει τους καταναλωτές. Τέταρτον, αν το νέο κοινό νόμισμα αναδειχθεί σε πραγματικά παγκόσμιο νόμισμα, (διεθνές επενδυτικό μέσο & μέσο διακράτησης συναλλαγματικών αποθεμάτων), επιπρόσθετα οφέλη μπορούν να αποκομιστούν με τη μορφή κυβερνητικών εσόδων και μιας επέκτασης του χρηματιστηριακού κλάδου μέσα στην ένωση<sup>72</sup>. Δεν πρέπει να αναμένουμε επιπλέον οικονομική ανάπτυξη από τη νομισματική ένωση. Τα οφέλη της νομισματικής ένωσης βρίσκονται αλλού και όχι στις υποτιθέμενες ενισχυτικές επιδράσεις της<sup>73</sup>.

Τα επιχειρήματα που αναπτύχθηκαν, μας οδήγησαν στα εξής συμπεράσματα:

Πρώτον, είναι απίθανο η Ευρωπαϊκή Ένωση να συνιστά στο σύνολο της μια άριστη νομισματική ένωση. Συνεπώς, η ανάλυση κόστους-οφέλους υποδηλώνει, ότι η νομισματική ενοποίηση στην Ευρώπη ταιριάζει καλύτερα στα οικονομικά συμφέροντα των διαφόρων χωρών, αν μπορούσε να προχωρήσει με διαφορετικές ταχύτητες, δηλαδή, αν κάποιες χώρες που αισθάνονταν ότι δεν τις συμφέρει να το πράξουν, είχαν την επιλογή να αναμένουν πριν ενταχθούν στην ένωση.

Δεύτερον, ο αριθμός των χωρών που θα ωφεληθούν από τη νομισματική ένωση είναι πιθανότατα μεγάλος. Επίσης, ο αριθμός των χωρών που είναι πιθανόν να επωφεληθούν από τη νομισματική ένωση θα αυξηθεί. Συνεπώς μακροχρονίως, η νομισματική ένωση θα αποτελεί ελκυστική πρόταση για τις περισσότερες, αν όχι για όλες, τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τρίτον, ακόμη και οι χώρες που σαφώς θα ωφεληθούν από μια νομισματική ένωση αναλαμβάνουν έναν κίνδυνο με την ένταξη τους στην ένωση. Ο κίνδυνος είναι ότι όταν συμβαίνουν μεγάλες διαταραχές, θα διαπιστώνουν ότι είναι πιο δύσκολο να προσαρμοστούν, αν έχουν εγκαταλείψει το εθνικό τους νόμισμα.

Οι χώρες μπορεί, επίσης, να αποφάσισαν να υιοθετήσουν ένα κοινό νόμισμα για πολιτικούς λόγους. Ένα κοινό νόμισμα μπορεί να είναι το πρώτο βήμα προς μια πολιτική ένωση που επιθυμούν να επιτύχουν. Ωστόσο, η οικονομική ανάλυση κόστους-οφέλους παραμένει χρήσιμη, επειδή δίνει μια ιδέα για το τίμημα που μερικές χώρες θα κληθούν να πληρώσουν για να επιτύχουν τους πολιτικούς τους στόχους.

<sup>71</sup> De Grauwe P., 2003, «Η θεωρία των άριστων νομισμ. Περιοχών», *Τα οικονομικά της Νομ. Ένωσης*, σελ.93

<sup>72</sup> Γκαργκάνας Ν., 1998, «Προβλέψεις επιπτώσεων από την εισαγωγή του Ευρώ», *Δελτίο Δ τριμήνου*, Ε.Ε.Τ.

<sup>73</sup> De Grauwe P., 2003, «Τα οφέλη ενός κοινού νομίσματος», *Τα Οικονομικά της Νομ. Ένωσης*, σελ.95-114

## **Οι επιπτώσεις στην Ελληνική οικονομία από την είσοδο στην Ο.Ν.Ε. & την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής.**

Η ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ είναι ακόμα σχετικά πρόσφατη προκειμένου να επιχειρηθεί μια αξιολόγηση των επιπτώσεων σε μεταβλητές όπως π.χ. ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης. Από την άλλη, είναι πλέον σε χρονική απόσταση ικανή για να αξιολογηθούν οι επιπτώσεις σε μια σειρά μεταβλητών του ονομαστικού χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας όπως:

### **(α) Οι επιπτώσεις της ένταξης στον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή**

Την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ την 1/1/2001 ακολούθησε μία αισθητή αύξηση στο επίπεδο του ελληνικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ). Το γεγονός αυτό έχει οδηγήσει στην διαμόρφωση μιας ευρέως αποδεκτής υπόθεσης σύμφωνα με την οποία η προσχώρηση στην ΟΝΕ ή/και η κυκλοφορία του Ευρώ σε φυσική μορφή την 1/1/2002 έχουν δημιουργήσει μια δομική αύξηση στο ελληνικό επίπεδο τιμών. Ειδικότερα στηρίζεται σε δύο έννοιες τιμών: στις τιμές αγοράς και τις τιμές ισορροπίας<sup>74</sup> (το επίπεδο τιμών που είναι συμβατό με τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη). Η μεγάλη και γρήγορη αύξηση που παρατηρήθηκε στις τιμές αγοράς μετά την 1/1/2001 αποδίδεται στους παρακάτω παράγοντες:

Πρώτον, οι τιμές αγοράς αυξήθηκαν κατά το 2001-2002 γιατί είχαν σημειώσει αρνητική απόκλιση από το επίπεδο ισορροπίας τους τα τρία χρόνια που προηγήθηκαν της εισόδου της χώρας στην ΟΝΕ (1998-2000). Είναι αξιοσημείωτο ότι η απόκλιση αυτή ακολούθησε πορεία διεύρυνσης σε όλο το διάστημα 1998-2000. Ως αποτέλεσμα, η νομοτελειακή αποκατάσταση των τιμών στο επίπεδο ισορροπίας μετά την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ δεν μπορούσε παρά να γίνει μέσω αυξήσεων στις τιμές αγοράς. Δεύτερον, οι αυξήσεις στις τιμές αγοράς μετά την ένταξη δεν ήταν μόνο μεγάλες αλλά και απότομες, γιατί η τιμολογιακή ανισορροπία που είχε δημιουργηθεί στο τέλος του 2000 ήταν ικανή προκειμένου να ενεργοποιηθεί η «υψηλή ταχύτητα» αποκατάστασης ισορροπίας. Μεγάλες αποκλίσεις διορθώνονται σχετικά γρήγορα, μιας και σε περιόδους εκτεταμένης μακροοικονομικής ανισορροπίας το οικονομικό σύστημα καθίσταται πιο ευέλικτο.

Συμπερασματικά, καταλήγουμε ότι η ένταξη στην ΟΝΕ και η εισαγωγή του Ευρώ σε φυσική μορφή δεν ευθύνονται για την αύξηση που παρατηρήθηκε στον ελληνικό ΔΤΚ μετά την 1/1/2001. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην ύπαρξη ισχυρών πληθωριστικών πιέσεων που προϋπήρχαν της ένταξης στην ΟΝΕ. Στην δημιουργία των πιέσεων αυτών συντέλεσαν διοικητικά μέτρα που ελήφθησαν το διάστημα 1998-2000 όπως, π.χ., το πάγωμα τιμολογίων επιχειρήσεων κοινής ωφελείας και οι συμφωνίες κυρίων για συγκράτηση τιμών που επιτεύχθηκαν μεταξύ των οικονομικών αρχών και των ιδιωτικών επιχειρήσεων. Τα μέτρα αυτά αποσκοπούσαν στην ικανοποίηση του κριτηρίου πληθωρισμού που είχε οριστεί από την συνθήκη του Μάαστριχτ, προκειμένου να επιτευχθεί η είσοδος της χώρας στην ΟΝΕ τον Ιανουάριο του 2001. Ο στόχος αυτός πράγματι επιτεύχθηκε, όχι όμως αποκλειστικά μέσα από δυνάμεις της πραγματικής οικονομίας, αλλά και με την βοήθεια διοικητικών μέτρων που εξ ορισμού είχαν βραχυχρόνιο χαρακτήρα. Ως αποτέλεσμα, το κόστος ήταν η δημιουργία

---

<sup>74</sup>Μακροχρόνια, τα δύο επίπεδα τιμών ταυτίζονται, βραχυπρόθεσμα όμως μπορούν να παρουσιάζουν προσωρινές αποκλίσεις.

ισχυρών πληθωριστικών πιέσεων που αναπόφευκτα απελευθερώθηκαν μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ<sup>75</sup>.

### **(β) Η συμβατότητα της κοινής νομισματικής πολιτικής και οι ανάγκες της Ελληνικής οικονομίας**

Μετά την αποκατάσταση των τιμών αγοράς στο επίπεδο ισορροπίας τους στα μέσα του 2002, ο ελληνικός ΔΤΚ συνέχισε να αυξάνεται με ρυθμούς τέτοιους ώστε στο τέλος του 2003 να έχει δημιουργηθεί σημαντική, θετική αυτή την φορά, απόκλιση μεταξύ των τιμών αγοράς και ισορροπίας. Η εξέλιξη αυτή, και οι υψηλοί (σε σχέση με τον κοινοτικό μέσο όρο) ρυθμοί πληθωρισμού της διετίας 2002-2003, μπορεί να αποδοθούν σε τρεις (μη αμοιβαία αποκλειόμενες) πιθανές εξηγήσεις:

Πρώτον, σε μια υπεραντίδραση των τιμών αγοράς στο επεισόδιο υποτιμολόγησης του διαστήματος 1998-2002. Μια τέτοια υπεραντίδραση, εάν ισχύει, θα οφείλεται στις ατέλειες αγοράς που συζητήθηκαν παραπάνω και δεν αναμένεται να έχει μακροχρόνιο χαρακτήρα.

Δεύτερον, σε αποκόμιση υπερκανονικών κερδών από πλευράς Ελληνικών επιχειρήσεων, σε μια προσπάθεια των τελευταίων να τονώσουν την κερδοφορία τους μετά την μείωση που υπέστη κατά την διάρκεια του επεισοδίου υποτιμολόγησης της πενταετίας 1998-2002. Εντούτοις, μια τέτοια τιμολογιακή πρακτική, εάν υπάρχει, είναι δύσκολο να διατηρηθεί μακροχρόνια, μιας και η αγορά αγαθών έχει την δυνατότητα να επιβάλλει από μόνη της, μέσω προσαρμογής της ζήτησης, συγκράτηση τιμών. Τρίτον, σε ασυμβατότητα ανάμεσα στην κοινή νομισματική πολιτική και τις εσωτερικές ανάγκες της Ελληνικής οικονομίας. Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, ο Ελληνικός πληθωρισμός παραμένει σχετικά υψηλός γιατί η πολιτική επιτοκίων της ΕΚΤ δεν είναι συμβατή με τα επιτόκια που θα ήταν απαραίτητα, για να συγκρατηθεί ο Ελληνικός πληθωρισμός σε χαμηλότερα επίπεδα. Εάν η υπόθεση αυτή ισχύει, τότε θα αποτελεί πρόβλημα πολύ σοβαρότερο από τα δύο προηγούμενα, γιατί θα είναι πρόβλημα μακροχρόνιου χαρακτήρα: Σύμφωνα με την Θεωρία Άριστων Οικονομικών Περιοχών, ασυμβατότητα ανάμεσα στην κοινή νομισματική πολιτική και τις εσωτερικές οικονομικές ανάγκες αποτελεί ισχυρή ένδειξη έλλειψης συγχρονισμού ανάμεσα στον Ελληνικό και τον μέσο κοινοτικό επιχειρηματικό κύκλο. Κάτι τέτοιο, σύμφωνα με την ΘΑΟΠ, υποδηλώνει ότι η Ελλάδα δεν κατάφερε να πετύχει ικανό βαθμό πραγματικής σύγκλισης πριν από την είσοδό της στην ΟΝΕ. Ως αποτέλεσμα, η τελευταία μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικό βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο οικονομικό κόστος, μιας και μπορεί να καταστήσει την νομισματική πολιτική πολλαπλασιαστή των αρνητικών επιπτώσεων του ελληνικού επιχειρηματικού κύκλου.

Τα ευρήματα είναι πράγματι ανησυχητικά. Εάν η Ελλάδα δεν είχε προσχωρήσει στην ΟΝΕ το 2001, η ΤΕ θα έθετε κατά την περίοδο 2001-2003 ονομαστικό επιτόκιο τρεις με τρεισήμισι φορές υψηλότερο του μέσου επιτοκίου της ΕΚΤ την ίδια περίοδο (10-12% έναντι 3,5%). Η ασυμβατότητα αυτή μπορεί να εξηγήσει την συμπεριφορά του Ελληνικού πληθωρισμού κατά τα πρώτα χρόνια της συμμετοχής της Ελλάδας στην ΟΝΕ. Πιο συγκεκριμένα, κατά την περίοδο 2001-2003, η Ελλάδα παρουσίασε ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης σημαντικά υψηλότερους από τον κοινοτικό μέσο όρο (4% έναντι 1,3%). Με βάση τις συνθήκες υψηλής ζήτησης που δημιουργήσε η ανάπτυξη αυτή, η Ελλάδα χρειαζόταν μια σχετικά περιοριστική νομισματική πολιτική, για να αποτρέψει αύξηση του ρυθμού πληθωρισμού. Αντιθέτως, κατά

<sup>75</sup> Αργυρού Μ., 2005, «Η Ελληνική Οικονομία στην ΟΝΕ», *Οικονομικές Εξελίξεις*, σελ.34

το 2001-2003, η Ελλάδα αντιμετώπισε μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ, που αποσκοπούσαν στην τόνωση της χαμηλής οικονομικής δραστηριότητας στην Ευρωζώνη κατά την περίοδο εκείνη. Έτσι, σε συνδυασμό με την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που ακολούθησαν οι Ελληνικές αρχές το 2001-2003, η κοινή νομισματική πολιτική επέτεινε αντί να περιορίσει τις πληθωριστικές πιέσεις στην Ελλάδα. Με άλλα λόγια, τα οικονομετρικά ευρήματα υποστηρίζουν ότι η κοινή νομισματική πολιτική δεν είναι συμβατή με τις Ελληνικές οικονομικές ανάγκες και, ως αποτέλεσμα (και σε πλήρη αρμονία με τις θεωρητικές προβλέψεις της ΘΑΟΠ), αποτελεί βασικό παράγοντα διατήρησης του Ελληνικού πληθωρισμού σε υψηλά, σε σχέση με τον μέσο όρο της ΟΝΕ, επίπεδα.

#### **(γ) Οι επιπτώσεις της ένταξης στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στην ανταγωνιστικότητα**

Το τρίτο ζήτημα που εξετάζεται είναι οι επιπτώσεις από την ένταξη στην ΟΝΕ στον εξωτερικό τομέα της Ελληνικής οικονομίας. Οι μέχρι τώρα εξελίξεις στον τομέα αυτό κάθε άλλο παρά ευχάριστες μπορούν να χαρακτηρισθούν. Από το 2000 και ύστερα, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε σημαντικά και σταθεροποιήθηκε στο ύψος του 6% του ΑΕΠ. Το ποσοστό αυτό αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέσο έλλειμμα που έχει καταγραφεί για την Ελληνική οικονομία σε διάστημα τριών ετών τις τελευταίες πέντε δεκαετίες.

Η αρνητική αυτή εξέλιξη μπορεί να συνδεθεί άμεσα με την κοινή νομισματική πολιτική η οποία δεν είναι συμβατή με τις ανάγκες της Ελληνικής οικονομίας. Πιο αναλυτικά, με δεδομένο το αμετάκλητο κλείδωμα της Ελληνικής ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας στο επίπεδο των 340,75 δραχμών ανά Ευρώ, η διατήρηση υψηλού, σε σχέση με τον μέσο όρο της ΟΝΕ, εγχώριου πληθωρισμού θα οδηγήσει σε ανατίμηση της πραγματικής Ελληνικής ισοτιμίας (της πραγματικής τιμής των Ελληνικών αγαθών και υπηρεσιών σε όρους ξένων), γεγονός που θα μειώσει την Ελληνική ανταγωνιστικότητα και τελικά θα καταλήξει σε διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τα κύρια οικονομετρικά ευρήματα μπορούν να συνοψισθούν ως ακολούθως: Πρώτον, σε πλήρη αρμονία με τις θεωρητικές προβλέψεις, οι αποκλίσεις της Ελληνικής πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας από το επίπεδο ισορροπίας της, εξηγούν το μεγαλύτερο μέρος των κινήσεων του Ελληνικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών<sup>76</sup>. Δεύτερον, η σημαντική επιδείνωση του εξωτερικού ελλείμματος μετά την ένταξη στην ΟΝΕ οφείλεται στην σημαντική πραγματική ανατίμηση που υπέστη η Ελληνική πραγματική ισοτιμία κατά την περίοδο 2001-2003 εξ' αιτίας των πληθωριστικών πιέσεων που υπήρχαν πριν από την ένταξη στην ΟΝΕ, και στην ασυμβατότητα της κοινής νομισματικής πολιτικής με τις Ελληνικές οικονομικές ανάγκες. Τρίτον, το διευρυνόμενο εξωτερικό έλλειμμα οφείλεται κυρίως στην σημαντική μείωση ανταγωνιστικότητας που παρατηρείται για τα προϊόντα και τις υπηρεσίες των βασικών Ελληνικών εξαγωγικών κλάδων. Τα παραπάνω αποτελούν ακόμη μια ισχυρή ένδειξη ότι η Ελλάδα προσχώρησε στην ΟΝΕ χωρίς να έχει πετύχει τον απαιτούμενο βαθμό πραγματικής σύγκλισης. Ως αποτέλεσμα, η ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ και η συνακόλουθη απώλεια της εθνικής νομισματικής πολιτικής φαίνεται να έχουν συνεισφέρει σε μια σημαντική επιδείνωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

---

<sup>76</sup> Paul De Grauwe, 2003, «Η θεωρία των άριστων νομισμ. Περιοχών», *Τα οικονομικά της Νομ. Ένωσης*, σελ.64

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Πρέπει να παρατηρήσουμε ότι η ONE ως μορφή περιφερειακής ολοκλήρωσης θα δημιουργήσει ευκαιρίες ανάπτυξης, αφού προσδιορίζει σε σημαντικό βαθμό τον τρόπο ενσωμάτωσης κάθε Ευρωπαϊκής οικονομίας στο παγκόσμιο πλέγμα οικονομικών σχέσεων. Το αν οι επιπτώσεις αυτές είναι θετικές ή αρνητικές εξαρτάται ωστόσο από τις οικονομικές και παραγωγικές δομές και τη θεσμική συγκρότηση κάθε επιμέρους χώρας και τη δυνατότητα της να αξιοποιήσει τις νέες ευκαιρίες που δημιουργεί η ONE και η ενιαία αγορά. Οι παράγοντες αυτοί θα καθορίσουν σε μεγάλο βαθμό τα αποτελέσματα και την αποτελεσματικότητα της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής και τα οφέλη που τελικά θα αποκομίσει κάθε εθνική οικονομία από τη συμμετοχή της στην ONE.

Η προσπάθεια αξιοποίησης των ευκαιριών που δυνητικά μπορεί να προσφέρει η ONE είναι υπόθεση εθνική και προϋποθέτει τη συλλογική και αποτελεσματική δράση όλων των κοινωνικών δυνάμεων. Διαφορετικά το κόστος από την ONE θα προκαλέσει πολλαπλά επίπεδα οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών αντιθέσεων. Στο πλαίσιο αυτό, η ένταξη της Ελληνικής οικονομίας στην ONE πρέπει να κατανοείται ως μία δυναμική διαδικασία προσαρμογής στη νέα οικονομική πραγματικότητα της παγκοσμιοποίησης βάσει ενός νεοφιλελεύθερου πλαισίου οικονομικής διαχείρισης<sup>77</sup>.

Οι αρχικές επιπτώσεις από την ένταξη της Ελλάδας στην ONE εντοπίζονται σε τρεις περιοχές μείζονος οικονομικής σημασίας. Ειδικότερα: (α) οι επιπτώσεις της ένταξης στον ελληνικό δείκτη τιμών καταναλωτή, (β) η συμβατότητα της κοινής νομισματικής πολιτικής με τις εσωτερικές ανάγκες της Ελληνικής οικονομίας, (γ) οι επιπτώσεις της ένταξης στην Ελληνική ανταγωνιστικότητα και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Τα ευρήματα της οικονομετρικής ανάλυσης δείχνουν ότι η Ελληνική συμμετοχή στην ONE έχει μέχρι τώρα αναδείξει το δυνητικό κόστος παρά τα δυνητικά οφέλη του κοινού νομίσματος. Τα ευρήματα αυτά είναι συμβατά με την άποψη σύμφωνα με την οποία η μακροοικονομική πολιτική, που εφαρμόστηκε προ της ένταξης της Ελλάδας στην ONE, ήταν μια πολιτική περιορισμένων δυνατοτήτων. Παρά το γεγονός ότι πέτυχε πρόοδο στον τομέα της ονομαστικής σύγκλισης, δεν πέτυχε επαρκή πρόοδο στον τομέα της πραγματικής σύγκλισης και, ως αποτέλεσμα, δεν προετοίμασε την Ελληνική οικονομία στον βαθμό που ήταν απαραίτητος προκειμένου να ενταχθεί στο κοινό νόμισμα. Η συνέχιση της πολιτικής αυτής δεν εγγυάται διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη και εμπεριέχει σημαντικούς κινδύνους για την Ελληνική οικονομία.

Υπό το πρίσμα των κινδύνων αυτών, η Ελληνική μακροοικονομική πολιτική είναι στην παρούσα χρονική στιγμή αντιμέτωπη με δύο προκλήσεις: Πρώτον, και σε σχέση με το βραχυπρόθεσμο μέλλον, να διακόψει τις παρατηρούμενες συνθήκες υπερθέρμανσης χωρίς να δημιουργήσει οικονομική στασιμότητα ή οικονομική ύφεση. Δεύτερον, και σε σχέση με το μακροπρόθεσμο μέλλον, να δημιουργήσει συνθήκες ευνοϊκές για την επίτευξη της πραγματικής σύγκλισης. Σε σχέση με το πρώτο, προτείνεται μια πολιτική σταδιακής και όχι απότομης δημοσιονομικής προσαρμογής. Σε σχέση με το δεύτερο, προτείνεται η χάραξη και άσκηση μιας αποτελεσματικής πολιτικής διαρθρωτικών αλλαγών<sup>78</sup> που δημιουργούν ευνοϊκές

<sup>77</sup> Αργεΐτης Γ., 2002, «ONE και το νέο πλαίσιο οικ. Διαχείρισης» *Παγκοσμιοποίηση, ONE & Οικονομική Προσαρμογή*, σελ. 61

<sup>78</sup> Γκαργκάνας Ν., 1998, «Ελλάδα & ONE, προοπτικές & προκλήσεις», *Οικ. Δελτίο*, Τ.Ε., τεύχος 12

συνθήκες για την επίτευξη μακροχρόνιας και αυτοτροφοδοτούμενης οικονομικής ανάπτυξης, όπως: (α) την κατάργηση των μονοπωλίων, την προώθηση του ανταγωνισμού στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών και την ταυτόχρονη δημιουργία ανεξάρτητων εποπτικών αρχών για την διαφύλαξη της ανταγωνιστικής λειτουργίας των αγορών αυτών, (β) την προσαρμογή του θεσμικού πλαισίου που διέπει την αγορά εργασίας προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης ευελιξίας αποβλέποντας στην μείωση του φυσικού ποσοστού ανεργίας, (γ) την εισαγωγή συστημάτων αμοιβών/κινήτρων συνδεδεμένων με την παραγωγικότητα στον ιδιωτικό και δημόσιο τομέα της οικονομίας, (δ) την ενοποίηση των πολυάριθμων κλαδικών εργατικών και επαγγελματικών ενώσεων σε ευρύτερες εθνικές ενώσεις, με σκοπό την μείωση της πληθωριστικής τάσης που είναι ενσωματωμένη σε μισθολογικές διαπραγματεύσεις κλαδικού χαρακτήρα, (ε) τον εκσυγχρονισμό του ασφαλιστικού/συνταξιοδοτικού συστήματος με τελικό στόχο την εξασφάλιση της βιωσιμότητάς του, (στ) την απλοποίηση του φορολογικού συστήματος και την κατά το δυνατόν (ανάλογα με τις δημοσιονομικές συνθήκες) σταδιακή μείωση της φορολογίας φυσικών προσώπων και επιχειρήσεων, (ζ) τον ανορθολογισμό της δημόσιας κατανάλωσης και της εφαρμογής στον τομέα αυτό εισοδηματικής πολιτικής αφενός συμβατής με τις δυνατότητες της οικονομίας, αφετέρου ικανής να προσελκύει αποδοτικά στελέχη που θα είναι σε θέση να βελτιώσουν την ποιότητα των παρεχομένων δημοσίων υπηρεσιών, (η) τις ιδιωτικοποιήσεις δημοσίων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε τομείς ιδιωτικής δραστηριότητας, (θ) την διακοπή της λειτουργίας μακροχρόνια ζημιογόνων δημοσίων επιχειρήσεων που συνεισφέρουν στην διατήρηση του δημοσίου χρέους σε υψηλά επίπεδα, (ι) την εξάλειψη των γραφειοκρατικών διαδικασιών και των φαινομένων διαφθοράς που λειτουργούν ως αντικίνητρα στην προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων, (κ) την περαιτέρω αναβάθμιση της δημόσιας υποδομής, (λ) την αναβάθμιση του ανθρωπίνου δυναμικού της χώρας μέσω του εκσυγχρονισμού του εκπαιδευτικού συστήματος.

Οι αλλαγές αυτές θα συνοδευθούν αναπόφευκτα από κάποιο βραχυπρόθεσμο κόστος προσαρμογής. Από την άλλη, η εναλλακτική επιλογή της διατήρησης του σημερινού status quo εμπεριέχει υψηλότερο οικονομικό και κοινωνικό κόστος, κυρίως για τα πιο αδύνατα οικονομικά/κοινωνικά στρώματα που πλήττονται περισσότερο από τα υπόλοιπα σε περιόδους υψηλής ανεργίας και χαμηλής οικονομικής δραστηριότητας. Υπό τις παρούσες συνθήκες, οι διαρθρωτικές αλλαγές αποτελούν την μοναδική αξιόπιστη μακροπρόθεσμη οικονομική στρατηγική που θα επιτρέψει στην Ελληνική κοινωνία να καρπωθεί, πέρα από τα αναμφισβήτητα πολιτικά, και τα οικονομικά δυναμικά οφέλη που προσφέρει η ένταξη της Ελλάδας στο κοινό νόμισμα.



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ :**

- **ANDO A. & MODIGLIANI F., (1963), «THE LIFE CYCLE HYPOTHESIS OF SAVING: AGGREGATE IMPLICATIONS AND TESTS», American economic review 53**
- **BERNANKE B.S. AND GERTLER M., (1995), «INSIDE THE BLACK BOX: THE CREDIT CHANNEL OF THE MONETARY POLICY TRANSMISSION», journal of economic perspectives 9.**
- **DE GRAUWE P. (2003), «ΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ», εκδ. ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα.**
- **GIBSON H. & ΜΠΡΙΣΙΜΗΣ Σ., (1997), «ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΙΣΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΑΠΟΚΛΙΜΑΚΩΣΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ», ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ», Οικ. Τεύχος 9.**
- **MANKIW N. G. (2001), «ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ», εκδ. GUTENBERG, Αθήνα.**
- **MISHKIN F.S., (1995), «journal of economic perspectives 9: 3-10»**
- **TAYLOR J.B., (1995), « journal of economic perspectives 9: 11-26»**
- **ΑΡΓΕΙΤΗΣ Γ.(2002), «ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ-ONE & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ», εκδ. ΤΥΠΩΘΗΤΩ, Αθήνα.**
- **ΑΡΓΥΡΟΥ Μ. (2005), «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ», ΚΕΠΕ, τεύχος 8.**
- **ΒΟΡΙΑΔΗΣ Η., (1995), «Η ΕΙΔΙΚΗ ΦΥΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ & Ο ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ»,Τ.Ε., Οικ. Δελτίο, τεύχος 5.**
- **ΒΟΡΙΑΔΗΣ Η., ΑΓΓΕΛΟΠΟΥΛΟΥ Ε., ΣΚΟΤΙΔΑ Ι., (2003), «Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΑ ΚΕΙΜΕΝΑ ΤΗΣ Τ.Ε. 1990-2000», Τ.Ε. Οικ. Δελτίο, τεύχος 20.**
- **ΓΚΑΡΓΚΑΝΑΣ Ν. (1998), «ΕΛΛΑΔΑ & ONE, ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ & ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ», Τ.Ε. Οικ. Δελτίο, Τεύχος 12.**
- **ΓΚΑΡΓΚΑΝΑΣ Ν., ΤΑΒΛΑΣ Γ., (2002), «ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΑ ΚΑΘΕΣΤΩΤΑ & ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ», Οικ. Επιδόσεις& προοπτικές της Ελλάδος, Τ.Ε & the Brookings institution**
- **ΕΝΩΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ (1998), «ΕΥΡΩ – ΟΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ», εκδ. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα.**
- **ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (2006), «Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ».**

- **ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, (2000), «Η ΜΕΤΑΔΟΣΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ», Μηνιαίο Δελτίο Ιουλίου.**
- **ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ: «ΕΤΗΣΙΕΣ ΕΚΘΕΣΕΙΣ», από 1998-2006**
- **ΖΟΝΖΗΛΟΣ Ν.(2001), «Ο ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ», Τ.Ε., Οικ. Δελτίο, τεύχος 18**
- **ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΣ Σ. (1997), «ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ», εκδ. ΣΤΑΜΟΥΛΗ, Αθήνα.**
- **ΘΩΜΟΠΟΥΛΟΣ Π., (1998), «Η ΕΚΤ ΚΑΙ Η ΑΣΚΗΣΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜ. ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ», ΕΕΤ, Δελτίο Α τριμήνου.**
- **ΚΑΤΣΕΛΗ Λ. –ΜΑΓΟΥΛΑ Χ. (2005), «ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ & ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ», εκδ. ΤΥΠΩΘΗΤΩ, Αθήνα.**
- **ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Π., ΜΟΣΧΟΣ Δ., ΦΙΛΙΠΠΙΔΗΣ Α., (1995), «ΜΕΣΑ ΑΣΚΗΣΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ», Τ.Ε., Οικ. Δελτίο, τεύχος 6.**
- **ΛΑΖΑΡΕΤΟΥ Σ., 2004, «ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ & ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: 1833-2003»,Τ.Ε., Οικ. Δελτίο, τεύχος 22.**
- **ΛΩΛΟΣ Σ. (2003), «ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΑΠΟ ΤΗ ΜΕΤΑΠΟΛΙΤΕΥΣΗ ΕΩΣ ΤΗΝ ΕΝΤΑΞΗ ΣΤΗΝ ΟΝΕ», Αθήνα.**
- **ΜΟΣΧΟΣ Δ. & ΖΟΝΖΗΛΟΣ Ν., (1996), «ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ & Ο ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΔΙΑΥΛΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ», Τ. Ε.,**
- **ΜΟΥΡΜΟΥΡΑΣ Ι. (2003), «ΝΕΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΧΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ», εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ, Αθήνα.**
- **ΜΠΡΙΣΙΜΗΣ Σ., GIBSON Η., (1997), «ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ, ΕΙΣΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΑΠΟΚΛΙΜΑΚΩΣΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ», Τ.Ε., Οικ. Δελτίο, τεύχος 9.**
- **ΜΠΡΙΣΙΜΗΣ Σ., ΜΑΓΓΙΝΑΣ Ν., ΣΥΜΙΓΙΑΝΝΗΣ Γ., ΤΑΒΛΑΣ Γ., (2001), «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ & ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ», Τ.Ε.**
- **ΜΠΡΙΣΙΜΗΣ Σ., ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΥ Δ., (2001), «Η ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΣΕ ΦΥΣΙΚΗ ΜΟΡΦΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ», Τ.Ε., Οικ. Δελτίο, τεύχος 18.**
- **ΝΤΕΛΛΑΣ Χ., (1999), «Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΣ ΕΚΤ ΚΑΙ Η ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ», Οικ. Δελτίο, Τ.Ε., τεύχος 13.**

- ΠΑΠΑΔΗΜΟΣ Λ., (1995), «ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ», Τ.Ε., Οικ. Δελτίο, τεύχος 5.
- ΠΑΠΑΔΗΜΟΣ Λ., (1996), «ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΟΝΕ», Τ.Ε., Οικ. Δελτίο, τεύχος 8.
- ΠΑΠΑΔΗΜΟΣ Λ., (2000), «ΑΠΟ ΤΗ ΔΡΑΧΜΗ ΣΤΟ ΕΥΡΩ», Τ.Ε., Οικ. Δελτίο, τεύχος 15.
- ΣΑΧΙΝΙΔΗΣ Φ. (2006), «ΤΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ: ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΣΔΕΣΗ ΤΗΣ ΔΡΑΧΜΗΣ ΣΤΟ ΔΟΛΑΡΙΟ ΜΕΧΡΙ ΤΗΝ ΟΝΕ», ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ.
- ΣΑΧΙΝΙΔΗΣ Φ., (2001), «ΣΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΩΝ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ», Η Καθημερινή, 30η Δεκ.
- ΤΟ ΒΗΜΑ (2008), «Το ενιαίο ευρώ και η ΟΝΕ», οικονομικό ένθετο 1<sup>ης</sup> Ιουνίου.
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (2000), «ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ».
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (2001), «ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ».
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (2002), «ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ».
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (2002), «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ & ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ», the Brookings Institution, Αθήνα.
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (2003), «ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ».
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (2004), «ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ».
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (2005), «ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ».
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (2006), «ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ».
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (2007), «ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ».
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ: «Νομισματική Πολιτική», 1998-2008.
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ: «Οικονομικά δελτία», Τεύχη 5,6,7,8,9,12-28.
- ΤΣΑΚΑΛΟΓΙΑΝΝΗΣ Π. (2000), «ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ», εκδ. ΣΤΑΜΟΥΛΗ, Αθήνα.
- ΧΑΛΙΚΙΑΣ Δ. (1995), «ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΣΥΝΕΧΩΣ ΣΕ ΣΥΓΚΡΟΥΣΗ ΜΕ ΤΗ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ», Οικονομικός Ταχυδρόμος φ. 25

- ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗΣ Γ.,(1998), «ΟΝΕ, ΠΟΣΟ ΔΥΣΚΟΛΗ Η ΕΠΙΤΕΥΞΗ ΤΩΝ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ΕΙΣΟΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ», ΕΕΤ, Δελτίο Δ Τριμήνου.
- ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ:

<http://www.bankofgreece.gr>

<http://www.hba.gr>

<http://www.mnec.gr>

<http://www.ecb.int>

<http://europa.eu>

<http://www.kepe.gr>