

Η Ελληνική Νομισματική Πολιτική και τα Διδάγματα για τις Χώρες της Νέας Ευρώπης

**Διεύθυνση
Οικονομικών Μελετών &
Προβλέψεων**

**Τάσος Αναστασάτος
Senior Economist
tanastasatos@eurobank.gr**

- Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα μεταπολεμικά με ορόσημο την ένταξη στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) την 1-1-2001.
- Διδάγματα πολιτικής για τις χώρες της Νέας Ευρώπης (ΝΕ) οι οποίες επιδιώκουν τώρα την ένταξή τους στο κοινό νόμισμα
- Προκλήσεις μετά την είσοδο στην Ευρωζώνη: Τα οφέλη της νομισματικής σταθερότητας και το κόστος της απώλειας της ευελιξίας και των εργαλείων πολιτικής τα οποία είναι χρήσιμα για την αντιστάθμιση μακροοικονομικών διαταραχών

ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΤΕΥΧΗ του ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΑΓΟΡΕΣ

Τόμος(Τεύχος)	Ημερομηνία	Συγγραφείς-Τίτλοι Άρθρων
III(9)	Οκτώβριος 2008	Κ.Ε. Βορλόου: <i>Η τιμή του πετρελαίου και η σχέση με το ευρώ.</i>
III(8)	Σεπτέμβριος 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: <i>Βρίσκεται η Ευρώπη στα πρόθυρα μιας ύφεσης;</i>
III(7)	7 Ιουλίου 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: <i>Η Νέα Παγκόσμια Οικονομία: Προοπτικές & Προκλήσεις</i>
III(6)	22 Ιουνίου 2008	Τ. Αναστασάτος: <i>Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής</i>
III(5)	5 Μαΐου 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης: <i>Πληθωρισμός: Η Νέα Απειλή για τους Επενδυτές</i>
III(4)	4 Απριλίου 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: <i>Μελλοντικές Τάσεις στο Διεθνές Εμπόριο και τις Μεταφορές</i>
III(3)	31 Μαρτίου 2008	Τ. Ευθυμιάδης: <i>Αποκλίσεις Πληθωρισμών στην Ευρωζώνη: Χαρακτηριστικά και Αιτίες</i>
III(2)	29 Φεβρουαρίου 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης: <i>Διεθνής Αβεβαιότητα, Ομόλογα και Μετοχές</i>
III(1)	29 Ιανουαρίου 2008	Κ. Ε. Βορλόου: <i>Το Διαδίκτυο και ο Ξενοδοχειακός Κλάδος στην Ελλάδα</i>
II(10)	5 Δεκεμβρίου 2007	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: <i>Τάσεις και Προοπτικές των Αγορών Εμπορευμάτων: Συνέπειες για τις Οικονομίες και τους Επενδυτές</i>
II(9)	5 Νοεμβρίου 2007	Γ. Χαρδούβελης, Ε. Δαβραδάκης, Ε. Γεωργόπουλος, Ι. Γκιώνης, Θ. Σαμπανιώτης, Κ.Ε. Βορλόου: <i>Special Focus on Cyprus, Ειδικό τεύχος για την οικονομία της Κύπρου</i>
II(8)	23 Οκτωβρίου 2007	Γ. Χαρδούβελης: <i>Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση</i>

Τα παραπάνω άρθρα και περισσότερες εκδόσεις είναι διαθέσιμες ηλεκτρονικά δωρεάν, από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

<http://www.eurobank.gr/research>

Κυκλοφορούν επίσης:

1. Γκίκας Χαρδούβελης, «*Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;*» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006, Εκδόσεις Κέρκυρα), με τα πρακτικά και τις μελέτες του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).
2. Νικόλαος Καραμούζης & Γκίκας Χαρδούβελης, «*Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες*» (ISBN: 9789604451661, 2007, Εκδόσεις Σάκκουλα).

Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές

ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων
Ερευνητική Ομάδα:Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,
Chief Economist & Director of Research

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor
Τάσος Αναστασάτος: Senior Economist
Κώστας Ε. Βορλόου: Senior Economist
Βένη Αρακελιάν: Research Economist
Ιωάννης Γκιώνης: Research Economist
Στέλλα Κανελλοπούλου: Research Economist

Θεοδόσης Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst
Μαρία Πρανδέκα: Economic Analyst
Κώστας Λαμπρινουδάκης: Economic Analyst
Σπυριδούλα Δρακοπούλου: Junior Economic Analyst

Eurobank EFG, Σουρή 5 & Αμαλίας 20, Μποδοσάκειο, 10557 Αθήνα, τηλ. (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687,
web: <http://www.eurobank.gr/research>, Email επικοινωνίας: Research@eurobank.gr

Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.

Η Ελληνική Νομισματική Πολιτική και τα Διδάγματα για τις Χώρες της Νέας Ευρώπης

Τάσος Αναστασάτος¹

1. Εισαγωγή

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

Η περίπτωση της Ελλάδας είναι ενδιαφέρουσα, καθώς παρέχει ένα πληροφοριακό πλαίσιο για την ανάδειξη και αποτίμηση των γενικών αρχών άσκησης της νομισματικής πολιτικής. Η φιλοσοφία και οι πρακτικές της Ελληνικής νομισματικής πολιτικής μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο επηρεάστηκαν από τα κυρίαρχα κατά καιρούς θεωρητικά υποδείγματα και μεταβλήθηκαν διαχρονικά μαζί τους. Επομένως, η Ελληνική περίπτωση δεικνύει πώς η μείωση της επιρροής των διάφορων θεωρητικών μοντέλων αλλά και η απομάκρυνση από τις επιταγές τους υπαγόρευαν μετατοπίσεις της πολιτικής. Επιπρόσθετα, η Ελλάδα χαρακτηρίστηκε από την ένσκηψη πολλών από τα φαινόμενα τα οποία υπαγόρευαν μεταβολές στον τρόπο άσκησης της νομισματικής πολιτικής. Κυριότερα, η χώρα διήγαγε περιόδους υπερπληθωρισμού, όπως και

μακρότερες περιόδους ηπιότερου πληθωρισμού, η τιθάσωση όμως του οποίου απαίτησε μεγάλο χρονικό διάστημα. Επίσης δέχτηκε κερδοσκοπικές επιθέσεις επί του νομίσματός της.

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

Η παρούσα κρίση όμως φέρνει στην επιφάνεια με δραματικό τρόπο και το αντίτιμο αυτής της σταθερότητας: την αποστέρηση των εργαλείων πολιτικής που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση των μακροοικονομικών διαταραχών. Η νομισματική και η

¹ Δρ. Τάσος Αναστασάτος, Senior Economist, Eurobank EFG (Research Dept). Η παρούσα μελέτη αντλεί συνεισφορές από ένα δοκίμιο του συγγραφέα προς δημοσίευση στο βιβλίο του Christian Richter, Monetary Theory and Policy. Επίσης, το τμήμα για τις κερδοσκοπικές επιθέσεις στη δραχμή αναλύεται εκτενέστερα στο άρθρο του συγγραφέα (με την Κ. Μάνου) το οποίο δημοσιεύτηκε στο Οικονομικό Δελτίο της Τραπέζης της Ελλάδος (Τεύχος 31, Νοέμβριος 2008).

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

Η διάδραση μεταξύ της νομισματικής πολιτικής και του εγχώριου μακροοικονομικού και χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος έθεσε τους όρους για την ολοκλήρωση της Ελληνικής οικονομίας με τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Η ιστορική επισκόπηση και τα μαθήματα που απορρέουν από αυτήν όμως είναι πολύ χρήσιμα για τις χώρες της Νέας Ευρώπης (NE) οι οποίες επιδιώκουν την είσοδό τους στο ευρώ. Οι χώρες αυτές βιώνουν τώρα καταστάσεις και διλήμματα πολιτικής ανάλογα με αυτά που αντιμετώπισε η Ελλάδα τη δεκαετία του 1990. Για την πληρέστερη κατανόηση των προβλημάτων και των προτάσεων, η ανάλυση συνοδεύεται από μία περιγραφή των στόχων, εργαλείων και στρατηγικών της νομισματικής πολιτικής. Ειδική αναφορά γίνεται σε δύο αλληλεξαρτώμενα ζητήματα. Πρώτον, τις κερδοσκοπικές επιθέσεις τις οποίες υπέστη η δραχμή ως

αποτέλεσμα των εγχώριων μακροοικονομικών ανισορροπιών και της αυξανόμενης αλληλεξάρτησης της Ελληνικής οικονομίας με το διεθνές χρηματοπιστωτικό και οικονομικό περιβάλλον. Η αύξηση του μεγέθους των επενδυτικών και κερδοσκοπικών χρηματοοικονομικών κεφαλαίων, του ρόλου των προσδοκιών και της διεθνούς μετάδοσης (contagion) σημαίνουν ότι, πλέον, κρίσεις μπορεί να προκύψουν ακόμα και όταν το επίπεδο των θεμελιωδών μεγεθών δεν τις δικαιολογεί. Παρεπόμενα, αποτιμάται ο ρόλος της ΤτΕ στην άμυνα του νομίσματος έναντι των επιθέσεων. Η αξιολόγηση αυτών των παραμέτρων αφορά ιδιαίτερα τις χώρες της Νέας Ευρώπης. Δεύτερον, εξερευνάται η επίδραση της μετάβασης προς το ευρώ στην φύση, τους στόχους και την αποτελεσματικότητα του μίγματος πολιτικής. Αναλύεται πώς οι πολιτικές επίτευξης των κριτηρίων του Maastricht επέφεραν μία δομική αλλαγή στη νομισματική πολιτική με αποτέλεσμα ένα μακροχρονίως χαμηλότερο επίπεδο πληθωρισμού και τη μείωση των διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

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

Box 1: Η Νομισματική πολιτική

► Στόχοι: Τελικός στόχος: η επίδραση επί μίας ή περισσότερων οικονομικών μεταβλητών (πρωτίστως επί του επιπέδου τιμών, αλλά επίσης για την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης, της απασχόλησης, την διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας ή την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα).

► Ο τελικός στόχος επιδιώκεται μέσω ενός *ενδιάμεσου στόχου*: μία οικονομική μεταβλητή την οποίαν η κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει έγκαιρα και με ακρίβεια και η οποία συσχετίζεται με τον τελικό στόχο με μία σταθερή και προβλέψιμη σχέση (νομισματικά μεγέθη, συνήθως το M3 ή το M4, η συναλλαγματική ισοτιμία ή η πιστωτική επέκταση).

► Ο ενδιάμεσος στόχος με τη σειρά του παρακολουθείται από έναν *λειτουργικό στόχο*: παλαιότερα ήταν συνήθως το μέγεθος της νομισματικής βάσης. Τα τελευταία χρόνια όμως η προσφορά χρήματος θεωρείται εξωγενής μεταβλητή καθότι εξαρτάται από:

α) την επιλογή των εμπορικών τραπεζών ως προς το ποσοστό των κεφαλαίων τους τα οποία θα δανείσουν,

β) την επιλογή του κοινού ως προς το ποσοστό των αποταμιεύσεών τους το οποίο θα καταθέσουν στις τράπεζες.

► Ομοίως έχει αποσταθεροποιηθεί και η σχέση της ζήτησης χρήματος με τα επιτόκια και το εισόδημα λόγω της απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και των κινήσεων κεφαλαίου. Επομένως, καθίσταται αβέβαιο ποιός ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος είναι συμβατός με πλήρη απασχόληση και σταθερή ανάπτυξη.

► Γι' αυτούς τους λόγους, οι κεντρικές τράπεζες ασκούν τη μονοπωλιακή τους δύναμη ως δανειστές τελευταίας καταφυγής (lenders of last resort) για να επηρεάσουν την τιμή του χρήματος (βραχυχρόνια επιτόκια και, μέσω αυτών, τα μακροχρόνια).

Μηχανισμοί Μετάδοσης της Νομισματικής πολιτικής: Υποθέτοντας ακαμψίες τιμών, τα πραγματικά επιτόκια και το κόστος του κεφαλαίου επίσης μεταβάλλονται επηρεάζοντας την αποταμίευση, την επένδυση, τη συνολική ζήτηση επιτοκίων και άρα το προϊόν. Αυτό είναι γνωστό ως το *κανάλι των επιτοκίων* για τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής.

► Το κόστος του κεφαλαίου συνήθως προσεγγίζεται από την απόδοση των μακροχρόνιων κρατικών ομολόγων. Ωστόσο οι μεταβολές των επιτοκίων επιδρούν επίσης επί της σχετικής απόδοσης των μετοχών και επομένως προκαλούν αναδιαρθρώσεις στα χαρτοφυλάκια, κινητροδοτώντας έτσι τις επιχειρήσεις να μεταβάλλουν την παραγωγή κεφαλαιουχικών αγαθών. Η σημαντικότητα αυτού του καναλιού αυξάνεται όσο οι επιχειρήσεις εξαρτώνται περισσότερο από την κεφαλαιαγορά για την άντληση κεφαλαίων.

► Μεταβολές των ονομαστικών επιτοκίων επιδρούν επίσης και στη σχετική ελκυστικότητα των καταθέσεων οι οποίες είναι εκπεφρασμένες σε εγχώριο και ξένο νόμισμα. Αυτό επιφέρει μεταβολές στην ονομαστική και – υποθέτοντας ακαμψίες τιμών – την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, γεγονός το οποίο ακολούθως επιδρά επί των καθαρών εξαγωγών. Αυτό είναι το *κανάλι της συναλλαγματικής ισοτιμίας* για τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής.

► Το *κανάλι του πλούτου* αναφέρεται στην επίδραση την οποία έχει η νομισματική πολιτική επί των τιμών των χρηματοοικονομικών χρεογράφων, της αξίας της και της περιουσίας. Αυτό επιδρά στο χρηματικό πλούτο των ατόμων και άρα στην κατανάλωσή τους.

► Όλα τα προαναφερθέντα κανάλια δουλεύουν μέσω μιας επίδρασης στις χρηματοοικονομικές τιμές. Μία εναλλακτική προσέγγιση εξετάζει την επίδραση την οποία έχουν οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής επί της ποσότητας, δηλαδή της προσφοράς και της ζήτησης κεφαλαίων προς δανεισμό λόγω ατελειών της αγοράς. Αυτό είναι το *πιστωτικό κανάλι* μετάδοσης.

Box 1: Η Νομισματική πολιτική (συνέχεια)

- ▶ Στρατηγικές νομισματικής πολιτικής: Διαφορετικοί στόχοι υπονοούν διαφορετικές *στρατηγικές*.

Η συνηθέστερη πλέον διεθνώς είναι η θέση στόχων για τον πληθωρισμό.

- ▶ Η στόχευση του πληθωρισμού χρησιμοποιείται για να προστατευτεί η οικονομία από τις αρνητικές επιδράσεις οικονομικών διαταραχών και όχι για αυξηθεί το εισόδημα, καθώς η ύπαρξη αντίστροφης σχέσης πληθωρισμού-ανεργίας (κατά τα πρότυπα της καμπύλης Phillips) είναι αμφισβητήσιμη.
- ▶ Ο στόχος για τον ρυθμό δημιουργίας χρήματος, δεν χρησιμοποιείται πλέον για τους λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω. Ωστόσο, και ο στόχος του πληθωρισμού είναι πιο μακροχρόνιος και επίσης εξαρτάται από παράγοντες εκτός του ελέγχου των κεντρικών τραπεζών. Επίσης η αποτελεσματικότητα του μετριάζεται από τη χρονική υστέρηση με την οποία οι τιμές αντιδρούν στις μεταβολές των επιτοκίων.
- ▶ Κάθε στρατηγική περιλαμβάνει την ανάπτυξη ενός μακροοικονομικού υποδείγματος το οποίο εκτιμά τον μηχανισμό μετάδοσης, από τη μεταβλητή- στόχο έως τον τελικό στόχο. Στα πλαίσια αυτού του υποδείγματος η άφιξη νέων πληροφοριών για την εγχώρια και τη διεθνή οικονομία εκμεταλλεύεται ώστε να προσαρμοστεί ο λειτουργικός στόχος και έτσι να βελτιστοποιηθεί η αποτελεσματικότητα σε όρους του τελικού στόχου.
- ▶ Είναι θεωρητικά και εμπειρικά αποδεδειγμένο ότι η διαφάνεια στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, δηλαδή η προαναγγελία των προθέσεων και αποφάσεων των νομισματικών αρχών σταθεροποιεί τις προσδοκίες των οικονομικώς δρώντων ατόμων, αυξάνει την αξιοπιστία και άρα την αποτελεσματικότητα των ασκούμενων πολιτικών.
 - ▶ Διαφάνεια: γνώση από το κοινό: α) τελικού στόχου της νομισματικής πολιτικής β) ακριβούς μηχανισμού με τον οποίον οι επιλογές πολιτικής μεταδίδονται στο προϊόν και τις τιμές (π.χ. πώς ακριβώς τα επιτόκια επιδρούν στον πληθωρισμό, γ) αλληλεπίδρασης της εγχώριας με τη διεθνή οικονομία και δ) δημοσίευση Αναφορών οι οποίες διευκρινίζουν τους λόγους για τα αναλαμβανόμενα μέτρα, π.χ. μεταβολές επιτοκίων.
- ▶ Η βιβλιογραφία επίσης παρέχει υποστήριξη για την άποψη ότι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής αυξάνει όταν οι κεντρικές τράπεζες απολαμβάνουν ανεξαρτησίας στη θέση των λειτουργικών στόχων (λειτουργική ανεξαρτησία) ή και του τελικού στόχου (πλήρης ανεξαρτησία).
 - ▶ Υπόδειγμα χρονικής ασυνέπειας των Kydland και Prescott (1977): οι κυβερνήσεις υποφέρουν από «πληθωριστική μεροληψία», γεγονός το οποίο οδηγεί στην επικράτηση ενός ρυθμού πληθωρισμού υπερβάλλοντος του βέλτιστου. Η λύση είναι να ανατίθεται η νομισματική πολιτική σε μία ανεξάρτητη και «συντηρητική» κεντρική τράπεζα η οποία έχει μικρότερη ανοχή στον υψηλό πληθωρισμό. Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν να συμφωνούν ότι παρότι η θεσμικά κατοχυρωμένη ανεξαρτησία δεν είναι ούτε αναγκαία ούτε ικανή συνθήκη για τη διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού, μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο υφίσταται.

2. Στόχοι, Εργαλεία και Στρατηγικές Νομισματικής Πολιτικής

Η έρευνα της νομισματικής πολιτικής εκκινεί από την κατανόηση της στρατηγικής την οποία εφαρμόζουν οι αρχές άσκησης, όπως και του τελικού, ενδιάμεσου και λειτουργικού στόχου της. Το τελευταίο είναι κρίσιμο προαπαιτούμενο για την επιτυχή ανάπτυξη θεωρητικών υποδειγμάτων καθοδήγησης της νομισματικής πολιτικής, όπως και για τον εμπειρικό τους έλεγχο. Επακόλουθα, απαιτείται γνώση της φύσης των εργαλείων πολιτικής που χρησιμοποιούνται, για παράδειγμα, αν τα επιτόκια καθορίζονται διοικητικώς ή διαμορφώνονται ελεύθερα στην αγορά. Σ' ένα επόμενο βήμα, πρέπει να εξερευνηθούν οι μηχανισμοί βάσει των οποίων μεταβολές στην κατεύθυνση (επεκτατική ή περιοριστική) της νομισματικής πολιτικής επιδρούν στις συνθήκες των χρηματοπιστωτικών αγορών και, μέσω αυτών, στις επιλογές κατανάλωσης, αποταμίευσης και επένδυσης των οικονομικών μονάδων.²

Τελικώς, η κατανόηση των επιλογών πολιτικής και η αποτίμηση της αποτελεσματικότητάς τους απαιτεί γνώση του θεσμικού πλαισίου μέσα στο οποίο ασκείται η νομισματική πολιτική. Μία παρουσίαση του τρόπου άσκησης της νομισματικής πολιτικής³ παρέχεται στο [Box 1](#) (σελ. 4-5).

3. Η Ελληνική νομισματική πολιτική μετά τον Δεύτερο παγκόσμιο Πόλεμο

Η Ελληνική οικονομία μετά τον Δεύτερο παγκόσμιο Πόλεμο βασιζόταν κυρίως στη γεωργία και το εμπόριο, οι υποδομές ήταν περιορισμένες και κυρίως κρατικές και υπήρχε κάποια ελαφρά βιομηχανία. Η Λαζαρέτου (2005) παρατηρεί ότι η αξιόπιστη συμμετοχή της δραχμής στο διεθνές νομισματικό καθεστώς της εποχής ήταν αδύνατη εξαιτίας των μακροχρόνιων πολεμικών προετοιμασιών, των επίμονων δημοσιονομικών ελλειμμάτων και της

² Γενικά ομιλώντας, η επίδραση της νομισματικής πολιτικής στον πληθωρισμό και το πραγματικό ΑΕΠ εξαρτάται από το αν η μεταβολή της πολιτικής ήταν αναμενόμενη και πώς μετασχηματίζει τις προσδοκίες για τη μελλοντική πολιτική.

³ Η ανάλυση αντλεί αναφορές από τους Bindseil (2004), Brissimis et al (2001) και Λαζαρέτου (2005).

απροθυμίας των κυβερνήσεων να πάρουν επώδυνα μέτρα εξυγίανσης των δημόσιων οικονομικών. Επομένως, η στόχευση της νομισματικής πολιτικής ήταν να διατηρήσει την μετατρεψιμότητα του νομίσματος σε χρυσό. Αυτό επιδιωκόταν άλλοτε εντός ενός συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ή μέσω πρόσδεσης σ' ένα ισχυρό νόμισμα το οποίο να διατηρεί μία σταθερή σχέση ανταλλαγής με το χρυσό. Ο λειτουργικός στόχος της νομισματικής πολιτικής ήταν το βραχυχρόνιο προεξοφλητικό επιτόκιο επί της διευκόλυνσης η οποία παρεχόταν στις τράπεζες. Δεδομένων των περιορισμών ρευστότητας που αντιμετώπιζαν οι τράπεζες, αυτό το επιτόκιο ήταν ένα αποτελεσματικό εργαλείο για τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος και του πληθωρισμού. Κατά τη διάρκεια του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου, οι οικονομικές δυσκολίες και η επακόλουθη αποδόμηση της εθνικής παραγωγής και του νομισματικού συστήματος κατά τη διάρκεια της Γερμανικής κατοχής επέφερε την πλήρη κατάρρευση της αξίας του νομίσματος και υπερπληθωρισμό.

3.1 Η περίοδος του Bretton-Woods

Το τέλος του πολέμου βρήκε την Ελληνική οικονομία εξαντλημένη. Η νομισματική αστάθεια εκδηλωνόταν με τη μορφή υψηλού και ευμετάβλητου ρυθμού πληθωρισμού, υψηλή ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και χαμηλή εμπιστοσύνη του κοινού στη δραχμή. Οι πρώτες προσπάθειες ανελήφθησαν από τους Διοικητές της ΤτΕ με στόχο τη νομισματική σταθεροποίηση και την οικονομική ανασυγκρότηση. Τα μέτρα περιελάμβαναν ελέγχους τιμών, επιδοτήσεις και υποτιμήσεις. Ήταν ωστόσο ατελέσφορα. Η Λαζαρέτου (2003) το αποδίδει αυτό στα βάρη των προπολεμικών δανείων, την αποτυχία να περικοπούν οι δημόσιες δαπάνες και να συλληθούν φόροι, την αποτυχία να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της σπάνης των αγαθών και την πολιτική κρίση που ξεκίνησε τον Δεκέμβριο του 1944. Μετά το 1946, η νομισματική πολιτική μεταβιβάστηκε σε μία νέα οντότητα, τη Νομισματική Επιτροπή, η οποία απετελείτο από πέντε υπουργούς της κυβέρνησης και τον διοικητή της ΤτΕ. Σ' αυτή τη νέα περίοδο, ως λειτουργικός στόχος της νομισματικής πολιτικής ετέθη η νομισματική βάση. Αυτή η αλλαγή προσανατολισμού αντανάκλασε την άνοδο της

επιρροής της Μετακεϋνσιανής Ποσοτικής Θεωρίας του χρήματος στην άσκηση της κεντρικής τραπεζικής (Λαζαρέτου, 2005), η οποία ασκούσε κριτική στις πολιτικές διαχείρισης των επιτοκίων διευκόλυνσης των τραπεζών και προέκρινε τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος μέσω Πράξεων Ανοιχτής Αγοράς (Open Market Operations, OMOs). Ωστόσο, τα εργαλεία πολιτικής με τα οποία η ΤτΕ επιχειρούσε να ελέγξει την προσφορά χρήματος ήταν αμφότερα το προεξοφλητικό επιτόκιο και οι μεταβολές επί του λόγου των υποχρεωτικών διαθεσίμων τα οποία οι τράπεζες διατηρούσαν στην ΤτΕ. Παρότι αυτή η προσπάθεια ήταν πιο οργανωμένη, η θέση της νομισματικής πολιτικής παρέμεινε χαλαρή, κυρίως λόγω της ανάγκης παροχής πιστώσεων για τη χρηματοδότηση της οικονομικής ανάκαμψης. Έτσι, η προσπάθεια δεν παρήγαγε απτά αποτελέσματα μέχρι την αρχή της δεκαετίας του 1950.

Το 1953 η δραχμή υποτιμήθηκε κατά 50% και εισήλθε στο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton-Woods με τη σταθερή ισοτιμία των 30 δραχμών ανά δολάριο ΗΠΑ. Παράλληλα, η δημοσιονομική, η νομισματική και η εισοδηματική πολιτική έγιναν πιο περιοριστικές. Η συμμετοχή στο Bretton-Woods έδωσε στην Ελληνική νομισματική πολιτική την αξιοπιστία που της έλειπε. Ο συνδυασμός αυτών των παραγόντων οδήγησε στην εμπέδωση χαμηλού και προβλέψιμου πληθωρισμού (2,4% κατά μέσο όρο και με χαμηλή διακύμανση κατά τη διάρκεια όλης της περιόδου 1953-1973). Οι Αλογοσκούφης και Λαζαρέτου (2002) περιγράφουν αυτά τα χρόνια ως τη Χρυσή Περίοδο της δραχμής. Βοηθώντας του χαμηλού πληθωρισμού, τα επιτόκια ορίζονταν διοικητικά καθ' όν τρόπο ώστε να διατηρείται μία χαμηλή διαφορά επιτοκίων χορηγήσεων και καταθέσεων στη λιανική τραπεζική (3,9 % κατά μέσο όρο μεταξύ 1953-1971 σύμφωνα με τη Λαζαρέτου, 2005,σελ.9). Πολλοί διοικητικοί περιορισμοί στη λειτουργία των αγορών εγκατελήφθησαν. Παρά ταύτα, ο χρηματοπιστωτικός τομέας στην Ελλάδα, όπως και σε πολλές άλλες χώρες εκείνη την περίοδο, παρέμεινε υπό αυστηρούς ρυθμιστικούς κανονισμούς ως προς το ποιές δραστηριότητες μπορούσαν να χρηματοδοτηθούν και σε ποιά τιμή. Τα μέτρα περιελάμβαναν υποχρεωτική τήρηση διαθεσίμων των τραπεζών στην ΤτΕ, υποχρεωτικές

τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου και χαμηλή οροφή στη χρηματοδότηση μη παραγωγικών δραστηριοτήτων. Ωστόσο, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού στο νόμισμα επέδρασε αυξητικά στις καταθέσεις στις τράπεζες κι έτσι μετρίασε την ανάγκη η ΤτΕ να χρηματοδοτεί παραγωγικές δραστηριότητες τυπώνοντας χρήμα και άρα πυροδοτώντας τον πληθωρισμό. Παράλληλα, η απελευθέρωση του εγχώριου και διεθνούς εμπορίου συνέβαλε στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας. Αυτές οι εξελίξεις έδωσαν ώθηση στις επενδύσεις-δημόσιες, ιδιωτικές και ξένες- και συνέβαλαν στη διατήρηση υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης. Η πολιτική σταθερότητα και η κοινωνική ειρήνη ήταν επίσης κρίσιμες παράμετροι υψής επιτυχίας. Αυτό ωστόσο τερματίστηκε απότομα με την εγκατάσταση της δικτατορίας το 1967.

3.2 Η περίοδος της Διοικούμενης Διακύμανσης (Dirty Floating)

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

αποκατάσταση της Δημοκρατίας το 1974.⁴ Σε συμφωνία με τις διεθνείς τάσεις, το κράτος επεξεύε τις δραστηριότητές του ως παραγωγός και εργοδότης και αναμείχθηκε ενεργά σε πολιτικές αναδιανομής εισοδήματος. Ως προτεραιότητα της νομισματικής πολιτικής ετέθη η χαλιναγώγηση του πληθωρισμού και η διόρθωση των ανισοροπιών του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η οικονομική πολιτική έπρεπε επίσης να προωθή το στόχο της ένταξης στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα (ΕΟΚ). Ο τελικός στόχος της νομισματικής πολιτικής, εξειδικευόταν διαφορετικά κάθε έτος στην Έκθεση του Διοικητή της ΤτΕ. Γενικώς όμως εξυπηρετούσε τη διττή αποστολή της καταπολέμησης του πληθωρισμού αλλά και της υποστήριξης της οικονομικής ανάπτυξης, κάθε φορά σε συμφωνία με τις κυβερνητικές προτεραιότητες.

Το 1975, ακολουθώντας την πρακτική άλλων ανεπτυγμένων χωρών, η ΤτΕ ανακοίνωσε ενδιάμεσους στόχους για τους νομισματικούς δείκτες και τη νομισματική επέκταση.⁵ Παράλληλα, παρακολουθούντο η συναλλαγματική ισοτιμία και η κατανομή πιστώσεων στους διάφορους τομείς της οικονομίας. Η ισοτιμία δεν ήταν μεταβλητή-στόχος της νομισματικής πολιτικής, με εξαίρεση την περίοδο από το τέλος του 1973 έως το Μάρτιο του 1975, όταν η δραχμή ακολουθούσε τις διακυμάνσεις του δολαρίου. Η θέση ενδιάμεσων στόχων

⁴ Χαρακτηριστικά, οι εβδομαδιαίες απολαβές των εργαζόμενων χαμηλής εξειδίκευσης στη μεταποίηση αυξάνονταν ετησίως κατά 22,7 % κατά μέσο όρο μεταξύ 1975-1981 (Garganas and Tavlas, 2001).

⁵ Ποσοτικοί στόχοι για τη δημιουργία χρήματος και την πιστωτική επέκταση ανακοινώνονταν μέχρι και το 2000. Όσον αφορά την προσφορά χρήματος, αρχικώς ετίθετο στόχος για το μέγεθος του M0. Το 1982, ο στόχος άλλαξε στο M3 και χαρακτηρίστηκε «κεντρικός στόχος της νομισματικής πολιτικής». Εξαιτίας της αστάθειας της ζήτησης χρήματος από την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και των κινήσεων κεφαλαίου, ο νομισματικός στόχος αποδείχτηκε αναποτελεσματικός. Έτσι το 1971, εγκαινιάστηκε η συμπληρωματική παρακολούθηση του M4. Αφότου ολοκληρώθηκε η απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίου το 1974, ο νομισματικός στόχος πέρασε σε δεύτερη μοίρα και δόθηκε προτεραιότητα στην παρακολούθηση της πορείας της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Έτσι, από το 1978, μία ενδεικτική μόνο πρόβλεψη για το ρυθμό μεταβολής του M4 ανακοινωνόταν (Λαζαρέτου, 2005).

αντανακλά την αντίληψη των κεντρικών τραπεζιτών ότι κανένας επιμέρους δείκτης δεν μπορεί να συνοψίσει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής ενώ όλοι οι δείκτες δέχονται επιδράσεις και από εξωγενείς παράγοντες (Garganas and Tavlas, 2001). Οι ενδιάμεσοι στόχοι ήταν ευέλικτοι: μπορούσαν να προσαρμοστούν εντός του έτους ανάλογα με την οικονομική κατάσταση με κριτήριο την καλύτερη εξυπηρέτηση του τελικού στόχου. Παρότι έθετε ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους, η ΤτΕ συχνά αναφερόταν στο βασικό επιτόκιο ως ένα μέσο για την επίτευξη των νομισματικών και πιστωτικών στόχων. Μάλιστα, αμφοτέρωτα το προεξοφλητικό επιτόκιο και το επιτόκιο υπεραναλήψεων των τραπεζών από την ΤτΕ αυξήθηκαν το 1975. Ωστόσο, το επιτόκιο δεν αναφερόταν ρητώς ως λειτουργικός στόχος μέχρι τη δεκαετία του 1990. Εφόσον τα επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων οριζόνταν διοικητικά, οι παρεμβάσεις στις αγορές χρήματος δεν ήταν αναγκαίες και άρα ήταν σπάνιες. Επίσης, το ποσοστό των υποχρεωτικών διαθεσίμων που τοποθετούσαν οι τράπεζες στην ΤτΕ αυξήθηκε και εφαρμόστηκε και για τις καταθέσεις σε ξένο νόμισμα. Οι τράπεζες υποχρεώνονταν να επενδύουν μέρος αυτών των διαθεσίμων σε έντοκα γραμμάτια και ομόλογα του Δημοσίου μ' ένα σχετικά χαμηλό επιτόκιο. Αυτό αποσκοπούσε όχι μόνο στον έλεγχο της ρευστότητας αλλά και στη μείωση του κόστους του δανεισμού του Δημοσίου. Έκτοτε, τα υποχρεωτικά διαθέσιμα μεταβάλλονταν, αν και όχι συχνά, καθότι αποδείχτηκαν αναποτελεσματικό εργαλείο για τον έλεγχο της ρευστότητας βραχυχρονίως.

Οι προαναφερθείσες εξελίξεις υπαγορεύτηκαν εν μέρει από τις πετρελαϊκές κρίσεις του 1973 και το 1979, οι οποίες επέφεραν μεγάλες αυξήσεις στις τιμές του πετρελαίου και των πρώτων υλών. Μετά την πρώτη κρίση οι χώρες υιοθέτησαν προσαρμοστική νομισματική πολιτική με στόχο τον περιορισμό των επιδράσεων της κρίσης στο προϊόν και την απασχόληση. Ακολούθησε μία κατακόρυφη άνοδος του πληθωρισμού διεθνώς σε διψήφια νούμερα. Χώρες, όπως η Ελλάδα, των οποίων οι πολιτικές ήταν πιο ανεκτικές έναντι του πληθωρισμού, βίωσαν ένα βαθμιαίο δυνάμωμα των πληθωριστικών προσδοκιών. Αυτό τις έκανε πιο ευάλωτες όταν ξέσπασε η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση και μεγέθυνε την επίδρασή της. Μετά τη δεύτερη

κρίση, οι περισσότερες αναπτυγμένες χώρες έθεσαν ως κύριο στόχο της πολιτικής τους τον αποπληθωρισμό και αναπροσανατολίστηκαν προς ένα μεσοχρόνιο ορίζοντα. Κατάφεραν έτσι στις αρχές του 1980 να επαναφέρουν τον πληθωρισμό σε μονοψήφια νούμερα. Η Ελληνική νομισματική πολιτική ωστόσο (πολλαπλοί στόχοι για τους νομισματικούς δείκτες) συνέχισε να έχει επεκτατική κατεύθυνση μέχρι το 1982 (ΤτΕ, Έκθεση του Διοικητή για το 1983, σελ.31). Οι Garganas and Tavlas (2001) εκτιμούν ότι η αποτυχία του μείγματος πολιτικής οδήγησε στην απώλεια αξιοπιστίας και την παγίωση του υψηλού πληθωρισμού (μέχρι 25%) και αυξήσεις των μισθών. Αυτό επέβαλλε την ταχεία διολίσθηση της δραχμής ώστε να εξισορροπηθεί η απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας.

Ένας σημαντικός λόγος για την αναποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής ήταν η έλλειψη ευελιξίας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ελλάδα υπέκειτο σε εκτεταμένους ελέγχους και κανονισμούς μέχρι τις αρχές του 1950. Ο σφιχτός έλεγχος σε συνδυασμό με τον υψηλό βαθμό συγκέντρωσης του τραπεζικού συστήματος είχε ως αποτέλεσμα τη χαμηλή αποδοτικότητα των τραπεζών και την έλλειψη ανταγωνισμού μεταξύ των.⁶ Οι κεφαλαιαγορές ήταν ακόμα ανεπαρκώς ανεπτυγμένες. Το κανονιστικό πλαίσιο επιδίωκε τη διατήρηση χαμηλού κόστους χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα, την παροχή κινήτρων στη γεωργία και, ενίοτε, την αποθάρρυνση της καταναλωτικής πίστης. Το κύριο εργαλείο πολιτικής ήταν ο έλεγχος των επιτοκίων για όλα τα δάνεια και τις καταθέσεις, επικουρούμενος από ελέγχους και επιλεκτική κατανομή πιστώσεων. Αυτή η πρακτική είχε ως αποτέλεσμα την εξάλειψη των κινδύνων επιτοκίου και, κατ' ουσίαν τον διοικητικό ορισμό των περιθωρίων κέρδους. Οι τράπεζες δεν ήταν επίσης εξοικειωμένες με τον συναλλαγματικό κίνδυνο εξαιτίας της εμπειρίας του Bretton Woods, ώστε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό

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

σύστημα χαρακτηριζόταν από ελλιπή διαχείριση κινδύνων. Επιπροσθέτως, οι διεθνείς κεφαλαιακές συναλλαγές ήταν σε μεγάλο βαθμό απαγορευμένες για τους κατοίκους της ημεδαπής. Όλοι αυτοί οι περιορισμοί παρακάμπτονταν συχνά, κυρίως αυτοί επί του λογαριασμού κεφαλαίων, και δεν εφαρμόζονταν αμερόληπτα στις διάφορες τράπεζες, προκαλώντας έτσι στρεβλώσεις. Τελικά, οι περιορισμοί περιορίζαν τα διαθέσιμα εργαλεία και περιέκοπταν το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, υπονομεύοντας την αποτελεσματικότητά της. Επιπρόσθετα, η διατήρηση τεχνητά χαμηλών πραγματικών επιτοκίων συμπίζε την τάση προς αποταμίευση σε χρηματοοικονομικά κεφάλαια και μείωνε την αποτελεσματικότητα των επενδύσεων (Garganas and Tavlas, 2001).⁷ Παρ' όλα αυτά, οι διοικητικοί έλεγχοι επέτυχαν σ' ένα μεγάλο βαθμό τη διοχέτευση αποταμιεύσεων για την ευχερή χρηματοδότηση της βιομηχανίας και των εξαγωγών, αν και μερικώς εις βάρος του εμπορίου. Οι εισαγωγές και η κατανάλωση αγαθών πολυτελείας αποθαρρύνονταν.

Την περίοδο από τον Ιούνιο του 1980 μέχρι το τέλος του 1982, εφαρμόστηκε μια πολιτική ελεγχόμενης υποτίμησης της δραχμής. Ο ρυθμός υποτίμησης σχεδιαζόταν με στόχο να διατηρεί την ανταγωνιστικότητα των Ελληνικών προϊόντων χωρίς να τροφοδοτούνται οι πληθωριστικές προσδοκίες.⁸ Παρα ταύτα, ο πληθωρισμός παρέμεινε άνω του 20% έως και το 1985. Ο κύριος λόγος ήταν ότι η νεοεκλεγείσα σοσιαλιστική κυβέρνηση έδωσε προτεραιότητα σε οικονομικές πολιτικές αναδιανομής εισοδήματος. Αυτές οι πολιτικές χρηματοδοτήθηκαν, κατά το μάλλον ή ήττον, από δημόσιο δανεισμό. Αυτό οδήγησε σε επιδείνωση των ανισορροπιών του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, σε αυξήσεις του κατά μονάδα εργασίας κόστους προϊόντος (unit labor cost) που

⁷ Το πρώτο βήμα της απελευθέρωσης ανελήφθη μόλις το 1978 όταν η ΤτΕ επέτρεψε στις τράπεζες να θέτουν ελευθέρως το διατραπεζικό επιτόκιο. Αυτό το μέτρο οδήγησε αργότερα σε αύξηση των επιτοκίων, ενισχύοντας έτσι το κίνητρο για αποταμίευση και περιορίζοντας την πιστωτική επέκταση.

⁸ Όπως παλαιότερα, η συναλλαγματική ισοτιμία δεν ήταν μεταβλητή-στόχος σ' αυτή την περίοδο μέχρι το 1995, με εξαίρεση το 1983 όταν η δραχμή ακολουθούσε τις διακυμάνσεις του δολαρίου.

υπερέβαιναν αυτές της παραγωγικότητας, σε μεγάλα δημοσιονομικά ελλείματα και υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους. Επιπροσθέτως, η καθιέρωση το 1982 της Αυτόματης Τιμαριθμικής Αναπροσαρμογής (ΑΤΑ), ενός συστήματος αυτόματης προσαρμογής των μισθών σε μεταβολές του πληθωρισμού (των προβλέψεων για τον πληθωρισμό από το 1986), συνέτεινε στην παγίωση των πληθωριστικών προσδοκιών.

Η νομισματική πολιτική δεν αντιστάθμιζε την δημοσιονομική και πιστωτική επέκταση αλλά χαρακτηριζόταν μάλλον από αστάθεια. Μάλιστα, στο τέλος του 1981, κάποιες κατηγορίες επιτοκίων μειώθηκαν σημαντικά δίνοντας το σήμα επεκτατικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Αυτό αποκαλύπτει την υπαγωγή της νομισματικής πολιτικής στο στόχο της μείωσης του κόστους δανεισμού για την κυβέρνηση. Τα πραγματικά επιτόκια στα 12-μηνα έντοκα γραμμάτια παρέμειναν αρνητικά μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1980.⁹ Ωστόσο, η επέκταση της δημόσιας κατανάλωσης, σε συνδυασμό με τη διοχέτευση των περισσότερων επιδοτήσεων της ΕΟΚ από το 1981 και μετά προς την ιδιωτική κατανάλωση (κυρίως εισαγόμενων αγαθών), οδήγησαν σε αποδυνάμωση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων και σε πολύ χαμηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.¹⁰ Η αναδιανομή εισοδήματος

⁹ Ο στόχος για τον πληθωρισμό θεωρήθηκε λιγότερο σημαντικός από άλλους στόχους, κυρίως την υποστήριξη της οικονομικής δραστηριότητας, τον περιορισμό της ανεργίας και την αποφυγή εξωτερικών ανισορροπιών, όπως και σε πολλές άλλες χώρες εκείνη την περίοδο, *ιδε Garganas and Tavlas (2001)*. Οι συγγραφείς, χρησιμοποιώντας Διανυσματικά Υποδείγματα Διόρθωσης Λαθών (Vector Error Correction Models) και ελέγχους αιτιότητας, έδειξαν ότι, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, η άνοδος των δημοσιονομικών ελλειμμάτων προκάλεσε την επιτάχυνση του M3 ενώ το αντίστροφο δεν ισχύει.

¹⁰ Κρίσιμη ως προς αυτό ήταν η αδυναμία της κυβέρνησης να κοινωνικοποιήσει τις άρτι εθνικοποιημένες επιχειρήσεις, με άλλα λόγια να τις μεταβάλλει σε παραγωγικούς οργανισμούς που εργάζονται για το ευρύτερο συμφέρον της κοινωνίας και όχι μόνο των διοικούντων ή των εργαζομένων σε αυτές, *ιδε Stiglitz (2003, σελ 8)*. Οι Mourmouras και Arghyroy (1999) προσθέτουν ότι για την εμφάνιση συμπτωμάτων στασιμοπληθωρισμού ευθύνεται, μεταξύ άλλων, η διάβρωση του δημόσιου τομέα από διάφορα μαχητικά εργατικά συνδικάτα.

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

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

Στο μεσοδιάστημα, ο επιμένων υψηλός πληθωρισμός μαζί με ένα ποσοστό υποτίμησης του νομίσματος το οποίο δεν αντιστάθμιζε πλήρως τις διαφορές πληθωρισμού με τους εμπορικούς εταίρους της χώρας οδήγησαν σε πραγματική ανατίμηση και άρα ανταγωνιστικό μειονέκτημα και κερδοσκοπικές πιέσεις. Αυτό επέβαλλε την υποτίμηση της δραχμής κατά 16% έναντι του δολαρίου και 15,5% έναντι του ECU στις αρχές του 1983. Ωστόσο, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ήταν μόνο προσωρινή. Η ανάπτυξη παρέμεινε χαμηλή, ο πληθωρισμός υψηλός και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έφθασε να έχει έλλειμμα ίσο με 10% του ΑΕΠ το 1985. Το φαινόμενο ήταν μοναδικό στην Ελλάδα μεταξύ των βιομηχανικών χωρών και δεν μπορεί να αποδοθεί σε εξωτερικούς παράγοντες. Νομοτελειακά λοιπόν, ακολούθησε νέα υποτίμηση της δραχμής κατά 15% έναντι του ECU στις 11 Οκτωβρίου του 1985.

Αυτή τη φορά όμως, η κυβέρνηση ανακοίνωσε παράλληλα με την υποτίμηση (και εν όψει των επιπτώσεων πληθωριστικών της επιπτώσεων) τη στροφή σε αντιπληθωριστική πολιτική με την εφαρμογή ενός διετούς προγράμματος σταθεροποίησης. Οι εισοδηματικές πολιτικές συνιστούσαν ένα μεγάλο μέρος αυτού του προγράμματος. Ως μέρος αυτού του προγράμματος νομοθετήθηκε ο ελεύθερος προσδιορισμός των επιτοκίων. Επακόλουθα, η ΤτΕ άλλαξε το λειτουργικό στόχο της και επεδίωκε πλέον τη διατήρηση υψηλών πραγματικών επιτοκίων ούτως ώστε να καταπολεμήσει τον πληθωρισμό και τις ανισορροπίες του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και να ελέγξει την πιστωτική επέκταση και τη ρευστότητα.¹¹ Η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών επέτρεψε τη χρησιμοποίηση έμμεσων εργαλείων νομισματικού ελέγχου. Το εργαλείο το οποίο κυριάρχησε προοδευτικά ήταν οι Πράξεις Ανοιχτής Αγοράς (ΠΑΑ, Open Market Operations), το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο εργαλείο στις ανεπτυγμένες χρηματοοικονομικές αγορές για την αποτελεσματική και έγκαιρη άσκηση επίδρασης επί των επιτοκίων.¹² Ο

¹¹ Το επιτόκιο υπεραναλήψεων των τραπεζών από την ΤτΕ έφθασε το 30%, γεγονός που ενθάρρυνε τις τράπεζες να διατηρούν ρευστά διαθέσιμα αντί να δανείζονται από την ΤτΕ.

¹² Οι ΠΑΑ περιλαμβάνουν συμφωνίες επαναγοράς, π.χ. αγορά χρηματοοικονομικών εργαλείων στην άμεση αγορά με μία

έλεγχος των δανειοδοτικών δραστηριοτήτων των τραπεζών εγκαταλείφθηκε πλήρως το 1988. Στο νέο απελευθερωμένο πλαίσιο, η ΤτΕ ανέλαβε το ρόλο της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

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

Η παραπάνω ανάλυση κατατείνει στο συμπέρασμα ότι, μέχρι και το τέλος της δεκαετίας του 1980, η ΤτΕ απέκλινε συστηματικά από τους νομισματικούς στόχους τους οποίους ανακοίνωνε. Οι σημαντικότεροι λόγοι αυτής της αποτυχίας ήταν: α) η έλλειψη ανεξαρτησίας στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, η οποία υποτασσόταν στο στόχο της χρηματοδότησης των μεγάλων και σχεδόν μόνιμων δημοσιονομικών ελλειμμάτων, β) η αστάθεια της ζήτησης για χρήμα και οι καινοτομίες στις χρηματοοικονομικές αγορές (τις οποίες ενέπνεαν οι υψηλοί ρυθμοί πληθωρισμού), τα οποία κατέληγαν σε δυσκολία να ελεγχθεί η νομισματική επέκταση, γ) η έλλειψη έμμεσων εργαλείων πολιτικής, (μεταβολές

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

επιτοκίων, ΠΑΑ), η οποία σήμαινε ότι η νομισματική πολιτική διεξαγόταν σχεδόν αποκλειστικά με την επιβολή διοικητικών ελέγχων, δ) η παράκαμψη από τους συναλλασσόμενους των ελέγχων, η οποία διάβρωνε την αποτελεσματικότητά τους. Ως συνέπεια, από το 1988, η ΤτΕ υιοθέτησε ως στόχο ένα εύρος διακύμανσης των νομισματικών μεγεθών αντί για ακριβείς τιμές, και έδωσε έμφαση σε ευρύτερα μεγέθη, όπως το M4 και το M4N.

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

Οι πληθωριστικές πιέσεις αναζωπυρώθηκαν διεθνώς λόγω της αυξήσεως των τιμών του πετρελαίου το 1990, της οικονομικής ανάκαμψης στις βιομηχανικές χώρες και των δημοσιονομικών επιδράσεων της επανένωσης της Γερμανίας. Στην Ελλάδα, αυτές οι πιέσεις ενισχύθηκαν έτι περαιτέρω από μία επιδείνωση των εγχώριων μακροοικονομικών ανισοροπιών, ιδιαιτέρως των ογκούμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων και των μισθολογικών αυξήσεων. Επιπροσθέτως, οι συνεχείς εκλογικές αναμετρήσεις καλλιέργησαν κλίμα πολιτικής αβεβαιότητας. Ο συνδυασμός όλων αυτών των παραμέτρων οδήγησε σε ισχυρές πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος και τις χρηματαγορές το Μάρτιο του 1990. Η ΤτΕ έκανε παρεμβάσεις ελέγχου της ρευστότητας των τραπεζών και της πιστωτικής επέκτασης (Έκθεση του Διοικητή για το 1990) με στόχο να αποφύγει αποκλίσεις από τους περιοριστικούς νομισματικούς και πιστωτικούς στόχους τους οποίους είχε ανακοινώσει τον Φεβρουάριο του 1990. Τα μέτρα επέφεραν αύξηση των επιτοκίων δανεισμού των τραπεζών κατά 1-1.5 ποσοστιαίες μονάδες και έκαμψαν τις κερδοσκοπικές πιέσεις. Ως απάντηση στις

πληθωριστικές πιέσεις, η ΤτΕ κατόρθωσε να τηρήσει τους στόχους της για το M3 και την πιστωτική επέκταση το 1991. Ως προς αυτό επιβιοθήθηκε από μία μετατόπιση από τις καταθέσεις ταμειευτηρίου και προθεσμίας προς τα κρατικά ομόλογα την οποίαν επέφεραν τα επίμονα δημοσιονομικά ελλείμματα και η επίδραση την οποίαν αυτά είχαν στις σχετικές αποδόσεις των ομολόγων. Η κυβέρνηση επίσης ανταποκρίθηκε εγκαταλείποντας το σύστημα της ATA και συσφίγγοντας τη εισοδηματική πολιτική.

3.3 Η πορεία προς την Ευρωζώνη

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

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

Έχοντας ξεπεράσει την κρίση χωρίς σημαντικές απώλειες, η χώρα έδρεψε τα πρώτους καρπούς των μέτρων για την ικανοποίηση των κριτηρίων του Maastricht. Ο συνδυασμός της περιοριστικής εισοδηματικής πολιτικής και της ασθενούς οικονομικής ανάπτυξης (1% κατά μέσο όρο) συνεισέφεραν στην σημαντική μείωση του πληθωρισμού, από 20% σε 11% κατά τη διάρκεια της περιόδου 1991-1994. Η αύξηση του M3 και των εγχωρίων πιστώσεων επιβραδύνθηκαν σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, αν και ξεπέρασαν τους ανακοινωθέντες στόχους για το 1992 και το 1993. Η συναλλαγματική πολιτική συνεισέφερε

επίσης στο στόχο. Το γεγονός ότι η Ελληνική οικονομία είχε γίνει πολύ πιο ανοιχτή σε σύγκριση με προηγούμενες δεκαετίες επαύξησε την αποτελεσματικότητά της συναλλαγματικής πολιτικής στο να μεταβάλλει τις σχετικές τιμές των ελληνικών προϊόντων έναντι των ξένων. Η μείωση του πληθωρισμού μετρίασε τις πιέσεις επί της δραχμής. Παρά ταύτα, η πολιτική της αργής διολίσθησης της δραχμής οδήγησε στη συσσώρευση πραγματικής υποτίμησης του νομίσματος (Αλογοσκούφης και Λαζαρέτου, 2002). Τούτέστιν, ο πληθωρισμός προσαρμόζονταν με χρονική υστέρηση. Ένας σημαντικός λόγος γι αυτό ήταν η επιμονή των δημοσιονομικών ελλειμμάτων σε διψήφια νούμερα, το οποίο είχε ως συνέπεια την διατήρηση υψηλών πραγματικών επιτοκίων και την αύξηση του δημόσιου χρέους. Αυτό το γεγονός συνέβαλλε στη δημιουργία προσδοκίων νομισματικής επέκτασης, υπονομεύοντας έτσι την αξιοπιστία της αντιπληθωριστικής προσπάθειας των νομισματικών αρχών.

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

Η ΕΕ είχε θέσει ως καταληκτική προθεσμία την 1^η Ιουλίου του 1994 για την πλήρη απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίων. Η αγορά ωστόσο πίστευε ότι είχε συσσωρευτεί πραγματική ανατίμηση και ότι η απελευθέρωση θα συνοδευόταν από επιτάχυνση της διολίσθησης ή εφάπαξ υποτίμηση ώστε η Ελλάδα να μπει στο ΕΝΣ με μία ανταγωνιστική ισοτιμία. Επίσης, αμφισβητείτο η ικανότητα της κυβέρνησης να αποπληρώσει το διογκούμενο εξωτερικό χρέος. Ως αποτέλεσμα, εκροές κεφαλαίων σημειώθηκαν τον Μάιο του 1994. Οι αρχές τότε αναγκάστηκαν να προχωρήσουν στην πλήρη απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίων χωρίς προειδοποίηση στις 16 Μαΐου 1994. Η ΤτΕ απέκρουσε τις πιέσεις με μία δραματική αύξηση του επιτοκίου παρέμβασης και την επιβολή μίας επιπρόσθετης προσαύξησης 0,4% στις υπεραναλήψεις των τραπεζών. Αυτά τα μέτρα αποδείχτηκαν επιτυχή και οδήγησαν στην επιστροφή των κεφαλαίων που είχαν εκρυσθεί και την αποκατάσταση των επιτοκίων και της συναλλαγματικής ισοτιμίας στα επίπεδά τους προ της αναταραχής.

Εδώ αξίζει να γίνει μία παρένθεση. Οι εισροές κεφαλαίων στην Ελλάδα μπορούν να αποδοθούν στο γεγονός ότι, από το τέλος της δεκαετίας του 1980, οι *ex ante* αποδόσεις των ελληνικών χρεογράφων, μετά από προσαρμογή για την πραγματική υποτίμηση, υπέρκειντο εκείνης των ξένων κεφαλαίων (Brissimis and Gibson, 1997). Οι εισροές αυτές βέβαια, όπως και σε πολλές άλλες χώρες εκείνη την περίοδο, υπόκειντο σε περιοδικές αντιστροφές. Κυριότερα, οι εισροές κεφαλαίων παρακώλυαν την τήρηση περιοριστικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Οι Brissimis et al (2001) σημειώνουν ότι, κατά περιόδους, οι εισροές κεφαλαίων δυσχεραίνουν τον εντοπισμό των αιτιών που θέτουν το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής σε κίνηση. Οι εισροές θα μπορούσαν να αποθαρρυνθούν εάν επιτρεπόταν στη συναλλαγματική ισοτιμία να υπερτιμηθεί περεταίρω. Ωστόσο, αυτό θα έθετε εν αμφιβόλω το στόχο της συναλλαγματικής ισοτιμίας και επίσης θα ασκούσε πιέσεις στον τομέα των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων, άρα δεν ήταν επιθυμητό. Παράλληλα, οι αρχές δεν υπέκυπταν στον πειρασμό να χρηματοδοτήσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα με έκδοση χρήματος για να μην τροφοδοτήσουν τον πληθωρισμό. Επομένως,

ηξαρτώντο από τις χρηματαγορές για την άντληση πόρων. Για να πειστούν οι επενδυτές να αγοράσουν κρατικά ομόλογα, το κράτος έπρεπε να πληρώνει *risk premia*, γεγονός που διατηρούσε υψηλά τα επιτόκια. Αυτό με τη σειρά του προσέλκυε περεταίρω εισροές κεφαλαίων. Το εφικτό μέτρο αντιμετώπισης του προβλήματος ήταν η απορρόφηση της πλεονάζουσας ρευστότητας (*inflows sterilization*), ώστε να κερδηθεί χρόνος ώσπου οι μακροοικονομικές πολιτικές να καταστούν συνεπείς με τους στόχους. Πράγματι, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των Brissimis and Gibson (1997), η ΤτΕ αποστειρώσε κατά μέσο όρο το 65% των εισροών κεφαλαίων μεταξύ του 1991 και του 1995. Είναι πιθανόν το πρόβλημα των εισροών κεφαλαίων να ήταν λιγότερο οξύ αν είχε παρεμβληθεί ικανός χρόνος μεταξύ της απελευθέρωσης του εγχώριου χρηματοπιστωτικού προβλήματος και των διεθνών συναλλαγών κεφαλαίου, ώστε να έχουν συγκλίνει τα επιτόκια. Ωστόσο, η άρση των περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων επισπεύστηκε λόγω πιέσεων της αγοράς και της ανάγκης συμμόρφωσης προς τις επιταγές της ΕΕ.

Η συνεχιζόμενη απορρύθμιση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος επιβοήθησε στην αντιμετώπιση του προβλήματος. Η ανάπτυξη της εγχώριας αγοράς αύξησε τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών. Αυτό μείωσε τα επιτόκια χρηματοδότησης του χρέους: α) μειώθηκε η διαφορά επιτοκίων καταθέσεων-χορηγήσεων (*bid-ask spread*), από 11,8% το τρίτο τρίμηνο του 1994 σε 6,4% το τρίτο τρίμηνο του 2000, β) αυξήθηκε η συσχέτιση μεταξύ τραπεζικών επιτοκίων καταθέσεων και επιτοκίων αγοράς (πχ. του 12μηνου εντόκου γραμματίου). Ασφαλώς, ο ανταγωνισμός των τραπεζών οδήγησε στην προσφορά νέων, πιο εκλεπτυσμένων χρηματοοικονομικών προϊόντων στους πελάτες τους αλλά επίσης και σε αύξηση του όγκου των δανείων που χορηγούνταν στον εγχώριο τομέα, ιδίως στην καταναλωτική και στεγαστική πίστη. Αυτό το γεγονός αύξησε τη σημασία της ρύθμισης και της εποπτείας.

Στο μέσον του 1994, η κυβέρνηση ανακοίνωσε ένα αναθεωρημένο Πρόγραμμα Σύγκλισης το οποίο θα εφαρμοζόταν έως το 1999. Το ECOFIN ενέκρινε το Πρόγραμμα το Σεπτέμβριο του 1994. Ο κύριος στόχος του

ήταν να μειώσει το δημοσιονομικό έλλειμμα κατά 10 μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ, δηλαδή σε 3% του ΑΕΠ, έως το 1998. Το πρόγραμμα είχε σταδιακό χαρακτήρα και περιελάμβανε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Το 1995 η ΤτΕ ανακοίνωσε για πρώτη φορά ένα ποσοτικό στόχο, σε ετήσια βάση, για τη συναλλαγματική ισοτιμία, συγκεκριμένα μία διολίσθηση 3% έναντι του ECU μεταξύ της αρχής και του τέλους του έτους. Αυτός ο στόχος ήταν σχεδιασμένος έτσι ώστε να αντισταθμίζει μερικώς μόνο τις διαφορές πληθωρισμού της Ελλάδας έναντι των άλλων κρατών-μελών της ΕΕ. Ετέθη δε ως ενδιάμεσος στόχος προτεραιότητας, με επικουρικό αυτόν για τα νομισματικά μεγέθη.¹³ Η επιλογή αυτή ονομάστηκε «πολιτική της σκληρής δραχμής». Η συναλλαγματική ισοτιμία εξέλαβε το ρόλο «άγκυρας» σταθεροποίησης των πληθωριστικών προσδοκιών. Αυτό βασιζόταν στο σκεπτικό ότι ο –έναν και μόνο- στόχος για την ισοτιμία ήταν πιο ορατός στους οικονομικούς παράγοντες. Αυτό ηλιθιζόταν ότι θα έδινε στη νομισματική πολιτική την αξιοπιστία η οποία ήταν αναγκαία για την μείωση του κόστους σε όρους χαμένου προϊόντος που έχουν όλες οι περιοριστικές πολιτικές.¹⁴

Η εφαρμογή της πολιτικής της σκληρής δραχμής δεν συνοδεύτηκε από απότομες διακυμάνσεις της ισοτιμίας κατά τη διάρκεια του 1995, με εξαίρεση μία βραχύβια επιτάχυνση της διολίσθησης τον Μάρτιο. Ο στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία συνέχισε να έχει προτεραιότητα και το 1996 και επετεύχθη. Ο πληθωρισμός μειώθηκε στο 8,2% έναντι τελικού στόχου για 7% αλλά αυτό οφειλόταν κυρίως στην ανεπαρκή υποστήριξη της πολιτικής από τη δημοσιονομική και την εισοδηματική πολιτική, όπως και σε προσωρινές αυξήσεις στις τιμές των τροφίμων και του

¹³ Ο τελικός στόχος ήταν η μείωση του πληθωρισμού σε 8% το 1995. Ο δεύτερος ενδιάμεσος στόχος ήταν ο περιορισμός του ρυθμού αύξησης του M3 σε 7-9%. Επίσης παρακολουθείτο η εξέλιξη του M4 και των συνολικών εγχωρίων πιστώσεων. Ωστόσο, η προτεραιότητα του στόχου για την ισοτιμία καθιστούσε τα νομισματικά μεγέθη ενδογενείς μεταβλητές.

¹⁴ Η πρόσδεση του εγχώριου νομίσματος σε αυτό μίας χώρας με χαμηλό πληθωρισμό μπορεί να επιταχύνει τον αποπληθωρισμό διότι σταθεροποιεί τις τιμές των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών. Επίσης, επιβάλλεται de facto ένας περιορισμός στον ορισμό των τιμών και των μισθών, καθώς και στη συνολική ζήτηση, ιδίως το τμήμα της που αφορά την κρατική κατανάλωση (IMF, 1997, σελ. 90).

πετρελαίου. Παρόμοια αποτελέσματα καταγράφηκαν και το 1997, με το στόχο της ισοτιμίας να επιτυγχάνεται και το στόχο για το M3 να ξεπερνιέται ελαφρώς. Ωστόσο, η ΤτΕ ανακοίνωσε ότι δεν θα ανταποκρινόταν πλέον άμεσα σε μεταβολές των νομισματικών μεγεθών λόγω της αστάθειας που τα χαρακτηρίζει. Έως το τέλος του έτους, ο πληθωρισμός ήταν στο 4,7%, ελάχιστα πάνω από το στόχο της ΤτΕ για 4,5%. Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής αντανάκλατο στο υψηλό επίπεδο των ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων και την ανατίμηση κατά 17% της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά τη διάρκεια των ετών 1995-1997 (Garganas and Tavlas, 2001).¹⁵ Παρά ταύτα, η αύξηση του ΑΕΠ την ίδια περίοδο επιταχύνθηκε, φτάνοντας ένα μέσο όρο 2,8% ετήσιας ανάπτυξης, σε σύγκριση με 1% μεταξύ 1991 και 1994.

Εν τω μεταξύ, η διατήρηση υψηλών επιτοκίων και η αξιοπιστία της πρόσδεσης της ισοτιμίας κινητροδότησαν μία αναζωπύρωση των εισροών κεφαλαίων, μετά τον περιορισμό τους το 1995. Η ΤτΕ απορρόφησε την υπερβάλλουσα ρευστότητα, αρχικά με τη χρήση των διευκολύνσεων διάρκειας μίας ημέρας, και στη συνέχεια με εβδομαδιαίες δημοπρασίες συμβολαίων επαναγοράς (repos). Επιπλέον, ανέβασε το επίπεδο των υποχρεωτικών διαθεσίμων που τηρούσαν οι τράπεζες στην ΤτΕ ώστε να αυξηθεί το κόστος του χρήματος. Η παρέμβαση είχε κόστος για την ΤτΕ, καθώς μείωσε τα κέρδη της, αλλά πέτυχε να διατηρήσει τη σφιχτή νομισματική πολιτική και υψηλά πραγματικά επιτόκια. Αυτό ακριβώς όμως έδινε κίνητρο για περεταίρω εισροές κεφαλαίων. Επίσης, η συσσωρευόμενη πραγματική ανατίμηση επιδείνωσε το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών.¹⁶ Αυτοί οι δύο παράγοντες, σε συνδυασμό με αυξήσεις μισθών, διαμόρφωσαν προσδοκίες ότι η δραχμή είναι υπερτιμημένη και προσέφεραν τη δικαιολογητική βάση ώστε να μεταδοθεί στην Ελλάδα η κρίση της Ασίας του 1997. Επίμονες κερδοσκοπικές πιέσεις στη δραχμή και

¹⁵ Το ετήσιο ποσοστό διολίσθησης παρέμεινε σταθερά μικρότερο – αν και με μειούμενη απόσταση- από τις διαφορές πληθωρισμού μεταξύ 1993 και 1997 (Brissimis and Gibson, 1997).

¹⁶ Η Ελλάδα ήταν ανέκαθεν καθαρός εισαγωγέας κεφαλαίου. Ωστόσο, η τάση επιδείνωσης της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές είχε ορατή επιπρόσθετη επίδραση.

σημαντικές εκροές κεφαλαίων έλαβαν χώρα, αναγκάζοντας την ΤτΕ να ανεβάσει τα επιτόκια.

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

Ο στόχος της εισόδου στην Ευρωζώνη το 2001 έθετε ως καταληκτική ημερομηνία τον Μάιο του 1998 για την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ. Οι Βορίδης κ.α. (2003) σημειώνουν ότι οι εξελίξεις του 1997 είχαν πείσει κάποια τμήματα της αγοράς ότι η δραχμή ήταν υπερτιμημένη. Όπως και το 1994, υπήρχε η προσδοκία υποτίμησης ώστε η δραχμή να εισέλθει στον ΜΣΙ με μία ανταγωνιστική ισοτιμία. Αυτή η προσδοκία ενισχυόταν από το γεγονός ότι τα υψηλά επιτόκια έπλητταν την ανάπτυξη και υπονόμειαν τους δημοσιονομικούς στόχους. Ως απάντηση, η κυβέρνηση επέσπευσε την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ. Τελικώς αυτή συνέβη την 16^η Μαρτίου του 1998, με κεντρική ισοτιμία 357 δραχμές/ECU (ήτοι με υποτίμηση 12,3% έναντι της ισοτιμίας της προηγούμενης ημέρας) και εύρος διακύμανσης $\pm 15\%$. Η προσαρμογή της ισοτιμίας συνοδεύτηκε από υποστηρικτικά δημοσιονομικά και διαρθρωτικά μέτρα, περιλαμβανομένης της ανασυγκροτήσεως δημοσίων επιχειρήσεων.

Το μέγεθος της υποτίμησης επιλέχτηκε με γνώμονα η είσοδος στον ΜΣΙ να μην επιβραδύνει την οικονομική ανάπτυξη ούτε να υπονομεύσει το ισοζύγιο πληρωμών. Αυτοί οι στόχοι επετεύχθησαν. Εξίσου σημαντικό, η υποτίμηση δεν έθεσε σε κίνδυνο το στόχο του πληθωρισμού. Σημαντικό ρόλο σε αυτό έπαιξε η

αξιοπιστία την οποία είχε κατακτήσει ήδη ο ΜΣΙ, με τη συνδρομή και των διευκολύνσεων αμοιβαίας υποστήριξης του συστήματος (ίδε και Γκαργκάνας, 2003). Επιπροσθέτως, η δημοσιονομική και η εισοδηματική πολιτική ήταν συνεπείς με το στόχο της συμμετοχής στον ΜΣΙ, με αποτέλεσμα τα θεμελιώδη μεγέθη μετά την κρίση να είναι υγιή. Συνεισφορά στη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών είχε και η αξιόπιστη δέσμευση της - ανεξάρτητης πλέον - ΤτΕ στη σταθερότητα των τιμών.¹⁷ Γι αυτό το σκοπό, τα επιτόκια διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα. Η καλή κατάσταση του ελληνικού τραπεζικού τομέα απέτρεψε μια παράλληλη τραπεζική κρίση (Garganas and Tavlas, 2001). Οι πρακτικές των ιδίων των τραπεζών, όσο και η ρυθμιστική και εποπτική δραστηριότητα της ΤτΕ πρέπει να πιστωθούν την τραπεζική ευρωστία.

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

¹⁷ Στην πρώτη Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής μετά την απονομή ανεξαρτησίας, τον Απρίλιο του 1998, η ΤτΕ άλλαξε τον ορίζοντα για τον τελικό στόχο του πληθωρισμού σε δύο χρόνια. Αυτό είχε σκοπό να ληφθούν υπόψιν οι χρονικές υστερήσεις με τις οποίες η νομισματική και η συναλλαγματική πολιτική επιδρούν επί των τιμών. Ως ενδιάμεσος στόχος ετέθη η διατήρηση της ισοτιμίας εντός εύρους $\pm 2,5\%$ από την κεντρική ισοτιμία. Ωστόσο, δηλώθηκε ότι προτεραιότητα της πολιτικής θα ήταν ο στόχος για τον πληθωρισμό, γεγονός που υπονοούσε ότι η δραχμή θα αφηνόταν να ανατιμηθεί αν ήταν απαραίτητο και άνω του προκαθορισμένου ορίου. Αυτή η στρατηγική ήταν εφικτή δεδομένων των ευρέων ορίων διακύμανσης του ΜΣΙ ($\pm 15\%$).

Αυγούστου του 1998 αλλά αυτό αντιμετώπιστηκε επιτυχώς.

Τον Ιανουάριο του 1999, η δραχμή εισήλθε στον ΜΣΙ 2 με κεντρική ισοτιμία 353,109 δραχμές ανά ευρώ και εύρος διακύμανσης $\pm 15\%$. Η συνθήκη του Maastricht προβλέπει ότι οι χώρες που επιθυμούν να υιοθετήσουν το ευρώ πρέπει, μεταξύ άλλων, να έχουν κατά το έτος που προηγείται της εισόδου τους πληθωρισμό έως 1,5 ποσοστιαίες μονάδες άνω του μέσου όρου των τριών κρατών με τις καλύτερες επιδόσεις (2 μονάδες για τα μακροχρόνια ονομαστικά επιτόκια). Επίσης, πρέπει να έχουν εισέλθει στον ΜΣΙ 2 και να έχουν τηρήσει τα όρια διακύμανσης χωρίς σοβαρές αναταράξεις για δύο έτη πριν την εξέταση της υποψηφιότητάς τους. Η νομισματική πολιτική κατά το 1999 παρέμεινε σφιχτή ώστε να εξασφαλιστεί η ικανοποίηση αυτών των κριτηρίων. Ως αποτέλεσμα, η δραχμή παρέμεινε κατά μέσο όρο ανατιμημένη 7,7% πάνω από την κεντρική ισοτιμία της. Τα μεσοχρόνια επιτόκια ήταν επίσης υψηλά.¹⁸ Η νομισματική πολιτική υποστηρίχθηκε από μία περεταίρω σύσφιξη της δημοσιονομικής πολιτικής (το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε στο 1, % του ΑΕΠ) και συγκράτηση του κατά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας. Έτσι, ο πληθωρισμός το Σεπτέμβριο του 1999 ήταν 2%. Ακολούθως αυξήθηκε κάπως λόγω μίας ανόδου στις τιμές του πετρελαίου.

Προς το τέλος του έτους επαναλήφθηκαν οι πτωτικές πιέσεις, αν και με μικρότερη ένταση. Η αγορά δεν είχε ακόμα πειστεί απολύτως για την έγκαιρη ικανοποίηση του κριτηρίου του πληθωρισμού. Επίσης, υπήρχε αβεβαιότητα για το κατά πόσον η κεντρική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ευρώ θα ήταν η ισοτιμία μετατροπής στο τέλος του 2000. Στις 14 Ιανουαρίου του 2000, η δραχμή ήταν ανατιμημένη 6% σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία. Επομένως, μία πιθανή προσαρμογή προς την κεντρική ισοτιμία θα έθετε σε κίνδυνο το στόχο του πληθωρισμού. Γι αυτόν το λόγο, στις 17 Ιανουαρίου 2000, η κεντρική

¹⁸ Εισροές κεφαλαίων και ανατιμητικές πιέσεις σημειώθηκαν εκ νέου κατά το πρώτο ήμισυ του έτους. Η ΤτΕ αντέδρασε με παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος και, όταν οι πιέσεις επέμεναν, επέβαλλε προσωρινούς ελέγχους στις πιστώσεις για να εμποδίσει την πιστωτική επέκταση.

ισοτιμία της δραχμής ανατιμήθηκε κατά 3,5%, στις 340,75 δραχμές ανά ευρώ. Αυτό μείωσε σε 2,6% το ποσοστό της απαιτούμενης υποτίμησης από 6% που θα απαιτείτο με την πρωθύτερη κεντρική ισοτιμία. Ακολούθως, η ΤτΕ εφάρμοσε μία στρατηγική σταδιακής προσαρμογής της ισοτιμίας προς την κεντρική ισοτιμία και των επιτοκίων προς τα επίπεδα της Ευρωζώνης. Στις 19 Ιουνίου του 2000, το ECOFIN ενέκρινε την είσοδο της Ελλάδας στην Ευρωζώνη, με εναρκτήρια ημερομηνία την 1^η Ιανουαρίου 2001. Στο δεύτερο ήμισυ του 2000, μία άνοδος των τιμών του πετρελαίου και η υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ απείλησε προσωρινά τη σταθερότητα των τιμών. Τελικώς όμως, οι πολιτικές απεδείχθησαν επιτυχείς. Την 1^η Ιανουαρίου 2002, το ευρώ ήλθε σε κυκλοφορία αντικαθιστώντας τη δραχμή.

4. Η Νομισματική Πολιτική και η Σύγκλιση προς τα Κριτήρια του Maastricht

Η επίδραση της προοπτικής ένταξης στην Ευρωζώνη στην Ελληνική οικονομική και νομισματική πολιτική είναι πολυδιάστατη και δεν μπορεί να περιγραφεί επαρκώς από την επίκληση απλών δεικτών. Θα πρέπει να περιλάβει και τις πιο μακροχρόνιες μεταβολές στην οικονομική κουλτούρα και το θεσμικό πλαίσιο. Ωστόσο, παρήγαγε και απτά μεσοχρόνια αποτελέσματα. Η προσπάθεια σύγκλισης μπορεί να χωριστεί σε δύο υποπεριόδους, την μεταβατική περίοδο 1991-1994 και την περίοδο ωρίμανσης, 1995-2000. Η εμπειρική έρευνα έχει καταδείξει ότι το 1994 σηματοδοτεί για την Ελλάδα το πέρασμα από μία περίοδο συνεχούς μεταβολής του καθεστώτος του πληθωρισμού, μεταξύ 1975 και μέσου του 1994, σε έναν νέο καθεστώς, δηλαδή σε περίοδο σταθερότητας.¹⁹ Η μεταβατική περίοδος πέτυχε τη μείωση

¹⁹ Οι Garganas and Tavlas (2001) εκτιμούν τη διακύμανση του μηνιαίου πληθωρισμού μεταξύ του 1975 και 2000 εκατέρωθεν της γραμμικής (ή εξομαλυμένης) τάσης του που υπολογίστηκαν με τη χρήση φίλτρων Kalman και Hodrick-Prescott. Οι συγγραφείς έφθασαν στο άνωθι συμπέρασμα εντοπίζοντας στο 1994 μία μεταβολή στη φύση της χρονοσειράς, και όχι μία απλή στατιστική διακοπή, δηλαδή μία μεταβολή στο υπολανθάνον καθεστώς οικονομικής πολιτικής. Η ύπαρξη σημείου δομικής μεταβολής στο 1994 συμφωνεί με τα ευρήματα του Ζόνζηλου (2000). Ο συγγραφέας, με τη χρήση ελέγχου Zivot-Andrews (1992),

του πληθωρισμού στο 11% κυρίως μέσω της εισοδηματικής πολιτικής, η οποία οδήγησε σε μία συμπίεση της ζήτησης και αργή οικονομική ανάπτυξη.

Η περίοδος 1995-2000 απετέλεσε ένα αξιοσημείωτο επίτευγμα. Ο ρυθμός πληθωρισμού περιορίστηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα ενώ, σε αντίθεση με ό,τι συνέβη σε άλλες ανεπτυγμένες χώρες, η οικονομική ανάπτυξη επιταχύνθηκε. Αυτό το φαινόμενο έχει περιγραφεί ως Ελληνικό θαύμα. Παρά την αποτυχία της Ελλάδας να συμπεριληφθεί μεταξύ των ιδρυτικών μελών της ΟΝΕ το 1999, λαμβάνοντας υπόψιν την απόσταση που έπρεπε να καλυφθεί, και καλύφθηκε, ο χαρακτηρισμός δεν κρίνεται υπερβολικός. Κλειδί της επιτυχίας ήταν η αξιοπιστία των ακολουθούμενων πολιτικών. Κεντρικός ήταν ο ρόλος που έπαιξε η νομισματική πολιτική, ιδίως η συναλλαγματική πολιτική. Η νομισματική «άγκυρα» παρείχε έναν αξιόπιστο μηχανισμό πειθαρχίας ο οποίος λειτούργησε ως μέσον προσανατολισμού των πληθωριστικών προσδοκιών. Αυτή η εξήγηση συμφωνεί με τα ευρήματα των Brissimis et al (2001) ότι το κανάλι της συναλλαγματικής ισοτιμίας για τη μετάδοση της συναλλαγματικής πολιτικής λειτουργεί και ότι επιδρά αρνητικά στον πληθωρισμό αλλά όχι στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Ωστόσο, ο αποπληθωρισμός θα ήταν αδύνατος χωρίς τη σημαντική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, από 8,4% του ΑΕΠ το 1994 σε 3,9% του ΑΕΠ το 1998 (με τα αναθεωρημένα στοιχεία της Commission). Αυτό επιτεύχθηκε με μία σημαντική βελτίωση στη συλλογή φόρων, παρά την απαγόρευση της χρηματοδότησης του δημοσιονομικού ελλείμματος με έκδοση χρήματος. Επίσης, η χρήση έμμεσων εργαλείων παρέμβασης από την ΤτΕ αύξησε την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής και μείωσε το κόστος παρακολούθησης της εφαρμογής της. Η αποτελεσματικότητα και αξιοπιστία των πολιτικών αυξήθηκε περαιτέρω από την υιοθέτηση θεσμικών μεταρρυθμίσεων. Πολύ σημαντική μεταξύ αυτών, η απονομή ανεξαρτησίας στην ΤτΕ από το Ελληνικό Κοινοβούλιο. Αν και δεν είχε εγκριθεί μέχρι τον Δεκέμβριο του 1997, ο σχετικός νόμος επικοινωνήθηκε στις αγορές πολύ νωρίτερα, δίνοντας το σήμα της επερχόμενης αλλαγής (Garganas and Tavlas, 2001). Οι

ανίχνευσε μεταβολή στην κλίση ή/και την σταθερά της διαδικασίας στο 1994, απορρίπτοντας την εναλλακτική του τυχαίου περιπάτου (random walk).

Panagiotidis and Triambela (2006), χρησιμοποιώντας μία προσέγγιση χρονοσειρών, επιβεβαίωσαν την αντίστροφη σχέση μεταξύ της ανεξαρτησίας της ΤτΕ και του πληθωρισμού.²⁰

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

5. Κερδοσκοπικές Επιθέσεις στη Δραχμή

Η περιορισμένη σχετική βιβλιογραφία έχει διαπιστώσει ότι δεν είναι δυνατόν να εξηγηθούν όλες οι κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον της δραχμής με την επίκληση μίας και μόνο αιτιώδους αλληλουχίας. Γι αυτό, οι διάφορες μελέτες τείνουν να επικεντρώνουν σε βραχύτερες χρονικές περιόδους. Όλες οι μελέτες συμφωνούν ότι οι κρίσεις μέχρι και τις αρχές της δεκαετίας του 1990 παρουσιάζουν, κατά το μάλλον ή ήττον τα χαρακτηριστικά που περιγράφονται από τα λεγόμενα Υποδείγματα Πρώτης Γενεάς (ΥΠΓ) κερδοσκοπικών επιθέσεων επί καθεστώτων πρόσδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας.²¹ Πιο συγκεκριμένα, οι κρίσεις της δραχμής σχετίζονται με δημοσιονομικές και εξωτερικές ανισορροπίες και με ακαμψίες των ονομαστικών μεγεθών (μισθών, τιμών), οι οποίες καταλήγουν σε διαφορές πληθωρισμού με τις άλλες ανεπτυγμένες χώρες. Αυτοί οι παράγοντες, σε συνδυασμό με τον περιορισμό του ποσοστού διολίσθησης

²⁰ Η θεσμική ανεξαρτησία της ΤτΕ προσεγγίστηκε με μία διακριτή μεταβλητή στο πνεύμα των Cukierman et al (1992), όπως και με έναν δείκτη της συχνότητας αλλαγής του Διοικητή.

²¹ Ίδε Agenor et al (1992) για μία επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, βασικά άρθρα αυτά των Salant και Henderson (1978), Krugman (1979) και Flood and Garber (1984). Τα ΥΠΓ υποστηρίζουν ότι το έναυσμα για μία κρίση δίνεται από την ασυνέπεια μεταξύ κάποιων επεκτατικών εγχώριων πολιτικών και άκαμπτων καθεστώτων για την συναλλαγματική ισοτιμία. Πιο συγκεκριμένα, οι κρίσεις προκαλούνται από την επιμονή μίας κυβέρνησης να δίνει προτεραιότητα σε έναν εξωγενώς ορισμένο στόχο πολιτικής, πχ. στον Krugman (1979) ένα σταθερά αυξανόμενο δημοσιονομικό έλλειμμα το οποίο χρηματοδοτείται με έκδοση χρήματος.

της δραχμής από το 1985 και μετά, ως μέρος των αντιπληθωριστικών στρατηγικών, συχνά οδήγησε στη διαμόρφωση της αντίληψης ότι η δραχμή είναι υπερτιμημένη και πυροδότησε προσδοκίες υποτίμησης. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η παρουσία και η συχνότητα αναταραχών στην αγορά συναλλάγματος επηρεάστηκε επίσης και από την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Εμπειρικά, οι συναλλαγματικές κρίσεις τείνουν να συμπίπτουν με τραπεζικές κρίσεις. Ο λόγος είναι ότι η αύξηση των επιτοκίων η οποία είναι απαραίτητη για την υπεράσπιση ενός νομίσματος που υφίσταται επίθεση, όπως και η υποτίμηση του νομίσματος που μπορεί να επακολουθήσει, επιδεινώνουν τα προβλήματα του τραπεζικού τομέα, αν αυτός είναι ήδη ευάλωτος. Αντίστροφα, μία γενικευμένη επίθεση απόσυρσης καταθέσεων από τις τράπεζες μίας χώρας μπορεί να μεταδοθεί και στην αγορά συναλλάγματος καθώς τα κεφάλαια εγκαταλείπουν τη χώρα. Όπως αναφέρθηκε, τα υγιή οικονομικά του ελληνικού τραπεζικού τομέα απέτρεψαν την πραγμάτωση του σεναρίου των δίδυμων κρίσεων στην Ελλάδα.²² Ακολουθεί μία συνοπτική ανάλυση των επιμέρους επεισοδίων μαζί με τις ερμηνείες των εμπειρικών μελετών οι οποίες στοιχειοθετούν την γενική εκτίμηση που προηγήθηκε.

Κατά τη διάρκεια της συμμετοχής της στο Σύστημα του Bretton Woods, η Ελλάδα γενικά απήλαυσε νομισματική και συναλλαγματική σταθερότητα. Ωστόσο, υπήρξαν δύο περιπτώσεις κρίσεων, η πρώτη μεταξύ Νοεμβρίου 1963 και Ιανουαρίου 1964, και η δεύτερη τον Ιούλιο του 1964. Αμφότερες οι κρίσεις εκδηλώθηκαν με την απόσυρση των καταθέσεων από τις εμπορικές τράπεζες και μεταδόθηκαν στην αγορά συναλλάγματος με την επακόλουθη αύξηση

²² Η καθαρή έκθεση των Ελληνικών τραπεζών σε συνάλλαγμα ήταν χαμηλή. Επίσης, περιορισμένο ήταν και το ποσοστό των τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα τα οποία ήταν εκπεφρασμένα σε ξένο νόμισμα. Τα περισσότερα εξ αυτών εδόθησαν σε επιχειρήσεις που είχαν έσοδα σε συνάλλαγμα, ώστε κατ' ουσίαν να έχουν αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου. Τέλος, οι Ελληνικές τράπεζες πληρούσαν τα κριτήρια κεφαλαιακής επάρκειας και φερεγγυότητας που είχαν τεθεί από τις οδηγίες της ΕΕ (Garganas and Tavlas, 2001).

της ζήτησης για χρυσά νομίσματα. Τα κίνητρα και για τα δύο περιστατικά ήταν πολιτικά, στην πρώτη πολιτική αστάθεια και επιδείνωση των Ελληνο-τουρκικών σχέσεων, και στη δεύτερη ο βομβαρδισμός της Κύπρου από τους Τούρκους. Στην κάθε μία περίπτωση η ΤτΕ εξαναγκάστηκε να πωλήσει περίπου 3,5 εκατομμύρια χρυσά νομίσματα ώστε να υπερασπιστεί τη δραχμή.

Μετά την μεταφορά της δραχμής σε καθεστώς διακύμανσης το 1975, κερδοσκοπικές πιέσεις προέκυπταν ως αποτέλεσμα του υψηλού πληθωρισμού, σε συνδυασμό με ένα ποσοστό υποτίμησης το οποίο δεν αντιστάθμιζε πλήρως τις διαφορές πληθωρισμού έναντι των εμπορικών εταίρων της χώρας. Αυτό οδηγούσε σε πραγματική ανατίμηση της δραχμής και απώλεια ανταγωνιστικότητας. Οι υποτιμήσεις του 1983 και του 1985 απέτελεσαν προσπάθειες να αντισταθμιστούν αυτές οι απώλειες. Δεν είναι προφανές αν αυτές οι υποτιμήσεις ήταν προϊόν πιέσεων ή αυτόβουλες επιλογές πολιτικής. Σε ένα βαθμό, μπορούν να θεωρηθούν προληπτικά μέτρα για την αποφυγή γενικευμένης επίθεσης, δεδομένων των μακροοικονομικών ανισοροπιών οι οποίες καθιστούσαν το επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας μη διατηρήσιμο. Αυτή η εξήγηση υποστηρίζεται από τα ευρήματα των Karfakis and Moschos (1999). Οι συγγραφείς, χρησιμοποιώντας το ΥΠΓ των Sachs et al (1996) ως θεωρητική βάση ανέλυσαν τη σχέση μεταξύ κρίσεων²³ και θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών κατά την περίοδο 1975-1995. Ο εμπειρικός τους έλεγχος δείχνει ότι οι μεταβλητές που έχουν προβλεπτικό περιεχόμενο για επερχόμενες κρίσεις είναι η πραγματική ανατίμηση της δραχμής εν σχέσει προς την τιμή μακροχρόνιας ισορροπίας της, η επάρκεια των συναλλαγματικών διαθεσίμων εν σχέσει προς την εγχώρια ρευστότητα, οι καθαρές εισροές κεφαλαίων και, σε μικρότερο βαθμό, η καθαρή θέση του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών.

²³ Στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες, οι κρίσεις προσεγγίζονται από έναν σύνθετο σταθμισμένο δείκτη των ποσοστιαίων μεταβολών στην ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία, του αντίθετου των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των μεταβολών στα επιτόκια τα οποία χρησιμοποιούνται για την απόκρουση των πιέσεων.

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

Η δεκαετία του 1990 χαρακτηρίστηκε από την αυξανόμενη διασύνδεση των οικονομιών και την αναδυόμενη σημασία της μετάδοσης των κρίσεων. Εντός ενός τέτοιου περιβάλλοντος, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες οι οποίες άλλως μπορεί να επιλύοντο εσωτερικά, τείνουν να εκτίθενται ή και να μεγεθύνονται από τις διεθνείς αγορές και να πυροδοτούν κρίσεις. Η Ελλάδα δεν απέτελεσε εξαίρεση σε αυτό τον κανόνα. Ο Karfakis (2002), εξετάζοντας την περίοδο Ιανουαρίου 1990- Μαρτίου 1998 , συμπέρανε ότι το άνοιγμα της Ελληνικής οικονομίας μετέβαλλε τον τρόπο με τον οποίον τα οικονομικά θεμελιώδη μεγέθη επηρεάζουν την πιθανότητα εμφάνισης συναλλαγματικών κρίσεων.²⁴ Παρά ταύτα, οι κρίσεις εξακολουθούσαν να συσχετίζονται με τα θεμελιώδη, δεν ήταν προϊόν αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών.

Η κρίση του ΕΝΣ τον Σεπτέμβριο του 1992 απεικόνισε για πρώτη φορά τόσο καθαρά την αυξανόμενη σημασία των

²⁴ Πρέπει να σημειωθεί ωστόσο ότι ο τρόπος με τον οποίον ο συγγραφέας προσεγγίζει το πόσο ανοιχτή είναι η Ελληνική οικονομία είναι ad hoc. Συγκεκριμένα χωρίζει το δείγμα σε υποπεριόδους πριν και μετά την κατάργηση των ελέγχων στις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων από την ΤτΕ στις 16 Μαΐου 1994. Έτσι, είναι πιθανόν οι επιδράσεις του ανοίγματος της Ελληνικής οικονομίας να αναμείχθηκαν με συστηματικές μεταβολές οι οποίες προήλθαν από τις πολιτικές σύγκλισης με την ΕΕ.

διεθνών παραγόντων και της αλληλεξάρτησης των διεθνών χρηματαγορών. Η πανευρωπαϊκή κρίση τροφοδότησε υποτιμητικές προσδοκίες και στην Ελλάδα και οδήγησε σε σημαντικές εκροές κεφαλαίων και μία παρεπόμενη συρρίκνωση της ρευστότητας. Η ΤτΕ, αμύνθηκε αυξάνοντας το επιτόκιο υπερανάλιψης των εμπορικών τραπεζών από το λογαριασμό τους στην ΤτΕ στο 40% (από 30%). Οι εκροές κεφαλαίων ήταν ακόμα μεγαλύτερες το Μάιο του 1994 όταν οι αρχές κινήθηκαν για την απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίων. Σε αυτή την περίπτωση η ΤτΕ αύξησε το επιτόκιο υπερανάλιψης σε 180% ώστε να αποκαταστήσει την ηρεμία. Μία ποιοτική ανάλυση της κρίσης του Μαΐου του 1994 από τους Flood and Cramer (1996) συμπέρανε ότι ένα ΥΠΓ στο πνεύμα των Flood and Garber (1984) μπορεί να εξηγήσει ικανοποιητικά το επεισόδιο. Το υπόδειγμα σκιαγραφεί τη θεμελιώδη ασυνέπεια πολιτικών μεταξύ της νομισματικής χρηματοδότησης του δημοσίου χρέους και τη συναλλαγματική πολιτική της μερικής αντιστάθμισης των διαφορών πληθωρισμού με τις χώρες της ΕΕ. Η τελευταία, αν και πιο ευέλικτη από μία πλήρη πρόσδεση, οδήγησε στη συσσώρευση πραγματικής υποτίμησης της δραχμής. Η τελική αποτυχία της επίθεσης αποδίδεται στην άμυνα της ΤτΕ μέσω αύξησης των επιτοκίων η οποία έκανε τον δανεισμό σε δραχμές ασύμφορο. Με τόσο υψηλό κόστος, θα απαιτείτο μία υποτίμηση της τάξης του 40-50% ώστε να ήταν οι κερδοσκοπικές τοποθετήσεις κερδοφόρες, ποσοστό υπερβολικά υψηλό δεδομένων των προσδοκιών της αγοράς.

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

καθοδηγούνται από προσδοκίες της αγοράς σπάνια καταλήγουν σε κρίσεις πλήρους εύρους αν τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας είναι υγιή.

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

Η κρίση στη Ρωσία στο τέλος του Αυγούστου του 1998 κατέστησε αναγκαία μία προσωρινή άνοδο των διατραπεζικών επιτοκίων. Επίσης μείωσε το ποσοστό

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

Όσον αφορά το ρόλο της ΤτΕ στην υπεράσπιση της δραχμής από κερδοσκοπικές πιέσεις, υπήρξε γενικά επιτυχής. Ωστόσο, ήταν μόνο στη δεκαετία του 1990 που η άσκηση της πολιτικής της ενεργούς διοίκησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας επέτυχε πλήρως. Ο λόγος είναι ότι ο στόχος της ένταξης στην ευρωζώνη και τα σχετικά κριτήρια που επέβαλλαν πειθαρχία, επέτρεψαν την συνεπή εφαρμογή των αντιπληθωριστικών πολιτικών και ιδιαίτερα της πολιτικής της «σκληρής δραχμής». Αυτή η θέση υποστηρίζεται από τα ευρήματα των Αναστασάτου και Μάνου (2008) οι οποίοι πραγματοποίησαν έναν συνολικό εμπειρικό χαρακτηρισμό των κρίσεων της δραχμής μεταπολεμικά με τη χρήση υποδειγμάτων διακριτών εξαρτημένων μεταβλητών (Limited-Dependent Variable Models). Η ανάλυση κατέδειξε ότι οι αναταραχές κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 ήταν περισσότερο προϊόν μετάδοσης από τις διεθνείς αγορές. Αντιθέτως, οι κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον της δραχμής έως και την αρχή της δεκαετίας του 1990 σχετίζονται με ανησυχίες των αγορών ως προς την ανταγωνιστική θέση της χώρας και την επέκταση των νομισματικών μεγεθών. Επιπρόσθετα, περιπτώσεις κατά τις οποίες οι πιέσεις κατέληξαν σε υποτιμήσεις συνδέονται με βαθύτερες δομικές ανισορροπίες. Κερδοσκοπικές πιέσεις όμως οι οποίες απεκρούστησαν από την ΤτΕ προέκυψαν περισσότερο λόγω εφήμερων

προσδοκιών της αγοράς. Αυτά τα συμπεράσματα είναι σε συμφωνία με τους Απέργη και Ελευθερίου (2002), οι οποίοι εκτίμησαν δείκτες κερδοσκοπικής πίεσης επί της δραχμής και επακόλουθης παρέμβασης ζπό την ΤτΕ για το μετριασμό της.²⁵ Οι υπολογισμοί τους δείχνουν ότι η δραχμή υπέφερε τις μεγαλύτερες υποτιμητικές πιέσεις την περίοδο μεταξύ 1974 και 1989. Ωστόσο, εκτιμούν ότι οι παρεμβάσεις της ΤτΕ ήταν εντατικές και κατάφεραν να απορροφήσουν 97% αυτών των πιέσεων.²⁶ Την περίοδο 1992-1998 ωστόσο, η ΤτΕ επέτυχε να περιορίσει ουσιαστικά τις διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

6. Διδάγματα για την Οικονομική Πολιτική των χωρών της Νέας Ευρώπης

Η ανάλυση που προηγήθηκε παρέχει ορισμένες ξεκάθαρες διαπιστώσεις και προτάσεις πολιτικής. Το πρώτο μήνυμα αφορά τη φύση των στρατηγικών και των εργαλείων που χρησιμοποιούνται στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Η διερεύνηση καταδεικνύει ότι, ιδιαίτερα για τις πρώτες δεκαετίες, η κατηγοριοποίηση των τελικών, ενδιάμεσων και λειτουργικών στόχων, των γενικών στρατηγικών και των μέσων που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη των στόχων, είναι μάλλον σχηματική. Περισσότερο εξυπηρετεί αναλυτικούς σκοπούς παρά περιγράφει ρεαλιστικά τις καθημερινές πρακτικές στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες εφαρμόζουν ευέλικτες και πολυδιάστατες στρατηγικές –και αντίστοιχα μία πλειάδα μέσων- για να επιτύχουν τους στόχους τους. Η μελέτη της Ελληνικής περιπτώσεως επιβεβαιώνει τον

²⁵ Η μεθοδολογία τους, παρόμοια με αυτή της Weymark (1995) δεν εξαρτάται από συγκεκριμένο θεωρητικό υπόδειγμα και υιοθετεί το πλαίσιο μίας μικρής ανοιχτής οικονομίας.

²⁶ Αυτός ο αριθμός δεν πρέπει να εκλαμβάνεται τελείως κυριολεκτικά λόγω των απλουστευτικών υποθέσεων του υποδείγματος ως προς τη φύση των παρεμβάσεων της ΤτΕ (υποθέτουν πώληση διαθεσίμων μόνο) και τον ορισμό της κερδοσκοπικής πίεσης εν γένει. Αυτό εξηγεί το φαινομενικό παράδοξο οι κρίσεις του Σεπτεμβρίου 1992, του Μαΐου-Ιουνίου 1994 και του Οκτωβρίου 1997 να μην έχουν αφήσει το ίχνος τους στην δείκτη κερδοσκοπικής πίεσης, παρά τις καταγεγραμμένες εντατικές παρεμβάσεις της ΤτΕ.

Bindseil (2004) ότι η επιλογή της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής, η οποία σχετίζεται περισσότερο με τον ενδιάμεσο στόχο, δεν είναι κρίσιμη για την εφαρμογή της πολιτικής. Είναι πλέον ευρέως αποδεκτό ότι ο λειτουργικός στόχος της νομισματικής πολιτικής πρέπει να είναι ο έλεγχος των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων ανεξαρτήτως της στρατηγικής (ενδιάμεσος στόχος) και των χαρακτηριστικών των χρηματαγορών.

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

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

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

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

Η έρευνα έχει καταδείξει ότι η μείωση του πληθωρισμού κάτω του 10% είναι πιο δύσκολη από την προσέγγιση αυτού του ποσοστού με σημείο αφετηρίας ένα ρυθμό 20%. Ο λόγος είναι ότι η μετατόπιση σε ένα καθεστώς

χαμηλού πληθωρισμού συνεπάγεται την απώλεια εσόδων από τον πληθωριστικό φόρο (seigniorage). Σε αυτή την περίπτωση, η δημοσιονομική προσαρμογή πρέπει να επιτευχθεί από φορολογικές μεταρρυθμίσεις και περικοπές δημοσίων δαπανών οι οποίες είναι δύσκολο να εφαρμοστούν. Επιπροσθέτως, όταν ο πληθωρισμός είναι χαμηλός είναι δύσκολο να καμφθούν οι ονομαστικές ακαμψίες στους μισθούς και τις τιμές. Μία χαλαρή δημοσιονομική πολιτική είναι περισσότερο επιβλαβής σε μία τέτοια κατάσταση διότι πυροδοτεί προσδοκίες νομισματικής χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων (Dornbusch and Fischer, 1993).

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

Δεύτερον, μία «άγκυρα» συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να είναι ένα σημαντικό εργαλείο αποπληθωρισμού αλλά μόνο αν υποστηρίζεται από σφιχτές δημοσιονομικές

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

Το τρίτο σημείο είναι ότι η αυξανόμενη διεθνής κινητικότητα κεφαλαίων φέρνει νέες επενδυτικές ευκαιρίες αλλά επίσης μπορεί να περιπλέξει την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Επομένως, είναι φρόνιμο η μακροοικονομική σταθεροποίηση να έχει προχωρήσει επαρκώς πριν αρθούν οι έλεγχοι στις κινήσεις κεφαλαίων. Οι απαντήσεις της οικονομικής πολιτικής όπως η απορρόφηση της πλεονάζουσας ρευστότητας (sterilization) μπορεί να είναι χρήσιμες στο βραχυχρόνιο διάστημα καθώς αποτρέπουν ανεπιθύμητες επιδράσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία. Έτσι κερδίζεται χρόνος έως ότου εφαρμοστεί ένα συνεπές μίγμα πολιτικής. Ωστόσο, η αποστείρωση τείνει να διατηρεί τις διαφορές επιτοκίων οι οποίες κινητροδοτούν τις εισροές κεφαλαίων. Άρα, τελικά, η συνέπεια των πολιτικών είναι το μόνο λυσιτελές μέτρο. Άλλως, η αντιστροφή των εισροών και η κατάρρευση του νομίσματος είναι θέμα χρόνου, όπως καταδεικνύει η παρούσα κρίση με επώδυνο τρόπο για κάποιες χώρες. Η απορρύθμιση των χρηματοοικονομικών αγορών γενικότερα μπορεί να αυξήσει την ικανότητα μίας κεντρικής τράπεζας να χρησιμοποιεί εργαλεία έμμεσης παρέμβασης κι έτσι να αντιδρά ταχέως στις διαταραχές. Παρά ταύτα, θα πρέπει να συνοδεύεται από σώφρονα εποπτεία ώστε να περιορίζεται η έκθεση του χρηματοοικονομικού τομέα στον συναλλαγματικό κίνδυνο.

Τέταρτον, είναι κρίσιμο για κάθε πολιτική να απολαμβάνει του προνομίου της συναίνεσης των πολιτών. Εφόσον μία πολιτική προσλαμβάνει το status του εθνικού στόχου, κινητοποιούνται προσπάθειες και μειώνεται το κόστος το οποίο επιφέρουν οι κοινωνικές εντάσεις. Επομένως, η διαδικασία του συντονισμού των προσδοκιών προς το συνεργατικό σημείο ισορροπίας είναι ταχύτερη.²⁷ Στην Ελληνική περίπτωση, η υποστήριξη από τους πολίτες πρέπει να αποδοθεί στην πίστη τους ότι το ευρώ ήταν η αξιόπιστη εναλλακτική λύση στις αποτυχημένες κυβερνητικές πολιτικές για την επίτευξη δημοσιονομικής και νομισματικής πειθαρχίας και την εξασφάλιση της σταθερότητας του νομίσματος. Όπως σημειώνουν οι Mourmouras and Arghyrou (1999), η υποστήριξη ενισχύθηκε περαιτέρω από τις μεγάλες ενέσεις ρευστού των μεταβιβαστικών πληρωμών της ΕΕ οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για την βελτίωση των υποδομών της οικονομίας. Αντίστοιχες πολιτικές πρέπει να εφαρμοστούν για τις χώρες της νέας Ευρώπης.

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

²⁷ Ο Artis (2001) σχολιάζει επίσης ότι η αποπληθωριστική προσπάθεια μπορεί να επωφεληθεί σημαντικά από το παράδειγμα που προσφέρει η επίτευξη αντίστοιχων στόχων από μία ομάδα ομοειδών χωρών, στην περίπτωση της Ελλάδας, της Ιταλίας ή της Ισπανίας.

μεταφράζονται σε πραγματική ανατίμηση του νομίσματος, πλήττοντας έτσι την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.²⁸ Ήδη, το εξωτερικό έλλειμμα της Ελλάδας έχει εκτοξευθεί στα δυσθεώρητα επίπεδα του 14% του ΑΕΠ και το εξωτερικό χρέος της χώρας έχει ξεπεράσει το 100% του ΑΕΠ. Αν αυτό συνεχιστεί, η ταχεία ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας η οποία τα πρόσφατα χρόνια είχε βασιστεί σε μεγάλο βαθμό στην εγχώρια ζήτηση, μπορεί να αποδειχτεί μη διατηρήσιμη. Προφανώς οι συνθήκες της τρέχουσας κρίσης και οι πιέσεις που αυτή ασκεί στην οικονομική δραστηριότητα, πολλαπλασιάζουν αυτούς τους κινδύνους. Αυτό το πλαίσιο δημιουργεί προκλήσεις για τους υπεύθυνους άσκησης της οικονομικής πολιτικής. Η ΤτΕ, συμμετέχει στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων στην ΕΚΤ μέσω της έδρας του Διοικητή της στο Διοικητικό Συμβούλιο αλλά με ένα συγκεκριμένο ειδικό βάρος. Εγχωρίως όμως, έχει ένα πολύ σημαντικό ρόλο να επιτελέσει. Πρώτον, η σφύρων εποπτεία είναι πιο απαραίτητη από ποτέ ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι τράπεζες δεν αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους. Κάτι τέτοιο, όχι μόνο θα καθιστούσε ευάλωτο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά είναι πιθανόν να οδηγούσε στη διαιώνιση των υψηλών ρυθμών πιστωτικής επέκτασης που χαρακτήρισαν την Ελληνική οικονομία από την εποχή της απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος κι εντεύθεν. Μπορεί την παρούσα στιγμή η αποκατάσταση της ρευστότητας στην αγορά να αποτελεί προτεραιότητα της οικονομικής πολιτικής ώστε να αποτραπεί η απότομη και βαθειά ύφεση. Μακροχρονίως

²⁸ Θεωρητικά, οι απώλειες ανταγωνιστικότητας θα έπρεπε να λειτουργήσουν ως μηχανισμός προσαρμογής ο οποίος θα αποδυναμώνει τη συνολική ζήτηση και έτσι θα μειώσει τον πληθωρισμό. Ωστόσο, όπως παρατηρεί ο Artis (2001), αυτή η διαδικασία είναι μακροχρόνια και πιθανώς ασταθής, καθώς ο πληθωρισμός μειώνει τα πραγματικά επιτόκια και άρα ενισχύει τη συνολική ζήτηση, λειτουργώντας στην αντίθετη κατεύθυνση από την πραγματική ανατίμηση. Επίσης, σε αυτή την διαδικασία προσαρμογής χωρεί δημιουργία ανεργίας και οικονομικής ύφεσης, ιδίως αν οι αγορές προϊόντων και παραγωγικών συντελεστών χαρακτηρίζονται από ακαμψίες. Μία πιο ισορροπημένη προσέγγιση θα έπρεπε να περιλαμβάνει δημοσιονομική προσαρμογή και συνεργασία μεταξύ των κοινωνικών εταίρων. Αυτά μπορούν να οδηγήσουν σε επίπεδα τιμών και μισθών τα οποία διατηρούν την οικονομία ανταγωνιστική αλλά και την απασχόληση σε υψηλά επίπεδα.

ωστόσο, είναι σημαντικό η πιστωτική επέκταση να σταθεροποιηθεί σε έναν διατηρήσιμο ρυθμό ώστε να προασπιστεί η υγεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και να ελεγχθούν οι διαφορές πληθωρισμού. Δεύτερον, η κοινή νομισματική πολιτική αυξάνει την σημασία της δημοσιονομικής πολιτικής και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ως των μόνων εργαλείων προσαρμογής στις διαταραχές και του περιορισμού των πληθωριστικών πιέσεων. Η ΤτΕ μπορεί να συνεισφέρει σε αυτό ενεργώντας ως ανεξάρτητη πηγή παρακολούθησης, αξιολόγησης της Ελληνικής οικονομίας και παροχής συμβουλών. Η τελική ευθύνη όμως αυτών των πολιτικών παραμένει στην εθνική κυβέρνηση.

Βιβλιογραφικές Αναφορές

Ξενόγλωσσες

- Agenor, P.R., J.S. Bhandari and R.P. Flood (1992), *Speculative Attacks and Models of Balance-of Payments Crises*. *NBER Working Paper*, No 3919, November.
- Apergis, N. and S. Eleftheriou (2002), *Measuring Exchange Market Pressure and the Degree of Exchange Market Intervention for the Greek Drachma*, *International Economic Journal*, 16 (3), 135-145.
- Artis, M.J. (2001), *Comment on N.C. Garganas and G.S. Tavlas, Monetary Regimes and Inflation Performance: The Case of Greece*, in R.C. Bryant, N.C. Garganas and G.S. Tavlas (Eds), *Greece's Economic Performance and Prospects*, Athens, Bank of Greece & The Brookings Institution, 43-102.
- Bank of Greece, *Governor's Report*, years 1950-2000.
- Bank of Greece, *Monetary Policy Reports*, years 1950-2000.
- Binseil, U. (2004), *Monetary Policy Implementation, Theory, Past and Present*, Oxford, OUP.
- Brissimis, S.N. and H.D. Gibson (1997), *Monetary Policy, Capital Inflows and Greek Disinflation*, *Bank of Greece Economic Bulletin* 9: 21-37.
- Brissimis, S.N., N.S. Magginas, G.T. Simigiannis, and G.S. Tavlas (2001), *Issues in the Transmission of Monetary*

- Policy, in R.C. Bryant, N.C. Garganas, and G.S. Tavlas (eds) *Greece's Economic Performance and Prospects*, 237-279, Bank of Greece & The Brookings Institution, Athens.
- Cukierman, A., Webb, S., and Neyapti, B. (1992), Measuring the independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes, *The World Bank Economic Review* 6 (3), 353-398.
- DeGrauwe, P. (2000), *The Economics of Monetary Union*, Oxford, OUP.
- Dornbusch, R. (1988), The European Monetary System, the Dollar and the Yen, in Giavazzi, F., Micossi, S., and M. Miller, *The European Monetary System*, Cambridge, CUP.
- Dornbusch R. and S. Fischer (1993), Moderate Inflation, *World Bank Economic Review* 7, 1-44.
- Flood, R.P., and C. Kramer (1996), Economic Models of Speculative Attacks and the Drachma Crisis of May 1994, in G.S. Tavlas (editor), *The Collapse of Exchange Rate Regimes: Causes, Consequences and Policy Responses*, Kluwer Academic Publishers.
- Garganas, N.C. and G.S. Tavlas (2001), "Monetary Regimes and Inflation Performance: The Case of Greece", in R.C. Bryant, N.C. Garganas and G.S. Tavlas (Eds), *Greece's Economic Performance and Prospects*, 43-96. Athens, Bank of Greece & The Brookings Institution.
- Garganas, N.C. (2003), Exchange-Rate Regimes on the Road to EMU: Lessons from Greece's Experience, Luncheon Address, Seminar on Monetary Strategies for Accession Countries, Hungarian Academy of Sciences, Budapest, February 28.
- International Monetary Fund (1997), *World Economic Outlook*, October, Chapter VI, The Rise and Fall of Inflation – Lessons from the Post-war Experience.
- Karfakis, C. (2002), Predicting the Crisis of the Greek Drachma, *Review of Development Economics*, 6(3), 329-336.
- Karfakis C. and D. Moschos (1999), Searching for indicators of foreign exchange market pressure: evidence from Greece, *International Journal of Finance and Economics*, 4: 63-73.
- Krugman, P. (1979), A model of Balance of Payments Crises, *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 311-325.
- Kydland, F. and E. Prescott (1977), Rules rather than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans, *Journal of Political Economy* 85, 473-491.
- Lazaretou, S. (2003), Greek Monetary Economics in Retrospect: The Adventures of the Drachma, *Bank of Greece Working Paper* 2, April.
- Mourmouras, I.A., and M.G. Arghyrou (1999), Monetary Policy at the European Periphery: Greek Experience and Lessons for EU Candidates, *European and Transatlantic Studies*, Springer, London.
- Panagiotidis, T. and A. Triambela (2006), Central Bank Independence and Inflation: The Case of Greece, *Revista de Economia del Rosario* 9 (1), 95-109.
- Papademos, L. D. (1992), Greece: Monetary and Financial System, in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell (eds.) *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* 2, London, UK, McMillan.
- Salant, S. and D. Henderson (1978), Market anticipation of government policy and the price of gold, *Journal of Political Economy*, 86, 627-48.
- Stiglitz, J. (2003), Globalization and the economic role of the state in the new millennium, *Industrial and Corporate Change* 12 (1), 3-26.
- Thomopoulos, P. (2004), Anti-inflationary exchange rate policy in Greece in the 1990s, Discussant Paper, Euro Mediterranean Seminar, Naples 14-15/1/2004.
- Weymark, D. N. (1995), Estimating Exchange Market Pressure and the Degree of Exchange Market Intervention for Canada, *Journal of International Economics* 39 (3-4), 273-295.
- Zonzilos N. (2000), Testing for Unit-Roots and Structural Breaks in the Greek Inflation Process, Mimeo, Bank of Greece.

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

Ελληνόγλωσσες

Αλογοσκούφης, Γ. και Σ. Λαζαρέτου (2002), Η δραχμή, εκδόσεις Λιβάνη.

Αναστασάτος, Τ. και Κ. Μάνου (2008), Κερδοσκοπικές Επιθέσεις στη Δραχμή και η Μετάβαση στο Ευρώ, Οικονομικό Δελτίο της Τραπέζης της Ελλάδος, Τεύχος 31, Νοέμβριος 2008.

Βορίδης, Η., Ε. Αγγελοπούλου και Ι. Σκοτίδα (2003), “Η νομισματική πολιτική μέσα από τα κείμενα της Τράπεζας της Ελλάδος 1990-2000”, Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, τεύχος 20, σελ. 7-86.

Εκθέσεις του Διοικητή για τα έτη 1983, 1990, 1993, 1995. Τράπεζα της Ελλάδος.

Λαζαρέτου, Σ. (2009), “Στρατηγικές και μέσα νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα” στο: Θ. Καλαφάτης και Ε. Πρόντζας (επιμ.), Οικονομική ιστορία του ελληνικού κράτους, τόμος Β', Οικονομικές λειτουργίες και επιδόσεις, κεφ. 7, Πολιτιστικό Ίδρυμα Ομίλου Πειραιώς (υπό έκδοση).