

Οικονομετρική θεώρηση της νομιμοτικής πολιτικής σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης: Η περίπτωση της Γερμανίας, Ιταλίας και Ελλάδας

ΣΑΪΤΗ ΑΝΝΑΣ
PhD University of Hull

1. Εισαγωγή

Ενα βασικό θέμα που έχει απασχολήσει τις νομιμοτικές αρχές τόσο σε θεωρητικό όσο και σε πρακτικό επίπεδο, είναι τα διαθέσιμα μέσα που χρησιμοποιεί η νομιμοτική πολιτική διαφόρων χωρών (Kohn, 1989). Η άσκηση της νομιμοτικής πολιτικής και το είδος της στρατηγικής (δηλαδί οι μέθοδοι και οι τρόποι άσκησης) που ακολουθεί η κάθε χώρα, παίζει σημαντικό ρόλο, όχι μόνο για τη σταθεροποίηση της οικονομίας, αλλά και για την επιτυχία των στόχων της Κεντρικής Τράπεζας (Μόσχος, 1995).

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι: α) να παρουσιάσει συνοπτικά μια θεωρητική προσέγγιση διαφόρων οικονομετρικών μελετών που έχουν ως αντικείμενο εξέτασής τους παράγοντες που καθορίζουν την προσφορά χρήματος και β) να αναλύσει εμπειρικά, δια μέσου οικονομετρικής μελέτης, τα μέσα που υιοθετούνται από τις Κεντρικές Τράπεζες της Γερμανίας, Ιταλίας και Ελλάδας για την αντιμετώπιση του

πληθωρισμού.

2. Θεωρητική προσέγγιση της λειτουργίας της μακροοικονομικής πολιτι- κής

Η οικονομετρική μελέτη της νομιμοτικής πολιτικής είναι οικαντική, όχι μόνο για την πρόβλεψη, αλλά επίσης για τη σχεδίαση, την εφαρμογή και την αξιολόγηση της οικονομικής και νομιμοτικής πολιτικής. Η ενότητα αυτή παρέχει μια ανασκόπηση της θεωρητικής προσέγγισης του καθοριστικού ρόλου της νομιμοτικής πολιτικής καθώς ερευνάται η αξιολόγηση της νομιμοτικής λειτουργίας διαφόρων κρατών. Επίσης παρέχει μια συνολική θεώρηση των οικαντικότερων οικονομετρικών μελετών των μέσων άσκησης που χρησιμοποιούν οι Κεντρικές Τράπεζες διαφόρων κρατών, κυρίως των ΗΠΑ.

Επικεντρώνοντας την προσοχή μας στο χώρο της διεθνούς βιβλιογραφίας αναμφίβολα υπάρχουν αρ-

κετές οικονομετρικές μελέτες, κυρίως στις ΗΠΑ, (για παράδειγμα Fuhrer & Moore, 1992 και Potts & Luckett, 1978 κ.ά.), που έχουν ασχοληθεί με τον καθορισμό των παραγόντων της προσφοράς χρήματος. Παρ' όλα αυτά όμως για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας θα αναφερθούμε σε περιορισμένο αριθμό μελετών.

Η Marie Lobue (1990) δημιούργησε μια ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis) για την προσφορά χρήματος για την περίοδο 1963-1978. Σκοπός ήταν να εξετάσει αν η νομιμοτική πολιτική στις ΗΠΑ που καθορίζεται από τη Federal Reserve Bank (FED) επηρεάζεται από το διορισμό του Διοικητή της Τράπεζας, ο οποίος διευθύνει το συμβούλιο των κυβερνητών και το συμβούλιο της ομοσπονδιακής ανοιχτής αγοράς και είναι ο κύριος υπεύθυνος για τη διεξαγωγή της νομιμοτικής πολιτικής. Τα αποτελέσματα αυτής της ανάλυσης δηλώνουν ότι η νομιμοτική πολιτική διέφερε σημαντικά ανάμεσα στα δύο πακέτα των δεδομένων

ενώ το χρέος του δημόσιου ταμείου έπαιξε καθοριστικό ρόλο στην άσκηση της νομιματικής πολιτικής κατά τη διάρκεια διορισμού του διοικητή. Ο θετικός και στατιστικά σημαντικός συντελεστής παλινδρόμησης του δημόσιου χρέους, κατά την άποψη και της συγγραφέως, μπορεί να δείχνει την επιλογή της Κεντρικής Τράπεζας να σταθεροποιήσει τα μικρής διάρκειας επιπόκια. Επίσης, όλες οι επιπλοκές της νομιματικής πολιτικής που προκαλούνται από τον πληθωρισμό είναι θεωρητικές. Αν η Κεντρική Τράπεζα, υποθετικά επηρεάζεται από το διοικητή και επομένως διευκολύνει τον αναδιορισμό του δια μέσου της προσαρμογής της νομιματικής πολιτικής, τότε η ανίχνευση του επιχειρηματικού κύκλου (business cycles) είναι πλέον θέμα εμπειρικό.

Ο Hoelscher (1990) έλεγχε τους παράγοντες που καθορίζουν την ανάπτυξη του M1 για την περίοδο 1979-1982. Η συνάρτηση αντίδρασης (reaction function) που ανέπτυξε είχε ως οκοπό να δοκιμάσει αν η FED μπορούσε να δώσει έμφαση στον έλεγχο του M1 μετά την ανακοίνωση του Οκτώβρη του 1979. Αυτή η ανακοίνωση ήταν στην πραγματικότητα μια αλλαγή στην λειτουργική διαδικασία της FED. Το κίνητρο της FED ήταν να πετύχει έλεγχο του M1 με οκοπό να μετριάσει τις διακυμάνσεις του πληθωρισμού. Τα αποτελέσματα απέδειξαν ότι και τα δύο κίνητρα ήταν πολύ σημαντικά για την άσκηση της νομιματικής πολιτικής και καθόρισαν την αύξηση του M1. Ωστόσο, πρέπει να αναφερθεί ότι αυ-

τί η δειγματολογική περίοδος δεν μπορεί να θεωρηθεί ως έγκυρο τεστ της πολιτικής που ακολουθήθηκε, ίσως διότι δεν ήταν η κατάλληλη για προβλέψεις.

Οι ΗΠΑ δεν είναι η μόνη χώρα που η νομιματική πολιτική της έχει αποτελέσει συχνό θέμα οικονομετρικής ανάλυσης. Ο Dua (1988) υπολόγισε μια συνάρτηση αντίδρασης που βασίστηκε στις μεταβλητές της νομιματικής πολιτικής της Μεγάλης Βρετανίας, για τη δειγματολογική περίοδο από το τρίτο τρίμηνο του 1972 έως το τέταρτο τρίμηνο του 1982. Ως εξαρτημένη μεταβλητή του οικονομετρικού μοντέλου χρησιμοποιήθηκε το επιτόκιο των εντόκων ομολόγων (treasury bill rate), διότι δε χορηγείται άμεσα από την FED αλλά και επειδή ταυτόχρονα είναι ένα χρήσιμο στατιστικό στοιχείο του προεξοφλητικού επιποκίου δανεισμού (discount lending rate) και της ανοιχτής αγοράς (open market). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι αρχές έδιναν μεγάλη σημασία: α) στο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας, β) στην απόκλιση της πραγματικής ανάπτυξης της προσφοράς χρήματος από το ρυθμό αύξησης του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας, γ) στη συουδαιότητα του νομίματος της Μ. Βρετανίας, και δ) στο επίπεδο συναγωνισμού. Επίσης, οι νομιματικές αρχές πράγματι εισήγαγαν μια νέα μεταβλητή στα μέσα του 1976 (την απόκλιση της πραγματικής ανάπτυξης της προσφοράς χρήματος από το ρυθμό αύξησης του στόχου της κεντρικής τράπεζας) στη reaction function και συνέχιζαν

να δίνουν σπουδαιότητα σε άλλες μεταβλητές. Αν και τα αποτελέσματα για το δεύτερο τρίμηνο του 1979 δεν ήταν και τόσο ξεκάθαρα, η ανάλυση της συνάρτησης αντίδρασης πριν από το δεύτερο τρίμηνο του 1979, δεν έδειξε σημαντική διαφορά από το reaction function για όλη τη χρονική περίοδο. Το κύριο συμπέρασμα ήταν ότι οι αλλαγές στο δεύτερο τρίμηνο του 1979 δεν ήταν και τόσο σημαντικές.

3. Μεθοδολογία

Ο βασικός λόγος ανάπτυξης και εφαρμογής του οικονομετρικού μοντέλου ήταν για να εξετάσουμε τη σχέση της προσφοράς χρήματος, ως άμεσο μέσο άσκησης νομιματικής πολιτικής, με συγκεκριμένες μεταβλητές-στόχους (goal variables). Εξετάσαμε την προσφορά του χρήματος M1, M2 για τη χρονική περίοδο 1980-1994, χρησιμοποιώντας τριμηνιαία στοιχεία σε τρεις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης: Γερμανία, Ιταλία και Ελλάδα. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου, που το εφαρμόσαμε στις τρεις χώρες, είναι ο πληθωρισμός (διακυμάνσεις των τιμών) (P), η ανεργία ως ποσοστό του συνολικού εργατικού δυναμικού (U) και το ιοοζύγιο πληρωμών ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (ΑΕΠ) (B). Η μορφή διλαδόν του μοντέλου που εφαρμόστηκε στις τρεις χώρες είναι η ακόλουθη:

όπου $M1, M2$ = προσφορά του χρή-

ματος,

U= ανεργία ως ποσοστό του συνολικού εργατικού δυναμικού,

P= διακυμάνσεις στο επίπεδο τιμών (πληθωριομός),

B= ιοοζύγιο πληρωμών (τρέχον

$$(M1, M2)=f(P, U, B)$$

ιοοζύγιο) εκφρασμένο ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Ειδικότερα, στην παρούσα εργασία, αναπτύξαμε μια ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis), η οποία στην ουσία είναι μια μαθηματική μέθοδος προσδιορισμού των μέσων άσκησης της νομιματικής πολιτικής από την Κεντρική Τράπεζα, λαμβάνοντας υπόψη τους στόχους της ανεργίας, του πληθωρισμού και το ιοοζύγιο πληρωμών. Όλα τα νομιματικά δεδομένα είναι εκφρασμένα σε τρέχουσες τιμές ενώ οι τριμηνιαίες παρατηρίσεις έχουν παρθεί από τον ΟΟΣΑ. Τέλος, οι μεταβλητές με στατιστικά σημαντικούς συντελεστές παλινδρόμησης θα θεωρηθούν ως οι κυριότεροι στόχοι των νομιματικών αρχών. Τα δεδομένα (data) που έχουν χρησιμοποιηθεί για κάθε χώρα δεν έχουν προσαρμοστεί ανάλογα με την εποχή (seasonally unadjusted). Οικονομετρικά τεστ (όπως εποχικότητας, τεστ για ουσχέτιον (serial correlation) και στασιμότητα (stationarity)) έχουν υιοθετηθεί προκειμένου να διαπιστωθούν ή να εξουδετερωθούν τυχόν προβλήματα ανάλυσης⁽¹⁾. Οι γραμμικές εξισώσεις που θα αναλυθούν, και έχουν εφαρμοστεί στις τρεις χώρες,

έχουν εξαρτημένη μεταβλητή το M1 και M2 αντίστοιχα, ενώ έχουν ελεγχθεί για μη στασιμότητα (non-stationarity) και απόλυτη ουσχέτιον (serial correlation). Τα οικονομετρικά τεστ θεωρούνται απαραίτητα από τη στιγμή που το είδος των data είναι χρονολογικές σειρές (time-series). Οι συναρτήσεις αντίδρασης (reaction function) υπολογίζονται σε λογαριθμική μορφή (log distribution) και περιλαμβάνουν μία χρονική υστέρηση (lag distribution) της εξαρτημένης μεταβλητής για τη διόρθωση της αυτοσυχέτισης. Ως διαδικασία ανάλυσης χρησιμοποιήθηκε η Ordinary least squares (OLS). Το στατιστικό πακέτο που χρησιμοποιήθηκε για την ανάλυση των δεδομένων είναι το Microfit⁽²⁾. Η τελική μορφή των γραμμικών εξισώσεων (συναρτήσεων) είναι η ακόλουθη:

όπου

dLM1=n πρώτη διαφορά της λογαριθμικής μορφής του M1,

dLM2=n πρώτη διαφορά της λογαριθμικής μορφής του M2,

du = n πρώτη διαφορά της ανεργίας,

dlp2=n δεύτερη διαφορά της λογαριθμικής μορφής των τιμών,

$$dLM1=a_0+a_1du+a_2b\beta+a_3dlp2+$$

$$a_4dLM1(-1)+u_t \quad (1)$$

$$dLM2=\beta_0+\beta_1du+\beta_2db\beta+\beta_3dlp2+$$

$$\beta_4 dLM2(-1)+u_t \quad (2)$$

$b\beta$ =ιοοζύγιο πληρωμών,

$dLM1(-1)$, $dLM2(-1)$ =οι χρονικά υστερημένες μεταβλητές κατά μία

περίοδο των μεταβλητών dLM1, dLM2 αντίστοιχα.

Πριν ξεκινήσουμε την ανάλυση θα πρέπει να αναφέρουμε την αναμενόμενη οχέον μεταξύ της προσφοράς χρήματος και των μεταβλητών που αποτελούν στόχο των νομιματικών αρχών (goal variables). Ξεκινώντας με την ανεργία θα λέγαμε ότι έχει αρνητική οχέον με την προσφορά χρήματος, διότι αν η Κεντρική Τράπεζα θέλει να πετύχει μείωση στο επίπεδο της ανεργίας θα πρέπει να αυξήσει τη συνολική ζήτηση και ως αποτέλεσμα η προσφορά χρήματος θα αυξηθεί. Η ίδια αρνητική οχέον αναμένεται να υπάρχει και μεταξύ του πληθωρισμού και της προσφοράς χρήματος, διότι αν η Κεντρική Τράπεζα προσδοκεί αύξηση στο επίπεδο τιμών τότε ή θα πρέπει να μειώσει την προσφορά χρήματος ή τουλάχιστον να προσπαθήσει να την κρατήσει στα ίδια επίπεδα. Επίσης αρνητική οχέον θα ήταν αναμενόμενη μεταξύ του ιοοζύγιου πληρωμών και της προσφοράς χρήματος. Αν κάποια χώρα παρουσιάζει έλλειψη στο ιοοζύγιο πληρωμών τότε η κυβέρνηση στην προσπάθειά της να το καλύψει θα προσπαθούσε να αυξήσει τις εξαγωγές και θα μείωνε τις εισαγωγές. Ενας τρόπος για να αυξήσει το εισόδημά

⁽¹⁾ Περισσότερες λεπτομέρειες για τα τεστ της εποχικότητας, serial correlation και stationarity που έχουν υιοθετηθεί στη συγκεκριμένη εργασία, βλέπε Saiti A., The conduct of monetary policy: a comparison between Germany, Italy and Greece, Dissertation submitted at the University of N. Wales, Bangor, 1995.

⁽²⁾ MH Psarad and B. Pesaran, Working with Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis, Oxford University Press, 1995.

της από τις εξαγωγές είναι να υποτιμήσει το εθνικό νόμισμα. Για να γίνει υποτίμηση του νομίσματος θα πρέπει οι νομισματικές αρχές να αυξήσουν την προσφορά χρήματος.

4. Αποτελέσματα έρευνας

Τα αποτελέσματα του μοντέλου που εφαρμόστηκε στις τρεις χώρες παρουσιάζονται στους πίνακες 1 και 2.

Η αύξηση της οπουδαιότητας του σταθερού όρου σε όλες τις εξισώσεις με εξαρτημένη μεταβλητή το M2 (βλέπε πίνακες 1 και 2) μπορεί να σημαίνει ότι, αν και έχουμε ουμπεριλάβει μερικές συγκεκριμένες μεταβλητές-στόχους, οι οποίες επηρεάζουν την αύξηση στην εισορού του χρήματος, είναι πιθανό να χρειάζεται να ουμπεριλάβουμε περισσότερες μεταβλητές. Η αύξηση της οπουδαιότητας του πληθωρισμού στο μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή το M2 για τη Γερμανία ίσως να οφείλεται στη μείωση της στατιστικής σημασίας του ιοζυγίου πληρωμών. Κάτι παρόμοιο μπορεί να ισχύει και για την Ιταλία όπου η μείωση της στατιστικής σημασίας της ανεργίας και του ιοζυγίου πληρωμών, για το μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή το M2, ίσως

⁽³⁾ Ο δείκτης προσδιορισμού του μοντέλου της Γερμανίας είναι 43,6%, της Ιταλίας 56,2% και της Ελλάδας 60%. Τα υπολειπμένα για τη Γερμανία είναι 0,12090, την Ιταλία 0,12090 και τέλος για την Ελλάδα είναι 0,20219.

⁽⁴⁾ Ο δείκτης προσδιορισμού του μοντέλου με εξαρτημένη μεταβλητή το M2 για τη Γερμανία είναι 28%, την Ιταλία 54% και τέλος για την Ελλάδα 55%. Τα υπολειπμένα για τη Γερμανία είναι 0,084085, την Ιταλία είναι 0,066098 και για την Ελλάδα είναι 0,056950.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Αποτελέσματα οικονομετρικού μοντέλου με εξαρτημένη μεταβλητή την προσφορά χρήματος M1 και για τις τρεις χώρες ⁽³⁾			
Μεταβλητές κατά χώρα	Συντελεστές παλινδρόμησης	Τυπικό λάθος (St. Error)	t-ratio
Γερμανία			
Con (Γερμ.)	0,027242	0,0085864	3,1727
du (Γερμ.)	-0,0008933	0,013250	-0,067429
dlp2 (Γερμ.)	0,0053622	1,5074	0,0035573
b3 (Γερμ.)	0,0015116	0,00323	1,3349
Ιταλία			
Con (Ιτ.)	0,040131	0,0068283	5,8772
du (Ιτ.)	0,0036007	0,014224	0,25314
dlp2 (Ιτ.)	5,6191	1,0025	5,6050
b3 (Ιτ.)	1,6063	1,3732	1,1697
Ελλάδα			
Con (Ελλ.)	0,089767	0,011017	8,1483
du (Ελλ.)	-0,040856	0,022974	-1,7783
dlp2 (Ελλ.)	1,3115	0,26672	4,9170
b3 (Ελλ.)	0,0007066	0,0001775	3,9804

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Αποτελέσματα οικονομετρικού μοντέλου με εξαρτημένη μεταβλητή προσφορά χρήματος M ⁽⁴⁾			
Μεταβλητές κατά χώρα	Συντελεστές παλινδρόμησης	Τυπικό λάθος (St. Error)	t-ratio
Γερμανία			
Con (Γερμ.)	0,0256634	0,0068631	3,7350
du (Γερμ.)	-0,0091153	0,010385	-0,87778
dlp2 (Γερμ.)	0,020917	1,1246	0,018600
b3 (Γερμ.)	0,0007919	0,0008396	0,94318
Ιταλία			
Con (Ιτ.)	0,036842	0,0051932	7,0943
du (Ιτ.)	-0,0024324	0,010507	-0,23150
dlp2 (Ιτ.)	4,5846	0,75020	6,1112
b3 (Ιτ.)	0,66599	1,0520	0,63307
Ελλάδα			
Con (Ελλ.)	0,067157	0,0070157	9,5724
du (Ελλ.)	-0,034966	0,012185	-2,8695
dlp2 (Ελλ.)	0,68097	0,15044	4,5266
b3 (Ελλ.)	0,0001209	0,00009618	1,2566

είναι εξαιτίας της αύξησης της σημαντικότητας του πληθωρισμού.

Παραπορύμε, ότι στους πίνακες 1 και 2, ο συντελεστής παλινδρόμησης της ανεργίας έχει αρνητικό πρόσημο το οποίο είναι αναμενόμενο σύμφωνα με την οικονομική θεωρία. Αυτό συμβαίνει και στις τρεις χώρες και για τα δύο μοντέλα με εξαίρεση το μοντέλο της Ιταλίας με εξαρτημένη μεταβλητή το M1. Ο αρνητικός συντελεστής μπορεί να σημαίνει ότι οι νομιμοτικές αρχές στις τρεις χώρες δεν θέλουν απαραίτητα να καταπολεμήσουν την ανεργία. Ωστόσο, το απρόσμενο θετικό πρόσημο στην Ιταλία για το M1, ίσως υποδεικνύει ότι υπάρχουν αντιδικίες ανάμεσα στους νομιμοτικούς στόχους. Συνήθως σε περιόδους υψηλής ανεργίας και πληθωρισμού, οι νομιμοτικές αρχές προτιμούν να καταπολεμούν τον πληθωρισμό. Η βασική προτεραιότητα των Κεντρικών Τραπεζών στην Γερμανία, Ιταλία και Ελλάδα φαίνεται να είναι η σταθερότητα του επιπέδου των τιμών. Ο θετικός μη αναμενόμενος συντελεστής του πληθωρισμού και για τις τρεις χώρες, μπορεί να δείχνει ότι με τον κατάλληλο χειρισμό και έλεγχο της προσφοράς χρήματος, η νομιμοτική πολιτική μπορεί εύκολα να επιτελεί τις διακυμάνσεις των τιμών.

Παραπέρανται επίσης ότι οι συντελεστές του πληθωρισμού στην Ιταλία και την Ελλάδα είναι στατιστικά πιο σημαντικοί συγκρινόμενοι με εκείνους της Γερμανίας που στατιστικά δεν είναι σημαντικός. Ενα γεγονός που πιθανόν να εξηγεί τη διαφορά αυτή μπορεί να είναι ότι η Ιταλία και η Ελλάδα είναι χώρες με υψηλό έλλειμμα και δημόσιο

χρέος. Γι' αυτό το λόγο είναι πιο σημαντικό για τις χώρες της Ιταλίας και Ελλάδας, να εξουδετερώσουν τις πληθωριστικές πιέσεις, παρά για τη Γερμανία η οποία παρουσιάζει οχετικά χαμηλό δημόσιο χρέος και έλλειμμα. Η απότομη αύξηση του πληθωρισμού σε χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος και έλλειμμα μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της οικονομικής αστάθειας (διότι η παραγωγικότητα δεν αυξάνεται και η οικονομική ανάπτυξη δεν είναι σταθερή) και επομένως σε αυξημένη ανάγκη για προσαρμογή του δημόσιου τομέα στην οικονομία. Γενικά, και οι τρεις χώρες ελπίζουν να χαμηλώσουν τον πληθωρισμό μειώνοντας την προσφορά χρήματος με οποιοδήποτε κόστος της ανεργίας.

Θα πρέπει εδώ να σημειωθούμε ότι οι προβλέψεις, όπως προκύπτει άλλωστε από τις υποσημειώσεις είναι αρκετά αξιόπιστες, αφού το μέσο τετραγωνικό σφάλμα είναι μικρό και για τα δύο οικονομετρικά μοντέλα (βλέπε πίνακες 1, 2 και υποσημειώσεις 3, 4), γεγονός που σημαίνει ότι δεν υπάρχουν μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ της πραγματικότητας και των προβλέψεων.

Στο δικό μας οικονομετρικό μοντέλο, οι συντελεστές παλινδρόμησης των ανεξάρτητων μεταβλητών στα δεξιά της γραμμικής εξίσωσης πιθανόν να οδηγήσουν σε προβλήματα ταυτόχρονης επίδρασης (simultaneity), από τη στιγμή που οι τρέχουσες αξίες των μεταβλητών θα μπορούσαν να συμπεριλαμβάνουν τις επιδράσεις των μέσων άσκησης της νομιμοτικής πολιτικής. Για να εξουδετερωθούν, λοιπόν, τυχόν προβλήματα, που ίσως να αποτελούν

και την αιτία για το λανθασμένο πρόσημο του πληθωρισμού και στις τρεις χώρες, κρίνουμε απαραίτητο να επεκτείνουμε την εργασία αυτή δημιουργώντας μια μειωμένη μορφή οικονομετρικού μοντέλου (reduced form). Για να αντιμετωπίσουμε το πρόβλημα simultaneity οι συντελεστές παλινδρόμησης θα πρέπει να υπερηφανήσουν χρονικά κατά μία περίοδο (Joyce, 1986).

Η μέθοδος υπολογισμού των αποτελεσμάτων είναι πάλι η OLS. (Επειδή το καινούργιο μοντέλο εφαρμοσμένο στις τρεις χώρες “υπέφερε” από serial correlation, για στατιστικούς οκοπούς μόνο προσθέσαμε στη δεξιά πλευρά του μοντέλου την εξαρτημένη μεταβλητή μειωμένη κατά μία περίοδο). Προσθέτοντας αυτή τη στατιστική μεταβλητή και χρησιμοποιώντας το LM (Lagrange Multiplier test) καταφέραμε να εξουδετερώσουμε το πρόβλημα της απόλυτης συσχέτισης. Οι πίνακες 3 και 4 παρουσιάζουν τα αποτελέσματα του νέου μοντέλου.

Συγκρίνοντας τα νέα στοιχεία που παρουσιάζονται στους πίνακες 3 και 4 με τους πίνακες 1 και 2, είναι φανερό ότι το πρόσημο του πληθωρισμού, και στις τρεις χώρες, έχει αλλάξει και είναι τώρα το αναμενόμενο. Για αντικυκλικούς λόγους τα αποτελέσματα του νέου μοντέλου συγκρινόμενα με τα αρχικά, δείχνουν ότι οι αλλαγές στην προσφορά χρήματος αντιδρούν αρνητικά στον πληθωρισμό. Για την “υγεία της οικονομίας”, η νομιμοτική πολιτική αντιδρά σε αλλαγές των τιμών και αυτή η διαδικασία είναι κοινή για τις τρεις χώρες. Με άλλα λόγια όταν οι τιμές ανεβαίνουν οι νομιμοτικές αρχές μειώνουν την προ-

οφορά χρήματος για να ελέγξουν το ρυθμό του πληθωρισμού. Τα πρόσοντα για τις υπόλοιπες μεταβλητές, και στις τρεις χώρες, παρέμειναν τα ίδια με μόνη εξαίρεση την Ιταλία όπου το πρόσοντο της ανεργίας άλλαξε σε θετικό. Το R2 (βλέπε υποσημειώσεις 3, 4, 5 και 6) αυξάνεται στη Γερμανία και Ελλάδα μέχρι και 9% κατά μέσο όρο και στις δύο χώρες. Ξανά τη μόνη εξαίρεση αποτελεί την Ιταλία της οποίας ο δείκτης προσδιορισμού παρουσίασε μείωση περίπου 17%. Το ιοοζύγιο πληρωμών μπορεί να είναι σχετικό ιδιαίτερα σε χώρες όπως η Ιταλία και η Ελλάδα, όπου υπάρχει μεγάλη ελαστικότητα εισαγωγών σε σχέση με το ειοδόημα και πιο συγκεκριμένα μια μεγάλη οριακή τάση για εισαγωγή αγαθών. Οι νομιμοτικές μετρήσεις μπορεί να είναι αποτελεσματικές στο να επηρεάσουν το ιοοζύγιο πληρωμών, όχι μόνο διαμέσου των επιτοκίων και την κίνηση κεφαλαίου, αλλά και μέσω των επιδράσεων στους λογαριασμούς όφεως. Το μη αναμενόμενο θετικό πρόσοντο του ιοοζυγίου πληρωμών σε όλες τις χώρες, και για τη δύο οικονομετρικά μοντέλα, επιβεβαιώνει την παραπάνω σκέψη. Με άλλα λόγια η νομιμοτική άνοδος είναι ένας παράγοντας που

⁽⁵⁾ Τα αποτελέσματα από το LM για το νέο μοντέλο με εξάρτημένη μεταβλητή το M1 είναι τα παρακάτω: Γερμανίας 0,3706416, Ιταλίας 0,948304 και Ελλάδας 0,1000664. Το R2 για τη Γερμανία είναι 54%, Ιταλία 44% και Ελλάδα 64,4%.

⁽⁶⁾ Τα αποτελέσματα από το LM για το νέο μοντέλο με εξάρτημένη μεταβλητή το M2 είναι τα παρακάτω: Γερμανίας 0,2824104, Ιταλίας 0,1444260 και Ελλάδας 3,099988. Ο δείκτης προσδιορισμού (R2) της Γερμανίας είναι 36%, της Ιταλίας 27% και Ελλάδας 68%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Αποτελέσματα μοντέλου με εξάρτημένη μεταβλητή M1(5)			
Μεταβλητές κατά χώρα	Συντελεστές παλινδρόμησης	Τυπικό λάθος (St. Error)	t-ratio
Γερμανία			
Con (Γερμ.)	0,034573	0,0079287	4,3605
du(-1) (Γερμ.)	-0,0034777	0,0099944	-0,34796
b3(-1) (Γερμ.)	-0,00006036	0,0010557	-0,057176
dlp2(-1) (Γερμ.)	-4,3716	1,3584	-3,2182
Ιταλία			
Con (Ιτ.)	0,043145	0,0092594	4,6626
du(-1) (Ιτ.)	0,0031286	0,015230	0,20542
b3(-1) (Ιτ.)	4,5335	1,5189	2,9848
dlp2(-1) (Ιτ.)	-2,2193	1,4164	-1,5668
Ελλάδα			
Con (Ελλ.)	0,062853	0,014580	4,3109
du(-1) (Ελλ.)	-0,0021661	0,022262	-0,097298
b3(-1) (Ελλ.)	0,0002344	0,0002045	1,1460
dlp2(-1) (Ελλ.)	-1,5194	0,31666	-4,7982

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Αποτελέσματα έρευνας μοντέλου με εξάρτημένη μεταβλητή M2(6)			
Μεταβλητές κατά χώρα	Συντελεστές παλινδρόμησης	Τυπικό λάθος (St. Error)	t-ratio
Γερμανία			
Con (Γερμ.)	0,035439	0,0064809	5,4683
du(-1) (Γερμ.)	-0,0069696	0,0077220	-0,90256
b3(-1) (Γερμ.)	-0,0007850	0,81116	-0,96723
dlp2(-1) (Γερμ.)	-1,9388	1,0488	-1,8485
Ιταλία			
Con (Ιτ.)	0,037158	0,0080157	4,6357
du(-1) (Ιτ.)	0,0050281	0,012115	0,41504
b3(-1) (Ιτ.)	2,6176	1,1730	2,2315
dlp2(-1) (Ιτ.)	-1,7112	1,1956	-1,4312
Ελλάδα			
Con (Ελλ.)	0,041562	0,0083263	4,9917
du(-1) (Ελλ.)	0,0033973	0,10981	0,30937
b3(-1) (Ελλ.)	-0,00005623	0,00008545	-0,65807
dlp2(-1) (Ελλ.)	-1,1410	0,14739	-7,7411

μπορεί να επηρεάσει το ιοοζύγιο πληρωμών.

Τέλος, το ασύμαντο t-ratio που φαίνεται να έχουν οι περιοσύτερες μεταβλητές μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι κεντρικές τράπεζες έχουν στραφεί σε άλλα μέτρα για τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος. Για παράδειγμα η Κεντρική Τράπεζα της Γερμανίας θεώρησε το CBM (Central bank money) ως πιθανό στόχο και μέτρο ελέγχου της προσφοράς χρήματος. Το CBM αποτελείται από συνάλλαγμα που διατηρείται εκτός τραπεζών και ένα μέσο όρο του M3 (το οποίο με τη σειρά του αποτελείται από το M2 και τις καταθέσεις αποταμίευσης) και έχει πρωταρχικό στόχο τον έλεγχο ρευστών διαθέσιμων. Η Τράπεζα της Ελλάδος, από την άλλη μεριά, θεώρησε ως μέσο άσκησης νομιματικής πολιτικής το M4 το οποίο περιλαμβάνει το M3 και τα ομόλογα δημοσίου. Αυτή η αντικατάσταση μπορεί να αποδοθεί κυρίως στο γεγονός ότι ήταν δύσκολο να προβλέψει κανείς τις διακυμάνσεις του M1 και M2 και να καθορίσει αν αυτές οι αλλαγές, επηρέαζαν την αύξηση στην κατανάλωση και τον πληθωρισμό. Η χρονομότιτα του ελέγχου της ρευστότητας και στις τρεις χώρες συνδέεται με το γεγονός, ότι οι κεντρικές Τράπεζες έγιναν πιο ευέλικτες και ταυτόχρονα άνοιξε ο δρόμος για την εισαγωγή νέων μέσων άσκησης νομιματικής πολιτικής που θα επηρεάσουν, όχι μόνο τη σύνθεση και τις βελτιώσεις στις νομιματικές μετρήσεις, αλλά και τη σταθερότητα τους με το ακαθάριστο εθνικό προϊόν.

5. Συμπεράσματα

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι και οι τρεις χώρες έχουν υιοθετήσει στόχους τα τελευταία χρόνια έτοις ώστε να είναι ικανές να καταπολεμήσουν με επιτυχία τυχόν πληθωριστικές πιέσεις. Η Γερμανία συγκεκριμένα πέτυχε το στόχο του χαμπλού και σταθερού πληθωρισμού διατηρώντας σταθερό και αυτοπρό έλεγχο της προσφοράς χρήματος, ενώ χώρες όπως η Ιταλία και η Ελλάδα υιοθετήσαν παρόμοιες στρατηγικές. Οπως αποδείχθηκε παραπάνω, ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος έμμεσα επηρεάζει τον πληθωρισμό και η Γερμανία συγκεκριμένα επέλεξε αυτό το στόχο για να πετύχει χαμπλό πληθωρισμό. Αυτός ο στόχος αποδείχθηκε ο καλύτερος όχι μόνο για τη Γερμανία, αλλά και για την Ελλάδα όπου το 1994 ο πληθωρισμός για πρώτη φορά έπεσε στο 10%, ενώ το 1997 στο 4%. Η στροφή των Κεντρικών Τραπεζών προς νέες νομιματικές βάσεις εξηγείται από το γεγονός ότι ενδιαφέρονται για στόχους που έχουν σταθερή σχέση με τον πληθωρισμό. Ωστόσο, σε περιόδους που υπάρχει σταθερή ζήτηση χρήματος, είναι καλύτερα οι τράπεζες να εστιάζουν την προσοχή τους στα επιτόκια ενώ σε πολλές χώρες η αλλαγή στους νομιματικούς στόχους είναι προτιμητέα σε περιόδους σοβαρής αστάθειας. Οι λόγοι που οι κεντρικές Τράπεζες έχουν υιοθετήσει τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος όταν αντιμετωπίζουν πληθωριστικές πιέσεις είναι (Kahn & Jacobson, 1989, ABN-AMRO, 1994, Garganas, 1992 κ.ά.):

➤ γιατί η προμήθεια χρήματος είναι

αξιόπιστος δείκτης για την πρόβλεψη του πληθωρισμού. Ως νομιματικό μέσο, βριθάει στη μείωση τάσεων εξάπλωσης ρευστότητας και είναι παράλληλα ο πιο αξιόπιστος δείκτης νομιματικών συνθηκών απ' ότι είναι τα επιπόκια ή τα ελεύθερα ρευστά διαθέσιμα. Επίσης, ο στόχος αυτός δεν είναι ασταθής και δε δίνει συγκρουόμενες πληροφορίες και,

➤ γιατί η προσφορά χρήματος ως προβλέψιμος δείκτης χάραξης νομιματικής πολιτικής είναι αξιόπιστος. Για την Κεντρική Τράπεζα ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος, ως μέσο ελέγχου των πληθωριστικών πιέσεων, είναι ένα καλό σημάδι, όχι μόνο γιατί έτοις μπορεί να διατηρεί τον πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα, αλλά και γιατί δίνει τη δυνατότητα στο κοινό να προβλέψει πιο εύκολα τους οκοπούς και τους στόχους της.

Αν και οι παραπάνω οκέψεις αποδεικνύουν τους παράγοντες που επηρεάζουν και έχουν άμεση ή έμμεση σχέση με την προσφορά χρήματος, ωστόσο περαιτέρω έρευνα πάνω σε κάποια προβληματικά οπμεία θεωρείται απαραίτητη. Εμφασίσαν θα πρέπει να δοθεί στην ανάπτυξη ενός νέου οικονομετρικού μοντέλου, το οποίο θα εξετάζει τη σχέση των νέων δεικτών ρευστότητας (πχ M4, CBM, κλπ.) με τις υπόλοιπες μεταβλητές στόχους (goal variables).

Κατά την άποψη τη δική μας, οι στόχοι της Κεντρικής Τράπεζας εξαρτώνται από τη στάση και τις διακυμάνσεις της νομιματικής πολιτικής. Από την άλλη πλευρά δίνοντας προτεραιότητα σε ένα μόνο στόχο πχ

στον έλεγχο του πληθωρισμού, δεν είναι χωρίς κόστος. Αν και η πολιτική αυτή δείχνει να είναι επιτυχημένη παρ' όλα αυτά ο αυστηρός έλεγχος του πληθωρισμού έχει σαν κόστος την αύξηση της ανεργίας. Αυτό το φαινόμενο μπορεί εύκολα να παρατηρηθεί στις τρεις χώρες, που είναι υπό μελέτη στην παρούσα εργασία, όπου ειδικά από το 1987 η ανεργία αυξάνει με τους γρηγορότερους ρυθμούς. Ετοι αν και είναι γενικά παραδεκτό το γεγονός ότι ο πληθωρισμός είναι ένας από τους κύριους στόχους των Κεντρικών Τραπέζων, η σχέση του με τις υπόλοιπες μεταβλητές-στόχους είναι πολύπλοκη και ασταθής. Για να είναι η αντι-πληθωριστική πολιτική αποτελεσματική και να μειώσει τις αρνητικές επιδράσεις σε άλλες μεταβλητές-στόχους (goal variables) όπως για παράδειγμα την οικονομική δραστηριότητα, πρέπει να εφαρμόζεται με πιστότητα, συνέπεια και ουνέχεια. Η παγκόσμια εμπειρία (πχ Ιαπωνία) επιβεβαιώνει το γεγονός ότι για να επιτευχθούν οι στόχοι όπως νομιματική σταθερότητα και οικονομική ανάπτυξη χρειάζεται ουνοχή και ουντονισμός των μέσων άσκησης της νομιματικής πολιτικής. Ελλειψη ουνέχειας και ουντονισμού εμποδίζει την οικονομική σταθερότητα και εξέλιξη ενώ ταυτόχρονα δημιουργεί δυσκολίες για τη διατήρηση της αντι-πληθωριστικής κατεύθυνσης της νομιματικής πολιτικής.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Banca D' Italia, Annual-Report, Ordinary general meeting of shareholders, Rome, May 1994.
2. Banca D' Italia, Economic Bulletin, No 17, October 1993.
3. Deutsche Bundesbank, Monthly Report, Vol. 46, No 12, December 1994.
4. DUA P., "A policy reaction function for nominal interest rates in the U.K.: 1972Q2-1982Q4", Bulletin of Economic Research, Vol. 40, Number 1, January 1988, pp. 57-71.
5. FUHRER J. & MOORE G., "Monetary policy rules and the indicator of asset prices", Journal of Monetary Economics, Vol. 29/121, April 1992, pp. 303-335.
6. GARGANAS N., Econometric model of the Greek economy, The Bank of Greece, Athens, January 1992.
7. POTTS G. & LUCKETT D., "Policy objectives of the Federal Reserve System", Quarterly Journal of Economics, August 1978, pp. 525-534.
8. "Govergence of inflation in the Netherlands and Germany in 1994 and 1995", ABN-AMRO, Economic Review, First quarter 1994, pp. 11-17.
9. HOELSCHER G., "1979-1982: Rules or Discretion in monetary policy?", Economic Inquiry, Number 2, April 1990, pp. 249-255.
10. Η Εκθεση του Διοικητή για το έτος 1993, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 1994.
11. Η νομιματική πολιτική για το έτος 1995, Bank Of Greece, Economic Bulletin, Vol. 5, March 1995.
12. JOYCE J., "On the specification and estimation of macroeconomic policy functions", Quarterly Journal Of Business and Economics, Vol. 25, 1986, pp. 16-30.
13. ING-Bank, Infograph, No 3, August 1994.
14. KAHN A. & JACOBSON K., "Lessons from West Germany", Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, April 1989, pp. 18-35.
15. KOHN D., "Monetary policy in an era of Change", Federal Reserve Bulletin, February 1989, pp. 53-57.
16. LOBUE M., "Money growth poli-
tics", Review of Business and Economic Research, Number 2, Spring 1990, pp. 23-33.
17. ΜΟΣΧΟΣ Δ., Στόχοι και Δείκτες Νομιματικής Πολιτικής στην Ελλάδα, κεφάλαιο 4 στο βιβλίο Το Ελληνικό Χρηματοποιητικό Σύστημα: Τάσεις και Προοπτικές, Επιμέλεια Προβόπουλος Γ., Αθήνα 1995.
18. SAITI A., The conduct of monetary policy: a comparison between Germany, Italy and Greece, University of N. Wales, Bangor, Dissertation submitted for a Master of Arts, Bangor, 1995.

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΑΛΕΞΑΚΗ

επιδόσεις των κρατών-μελών της ΟΝΕ, θα διαπιστώσει αν η Ελληνική οικονομία συγκεντρώνει τις προϋποθέσεις για την είσοδό της στη ζώνη του ευρώ. Ακολουθεί εν συνεχεία ένα κρίσιμο τρίμηνο διαβούλευσεων για την ολοκληρωμένη εξέταση της ελληνικής υποψηφιότητας, όπου οι ελληνικές αρχές καλούνται να δείξουν την οικονομική θέση της χώρας αλλά και την ικανότητά τους να διατηρήσουν την οικονομική σταθερότητα μετά την αντικατάσταση της δραχμής από το ευρώ.

➤ Η αναταραχή και η αστάθεια με συχνές έντονες διακυμάνσεις του δείκτη κατά το δεύτερο ήμισυ της εξεταζόμενης περιόδου, σε συνδυασμό με την παρατηρούμενη συμπεριφορά των επενδυτών. Οι τελευταίοι επεδίωκαν ρευστοποίηση των κερδών τους σε κάθε καθοδική πορεία του δείκτη και αδυνατώντας να επιτύχουν το στόχο τους σε τίτλους μικρής κεφαλαιοποίησης που κατέχουν, οδηγούνται σε ρευστοποίηση τίτλων υψηλής κεφαλαιοποίησης. Σε φάσεις ανόδου όμως τοποθετούνται στην πρώτη ομάδα αξιογράφων. Ήταν αναγκαία η αλλαγή συμπεριφοράς των επενδυτών με την επιλογή μετοχών επιχειρήσεων που διαγράφουν καλύ πορεία.

➤ Η διεύρυνση των κινδύνων των

αγορών με την εκτός προγράμματος μεσολάβηση των βουλευτικών εκλογών ενόψει της εκλογής του Προέδρου της Δημοκρατίας.

➤ Οι εκτιμήσεις ότι ο επόσιος ρυθμός πληθωρισμού κατά τους τελευταίους μίνες του έτους θα κινείται σε επίπεδα υψηλότερα του 2%, ενώ από την αρχή του 2000 θα αντιτραφεί και θα πλησιάσει το 2%, σε συνδυασμό με την αναμενόμενη μικρή αύξηση του τιμαρίθμου στις ευρωπαϊκές χώρες. Σχετικό εδώ ήταν και το θέμα της εκτίναξης των τιμών του πετρελαίου και η αβεβαιότητα που δημιούργησε για τον πληθωρισμό, που οδήγησε τις αρχές να μειώσουν τους ειδικούς φόρους και σύμιση.

➤ Η καθυστέρηση της επικείμενης μείωσης των επιτοκίων, ως αποτέλεσμα των πιο πάνω εξελίξεων.

➤ Η ανοδική τάση στα μεγαλύτερα διεθνή χρηματιστήρια κατά το τέλος της περιόδου δεν εμφανίσθηκε στην ελληνική μετοχική αγορά, η οποία αναμένει ισχυρά γεγονότα, όπως η πτώση των επιτοκίων και νέα για τις εισιγμένες εταιρείες πάνω στον τομέα των συνεργασιών και εξαγορών, για να τα χρησιμοποιήσει ως εφαλτήριο για μία νέα άνοδο στο ΧΑΑ.

Γενικά, στην αγορά του ΧΑΑ παρατηρήθηκε κατά το τέλος της εξε-

ταζόμενης περιόδου μία νευρικότητα χωρίς να έχει προκύψει μία σαφής κατεύθυνση για το δείκτη. Για να προκύψει αυτή η σαφής κατεύθυνση, φαίνεται ότι η αγορά ανέμενε κάποια σημαντικά νέα, τόσο από τις νομοματικές αρχές της χώρας σε ό,τι αφορά τα μακροοικονομικά μέγεθον και τα επιτόκια, όσο και από το χώρο των επιχειρήσεων. Ταυτόχρονα, οι επενδυτές διέβλεπαν μία θετική πορεία της αγοράς μεσοπρόθεσμα, καθώς ανέμεναν μία ακόμα θετικότερη πορεία για τα πιο πάνω θέματα. Από την πλευρά τους, ωστόσο, ήταν αναγκαίο να κατευθύνουν τα επενδυτικά τους κεφάλαια μετά από επιλογές, με βάση την πορεία των οικονομικών μεγεθών και την κεφαλαιοποίηση της κάθε εισιγμένης εταιρείας.

○



Hεωστρέφεια και η ενασχόληση με τα του οίκου των εκείνων των τραπεζών που ανεδείχθησαν πρωταγωνιστές στην κούρσα των εξαγορών και συγχωνεύσεων, τις οποίες ζήσαμε μέχρι το καλοκαίρι, λαμβάνει τώρα τη θέση της – εν πολλοίς – βίαιης αναδιάταξης του τραπεζικού ουσιασμάτος. Μιας αναδιάταξης που προκλήθηκε από την κυβερνητική πολιτική των ιδιωτικούμενών, αλλά όπου δεν μπορεί να αποκλειστεί και η ενεργός παρέμβαση ή έστω η άσκηση πίεσης από τον ιδιωτικό τραπεζικό τομέα προς την κατεύθυνση της άμβλυνσης του κρατικού μονοπωλίου.

Παρ' ότι είναι πολύ ενωρίς για να εξαχθούν συμπεράσματα από την αναδιάταξη που όντως υπάρχει, εν τούτοις μπορεί να γίνουν οι πρώτες αποτυπώσεις.

Η Εθνική, η πρώτη τράπεζα της χώρας – και μάλιστα υπό κρατικό (με τον ένα ή άλλο τρόπο) έλεγχο – ενδυνάμωσε τη θέση της συγχωνεύοντας τις δύο θυγατρικές της που είχαν ως κύριο αντικείμενο την άσκηση της στεγαστικής πίστης. Τη Στεγαστική και την Κτηματική Τράπεζα.

Δεν είναι, όμως, ακόμη βέβαιο, αν η συγχωνεύση αυτή διεύρυνε το μερίδιο της Εθνικής στη στεγαστική τραπεζική αγορά, ή αν η εν δυνάμει απόκτησε του πελατολογίου των δύο στεγαστικών τραπεζών διπύρυνε τον κύκλο εργασιών της Εθνικής σε άλλες τραπεζικές εργασίες. Οπωδόποτε δημιουργεί τις προϋποθέσεις ενός μεγάλου ανοίγματος, απομένει όμως να επιβεβαιωθεί η θεωρητική αυτή εκτίμηση.

Με μία και μόνη – δ' όλη την κύρια των εξαγορών – εντυπωσιακή κίνηση – αυτή των 272 δισ. δρχ. – η Αλφα Τράπεζα Πίστεως πραγμάτωσε το όνειρο δύο τουλάχιστον δεκαετιών. Απέκτησε την Ιονική Τράπεζα και προχωρεί στη μεγάλη συγχώνευση επιχειρώντας να καταστεί η πρώτη σε μέγεθος ιδιωτική τράπεζα της χώρας και η δεύτερη στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα μετά την Εθνική. Είναι όμως ακόμη αρβέβαιο αν θα συγκεντρώσει τελικά τα προστιθέμενα μερίδια των δύο τραπεζών στην τραπεζική πίττα και αν θα τα διευρύνει.

Ο Ομίλος Λάτον πραγματοποίεσσε συσιαστικά μια επέλαση, αναδιαιροφράνοντας το τραπεζικό τοπίο. Η μικρή – και χωρίς μεγάλες προσδοκίες, αρχικά – Eurobank, κατέκτησε το, ας το πούμε, αμφιλεγόμενο τρόπαιο της Τράπεζας Κρήτης, εξαγόρασε την Interbank και την Τράπεζα Αθηνών, τοποθέτησε σύμμαχό της την Deutsche Bank και, μετά την εξαγορά της Ιονικής από την Πίστεως, αναγκάστηκε να προχωρήσει στην επιθετική εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας.

Η Τράπεζα Πειραιώς – που είχε προέλθει και αυτή από την ιδιωτικοποίηση της ομώνυμης θυγατρικής της Εμπορικής Τράπεζας στις αρχές της δεκαετίας του '90 – ενδυναμώθηκε “κατακτώντας” τη Μακεδονία-Θράκης και την Τράπεζα Χίου. Έχασε, όμως, όπου αντιπαρατέθηκε με τους μεγάλους ιδιώτες ανταγωνιστές, την Πίστεως στην περίπτωση της Ιονικής, και την Eurobank στην περίπτωση της Τράπεζας Εργασίας.

Αυτή τη στιγμή και οι τέσσερις πρωταγωνιστές των εξαγορών-συγχωνεύσεων (Εθνική, Αλφα Πίστεως, Eurobank και Πειραι-

ώς) έχουν να επιλύσουν προβλήματα λειτουργίας και εναρμόνισης των δικτύων που απέκτησαν, παράλληλα με την επιδίωξη αύξησης των μεριδίων τους στην τραπεζική αγορά. Ενώ παρατηρείται, τουλάχιστον από την πλευρά των ιδιωτικών τραπεζικών ομίλων, μία προσπάθεια διείσδυσης στην αγορά των εταιρειών πληροφορικής σε νέες μορφές άσκησης στεγαστικής πίστης.

Ολα αυτά είναι λίγο πολύ γνωστά, μια και ευρέθησαν στην κορυφή της επικαιρότητας και της δημοσιότητας. Αυτά που κατέχουν δευτερεύουσα θέση, πλην όμως είναι σημαντικά για την εκτίμηση την κυβερνητικής πολιτικής και για την εκτίμηση – καλύτερα τη “βαθμολόγηση” – της χώρας μας στο πεδίο του διεθνούς τραπεζικού ανταγωνισμού είναι οι εξής δύο διαπιστώσεις: Πρώτον, ότι στην κούρσα που άνοιξε με το παιχνίδι των εξαγορών, το ενδιαφέρον των ξένων τραπεζών ήταν ανύπαρκτο. Καμιά ξένη μεγάλη ή έστω μικρή τράπεζα δεν έλαβε μέρος στους διαγωνισμούς πώλησης που προκήρυξε η Κυβέρνηση για τις προς πώληση κρατικές τραπεζες. Να σημειωθεί ότι και το ενδιαφέρον της Deutsche Bank – έλαβε, τελικά, το 10% της Eurobank – δεν ήταν, σύμφωνα με πληροφορίες αυτόφωτο. Προκλήθηκε από τον Ομπλο Λάτον και όχι εξ αιτίας ενός ειδικού ενδιαφέροντος της μεγάλης γερμανικής τράπεζας για την εισοδοχή της στην ελληνική τραπεζική αγορά. Πρόκειται για μια ακόμη διάφευση της στενής αντίληψης ότι “η Ελλάδα αποτελεί τον ομφαλό της γης”. Είναι εξ άλλου γνωστό ότι οι ελληνικές τράπεζες αποδύονται εδώ και πολύ καφρό σε κοπιαστικούς αγώνες – όχι πάντοτε με επιτυχία – για να πωλήσουν το 1

νί 2 ή 5% το πολύ του μετοχικού τους κεφαλαίου σε ξένες τράπεζες. Πολύ γρήγορα μάλιστα, όταν δημιουργούνται χρηματιστηριακές υπεραξίες, τα μερίδια αυτά αλλάζουν χέρια και ιδιοκτήτες.

Δεύτερη διαπίστωση είναι ότι στο παιχνίδι των εξαγορών και συγχωνεύσεων ο κρατικός τραπεζικός τομέας έμεινε κραυγαλέα αμέτοχος. Τόσο αμέτοχος που ορισμένοι αρχίζουν να μιλούν για την αναζήτηση ευθυνών. Ούτε μία υπό κρατικό έλεγχο τράπεζα δεν μετέχει σε διαγωνισμό για την πώληση άλλης υπό κρατικό έλεγχο τράπεζας. Δεν είναι αυτό μία ασφαλής ένδειξη ότι ο πολυδιαφριμούντων αυτοτέλεια των τραπεζικών ιδρυμάτων (με τους μάνατζερς που επιλέγονται με αξιοκρατικά κριτήρια, με την, υποτίθεται άνεση χειρισμών που διαθέτουν κλπ) υποκλίνεται ευλαβικά στον ασφυκτικό κυβερνητικό έλεγχο; Η εξαίρεση της Εθνικής με τη συγχώνευσή της με Στεγανοτική-Κτηματική παρίσταται ως επιβεβαίωση του κανόνα.

Η Εμπορική παρότι ήθελε τη συγχώνευση με τη θυγατρική Ιονική, αναγκάστηκε να διενεργήσει δύο διαγωνισμούς για να την αποχωριστεί. Προτάσεις της τελευταίας κρατικής Διοίκησης της Ιονικής για να εισέλθει στο μετοχικό της κεφάλαιο προς ιοχυροποίηση το Ταχυδρομικό Ταμευτήριο με το 1 τρισ. των καταθέσεων του, ούτε καν ουζπήθηκαν. Το μέλλον της ίδιας της Εμπορικής θα αποφασιστεί μετά τις εκλογές του 2000 διατείνεται η ίδια η Κυβέρνηση. Ο εστί μεθερμηνεύμενο, ότι η Κυβέρνηση δεν θέλει την Εμπορική στον υπό δημόσιο έλεγχο τραπεζικό τομέα.

Ακόμη και η Εθνική Τράπεζα είχε εκδη-

λώσει στο παρελθόν – ομολογουμένως δειλά – το ενδιαφέρον της για ιδιωτικές τράπεζες “μπουτάκ”, όπως η Χίος (για την ειδίκευση στα καταναλωτικά δάνεια) και η Εργασίας (για την ειδίκευση στα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις). Τα “όρια” δεν ξεπεράστηκαν.

Παρόμοια ακινούσια του δημόσιου τραπεζικού τομέα οπιμειώθηκε και στην περίπτωση της Αγροτικής Τράπεζας. Υπήρξαν πχ προτάσεις για τη συγχώνευσή της με την Ιονική Τράπεζα, προκειμένου να αποκτήσει η ΑΤΕ την απαραίτητη – και ελλείπουσα, βεβαίως – πρόσθιαση σε εμπορικές τραπεζικές δραστηριότητες. Υπήρξαν, ακόμη, “παραινέσεις” για να εισέλθει στο χώρο της διεκδίκησης της ιδιωτικής Τράπεζας Εργασίας, για τους ίδιους λόγους που υπαγόρευαν τη συγχώνευσή της με την Ιονική. Και υπάρχουν αυτή τη στιγμή προτάσεις (υπάρχουν όλα τα οχετικά έγγραφα στη διάθεσή μας) για να συγχωνευθεί με την Εμπορική Τράπεζα, για να δημιουργηθεί ένα κραταιό δίκτυο 1.000 περίπου καταστημάτων. Άλλα οι προτάσεις αυτές δεν φαίνεται να ουζπάνται καν σε κυβερνητικό επίπεδο.

Δεν πρόκειται για κάποια “αόρατη χείρα” που εμποδίζει την κινητοποίηση των κρατικών τραπεζών και τη συμμετοχή τους στο χορό των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Είναι προφανές ότι η κινητοποίηση αυτή δεν ουνάδει με την κυβερνητική πολιτική των ιδιωτικοποίσεων.

Μια τρίτη, τέλος, διαπίστωση βρίσκεται υπό διαμόρφωση και είναι ευχής έργο να ανατραπεί ούντομα. Οι εξαγορές-συγχωνεύσεις δεν οδήγησαν ακόμη (το “ακόμη” υπογραμμισμένο) στο κοινωνικά και οικονομικά ζητούμενο: Στη μείωση του κόστους

χρήματος για επιχειρήσεις, χρήστες των τραπεζικών υπηρεσιών και καταναλωτές, μέσω του αυξημένου ανταγωνισμού που υποτίθεται ότι θα προκαλούσαν.

○