

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

ΣΑΪΤΗ ANNAS  
PhD University of Hull

## 1. Εισαγωγή

Ενα βασικό θέμα που έχει απασχολήσει τις νομισματικές αρχές τόσο σε θεωρητικό όσο και σε πρακτικό επίπεδο, είναι τα διαθέσιμα μέσα που χρησιμοποιεί η νομισματική πολιτική διαφόρων χωρών (Kohn, 1989). Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής και το είδος της στρατηγικής (δηλαδή 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 πολιτικής

Η οικονομετρική μελέτη της νομισματικής πολιτικής είναι σημαντική, όχι μόνο για την πρόβλεψη, αλλά επίσης για τη σχεδίαση, την εφαρμογή και την αξιολόγηση της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής. Η ενότητα αυτή παρέχει μια ανασκόπηση της θεωρητικής προσέγγισης του καθοριστικού ρόλου της νομισματικής πολιτικής καθώς ερευνάται η αξιολόγηση της νομισματικής λειτουργίας διαφόρων κρατών. Επίσης παρέχει μια συνολική θεώρηση των σημαντικότερων 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 Fuhner & 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 νομισματική 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 νομισματικής πολιτικής. Τα αποτελέσματα αυτής της ανάλυσης δηλώνουν ότι η νομισματική πολιτική διέφερε σημαντικά ανάμεσα στα δύο πακέτα των δεδομένων

ενώ το χρέος του δημόσιου ταμείου έπαιξε καθοριστικό ρόλο στην άσκηση της νομισματικής 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 μικρές διάρκειας επιτόκια. Επίσης, όλες οι επιπλοκές της νομισματικής 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 νομισματικής πολιτικής, τότε η αντίχρηση του επιχειρηματικού κύκλου (business cycles) είναι πλέον θέμα εμπειρικό.

Ο Hoelscher (1990) έλεγξε τους παράγοντες που καθορίζουν την ανάπτυξη του M1 για την περίοδο 1979-1982. Η συνάρτηση αντίδρασης (reaction function) που ανέπτυξε είχε ως σκοπό 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 σκοπό να μετριάσει τις διακυμάνσεις του πληθωρισμού. Τα αποτελέσματα απέδειξαν ότι και τα δύο κίνητρα ήταν πολύ σημαντικά για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και καθόρισαν την αύξηση του M1. Ωστόσο, πρέπει να αναφερθεί ότι αυ-

τή η δειγματοληπτική 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 νομισματική πολιτική της έχει αποτελέσει συχνό θέμα οικονομετρικής ανάλυσης. Ο Dua (1988) υπολόγισε μια συνάρτηση αντίδρασης που βασίστηκε στις μεταβλητές της νομισματικής πολιτικής της Μεγάλης Βρετανίας, για τη δειγματοληπτική 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 επιτοκίου 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 σπουδαιότητα του νομίσματος της Μ. Βρετανίας, και δ) στο επίπεδο συναγωνισμού. Επίσης, οι νομισματικές 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) στο 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 νομισματικής 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 ισοζύγιο πληρωμών ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (ΑΕΠ) (B). Η μορφή δηλαδή 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 (πληθωρισμός),  
 B= ισοζύγιο πληρωμών (τρέχον

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

ισοζύγιο) 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 νομισματικής πολιτικής από την Κεντρική Τράπεζα, λαμβάνοντας υπόψη τους στόχους της ανεργίας, του πληθωρισμού και το ισοζύγιο πληρωμών. Όλα τα νομισματικά δεδομένα είναι εκφρασμένα σε τρέχουσες τιμές ενώ οι τριμηνιαίες παρατηρήσεις έχουν παρθεί από τον ΟΟΣΑ. Τέλος, οι μεταβλητές με στατιστικά σημαντικούς συντελεστές παλινδρόμησης θα θεωρηθούν ως οι κυριότεροι στόχοι των νομισματικών αρχών. Τα δεδομένα (data) που έχουν χρησιμοποιηθεί για κάθε χώρα δεν έχουν προσαρμοστεί ανάλογα με την εποχή (seasonally unadjusted). Οικονομικά τεστ (όπως εποχικότητας, τεστ για συσχέτιση (serial correlation) και στασιμότητα (stationarity)) έχουν υιοθετηθεί προκειμένου να διαπιστωθούν ή να εξουδετερωθούν τυχόν προβλήματα ανάλυσης<sup>(1)</sup>. 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 συσχέτιση (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 αυτοσυσχέτισης. Ως διαδικασία ανάλυσης χρησιμοποιήθηκε η Ordinary least squares (OLS). Το στατιστικό πακέτο που χρησιμοποιήσαμε για την ανάλυση των δεδομένων είναι το Microfit<sup>(2)</sup>. Η τελική μορφή των γραμμικών εξισώσεων (συναρτήσεων) είναι η ακόλουθη:

όπου  
 $dM1 = n$  πρώτη διαφορά της λογαριθμικής μορφής του M1,  
 $dM2 = n$  πρώτη διαφορά της λογαριθμικής μορφής του M2,  
 $du = n$  πρώτη διαφορά της ανεργίας,  
 $dIp2 = n$  δεύτερη διαφορά της λογαριθμικής μορφής των τιμών,

$$dM1 = \alpha_0 + \alpha_1 du + \alpha_2 b3 + \alpha_3 dIp2 + \alpha_4 dM1(-1) + u_t \quad (1)$$

$$dM2 = \beta_0 + \beta_1 du + \beta_2 db3 + \beta_3 dIp2 + \beta_4 dM2(-1) + u_t \quad (2)$$

$b3 = \text{ισοζύγιο πληρωμών}$ ,  
 $dM1(-1)$ ,  $dM2(-1) = \text{οι χρονικά υστερημένες μεταβλητές κατά μία$

περίοδο των μεταβλητών  $dM1$ ,  $dM2$  αντίστοιχα.

Πριν ξεκινήσουμε την ανάλυση θα πρέπει να αναφέρουμε την αναμενόμενη σχέση μεταξύ της προσφοράς χρήματος και των μεταβλητών που αποτελούν στόχο των νομισματικών αρχών (goal variables). Ξεκινώντας με την ανεργία θα λέγαμε ότι έχει αρνητική σχέση 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 σχέση 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 σχέση θα ήταν αναμενόμενη μεταξύ του ισοζυγίου πληρωμών και της προσφοράς χρήματος. Αν κάποια χώρα παρουσιάζει έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών τότε η κυβέρνηση στην προσπάθειά της να το καλύψει θα προσπαθούσε να αυξήσει τις εξαγωγές και θα μείωνε τις εισαγωγές. Ένας τρόπος για να αυξήσει το εισόδημά

<sup>(1)</sup> 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.

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

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

<sup>(4)</sup> 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 υπολειπόμενα για τη Γερμανία είναι 0,084085, την Ιταλία είναι 0,066098 και για την Ελλάδα είναι 0,056950.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 1</b> 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
<b>Γερμανία</b>			
Con (Γερμ.)	0,027242	0,0085864	3,1727
du (Γερμ.)	-0,0008933	0,013250	-0,067429
dIp2 (Γερμ.)	0,0053622	1,5074	0,0035573
b3 (Γερμ.)	0,0015116	0,00323	1,3349
<b>Ιταλία</b>			
Con (Ιτ.)	0,040131	0,0068283	5,8772
du (Ιτ.)	0,0036007	0,014224	0,25314
dIp2 (Ιτ.)	5,6191	1,0025	5,6050
b3 (Ιτ.)	1,6063	1,3732	1,1697
<b>Ελλάδα</b>			
Con (Ελλ.)	0,089767	0,011017	8,1483
du (Ελλ.)	-0,040856	0,022974	-1,7783
dIp2 (Ελλ.)	1,3115	0,26672	4,9170
b3 (Ελλ.)	0,0007066	0,0001775	3,9804

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 2</b> Αποτελέσματα οικονομετρικού μοντέλου με εξαρτημένη μεταβλητή προσφορά χρήματος M(4)			
Μεταβλητές κατά χώρα	Συντελεστές παλινδρόμησης	Τυπικό λάθος (St. Error)	t-ratio
<b>Γερμανία</b>			
Con (Γερμ.)	0,0256634	0,0068631	3,7350
du (Γερμ.)	-0,0091153	0,010385	-0,87778
dIp2 (Γερμ.)	0,020917	1,1246	0,018600
b3 (Γερμ.)	0,0007919	0,0008396	0,94318
<b>Ιταλία</b>			
Con (Ιτ.)	0,036842	0,0051932	7,0943
du (Ιτ.)	-0,0024324	0,010507	-0,23150
dIp2 (Ιτ.)	4,5846	0,75020	6,1112
b3 (Ιτ.)	0,66599	1,0520	0,63307
<b>Ελλάδα</b>			
Con (Ελλ.)	0,067157	0,0070157	9,5724
du (Ελλ.)	-0,034966	0,012185	-2,8695
dIp2 (Ελλ.)	0,68097	0,15044	4,5266
b3 (Ελλ.)	0,0001209	0,00009618	1,2566

είναι εξαιτίας της αύξησης της σημαντικότητας του πληθωρισμού.

Παρατηρούμε, 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 νομισματικές 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 νομισματικούς στόχους. Συνήθως σε περιόδους υψηλής ανεργίας και πληθωρισμού, οι νομισματικές αρχές προτιμούν να καταπολεμήσουν τον πληθωρισμό. Η βασική προτεραιότητα των Κεντρικών Τραπεζών στη 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 δείξει ότι με τον κατάλληλο χειρισμό και έλεγχο της προσφοράς χρήματος, η νομισματική πολιτική μπορεί εύκολα να επηρεάσει τις διακυμάνσεις των τιμών.

Παρατηρείται επίσης ότι οι συντελεστές του πληθωρισμού στην Ιταλία και την Ελλάδα είναι στατιστικά πιο σημαντικοί συγκρινόμενοι με εκείνον της Γερμανίας που στατιστικά δεν είναι σημαντικός. Ένα 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 σχετικά 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 σημειώσουμε 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 νομισματικής 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 υστερηθούν 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 σκοπούς 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 νομισματική πολιτική αντιδρά σε αλλαγές των τιμών και αυτή η διαδικασία είναι κοινή για τις τρεις χώρες. Με άλλα λόγια όταν οι τιμές ανεβαίνουν οι νομισματικές αρχές μειώνουν την προ-



σφορά χρήματος για να ελέγξουν το ρυθμό του πληθωρισμού. Τα πρόσημα για τις υπόλοιπες μεταβλητές, και στις τρεις χώρες, παρέμειναν τα ίδια με μόνη εξαίρεση την Ιταλία όπου το πρόσημο 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 η Ιταλία της οποίας ο δείκτης προσδιορισμού παρουσίασε μείωση περίπου 17%. Το ισοζύγιο πληρωμών μπορεί να είναι σχετικό ιδιαίτερα σε χώρες όπως η Ιταλία και η Ελλάδα, όπου υπάρχει μεγάλη ελαστικότητα εισαγωγών σε σχέση με το εισόδημα και πιο συγκεκριμένα μια μεγάλη οριακή τάση για εισαγωγή αγαθών. Οι νομισματικές μετρήσεις μπορεί να είναι αποτελεσματικές στο να επηρεάσουν το ισοζύγιο πληρωμών, όχι μόνο διαμέσου των επιτοκίων και την κίνηση κεφαλαίου, αλλά και μέσω των επιδράσεων στους λογαριασμούς όψεως. Το μη αναμενόμενο θετικό πρόσημο του ισοζυγίου πληρωμών σε όλες τις χώρες, και για τα δύο οικονομετρικά μοντέλα, επιβεβαιώνει την παραπάνω σκέψη. Με άλλα λόγια η νομισματική άνοδος είναι ένας παράγοντας που

<sup>(5)</sup> Τα αποτελέσματα από το LM για το νέο μοντέλο με εξαρτημένη 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%.

<sup>(6)</sup> Τα αποτελέσματα από το LM για το νέο μοντέλο με εξαρτημένη 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 εξαρτημένη μεταβλητή M1(5)**

Μεταβλητές κατά χώρα	Συντελεστές παλινδρόμησης	Τυπικό λάθος (St. Error)	t-ratio
<b>Γερμανία</b>			
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
dIp2(-1) (Γερμ.)	-4,3716	1,3584	-3,2182
<b>Ιταλία</b>			
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
dIp2(-1) (Ιτ.)	-2,2193	1,4164	-1,5668
<b>Ελλάδα</b>			
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
dIp2(-1) (Ελλ.)	-1,5194	0,31666	-4,7982

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4**  
**Αποτελέσματα έρευνας μοντέλου με εξαρτημένη μεταβλητή M2(6)**

Μεταβλητές κατά χώρα	Συντελεστές παλινδρόμησης	Τυπικό λάθος (St. Error)	t-ratio
<b>Γερμανία</b>			
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
dIp2(-1) (Γερμ.)	-1,9388	1,0488	-1,8485
<b>Ιταλία</b>			
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
dIp2(-1) (Ιτ.)	-1,7112	1,1956	-1,4312
<b>Ελλάδα</b>			
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
dIp2(-1) (Ελλ.)	-1,1410	0,14739	-7,7411

μπορεί να επηρεάσει το ισοζύγιο πληρωμών.

Τέλος, το ασήμαντο t-ratio που φαίνεται να έχουν οι περισσότερες 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 διαθεσίμων. Η Τράπεζα της Ελλάδος, από την άλλη μεριά, θεώρησε ως μέσο άσκησης νομισματικής 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 χρησιμότητα 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 νομισματικής πολιτικής που θα επηρεάσουν, όχι μόνο τη σύνθεση και τις βελτιώσεις στις νομισματικές μετρήσεις, αλλά και τη σταθερότητά τους με το ακαθάρτιστο εθνικό προϊόν.

## 5. Συμπεράσματα

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι και οι τρεις χώρες έχουν υιοθετήσει στόχους τα τελευταία χρόνια έτοιμοι να είναι ικανές να καταπολεμήσουν με επιτυχία τυχόν πληθωριστικές πιέσεις. Η Γερμανία συγκεκριμένα πέτυχε το στόχο του χαμηλού και σταθερού πληθωρισμού διατηρώντας σταθερό και αυστηρό έλεγχο της προσφοράς χρήματος, ενώ χώρες όπως η Ιταλία και η Ελλάδα υιοθέτησαν παρόμοιες στρατηγικές. Όπως αποδείχθηκε παραπάνω, ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος έμμεσα επηρεάζει τον πληθωρισμό και η Γερμανία συγκεκριμένα επέλεξε αυτό το στόχο για να πετύχει χαμηλό 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 νομισματικές 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 νομισματικούς στόχους είναι προτιμότεα 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 νομισματικό μέσο, βοηθάει στη μείωση τάσεων εξάπλωσης ρευστότητας και είναι παράλληλα ο πιο αξιόπιστος δείκτης νομισματικών συνθηκών απ' ό,τι είναι τα επιτόκια 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 νομισματικής 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 έτσι μπορεί να διατηρεί τον πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα, αλλά και γιατί δίνει τη δυνατότητα στο κοινό να προβλέψει πιο εύκολα τους σκοπούς και τους στόχους της.

Αν και οι παραπάνω σκέψεις αποδεικνύουν τους παράγοντες που επηρεάζουν και έχουν άμεση ή έμμεση σχέση με την προσφορά χρήματος, ωστόσο περαιτέρω έρευνα πάνω σε κάποια προβληματικά σημεία θεωρείται απαραίτητη. Εμφάνιση 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 νομισματικής 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. Έτσι αν και είναι γενικά παραδεκτό το γεγονός ότι ο πληθωρισμός είναι ένας από τους κύριους στόχους των Κεντρικών Τραπεζών, 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 συνέχεια. Η παγκόσμια εμπειρία (πχ Ιαπωνία) επιβεβαιώνει το γεγονός ότι για να επιτευχθούν οι στόχοι όπως νομισματική σταθερότητα και οικονομική ανάπτυξη χρειάζεται συνοχή και συντονισμός των μέσων άσκησης της νομισματικής πολιτικής. Έλλειψη συνέχειας και συντονισμού εμποδίζει την οικονομική σταθερότητα και εξέλιξη ενώ ταυτόχρονα δημιουργεί δυσκολίες για τη διατήρηση της αντι-πληθωριστικής κατεύθυνσης της νομισματικής 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, 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 Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1993, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 1994.

11. Η νομισματική 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. KAHNA 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 Νομισματικής Πολιτικής στην Ελλάδα, κεφάλαιο 4 στο βιβλίο Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό 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 διαβουλεύσεων 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 κατείχαν, οδηγούνται σε ρευστοποίηση τίτλων υψηλής κεφαλαιοποίησης. Σε φάσεις ανόδου όμως τοποθετούνταν στην πρώτη ομάδα αξιογράφων. Ήταν αναγκαία η αλλαγή συμπεριφοράς των επενδυτών με την επιλογή μετοχών επιχειρήσεων που διαγράφουν καλή 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 επίσιος ρυθμός πληθωρισμού κατά τους τελευταίους μήνες του έτους θα κινείται σε επίπεδα υψηλότερα του 2%, ενώ από την αρχή του 2000 θα αντιστραφεί και θα πλησιάσει το 2%, σε συνδυασμό με την αναμενόμενη μικρή αύξηση του τιμαριθμού 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 καυσίμων.

➤ 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 πώση των επιτοκίων και νέα για τις εισηγμένες 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 νομοσυντακτικές αρχές της χώρας σε ό,τι αφορά τα μακροοικονομικά μεγέθη 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 εισηγμένης εταιρείας.







**Η** εσωστρέφεια 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 συστήματος. Μιας αναδιάταξης που προκλήθηκε από την κυβερνητική πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, 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 υπήρξε, εν τούτοις μπορεί να γίνουν οι πρώτες αποτιμήσεις.

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

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

Με μία και μόνη – σ' 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 αβέβαιο αν θα συγκεντρώσει τελικά τα προστιθέμενα μερίδια των δύο τραπεζών στην τραπεζική πίττα και αν θα τα διευρύνει.

Ο Ομίλος Λάτση πραγματοποίησε ουσιαστικά μια επέλαση, αναδιαμορφώνοντας το τραπεζικό τοπίο. Η μικρή – και χωρίς μεγάλες προδοκίες, αρχικά – Eurobank, κατέκτησε το, ας το πούμε, αμφιλεγόμενο τροπαιο 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. Εχασε, όμως, όπου αντιπαρέθετο 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.

Όλα 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 της 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 τράπεζες. Να σημειωθεί ότι και το ενδιαφέρον της Deutsche Bank – έλαβε, τελικά, το 10% της Eurobank – δεν ήταν, σύμφωνα με πληροφορίες αυτόφωτο. Προκλήθηκε από τον Όμιλο Λάτση και όχι εξ αιτίας ενός ειδικού ενδιαφέροντος της μεγάλης γερμανικής τράπεζας για την εισδοχή της στην ελληνική τραπεζική αγορά. Πρόκειται για μια ακόμη διάψευση της στενής αντίληψης ότι “η Ελλάδα αποτελεί τον ομφαλό της γης”. Είναι εξ άλλου γνωστό ότι οι ελληνικές τράπεζες αποδύονται εδώ και πολύ καιρό σε κοπιαστικούς αγώνες – όχι πάντοτε με επιτυχία – για να πωλήσουν το 1

ή 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 ιδιοκτίτες.

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 μετέσχε σε διαγωνισμό για την πώληση άλλης υπό κρατικό έλεγχο τράπεζας. Δεν είναι αυτό μία ασφαλής ένδειξη ότι η πολυδιαφημισμένη αυτοτέλεια των τραπεζικών ιδρυμάτων (με τους μάντζερς 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 Στεγαστική-Κτιματική 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 ισχυροποίηση το Ταχυδρομικό Ταμειτήριο με το 1 τρισ. των καταθέσεών του, ούτε καν συζητήθηκαν. Το μέλλον της ίδιας της Εμπορικής θα αποφασιστεί μετά τις εκλογές του 2000 διατείνεται η ίδια η Κυβέρνηση. Ο εστί μεθερμηνεύσιμο, 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 “μπουτίκ”, 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 ακινοσία του δημόσιου τραπεζικού τομέα σημειώθηκε και στην περίπτωση της Αγροτικής Τράπεζας. Υπήρξαν προτάσεις για τη συγχώνευσή της με την Ιονική Τράπεζα, προκειμένου να αποκτήσει η ΑΤΕ την απαραίτητη – και ελλείπουσα, βεβαίως – πρόσβαση 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 σχετικά έγγραφα στη διάθεσή μας) για να συγχωνευθεί με την Εμπορική Τράπεζα, για να δημιουργηθεί ένα κρατικό δίκτυο 1.000 περίπου καταστημάτων. Αλλά οι προτάσεις αυτές δεν φαίνεται να συζητώνται 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 συνάδει με την κυβερνητική πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων.

Μια τρίτη, τέλος, διαπίστωση βρίσκεται υπό διαμόρφωση και είναι ευχής έργο να ανατραπεί σύντομα. 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.

