

# Ο Μηχανισμός Αποσταθεροποιητικών (Κερδοσκοπικών) Στρατηγικών Κίνησης Κεφαλαίων

(ΓΙΑ ΜΙΚΡΕΣ-ΑΝΟΙΧΤΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ, ΜΕ ΠΛΗΡΗ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ)

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Εισαγωγή
  2. Ανάπτυξη του υποδείγματος
    - 2.1 Βασικές παραδοχές
    - 2.2 Εξαγωγή κριτηρίου πιέσεων στο εθνικό νόμισμα
  3. Στρατηγικές στήριξης του εθνικού νομίσματος
    - 3.1 Διάστημα κινδύνου της ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος
    - 3.2 Εξειδίκευση και προσδιορισμός του υποδείγματος
  4. Συμπεράσματα
- Βιβλιογραφία

### 1. Εισαγωγή

**Τ**όσο η οικονομική θεωρία του διεθνούς εμπορίου όσο και η διεθνής εμπειρία καταδεικνύουν ότι, κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις, οι εθνικές οικονομίες έχουν καθαρό όφελος από την παγκοσμιοποίηση και το άνοιγμα των αγορών. Το όφελος αυτό προκύπτει από τη μεγαλύτερη δυνατότητα εκμετάλλευσης του συγκριτικού πλεονεκτήματος κάθε χώρας.

Όμως, το επιπρόσθετο όφελος από την παγκοσμιοποίηση είναι εφικτό υπό προϋποθέσεις. Οι προϋποθέσεις αυτές εξασφαλίζουν ότι οι εθνικές οικονομίες θα ελαχιστοποιήσουν το κόστος που συνδέεται

με ορισμένες πτυχές της παγκοσμιοποίησης. Οι προϋποθέσεις αυτές είναι:

Πρώτον, η εφαρμογή του βέλτιστου μείγματος οικονομικής πολιτικής, με στόχο τη δημοσιονομική εξυγίανση, το χαμηλό πληθωρισμό και την αύξηση του εθνικού προϊόντος με ρυθμό που είναι συνεπής με τη διαθεσιμότητα των πόρων και τέλος την ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών.

Δεύτερον, η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας καθώς και της ικανότητας απορρόφησης των εξωτερικών κλυδωνισμών. Μια ανεπτυγμένη αγορά χρήματος και κεφαλαίων, ένας αποτελεσματικός και προσαρμοστικός διοικητικός μηχανισμός, καθώς και μια



**Z. Μπραγουδάκης**  
Οικονομολόγος - MS in Economics

ανταγωνιστική αγορά εργασίας και αγαθών, συμβάλλουν στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και στην ελαχιστοποίηση του κόστους των εξωτερικών κλυδωνισμών.

Τρίτον, την απουσία αποσταθεροποιητικών κινήσεων κεφαλαίων. Για μικρές ανοιχτές οικονομίες όπως της Ελλάδας, η τρίτη προϋπόθεση αποτελεί καθοριστικό παράγοντα που επηρεάζει ολόκληρη την οικονομική διάρθρωση της χώρας.

## 2. Ανάπτυξη του Υποδείγματος

Ο κύριος σκοπός του άρθρου, είναι η ανάλυση του μηχανισμού αποσταθεροποιητικών κινήσεων κεφαλαίων κάτω από το πρίσμα της θεωρίας των προσδοκιών καθώς και η εξαγωγή ενός κριτηρίου (μέτρου) με τη βοήθεια του οποίου θα εξαγονται συμπεράσματα ως προς την άσκηση ή μη, αποσταθεροποιητικών και κερδοσκοπικών πιέσεων στο εθνικό μας νόμισμα.

Ως αποσταθεροποιητική κίνηση κεφαλαίων εννοούμε το δανεισμό ενός εθνικού νομίσματος (πχ δραχμή), κυρίως από ξένους θεσμικούς-κερδοσκοπικούς παράγοντες, και κατόπιν τη μαζική πώλησή του στην αγορά συναλλάγματος με στόχο την απόκομιση κέρδους από την υποτίμησή του. Ο χρονικός προσδιορισμός της μαζικής πώλησης παίζει καθοριστικό ρόλο στην επιτυχία της κερδοσκοπικής

στρατηγικής διότι, τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο ( $t_0-t_1$ ) οι κερδοσκόποι πιστεύουν ότι τα μέτρα αντίστασης των νομισματικών αρχών της συγκεκριμένης οικονομίας δεν θα αντέξουν την πίεση, με αποτέλεσμα να υποτιμηθεί το νόμισμα (βλέπε σχήμα 1).

Τις μεγαλύτερες πιέσεις, το εθνικό μας νόμισμα τις δέχεται σε σχέση με το δολάριο γι' αυτό το λόγο και η ανάπτυξη του υποδείγματος θα γίνει με βάση τα δύο εθνικά νομίσματα το δολάριο, \$, και τη δραχμή, Dr. Το σημείο A, αποτελεί σημείο αρχικής ισορροπίας μεταξύ των δύο νομισμάτων. Η απόκλιση ( $t_0-t_1$ ) εκφράζει τη χρονική περίοδο κατά την οποία οι κερδοσκόποι ασκούν πίεση στο εθνικό νόμισμα πουλώντας μαζικά δραχμές και αγοράζοντας δολάρια. Αν η Κεντρική Τράπεζα της Ελλάδος τη χρονική περίοδο ( $t_0-t_1$ ) αντισταθμίσει πλήρως την πίεση στη δραχμή τότε επανερχόμαστε στο σημείο A. Αν η Κεντρική Τράπεζα δεν μπορέσει να αποκρούσει την πίεση των κερδοσκόπων τότε το αποτέλεσμα είναι να υποτιμηθεί η δραχμή κατά το ποσοστό της ασκούμενης πιέσεως  $\pi\chi$  στο σημείο B του σχήματος 1. Στο σημείο B, χρειάζονται περισσότερες δραχμές για να αγοραστεί ένα δολάριο σε σύγκριση με το σημείο A.

Τα κλασικά αμυντικά όπλα της Κεντρικής Τράπεζας είναι δύο:

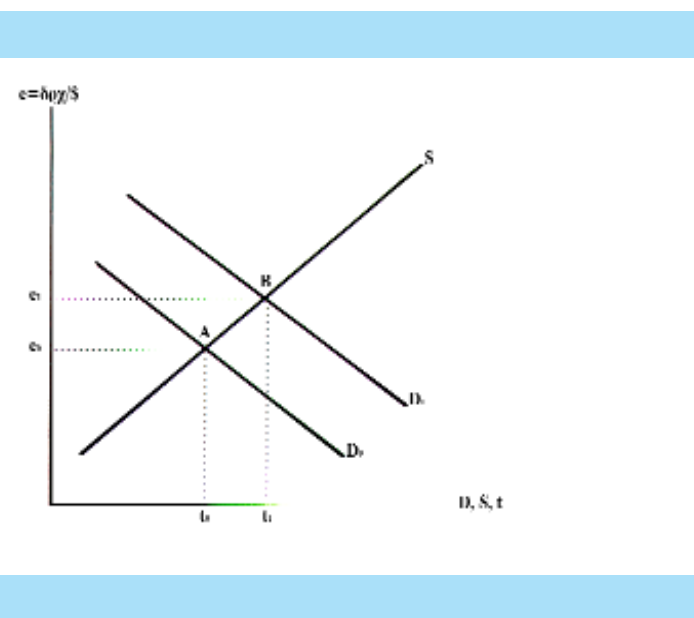
- τα επιτόκια και
- τα συναλλαγματικά διαθέσιμα.

Συνεπώς, στο χρονικό διάστημα της νομισματικής και συναλλαγματικής κρίσης ( $t_0-t_1$ ) η Κεντρική Τράπεζα της Ελλάδος πρέπει:

- Είτε να αυξήσει τα διατραπεζικά επιτόκια κατά το ποσοστό της πιέσεως ώστε να εξαιρεθεί η πίεση από τους κερδοσκόπους (αυτή η πολιτική είναι γνωστή ως η παθητική πολιτική “τους δίνεις κάτι επί πλέον για να μη σε πιέζουν”),
- Είτε να τραβήξει από την αγορά συναλλάγματος την υπερβάλλουσα δραχμική ρευστότητα, αγοράζοντας δραχμές και πουλώντας δολάρια μέσα από το μηχανισμό των συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Συνήθως ασκείται μία σταθμισμένη πολιτική των δύο αμυντικών μηχανισμών αφού ο μηχανισμός συναλλαγματικών διαθεσίμων έχει βραχυχρόνια αντοχή σε μία παρατεταμένη δραχμική πίεση.

Από την άλλη πλευρά όμως, η



Δηλαδή:  $r_{Dr} = r_s$  (1)  
 όπου  $r_{Dr}$ : Επιτόκιο Εντόκων Γραμματιών του Ελληνικού Δημοσίου  
 $r_s$ : Επιτόκιο Εντόκων Γραμματιών του Αμερικανικού Δημοσίου

οικονομική θεωρία μας λέει ότι σε περιβάλλον πλήρους ελευθερίας κινήσεως κεφαλαίων τα επιτόκια των δύο χωρών, δηλαδή η τιμή του χρήματος, ανάμεσα στις δύο χώρες θα πρέπει να είναι ίσα.

Η εξίσωση (1) εκφράζει τη μακροχρόνια ισορροπία στη ροή κεφαλαίων. Πράγματι αν υποθέσουμε ότι  $r_{Dr} > r_s$  τότε θα είχαμε τεράστια εισροή κεφαλαίων σε δολάρια στην Ελλάδα και αντίστοιχη εκροή κεφαλαίων από τις ΗΠΑ. Αν  $r_{Dr} < r_s$  το αντίστροφο. Συνεπώς οι καταστάσεις ανισότητας μεταξύ των δύο επιτοκίων δεν μπορούν να αποτελούν μακροχρόνια ισορροπία.

$r_{Dr} = r_s + E(e)$  (2)

Ο εμπλουτισμός της εξίσωσης (1) με την προσδοκώμενη ποσοστιαία μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας  $E(e)$ , όπου  $e = de/dt$ , μας οδηγεί στην εξαγωγή της εξίσωσης (2):

δηλαδή την εισαγωγή των ορθολογικών προσδοκιών στο υπόδειγμα. Η εξίσωση (2) μπορεί να μας περιγράψει βραχυχρόνιες ανισότητες μεταξύ των δύο επιτοκίων. Πράγματι αν πχ  $r_{Dr} = 15\%$ ,  $r_s = 5\%$  τότε θα αναμένουμε ότι  $E(e) = 10\%$  δηλαδή ότι το εθνικό μας νόμισμα θα υποτιμηθεί σε κάποια χρονική περίοδο,  $t$ , (αν συνεχιστεί να υφίσταται η ανισότητα μεταξύ των δύο

$E(e) = 0 \Rightarrow r_{Dr} = r_s$  (3)

επιτοκίων) προκειμένου να επιτευχθεί η μακροχρόνια ισορροπία.

Συνεπώς σε κατάσταση μακροχρόνιας ισορροπίας θα πρέπει:

Το βασικό ερώτημα που προκύπτει ύστερα από την παραπάνω ανάλυση είναι αν υπάρχει κάποιο κριτήριο (μέτρο) με βάση το οποίο οι κερδοσκόποι αποφασίζουν πόσο και πότε θα πιέσουν το εθνικό μας νόμισμα.

## 2.1 Βασικές Παραδοχές

Από την εξίσωση (2) θεωρούμε ότι η Ελληνική Κυβέρνηση δεν μπορεί να επηρεάσει το επιτόκιο των ΗΠΑ. Δηλαδή δεχόμαστε ότι το κόστος χρήματος στις ΗΠΑ είναι ανεξάρτητο της ελληνικής επιρροής.

Ακόμα υποθέτουμε ότι το  $r_{Dr}$  επηρεάζεται άμεσα από την ασκούμενη κυβερνητική πολιτική, και τη γενικότερη διαμόρφωση των μακροοικονομικών μεγεθών της οικονομίας καθώς και το βαθμό αβεβαιότητας που υπάρχει στην ελληνική οικονομία. Πάντως θεωρούμε ότι το κόστος του χρήματος σε δραχμές,  $r_{Dr}$ , είναι μέγεθος άμεσα παρατηρήσιμο και μετρήσιμο.

Τέλος ο όρος  $E(e)$ , δηλαδή η προσδοκώμενη ποσοστιαία μεταβολή της συναλλαγματικής μας ισοτιμίας είναι η προσδοκία για υποτίμηση ή ανατίμηση που διαμορφώνουν οι ξένοι οικονομικοί παράγοντες (με μεγάλο ειδικό βάρος) όσον αφορά το εθνικό μας νόμισμα.

Αν  $E(e) > 0$  τότε υπάρχει προσδοκία υποτίμησης της δραχμής έναντι του δολαρίου.

Αν  $E(e) < 0$  τότε υπάρχει προσδοκία ανατίμησης της δραχμής έναντι του δολαρίου.

## 2.2 Εξαγωγή Κριτηρίου Πιέσεων στο Εθνικό Νόμισμα

Με δεδομένο ότι το  $r_s$  είναι εξωγενώς προσδιορισμένο, από την εξίσωση (3) και (2) προκύπτει ότι η απόκλιση  $[r_{Dr} - E(e)]$  προσδιορίζει το μέγεθος της κερδοσκοπικής ζήτησης χρήματος για δραχμές. Συνεπώς το μέγεθος της απόκλισης  $[r_{Dr} - E(e)]$  αποτελεί το κριτήριο αποσταθεροποιητικών και κερδοσκοπικών κινήσεων κεφαλαίων. Πράγματι:

- Αν  $r_{Dr} - E(e) > 0$  ( $r_{Dr} > E(e)$ ). Αν δηλαδή το κόστος δανεισμού σε δραχμές είναι μεγαλύτερο από την προσδοκώμενη υποτίμηση της δραχμής τότε οι κερδοσκόποι δεν έχουν συμφέρον να προβούν σε βραχυπρόθεσμο άνοιγμα δραχμικών θέσεων, με σκοπό τη μαζική πώλησή τους σε μία δεδομένη χρονική μελλοντική περίοδο.

- Αν  $r_{Dr} - E(e) < 0$  ( $r_{Dr} < E(e)$ ). Δηλαδή παρόλο που το κόστος δανεισμού σε δραχμές είναι μεγάλο πχ  $r_{Dr} = 10\%$ , η

(1) Ο Μηχανισμός Σταθερότητας των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ορίζει όρια διακύμανσης της ισοτιμίας (-15%, +15%).

προσδοκία υποτίμησης της δραχμής από τους κερδοσκόπους είναι μεγαλύτερη, πχ  $E(\epsilon)=15\%$ <sup>(1)</sup>. Σ' αυτήν την περίπτωση οι κερδοσκόποι είναι αναμενόμενο να προβούν σε άνοιγμα δραχμικών θέσεων και σε μια χρονική στιγμή την οποία αυτοί θεωρούν ότι (συνήθως αυτή είναι μία βραχυπρόθεσμη περίοδος 3 έως 6 μηνών) οι αμυντικοί μηχανισμοί των νομισματικών αρχών της χώρας είναι ανεπαρκείς, να προβούν σε μαζικές πωλήσεις δραχμών στην αγορά συναλλάγματος, δηλαδή σε κλείσιμο

Η κατάσταση που περιγράφει το σημείο B είναι η κατάσταση κατά την οποία τα αμυντικά μέτρα της Κεντρικής Τράπεζας της Ελλάδος έχουν αποτύχει να στηρίξουν το εθνικό μας νόμισμα. Η απόκλιση B-B' (υποτίμηση) μας δίνει το μέγεθος του προσδοκώμενου κέρδους από μία επιτυχημένη κερδοσκοπική στρατηγική.

### 3. Στρατηγικές Στήριξης του Εθνικού Νομίσματος

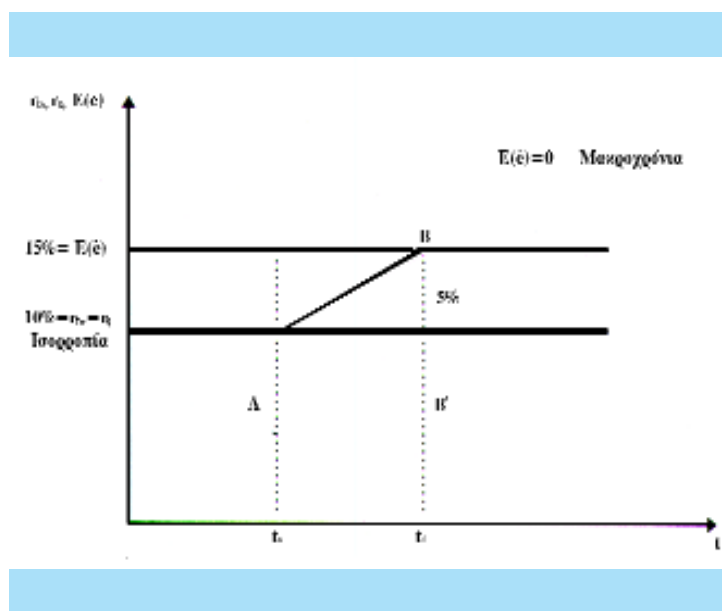
Ο κύριος στόχος της Ελληνικής Κυβέρνησης είναι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού σε επίπεδα χαμηλότερα του 3% προκειμένου να ικανοποιήσει ένα σημαντικό κριτήριο της συνθήκης του Μάαστριχ.

Η ακολουθούμενη πολιτική της “σκληρής δραχμής” έχει πράγματι αποδώσει σπουδαία αποτελέσματα αφού ελαχιστοποιεί την επίδραση του εισαγόμενου πληθωρισμού, και παρατηρούμε μια σταδιακή αποκλιμάκωση του γενικού επιπέδου των τιμών στην οικονομία. Όμως η παραπάνω πολιτική έχει σαν κόστος τη διατήρηση υψηλών επιτοκίων για μεγάλο χρονικό διάστημα καθυλώνοντας τη βιομηχανία, κυρίως ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και επιδεινώνοντας περαιτέρω το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Άρα η πολιτική της “σκληρής δραχμής” έχει πλέον εξαντλήσει τα όριά της.

Το θεμελιώδες ζήτημα που προκύπτει είναι, τελικά, πως η Ελληνική Κυβέρνηση μπορεί να προσδιορίσει ένα βέλτιστο επίπεδο επιτοκίων το οποίο ταυτόχρονα να εξαλείφει τις κερδοσκοπικές πιέσεις και να αφήνει ανεπηρέαστη την παραγωγική-επενδυτική ζήτηση κεφαλαίων; Αν υπήρχε ένας τρόπος να εκτιμήσουμε την  $E(\epsilon)$ , τότε το ζήτημα θα λυνόταν εύκολα αφού θα μπορούσαμε ακαριαία να προσδιορίσουμε το μέγεθος της κερδοσκοπικής ζήτησης για δραχμές, μετρώντας την απόκλιση  $r_D - E(\epsilon)$  και προσαρμόζοντας κατάλληλα τα επιτόκια.

#### 3.1 Διάστημα Κινδύνου της Ισοτιμίας του Εθνικού Νομίσματος

Από τη μία πλευρά όταν  $r_D < E(\epsilon)$  και ταυτόχρονα οι δομές της ελληνικής οικονομίας (Fundamentals) δεν είναι θετικές, τότε δημιουργείται τάση κερδοσκοπικής πίεσης στη δραχμή, με



δραχμικών θέσεων και ταυτόχρονα άνοιγμα θέσεων δολαρίου. Αυτό θα έχει ως συνέπεια μία υποτίμηση της ονομαστικής ισοτιμίας έναντι του δολαρίου κατά 15%, δηλαδή ένα κερδοσκοπικό κέρδος της τάξης του 5% (βλέπε σχήμα 2).

Τη χρονική στιγμή  $t_0$  η οικονομία βρίσκεται σε μακροχρόνια ισορροπία αφού  $E(\epsilon)=0$  και συνεπώς  $r_D = r_S$ , στο σημείο A. Με την πάροδο του χρόνου οι επενδυτές είναι λογικό να διαμορφώνουν προσδοκίες σχετικά με την πορεία της ελληνικής οικονομίας έχοντας ταυτόχρονα και εξωτερική (δημόσια) πληροφόρηση αλλά και εσωτερική πληροφόρηση.

Όταν οι προσδοκίες τους οδηγούν στο συμπέρασμα ότι το κόστος χρήματος στην Ελλάδα είναι μικρότερο της προσδοκώμενης υποτίμησης τότε αρχίζουν την πίεση στο εθνικό μας νόμισμα. Η χρονική περίοδος  $(t_0-t_1)$  περιγράφει τη σταδιακή προσαρμογή της δραχμής (διολίσθηση), καταλήγοντας από το σημείο A στο B, τη χρονική στιγμή  $t_1$ .

άνοιγμα και πώληση δραχμικών θέσεων.

Από την άλλη πλευρά όταν  $r_D > r_S$ , εξαιτίας πάλι των διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας (που παρέχουν μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας) εισέρχονται στην ελληνική οικονομία κερδοσκοπικά κεφάλαια. Αυτά τα κεφάλαια πέραν του γεγονότος ότι απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση σε δραχμές, στη λήξη τους, ενέχουν τον κίνδυνο της απότομης αποχώρησης (σε μία ενδεχόμενη αποκλιμάκωση των επιτοκίων) από την ελληνική οικονομία γεγονός που δημιουργεί μεγάλα προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι για την εξισορρόπηση των χρόνιων μακροοικονομικών ανισορροπιών, χρησιμοποιούνται τα επιτόκια. Δηλαδή ο φαύλος κύκλος που έχει δημιουργηθεί περιγράφεται από τη σχέση  $r_S < r_D < E(e)$ . Όσο το  $r_D$  θα κινείται μέσα στο διάστημα  $(r_S, E(e))$  η δραχμή θα υφίσταται κλυδωνισμούς. Το διάστημα αυτό μπορεί να χαρακτηριστεί ως “διάστημα κινδύνου της δραχμής”. Στην παρούσα περίοδο πράγματι το  $r_D$  βρίσκεται μέσα σ’ αυτό το διάστημα κινδύνου.

Στηριζόμενοι στις παραδοχές του μοντέλου ότι το  $r_S$  είναι εξωγενώς προσδιοριζόμενο, ο μόνος τρόπος για να φύγει η ελληνική οικονομία από το φαύλο κύκλο είναι να μειωθεί το μέγεθος της προσδοκώμενης ποσοστιαίας μεταβολής  $E(e)$  της ισοτιμίας της δραχμής έναντι του δολαρίου προσεγγίζοντας το μακροχρόνιο επίπεδο ισορροπίας του  $r_D$ . Δηλαδή θα πρέπει:  $E(e) = r_D$ .

### 3.2 Εξειδίκευση και Προσδιορισμός του Υποδείγματος

Το μέγεθος της  $E(e)$  εξαρτάται από συστηματικούς και μη συστηματικούς παράγοντες.

Ως συστηματική μεταβλητή (για το υπόδειγμά μας) ( $\Sigma M$ ) χαρακτηρίζεται το οικονομικό μέγεθος το οποίο μπορεί να παρατηρηθεί και να ποσοτικοποιηθεί καθώς επίσης και να επηρεαστεί από την ελληνική οικονομική πολιτική. Ο όρος ( $\Sigma M$ ) χαρακτηρίζεται ποσοτική μεταβλητή.

Ως μη συστηματικός παράγοντας ( $M\Sigma\Pi$ ) χαρακτηρίζεται το τυχαίο γεγονός το οποίο επηρεάζει την  $E(e)$  αλλά δεν μπορεί να επηρεαστεί από την οικονομική πολιτική της κυβέρνησης. Πχ η πρόσφατη

οικονομική κρίση στις νοτιοανατολικές χώρες επηρέασε δυσμενώς την κεφαλαιαγορά και τη χρηματαγορά στην Ελλάδα προκαλώντας τάσεις αποσταθεροποίησης κεφαλαίων. Ο όρος  $M\Sigma\Pi$  χαρακτηρίζεται ως ποιοτική μεταβλητή.

Σκοπός λοιπόν είναι να φτιάξουμε ένα

$$E(e) = f(\Sigma M, M\Sigma\Pi) \quad (4)$$

όπου  $f(\Sigma M) < 0$ . Δηλαδή η βελτίωση κάποιων μεγεθών που χαρακτηρίζουν την ελληνική οικονομία έχει αρνητική επίδραση στην  $E(e)$ .

μοντέλο το οποίο να χαρακτηρίζει τη διαμόρφωση της  $E(e)$ . Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι προκύπτει μια συνάρτηση της μορφής:

Η εκτιμήτρια ( $M\Sigma\Pi$ ) μπορεί είτε να είναι θετική είτε αρνητική ανάλογα με τις διεθνείς οικονομικές συγκυρίες που επηρεάζουν την ελληνική οικονομία. Γι’ αυτό εισάγουμε ψευδομεταβλητές στο υπόδειγμα.

- Αν οι διεθνείς συνθήκες είναι δυσμενείς ή ευνοϊκές τότε  $D_0 = +1$ .
- Αν οι διεθνείς συνθήκες είναι ουδέτερες τότε  $D_0 = 0$

(Όπου  $D_0$  ψευδομεταβλητή της ποιοτικής μεταβλητής  $M\Sigma\Pi$ ).

Το υπάρχον υψηλό επίπεδο επιτοκίων στην ελληνική αγορά είναι συνέπεια της υψηλής προσδοκώμενης μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας όπως αυτή διαμορφώνεται από τα κερδοσκοπικά κεφάλαια. Τα υψηλά επιτόκια προσελκύουν βραχυχρόνια (κερδοσκοπικά) κεφάλαια από το εξωτερικό, τα οποία αυξάνουν τις εισροές κεφαλαίων και αντισταθμίζουν εν μέρει το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Έτσι περιορίζεται έως ένα βαθμό και το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών και καθίσταται εφικτή η διατήρηση της πολιτικής της σκληρής δραχμής. Αυτό το έλλειμμα είναι ένας από τους κυριότερους λόγους που οι ξένοι αναλυτές επιμένουν ότι η δραχμή πρέπει να υποτιμηθεί. Δηλαδή ένα προσδιοριστικός παράγοντας, της προσδοκώμενης ποσοστιαίας μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας  $E(e)$  είναι το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών.

Όμως το χρόνιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών ( $M-X$ ), όπου  $M$ : εισαγωγές,  $X$ :

εξαγωγές είναι μια συστηματική μεταβλητή, η οποία υπονοεί έλλειψη ανταγωνιστικότητας της ελληνικής

$$E(\varepsilon) = \alpha_0 + \alpha_1(M-X) + \alpha_2 D_0 \text{ΜΣΠ} + \varepsilon \quad (5)$$

όπου  $\varepsilon$ : τυχαίο σφάλμα  
 $\alpha_0$ : σταθερά  
 $\alpha_1$ : εκτιμήτρια επίδρασης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών  
 $\alpha_2$ : εκτιμήτρια επίδρασης των  $i$  ΜΣΠ.

οικονομίας, προερχόμενη από διαρθρωτικές ακαμψίες του οικονομικού συστήματος, προεξοφλώντας έτσι πιέσεις του εθνικού νομίσιματος.

Αρα το υπόδειγμα (4) σε γραμμική μορφή γίνεται:

Το υπόδειγμα (5) μπορεί να θεωρηθεί ως η απλούστερη προσδιοριστική εκτίμηση της  $E(\varepsilon)$ .

Από την οικονομική θεωρία αναμένουμε ότι το πρόσημο  $\alpha_1$  θα είναι αρνητικό. Όσον αφορά το πρόσημο  $\alpha_2$  η ανάλυση έχει ως εξής:

Αν  $D_0=0$  τότε  $\alpha_2=0$

Αν  $D_0=1$  τότε αν οι διεθνείς οικονομικές συνθήκες είναι ευνοϊκές το  $\alpha_2$  θα πρέπει να είναι αρνητικό. Αν οι διεθνείς οικονομικές συνθήκες είναι δυσοίωνες (πχ μία γενικότερη ύφεση της οικονομίας στην Ευρώπη) τότε το πρόσημο  $\alpha_2$  αναμένεται να είναι θετικό.

#### 4. Συμπεράσματα

Το παραπάνω υπόδειγμα παρέχει προς το παρόν μια αρκετά απλουστευμένη αλλά ευέλικτη θεωρητική προσέγγιση του φαινομένου του “αποσταθεροποιητικού μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών”. Υπονοεί επίσης ότι για να βγει η ελληνική οικονομία από το φαύλο κύκλο (διάστημα κινδύνου ισοτιμίας) χρειάζεται επώδυνα διαρθρωτικά μέτρα, τα οποία θα βοηθούσαν ταυτόχρονα την ελληνική οικονομία να επιτύχει πραγματική σύγκλιση προς τις άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες και θα δημιουργήσουν “ευνοϊκές προσδοκίες” στους διεθνείς οικονομικούς παράγοντες. Η πολιτική αυτή θα πρέπει να κινηθεί προς τέσσερις κατευθύνσεις:

Α. Αποκρατικοποίηση ελλειμματικών δημόσιων επιχειρήσεων οι οποίες χαρακτηρίζονται από μείζονα έλλειψη παραγωγικότητας και επιβαρύνουν

συνεχώς τον κρατικό προϋπολογισμό.

Β. Πλήρης απελευθέρωση της Αγοράς Εργασίας. Αυτό θα βοηθήσει στη σωστή προσαρμογή του επιπέδου των μισθών σε σχέση με το επίπεδο της παραγωγικότητας και πάντως αποτελεί το μόνο τρόπο προστασίας των εργαζομένων μακροπρόθεσμα. Οι κλασικοί τρόποι “προστασίας” των εργαζομένων (επίπεδο ελάχιστου ημερομισθίου, υψηλά επιδόματα ανεργίας) οδηγούν σε ακαμψία της αγοράς εργασίας και σε αύξηση της ανεργίας.

Γ. Η πτώση των επιτοκίων (ύστερα από την προσαρμογή της ονομαστικής ισοτιμίας της δραχμής και την ένταξή της στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών) θα οδηγήσει σε μείωση των δαπανών για τοκοχρεολύσια εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους και θα απελευθερώσει επενδυτικά κεφάλαια.

Δ. Όλα τα παραπάνω θα βοηθήσουν στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, έχοντας ως αφετηρία την προσαρμογή της ισοτιμίας της δραχμής σε επίπεδα ισορροπίας, και την ταυτόχρονη ανάταση όλων των παραγωγικών δυνάμεων της χώρας.

Αν και τα μέτρα αυτά βραχυπρόθεσμα έχουν κοινωνικό κόστος, αποτελούν μονόδρομο για μια επιτυχημένη προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας στις νέες οικονομικές συνθήκες που διαμορφώνονται σε παγκόσμιο επίπεδο. Αντίθετα όσο τα κυβερνητικά προγράμματα δεν προσδιορίζονται με συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα και δεν υλοποιούνται η δραχμή θα συνεχίσει να βρίσκεται υπό πίεση, τα επιτόκια θα διατηρούνται υψηλά και θα υπάρχουν ολοένα συχνότερες νομισματικές κρίσεις.

#### Βιβλιογραφία

CLARK DETER, BARTOLINI LEONARDO, BAYOUNI TAMIN and SYMANSKY STEVEN, «Exchange Rate and Economic Funds methods», Occasional Paper, IMF (Dec 1994).

ΔΑΛΑΜΑΓΚΑΣ Β., “Το πρόβλημα της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας της Δραχμής”, Δελτίο Οικονομικό και Στατιστικό της Εθνικής Τράπεζας, Τεύχος 3 (Δεκεμ. 1994).

ΛΕΒΕΝΤΑΚΗΣ Ι.Α., “Διαμόρφωση της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας της Δραχμής: Οικονομική Διερεύνηση”, Ελληνική Οικονομία (1984), Έκδοση Τράπεζα Ελλάδος.

KINDLEBERGER P., «International Eco-

nomics», (1963).

\* Ευχαριστώ θερμά τον κ. Παναγιώτη Αλεξάκη (αναπληρωτή καθηγητή του Παν. Αθηνών) για τις εύστοχες παρατηρήσεις του.