

ΑΝΟΙΚΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΥΠΡΟΥ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΟ ΕΤΟΣ : 2010-2011

ΘΕΜΑ: Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΑΛΕΞΑΚΗΣ

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΦΟΙΤΗΤΗ: ΠΟΠΗ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ

Α.Φ.Τ. 10900465

Περιεχόμενα

Περίληψη (Ελληνικά).....	3
Περίληψη (Αγγλικά).....	3
Ευχαριστίες.....	4
Πρόλογος.....	4
Εισαγωγή.....	5
<u>Κεφάλαιο 1:</u> Έννοια, Λειτουργίες και Εξέλιξη του Χρήματος.....	7
1. Έννοια και Λειτουργίες του Χρήματος.....	7
2. Είδη χρήματος στην εξέλιξη της Ανθρώπινης Κοινωνίας.....	8
3. Τα χαρακτηριστικά του σύγχρονου χρήματος	12
4. Το «στενό» και το «ευρύ» περιεχόμενο του χρήματος.....	12
<u>Κεφάλαιο 2:</u> Η Δημιουργία Χρήματος από το Τραπεζικό Σύστημα και η Προσφορά Χρήματος.....	14
1. Πρωτογενές και Δευτερογενές χρήμα.....	14
2. Ο λόγος των υποχρεωτικών ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων.....	14
3. Η διαδικασία των διαδοχικών καταθέσεων στις Εμπορικές Τράπεζες.....	15
4. Η συνολική Δημιουργία Καταθέσεων Όψεως μέσα στο Τραπεζικό Σύστημα.....	16
5. Ο τραπεζικός πολλαπλασιαστής.....	17
6. Η σημασία του Τραπεζικού Πολλαπλασιαστή.....	18
7. Η λειτουργία του τραπεζικού πολλαπλασιαστή στην πράξη.....	18
8. Ο βαθμός Ρευστότητας των διάφορων μορφών χρήματος και η προσφορά χρήματος.....	19
9. Η προσφορά χρήματος στην Ελλάδα το 2009.....	20
<u>Κεφάλαιο 3:</u> Το χρηματοπιστωτικό Σύστημα και οι Χρηματοπιστωτικές Αγορές.....	23
1. Η «Πίστη» ως καταλύτης της Λειτουργίας του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος.....	23
2. Η συμπεριφορά και οι επιδιώξεις των Δανειστών και των Δανειζομένων.....	23

3. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές	24
4. Οι λειτουργίες των χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών.....	25
5. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα και οι χρηματοπιστωτικές αγορές.....	25
6. Οι κεντρικές Τράπεζες.....	27
7. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδας.....	28
<u>Κεφάλαιο 4: Η Ζήτηση χρήματος</u>	<u>36</u>
1. Η Έννοια και τα Κίνητρα της Ζήτησης Χρήματος.....	36
2. Η Συναλλακτική Ζήτηση Χρήματος I.....	39
3. Η Συναλλακτική Ζήτηση Χρήματος II.....	40
4. Η Κερδοσκοπική Ζήτηση Χρήματος.....	40
5. Ζήτηση Χρήματος και Επιτόκιο.....	42
<u>Κεφάλαιο 5: Χρήμα και οικονομική Δραστηριότητα.....</u>	<u>44</u>
1. Χρήμα και Ονομαστικό Εισόδημα.....	44
2. Η Ποσοτική Θεωρία του Χρήματος.....	45
3. Η Κεϋνσιανή Θεωρία.....	45
4. Οι Μηχανισμοί Μετάδοσης.....	47
5. Η Ουδετερότητα του Χρήματος	47
<u>Κεφάλαιο 6: Στρατηγικές και μέσα Νομισματικής Πολιτικής.....</u>	<u>50</u>
1. Η περίοδος 1950-2000.....	50
2. Μηχανισμοί Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής	52
3. Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής: Βασικές Έννοιες.....	59
4. Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στην Ελλάδα	62
5. Η Στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής: Τελικοί, Ενδιάμεσοι και Λειτουργικοί Στόχοι.....	66
6. Μέσα Νομισματικού Ελέγχου στην Ελλάδα.....	74
7. Η εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ.....	77
<u>Πίνακας 1. Μέσα Νομισματικής Πολιτικής στην Ελλάδα.....</u>	<u>84</u>
<u>Βιβλιογραφία.....</u>	<u>85</u>

Περίληψη (Ελληνικά)

Η εργασία αυτή διερευνά το ρόλο του χρήματος στον Ελληνικό χώρο. Αρχικά, θα γίνει ανάλυση της έννοιας του χρήματος και του ρόλου του στην οικονομία. Εξηγούνται οι βασικές ιδιότητες τις οποίες πρέπει να συγκεντρώνει ένα είδος χρήματος ώστε να επιτελεί με επιτυχία τον οικονομικό του ρόλο, παρουσιάζεται και εξηγείται ο ευρύτερος ορισμός του χρήματος και αναλύεται η πορεία των διαφόρων μεγεθών του χρήματος και της αγοραστικής του δύναμης. Εκτίθενται οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της ζήτησης και της προσφοράς του χρήματος και εξηγούνται οι μηχανισμοί μέσω των οποίων το τραπεζικό σύστημα δημιουργεί χρήμα. Εξηγούνται επίσης και οι αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας και ο κυρίαρχος ρόλος της στη διαμόρφωση της νομισματικής βάσης της οικονομίας.

Στη συνέχεια, θα επιχειρήσουμε να συστηματοποιήσουμε τις αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής που ασκήθηκε στο δεύτερο μισό του 20^{ου} αιώνα στην Ελλάδα. Ειδικότερα, θα γίνει προσπάθεια ανάλυσης των μηχανισμών μετάδοσης των επιδράσεων από την αλλαγή κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία, της στρατηγικής που επιχειρήθηκε αναφορικά με τον τελικό, ενδιάμεσο και λειτουργικό στόχο, καθώς και των συμβατικών και μη συμβατικών μέσων άσκησης της νομισματικής πολιτικής για την επίτευξη των στόχων αυτών.

Περίληψη (Αγγλικά)

This paper explores the role of money in the Hellenic region. Initially, the concept of money will be analysed, as well as its role in the economy. The basic properties which must be satisfied for money to carry out successfully its (economic) function and a wider definition of money will be presented, moreover the progress of various of monetary sizes and its purchasing power will be analysed. The main determinants of supply and demand of money and the mechanisms by which the banking system creates money will be demonstrated. Also the functions of the Central Bank will be explained in conjunction with its dominant role in shaping the monetary basis of the economy.

Subsequently, the decisions of the monetary policy pursued in the second half of the 20th century in Greece will be systematized. In particular, we attempt an analysis of the transmission mechanisms effects in the shift of monetary policy on the economy, the strategy that was attempted on the final, intermediate and

operational objectives, including the conventional and unconventional means of implementation of monetary policy to achieve these goals.

Ευχαριστίες

Επιθυμώ να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή Παναγιώτη Αλεξάκη για την καθοδήγηση και τις δημιουργικές παρατηρήσεις του κατά τη συγγραφή αυτής της εργασίας. Ευχαριστώ επίσης θερμά και τη Δρ. Σοφία Λαζαρέτου για τις χρήσιμες υποδείξεις της.

Πρόλογος

Η ιστορία του χρήματος, ως ιστορία των νομισμάτων, είναι συναρπαστική και συνδέεται με την εξέλιξη του πολιτισμού και των κοινωνικό-πολιτικών θεσμών. Υπήρξαν κοινωνίες στις οποίες το σύστημα των ανταλλαγών δεν βασίστηκε στην επιβολή του «κρατικού χρήματος», αλλά στην αυθόρμητη χρήση κάποιου σπάνιου πράγματος σε συγκεκριμένες περιπτώσεις και εποχές. Ως γενικό κανόνα, όμως, βλέπουμε το χρήμα να αποτελεί ταυτόχρονα έναν οικονομικό και νομικό θεσμό, δεδομένου ότι σε όλες τις οργανωμένες κοινωνίες έχει επικρατήσει το «επίσημο χρήμα». Έτσι, θα πρέπει να διαχωρίσουμε το «νόμισμα» ως έκφραση του επίσημου χρήματος, από το ίδιο το «χρήμα», το οποίο επιτελεί οικονομικές λειτουργίες και του οποίου η συγκεκριμένη μορφή αλλάζει. Το γεγονός ότι το κράτος (ο νόμος) δημιούργησε με μια σύμβαση το νόμισμα (από εκεί προέρχεται και η ονομασία «νόμισμα», διότι συνίσταται με νόμο και σύμβαση και όχι κατά φύσιν)¹ ως έκφραση του επίσημου χρήματος δεν σημαίνει ότι το χρήμα θα έχει πάντοτε την ίδια «μορφή», όπως μας πείθει η οικονομική ιστορία της μετάβασης από τα χρυσά νομίσματα στα χαρτονομίσματα και στις διάφορες μορφές «λογιστικού χρήματος», όπου οι συναλλαγές γίνονται με ηλεκτρονική μεταφορά χρηματικών ποσών.

Η ιστορική εξέλιξη, έρευνες αλλά και η καθημερινή μας εμπειρία από την οικονομική ζωή δείχνουν ότι το χρήμα «διευκολύνει» την διεξαγωγή της παραγωγής, της ανταλλαγής, της διανομής και της ανάλωσης πραγματικών αγαθών και υπηρεσιών. Χρήζει δε ιδιαίτερης μελέτης επειδή με χρήμα

¹ («οίον δ' υπάλλαγμα της χρείας το νόμισμα γέγονε κατά συνθήκην καί διά τούτο τούνομα έχει νόμισμα, ότι ού φύσει αλλά νόμω εστί, και εφ' ημίν μεταβαλλείν και ποιήσαι άχρηστον») («Ηθικά Νικομάχεια», 1133a 29-31)

εκφράζονται και οι τιμές των αγαθών- υπηρεσιών αλλά και το Εθνικό Εισόδημα, οι Συνολικές Επενδύσεις, η Συνολική Κατανάλωση και άλλα μεγέθη της μακροοικονομικής επίδοσης της οικονομίας. Επίσης, το χρήμα και οι δραστηριότητες που συνδέονται με αυτό (οι Χρηματοπιστωτικές Δραστηριότητες) επηρεάζουν σοβαρά, είτε με άμεσο είτε με έμμεσο τρόπο τον πραγματικό τομέα της οικονομίας.

Κατά συνέπεια, η δυνατότητα έλεγχου και χειρισμού της «ποσότητας του Χρήματος» συνεπάγεται και τη δυνατότητα έλεγχου και χειρισμού αυτών των πραγματικών οικονομικών μεγεθών. Στις σύγχρονες κοινωνίες αυτό το χειρισμό και τον έλεγχο τον έχει η Πολιτεία: η Νομισματική και η Πιστωτική Πολιτική συνιστούν ένα σοβαρό μέσο επηρεασμού της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας και αποτελούν μια ιδιαίτερη και πολύ σημαντική κατηγορία της γενικότερης Οικονομικής Πολιτικής.

Εισαγωγή

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση του ρόλου του χρήματος στην οικονομία, τους θεσμούς και τις αγορές που συνδέονται με τις λειτουργίες του χρήματος εστιάζοντας στον Ελληνικό χώρο.

Στο κεφάλαιο 1 αποσαφηνίζεται ο τρόπος με τον οποίο ορίζεται η έννοια του χρήματος, περιγράφονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του αντιπραγματισμού και οι λεγόμενες «τεχνικές» λειτουργίες αλλά και οι βασικές ιδιότητες που πρέπει να συγκεντρώνει ένα είδος χρήματος ώστε να επιτελεί με επιτυχία τον οικονομικό του ρόλο. Γίνεται αναφορά στα βασικά χαρακτηριστικά του «περιεκτικού» χρήματος που υπήρξε το μακροβιότερο είδος χρήματος και στη συνέχεια παρουσιάζεται και εξηγείται ο λεγόμενος «ευρύτερος» ορισμός του χρήματος.

Στο κεφάλαιο 2 εξετάζονται οι μηχανισμοί μέσω των οποίων το τραπεζικό σύστημα δημιουργεί χρήμα και εντοπίζονται οι επιμέρους πηγές μεταβολής της προσφοράς χρήματος. Εξηγούνται, επίσης, οι αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας, ο κυρίαρχος ρόλος στη διαμόρφωση της νομισματικής βάσης της οικονομίας και ο τρόπος σύνδεσης της νομισματικής βάσης με τη συνολική προσφορά χρήματος.

Στο κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται ο «αγωγός» μέσα από τον οποίο κυλάει το χρήμα και μέσω του οποίου το χρήμα επηρεάζει την πραγματική οικονομική

δραστηριότητα. Ο «αγωγός» αυτός στη σύγχρονη εγχώρια και διεθνή οικονομική πραγματικότητα είναι το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, που κυμαίνεται από την Κεντρική Τράπεζα έως την πιο μικρή χρηματοπιστωτική εταιρεία .

Το κεφάλαιο 4 αναφέρεται στη ζήτηση του χρήματος. Εδώ εξετάζεται όχι μόνο το «πόσο» χρήμα χρειάζεται να διακρατούν οι οικονομικές μονάδες, και για ποιους «λόγους» αλλά και το πώς και γιατί το χρήμα μπορεί να θεωρηθεί περιουσιακό στοιχείο και να «επιλέγεται» ως τέτοιο.

Στο κεφάλαιο 5 εξετάζουμε τις κυριότερες απόψεις -μέσα από δυο μεγάλες σχολές σκέψης την «Κευσιανή» και την «Μονεταριστική»- που αφορούν στο πώς και γιατί η ποσότητα του χρήματος επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα.

Στο κεφάλαιο 6 παρουσιάζονται οι στρατηγικές και τα μέσα της νομισματικής πολιτικής που ασκήθηκε στο δεύτερο μισό του 20^{ου} αιώνα στην Ελλάδα. Ξεκινάμε από την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής παρουσιάζοντας τις βασικές έννοιες και στη συνέχεια αναλύουμε το θεσμικό πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής που ασκήθηκε στην Ελλάδα από το 1950 έως το 2000. Στο τέλος παρουσιάζουμε τα κύρια μέσα νομισματικής πολιτικής που χρησιμοποίησε η Τράπεζα της Ελλάδος για την επίτευξη των στόχων αυτών.

Κεφάλαιο 1

Έννοια, Λειτουργίες και Εξέλιξη του Χρήματος.

1. Έννοια και Λειτουργίες του Χρήματος.

Ο άνθρωπος πραγματοποίησε ένα σημαντικό βήμα προς την ανάπτυξη και την οικονομική πρόοδο, με την ανακάλυψη της χρησιμότητας της ανταλλαγής προϊόντων μεταξύ των διαφορετικών παραγωγών τους. Σε σύγκριση με μια ατομική οικονομία, της οποίας τα μέλη παράγουν και καταναλώνουν μόνο τα δικά τους προϊόντα, ο αντιπραγματισμός συνεπάγεται υψηλότερα επίπεδα κατά κεφαλή παραγωγής και κατανάλωσης². Επειδή ο αντιπραγματισμός προάγει την εξειδίκευση, αυξάνει την παραγωγικότητα και το συνολικό προϊόν, επιτρέπει σε μια κοινωνία να ικανοποιεί περισσότερες καταναλωτικές ανάγκες της. Ωστόσο, η ύπαρξη ενός φυσικού νόμου που διέπει την οικονομική δραστηριότητα και είναι το λεγόμενο «ατελεύτητο των αναγκών» όπως υποστήριζε και ο Αριστοτέλης, «επειδή και η επιθυμία των ανθρώπων για ζωή δεν έχει όριο, είναι ατελείωτες και οι επιθυμίες των ανθρώπων για αγαθά»³, σημαίνει ότι ενώ καλύπτονται οι υπάρχουσες ανάγκες των ανθρώπων, συνεχώς δημιουργούνται νέες. Η αύξηση όμως του αριθμού των ατόμων τα οποία εμφανίζονται στην αγορά με κάποιο προϊόν για ανταλλαγή, μικραίνει την πιθανότητα να συναντηθούν δυο μεμονωμένα άτομα, τα οποία επιθυμούν μια συγκεκριμένη ανταλλαγή. Άρα, ο αντιπραγματισμός επειδή βασίζεται στη «διπλή σύμπτωση των αναγκών», ενώ αρχικά αυξάνει το εμπόριο και την εξειδίκευση τελικά καταλήγει να οριοθετεί την έκτασή τους, λόγω των αδυναμιών και δυσχερειών που συνεπάγεται σε μια αγορά η οποία συνεχώς διευρύνεται⁴. Η εισαγωγή του χρήματος ξεπερνά αυτή την προφανή δυσκολία της διπλής σύμπτωσης των αναγκών, και ενώ στην κοινωνία του αντιπραγματισμού η συναλλακτική πράξη είναι Αγαθό \Leftrightarrow Αγαθό, στην εγχρήματη οικονομία η συναλλακτική πράξη είναι Αγαθό \Leftrightarrow Χρήμα \Leftrightarrow Αγαθό και, μάλιστα, όχι κατ' ανάγκη την ίδια χρονική στιγμή⁵.

Το χρήμα θεράπευσε τις ελλείψεις του αντιπραγματισμού και "χρήμα" είναι οτιδήποτε χρησιμοποιείται από τις κοινωνίες ως μέσο συναλλακτικής πράξης ή

² Ι. Παπαδάκης, (1999), *Νομισματική Θεωρία και Πολιτική*, τόμος Α', εκδ. Ε.Α.Π., Πάτρα, σελ.21.

³ («είς άπειρον ούν εκείνης της επιθυμίας ούσης, και των ποιητικών απείρων επιθυμούσιν» και «αεί δέονται του πλείονος, έως εις άπειρον έλθωσιν, άπειρος γάρ ή της επιθυμίας φύσις, ής προς την αναπλήρωσιν οι πολλοί ζώσιν»), [«Πολιτικά» Β7, 1267b 4].

⁴ Ι. Παπαδάκης, (1999), *Νομισματική Θεωρία και Πολιτική*, τόμος Α', εκδ. Ε.Α.Π., Πάτρα, σελ.22.

⁵ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.37.

μέσο ανταλλαγής, ως μονάδα μέτρησης της σχέσης ή της αξίας της ανταλλαγής και ως μέσο αποθεματοποίησης πλούτου.

- **Μέσο συναλλακτικής πράξης ή μέσο μελλοντικών συναλλαγών:** προφανώς είναι η πιο σημαντική λειτουργία του χρήματος, επειδή αυτή ακριβώς η σύλληψη επέτρεψε την μεταλλαγή της κοινωνίας του αντιπραγματισμού (αγαθό έναντι αγαθού) σε εγχρήματη κοινωνία (αγαθό έναντι χρήματος και χρήμα έναντι αγαθού). Επίσης, η συναλλακτική πράξη είναι δυνατό να μην αφορά μόνο στο παρόν αλλά και στο μέλλον αφού το χρήμα λειτουργεί ως «εργαλείο» για το «κλείσιμο» μιας συναλλαγής σήμερα, η υλοποίηση της οποίας θα γίνει μελλοντικά. Άρα, το χρήμα λειτουργεί και ως μέσο μελλοντικών συναλλαγών⁶.
- **Μονάδα μέτρησης της σχέσης ή της αξίας της ανταλλαγής:** η λειτουργία αυτή του χρήματος παρέχει τη δυνατότητα έκφρασης της αξίας των διαφόρων αγαθών σε μια κοινή βάση. Σε μια εγχρήματη κοινωνία το χρήμα χρησιμεύει ως εργαλείο μέτρησης και σύγκρισης της αξίας των διάφορων αγαθών και υπηρεσιών. Είναι ο κοινός παρονομαστής στον οποίο ανάγονται οι αξίες όλων των αγαθών ώστε να μπορούν να συγκριθούν και να ανταλλαγούν εφόσον αυτό είναι επιθυμητό⁷.
- **Μέσο αποθεματοποίησης πλούτου:** ο «πλούτος» μπορεί να αποτελείται, ως γενική μορφή, από μια ποικιλία αγαθών η διαφύλαξη των οποίων παρέχει τη δυνατότητα μιας μελλοντικής ρευστοποίησής τους προκειμένου να αποκτηθούν άλλα αγαθά. Η αποθεματοποίηση όμως των αγαθών συνεπάγεται κόστος αποθήκευσης, φύλαξης κ.α. σε αντίθεση με την μετατροπή των πιο πάνω αγαθών σε χρήμα και την αποθεματοποίηση του χρήματος, που επιτρέπει τη σοβαρή μείωση των εξόδων αποθήκευσης, φύλαξης κ.α., αλλά και την άμεση χρησιμοποίησή του οποτεδήποτε για την αγορά άλλων αγαθών. Επομένως, το χρήμα είναι η πιο τέλεια μορφή ρευστότητας ή όπως συχνά ονομάζεται, «ρευστών διαθεσίμων».

2. Είδη χρήματος στην εξέλιξη της Ανθρώπινης Κοινωνίας.

- **Το περιεκτικό χρήμα.**

Η ανθρώπινη κοινωνία γνώρισε πολλά έμψυχα και άψυχα χρηματικά μέσα. Με την εξέλιξη και εξάπλωση των οικονομικών τους συναλλαγών,

⁶ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.38.

⁷ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.38.

οι άνθρωποι διαπίστωναν συνεχώς ότι οι καθημερινές αλλά και οι πιο μακροχρόνιες συναλλαγές τους θα διευκολύνονταν περισσότερο αν ως χρήμα χρησιμοποιούσαν πράγματα τα οποία α) θα είχαν αντοχή στο χρόνο, β) θα είχαν επαρκή υποδιαίρεση, για να εκφράζουν και ασήμαντες ακόμα αξίες, γ) θα ήταν ευχερή στην αποθήκευση άρα και στην αποθεματοποίηση. Επομένως, είναι εύκολο να αιτιολογηθεί το πέρασμα στην χρησιμοποίηση του σιδήρου και αργότερα του χρυσού και του αργύρου ως βασικών χρηματικών μέσων. Επίσης, είναι εύκολο να εξηγηθεί γιατί τα -αρχικά ανεπεξέργαστα- κομμάτια χρυσού και αργύρου που χρησιμοποιήθηκαν ως χρήμα, αντικαταστάθηκαν από μικρά ομοιόμορφα κομμάτια, «κέρματα», με λειτουργίες ίδιες με αυτές του χρήματος.

Παρατηρούμε ότι, την εποχή κατά την οποία γίνεται χρήση του περιεκτικού χρήματος, οτιδήποτε χρησιμοποιείται ως χρήμα έχει νομισματική (χρηματική) αξία ακριβώς ίση με την αξία του ως αγαθό, δηλαδή, περιέχει ακριβώς την αξία χρήσης του σε σχέση ανταλλαγής του ως αγαθό με άλλο αγαθό⁸.

Στο βαθμό που οτιδήποτε χρησιμοποιείται ως χρήμα είναι 100% περιεκτικό, όλοι οι άνθρωποι μπορούν, θεωρητικά να το παράγουν και μάλιστα σε όσες ποσότητες επιθυμούν.

- **Το παραστατικό χρήμα.**

Παραστατικό χρήμα είναι το χρήμα εκείνο το οποίο ενσωματώνει αξία χρήσης, ως αγαθό, μικρότερη της νομισματικής του αξίας και η εμφάνισή του οφείλεται στην τάση του ανθρώπου να βρίσκει πρακτικότερους και ευκολότερους τρόπους ζωής και συνεργασίας με τους συνανθρώπους του.

Αφετηρία του παραστατικού χρήματος ήταν:

α) οι χρυσοχόοι (και όσοι έκοβαν χρυσά ή αργυρά νομίσματα ή επεξεργάζονταν τον χρυσό και τον άργυρο ή απλώς διαφύλατταν για λογαριασμό πελατών τους χρυσό ή άργυρο) άρχισαν, για πρακτικούς λόγους, να εκδίδουν αποδεικτικά κατάθεσης των πολύτιμων μετάλλων. Το αποδεικτικό του χρυσοχόου ήταν κλασική περίπτωση παραστατικού χρήματος αφού η αξία χρήσης του (χαρτί και μελάνι) ήταν σαφώς

⁸ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.40.

μικρότερη από τη χρηματική ή νομισματική ή ανταλλακτική του αξία στην αγορά.

β) άτομα με σκοπό την απάτη ή τον πολλαπλασιασμό των χρηματικών τους πόρων πολύ συχνά έλειωναν χρυσά νομίσματα και κατασκεύαζαν άλλα, μικρότερα αλλά και περισσότερα, τα οποία εμφάνιζαν, όμως, την ίδια χρηματική αξία στην επιφάνειά τους. Δηλαδή, γινόταν χρήση χρήματος του οποίου η χρηματική ή ανταλλακτική του αξία ήταν σαφώς μεγαλύτερη της αξίας χρήσης του ως αγαθού.

- **Χρυσοχόοι, οι «πρωτόγονοι» τραπεζίτες.**

Οι χρυσοχόοι αρχικά, γρήγορα διαπίστωσαν ότι: α) οι ανταλλαγές διεξάγονταν εύκολα και γρήγορα με μόνη τη χρήση των γενικά αποδεκτών χάρτινων αποδεικτικών τους και, β) -σε σχέση με την προηγούμενη διαπίστωση-, ότι οι αποθήκες τους ήταν, σε μόνιμη βάση, αρκετά γεμάτες με χρυσό. Αν και κάποιοι πελάτες τους έκαναν, όχι συχνά, αναλήψεις ποσοτήτων χρυσού, κάποιοι άλλοι, παράλληλα έκαναν καταθέσεις νέων ποσοτήτων χρυσού. Το συμπέρασμα είναι ότι τα «χαρτιά» των χρυσοχόων είχαν τέτοια κοινωνική φερεγγυότητα και αποδοχή, ώστε η πλειοψηφία των ανταλλαγών γινόταν με αυτά τα χαρτιά και όχι με τα φυσικά αποθέματα χρυσού που τα «κάλυπτε».

Ο μη διακινούμενος χρυσός των χρυσοχόων ήταν το έναυσμα μιας πρωτόγονης μεν, αλλά αφετηριακής τραπεζικής σύλληψής τους: της έκδοσης, νέων, πρόσθετων, αποδεικτικών τα οποία δεν είχαν την αντίστοιχη κάλυψη σε χρυσό, επειδή δεν προέκυπταν από νέες καταθέσεις χρυσού. Ιδιαίτερα σημαντική είναι η τάση των οικονομικών μονάδων (νοικοκυριά, επιχειρήσεις) που έχουν ανάγκη πρόσθετων πραγματικών οικονομικών πόρων και είναι διατεθειμένοι να καταβάλλουν κάποια πρόσθετη αμοιβή για τη δυνατότητα τους να δανειστούν τέτοιους πόρους. Δανείζονται από τον χρυσοχόο, όχι όμως πραγματικούς οικονομικούς πόρους, αλλά χρηματικά μέσα και με αυτά αποκτούν τους πρόσθετους (πραγματικούς) οικονομικούς πόρους που έχουν ανάγκη. Από αυτή την πρωτόγονη ακόμα τραπεζική πρακτική του χρυσοχόου, γίνεται φανερό πως το χρήμα αρχίζει να επηρεάζει την δυνατότητα ανάπτυξης της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας μέσα από τη δημιουργία της «Πίστης». Η νέα αυτή δραστηριότητα των χρυσοχόων, «οι χορηγήσεις

δανείων», έχει την εξής απλή αλλά σημαντική συνέπεια: το συνολικά κυκλοφορούν χρήμα (χάρτινο χρήμα), μέσα στην οικονομία, είναι περισσότερο από τον χρυσό που το καλύπτει και έχει ως σύνολο όχι 100% μετατρεψιμότητα, αλλά σαφώς μικρότερη. Ήδη, είναι εμφανές ότι οι τράπεζες, είτε οι πρωτόγονες της παλαιότερης εποχής, είτε οι σημερινές, πραγματικά δημιουργούν πρόσθετο χρήμα μέσα στην οικονομία.

Η ταχύτατη διάδοση του χάρτινου χρήματος σημαδεύει μια νέα εποχή. Το χρήμα -ως μέσο ανταλλαγής, περισσότερο, παρά ως αγαθό- είναι επιθυμητό, επειδή μπορεί να αγοράσει πραγματικά αγαθά και υπηρεσίες, όχι μόνο στο παρόν αλλά, διαφυλασσόμενο ως «αξία» και στο μέλλον⁹.

- **Το τραπεζικό χρήμα.**

Η απαρχή της επόμενης φάσης σηματοδοτείται από την τάση μερικών οικονομικών μονάδων να εκποιούν τους οικονομικούς τους πόρους έναντι χάρτινων αποδεικτικών και να τα τοποθετούν «καταθέτουν» στους χρυσοχόους έναντι κάποιας αμοιβής τους «τόκος». Οι πρώτες τράπεζες (δηλαδή τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δέχονται καταθέσεις έναντι ενός «τόκου καταθέσεων» και χορηγούν δάνεια έναντι ενός «τόκου χορηγήσεων») και μαζί τους οι τεράστιες συνέπειες από τις δραστηριότητές τους στον τομέα της παραγωγής, ανταλλαγής, διανομής και ανάλωσης πραγματικών αγαθών και υπηρεσιών είναι πια γεγονός.

Το πέρασμα από την εποχή του χάρτινου χρήματος στην εποχή του τραπεζικού χρήματος (του οποίου μέρος, όχι μεγάλο, αποτελεί το χάρτινο χρήμα) συντελείται αρκετά γρήγορα. Η «επιταγή» η οποία αντιπροσωπεύει ένα μέρος των κατατιθεμένων σε μια τράπεζα χρηματικών πόρων κάποιου, είναι μια από τις κυριότερες μορφές τραπεζικού χρήματος που κυκλοφορεί. Και φυσικά, οποιοσδήποτε δέχεται τη συναλλαγή με επιταγή, ενδιαφέρεται για το αν η επιταγή είναι καλυμμένη με κατάθεση χρηματικών πόρων και όχι αν η κάλυψη αυτή αντιπροσωπεύει πραγματική δυνατότητα μετατροπής της σε χρυσό.

Επίσης, η εποχή του τραπεζικού χρήματος συνοδεύεται και από την κρατική και κοινωνική πρόνοια να μην μπορεί ο καθένας να παράγει και να κυκλοφορεί «πρωτογενές χρήμα» (τραπεζογραμμάτια και κέρματα)

⁹ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.41.

αφού το εκδοτικό προνόμιο συνεπάγεται πολλαπλάσιο προνόμιο επηρεασμού του πραγματικού τομέα της οικονομίας. Στα σύγχρονα κράτη η Κεντρική Τράπεζα από κοινού με αρμόδια κυβερνητικά όργανα είναι επιφορτισμένη με τον σχεδιασμό και την εκτέλεση της γενικότερης νομισματοπιστωτικής και συναλλαγματικής πολιτικής¹⁰.

3. Τα χαρακτηριστικά του σύγχρονου χρήματος.

Σύμφωνα με όσα προαναφέρθηκαν έγινε κατανοητό ότι το σύγχρονο χρήμα έχει μερικά χαρακτηριστικά τα οποία το καθιστούν μοναδικό στην εκπλήρωση των τριών βασικών λειτουργιών του. Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι:

- i. Η ευρύτατη αποδοχή του από όλους τους συναλλασσόμενους.
- ii. Η διαιρετότητά του, ώστε να εξυπηρετούνται όλες οι συναλλαγές, είτε με μικρή είτε με μεγάλη αξία.
- iii. Η αντοχή του στο χρόνο, ώστε να μην αλλοιώνεται κατά τη φύλαξη και να μη φθείρεται με τη χρήση του.
- iv. Η ευκολία στην καθημερινή του χρήση ως μέσου συναλλαγών (να έχει μικρό όγκο και βάρος, να μεταφέρεται εύκολα κ.λ.π.)
- v. Η δυσκολία στην παραγωγή «πλαστών» αντιτύπων του.
- vi. Η σταθερότητα της αξίας του. Το τελευταίο αυτό χαρακτηριστικό δεν συνδέεται με τα φυσικά χαρακτηριστικά του χρήματος αλλά με την «αγοραστική του αξία» η οποία είναι το αντίστροφο του Τιμαρίθμου. Άρα, συνδέεται κυρίως με την αποτελεσματικότητα της Οικονομικής Πολιτικής στον τομέα της καταπολέμησης του πληθωρισμού¹¹.

4. Το «στενό» και το «ευρύ» περιεχόμενο του χρήματος.

Οι ορισμοί σχετικά με το τι είναι και τι δεν είναι χρήμα εξαρτώνται από την οπτική γωνία και από την οικονομική πολιτική που χρησιμοποιείται για το χειρισμό της ποσότητας του χρήματος. Επίσης είναι συνάρτηση της ευρύτητας ή της στενότητας που δίνει η κοινωνία στην έννοια του χρήματος. Αρχικά μπορούμε να θεωρήσουμε ότι κάθε περιουσιακό στοιχείο με το οποίο μπορεί να πραγματοποιηθεί αμέσως μια συναλλαγή θα ανήκει στη στενή έννοια, στο «στενό περιεχόμενο» του χρήματος. Αντίθετα, αν το οποιαδήποτε

¹⁰ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.41.

¹¹ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.46.

περιουσιακό στοιχείο δεν μπορεί να δαπανηθεί αμέσως για την αγορά αγαθού ή υπηρεσίας, θα ανήκει στο «ευρύ περιεχόμενο» του χρήματος¹².

¹² Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.47.

Κεφάλαιο 2

Η Δημιουργία Χρήματος από το Τραπεζικό Σύστημα και η Προσφορά Χρήματος.

1. Πρωτογενές και Δευτερογενές χρήμα.

Αν το προνόμιο της έκδοσης πρωτογενούς χρήματος (χαρτονομίσματα και κέρματα) το έχει η Κεντρική Τράπεζα τη δυνατότητα δημιουργίας «πρόσθετου» χρήματος μέσα στην οικονομία την έχει το Τραπεζικό σύστημα στο σύνολό του. Το «πρόσθετο» χρήμα είναι γνωστό και ως Παράγωγο ή Λογιστικό ή Τραπεζικό χρήμα και έχει ως πιο «ορατή» κορφή τις καταθέσεις Όψεως στις Εμπορικές Τράπεζες.

Η βασική λειτουργία μιας τράπεζας είναι η συγκέντρωση καταθέσεων και η χορήγηση δανείων. Όμως, ακόμα και στην περίπτωση των πρωτόγονων τραπεζιτών, των χρυσοχόων, η δυνατότητα των εμπορικών τραπεζών για χορήγηση δανείων δεν εξαντλείται στην αρχική κατάθεση (χρυσού ή «αποδεικτικού» τότε, χαρτονομισμάτων σήμερα). Είναι σε θέση να δημιουργούν, ως σύνολο, πρόσθετο χρήμα μέσα στην οικονομία και αυτή την λειτουργία των εμπορικών τραπεζών θα αναπτύξουμε στη συνέχεια.

2. Ο λόγος των υποχρεωτικών ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων.

Εφόσον η Κεντρική Τράπεζα έχει το αποκλειστικό προνόμιο της έκδοσης χαρτονομισμάτων και κερμάτων και εφόσον οι υποχρεώσεις των εμπορικών τραπεζών προς τους καταθέτες τους πρέπει να πληρωθούν σε χαρτονομίσματα και κέρματα, όποτε το θελήσουν εκείνοι, οι τράπεζες οφείλουν να διατηρούν κάποιο ελάχιστο επίπεδο ρευστών διαθεσίμων (χαρτονομισμάτων, κερμάτων ή πιστωτικών μέσων που να ρευστοποιούνται ταχύτατα), ώστε να είναι σε θέση να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους προς τους καταθέτες τους. Θα ονομάσουμε αυτό το ποσοστό, αυτό το κλάσμα, «Λόγο Υποχρεωτικών Ελάχιστων Ρευστών Διαθεσίμων» και θα το συμβολίζουμε με R . Είναι προφανές ότι $0 < R < 1$. Το απαιτούμενο ελάχιστο ποσοστό ρευστών διαθεσίμων οριοθετεί την ικανότητα των τραπεζών να επεκτείνουν τις πιστώσεις και να δημιουργούν χρήμα. Αν η επέκταση αυτή ξεπεράσει τα όρια, οι τράπεζες κινδυνεύουν να βρεθούν σε αδυναμία να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους, όταν τους ζητηθεί από τους καταθέτες. Ο κίνδυνος είναι τόσο μεγαλύτερος όσο μικρότερη είναι η δυνατότητα άμεσης προσφυγής των τραπεζών σε κάποια πηγή ρευστού.

Σκοπός των υποχρεωτικών διαθεσίμων ή ανακαταθέσεων, (που οι τράπεζες διακρατούν είτε σαν μετρητά στα ταμεία τους, είτε σαν καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα), είναι αφενός να διασφαλίζεται κάποιος ελάχιστος βαθμός ρευστότητας των τραπεζών προς όφελος των καταθετών τους, αλλά κυρίως να ελέγχεται η πιστοδοτική τους ικανότητα και η ποσότητα του τραπεζικού χρήματος που δημιουργούν¹³.

3. Η διαδικασία των διαδοχικών καταθέσεων στις Εμπορικές Τράπεζες.

Όπως ήδη αναφέρθηκε οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες από το νόμο να διατηρούν ένα ελάχιστο ποσοστό ρευστών διαθεσίμων. Το ενδιαφέρον εδώ συγκεντρώνεται στη σχέση που συνδέει τις καταθέσεις όψεως και τις πιστώσεις με τα διαθέσιμα ρευστού της τράπεζας, αγνοώντας προς το παρόν τα λοιπά στοιχεία ενός πραγματικού τραπεζικού ισολογισμού.

Όταν το ύψος των διαθεσίμων ξεπερνά τα οριζόμενα από το νόμο, η τράπεζα επεκτείνει τις πιστώσεις της, μέχρι ο λόγος των ρευστών διαθεσίμων προς τις καταθέσεις όψεως να ισούται με το ανάλογο ποσοστό.¹⁴ Όταν ο λόγος των ρευστών διαθεσίμων προς τις καταθέσεις όψεως είναι ίσος με το υποχρεωτικό ποσοστό διαθεσίμων, τότε, η τράπεζα είναι αδύνατο να επεκτείνει και άλλο τις πιστώσεις της ή να δημιουργήσει τραπεζικό χρήμα, αν προηγουμένως δεν αποκτήσει νέα ρευστά διαθέσιμα.

Αν υποθεθεί ότι στην αγορά υπάρχει ζήτηση για πιστώσεις με όρους που συμφέρουν την τράπεζα και ότι στη διαδικασία αυξομείωσης των πιστώσεων και των καταθέσεων δεν παρατηρείται διαρροή ρευστών έξω από το τραπεζικό σύστημα, τότε αντί η τράπεζα να δανείζει ρευστό (πρωτογενές χρήμα), δανείζει καταθέσεις (δευτερογενές χρήμα)¹⁵.

Σε ένα πολυτραπεζικό σύστημα όμως είναι απίθανο να διατηρείται ολόκληρο το ποσοστό των δανείων στην τράπεζα που τα χορήγησε ή να επανέρχονται σε αυτήν τα ποσά των δανείων, που μεταβιβάστηκαν από τους αρχικούς καταθέτες σε άλλους. Κάθε ποσό που μεταβιβάζεται με την επιταγή μιας

¹³ Παπαδάκης Ι. Μ., (1984), *Εισαγωγή στη Νομισματική Θεωρία, Προσφορά, Ζήτηση και Ισορροπία Χρήματος*, τόμος Β', εκδ. Σάκκουλα, σελ.22

¹⁴ Σε μια τέτοια κατάσταση, που η υποχρέωση του ποσοστού ρευστών διαθεσίμων ικανοποιείται χωρίς τη διατήρηση πλεονάζοντων διαθεσίμων, λέγεται ότι η τράπεζα για την οποία πρόκειται, είναι πιστωτικά πλήρως ανεπτυγμένη (fully loaned up). Παπαδάκης Ι. Μ., (1984), *Εισαγωγή στη Νομισματική Θεωρία, Προσφορά, Ζήτηση και Ισορροπία Χρήματος*, τόμος Β', εκδ. Σάκκουλα, σελ.24.

¹⁵ Αν και οι δυο μορφές χρήματος είναι στενά υποκατάστατα μεταξύ τους, οι καταθέσεις όψεως είναι εξίσου επιθυμητές από το κοινό, όσο και το ρευστό χρήμα. Παπαδάκης Ι. Μ., (1984), *Εισαγωγή στη Νομισματική Θεωρία, Προσφορά, Ζήτηση και Ισορροπία Χρήματος*, τόμος Β', εκδ. Σάκκουλα, σελ.25.

τράπεζας, το πιθανότερο είναι να καταλήξει σε κάποια άλλη με την οποία αυτή συναλλάσσεται και στην οποία τηρεί τους λογαριασμούς του ο αποδέκτης της επιταγής. Σε ένα πολυτραπεζικό σύστημα, η κάθε τράπεζα χωριστά δεν μπορεί να επεκτείνει τις πιστώσεις της και το τραπεζικό χρήμα πέρα από το ύψος των νέων ρευστών διαθεσίμων που αποκτά. Αντίθετα, κινδυνεύει να βρεθεί σε αδυναμία να ευθυγραμμίσει τα διαθέσιμά της με το υποχρεωτικό ποσοστό διαθεσίμων. Στην πράξη, βέβαια, και κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις, μια τράπεζα μπορεί να δανείζεται ρευστά από κάποια άλλη και κυρίως από την κεντρική τράπεζα, που λειτουργεί μεταξύ άλλων και σαν «τραπεζίτης των τραπεζών» ή στην προκειμένη περίπτωση σαν «δανειστής τελευταίας προσφυγής». Για τις εμπορικές τράπεζες όμως μια τέτοια πηγή ρευστού ούτε ανεξάντλητη είναι ούτε χωρίς σημαντικό κόστος.

4. Η συνολική Δημιουργία Καταθέσεων Όψεως μέσα στο Τραπεζικό Σύστημα.

Τα φαινομενικό αυτό συμπέρασμα, (δηλαδή ότι κάθε τράπεζα αρκείται να αυξομειώνει τις πιστώσεις της μόνο κατά το μέγεθος των πλεοναζόντων διαθεσίμων της), ενώ ισχύει για την κάθε τράπεζα χωριστά, δεν είναι σωστό όταν πρόκειται για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος¹⁶. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι να ισχύουν πάντα οι παραδοχές που έχουν επισημανθεί και με την πρόσθετη προϋπόθεση ότι το προϊόν του δανείου που χορηγεί κάθε τράπεζα καταλήγει με τη μορφή ρευστού σε κάποια άλλη από τις διάφορες του πολυτραπεζικού συστήματος¹⁷. Αυτό σημαίνει ότι μια αρχική απόκτηση ρευστού από μια τράπεζα του συστήματος κινητοποιεί μια διαδικασία ανακύκλωσης και κατανομής ρευστών σε όλες τις τράπεζες του συστήματος, με τελικό αποτέλεσμα τη δημιουργία τραπεζικού χρήματος και πιστώσεων σε

¹⁶ Θα ξεκινήσουμε την ανάλυση υποθέτοντας ότι οι καταθέσεις όψεως είναι η μόνη κατηγορία καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα, ότι κατά την πολλαπλασιαστική διαδικασία καταθέσεων-πιστώσεων δεν σημειώνεται διαρροή ρευστού έξω από το τραπεζικό σύστημα, ότι οι τράπεζες δεν επιθυμούν πλεονάζοντα διαθέσιμα, ότι οι εξειδικευμένοι (μη τραπεζικοί οργανισμοί) δεν δημιουργούν τραπεζικό χρήμα και δεν επηρεάζουν την πιστοδοτική δραστηριότητα των εμπορικών τραπεζών, ότι η δραστηριότητα των τραπεζών εκδηλώνεται σε συνθήκες τέλει βεβαιότητας ώστε οι αποφάσεις τους να είναι ανεξάρτητες από στοιχεία πρόβλεψης πιθανών μεταβολών. Παπαδάκης Ι. Μ., (1984), *Εισαγωγή στη Νομισματική Θεωρία, Προσφορά, Ζήτηση και Ισορροπία Χρήματος*, τόμος Β', εκδ. Σάκκουλα, σελ.30.

¹⁷ Η «άλλη» αυτή τράπεζα μπορεί να είναι και η ίδια που αρχικά χορήγησε το δάνειο, αφού η πιθανότητα να επανέρθουν τα ρευστά ή ένα μέρος τους στην αρχική τράπεζα που χορήγησε το δάνειο, είναι τόσο μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερος είναι και ο αριθμός των τραπεζών που συναποτελούν το σύστημα. Παπαδάκης Ι. Μ., (1984), *Εισαγωγή στη Νομισματική Θεωρία, Προσφορά, Ζήτηση και Ισορροπία Χρήματος*, τόμος Β', εκδ. Σάκκουλα, σελ.39.

έκταση πολλαπλάσια των ρευστών που απέκτησε το σύστημα. Η διαδικασία αυτή ολοκληρώνεται κατά στάδια. Σε κάθε διαδοχικό στάδιο, κάποια τράπεζα εμπλουτίζεται με όλο και μικρότερη ποσότητα νέου ρευστού και επεκτείνει ανάλογα τις πιστώσεις και τις καταθέσεις της. Λόγω της παραδοχής, του ότι δεν σημειώνεται διαρροή ρευστού έξω από το τραπεζικό σύστημα, η ανακύκλωση και κατανομή των αρχικών ρευστών δεν μετέβαλλε την συνολική ποσότητα, επέτρεψε όμως τη δημιουργία πολλαπλάσιων καταθέσεων όψεως και πιστώσεων.

Επομένως, η ανακύκλωση των ρευστών στο τραπεζικό σύστημα, όπως και αν κατανεμηθούν τα νέα ρευστά στις επιμέρους τράπεζες του συστήματος, τροφοδοτεί μια διαδικασία σταδιακής επέκτασης των καταθέσεων όψεως και των πιστώσεων, όπου δημιουργός νέου χρήματος δεν είναι η κάθε τράπεζα χωριστά, αλλά το σύνολο του τραπεζικού συστήματος.

Στο πολυτραπεζικό σύστημα η κάθε τράπεζα χωριστά δεν μπορεί να αυξήσει τις πιστώσεις, αν προηγουμένως δεν δεχθεί καταθέσεις, που να εμπλουτίζουν τα ρευστά διαθέσιμά της, σε αντίθεση με το σύνολο του πολυτραπεζικού συστήματος, όπου οι πιστώσεις που μπορούν να χορηγηθούν είναι πολλαπλάσιες των πλεοναζόντων διαθεσίμων του συστήματος και καθώς χορηγούνται νέες πιστώσεις, αυξάνονται οι καταθέσεις όψεως. Άρα, στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος οι νέες πιστώσεις είναι που δημιουργούν νέες καταθέσεις.

5. Ο τραπεζικός πολλαπλασιαστής.

Ο πολλαπλασιαστής τραπεζικού χρήματος ισούται με τον αντίστροφο του υποχρεωτικού ποσοστού ρευστών διαθεσίμων και δείχνει την πολλαπλασιαστική επίδραση που ασκείται, από τη μεταβολή του πρωτογενούς χρήματος που αποκτά η τράπεζα, πάνω στο δευτερογενές χρήμα που δημιουργεί¹⁸.

Αν λοιπόν έχουμε μια αρχική κατάθεση (K_0) τότε οι πρόσθετες καταθέσεις όψεως (δηλαδή το πρόσθετο ή δευτερογενές ή τραπεζικό ή λογιστικό χρήμα) που θα μπορούν να παράγουν «παλιρροϊκά» οι εμπορικές τράπεζες θα είναι:

$\Delta M = \text{Πρόσθετες καταθέσεις} = K_0(1/R - 1)$, (1). Το κλάσμα $1/R$ ονομάζεται «Τραπεζικός Πολλαπλασιαστής» και το R είναι ο λόγος ή το ποσοστό των

¹⁸ Παπαδάκης Ι. Μ., (1984), *Εισαγωγή στη Νομισματική Θεωρία, Προσφορά, Ζήτηση και Ισορροπία Χρήματος*, τόμος Β', εκδ. Σάκκουλα, σελ.37.

υποχρεωτικών Ρευστών διαθεσίμων. Είναι φανερό πως όσο πιο μικρό είναι το R τόσο πιο μεγάλος θα είναι ο τραπεζικός Πολλαπλασιαστής¹⁹.

6. Η σημασία του Τραπεζικού Πολλαπλασιαστή.

Είναι φανερό ότι η σχέση μεταξύ του τραπεζικού πολλαπλασιαστή και των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων είναι αντίρροπη. Δηλαδή, η συνάρτηση που προκύπτει είναι: $d(\Delta M)/dR < 0$ (2) και αν η σχέση (1) επαναδιατυπωθεί ως $\Delta M = -K_0 + K_0 * R - 1$, η παραγώγισής της μας δίνει $d(\Delta M)/dR = -K_0 * 1/R^2$ (3). Επειδή και το K_0 και το R είναι θετικοί αριθμοί η σχέση (3) δηλαδή η (2) πράγματι, είναι αρνητική.

Είναι εμφανής η σημαντικότητα του λόγου (ή ποσοστού) ρευστών διαθεσίμων (R) ως εργαλείου της Οικονομικής Πολιτικής και ιδιαίτερα της Νομισματικής Πολιτικής: αν είναι επιθυμητή μια «συσταλτική» νομισματική πολιτική η σχέση (3) δείχνει πόσο πρέπει να αυξηθεί ο R ώστε να συρρικνωθεί η προσφορά χρήματος κατά ένα ποσό. Αν είναι επιθυμητή μια «διασταλτική» ή «επεκτατική» πολιτική, πάλι η σχέση (3) δείχνει πόσο πρέπει να μειωθεί ο (R) ώστε να επιτευχθεί μια αύξηση της προσφοράς χρήματος κατά ένα ποσό²⁰.

7. Η λειτουργία του τραπεζικού πολλαπλασιαστή στην πράξη.

Στην πιο πάνω ανάλυση παρουσιάστηκε η πολλαπλασιαστική διαδικασία δημιουργίας τραπεζικών καταθέσεων και πιστώσεων ως καθαρά τεχνική. Η διαδικασία θα ήταν πράγματι καθαρά τεχνική αν οι τράπεζες διατηρούσαν μόνο υποχρεωτικά διαθέσιμα και αν οι καταθέσεις τους ήταν μόνο όψεως. Επειδή αυτό δεν συμβαίνει, η τεχνική φύση της πολλαπλασιαστικής διαδικασίας εξαρτάται από τη σταθερότητα των λοιπών μεγεθών που εμφανίζονται στον πολλαπλασιαστή τραπεζικού χρήματος και πιστώσεων. Επίσης, το ποσοστό των πλεοναζόντων διαθεσίμων και η αναλογία των καταθέσεων όψεως προς τις λοιπές καταθέσεις του συστήματος θεωρήθηκαν μεγέθη σταθερά. Όμως, το ποσοστό πλεοναζόντων διαθεσίμων εξαρτάται αφενός από τη συμπεριφορά των τραπεζικών οργανισμών και τους παράγοντες που την επηρεάζουν και, αφετέρου, από τη ζήτηση που εκδηλώνεται από το κοινό και τις επιχειρήσεις για τραπεζικά δάνεια.

Η αναλογία με την οποία το κοινό επιθυμεί να κρατά διάφορες επιμέρους κατηγορίες καταθέσεων, εξαρτάται όχι μόνο από μεταβαλλόμενους θεσμικούς

¹⁹ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.55.

²⁰ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.56.

παράγοντες, αλλά και από τις διακυμάνσεις μεγεθών που εξαρτώνται από την οικονομική συγκυρία, όπως είναι το ύψος των επιτοκίων, ο ρυθμός του πληθωρισμού, και άλλα. Το ίδιο ισχύει και για το ποσοστό της διαρροής ρευστού, που είναι αποτέλεσμα των παραγόντων που επηρεάζουν την αναλογία χαρτονομισμάτων και κερμάτων προς τις καταθέσεις όψεως, την οποία επιθυμεί να κρατά το κοινό, για να εξασφαλίσει τις υπηρεσίες, που προσφέρουν τα πιστωτικά αυτά μέσα με τις τεχνικές τους λειτουργίες²¹.

8. Ο βαθμός Ρευστότητας των διάφορων μορφών χρήματος και η προσφορά χρήματος.

Σχετικά με την έννοια του χρήματος συνοπτικά μπορούμε να πούμε ότι οι κατηγορίες μέτρησης και προσφοράς του ταξινομούνται βάσει της ρευστότητας των στοιχείων που περιλαμβάνονται στην κάθε κατηγορία. Η ρευστότητα είναι συνάρτηση του βαθμού ανάπτυξης των ίδιων των αγορών. Κατά συνέπεια σε διαφορετικές οικονομίες οι κατηγορίες ταξινόμησης περιλαμβάνουν διαφορετικά στοιχεία. Γενικά οι κατηγορίες του χρήματος συμβολίζονται με τους εξής δείκτες: M0, M1, M2, M3, M5, κ.ο.κ.

Στην Ελλάδα η προσφορά του χρήματος ορίζεται με τους εξής δείκτες:

M0= κέρματα + χαρτονομίσματα (νομισματική κυκλοφορία)

M1= M0 + καταθέσεις όψεως ιδιωτών

M3= M1 + καταθέσεις ταμειυτηρίου σε ευρώ, γερσ + τραπεζικά ομόλογα

M3N= M3 + καταθέσεις κατοίκων σε συνάλλαγμα + μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθέσιμων

M4= M3 + τίτλοι του ελληνικού δημοσίου διάρκειας έως ένα έτος

M4N= M3N + τίτλοι του ελληνικού δημοσίου διάρκειας έως ένα έτος.

Παλιότερα υπήρχε και ο δείκτης M2 που περιελάμβανε και τις καταθέσεις ταμειυτηρίου(καταργήθηκε κατά τη δεκαετία του '80)²².

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα χρησιμοποιεί ως κύριο εργαλείο της νομισματικής πολιτικής το δείκτη M3, δηλαδή το δείκτη της ποσότητας χρήματος με ευρεία έννοια η οποία έχει υιοθετηθεί ως το νομισματικό μέγεθος αναφοράς. Παράλληλα έχει διαμορφώσει και δυο άλλα μεγέθη, ένα στενό

²¹ Παπαδάκης Ι. Μ., (1984), *Εισαγωγή στη Νομισματική Θεωρία, Προσφορά, Ζήτηση και Ισορροπία Χρήματος*, τόμος Β', εκδ. Σάκουλα, σελ.64-5.

²² Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.148

μέγεθος, το M1 και ένα μεσαίο, το M2. Η ποσότητα χρήματος με τη στενή έννοια (M1) περιλαμβάνει τα χαρτονομίσματα και τα κέρματα πλέον των υπολοίπων των λογαριασμών που μπορούν είτε άμεσα να μετατραπούν σε νόμισμα είτε να χρησιμοποιηθούν σε πληρωμές χωρίς τη χρήση μετρητών όπως οι καταθέσεις της μιας ημέρας. Το μεσαίο νομισματικό μέγεθος (M2) περιλαμβάνει το M1 και τις καταθέσεις προθεσμίας μέχρι δυο ετών καθώς και τις καταθέσεις υπό προειδοποίηση μέχρι τριών μηνών. Η ποσότητα χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) αποτελείται από το M2 και τα εμπορεύσιμα χρηματοπιστωτικά όπως τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και τα μέσα χρηματαγοράς, όπως τα repos.

Συνοπτικά οι κύριοι δείκτες της προσφοράς χρήματος που χρησιμοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι:

M1= νομισματική κυκλοφορία + καταθέσεις μιας μέρας

M2= M1 + καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών + καταθέσεις υπό προειδοποίηση διάρκειας έως 3 μηνών

M3= M2 + συμφωνίες repos + μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς και τίτλοι χρηματαγοράς + χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών.

Για την παρακολούθηση των μεγεθών αυτών η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα χρησιμοποιεί τον κινητό μέσο τριών μηνών και την ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος (velocity), δηλαδή του M3²³.

9. Η προσφορά χρήματος στην Ελλάδα το 2009.

Μια γενική εικόνα της σημασίας των επιμέρους στοιχείων της προσφοράς χρήματος στην Ελλάδα σε μια «φωτογραφική αποτύπωση» από την ετήσια έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2009 παραθέτουμε πιο κάτω.

²³ Η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος είναι ο λόγος του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος προς το νομισματικό μέγεθος αναφοράς (δηλαδή για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα το M3). Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.149

		Υπόλ. 28/2/10	2004	2005	2006	2007	2008	2009						2010						
								(εκατ.€)	δ' τρίμ.	δ' τρίμ.	δ' τρίμ.	δ' τρίμ.	δ' τρίμ.		α' τρίμ.	β' τρίμ.	γ' τρίμ.	δ' τρίμ.	Δεκ.	Φεβρ.
1.	Καταθέσεις μίας μέρας	99.125	16,8	9,3	0,7	-0,9	-7	-5,9	0,5	7	11,4	13,9	13,1							
1.1	Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	27.984	19,1	20,2	1,8	10,3	-3,6	-3,9	3,2	12,5	15,7	19,8	13,0							
1.2	Απλού ταμειυτηρίου	71.141	16,1	6,3	0,2	-4,6	-7,9	-6,3	-0,3	5,1	9,5	11,5	13,1							
2.	Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	128.365	5,3	45,2	37,5	42,2	39,1	31,5	21,5	11,5	2,7	-2,4	-9,0							
3.	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	3.138	2,8	105,2	-24,4	-20,3	-24,1	-15,3	7,6	39,4	64,2	69,9	53,6							
4.	Σύνολο καταθέσεων (1+2+3)	230.628	13,1	20,7	12,1	15,9	15,3	13,4	12,0	9,8	6,6	4,6	0,0							
5.	Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	149	-12,6	-72,8	-35,7	-54,3	-11,4	-55,3	-53,3	-55,1	-67,1	50,0	-46,3							
6.	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	1.306	-1,9	-51,8	-2,5	40,5	-58,8	-75,3	-79,7	-75,2	-44,8	32,1	-29,5							
7.	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών	-73	-0,3	-42,2	24,2															
8.	M ₃ χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία(4+5+6+7)	232.010	9,2	6,9	10,6	14,7	14,4	11,2	9,2	6,7	4,8	3,2	-1,0							

Παρατηρούμε ότι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του νομισματικού μεγέθους M₃ διατήρησε τους τελευταίους μήνες του 2009 την πτωτική πορεία που είχε αρχίσει από το δ' τρίμηνο του 2008. Η υποχώρηση του ρυθμού μεταβολής του M₃ συνδέεται κυρίως με την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας και την έντονη επιβράδυνση της συνολικής πιστωτικής επέκτασης. Σε μικρότερο βαθμό συνδέεται με τη μείωση των επιτοκίων των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο M₃, ώστε να γίνουν λιγότερο ελκυστικές και συνέβαλε στη μετατόπιση αποταμιευτικών διαθεσίμων από στοιχεία του M₃ (ιδίως από τις καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δυο έτη) προς στοιχεία εκτός του M₃. Παρατηρούμε, επίσης, ότι οι καταθέσεις διάρκειας μιας ημέρας ενισχύθηκαν σταδιακά με ρυθμό ανόδου σε διψήφιο ποσοστό(δ' τρίμ.2009:11,4%, Φεβρ.2010: 13,1%), αντίθετα, ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας σημείωσε ραγδαία υποχώρηση, έγινε αρνητικός (Φεβρ.2010:-9,0%, δ' τρίμ.2009: 2,7%).

Για τους μήνες Ιανουάριο και Φεβρουάριο 2010 σημειώθηκε εκροή κεφαλαίων και από τις δυο κατηγορίες καταθέσεων(διάρκειας μιας μέρας και προθεσμίας), το άθροισμα των οποίων αποτελεί το 98% του νομισματικού μεγέθους του M₃.

Συνολικά, οι καταθέσεις που περιλαμβάνονται στο M_3 αυξήθηκαν με επιβραδυνόμενο ρυθμό το 2009 (δ΄τριμ.2009:6,6%, δ΄τριμ.2008: 15,3%). Οι υπόλοιπες συνιστώσες του M_3 , τόσο οι τοποθετήσεις σε γeros όσο και οι τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέσιμων συνέχισαν να μειώνονται²⁴.

²⁴ Πίνακας Χ.Ι, *Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ*. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009, <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2009.pdf>, σελ.171-2.

Κεφάλαιο 3

Το χρηματοπιστωτικό Σύστημα και οι Χρηματοπιστωτικές Αγορές.

1. Η «Πίστη» ως καταλύτης της Λειτουργίας του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος.

Η πίστη, είναι μια σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα στις οικονομικές μονάδες, ανεξάρτητα αν στην κοινωνία που λειτουργούν αυτές οι οικονομικές μονάδες υπάρχει ή δεν υπάρχει χρήμα. Η ύπαρξη Πίστης και «χρηματοπιστωτικών αγορών» δεν σημαίνει και απαραίτητα την ύπαρξη χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η πίστη, προϋπήρξε ως ιδιότυπο αγαθό, έπειτα δημιουργήθηκαν οι χρηματοπιστωτικές αγορές (δηλαδή, πρώτα οι διμερείς και μετά οι πολυμερείς επαφές μεταξύ των μονάδων) και πολύ αργότερα άρχισαν να συγκροτούνται τα χρηματοπιστωτικά συστήματα.

Βεβαίως, μόνη η λειτουργία της πίστης και των χρηματοπιστωτικών αγορών στην πρωτόγονη μορφή τους δεν θα μπορούσαν ποτέ να οδηγήσουν την πραγματική οικονομική δραστηριότητα στα επίπεδα στα οποία έφτασε. Η ύπαρξη του Χρηματοπιστωτικού συστήματος αποτελεί όρο και προϋπόθεση λειτουργίας και ανάπτυξης μιας οικονομίας.

2. Η συμπεριφορά και οι επιδιώξεις των Δανειστών και των Δανειζομένων.

Η κάθε οικονομική μονάδα (άτομο, επιχείρηση, κράτος, χρηματοπιστωτικός οργανισμός κ.λ.π.) αποταμιεύει το τμήμα του εισοδήματός της, που δεν δαπανά. Άρα, αποταμίευση είναι η διαφορά ανάμεσα στο εισόδημα και στις δαπάνες της οικονομικής μονάδας. Η αποταμίευση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αγορά πραγματικών περιουσιακών στοιχείων (ή στοιχείων του ενεργητικού) και μια τέτοια τοποθέτηση ολόκληρης της αποταμίευσης ή τμήματός της σε υλικά περιουσιακά στοιχεία ονομάζεται επένδυση. Πολλές φορές όμως ένα τμήμα της αποταμίευσης (π.χ. στις επιχειρήσεις) ή και ολόκληρη (π.χ. στα άτομα) δεν επενδύεται σε διάφορα «υλικά» στοιχεία του ενεργητικού. Το χρηματοπιστωτικό πλεόνασμα που διαθέτει η οικονομική μονάδα είναι διαθέσιμο να μετατραπεί σε δανεισμό προς άλλες οικονομικές μονάδες οι οποίες βρίσκονται σε αντίθετη θέση, δηλαδή παρουσιάζουν χρηματοπιστωτικό έλλειμμα.

i) **Η συμπεριφορά των δανειστών:** θα εξετάσουμε τις προϋποθέσεις σύμφωνα με τις οποίες οι πλεονασματικές μονάδες είναι διατεθειμένες να δανείσουν το χρηματικό τους πλεόνασμα. Εύλογο είναι στο χαρτοφυλάκιο

τους, οι οικονομικές μονάδες, να επιδιώκουν τρεις στόχους: την ελαχιστοποίηση του κινδύνου, την μεγιστοποίηση της ρευστότητας και την μεγιστοποίηση της απόδοσης των όποιων τίτλων θα αποκτήσουν.

ii) **Η συμπεριφορά των δανειζομένων:** σε αντίθεση με τους αποταμιευτές-δανειστές, οι δανειζόμενοι προφανώς πραγματοποιούν ή επιθυμούν να πραγματοποιήσουν δαπάνες μεγαλύτερες από το εισόδημά τους μιας ορισμένης χρονικής περιόδου. Έχουν χρηματοοικονομικό έλλειμμα και επιθυμούν να το καλύψουν. Οι δανειζόμενοι επιδιώκουν κυρίως την ελαχιστοποίηση του δανεισμού τους και σε ορισμένες περιπτώσεις την μεγιστοποίηση του χρονικού διαστήματος στη διάρκεια του οποίου θα κάνουν χρήση των ποσών που δανείστηκαν²⁵.

iii) **Η μικτή συμπεριφορά των οικονομικών μονάδων ως δανειστών και δανειζομένων:** μια οικονομική μονάδα μπορεί να είναι ταυτόχρονα και δανειστής-αποταμιευτής και δανειζόμενος. Ο λόγος για τον οποίο όλες οι οικονομικές μονάδες είναι συνήθως δανειστές και ταυτόχρονα δανειζόμενοι πρέπει να αναζητηθεί στο γεγονός ότι όλες τους προσπαθούν να έχουν πάντοτε μια «άριστη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους» με τίτλους ποικίλης απόδοσης, λήξης, ρευστότητας και διακινδύνευσης. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου είναι πολύ ψηλά στην ιεράρχηση των στόχων όλων των οικονομικών μονάδων και των πλεονασματικών και των ελλειμματικών και των μικτών αλλά και των χρηματοπιστωτικών οργανισμών που μεσολαβούν για να τις φέρουν σε επαφή²⁶.

3. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές.

Αρχικά, ο όρος τραπεζικό σύστημα περιλάμβανε την κεντρική τράπεζα και τις εμπορικές τράπεζες και δόθηκε για να περιγράψει τον «αγωγό» μέσα από τον οποίο κυλάει το χρήμα και επηρεάζει την πραγματική οικονομική δραστηριότητα. Ο «αγωγός» αυτός στη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα έχει πάψει να είναι καθαρά τραπεζικής φύσης. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα μιας χώρας κυμαίνεται από την κεντρική (ή εκδοτική) τράπεζα μέχρι την πιο μικρή χρηματιστηριακή εταιρεία. Ενδιάμεσα περιλαμβάνει μια ποικιλία χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών που όλοι τους έχουν ένα βασικό κοινό

²⁵ Η επιδίωξη όμως του δεύτερου στόχου συνεπάγεται συνήθως την υπονόμευση του πρώτου, αφού όσο μακρύτερος γίνεται ο χρόνος χρήσης του δανείου, τόσο μεγαλώνει το κόστος αποπληρωμής.

²⁶ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.67.

χαρακτηριστικό: κατά οποιαδήποτε τρόπο μεσολαβούν ανάμεσα σε όσους επιθυμούν να δανείσουν (τοποθετήσουν) χρηματικούς πόρους και σε εκείνους οι οποίοι επιθυμούν να δανεισθούν (αποκτήσουν) χρηματικούς πόρους. Οι χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές συναποτελούν έναν μηχανισμό στον οποίο η προσφορά και η ζήτηση χρηματικών κεφαλαίων έρχονται σε επαφή²⁷.

4. Οι λειτουργίες των χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών.

Οι χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές εκτελούν μια σειρά από λειτουργίες που μπορεί να συνοψιστούν στις εξής γενικές δραστηριότητες: α) στην προσέλκυση και διοχέτευση χρηματικών κεφαλαίων β) στον μετασχηματισμό βραχυχρόνιων τοποθετήσεων σε μακροχρόνιες χορηγήσεις και γ) στον μετασχηματισμό και στη μείωση των κινδύνων.

5. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα και οι χρηματοπιστωτικές αγορές.

Όπως ακριβώς στην αγορά ενός αγαθού οι ζητούντες και οι προσφέροντας το αγαθό συναντώνται και διαπραγματεύονται τιμές μέχρι να ξεκαθαρίσει (ισορροπήσει) η αγορά, έτσι και για τα κάθε μορφής χρηματοπιστωτικά μέσα οι χρηματοπιστωτικές αγορές αποτελούν τους χώρους που οι ελλειμματικές και οι πλεονασματικές οικονομικές μονάδες, με καταλύτη την «Πίστη» και με εργαλείο τους χρηματοπιστωτικούς μεσολαβητές ή Οργανισμούς, έρχονται σε επαφή για να αγοράσουν (οι ελλειμματικές) και για να πουλήσουν (οι πλεονασματικές) χρήμα.

Θα ονομάσουμε χρηματοπιστωτικό μέσο κάθε «απαίτηση» που περιλαμβάνεται στον στενό ή ευρύ ορισμό του χρήματος και χρηματοπιστωτικές αγορές θα ονομάσουμε τους οικονομικούς (όχι απαραίτητα και γεωγραφικά καθορισμένους) χώρους στους οποίους: εκδηλώνεται ζήτηση και προσφορά για κάθε μορφής χρηματοπιστωτικά μέσα, γίνεται η διαπραγμάτευσή τους μέσω της ζήτησης και της προσφοράς τους, σχηματίζεται η τιμή τους και πραγματοποιείται η αγοραπωλησία τους. Είναι προφανής η διαφορά των χρηματοπιστωτικών αγορών από τις συνήθεις αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Στις δεύτερες το αγαθό ή η υπηρεσία ανταλλάσσεται με χρήμα, στις πρώτες μια μορφή χρήματος ανταλλάσσεται με μια άλλη μορφή χρήματος.

²⁷ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.71.

Με την σωρευτική χρήση των πιο κάτω κριτηρίων: α) την χρονική διάρκεια των χρηματοπιστωτικών μέσων β) την ευκολία ρευστοποίησής τους και γ) τον βαθμό κινδύνου τον οποίο φέρει ο κάτοχός τους, οι χρηματοπιστωτικές αγορές διακρίνονται -από παράδοση και όχι επειδή είναι σαφώς διακεκριμένες-σε δυο μεγάλες κατηγορίες : στις αγορές χρήματος ή χρηματαγορές και στις αγορές κεφαλαίου ή κεφαλαιαγορές.

a) Οι αγορές χρήματος

Στις αγορές χρήματος οι πλεονασματικές και οι ελλειμματικές οικονομικές μονάδες ικανοποιούν τις θετικές ή αρνητικές ανάγκες ρευστότητάς τους για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα με το να δανείζουν ή να δανείζονται ρευστά διαθέσιμα. Η χρονική διάρκεια των χρηματοπιστωτικών μέσων που χρησιμοποιούνται στις αγορές χρήματος συνήθως κυμαίνεται από τις 24 ώρες έως και ένα χρόνο. Η ρευστοποίησή τους είναι πολύ ευχερής και ο βαθμός κινδύνου τους είναι ιδιαίτερα χαμηλός έως ανύπαρκτος επειδή και η ιδιότητα του εκδότη αλλά και η μικρή χρονική τους διάρκεια εγγυώνται τη βέβαιη αποπληρωμή τους. Μερικά από τα χρηματοπιστωτικά μέσα των αγορών χρήματος είναι:

- Τα ομόλογα του Δημοσίου διάρκειας μέχρι ενός χρόνου,
- Τα έντοκα γραμμάτια Δημοσίου,
- Τα πιστοποιητικά καταθέσεων που εκδίδονται από τις Εμπορικές τράπεζες, συνήθως για μεγάλα ποσά και με διαπραγματεύσιμο επιτόκιο,
- Τα εμπορικά χρεόγραφα, που εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις συνήθως, και με μόνη εγγύηση την καλή οικονομική πορεία του εκδότη.
- Τα γραμμάτια τραπεζικής αποδοχής που εκδίδονται από επιχειρήσεις αλλά φέρουν την οπισθογραφημένη εγγύηση κάποιας τράπεζας.

b) Οι αγορές κεφαλαίου

Οι αγορές κεφαλαίου εξυπηρετούν τις ανάγκες σε επενδυτικά κεφάλαια των οικονομικών μονάδων που μετέχουν σε αυτές. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αγοράζονται και πωλούνται στις αγορές κεφαλαίου αφορούν θετικές ή αρνητικές ανάγκες πιο μακροχρόνιας (άρα και πιο υψηλού ρίσκου) τοποθέτησης χρηματικών πόρων που έχουν προορισμό τη δημιουργία ή την

επέκταση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού υπό ευρεία έννοια. Το κυριότερο χαρακτηριστικό των χρηματοπιστωτικών τίτλων που χρησιμοποιούνται στις αγορές κεφαλαίου είναι ότι τα αξιόγραφα που αγοράζονται και πωλούνται σε αυτές τις αγορές είτε έχουν χρονική διάρκεια αρκετά μεγάλη (δυο, τρία ή πολύ περισσότερα χρόνια) είτε δεν έχουν καν χρονική διάρκεια. Τα κυριότερα χρηματοπιστωτικά μέσα των αγορών κεφαλαίου είναι: οι μετοχές και τα ομόλογα του ιδιωτικού, του δημόσιου και του τραπεζικού τομέα.

ε) Η διάκριση πρωτογενών και δευτερογενών χρηματοπιστωτικών αγορών.

Μια αναλυτικά χρήσιμη διάκριση των χρηματοπιστωτικών αγορών-χρήματος ή κεφαλαίου-είναι η διάκριση ανάμεσα στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά.

Στην πρωτογενή αγορά, το αξιόγραφο ή ο τίτλος που μόλις έχει εκδοθεί από τον έκδοτη του (την ελλειμματική οικονομική μονάδα) διοχετεύεται στον αγοραστή του (την πλεονασματική οικονομική μονάδα) είτε απευθείας από τον έκδοτη είτε μέσω ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού(μιας τράπεζας). Επομένως η πρωτογενής αγορά είναι η αγορά στην οποία γίνονται αγοραπωλησίες πρωτοεκδιδόμενων αξιογράφων.

Στην δευτερογενή αγορά, αξιόγραφα ή τίτλοι που έχουν ήδη εκδοθεί και βρίσκονται ήδη στα χέρια των πρώτων (ή δεύτερων ή τρίτων κ.λ.π.) αγοραστών τους, προσκομίζονται από τους κατόχους τους προκειμένου να ρευστοποιηθούν. Οι κάτοχοί τους είναι οι πωλητές τους και επιδιώκουν την επαφή με υποψήφιους αγοραστές αξιογράφων, οι οποίοι είτε δεν πρόλαβαν να αγοράσουν στην πρωτογενή αγορά είτε προτιμούν να επενδύουν σε μη πρωτοεκδιδόμενα αξιόγραφα.

6. Οι κεντρικές Τράπεζες.

Ένα σημαντικό μέρος των αγορών χρήματος και οι ποικίλες (και συνεχώς αυξανόμενες) δραστηριότητες των χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών στις σύγχρονες κοινωνίες τελούν-αλλού σε μεγαλύτερο και αλλού σε μικρότερο βαθμό- υπό την παρακολούθηση, τον έλεγχο ή και την παρέμβαση της κεντρικής νομισματικής αρχής της πολιτείας και κυρίως της κεντρικής ή εκδοτικής τράπεζας. Από χώρα σε χώρα ποικίλουν οι θεσμοθετημένοι βαθμοί εξάρτησης ή ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας από την εκάστοτε κυβέρνηση.

Στην ευρωπαϊκή ένωση οι χώρες που μετέχουν στη ζώνη του ευρώ έχουν μια και μοναδική κεντρική τράπεζα την European Central Bank, εγκατεστημένη στη Γερμανία στην πόλη Φρανκφούρτη. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης ουσιαστικά είναι παραρτήματα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

7. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδας.

Όλα τα χρηματοπιστωτικά συστήματα του σύγχρονου κόσμου έχουν την ιστορική τους αφετηρία στη δημιουργία και τη δραστηριοποίηση των τραπεζών. Τα νέα χρηματοπιστωτικά μέσα και οι αντίστοιχες χρηματοπιστωτικές αγορές διακινούνται και λειτουργούν μέσα από μια ποικιλία χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών στους οποίους οι τράπεζες αποτελούν μια μόνο-αν και πάντοτε πολύ σημαντική- κατηγορία. Η ανάπτυξη των νέων χρηματοπιστωτικών μέσων παραμερίζει, σταδιακά αλλά σταθερά, το ποσοστό των κλασικών και παραδοσιακών τραπεζικών λειτουργιών στο σύνολο των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων. Μια άλλη τάση των τραπεζών είναι η προσπάθειά τους να δραστηριοποιούνται στους χώρους μη τραπεζικών, χρηματοπιστωτικών προϊόντων με την ίδρυση θυγατρικών εταιρειών ή με τη συμμετοχή τους στο κεφάλαιο και στη διοίκηση μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών μεσολαβητικών εταιρειών όπως οι Εταιρείες Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Leasing, Χρηματιστηριακές κ.λ.π.

Στην εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος σημαντικό ρόλο έπαιξε και παίζει η ύπαρξη οργανωμένων και ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών με κύρια - αλλά όχι μοναδική- έκφρασή τους τα Χρηματιστήρια, τα οποία, συνετέλεσαν και συντελούν στην εξάπλωση εναλλακτικών τρόπων αποταμιεύσεων των πλεονασματικών μονάδων αλλά και στην άντληση δανειακών κεφαλαίων από τις ελλειμματικές μονάδες.

Οι πιο πάνω τάσεις παρατηρούνται και στην εξέλιξη του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μολονότι έχει σημειωθεί απόπειρα μεταλλαγής του σε ένα πραγματικά διευρυμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα, το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα -σε όλη την υπό εξέταση περίοδο- παραμένει κατά βάση ένα τραπεζικό σύστημα. Οι μη τραπεζικοί χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές, αν και τα τελευταία χρόνια αυξάνονται και σε αριθμό και σε κύκλο και όγκο δραστηριοτήτων, παραμένουν ακόμα μικροί αλλά ουσιαστικοί εταίροι των τραπεζών στην προσέλκυση αποταμιεύσεων και

στην διοχέτευση χορηγήσεων. Επίσης η κεφαλαιαγορά, παρά τις σημαντικές εξελίξεις των τελευταίων χρόνων- διατηρεί το ένα και μοναδικό ελληνικό χρηματιστήριο, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο όγκος των αποταμιεύσεων και των δανείων, ο όγκος της υπό ευρεία έννοια «πίστης», εξακολουθεί και διακινείται μέσα από τις εμπορικές τράπεζες. Έτσι μια απόπειρα περιγραφής του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν μπορεί παρά να καταλήξει σε περιγραφή των χαρακτηριστικών λειτουργιών του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

A. Οι Χρηματοπιστωτικοί Μεσολαβητές στην Ελλάδα.

- **Εμπορικές Τράπεζες.** Στην Ελλάδα αποτελούν την πιο σημαντική κατηγορία χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών, αφού συγκεντρώνουν τον μεγαλύτερο όγκο των προς τοποθέτηση κεφαλαίων και παρέχουν τον μεγαλύτερο όγκο των προς δανεισμό κεφαλαίων. Οι μεγάλες όπως Εθνική, Εμπορική, Alpha Bank, Eurobank, οι μικρότερες όπως Γενική, Αττικής, Πειραιώς κ.α. και τα υποκαταστήματα ξένων τραπεζών όπως Citibank, HSBC, Bank of America, κ.α. αποτελούν το πλέγμα του συστήματος των εμπορικών τραπεζών²⁸. Οι εργασίες των Εμπορικών Τραπεζών διακρίνονται σε : Ενεργητικές (χορηγήσεις), Παθητικές (καταθέσεις) και Μεσολαβητικές (αγορά / πώληση συναλλάγματος, μεταφορές κεφαλαίων, εγγυητικές επιστολές κ.λ.π.)
- **Αγροτικές Τράπεζες.** Βασικός στόχος των αγροτικών τραπεζών είναι η χρηματοδότηση και η ανάπτυξη του γεωργικού τομέα. Σχετική τράπεζα στην χώρα μας είναι η Αγροτική και με πρόσφατες αποφάσεις αρμοδίων οργάνων δραστηριοποιείται στη χρηματοδότηση και άλλων κλάδων της οικονομίας²⁹.
- **Τράπεζες επενδύσεων (Investment Banks).** Δραστηριοποιούνται στη χρηματοδότηση μεγάλων επιχειρήσεων μέσω μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων, στη συμμετοχή σε αρχικές δημόσιες εγγραφές με την ιδιότητα του αναδόχου και στη χρηματοδότηση μεγάλων έργων. Τράπεζες επενδύσεων που λειτούργησαν στη χώρα μας είναι: η Ε.Τ.Β.Α. που εξαγοράστηκε από την Τράπεζα Πειραιώς, η Ε.Τ.Ε.Β.Α. και η Τράπεζα

²⁸ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.94.

²⁹ Το 1991 επήλθε η πλήρης εξομοίωση του καθεστώτος λειτουργίας της Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος προς εκείνο των εμπορικών τραπεζών. Χρ. Γκόρτσος, (2000), *Τραπεζικό Περιβάλλον, Τραπεζικό Δίκαιο*, τόμος Γ, εκδόσεις Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα, σελ.224.

Επενδύσεων οι οποίες απορροφήθηκαν από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος³⁰.

- **Κτηματικές Τράπεζες.** Κύρια δραστηριότητα των κτηματικών τραπεζών αποτελεί η χορήγηση στεγαστικών δανείων. Σήμερα στεγαστικά δάνεια χορηγούνται από όλα τα πιστωτικά ιδρύματα. Στεγαστικές τράπεζες που λειτούργησαν στη χώρα μας είναι: η Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος και η Εθνική Στεγαστική Τράπεζα. Και οι δυο έχουν συγχωνευτεί με άλλες τράπεζες³¹.
- **Ναυτιλιακές τράπεζες.** Οι ναυτιλιακές τράπεζες εξειδικεύονται στη χρηματοδότηση της ναυτιλίας, αυτό οφείλεται στο ότι η χρηματοδότηση των ναυτιλιακών εταιρειών απαιτεί μεγάλη εξειδίκευση αφού η νομική τους μορφή διαφέρει σε πολλά σημεία από αυτή των λοιπών εταιρειών³².
- **Ειδικά πιστωτικά ιδρύματα.** Στη χώρα μας λειτουργούν δυο ειδικοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, που καλύπτουν συγκεκριμένες ανάγκες της οικονομίας. Λόγω των μεταβολών στο χρηματοοικονομικό χώρο, γίνεται προσπάθεια μείωσης της συμμετοχής του δημοσίου και μετατροπής των δυο ειδικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε σύγχρονα πιστωτικά ιδρύματα με δυνατότητα προσφοράς του συνόλου των υπηρεσιών και προϊόντων του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος³³.
- **Συνεταιριστικές τράπεζες.** Η ίδρυση, οργάνωση και λειτουργία των τραπεζών αυτών στηρίζονται στις αρχές της συνεταιριστικής επιχείρησης. Προσφέρουν δηλαδή υπηρεσίες στα μέλη τους ανάλογα με τις συνεταιριστικές μερίδες που κατέχουν. Στη χώρα μας οι Συνεταιριστικές Τράπεζες άρχισαν να αναπτύσσονται από την δεκαετία του 1990 και έχουν τη νομική μορφή του Πιστωτικού Συνεταιρισμού Περιορισμένης Ευθύνης. Ενδεικτικά στον Ελληνικό χώρο θα αναφέρουμε την Συνεταιριστική Τράπεζα

³⁰ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.67

³¹ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.68

³² Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.68

³³ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.70-1

Χανίων(1995), τη Παγκρήτια Συνεταιριστική Τράπεζα(1994) και τη Συνεταιριστική Τράπεζα Δράμας (1994).

- **Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων.** Πρόκειται συνήθως για θυγατρικές εταιρείες Εμπορικών Τραπεζών ή Ασφαλιστικών ή άλλων Χρηματοπιστωτικών Επιχειρήσεων, που «παράγουν» και διακινούν στην αγορά μια ποικιλία «Αμοιβαίων Κεφαλαίων». Μόνο οι εγκεκριμένες από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς εταιρείες μπορούν να συγκροτούν και να διαχειρίζονται αμοιβαία κεφάλαια.
- **Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών(Ε.Κ.Ε.Σ.)** είναι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που ιδρύονται με κύριο αντικείμενο εργασιών τη χορήγηση κεφαλαίου σε επιχειρήσεις, μέσω της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων με τη δέσμευση για αποχώρηση, μετά από κάποιο χρονικό διάστημα, μέσω της πώλησης των μετοχών³⁴.
- **Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες και Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών.**

Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) είναι οποιαδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο το οποίο παρέχει κατ' επάγγελμα προς τρίτους μια ή περισσότερες κύριες επενδυτικές υπηρεσίες³⁵.

Οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (Α.Χ.Ε.) δραστηριοποιούνται στην εκτέλεση χρηματιστηριακών εντολών και συναλλαγών για λογαριασμό πελατών τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και παράλληλα στην παροχή συμβουλών στους πελάτες τους.

Οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.) δραστηριοποιούνται στην εκτέλεση χρηματιστηριακών εντολών, και συναλλαγών για λογαριασμό πελατών τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, στην παροχή συμβουλών, στη διαχείριση χαρτοφυλακίων καθώς και στην παροχή οποιαδήποτε κύριας ή παρεπόμενης επενδυτικής υπηρεσίας. Επίσης προσφέρουν υπηρεσίες τόσο στις ΕΠΕΥ όσο και της ΑΧΕ.

³⁴ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.93

³⁵ Νόμος 2396/1996, Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.78-81.

Οι επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών (Ε.Π.Ε.Υ.), οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (Α.Χ.Ε.) και οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.) εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς³⁶.

- **Ασφαλιστικές Εταιρείες.** Στο βαθμό που, με μέρος των εισπράξεών τους από ορισμένα «προϊόντα» τους (όπως ασφάλειες ζωής, σπουδών, υγείας κ.α.), συγκεντρώνουν αποταμιευτικούς πόρους του κοινού και τους διοχετεύουν σε άλλες χρήσεις, και οι Ασφαλιστικές Εταιρείες λειτουργούν ως χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές³⁷. Δεδομένης της δυνατότητας μεγάλων τοποθετήσεων σε χρηματοοικονομικά προϊόντα οι ασφαλιστικές εταιρείες περιλαμβάνονται στους θεσμικούς επενδυτές³⁸.
- **Ταμεία Συντάξεως.** Συμπεριλαμβάνονται στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, αφού με τις τοποθετήσεις των κεφαλαίων τους σε τίτλους που εκδίδουν οι ελλειμματικές οικονομικές μονάδες, προσφέρουν στην οικονομία σημαντικό ύψους χρηματοδότηση. Αντλούν τα κεφάλαιά τους από τις εισφορές των εργαζομένων και εργοδοτών και καταβάλουν συντάξεις στους ασφαλισμένους όταν αυτοί σταματήσουν, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα να εργάζονται³⁹.
- **Εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης.** Κύριο χαρακτηριστικό και παράλληλα βασική διάφορα της από τον τραπεζικό δανεισμό αποτελεί το γεγονός ότι η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης διατηρεί την κυριότητα του εξοπλισμού ή του παγίου, παραχωρώντας στην επιχείρηση ή στον επαγγελματία μόνο τη χρήση του. Η παραχώρηση γίνεται για συγκεκριμένη χρονική περίοδο με καταβολή από τον μισθωτή σε προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα αντί για δόσεις δανείου, μισθώματος⁴⁰.
- **Εταιρείες Πρακτορείας Επιχειρηματικών Απαιτήσεων.** Είναι η επιχείρηση του χρηματοοικονομικού χώρου που προσφέρει υπηρεσίες όπως:

³⁶ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.80-1

³⁷ Ζαχαριάδη- Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, σελ.95.

³⁸ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.108.

³⁹ Σημειώνεται ότι η δυνατότητά τους για τοποθετήσεις σε προϊόντα με υψηλό κίνδυνο ελέγχεται από τις εποπτικές, αφού η σύνταξη αποτελεί αγαθό που δεν είναι δυνατόν να εκτίθεται σε κίνδυνο., Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.109.

⁴⁰ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.90.

χρηματοδότηση με προεξόφληση εκχωρημένων απαιτήσεων, η είσπραξη των εκχωρημένων απαιτήσεων, η διαχείριση και λογιστική παρακολούθηση των απαιτήσεων των πελατών, η αξιολόγηση της φερεγγυότητας των αγοραστών των εμπορευμάτων, η κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου και η παροχή συμβουλών Marketing για νέες αγορές και νέους πελάτες⁴¹.

- **Εταιρείες forfaiting**⁴². Είναι η επιχείρηση του χρηματοοικονομικού χώρου που έχει σαν κύριο σκοπό την παροχή υπηρεσιών προεξόφλησης μακροπρόθεσμων απαιτήσεων, διάρκειας από έξι μήνες έως και δέκα ή και περισσότερα έτη, που δημιουργούνται στο εξωτερικό εμπόριο και ιδιαίτερα στις εισαγωγές μηχανολογικού εξοπλισμού που εξοφλείται με προθεσμιακό διακανονισμό⁴³.

B. Η Τράπεζα της Ελλάδος.

Σε κάθε χώρα, με στοιχειωδώς ανεπτυγμένη οικονομία, λειτουργεί μια Κεντρική ή Εκδοτική Τράπεζα, κυριότερη αποστολή της οποίας είναι η στήριξη της οικονομικής σταθερότητας και της ανάπτυξης με την άσκηση της νομισματικής, της πιστωτικής και της συναλλαγματικής πολιτικής. Στη χώρα μας η κεντρική τράπεζα είναι η Τράπεζα της Ελλάδος η οποία ιδρύθηκε το 1927 και λειτούργησε το 1928. Με τη σημερινή της μορφή λειτουργεί από το 1938. Η ίδρυσή της είναι αποτέλεσμα συνεργασίας της ελληνικής κυβέρνησης και της Κοινωνίας των Εθνών. Σύμφωνα με το αρχικό Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος «κύριον καθήκον της Τραπεζής είναι η εξασφάλις της σταθερότητός της εις χρυσόν αξίας των γραμματίων αυτής. Προς τον σκοπόν τούτον θα ρυθμίξη, εντός των ορίων του Καταστατικού αυτής, την κυκλοφορίαν και την πίστιν εν Ελλάδι»⁴⁴.

Η Τράπεζα της Ελλάδος από την 1^η Ιανουαρίου 2001 είναι ενταγμένη στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και λειτουργεί βάσει των αξόνων πολιτικής και των οδηγιών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής

⁴¹ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.91.

⁴² Η λέξη προέρχεται από τη γαλλική λέξη «a forfait» που σημαίνει «κατ' αποκοπήν». Δεν υπάρχει αποδεκτή απόδοση στα Ελληνικά του όρου «forfaiting» μέχρι σήμερα. Δημήτριος Βασιλείου, Νικόλαος Ηρειώτης, (2008), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία και Πρακτική*, εκδ. Rosili, 1^η Έκδοση, Αθήνα, σελ.520.

⁴³ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.93.

⁴⁴ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.118.

Τράπεζας(ΕΚΤ). Παράλληλα, ως μέλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, συμμετέχει στην άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως αυτές διαμορφώνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Με το νέο θεσμικό πλαίσιο τέθηκαν οι κανόνες και οι αρχές της αυτόνομης λειτουργίας και της ανεξαρτησίας της Τράπεζας της Ελλάδος, με το ρόλο του κράτους να περιορίζεται στην άσκηση ελέγχου κυρίως μέσω της Βουλής⁴⁵. Επίσης ορίσθηκε ότι με την εισαγωγή του ευρώ ως εγχώριο νόμισμα, η Τράπεζα της Ελλάδος λειτουργεί ως αναπόσπαστο μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών⁴⁶.

Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, πρωταρχικός σκοπός των κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και κατά συνέπεια και της Τράπεζας της Ελλάδος, είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών⁴⁷.

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής επιτυγχάνεται με τον έλεγχο της ρευστότητας της οικονομίας με τη χρήση των μέσων της νομισματικής πολιτικής και κυρίως με την πολιτική της ανοιχτής αγοράς⁴⁸, με τη μεταβολή των επίσημων επιτοκίων (προεξοφλητικά επιτόκια κ.λ.π.) και με τη μεταβολή του ποσοστού τήρησης ελάχιστων αποθεματικών από τις τράπεζες, τα οποία οδηγούν στη μεταβολή της προσφοράς χρήματος και στον έλεγχο της νομισματικής κυκλοφορίας⁴⁹.

Ο προληπτικός έλεγχος των πιστωτικών ιδρυμάτων επιτυγχάνεται με την παρακολούθηση των δεικτών φερεγγυότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας

⁴⁵ «Ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος καλούμενος εμφανίζεται ενώπιον αρμόδιας επιτροπής της Βουλής προκειμένου να ενημερώσει επί θεμάτων αρμοδιότητας της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τον ίδιο λόγο ο Διοικητής μπορεί και ζητεί από τον Πρόεδρο της Βουλής να κληθεί για να εμφανιστεί ενώπιον της επιτροπής». Καταστατικό Τράπεζας της Ελλάδος, έκδοση Θ', Αθήνα 2000, Άρθρο 5B, σελ.12.

⁴⁶ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.119-120.

⁴⁷ Καταστατικό Τράπεζας της Ελλάδος, έκδοση Θ', Αθήνα 2000, Άρθρο 4, σελ.11.

⁴⁸ Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς (Open Market Operations) που διενεργεί η Τράπεζα της Ελλάδος με τα πιστωτικά ιδρύματα είναι οι ακόλουθες πέντε: αντιστρεπτικές πράξεις, οριστικής αγοράς ή πώλησης τίτλων, έκδοση πιστοποιητικών χρέους της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων, αποδοχή καταθέσεων. Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.131.

⁴⁹ Παναγιώτης Αλεξιάκης, (1999), *Τραπεζικό Περιβάλλον, Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα*, εκδ. Ε.Α.Π., Πάτρα, σελ.71-89.

αυτών⁵⁰. Οι άμεσες διοικητικές παρεμβάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος έχουν περιοριστεί ή έχουν καταργηθεί τόσο στον καθορισμό των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων όσο και στους περιορισμούς των χρηματοδοτήσεων⁵¹.

Από τις σημαντικότερες λειτουργίες της Τράπεζας της Ελλάδος είναι η εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων⁵². Με την εποπτεία επιδιώκεται η διαφάνεια των λειτουργιών (υπηρεσιών, διαδικασιών, προϊόντων), η ισχυροποίηση και σταθερή πορεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι κύριοι άξονες της εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν βάση σχετικές οδηγίες. Στην Ελλάδα οι οδηγίες εξειδικεύονται με σχετικές πράξεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος⁵³.

⁵⁰ Παναγιώτης Αλεξιάκης, (1999), Τραπεζικό Περιβάλλον, *Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα*, εκδ. Ε.Α.Π., Πάτρα, σελ.71-89.

⁵¹ Σύμφωνα με την Π.Δ.Τ.Ε. 2461/2000 για τα εγκαταστημένα στην Ελλάδα υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων με έδρα σε χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης το μέρος της κεφαλαιακής επάρκειας και του δείκτη φερεγγυότητας που προκύπτει από τους αρμόδιους κινδύνους αγοράς μπορεί να υπολογίζεται βάσει των διατάξεων της Σύμβασης της Βασιλείας., Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.123.

⁵² Η δραστηριότητα αυτή προκύπτει από το καταστατικό της και θεσμοθετείται με το Ν.2076/92. Καταστατικό Τράπεζας της Ελλάδος, έκδοση Θ', Αθήνα 2000, Άρθρο 55, παράγραφος 5, σελ.33.

⁵³ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι*, εκδ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα, σελ.122.

Κεφάλαιο 4

Η Ζήτηση χρήματος.

1. Η Έννοια και τα Κίνητρα της Ζήτησης Χρήματος.

Ο όρος «ζήτηση χρήματος» εκφράζει την επιθυμία των οικονομικών μονάδων να διακρατούν «ρευστά διαθέσιμα». Είναι αυτονόητο ότι η εκάστοτε «προσφορά χρήματος», βρίσκεται στη διάθεση και στα χαρτοφυλάκια των οικονομικών μονάδων. Δεν νοείται και δεν υπάρχει «αζήτητο» και «αδιάθετο» χρήμα, οπότε η ζήτηση χρήματος είναι πάντοτε ίση με την προσφορά χρήματος. Επομένως δεν υπάρχει «αγορά χρήματος», αφού η «ζήτηση» και η «προσφορά» χρήματος, είναι εκ ταυτότητας ίσες. Αντί λοιπόν να χρησιμοποιούμε τους όρους «ζήτηση» και «προσφορά» χρήματος, είναι προτιμότερο να εξετάζουμε την «ποσότητα» του χρήματος που υπάρχει στην οικονομία και τις συνέπειες που έχει οποιαδήποτε μεταβολή της στις διάφορες μεταβλητές του οικονομικού συστήματος. Αυτή τη λογική ακολουθεί και εκφράζει η παραδοσιακή «ποσοτική θεωρία του χρήματος», συνδέοντας την εκάστοτε υπάρχουσα ποσότητα χρήματος, πολλαπλασιασμένη επί την «ταχύτητα κυκλοφορίας» του χρήματος, με την αξία των πάσης φύσεως συναλλαγών που επιτρέπει να διεκπεραιώνονται⁵⁴.

Υπάρχουν όμως ουσιώδεις λόγοι για τους οποίους ο όρος «ζήτηση χρήματος» έχει εννοιολογική αυτοτέλεια. Η οικονομική θεωρία δεν αρνείται το γεγονός ότι η ζήτηση χρήματος είναι πάντοτε ίση με την εκάστοτε προσφορά χρήματος, ωστόσο εξετάζει τις προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες επέρχεται αυτή η εξίσωση «ζήτησης» και «προσφοράς». Η διερεύνηση αυτών των προϋποθέσεων μας οδηγεί στη διατύπωση θεωριών για τη «ζήτηση χρήματος» με σκοπό να εντοπιστούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες του ύψους των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων.

Στη «Γενική Θεωρία» ο John Maynard Keynes διακρίνει τρία κίνητρα: το «κίνητρο των συναλλαγών», δηλαδή την ανάγκη μετρητών για τις τρέχουσες συναλλαγές των ατόμων και των επιχειρήσεων, το «κίνητρο της πρόνοιας» ή «προφύλαξης», δηλαδή την επιθυμία για ασφάλεια ως προς τη μελλοντική ανάγκη μετρητών ανάλογα με το σύνολο των πόρων των οικονομικών μονάδων και το «κίνητρο της κερδοσκοπίας», δηλαδή του στόχου της

⁵⁴ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.178.

πραγματοποίησης κέρδους από τη γνώση ή την πρόβλεψη μελλοντικών εξελίξεων καλύτερα από τον μέσο όρο της αγοράς. Με βάση αυτά τα «κίνητρα» ο Keynes προσδιόρισε το ύψος των ρευστών διαθεσίμων που επιθυμούν να διακρατούν οι οικονομικές μονάδες, και προσέγγισε τους βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες της ζήτησης χρήματος που αντιστοιχούν στο καθένα από τα πιο πάνω κίνητρα. Η ζήτηση χρήματος δηλαδή η «ζητούμενη ποσότητα» χρήματος που αντιστοιχεί στα κίνητρα των συναλλαγών και της πρόνοιας, εξαρτάται κυρίως από το ύψος του εθνικού εισοδήματος, εφόσον αυτό καθορίζει τον όγκο των τρεχουσών και προβλεπόμενων συναλλαγών σε σχέση με τα συναλλακτικά ήθη και έθιμα που επικρατούν σχετικά με τις συχνότητες εισπράξεων και πληρωμών και στους μεταξύ τους ετεροχρονισμούς. Η ζήτηση χρήματος για «κερδοσκοπικούς» σκοπούς εξαρτάται από τις προσδοκίες των κερδοσκόπων που «παίζουν» στο χρηματιστήριο και αφορούν τις μελλοντικές τιμές των ομολογιών και άλλων τίτλων. Δεδομένου ότι οι τιμές των ομολογιών είναι αντίρροπες με το επιτόκιο, η ζήτηση χρήματος για κερδοσκοπία εξαρτάται από το ύψος του επιτοκίου (ειδικότερα από τη σχέση ανάμεσα στο τρέχον και το προβλεπόμενο ύψος επιτοκίου)⁵⁵.

Τα όρια της ζήτησης του χρήματος δεν είναι δεδομένα, συνεπώς και η θεωρία της ζήτησης χρήματος δεν αποσκοπεί μόνο στον ποσοτικό προσδιορισμό της, αλλά κυρίως στο να εξηγήσει πως και γιατί το χρήμα (τα ρευστά διαθέσιμα) μπορεί να παίζει μικρό ή μεγάλο ρόλο στην ικανοποίηση των διάφορων συναλλακτικών και επενδυτικών αναγκών των οικονομικών μονάδων, ως ένα από τα διάφορα εναλλακτικά στοιχεία (assets) που μπορούν και αυτά να παίζουν τον ίδιο ρόλο.

Η ιδιαιτερότητα του χρήματος και συνεπώς ο ρόλος του σε ένα γενικευμένο πλαίσιο θα εντοπιστεί μέσα από την παραδοσιακή «τριάδα των λειτουργιών» του. Η λειτουργία του «μέτρου υπολογισμού αξιών και τιμών» είναι η πιο αυτονόητη αλλά η θεωρικά λιγότερο σημαντική. Στην οικονομική θεωρία το ρόλο αυτό δεν απαιτείται καν να τον παίζει το χρήμα, αλλά ένα οποιοδήποτε αγαθό που είναι ή συμφωνείται να θεωρείται «κοινός παρονομαστής» (numeraire) όλων των αγαθών μεταξύ τους. Στην πράξη οι περισσότερες

⁵⁵ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.180.

κοινωνίες έχουν χρησιμοποιήσει το «επίσημο χρήμα» (legal tender) ως numeraire, ενώ συχνά έχουμε δει ισχυρότερα ξένα «χρήματα» να παίζουν το ρόλο του «μέτρου αξιών»⁵⁶.

Παρόμοια ισχύουν και για την τρίτη λειτουργία του χρήματος ως «μέτρου διαφύλαξης αγοραστικής δύναμης και πλούτου». Εδώ το χρήμα έχει πολλούς και ισχυρούς ανταγωνιστές, από τους χρηματοπιστωτικούς τίτλους (financial assets), μέχρι τα κεφαλαιουχικά περιουσιακά στοιχεία (real assets). Επομένως, οι επιλογές χαρτοφυλακίου των οικονομικών μονάδων δίνουν επουσιώδη ρόλο στα ρευστά διαθέσιμα τα οποία αντιπροσωπεύουν «σιγουριά» και «ετοιμότητα» αλλά αποκλείουν την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών (capital gains)⁵⁷.

Άρα, ο κρίσιμος ρόλος που μπορεί το χρήμα να παίζει εστιάζεται στην τρίτη θεμελιώδη και πλέον χαρακτηριστική λειτουργία του ως «γενικά αποδεκτού μέσου πληρωμών και συναλλαγών». Το χρήμα έχει μια καθοριστική ιδιότητα, την οποία αποκαλούμε «ρευστότητα» (liquidity). Η έννοια της ρευστότητας είναι σχετική και όχι απόλυτη και περικλείεται σε διάφορα αγαθά και στοιχεία τα οποία εκπληρώνουν σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό όλες ή κάποιες από τις λειτουργίες του χρήματος, ανάλογα με το «βαθμό ρευστότητάς» τους. Δηλαδή, ανάλογα με την ευκολία και την ταχύτητα με την οποία μπορεί κάθε αγαθό ή στοιχείο να μετατραπεί σε μέσο πληρωμών, χωρίς ζημιά ή απώλεια της ονομαστικής του αξίας. Υπάρχει λοιπόν ένα φάσμα αγαθών και στοιχείων ταξινομημένων ανάλογα με το βαθμό ρευστότητάς τους, όπου βέβαια στη μια άκρη του φάσματος έχουμε το χρήμα, το οποίο έχει τον υψηλότερο βαθμό ρευστότητας αφού το ίδιο είναι το μέσο πληρωμών. Η ταύτιση του χρήματος με το μέσο πληρωμών ανάγεται στην πρωταρχικότητα αυτής της λειτουργίας του και με αυτή την έννοια, αποτελεί την ειδοποιό διαφορά ανάμεσα στο χρήμα και τα οιονεί υποκατάστατά του, αλλά και τη βάση ερμηνείας του ιδιαίτερου ρόλου του χρήματος στην οικονομία. Ως πιο στενά υποκατάστατα του χρήματος θεωρούμε εκείνα τα αγαθά ή στοιχεία τα οποία μπορούν σχετικά εύκολα να μετατραπούν σε μέσο πληρωμών (δηλαδή σε χρήμα) όπως

⁵⁶ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.182.

⁵⁷ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.183.

είναι οι απλές καταθέσεις ταμειωτηρίου. Μετά ακολουθούν οι προθεσμιακές καταθέσεις, ορισμένες ομολογίες, μετοχές εταιρειών, ακίνητα, κ.λ.π.⁵⁸.

2. Η Συναλλακτική Ζήτηση Χρήματος I.

Η «εξίσωση των συναλλαγών», όπως διατυπώθηκε από τον Irving Fisher αποτελεί την απλούστερη έκφραση του ρόλου του χρήματος ως «μέσου πληρωμών» και μας οδηγεί στην επίσης απλούστερη μορφή της «ζήτησης χρήματος» για συναλλακτικούς σκοπούς στη μετεξέλιξη της ως «εξίσωση του Cambridge»⁵⁹. Στη νεοκλασική θεωρία μόνο αυτή η ζήτηση χρήματος υπήρχε εφόσον θεωρείτο ότι το χρήμα χρησιμεύει μόνο για τις συναλλαγές και ο προορισμός του είναι να δαπανάται και όχι να διακρατείται. Η όποια διακράτηση χρήματος, οφείλεται σε καθαρά τεχνικούς λόγους, που αναγκάζουν τις οικονομικές μονάδες να διατηρούν διαθέσιμη ρευστότητα, για συναλλακτικούς σκοπούς. Το ύψος της διαθέσιμης ρευστότητας εξαρτάται από δυο παράγοντες: το ύψος του εισοδήματος, από το οποίο έμμεσα προκύπτει και το ύψος των συναλλαγών, και την «ταχύτητα κυκλοφορίας» του χρήματος⁶⁰.

Μόνο σε ένα θεωρητικό σύστημα συναλλαγών οι διάφορες συναλλαγές που αφορούν αγορές και πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών με την μεσολάβηση του χρήματος (πουλάω = εισπράττω και αγοράζω = πληρώνω), γίνονται ταυτόχρονα. Ο πλήρης-τέλειος συγχρονισμός όλων των πληρωμών και των εισπράξεων σε μια οικονομία, θα μας οδηγούσε στο φαινόμενο της μηδενικής διακράτησης ρευστών διαθέσιμων. Επειδή όμως τέτοιος τέλειος συγχρονισμός εισπράξεων και πληρωμών δεν υπάρχει, και συνεπώς η βασική αιτία για την οποία υπάρχει ζήτηση χρήματος για συναλλακτικούς σκοπούς (ως επιθυμητή διακράτηση ρευστών διαθέσιμων), είναι το φαινόμενο του ετεροχρονισμού των εισπράξεων με τις πληρωμές. Οποιαδήποτε λοιπόν αλλαγή στο σύστημα ετεροχρονισμού των εισπράξεων και των πληρωμών θα προκαλέσει ανάλογες μεταβολές και στην ταχύτητα κυκλοφορίας και στο μέσο ύψος των ρευστών

⁵⁸ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.184-5.

⁵⁹ Εάν ορίσουμε M την ποσότητα κυκλοφορίας του χρήματος που υπάρχει στην οικονομία, V την συναλλακτική ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος, P τον δείκτη γενικού επιπέδου τιμών και T τον όγκο των συναλλαγών, τότε ισχύει η σχέση: $M \cdot V = P \cdot T$. Το αριστερό σκέλος της εξίσωσης εκφράζει την αξία των συνολικών αγορών και το δεξιό σκέλος την αξία των συνολικών πωλήσεων. Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.185.

⁶⁰ Η συναλλακτική ταχύτητα κυκλοφορίας εκφράζει το πόσες φορές αλλάζει χέρια κατά μέσο όρο και σε μια βασική χρονική περίοδο αναφοράς (π.χ. έτος) κάθε «μονάδα χρήματος». Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.185.

διαθεσίμων, δηλαδή στη ζήτηση χρήματος για συναλλακτικούς σκοπούς. Επίσης, είναι σαφές ότι με δεδομένη την ταχύτητα κυκλοφορίας, κάθε μεταβολή στη συνολική αξία των συναλλαγών και του εισοδήματος θα επηρεάσει τη ζήτηση χρήματος για συναλλακτικούς σκοπούς.

3. Η Συναλλακτική Ζήτηση Χρήματος II.

Θα εξετάσουμε το πρόβλημα της ζήτησης του χρήματος για συναλλακτικούς σκοπούς σε σχέση με τη δυνατότητα που έχουν οι οικονομικές μονάδες να εκμεταλλευτούν προς όφελός τους τις ταμειακές ροές (cash flows) που αφορούν στις εισπράξεις και στις εκταμιεύσεις μετρητών. Δεδομένου ότι οι εισπράξεις αυτές είναι ετεροχρονισμένες, ερευνάται κατά πόσο μπορεί κάποιος να «ρυθμίσει» αυτό τον ετεροχρονισμό, και να τον εκμεταλλευθεί καταθέτοντας τα χρήματά του σε έναν έντοκο τραπεζικό λογαριασμό⁶¹. Δεδομένου ότι η διακράτηση ρευστών διαθεσίμων, όπως και η διατήρηση αποθεμάτων σε μια παραγωγική επιχείρηση, έχει ένα «κόστος», οι οικονομικές μονάδες προσπαθούν να «εξοικονομήσουν» τα ρευστά διαθέσιμά τους (economizing on cash), μεγιστοποιώντας τα ποσά που μπορούν να διατηρηθούν σε άλλες επικερδείς τοποθετήσεις και συνεπώς ελαχιστοποιώντας τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων. Η ζήτηση χρήματος για συναλλακτικούς σκοπούς, εξεταζόμενη ως «διαχείριση αποθεμάτων» μέσω του επιτοκίου, το οποίο εκφράζει το «κόστος ευκαιρίας» όχι μόνο των μετρητών αλλά και όλων των εναλλακτικών τοποθετήσεων, εισάγει στην ανάλυση της ζήτησης του χρήματος την έννοια της «διαχείρισης», δηλαδή των αποφάσεων βάσει της «αριστοποιητικής αρχής» και όχι μηχανιστικά. Επιπλέον, καταλήγοντας σε μια «μεταβλητή» ταχύτητα κυκλοφορίας, απομακρυνόμαστε από την παραδοσιακή ποσοτική θεωρία του χρήματος και προσεγγίζουμε την κενσιανή θεώρηση της ζήτησης του χρήματος ως «προτίμησης ρευστότητας», όπου η έννοια της ταχύτητας κυκλοφορίας είναι περιττή για τη διερεύνηση των σχέσεων μεταξύ της ποσότητας του χρήματος και του ύψους των συναλλαγών και του εισοδήματος⁶².

4. Η Κερδοσκοπική Ζήτηση Χρήματος.

Το πιο χαρακτηριστικό και πρωτότυπο τμήμα της θεωρίας του Keynes για την «προτίμηση ρευστότητας» αφορούσε τη ζήτηση χρήματος για

⁶¹ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.196.

⁶² Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.198.

κερδοσκοπικούς σκοπούς. Τα ρευστά διαθέσιμα δεν είναι απαραίτητα όπως σε οποιαδήποτε άλλη συναλλαγή, εκτός εάν και όταν κρίνεται απαραίτητο να διακρατούνται προκειμένου ο «κερδοσκόπος»⁶³ να επωφεληθεί από τις ευκαιρίες που ο ίδιος πιστεύει ότι θα προκύψουν και τις οποίες δεν θα ήθελε να αφήσει ανεκμετάλλευτες εξαιτίας της έλλειψης μετρητών. Ανάλογα με τις προσδοκίες του, ο κερδοσκόπος επιλέγει μεταξύ μετρητών και ομολογιών, με στόχο τη μεγιστοποίηση του κέρδους του. Επίσης, αποβλέπει στην πραγματοποίηση κέρδους από την πώληση των ομολογιών σε τιμή ανώτερη της τιμής αγοράς τους, συνεπώς η στρατηγική του εμφανίζεται ως εξής: Εάν προσδοκά ότι το επιτόκιο θα αυξηθεί, σημαίνει ότι προσδοκά να πέσει η τιμή των ομολογιών, άρα θα αποφασίσει να πουλήσει τις ομολογίες του και να κρατήσει τα μετρητά προσδοκώντας άνοδο του επιτοκίου, δηλαδή μείωση της τιμής των ομολογιών ώστε να αγοράσει τότε ομολογίες σε χαμηλότερη τιμή. Το αντίθετο είναι προφανές επίσης. Συνεπώς υπάρχει ένα κρίσιμο ύψος επιτοκίου, δηλαδή ένα κρίσιμο ύψος ονομαστικής απόδοσης, στο οποίο ο επενδυτής θα είναι αδιάφορος μεταξύ μετρητών και ομολογιών. Με δεδομένη όμως την προσδοκία του κερδοσκόπου-επενδυτή, εάν το τρέχον ονομαστικό επιτόκιο των ομολογιών είναι ανώτερο του «κρίσιμου» επιτοκίου, τότε ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο θα αποτελείται από ομολογίες. Στην αντίθετη περίπτωση ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο θα αποτελείται από μετρητά. Ανάλογα με τις προσδοκίες του ο κάθε επενδυτής έχει ουσιαστικά καθορίσει ένα «κρίσιμο επιτόκιο» το οποίο συγκρίνει με το εκάστοτε ισχύον ονομαστικό επιτόκιο της αγοράς ομολογιών και είναι εύλογο ότι οι επενδυτές έχουν διαφορετικές προσδοκίες για τις μελλοντικές τιμές των μετοχών. Η έννοια της κερδοσκοπίας είναι συνυφασμένη με την ύπαρξη διαφορετικών προσδοκιών μεταξύ των κερδοσκόπων-επενδυτών, και αυτό μας οδηγεί σε «ομαλότερη» συνολική καμπύλη ζήτησης χρήματος για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις που ενδέχεται να συμπίπτουν οι προσδοκίες όλων ή των περισσότερων κερδοσκόπων και αυτό ισχύει σε «ακραίες» τιμές του επιτοκίου. Όταν, για παράδειγμα, τα αγοραία επιτόκια βρίσκονται σε

⁶³ Στη θεωρία του Keynes, ο «κερδοσκόπος» είναι ένα άτομο που «παίζει» στο χρηματιστήριο αγοράζοντας και πουλώντας «ομολογίες»(οι ομολογίες χρησιμοποιούνται ως τίτλος που αντιπροσωπεύει όλους τους τίτλους που είναι διαπραγματεύσιμοι σε ένα χρηματιστήριο άξιών). Παναγιώτης Γ. Κορλιράς, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.199.

εξαιρετικά υψηλά επίπεδα (π.χ. λόγω έκτακτων συνθηκών που αναγκάζουν το Δημόσιο να εκδίδει ομολογίες σε πολύ χαμηλές τιμές ή με πολύ υψηλές ονομαστικές αποδόσεις), είναι εύλογο να υποθέσουμε ότι όλοι ή οι περισσότεροι κερδοσκόποι προσδοκώντας ότι αυτά τα πολύ υψηλά επιτόκια θα επανέλθουν σε πιο «κανονικά» επίπεδα, θα αγοράζουν ομολογίες και η συνολική ζήτηση χρήματος θα τείνει να μηδενιστεί. Ανάλογα θα συμπεριφερθούν και στην αντίθετη περίπτωση. Άρα, μπορούμε να υποθέσουμε ότι, λόγω της σύγκλισης των προσδοκιών σε «ακραίες» τιμές του επιτοκίου, η καμπύλη συνολικής ζήτησης χρήματος σε υψηλά επιτόκια θα έχει μηδενική ελαστικότητα ως προς το επιτόκιο και στα χαμηλά επιτόκια θα γίνεται απείρως ελαστική ως προς το επιτόκιο, οπότε θα απορροφά το σύνολο των χαρτοφυλακίων που διατίθενται για τέτοιες κερδοσκοπικές αγοραπωλησίες ομολογιών.

Επίσης, η συνολική ζήτηση χρήματος για κερδοσκοπικούς σκοπούς εξαρτάται και από το μέγεθος των χαρτοφυλακίων, επομένως και από το ύψος του εισοδήματος το οποίο επηρεάζει το ποσό των χρηματικών κεφαλαίων που διατίθενται στην κερδοσκοπική δραστηριότητα. Είναι προφανές ότι μια αύξηση του εθνικού εισοδήματος θα επηρεάσει αυξητικά τη συνολική ζήτηση χρήματος, όχι μόνο για συναλλακτικούς αλλά και για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Άρα, το μέγεθος των κερδοσκοπικών χαρτοφυλακίων εξαρτάται θετικά από το ύψος του εθνικού εισοδήματος.

Είτε για καθαρή κερδοσκοπία, είτε όχι η παρουσία του χρήματος στα χαρτοφυλάκια των ιδιωτών (και των θεσμικών επενδυτών) μας καταδεικνύει ότι υπάρχει ζήτηση χρήματος για «επενδυτικούς σκοπούς» ανεξάρτητη από την συναλλακτική ζήτηση χρήματος. Κάποια ρευστότητα διακρατείται, πέρα από τις συναλλακτικές ανάγκες, και οι αποφάσεις για αυτή τη διακράτηση αφορούν σε επενδυτικές-διαχειριστικές αποφάσεις (π.χ. περίπτωση κερδοσκόπου).

5. Ζήτηση Χρήματος και Επιτόκιο.

Επειδή η ζητούμενη ποσότητα χρήματος θα πρέπει πάντοτε να ισούται με την υπάρχουσα (προσφερόμενη) ποσότητα χρήματος, και αφού το επιτόκιο είναι η μεταβλητή εκείνη που καθορίζει την ζητούμενη ποσότητα χρήματος (σε δεδομένο ύψος εισοδήματος) είναι σαφές ότι το σημείο τομής της καμπύλης ζήτησης χρήματος με τη γραμμή της δεδομένης προσφοράς χρήματος θα

καθορίζει το «επιτόκιο ισορροπίας»⁶⁴ στην αγορά χρήματος. Σε αυτή λοιπόν τη «νομισματική» θεωρία περί επιτοκίου, το οποίο καθορίζεται από τη σχέση προσφοράς και ζήτησης χρήματος, θα πρέπει να επισημάνουμε τους εξής προορισμούς:

A) εάν οι μεταβολές στην προσφορά χρήματος επέρχονται σε ύψος επιτοκίου που αντιστοιχεί στο τμήμα της καμπύλης ζήτησης χρήματος που είναι απείρως ελαστικό (οριζόντιο), τότε το επιτόκιο δεν μπορεί να μεταβληθεί. Σε ένα τέτοιο χαμηλό ύψος επιτοκίου οι προσδοκίες όλων των κερδοσκόπων-επενδυτών συγκλίνουν, με αποτέλεσμα κάθε αύξηση της προσφοράς χρήματος να απορροφάται στα ιδιωτικά χαρτοφυλάκια, αφού όλοι προσδοκούν ότι οι τιμές των ομολογιών πρόκειται να μειωθούν. Σε αυτή την περίπτωση η νομισματική πολιτική εγκλωβίζεται σε μια «παγίδα», την «παγίδα ρευστότητας» (liquidity trap) του Keynes: όταν όλοι οι παίκτες στην αγορά χρήματος έχουν τις ίδιες προσδοκίες, η νομισματική πολιτική καθίσταται εντελώς ανίσχυρη, ανίκανη να επηρεάσει την οικονομική δραστηριότητα μέσω του επιτοκίου⁶⁵.

B) ο δεύτερος περιορισμός αφορά την υπόθεση ότι η αγορά χρήματος λειτουργεί με ένα δεδομένο ύψος εθνικού εισοδήματος. Είναι όμως γνωστό ότι οι μεταβολές στο επιτόκιο επηρεάζουν μερικά στοιχεία δαπάνης (π.χ. επενδύσεις), με αποτέλεσμα οι όποιες μεταβολές του επιτοκίου να προκαλούν μεταβολές στο ύψος του εισοδήματος. Επομένως η νομισματική θεωρία περί επιτοκίου αποτελεί μια «μερική ανάλυση»⁶⁶.

⁶⁴ Το «επιτόκιο ισορροπίας» στην αγορά χρήματος, σημαίνει ότι σε αυτό το ύψος επιτοκίου θα «ζητείται» τόσο χρήμα όσο «υπάρχει». Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.210.

⁶⁵ Κάτι αντίστοιχο συμβαίνει και στην περίπτωση των «ορθολογικών προσδοκιών», όπου πάλι η ταύτιση (και η «ορθότητα») των προσδοκιών της αγοράς εξουδετερώνει κάθε προσπάθεια επηρεασμού της οικονομίας μέσω της άσκησης οικονομικής πολιτικής. Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.211.

⁶⁶ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.212.

Κεφάλαιο 5

Χρήμα και οικονομική Δραστηριότητα.

1. Χρήμα και Ονομαστικό Εισόδημα

Η διερεύνηση του ρόλου του χρήματος ως προσδιοριστικού παράγοντα της οικονομικής δραστηριότητας έχει άμεση σχέση με την εξέταση των συγκεκριμένων τρόπων με τους οποίους οι μεταβολές σε κάποιο «νομισματικό μέγεθος» διαχέονται και επηρεάζουν το σύνολο της οικονομίας. Επίσης, θα εξετασθούν και οι επιδράσεις που αυτή η μεταβολή του νομισματικού μεγέθους θα προκαλέσει στους δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας. Αναφέροντας «νομισματικό μέγεθος» εννοούμε την «προσφορά χρήματος», δηλαδή το σύνολο των ρευστών διαθεσίμων και ρευστών περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας. Ως δείκτη οικονομικής δραστηριότητας χρησιμοποιούμε το ύψος του ονομαστικού εθνικού εισοδήματος(Y), αναγνωρίζοντας ότι αποτελείται από το γινόμενο του «γενικού επιπέδου τιμών»(P) και του «πραγματικού εθνικού εισοδήματος ή προϊόντος»(y), $Y = P * y$ ⁶⁷.

Πάντοτε οι μεταβολές της προσφοράς χρήματος προκαλούνται από ενέργειες που αφορούν, σε πρώτο στάδιο, μόνο τον χρηματοπιστωτικό τομέα και, στη συνέχεια, μέσω των μεταβολών στα επιτόκια που προκαλούνται από τις συνεπακόλουθες ανακατατάξεις των ιδιωτικών χαρτοφυλακίων, επηρεάζουν τις άλλες αγορές και τους υπόλοιπους τομείς δραστηριότητας. Εάν, μια αύξηση της προσφοράς χρήματος απορροφηθεί εύκολα στα ιδιωτικά χαρτοφυλάκια(δηλαδή χωρίς σημαντική μείωση των επιτοκίων), τότε η γενικότερη επίδρασή της στην οικονομική δραστηριότητα θα είναι περιορισμένη. Εάν, αντίθετα, προκαλέσει σημαντικές αλλαγές στο ύψος των επιτοκίων, τότε η επίδρασή της θα είναι μεγαλύτερη και ανάλογα με την ελαστικότητα άλλων κατηγοριών δαπανών (π.χ. επενδυτικές δαπάνες) με το επιτόκιο. Στην περίπτωση όμως που οι μεταβολές της προσφοράς χρήματος συνδυάζονται και με άλλα μέτρα οικονομικής πολιτικής (δημοσιονομική πολιτική)που επηρεάζουν άμεσα τη συνολική δαπάνη, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί το καθαρό αποτέλεσμα της νομισματικής πολιτικής.

⁶⁷ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.265.

Είναι προφανές, ότι τόσο η συσταλτική επίδραση μια μείωσης της προσφοράς χρήματος όσο και η επεκτατική επίδραση μιας αύξησης της προσφοράς χρήματος θα καθορίζονται από τις αλυσιδωτές αντιδράσεις των οικονομικών μονάδων, ειδικότερα όμως από την ευαισθησία (ή ελαστικότητα) της συμπεριφοράς τους ως προς τις μεταβολές στα συνολικά ρευστά διαθέσιμα και ως προς τις προκαλούμενες μεταβολές στο ύψος του επιτοκίου. Επομένως η σχέση ανάμεσα στις μεταβολές της προσφοράς χρήματος και στις μεταβολές του ονομαστικού εισοδήματος θα εξαρτηθεί από την «εξειδίκευση» του «υποδείγματος» που θεωρούμε ότι περιγράφει τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος⁶⁸.

2. Η Ποσοτική Θεωρία του Χρήματος.

Η ποσοτική θεωρία του χρήματος δίνει μια απλή ερμηνεία του τρόπου με τον οποίο η προσφορά χρήματος επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα. Κάθε μεταβολή της προσφοράς χρήματος θα επηρεάσει το σύνολο της οικονομίας, προκαλώντας ένα θετικό ή αρνητικό «αποτέλεσμα ρευστότητας» (liquidity effect). Αυτή η επιρροή διαχέεται σε όλες τις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, θεωρώντας όλα αυτά τα αγαθά και τις υπηρεσίες ως υποκατάστατα του χρήματος, έτσι ώστε το «αποτέλεσμα ρευστότητας» να λειτουργεί σαν ένα είδος «εισοδηματικού αποτελέσματος». Ειδικότερα μια αύξηση της προσφοράς χρήματος θα οδηγήσει σε γενικευμένη αύξηση της ζήτησης σε όλες τις αγορές, με συνέπεια να προκληθεί αυξημένο ύψος(αξία) συναλλαγών, δηλαδή να αυξηθεί το ονομαστικό εισόδημα, ενώ το αντίθετο θα συμβεί εάν μειωθεί η προσφορά χρήματος⁶⁹.

3. Η Κεϋνσιανή Θεωρία.

Η Κεϋνσιανή θεωρία εξειδικεύει το μηχανισμό μέσω του οποίου η προσφορά χρήματος επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα σε αντίθεση με τη γενικευμένη και διαδικαστικά απροσδιόριστη έννοια του «αποτελέσματος ρευστότητας» της ποσοτικής θεωρίας.

Ας θεωρήσουμε ότι μια αρχική ισορροπία διαταράσσεται από μια αύξηση της προσφοράς χρήματος, η οποία προκαλείται με κάποιον από τους τρεις γνωστούς τρόπους που η Κεντρική Τράπεζα χρησιμοποιεί:

⁶⁸ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.270.

⁶⁹ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.280.

A) Η Κεντρική Τράπεζα κάνει «πράξεις ανοικτής αγοράς». Δηλαδή, αγοράζει ομολογίες από τους ιδιώτες, «παίρνοντας» ομολογίες και «δίνοντας» χρήμα. Επειδή κάθε αύξηση της προσφοράς χρήματος θα πρέπει αναγκαστικά να απορροφηθεί από ισόποση αύξηση ζήτησης χρήματος, τότε όσο μεγαλύτερη είναι η επιχειρούμενη από την Κεντρική Τράπεζα αύξηση της προσφοράς, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η πτωτική επίδραση στο επιτόκιο.

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς χρησιμοποιούνται και στη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος για τη διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά και διακρίνονται στις εξής τέσσερις κατηγορίες: πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας και διαρθρωτικές πράξεις⁷⁰.

B) Η Κεντρική Τράπεζα μειώνει το ύψος των υποχρεωτικών δεσμεύσεων που επιβάλλει στις καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών, ώστε οι τράπεζες να βρεθούν με πρόσθετη διαθέσιμη ρευστότητα και, συνεπώς να αποκτήσουν μεγαλύτερη δανειοδοτική δυνατότητα. Για το σκοπό αυτό οι τράπεζες θα προβούν σε μείωση του επιτοκίου χορηγήσεων ώστε να αυξήσουν το σύνολο των χορηγήσεων, δεδομένου ότι η ζήτηση δανείων από τις επιχειρήσεις εξαρτάται αρνητικά από το επιτόκιο δανείων.

Γ) Η Κεντρική Τράπεζα μειώνει το επιτόκιο αναχρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών, δίνοντας «μήνυμα» προς τις τράπεζες ότι μπορούν να ασκούν μια πιο ελαστική δανειοδοτική πολιτική και πάλι με αποτέλεσμα την μείωση των τραπεζικών επιτοκίων, ως απαραίτητη προϋπόθεση για την αύξηση χορηγήσεων.

Αυτή η μείωση του επιτοκίου αποτελεί την άμεση και την πρώτη επίπτωση της αύξησης της προσφοράς χρήματος, που εντοπίζεται (στην κεϋνσιανή θεωρία) στην «αγορά χρήματος», εκφράζοντας την «τάση» μείωσης του επιτοκίου ως απαραίτητη προϋπόθεση για την απορρόφηση της αυξημένης ρευστότητας στα ιδιωτικά χαρτοφυλάκια, με δεδομένο το ονομαστικό εισόδημα.

Το πιο προφανές σημείο δαπάνης που επηρεάζεται από το επιτόκιο είναι οι «επενδύσεις», δηλαδή οι δαπάνες για το σχηματισμό κεφαλαίου. Εάν

⁷⁰ Ε.Κ.Τ., (2008), Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, κεφ.3, σελ.16

αυξηθούν μόνο οι κρατικές δαπάνες, η πολλαπλασιαστική αύξηση των συναλλαγών θα προκαλέσει πιέσεις στην αγορά χρήματος, και η αυξημένη συναλλακτική ζήτηση χρήματος από το κράτος και τους ιδιώτες θα συναντήσει μια αμετάβλητη προσφορά χρήματος, με αποτέλεσμα να αυξηθεί το επιτόκιο, που με τη σειρά του θα αποθαρρύνει τις ιδιωτικές επενδύσεις, έτσι ώστε η όποια αύξηση του ονομαστικού εισοδήματος προκύψει να επιφέρει μια ανακατανομή διαθέσιμων χρηματικών πόρων από τον ιδιωτικό στον δημόσιο τομέα. Εάν όμως αυξηθούν οι κρατικές δαπάνες σε συνδυασμό με μια αύξηση προσφοράς χρήματος έτσι ώστε να μην αυξηθεί τελικά το επιτόκιο, τότε θα λειτουργήσει πλήρως ο πολλαπλασιαστής δαπάνης χωρίς να «εκτοπιστεί» ο ιδιωτικός τομέας.

Η μεταβολή της προσφοράς χρήματος και η μεταβολή των κρατικών δαπανών εμφανίζονται ως δυο «εργαλεία» (tools) άσκησης οικονομικής πολιτικής που μπορούν να χρησιμοποιούνται είτε σε συνδυασμό είτε ανεξάρτητα το ένα από το άλλο ανάλογα με τους «στόχους» (targets) της οικονομικής πολιτικής.

4. Οι Μηχανισμοί Μετάδοσης.

Η αδυναμία της δημοσιονομικής πολιτικής να λειτουργήσει σταθεροποιητικά στην οικονομία εντατικοποίησε την έρευνα γύρω από αυτό το θέμα. Η αδυναμία αυτή οφειλόταν και στη χρονική καθυστέρηση με την οποία λαμβάνονταν οι αποφάσεις αφού σε πολλές περιπτώσεις τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής απαιτείται να εγκρίνονται και από τα κοινοβούλια. Αντίθετα στη Νομισματική πολιτική την ευθύνη έχει η Κεντρική Τράπεζα, προσφέροντας έτσι πιο άμεσες δυνατότητες παρέμβασης στην οικονομία.

Για να μπορέσει όμως να εφαρμοσθεί σωστά η νομισματική πολιτική, χωρίς δυσάρεστες εκπλήξεις, είναι απαραίτητο να κατανοηθούν όλοι οι μηχανισμοί (τα πιθανά κανάλια) με τα οποία επιδρά στην οικονομία και είναι τα εξής: α) ο μηχανισμός του επιτοκίου, β) η επίδραση μέσω της συναλλαγματικής ισοτιμίας, γ) η επίδραση της μεταβολής των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και δ) η επίδραση της μεταβολής (δανειοληπτικής) πίστης (credit channel).

5. Η Ουδετερότητα του Χρήματος.

Η σχέση ανάμεσα στην ποσότητα του χρήματος και στα πραγματικά μεγέθη της οικονομίας ήταν ένα πεδίο διαρκών και έντονων αντιπαράθεσεων ανάμεσα στις διάφορες σχολές σκέψης.

Σύμφωνα με την κλασική θεωρία, σε μια ελεύθερη οικονομία με ανταγωνιστικές αγορές είναι εφικτή μια κατάσταση «γενικής ισορροπίας» μέσω του μηχανισμού των τιμών με την προϋπόθεση οι συντελεστές παραγωγής να βρίσκονται σε επίπεδο «πλήρους απασχόλησης»⁷¹, δηλαδή στο ανώτατο εφικτό επίπεδο απασχόλησης και παραγωγής. Αντίθετα, στην μικροοικονομική θεωρία, οι αποφάσεις των καταναλωτών και των παραγωγών λαμβάνονται στα πλαίσια της «αρχής της αριστοποίησης», και εξαρτώνται μόνο από τις σχετικές τιμές των αγαθών, δηλαδή από τις μεταξύ τους σχέσεις συμπληρωματικότητας ή υποκατάστασης⁷².

Σύμφωνα, λοιπόν, με την κλασική σχολή το οικονομικό σύστημα είναι «διχοτομημένο», σε ένα «πραγματικό» τομέα ο οποίος καθορίζει τις ποσότητες παραγωγής και κατανάλωσης και σε έναν «νομισματικό» τομέα ο οποίος καθορίζει τις χρηματικές τιμές (το γενικό επίπεδο τιμών). Σε αυτό το διχοτομημένο σύστημα το χρήμα είναι «ουδέτερο», είναι απλώς ένα «πέπλο» που «σκεπάζει» (αλλά δεν επηρεάζει) την πραγματική οικονομία⁷³.

Η απόλυτη διχοτόμηση του κλασικού συστήματος έχει αμφισβητηθεί από εκπροσώπους της «νεοκλασικής σχολής», όπως ο Don Patinkin, ο οποίος εισήγαγε τα «πραγματικά ρευστά διαθέσιμα» ως παράγοντα που επηρεάζει τις συναρτήσεις συμπεριφοράς και τα όρισε ως M/P , όπου M η ποσότητα του χρήματος και P το γενικό επίπεδο τιμών⁷⁴.

Η ισχύς της ουδετερότητας του χρήματος σε κατάσταση πλήρους απασχόλησης εξετάστηκε και στην περίπτωση ενός γενικότερου «αποτελέσματος πλούτου»(wealth effect). Ειδικότερα, δεν είναι μόνο τα πραγματικά διαθέσιμα που επηρεάζουν τη συμπεριφορά των οικονομικών μονάδων, αλλά ολόκληρος ο «πραγματικός πλούτος», που περιλαμβάνει και την πραγματική αξία άλλων περιουσιακών στοιχείων όπως π.χ. των κρατικών ομολόγων⁷⁵.

⁷¹ Είναι η ουσία του «νόμου του Say» που διατυπώθηκε από το Γάλλο κλασικό οικονομολόγο Jean Baptiste Say και ο οποίος αργότερα θεωρήθηκε ως ένα είδος «κοινωνικά άριστης» κατάστασης, δηλαδή ως επιχείρημα ότι η ελεύθερη ανταγωνιστική οικονομία «μεγιστοποιεί» την κοινωνική ευημερία. Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.305.

⁷² Ι. Παπαδάκης, (1999), *Νομισματική Θεωρία και Πολιτική*, τόμος Α', εκδ. Ε.Α.Π., Πάτρα, σελ.148-9.

⁷³ Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.305.

⁷⁴ Η τιμή του χρήματος είναι ο αντίστροφος του γενικού επιπέδου τιμών(P) και αντανακλά την αγοραστική δύναμη μιας δεδομένης ποσότητας χρήματος(M). Ι. Παπαδάκης, (1999), *Νομισματική Θεωρία και Πολιτική*, τόμος Α', εκδ. Ε.Α.Π., Πάτρα, σελ.163.

⁷⁵ Ι. Παπαδάκης, (1999), *Νομισματική Θεωρία και Πολιτική*, τόμος Α', εκδ. Ε.Α.Π., Πάτρα, σελ.177.

Σύμφωνα με όσα γνωρίζουμε όμως ο όρος «ποσότητα χρήματος», σε μια σύγχρονη οικονομία, δεν αναφέρεται σε μεταλλικό χρήμα, αλλά αποκλειστικά σε «συμβολικό» χρήμα, που αποτελείται είτε από χαρτονομίσματα που εκδίδουν οι Κεντρικές Τράπεζες είτε από «τραπεζικό» χρήμα, που είναι γενικά αποδεκτό ως μέσο συναλλαγών και ως απόθεμα αγοραστικής δύναμης. Είναι συνεπώς παράδοξος ο ισχυρισμός ότι σε μια σύγχρονη οικονομία (σε αντίθεση με την περίοδο κυριαρχίας του μεταλλικού νομίσματος), οι μεταβολές της ποσότητας του χρήματος δεν επηρεάζουν την οικονομία.

Επειδή, σκοπός της οικονομικής επιστήμης είναι, μεταξύ των άλλων, και η συμβολή της στην αντιμετώπιση άμεσων θεμάτων που προκύπτουν σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η έννοια της ουδετερότητας δεν αποτελεί χρήσιμο κανόνα για την άσκηση πολιτικής. Το χρήμα σαφώς επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα, και η υιοθέτηση κάποιων σταθερών (ή μη ευμετάβλητων) κανόνων νομισματικής πολιτικής, ενδέχεται να συμβάλλει στην οικονομική σταθερότητα, χωρίς να αναιρεί το βασικό συμπέρασμα ότι η ουδετερότητα του χρήματος είναι ένα θεωρητικό κατασκεύασμα με ελάχιστη πρακτική σημασία⁷⁶.

⁷⁶ Είναι η ουσία του «νόμου του Say» που διατυπώθηκε από το Γάλλο κλασικό οικονομολόγο Jean Baptiste Say και ο οποίος αργότερα θεωρήθηκε ως ένα είδος «κοινωνικά άριστης» κατάστασης, δηλαδή ως επιχείρημα ότι η ελεύθερη ανταγωνιστική οικονομία «μεγιστοποιεί» την κοινωνική ευημερία. Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδ. Μπένου, Αθήνα, σελ.311.

Κεφάλαιο 6

Στρατηγικές και μέσα νομισματικής πολιτικής.

1. Η περίοδος 1950-2000

Η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική συνιστούν τα δύο κυριότερα εργαλεία επηρεασμού του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Με τον όρο «νομισματική πολιτική» εννοούμε τις αποφάσεις για το μέγεθος μιας κύριας οικονομικής μεταβλητής, όπως είναι η ποσότητα χρήματος στην οικονομία ή το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό επιτόκιο. Οι αποφάσεις αυτές επηρεάζουν σημαντικά τα ονομαστικά μακροοικονομικά μεγέθη όπως πληθωρισμός, επιτόκια και συναλλαγματική ισοτιμία αλλά διαμορφώνουν και τη συμπεριφορά των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων σχετικά με την κατανάλωση, αποταμίευση και επένδυσή τους. Ο μηχανισμός επίδρασης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία συνίσταται σε δυο στάδια. **Πρώτο στάδιο:** οι αλλαγές στην κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μεταβάλλουν τις συνθήκες λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών. **Δεύτερο στάδιο:** οι μεταβολές αυτές επηρεάζουν τη δαπάνη στην οικονομία, την αποταμίευση και την επένδυση. Συνεπώς, η γνώση του μηχανισμού μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής αποτελεί πρωταρχικό στόχο των σχεδιαστών της οπότε η ασκούμενη νομισματική πολιτική να είναι αποτελεσματική.

Στη συνέχεια θα επιχειρήσουμε να συστηματοποιήσουμε τις αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής η οποία ασκήθηκε στην Ελλάδα το δεύτερο μισό του εικοστού αιώνα. Γεγονότα όπως οι υποτιμήσεις, η εγκατάλειψη του συστήματος σταθερών ισοτιμιών (Bretton Woods), η στροφή προς τις κυμαινόμενες ισοτιμίες, οι υφεσιακές διαταραχές, η έξαρση των πληθωριστικών πιέσεων, οι διεθνείς χρηματοοικονομικές κρίσεις, η νομισματική ενοποίηση της Ευρώπης, οι σπουδαίες τεχνολογικές καινοτομίες και η εφαρμογή τους που συνέβαλε στην παγκοσμιοποίηση των αγορών μετέβαλαν τη δομή της διεθνούς αλλά και της εγχώριας οικονομίας.

Η ελληνική οικονομία πριν τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο ήταν κατά βάση γεωργική και εμπορική με λίγες κρατικές υποδομές. Στα μέσα του 1920 χρονολογείται μια πρώτη προσπάθεια ανάπτυξης ελαφριάς βιομηχανικής υποδομής. Η μονιμοποίηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων ήταν το αποτέλεσμα των μακροχρόνιων πολεμικών κινητοποιήσεων αλλά και η

απουσία κυβερνήσεων διατεθειμένων να προβούν στη λήψη μέτρων εξυγίανσης των δημόσιων οικονομικών, κατέστησε ανέφικτη την αξιόπιστη συμμετοχή της δραχμής στο διεθνές νομισματικό καθεστώς. Η εξαργύρωση του νομίσματος σε πολύτιμο μέταλλο δηλαδή, η μετατρεψιμότητά του σε συνάλλαγμα χρυσής βάσης σε μια σταθερή ισοτιμία αποτελούσε «φυσική κατάσταση». Επομένως τελικός στόχος της νομισματικής πολιτικής ήταν η διατήρηση της μεταλλικής μετατρεψιμότητας της εγχώριας νομισματικής κυκλοφορίας. Οι δημοσιονομικές δυσχέρειες όμως καθόριζαν τη σχέση του νομίσματος με το εκάστοτε διεθνές νομισματικό σύστημα. Οι πληθωριστικές εξάρσεις, οι έντονες υποτιμητικές πιέσεις στο νόμισμα, τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα ως αποτέλεσμα των υψηλών πολεμικών δαπανών, η πτώχευση του κράτους, το καθεστώς προστατευτισμού που διαδέχθηκε την ελεύθερη ροή κεφαλαίων και εμπορευμάτων ήταν οι κύριες αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας έως την παραμονή του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου. Η δεκαετία του 1940 ήταν η περίοδος του πολέμου, της κατοχής και της καταστροφής. Η τεράστια δημοσιονομική διαταραχή είχε ως αποτέλεσμα την πλήρη κατάρρευση του νομισματικού συστήματος, δηλαδή την πλήρη εκμηδένιση της αξίας του και την εμφάνιση του φαινομένου υπερπληθωρισμού και της χρυσοφιλίας.

Από το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1940 καταβάλλονται προσπάθειες νομισματικής σταθερότητας αλλά οι προσπάθειες αυτές απέδωσαν μόνο στις αρχές της δεκαετίας του 1950. Η υποτίμηση της δραχμής και η σύνδεση της με το δολάριο στα πλαίσια του διεθνούς συστήματος των σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods ενίσχυσαν τη νομισματική σταθερότητα. Η σύνδεση αυτή της δραχμής με το δολάριο και η σταθερή της ισοτιμία με αυτό (1 δολάριο = 30δραχμες) ίσχυσε μέχρι την κατάρρευση του συστήματος στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Για περίπου είκοσι χρόνια η χώρα γνώρισε πολύ υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης σε ένα περιβάλλον πρωτοφανούς για τα ελληνικά δεδομένα νομισματικής σταθερότητας.

Η περίοδος αυτή διεκόπη με την κατάρρευση του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών στις αρχές της δεκαετίας του 1970 και την υιοθέτηση των κυμαινόμενων ισοτιμιών. Η νομισματική αστάθεια μετά το 1973 οδήγησε σε υψηλά ποσοστά πληθωρισμού με αποτέλεσμα την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της εγχώριας δραστηριότητας. Η κατάσταση επιδεινώθηκε με την

αναδιανομή του εισοδήματος υπέρ των ασθενέστερων εισοδηματικών τάξεων μέσω του δημόσιου δανεισμού. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους εργασίας πάνω από την αύξηση της παραγωγικότητας, τον υψηλό και επίμονο πληθωρισμό, τη μείωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, τη θεαματική υποχώρηση των ιδιωτικών και δημόσιων άμεσων επενδύσεων, την δυσχερή θέση του ισοζυγίου πληρωμών και την αυξητική πορεία των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους. Την περίοδο 1974-2000 ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού προϊόντος ήταν περισσότερο από τέσσερις φορές μικρότερος σε σχέση με την περίοδο 1961-1973 και ο πληθωρισμός ήταν πάνω από πέντε φορές υψηλότερος. Επίσης απεικονίζονται θεαματικές μεταβολές στη σύνθεση του ΑΕΠ ανά τομέα δραστηριότητας. Ειδικότερα το 1/3 του ΑΕΠ προερχόταν από τον πρωτογενή τομέα. Το 1974 η δευτερογενής παραγωγή πήρε τη θέση της πρωτογενούς, ενώ ο τομέας των υπηρεσιών εξακολουθούσε να συνεισφέρει περισσότερο από το μισό του ΑΕΠ. Το 2000 η συμβολή του πρωτογενούς και του δευτερογενούς τομέα συρρικνώθηκε σημαντικά. Και οι δυο τομείς μαζί συνεισέφεραν λιγότερο από το 1/3 του συνολικού προϊόντος, ενώ το ποσοστό συνεισφοράς των υπηρεσιών ήταν λιγότερο από τα 2/3 του ΑΕΠ.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, η κατεύθυνση της μακροοικονομικής πολιτικής και της νομισματικής άλλαξε με στόχο την ονομαστική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας. Σε σχέση με τα κριτήρια του Maastricht, η ελληνική οικονομία βελτίωσε τις επιδόσεις της στα περισσότερα οικονομικά μεγέθη(πληθωρισμός, επιτόκια, ελλείμματα, χρέος) πετυχαίνοντας την ένταξή της στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση το 2001.

2. Μηχανισμοί Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής

Η εξέταση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην ελληνική οικονομία σε μια τόσο μεγάλη χρονική περίοδο αλλά και έντονα ανομοιογενή μας παρέχει γνώση για το πώς ο μηχανισμός αυτός λειτούργησε. Επίσης, η γνώση του τρόπου επηρεασμού της οικονομικής δραστηριότητας και των τιμών μέσω της νομισματικής πολιτικής επιτρέπει την πιο αποτελεσματική επιλογή του χρόνου και της έκτασης των αλλαγών κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.

Η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία : α) μέσω των μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς (the interest rate channel), β) μέσω των μεταβολών

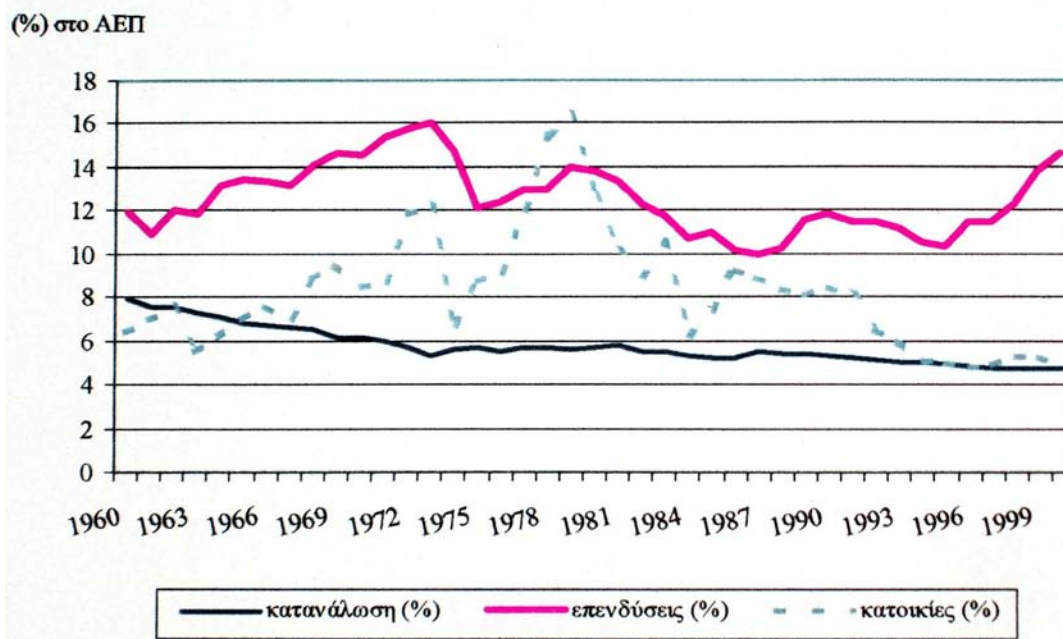
της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (the exchange rate channel) και γ) μέσω των μεταβολών στην προσφορά και τη ζήτηση των τραπεζικών πιστώσεων (the credit channel).

α) Μεταβολές των επιτοκίων: η αλλαγή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής προς μια σφιχτότερη προκαλεί ύψωση του επιτοκίου αποδοχής καταθέσεων διάρκειας μιας ημέρας άρα και των υπόλοιπων βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς. Δεδομένης της σχέσης που συνδέει τα βραχυπρόθεσμα με τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, το μακροπρόθεσμο επιτόκιο θα αυξηθεί επίσης. Στην περίπτωση ακαμψίας των τιμών βραχυχρόνια, το πραγματικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο θα αυξηθεί, αυξάνοντας και το κόστος κεφαλαίου, επομένως θα υπάρξει περιορισμός της δαπάνης των καταναλωτών και των επιχειρήσεων άρα και της συνολικής ζήτησης στην οικονομία. Η υποχώρηση της συνολικής ζήτησης οδηγεί τελικά στην μείωση του προϊόντος και των τιμών. Ο βαθμός της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται: i) από την ελαστικότητα δαπάνης-επιτοκίου, ii) από το πόσο σημαντικό είναι το ποσοστό της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης στη συνολική ζήτηση και iii) από το βαθμό αντίδρασης των τραπεζικών επιτοκίων δανεισμού και καταθέσεων στις μεταβολές των επιτοκίων της χρηματαγοράς.

Στο Διάγραμμα 1 παρατηρούμε τη συμπεριφορά εκείνων των συνιστωσών της δαπάνης που είναι ευαίσθητες στις μεταβολές του επιτοκίου, δηλαδή της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης, των ιδιωτικών επενδύσεων και των επενδύσεων σε κατοικίες. Παρατηρούμε ότι την περίοδο 1960-2000 η συνολική δαπάνη ως ποσοστό στη συνολική ζήτηση κυμάνθηκε μεταξύ μιας μέγιστης τιμής 36% (1979) και μιας ελάχιστης 21% (1994). Το ποσοστό καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης στη συνολική ζήτηση ήταν κατά μέσο όρο 26% , συμπεραίνοντας ότι ένα σημαντικό τμήμα της δαπάνης στην ελληνική οικονομία επηρεάζεται από τις μεταβολές του επιτοκίου.

Διάγραμμα 1

Η δαπάνη στην οικονομία, 1960-2000



Σημείωση: Τα εθνικολογιστικά μεγέθη είναι υπολογισμένα σύμφωνα με τη μεθοδολογία του Ευρωπαϊκού συστήματος εθνικών λογαριασμών (ESA-95).

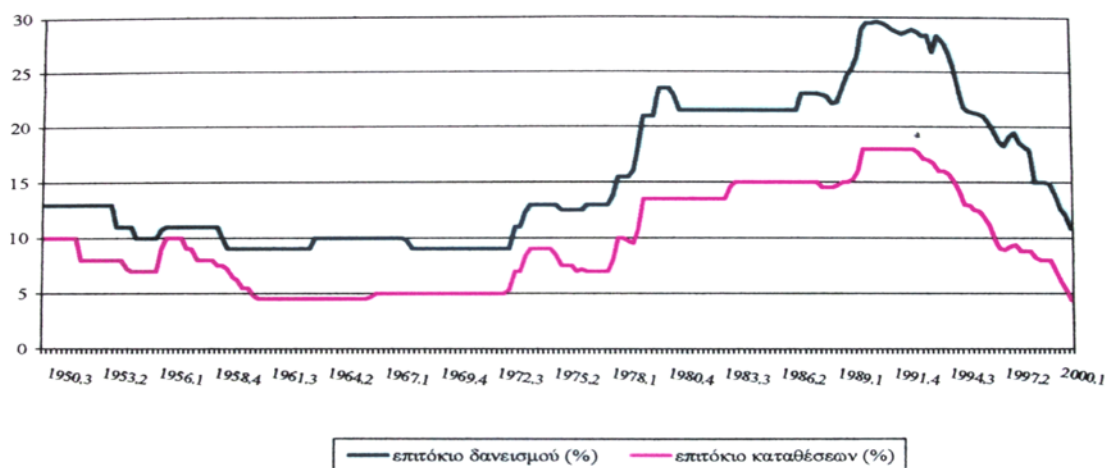
Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και ΕΣΥΕ

Το Διάγραμμα 2 απεικονίζει την πορεία των τραπεζικών επιτοκίων (δανεισμού και καταθέσεων) για την περίοδο από το 1950 έως το 2000. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1950 έως την κατάρρευση του Bretton Woods το 1971, το περιθώριο κέρδους, δηλαδή η διαφορά μεταξύ επιτοκίου δανεισμού και επιτοκίου κατάθεσης ήταν μικρό. Κυμαινόταν μεταξύ μιας μέγιστης τιμής 5,5 εκατοστιαίων μονάδων και μιας ελάχιστης τιμής 1,0 εκατοστιαίας μονάδας, ενώ κατά μέσο όρο ήταν 3,9 μονάδες. Το μικρό περιθώριο κέρδους οφειλόταν στα αυστηρώς διοικητικά καθορισμένα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα και στο χαμηλό ποσοστό πληθωρισμού. Στα μέσα της δεκαετίας του 1970, το περιθώριο κέρδους άρχισε να αυξάνεται. Στο χρονικό διάστημα από το 1973 έως και το 1994 ήταν κατά μέσο όρο 7,6 εκατοστιαίες μονάδες. Το υψηλό αυτό περιθώριο κέρδους αντικατοπτρίζει τον πολύ μικρό βαθμό ανταγωνισμού του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Στα μέσα του 1994 ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών ενισχύθηκε άρα και το περιθώριο κέρδους βαθμιαία μειώνεται. Από 11,8 εκατοστιαίες μονάδες το τρίτο τρίμηνο του 1994, υποχώρησε σε 6,4 μονάδες το τελευταίο τρίμηνο του 2000, αν και

κατά μέσο όρο παρέμεινε πάνω από 8 εκατοστιαίες μονάδες την περίοδο αυτή.

Διάγραμμα 2

Τραπεζικά επιτόκια, 1950-2000



Σημείωση: βραχυπρόθεσμο επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού των ιδιωτικών επιχειρήσεων και επιτόκιο καταθέσεων ταμειωτηρίου. Τριμηνιαία στοιχεία, μέσος όρος περιόδου.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Το Διάγραμμα 3 απεικονίζει τη διαχρονική πορεία του τραπεζικού επιτοκίου (επιτόκιο δανεισμού) και των επιτοκίων της αγοράς (επιτόκιο δωδεκάμηνων εντόκων γραμματίων του Δημοσίου). Παρατηρούμε την ενισχυμένη μεταξύ τους συσχέτιση μετά από την απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος από ρυθμιστικές παρεμβάσεις.

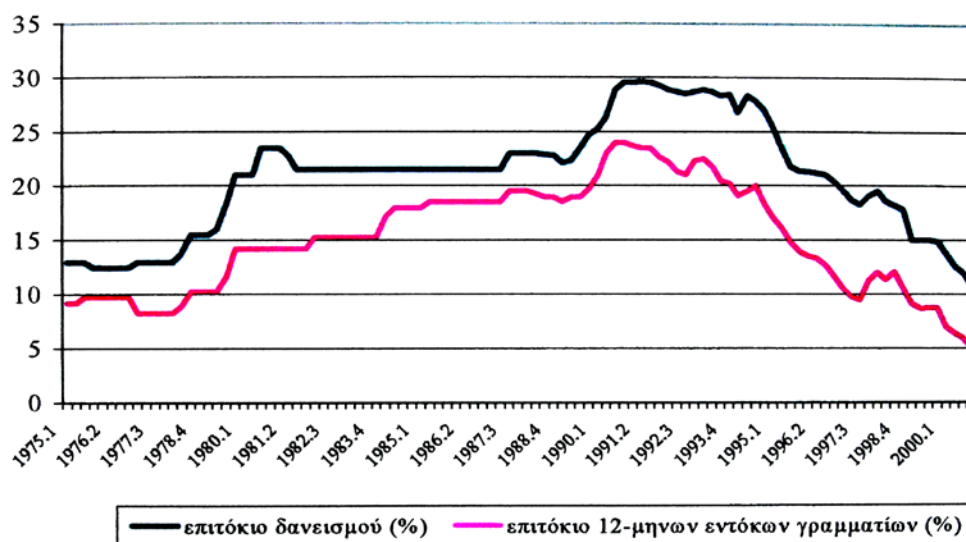
Εκτός από το κόστος κεφαλαίου, η αγοραία τιμή της μετοχής αποτελεί επίσης δείκτη της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής⁷⁷. Η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας εκπροσωπεί τις απαιτήσεις σε περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας (όπως είναι οι εγκαταστάσεις και ο μηχανολογικός εξοπλισμός). Μια συσταλτική νομισματική πολιτική μειώνει την τιμή της μετοχής. Επίσης, η αρνητική απόκλιση μεταξύ αγοραίας αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων και του κόστους παραγωγής τους μειώνει την παραγωγή κεφαλαιουχικών αγαθών. Όμως η επίδραση μέσω των μεταβολών της τιμής της μετοχής, είναι μικρής σημασίας στην ελληνική οικονομία, δεδομένου ότι σε όλη την υπό εξέταση περίοδο, οι επιχειρήσεις προτιμούσαν να αντλούν τα δανειακά κεφάλαια αποκλειστικά από το τραπεζικό σύστημα. Η στροφή των

⁷⁷ Park, Y. C. (1972), «Some current issues on the transmission process of monetary policy», Staff Papers, 19, 1-45.

επιχειρήσεων στην κεφαλαιαγορά για άντληση δανειακών κεφαλαίων σηματοδοτείται μόνο κατά την τελευταία δεκαετία του αιώνα.

Διάγραμμα 3

Τραπεζικά επιτόκια και επιτόκια αγοράς, 1975-2000



Σημείωση: βραχυπρόθεσμο επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού των ιδιωτικών επιχειρήσεων και επιτόκιο 12-μηνων εντόκων γραμματίων του Δημοσίου. Τριμηνιαία στοιχεία, μέσος όρος περιόδου.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

β) Μεταβολές στη Συναλλαγματική Ισοτιμία: η επιλογή του συστήματος των κυμαινόμενων ισοτιμιών από πολλές χώρες (εξαιτίας της κατάρρευσης του Bretton Woods το 1970) και η απελευθέρωση των διεθνών συναλλαγών σηματοδότησε το ενδιαφέρον των σχεδιαστών της νομισματικής πολιτικής στη χρήση των μεταβολών της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας ως μηχανισμού επίδρασης της οικονομίας. Στις ανοικτές οικονομίες, η άσκηση σφιχτότερης νομισματικής πολιτικής αυξάνει την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία. Η αύξηση των εγχώριων βραχυπρόθεσμων ονομαστικών επιτοκίων καθιστά τις καταθέσεις σε εγχώριο νόμισμα περισσότερο ελκυστικές σε σχέση με τις καταθέσεις σε συνάλλαγμα, με αποτέλεσμα την ανατίμηση του εγχωρίου νομίσματος και της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας επίσης. Η αύξηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας όμως μειώνει τη ζήτηση των καθαρών εξαγωγών της εγχώριας οικονομίας, επειδή τα εγχώρια παραγόμενα αγαθά είναι

ακριβότερα από τα εισαγόμενα. Η μειωμένη ζήτηση των καθαρών εξαγωγών, *ceteris paribus*, μειώνει τελικά τη συνολική ζήτηση, το προϊόν και τις τιμές.

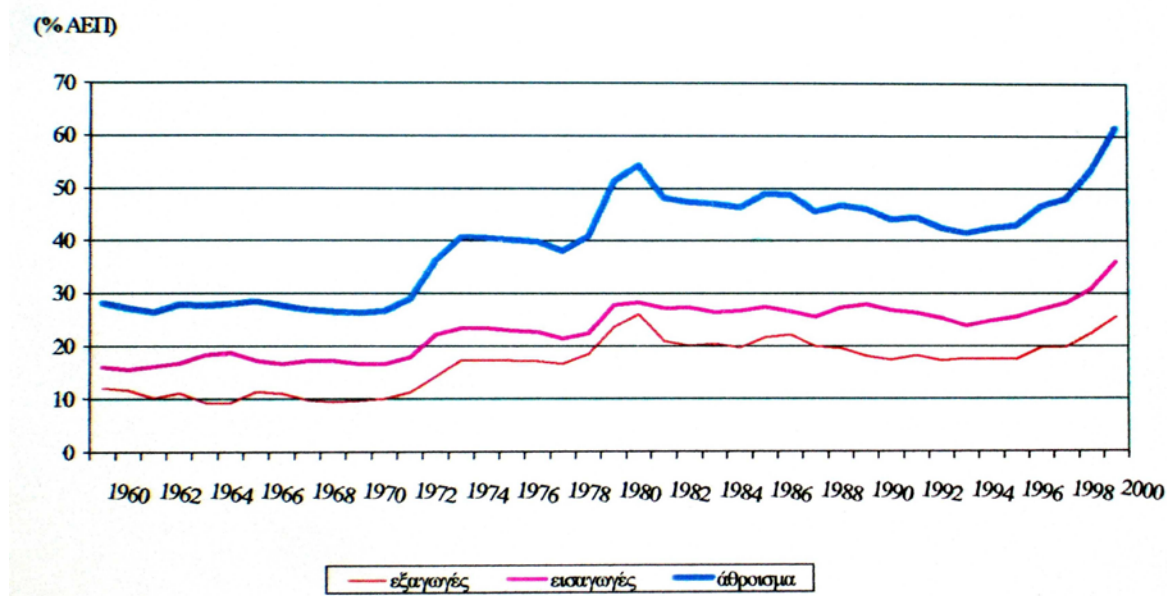
Οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως μηχανισμού επίδρασης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία εξαρτώνται από το εάν η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία κυμαίνεται ελεύθερα ή αποτελεί μεταβλητή-στόχο, αλλά και από το βαθμό εξωστρέφειας της οικονομίας. Πριν από το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, η ισοτιμία της δραχμής άλλες φορές παρέμενε σταθερή (σύμφωνα με το πλαίσιο του διεθνούς συστήματος σταθερών ισοτιμιών), άλλες φορές ακολουθούσε τις διακυμάνσεις ενός διεθνούς νομίσματος το οποίο διατηρούσε σταθερή την ισοτιμία με ένα πολύτιμο μέταλλο (χρυσός, άργυρος) και ήταν πλήρως εξαργυρωμένο στην ισοτιμία αυτή (φράγκο, στερλίνα, δολάριο). Επίσης, υπήρξε και η περίοδος του Μεσοπολέμου κατά την οποία η δραχμή κυμαινόταν ελεύθερα. Μεταπολεμικά και μετά την κατάρρευση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods, η συναλλαγματική ισοτιμία δεν απετέλεσε μεταβλητή-στόχο πολιτικής με εξαίρεση την περίοδο από τα τέλη του 1973 έως το Μάρτιο του 1975 και το έτος 1983 όταν η δραχμή ακολουθούσε τις διακυμάνσεις του δολαρίου. Η τράπεζα της Ελλάδος για πρώτη φορά το 1995 ανακοίνωσε ποσοτικό στόχο σε ετήσια βάση για τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, στο πλαίσιο της αντιπληθωριστικής πολιτικής, έθεσε ως στόχο της πολιτικής τιμής συναλλάγματος το ποσοστό διολίσθησης της δραχμής να μην αντισταθμίζει πλήρως τη διαφορά του εγχώριου πληθωρισμού και του πληθωρισμού των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Με τη «βραδεία διολίσθηση της δραχμής» η τράπεζα πέτυχε να την συγκράτηση των υποτιμητικών πιέσεων στο νόμισμα και την ανάσχεση της ανατροφοδότησης των πληθωριστικών προσδοκιών στην εγχώρια οικονομία.

Στο Διάγραμμα 4 απεικονίζεται με χρονολογική σειρά ο δείκτης εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας της περιόδου 1960-2000. Ως δείκτη εξωστρέφειας θεωρούμε τα άθροισμα των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Οι υψηλές τιμές του δείκτη δηλώνουν ότι η ελληνική οικονομία είναι εξωστρεφής. Ο δείκτης εξωστρέφειας κυμαίνεται μεταξύ μιας ελάχιστης τιμής 26,6% του ΑΕΠ το 1962 και μιας μέγιστης τιμής 60,6% το 2000. Την ίδια περίοδο το ποσοστό του εμπορίου ήταν σχεδόν 40% του ΑΕΠ. Είναι εμφανές ότι οι διακυμάνσεις της ονομαστικής

συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής επέφεραν μεταβολές στις σχετικές τιμές του προϊόντος.

Διάγραμμα 4

Βαθμός εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας, 1960-2000



Σημείωση: Τα εθνικολογιστικά μεγέθη είναι υπολογισμένα σύμφωνα με τη μεθοδολογία του Ευρωπαϊκού συστήματος εθνικών λογαριασμών (ESA-95).

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και ΕΣΥΕ

γ) Μεταβολές στην Προσφορά και στη Ζήτηση Πιστώσεων: Η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα όχι μόνο μέσω των μεταβολών στα επιτόκια και στη συναλλαγματική ισοτιμία αλλά και μέσω της επίδρασης που ασκεί στην *προσφορά* και στη *ζήτηση* πιστώσεων. Ο μηχανισμός αυτός στηρίζεται στην ύπαρξη ατελειών της λειτουργίας των αγορών κεφαλαίου με αποτέλεσμα η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ δανειολήπτη (καταναλωτής-επιχείρηση) και δανειοδότη (τράπεζα) να επηρεάζει τα πραγματικά οικονομικά μεγέθη. Αναλυτικότερα σχετικά με την *προσφορά* πιστώσεων, μια σφιχτή νομισματική πολιτική μειώνει τα τραπεζικά διαθέσιμα και τις καταθέσεις των ιδιωτών στις τράπεζες με αποτέλεσμα και την μείωση του ύψους του κεφαλαίου προς δανεισμό που έχουν στη διάθεσή τους οι τράπεζες. Ο περιορισμός της δανειοδοτικής ικανότητας των τραπεζών αυξάνει το κόστος δανεισμού με τελικό αποτέλεσμα τον περιορισμό της συνολικής ζήτησης και της οικονομικής δραστηριότητας.

Εκτός από την επίδραση στην προσφορά πιστώσεων, η νομισματική πολιτική επηρεάζει και τη ζήτηση των τραπεζικών πιστώσεων και μέσω αυτής το προϊόν στην οικονομία. Μια σφιχτή νομισματική πολιτική αυξάνει τα επιτόκια και μειώνει την αξία των μετοχών, καθώς το επενδυτικό ενδιαφέρον μεταφέρεται από τις μετοχές στα ομόλογα. Η πτώση της τιμής των μετοχών μειώνει την καθαρή θέση των επιχειρήσεων και επιδεινώνει το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής (adverse selection problem) και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (moral hazard problem). Η μείωση της τιμής των μετοχών μειώνει την αξία των εγγυήσεων που μπορεί να δώσει ο δανειζόμενος προκειμένου να δανεισθεί από μια τράπεζα. Η μικρότερη αξιοπιστία ενός δανειολήπτη συνεπάγεται αύξηση του κόστους δανεισμού, δεδομένου ότι ο δανειστής προκειμένου να διασφαλισθεί από τη σύναψη ενός δανείου που ενδέχεται να εξελιχθεί σε επισφαλή απαίτηση θα επιβάλει υψηλό επιτόκιο. Επομένως, η δυσχέρεια της πιστοληπτικής ικανότητας θα επιφέρει μείωση στις τραπεζικές πιστώσεις με δυσμενείς επιπτώσεις στη δαπάνη και στο προϊόν.

Σε όλο το υπό εξέταση διάστημα έως τα τέλη της δεκαετίας του 1980, η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν ρυθμισμένη από το κράτος. Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού των δανειοληπτών ήταν διοικητικώς καθορισμένα και δεν ακολουθούσαν τις μεταβολές στην προσφορά και τη ζήτηση των πιστώσεων. Άλλωστε και η κατανομή των πιστώσεων ήταν διοικητικά κατευθυνόμενη. Η ζήτηση των πιστώσεων δεν ήταν συνάρτηση της δανειοληπτικής ικανότητας του δανειζομένου, αλλά συνδεόταν με την προθυμία του δανειστή να παράσχει το δάνειο.

3. Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής: Βασικές έννοιες.

Με τον όρο «εφαρμογή νομισματικής πολιτικής» εννοούμε την επιλογή ενός λειτουργικού στόχου (operational target) νομισματικής πολιτικής και τον τρόπο που αυτός επιτυγχάνεται με τη χρήση των μέσων της νομισματικής πολιτικής. Η κεντρική τράπεζα μέσω του λειτουργικού στόχου, ασκεί έλεγχο στον ενδιάμεσο στόχο και μέσω αυτού τελικά επιτυγχάνει τον πρωταρχικό σκοπό.

Ο λειτουργικός στόχος πολιτικής είναι μια οικονομική μεταβλητή (π.χ. το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων μιας ημέρας) την οποία η κεντρική τράπεζα δεν επιθυμεί μόνο αλλά δύναται και να ελέγχει σε μεγάλο βαθμό σε καθημερινή βάση με τη χρήση των μέσων πολιτικής που διαθέτει. Δεδομένου

ότι σήμερα υπάρχει σχεδόν ομόφωνα στις κεντρικές τράπεζες η άποψη ότι το επίπεδο των βραχυπρόθεσμων διατραπεζικών επιτοκίων⁷⁸ αποτελεί λειτουργικό στόχο της νομισματικής πολιτικής αντίθετα με την παλαιότερη άποψη περί κάποιου νομισματικού μεγέθους, όπως του μεγέθους της νομισματικής βάσης⁷⁹. Επίσης, μεγαλύτερη **διαφάνεια** κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής σημαίνει μεγαλύτερη ευκρίνεια στον τρόπο καθορισμού του επιπέδου επιτοκίου αλλά και στον τρόπο με τον οποίο λαμβάνεται η απόφαση για τη μεταβολή του. Και αυτό επειδή μια μεταβολή (αύξηση ή μείωση) της τιμής της μεταβλητής του λειτουργικού στόχου αντανακλά την αλλαγή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής (monetary policy stance) σε περισσότερο σφιχτή ή χαλαρή. Βεβαίως μια περισσότερο σφιχτή ή χαλαρή νομισματική πολιτική εξαρτάται και από τις συνθήκες πληθωρισμού ή αποπληθωρισμού που επικρατούν στην εγχώρια οικονομία αλλά και από τις προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξή του. Οπότε η έγκαιρη παροχή διαφανών πληροφοριών σχετικά με τις επιδιώξεις των νομισματικών αρχών προσδιορίζει την αξιοπιστία και το βαθμό αποτελεσματικότητας της ασκούμενης πολιτικής.

Ο **τελικός στόχος** (final target) είναι μια οικονομική μεταβλητή που η κεντρική τράπεζα θέτει ως πρωταρχικό της σκοπό και επιθυμεί τελικώς να επιτύχει αλλά δεν μπορεί άμεσα να ελέγξει. Άλλες φορές είναι ρητά διατυπωμένος και άλλες όχι. Για παράδειγμα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ορίζει ως πρωταρχικό της σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών («κατώτερου αλλά πλησίον του 2%»), άρθρο 105 (1) της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση⁸⁰.

⁷⁸ Η κεντρική τράπεζα επιλέγει να ελέγξει το επιτόκιο βραχυπρόθεσμων τοποθετήσεων (συνήθως μιας ημέρας) και όχι το επιτόκιο τοποθετήσεων μεγαλύτερης διάρκειας 30 ή 90 ημερών. Σύμφωνα με τη θεωρία των προσδοκίων περί της ερμηνείας της διάρθρωσης των επιτοκίων, ο έλεγχος του μακροπρόθεσμου επιτοκίου αλλοιώνει τη συμπεριφορά των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και της καμπύλης αποδόσεων., Borio Claudio, BIS Economic Papers (1979-1997), Aug. 1997 No 47.

⁷⁹ Σύμφωνα με τον κανόνα του Taylor για τον προσδιορισμό του επιπέδου του επιτοκίου, Taylor, J. 1993, "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195-214.

⁸⁰ Παράδειγμα Β΄: Η FED περιλαμβάνει στους τελικούς στόχους της την ευνοϊκή εξέλιξη έξι οικονομικών μεταβλητών: σταθερότητα τιμών, σταθερή οικονομική ανάπτυξη, υψηλό επίπεδο απασχόλησης, σταθερά μακροχρόνια επιτόκια, σταθερότητα στην αγορά συναλλάγματος και ευστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αν και δεν ορίζει έναν ποσοτικό στόχο για τον πληθωρισμό θεωρεί ικανοποιητικό ένα ποσοστό πληθωρισμού μικρότερο του 2%.

Ο λειτουργικός στόχος και ο ενδιάμεσος στόχος (intermediate target) συνιστούν τον τρόπο μέσω του οποίου θα επιτευχθεί ο τελικός στόχος⁸¹. Ο **ενδιάμεσος στόχος** είναι μια οικονομική μεταβλητή την οποία η κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει με σχετικά μικρή χρονική υστέρηση και υψηλό βαθμό ακρίβειας, η οποία συνδέεται με τον τελικό στόχο με σταθερή και προβλέψιμη σχέση συσχέτισης. Η κεντρική τράπεζα μέσω του λειτουργικού της στόχου μπορεί να ελέγχει τον ενδιάμεσο στόχο με σκοπό την επιδίωξη του τελικού της στόχου. Ποσοτικά νομισματικά μεγέθη, όπως οι νομισματικοί δείκτες, λειτουργούν ως ενδιάμεσοι στόχοι. Συνεπώς ελέγχοντας το βραχυπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο η κεντρική τράπεζα μπορεί να επιτύχει τον ενδιάμεσο και τελικό στόχο της, στο βαθμό που το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο επηρεάζει το μακροπρόθεσμο επιτόκιο, με βάση τη θεωρία των προσδοκιών για την ερμηνεία της διάρθρωσης ληκτότητας των επιτοκίων. Δεδομένου ότι τα επιτόκια διαφορετικής ληκτότητας προσδιορίζουν τις αποφάσεις των οικονομικών μονάδων για κατανάλωση, επένδυση και αποταμίευση, καθίσταται σαφές ότι ο έλεγχος του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου είναι κρίσιμος για την επιδίωξη των τελικών στόχων της νομισματικής πολιτικής.

Στρατηγικές νομισματικής πολιτικής είναι η στρατηγική στόχευσης του ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος ή η στρατηγική στόχευσης του πληθωρισμού.

Στην περίπτωση που η κεντρική τράπεζα επιλέγει τη **στρατηγική στόχευσης του ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος** (monetary targeting)⁸² θέτει

⁸¹ Στη σύγχρονη αντίληψη της οικονομικής πολιτικής οι κεντρικές τράπεζες είναι ανεξάρτητες από οποιοδήποτε κυβερνητικό έλεγχο στην απόφασή τους για τον καθορισμό είτε του επιπέδου του επιτοκίου τους, είτε του τελικού στόχου τους για τον πληθωρισμό, είτε και για τα δυο. Χρήσιμη είναι η διάκριση μεταξύ ανεξαρτησίας στη χρήση μέσων πολιτικής και της ανεξαρτησίας στον καθορισμό πρωταρχικών σκοπών. Τυπικά μια κεντρική τράπεζα μπορεί να είναι ανεξάρτητη στην επιλογή των μέσων νομισματικού ελέγχου αλλά όχι και ανεξάρτητη στον καθορισμό του πρωταρχικού σκοπού. Αυτό σημαίνει ότι η κυβέρνηση καθορίζει τους στόχους της μακροοικονομικής πολιτικής που η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να επιτύχει. Η τελευταία επιλέγει ελεύθερη από κάθε κυβερνητικό έλεγχο τα μέσα για την επίτευξή τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα πλήρως ανεξάρτητων κεντρικών τραπεζών στην επιλογή τόσο του τελικού όσο και του λειτουργικού στόχου είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η FED, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας είναι ελεύθερη στον καθορισμό μόνο του επιπέδου του επιτοκίου ενώ ο στόχος του πληθωρισμού καθορίζεται από την κυβέρνηση (operational independence). Στη δεκαετία του 1990, η Συνθήκη του Maastricht για την Ευρωπαϊκή Ένωση έθεσε ως προϋπόθεση την ανεξαρτησία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και όλων των εθνικών κεντρικών τραπεζών των χωρών-μελών.

⁸² Κατά τον Friedman (1968), ένας σταθερός ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος, που καθορίζεται από το ρυθμό αύξησης του πραγματικού προϊόντος, συμβάλλει στην επίτευξη και διατήρηση σταθερότητας των τιμών, με τελικό αποτέλεσμα τη σταθερή αύξηση της απασχόλησης και

ως πρωταρχικό στόχο την επίτευξη ενός συγκεκριμένου ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος τον οποίο όμως έχει ανακοινώσει εκ των προτέρων.

Στην περίπτωση που η κεντρική τράπεζα επιλέγει τη **στρατηγική στόχευσης του πληθωρισμού** (inflation targeting) θέτει ως πρωταρχικό στόχο της νομισματικής πολιτικής την επίτευξη και διατήρηση ενός χαμηλού και σταθερού ποσοστού πληθωρισμού. Ανακοινώνει δηλαδή συγκεκριμένο ποσοστό πληθωρισμού που θα επιδιώξει να επιτύχει στα επόμενα τέσσερα έτη.

Η αστάθεια της ζήτησης χρήματος οδήγησε πολλές κεντρικές τράπεζες μετά το 1990 να στραφούν στη στρατηγική του στόχου του πληθωρισμού (Καναδάς, Νέα Ζηλανδία, Μ. Βρετανία, Σουηδία, Φιλανδία, Αυστραλία και Ισπανία)⁸³. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει θέσει ως πρωταρχικό σκοπό της νομισματικής πολιτικής της τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών την οποία έχει ορίσει σε ποσοτικούς όρους: βασική της επιδίωξη είναι η διατήρηση του ποσοστού του πληθωρισμού στις χώρες της ζώνης του ευρώ κατώτερου αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα, ώστε να αποφεύγεται ο κίνδυνος εμφάνισης αποπληθωριστικών πιέσεων.

4. Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα, προπολεμικά, η νομισματική πολιτική που ασκούσε η κεντρική τράπεζα, ήταν μια «πολιτική προεξοφλητικού επιτοκίου» (bank rate policy). Το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο παροχής διευκολύνσεων στην αγορά αποτελούσε το λειτουργικό στόχο της νομισματικής πολιτικής. Η Τράπεζα της Ελλάδος έχοντας ως τελικό στόχο τη διατήρηση των μεταλλικών και συναλλαγματικών διαθεσίμων της, αύξανε η μείωνε το προεξοφλητικό επιτόκιο ανάλογα με τις συνθήκες του πληθωρισμού και της ρευστότητας της εγχώριας οικονομίας. Ο υψηλότερος εγχώριος πληθωρισμός στη μεσοπολεμική περίοδο προκαλούσε εμπορικές εκροές (αύξηση των εισαγωγών) σε όφελος των υπόλοιπων χωρών που ακολουθούσαν το ίδιο νομισματικό καθεστώς. Οι ροές εμπορίου και κεφαλαίου έθεταν σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα της μετατρεψιμότητας του εγχώριου νομίσματος. Επειδή οι εμπορικές τράπεζες υπέφεραν από έλλειψη

του προϊόντος, Friedman M. (1968), *A program for monetary stability*, New York, Fordham University Press.

⁸³ Διάφορες παραλλαγές της στρατηγικής στόχευσης του πληθωρισμού ακολουθούν επίσης οι βιομηχανικά αναδυόμενες οικονομίες όπως το Μεξικό, η Κορέα, η Νότιος Αφρική και η Χιλή καθώς και οι νέες οικονομίες στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπως η Ουγγαρία, η Πολωνία και η Τσεχία.

ρευστότητας την εποχή αυτή, η άντληση ρευστότητας μέσω της διευκόλυνσης της αναπροεξόφλησης γραμματίων και συναλλαγματικών ήταν η μόνη διέξοδος, με αποτέλεσμα το επίπεδο του αναπροεξοφλητικού επιτοκίου να προσδιορίζει το επίπεδο του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου της χρηματαγοράς.

Στο καθεστώς του κανόνα χρυσού, μια αύξηση του αναπροεξοφλητικού επιτοκίου αυξάνει την τιμή που πρέπει να καταβάλει ο δανειστής για την αναπροεξόφληση γραμματίων και συναλλαγματικών στην κεντρική τράπεζα και συνεπώς αυξάνει και το κόστος του χρήματος. Επομένως, οι κεντρικές τράπεζες, στην εποχή του κανόνα χρυσού, ήταν σε θέση να ελέγχουν εμμέσως αλλά αποτελεσματικά την ποσότητα του χρήματος και τον πληθωρισμό ώστε να διασφαλίζεται η μετατρεψιμότητα του εγχώριου νομίσματος σε πολύτιμο μέταλλο. Η κεντρική τράπεζα έθετε το προεξοφλητικό της επιτόκιο κοντά στην πραγματική απόδοση του δανειζόμενου κεφαλαίου που αποτελούσε και την «τιμή ισορροπίας» του προεξοφλητικού επιτοκίου ώστε να διασφαλίζεται η νομισματική σταθερότητα. Επομένως, στην περίπτωση που το επιτόκιο προεξόφλησης ήταν μικρότερο από την πραγματική απόδοση του κεφαλαίου, ο δανεισμός χρήματος ήταν φθηνός, με αποτέλεσμα την έκδοση νέου χρήματος, την ενίσχυση της ρευστότητας και του πληθωρισμού της εγχώριας οικονομίας.

Στα πρώτα μεταπολεμικά χρόνια, η νομισματική αστάθεια αποτελούσε ένα από τα κυριότερα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας με κύρια χαρακτηριστικά τον υψηλό πληθωρισμό και την υψηλή ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος, αποτέλεσμα της έλλειψης εμπιστοσύνης του κοινού στο εγχώριο νόμισμα. Η αντιμετώπιση του προβλήματος με τη χρήση διοικητικών μέτρων όπως έλεγχοι των τιμών και επιδοτήσεις αλλά και οι συνεχείς υποτιμήσεις του νομίσματος αποδείχθηκαν ανεπαρκείς δεδομένου ότι η νομισματική πολιτική εξακολουθούσε να είναι χαλαρή.

Την περίοδο αυτή η πολιτική της Τράπεζας της Ελλάδος στράφηκε προς νέο ποσοτικό νομισματικό μέγεθος, τη νομισματική βάση, που αποτέλεσε το λειτουργικό στόχο της νομισματικής πολιτικής. Ο έλεγχος της ποσότητας χρήματος γινόταν μέσω των μεταβολών του **προεξοφλητικού επιτοκίου** και του ύψους των **υποχρεωτικών αποθεματικών** των εμπορικών τραπεζών στην κεντρική τράπεζα.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1950 η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής έγινε έντονα περιοριστική και η πτώση του πληθωρισμού αποτέλεσε πρωταρχικό σκοπό της. Η νέα κατεύθυνση περιλάμβανε κατάργηση πολλών διοικητικών περιορισμών στη λειτουργία των αγορών, σφιχτότερους πιστωτικούς περιορισμούς προκειμένου να μειωθεί η έκδοση χαρτονομίσματος και η μείωση δημοσιονομικών ελλειμμάτων οδήγησαν στην αποδυνάμωση των πληθωριστικών προσδοκιών και στην πτώση του πληθωρισμού. Η υποτίμηση της δραχμής κατά 50% το 1953 σε συνδυασμό με την κατάργηση των επιδοτήσεων των εξαγωγών και των εισφορών στις εισαγωγές που ποικίλουν κατά κατηγορία προϊόντων οδήγησαν σε σύστημα πολλαπλών τιμών συναλλάγματος με σοβαρές στρεβλώσεις στη λειτουργία της αγοράς. Η απελευθέρωση του εμπορίου συνέβαλε στην ομαλοποίηση της λειτουργίας της αγοράς και ανέκαμψε τις πληθωριστικές επιδράσεις της υποτίμησης. Αποδείχθηκε αποτελεσματική στον περιορισμό του ελλείμματος διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας εξαιτίας της μεγάλης διαφοράς πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδας και των εμπορικών της εταίρων μετά τις υποτιμήσεις των ετών 1949 και 1951. Επίσης το ότι η δραχμή συνδέθηκε με τον διεθνή νομισματικό θεσμό του Bretton Woods συνέβαλε στη δημιουργία ενός «ενάρετου κύκλου»⁸⁴ πτωτικής τάσης του πληθωρισμού.

Στην πρώτη μεταπολεμική δεκαετία η κατεύθυνση της πιστωτικής πολιτικής άλλαξε. Η Τράπεζα της Ελλάδος εξαιτίας της ανεπάρκειας των τραπεζικών καταθέσεων παρείχε φθηνά κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτήσει την οικονομική ανάπτυξη. Όμως η χρηματοδότηση μέσω του εκδοτικού προνομίου ενίσχυσε τις πληθωριστικές πιέσεις. Επειδή η εμπιστοσύνη του κοινού στο νόμισμα ενισχυόταν σταδιακά, οι καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες παρουσίαζαν αυξητική τάση, οι τράπεζες αυξάνουν τα διαθέσιμά τους με αποτέλεσμα να μειωθεί η συμμετοχή της κεντρικής τράπεζας στη χρηματοδότηση των παραγωγικών τομέων της οικονομίας και να αυξηθεί η συμμετοχή των εμπορικών τραπεζών. Ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης στην οικονομία μειώθηκε, με αποτέλεσμα να μειωθεί και ο πληθωρισμός.

⁸⁴ Η ελληνική οικονομία είχε για δεύτερη φορά την εμπειρία ενός «ενάρετου κύκλου» πτώσης του πληθωρισμού στη δεκαετία του 1990, μετά τα έντονα πληθωριστικά επεισόδια των δεκαετιών του 1970 και 1980.

Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980, το πιστωτικό σύστημα παρέμενε έντονα ελεγχόμενο από ρυθμιστικές παρεμβάσεις. Οι εμπορικές τράπεζες αν και είχαν τη δυνατότητα να παρέχουν πιστώσεις, η Νομισματική Επιτροπή⁸⁵ έκανε έλεγχο της δανειοδοτικής τους δραστηριότητας, καθορίζοντας τους παραγωγικούς κλάδους που θα χρηματοδοτηθούν σε αυστηρά διοικητικά καθορισμένα επιτόκια.

Με την κατάρρευση του διεθνούς νομισματικού καθεστώτος του Bretton Woods το 1971 και την πτώση της στρατιωτικής δικτατορίας το 1974, οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα άλλαξαν. Στην πρώτη δεκαετία της μεταπολίτευσης, κύριος στόχος της νομισματικής πολιτικής ήταν η αναδιανομή του εισοδήματος και του πλούτου προς τις ασθενέστερες κοινωνικές ομάδες του πληθυσμού. Η στροφή προς μια περισσότερο χαλαρή νομισματική πολιτική εξυπηρετήσε το σκοπό αυτό⁸⁶.

Το 1975 για πρώτη φορά η Κεντρική Τράπεζα ανακοίνωσε ενδιάμεσους στόχους σε ετήσια βάση για τους νομισματικούς δείκτες, παράλληλα, ανακοίνωσε και στόχους για την πιστωτική επέκταση.

Το 1990 η Τράπεζα της Ελλάδος έθεσε ως τελικό της στόχο την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, ανακοίνωσε την επιδίωξη συγκεκριμένου ποσοστού για τον πληθωρισμό σε ετήσια βάση (από το 1998 σε διετή ορίζοντα) ενώ υιοθέτησε ταυτόχρονα ενδιάμεσο στόχο για τους νομισματικούς δείκτες και από το 1995 και για τη συναλλαγματική ισοτιμία. Επίσης, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η Τράπεζα της Ελλάδος θεώρησε ως λειτουργικό στόχο της νομισματικής πολιτικής το επιτόκιο των πάγιων διευκολύνσεών της προς τα πιστωτικά ιδρύματα. Η σχετική απόφαση περί προσαρμογής των βασικών επιτοκίων ήταν συνάρτηση της εξέλιξης της πληθωριστικής διαδικασίας όχι μόνο για την τρέχουσα περίοδο αλλά και για τις μελλοντικές περιόδους. Η πολιτική επιτοκίων ήταν αποτέλεσμα της ανάγκης για τη διαμόρφωση ενός αποτελεσματικού πλαισίου άσκησης

⁸⁵ Σε μια προσπάθεια ελέγχου της έκδοσης νέου χρήματος και περιφρούρησης της εύθραυστης συναλλαγματικής σταθερότητας σε περιβάλλον μεγάλης νομισματικής αβεβαιότητας, δημιουργήθηκε με νόμο το 1946 η **Νομισματική Επιτροπή** με έδρα την Τράπεζα της Ελλάδος. Οι αρμοδιότητές της σύντομα διευρύνθηκαν και βαθμιαία εξελίχθηκε σε ένα πανίσχυρο όργανο της πιστωτικής, νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής. Καταργήθηκε το 1982 με το νόμο 1266 και όλες οι αρμοδιότητές της ασκούνται πλέον από την Τράπεζα της Ελλάδος. Οι αποφάσεις πολιτικής ασκούνται πλέον με Πράξεις του Διοικητή.

⁸⁶ Η αλλαγή κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής σε επεκτατική είχε ήδη αρχίσει από τα χρόνια της δικτατορίας.

νομισματικής πολιτικής αλλά και της απαίτησης για εναρμόνιση (μετά το 1994) με την ενιαία νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος⁸⁷.

5. Η στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής: Τελικοί, Ενδιάμεσοι και Λειτουργικοί Στόχοι.

(α) Περίοδος Πρώτη, 1950-1974: Στην πρώτη δεκαετία μετά την απελευθέρωση δόθηκε έμφαση σε δυο τελικούς στόχους αλληλένδετους μεταξύ τους: α) στη διατήρηση της νομισματικής σταθερότητας (βραχυχρόνιος στόχος) και β) στην προώθηση της ανάπτυξης (μακροχρόνιος στόχος). Τα προβλήματα για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής ήταν πολλά, δεδομένου ότι τα διαθέσιμα τεχνικά μέσα ήταν ανεπαρκή. Η κεφαλαιαγορά ήταν ανύπαρκτη και η χρηματαγορά ελάχιστα ανεπτυγμένη. Αλλά και ο παραγωγικός τομέας της οικονομίας, η βιομηχανία, λειτουργούσε υπό υψηλή δασμολογική προστασία και είχε σαφή προσανατολισμό στην παραγωγή μη εμπορεύσιμων καταναλωτικών αγαθών.

Το πιστωτικό σύστημα ήταν ανελεύθερο. Η Νομισματική Επιτροπή αποφάσιζε την κατανομή των πιστώσεων στην οικονομία. Οι εμπορικές τράπεζες χρηματοδοτούσαν κλάδους και επιχειρήσεις που όριζε η Νομισματική Επιτροπή σε επιτόκια διοικητικά καθορισμένα⁸⁸. Οι τράπεζες ανάθεταν υποχρεωτικά στην Τράπεζα της Ελλάδος στην αρχή το 12% και στη συνέχεια το 8% από τις καταθέσεις τους (όψεως και ταμειυτηρίου). Καθιερώθηκε η αναπροεξόφληση του χαρτοφυλακίου τους και δόθηκε η δυνατότητα προσωρινών ανοιγμάτων των λογαριασμών τους στην Τράπεζα της Ελλάδος. Υποχρεώθηκαν επίσης να δεσμεύουν ένα μέρος από τις ιδιωτικές τους καταθέσεις σε μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια και καθιερώθηκε ο θεσμός των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου ώστε να είναι άνετη η χρηματοδότηση δημόσιων επενδύσεων. Οι εμπορικές τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να διαθέτουν για ορισμένες κατηγορίες πιστώσεων, αυτές που όριζε η Νομισματική Επιτροπή, το 33% των καταθέσεών τους, ενώ για τις μη παραγωγικές δραστηριότητες καθιερώθηκαν χαμηλά επίπεδα χρηματοδότησης.

⁸⁷ Το 1994 άρχισαν από το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα, πρόδρομο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, οι προπαρασκευαστικές εργασίες για την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο τρίτο στάδιο.

⁸⁸ Το 1954 και το 1956 έγιναν κάποια, πολύ περιορισμένα βήματα για την απελευθέρωση του πιστωτικού συστήματος με το να δοθεί στις εμπορικές τράπεζες η δυνατότητα χρηματοδότησης του εμπορίου και της βιομηχανίας.

Αποτέλεσμα του πολύπλοκου πιστωτικού συστήματος που επεκράτησε μεταπολεμικά στην Ελλάδα για περισσότερο από τριάντα χρόνια, με κύριο χαρακτηριστικό τη σωρεία εξειδικευμένων κανόνων και ρυθμίσεων, ήταν η ανεπαρκής ανάπτυξη της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου. Οι εμπορικές τράπεζες είχαν τον παθητικό ρόλο της αποδοχής των αποταμιεύσεων της οικονομίας και της διοχέτευσής τους σε επιτρεπόμενες και υποχρεωτικές χρηματοδοτήσεις υπό όρους που ήταν αυστηρά καθορισμένοι από τις νομισματικές αρχές και όχι με βάση τα τραπεζικά κριτήρια. Οι τράπεζες δεν αναλάμβαναν πρωτοβουλίες, δεν διαχειρίζονταν κινδύνους και το περιθώριο κέρδους ήταν προσδιορισμένο με βάση το διοικητικό καθορισμό των επιτοκίων. Ο κίνδυνος του επιτοκίου ήταν μικρός λόγω της περιορισμένης διακύμανσης των επιτοκίων και ο συναλλαγματικός κίνδυνος ήταν ανύπαρκτος την περίοδο του Bretton Woods και οι πιστωτικοί κίνδυνοι αντιμετωπίζονταν ανεπαρκώς (π.χ. υποθήκες) με συνέπεια την κακή ποιότητα του χαρτοφυλακίου τους.

Ο ασφυκτικός έλεγχος των εμπορικών τραπεζών οδήγησε στην ανάπτυξη ανορθόδοξων διαμεσολαβητικών μηχανισμών στο χρηματοπιστωτικό τομέα (όπως ο θεσμός της αντιπαροχής), επέτρεψε τη φθηνή και άνετη χρηματοδότηση της βιομηχανίας και των εξαγωγών σε βάρος του εμπορίου. Άλλωστε κύριος στόχος της πιστωτικής πολιτικής ήταν η ανάπτυξη της βιομηχανικής δραστηριότητας⁸⁹.

Προκειμένου να ενισχύσει την μακροπρόθεσμη πίστη, η κεντρική τράπεζα προσανατολίστηκε στη διαφοροποίηση της πολιτικής των επιτοκίων με στόχο τη βελτίωση της σύνθεσης των καταθέσεων. Έτσι, μείωσε τα επιτόκια καταθέσεων όψεως και αύξησε τα επιτόκια καταθέσεων μακρότερης διάρκειας. Ο διαφορισμός των επιτοκίων χορηγήσεων ανάλογα με τον κλάδο της οικονομικής δραστηριότητας αποτέλεσε «...μέσο προσαρμογής του κόστους χρήματος προς τη σημασία της κάθε δραστηριότητας...»⁹⁰. Ο διαφορισμός των επιτοκίων χρησιμοποιήθηκε συστηματικά ως μέσο ενίσχυσης της βιοτεχνικής δραστηριότητας με εξαγωγικό προσανατολισμό.

β) Περίοδος Δεύτερη 1975-2000. Τελικός στόχος.

⁸⁹ Τράπεζα της Ελλάδος 1978, *Τα Πενήντα Χρόνια της Τράπεζας της Ελλάδος*, σελ.556-7.

⁹⁰ Τράπεζα της Ελλάδος 1978, *Τα Πενήντα Χρόνια της Τράπεζας της Ελλάδος*, σελ.570.

Μετά την εγκατάλειψη του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών και τη στροφή της παγκόσμιας οικονομίας στις κυμαινόμενες ισοτιμίες, ακολούθησε η μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των πρώτων υλών το 1973 και το 1979. Η παγκόσμια οικονομία υπέφερε από νομισματική αστάθεια, πληθωριστικές πιέσεις και υφεσιακές διαταραχές.

Ο νέος νομισματικός θεσμός του καθεστώτος των κυμαινόμενων ισοτιμιών επέτρεψε την αυτονομία στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, αφού ο προσδιορισμός της ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος ήταν πλέον ευθύνη των νομισματικών αρχών κάθε χώρας. Το αποτέλεσμα ήταν οι μεγάλες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η ενίσχυση της αβεβαιότητας για τη μελλοντική εξέλιξη των ισοτιμιών και η εμφάνιση κερδοσκοπικών πιέσεων στα νομίσματα.

Η δυσμενής διεθνής συγκυρία είχε την αντανάκλασή της στην εγχώρια οικονομία. Με την αποκατάσταση της Δημοκρατίας το 1974 άλλαξε η κατεύθυνση της οικονομικής πολιτικής σε **επεκτατική** διευκολύνοντας τις αυξημένες κοινωνικές απαιτήσεις και εργασιακές διεκδικήσεις. Η παγίωση ενός δημοκρατικού πολιτεύματος ευνόησε την αναδιανομή του εισοδήματος υπέρ των ασθενέστερων τάξεων του πληθυσμού και μετασχημάτισε τα κοινωνικά πρότυπα ώστε να προσεγγίσουν τα αντίστοιχα των ανεπτυγμένων χωρών της Ευρώπης. Στόχοι της οικονομικής πολιτικής που ασκήθηκε την πρώτη δεκαετία της μεταπολίτευσης ήταν η επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας, η αναδιανομή του εισοδήματος και η είσοδος της χώρας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ). Στην περίοδο 1975-1980 βασικός στόχος της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής ήταν η ανάσχεση των υφεσιακών διαταραχών και πληθωριστικών πιέσεων ενόψει της διεθνούς δυσμενούς συγκυρίας. Επομένως η κατεύθυνσή της ήταν **περιοριστική**.

Από το 1982 και μετά εφαρμόστηκε η νέα οικονομική πολιτική λόγω της αλλαγής της κυβέρνησης και είχε ως «κεντρικό στόχο αρχικά τη μείωση του πληθωρισμού, τη βελτίωση του ισοζυγίου πληρωμών και τη στήριξη ενός επιπέδου εσωτερικής ζήτησης ικανού να εξασφαλίσει την ανάσχεση της οικονομικής κάμψης και μια κάποια αναδιανομή του εισοδήματος στα όρια που επιτρέπουν οι διαθέσιμοι πόροι»⁹¹. Όμως, οι στόχοι αυτοί δεν

⁹¹ Τράπεζα της Ελλάδος 1982, *Ετήσια Έκθεση του Διοικητή*, σελ.20

επιτεύχθηκαν. Στη δεκαετία του 1980, η αναδιανομή του πλούτου και του εισοδήματος και η βελτίωση του βιοτικού επιπέδου μέσω δανεισμού καθώς και η διεύρυνση του ρόλου του κράτους στην παραγωγική διαδικασία προκάλεσαν μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα. Το 1981 με την είσοδο της χώρας στην ΕΟΚ η ελληνική οικονομία έλαβε σημαντικές εισοδηματικές ενισχύσεις με τη μορφή επιδοτήσεων οι οποίες κατευθύνθηκαν στην ενίσχυση του προσωπικού εισοδήματος και της κατανάλωσης κυρίως εισαγόμενων αγαθών και όχι σε παραγωγικές αναπτυξιακές τοποθετήσεις οι οποίες θα απέφεραν νέα εισοδήματα στο μέλλον. Σε όλη τη δεκαετία του 1980 η δημοσιονομική πολιτική κυριαρχούσε της νομισματικής. Αν και ως τελικό στόχο τους οι νομισματικές αρχές είχαν θέσει την «ανάσχεση των πληθωριστικών πιέσεων» και ταυτόχρονα την «υποβοήθηση της ανάκαμψης της οικονομίας» επέτρεψαν μέσω της δημόσιας και ιδιωτικής κατανάλωσης την ενίσχυση του πληθωρισμού μέσω της αυξημένης πιστωτικής επέκτασης κυρίως προς το δημόσιο τομέα. Τη νομισματική πολιτική χαρακτήριζε η συγκράτηση της ρευστότητας και ταυτόχρονα ο έλεγχος της κατανομής των τραπεζικών πιστώσεων σε τομείς δραστηριότητας που αποτελούσαν προτεραιότητα της κυβερνητικής οικονομικής πολιτικής (όπως η γεωργία, η βιοτεχνία και ο οικισμός).

Στην περίοδο 1974-1989 ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης ήταν 1,8 εκατοστιαίες μονάδες, δηλαδή πέντε φορές μικρότερος από το αντίστοιχο ποσοστό την περίοδο 1960-1973 και πάνω από μια φορά μικρότερος από τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης του προϊόντος των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2,3%) την ίδια περίοδο. Ο πληθωρισμός ήταν κατά μέσο όρο 18% και ποτέ δεν έπεσε κάτω από το 12,8% , ενώ στην Ευρώπη την ίδια περίοδο ήταν 8,6% και ποτέ δεν ξεπέρασε το 14%. Σε αντίθεση την περίοδο του Bretton Woods ο πληθωρισμός στην Ελλάδα ήταν 3,6% ενώ στις Ευρωπαϊκές χώρες την ίδια περίοδο ήταν 4,6% και ποτέ δεν ξεπέρασε το 4,4%.

Η δεκαετία του 1990 υπήρξε πολύ σημαντική για την ελληνική οικονομία. Χαρακτηρίστηκε ως η «δεκαετία της σύγκλισης». Κατά συνέπεια, η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα μεταβλήθηκε σε **συσταλτική**, προκειμένου να ικανοποιήσει τα κριτήρια της Συνθήκης του Maastricht που αποτελούσαν απαραίτητη προϋπόθεση εισόδου μιας χώρας στη ζώνη του ευρώ. Η Τράπεζα της Ελλάδος έθεσε ως πρωταρχικό της στόχο

την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Από το 1995 άρχισε να θέτει ως τελικό στόχο τη μείωση του πληθωρισμού σε συγκεκριμένο ποσοστό από έτος σε έτος: 7% μέχρι το τέλος του έτους, 5% μέχρι τα τέλη του 1996, 3% μέχρι τα τέλη του 1998 και 2% μέχρι τα τέλη του 1999. Από το 1998, ο ποσοτικός στόχος για τον πληθωρισμό άρχισε να τίθεται σε διετή ορίζοντα. Παράλληλα με τον τελικό στόχο, η Τράπεζα της Ελλάδος έθεσε και ορισμένους πρόσθετους στόχους, όπως η ενίσχυση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ, η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και η ισορροπία του βασικού ισοζυγίου πληρωμών.

Το 1998, σύμφωνα με την ορολογία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η Τράπεζα της Ελλάδος έθεσε ως «πρωταρχικό σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών», αλλά ταυτόχρονα «...στηρίζει τη γενική οικονομική πολιτική της κυβέρνησης»⁹².

γ) Περίοδος Δεύτερη 1975-2000. Ενδιάμεσος στόχος.

Οι ενδιάμεσοι στόχοι αποτελούν συνήθως μακροοικονομικές μεταβλητές που συνδέονται με τον τελικό στόχο και η κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει άμεσα και προβλέψιμα. Τέτοιες μεταβλητές αποτελούν οι νομισματικοί δείκτες (M3 και M4), η συναλλαγματική ισοτιμία και η πιστωτική επέκταση.

Για πρώτη φορά το 1975 και μέχρι το 1982 η Τράπεζα της Ελλάδος ανακοίνωνε σε ετήσια βάση συγκεκριμένο ποσοστό αύξησης της προσφοράς χρήματος με τη στενή έννοια (M0). Από το 1982 οι νομισματικές αρχές εστίασαν το ενδιαφέρον τους στον καθορισμό στόχου για το ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (M3).

Η αστάθεια όμως της ζήτησης χρήματος την περίοδο αυτή, μείωσε σημαντικά την αποτελεσματικότητα του νομισματικού στόχου και από το 1991, η κεντρική τράπεζα άρχισε να παρακολουθεί το M4 ως συμπληρωτικό δείκτη ρευστότητας. Από το 1998 η σημασία του νομισματικού στόχου ως ενδιάμεσου μειώθηκε και η Τράπεζα ανακοινώνει πλέον ενδεικτική πρόβλεψη του ρυθμού αύξησης του M4 στο πλαίσιο της παρακολούθησης του μεγέθους αυτού για το σχεδιασμό της νομισματικής πολιτικής. Η μείωση της σημασίας του νομισματικού δείκτη ως ενδιάμεσου στόχου είναι αποτέλεσμα κυρίως της

⁹² Νόμος 2548 του 1997, *Ρυθμίσεις για την Τράπεζα της Ελλάδος*, άρθρο 1, παράγραφος 1.

ολοκλήρωσης της διαδικασίας απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων (1994) και της αυξανόμενης σημασίας του συναλλαγματικού στόχου.

Παράλληλα με τους νομισματικούς στόχους, οι νομισματικές αρχές υπολόγιζαν και άλλους ενδιάμεσους στόχους, όπως πιστωτικούς στόχους και στόχο για τη συναλλαγματική ισοτιμία. Όσον αφορά τους πιστωτικούς στόχους η κεντρική τράπεζα παρακολουθούσε την εγχώρια πιστωτική επέκταση του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα και ανακοίνωνε ποσοτικούς στόχους σχετικά με το ρυθμό αύξησης της συνολικής επέκτασης.

Ο στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία συνυπήρχε με το στόχο για την μεταβολή των νομισματικών δεικτών και με τους στόχους περί νομισματικής επέκτασης. Μετά την οριστική αποσύνδεση της δραχμής από το δολάριο το 1975, υιοθετήθηκε μια πολιτική ταχείας διολίσθησης της δραχμής προκειμένου να αντισταθμισθούν οι επιδράσεις που είχαν οι μισθολογικές αυξήσεις στη διεθνή ανταγωνιστικότητα της εγχώριας οικονομίας. Οι δυο πετρελαϊκές κρίσεις των ετών 1973 και 1979 είχαν ως αποτέλεσμα την απότομη άνοδο των τιμών των πρώτων υλών και ειδικότερα στην ελληνική οικονομία εκτόξευσαν τον πληθωρισμό σε ποσοστά μεγαλύτερα από 25%. Για την αντιμετώπιση της επιδείνωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, αποτέλεσμα του υψηλού εγχωρίου πληθωρισμού, η διολίσθηση της δραχμής επιταχύνθηκε. Η συναλλαγματική πολιτική αντιστάθμιζε πλήρως τις αυξήσεις μισθών ώστε να μην υπάρξει μείωση των πραγματικών μισθών σε σχέση με την παραγωγικότητα με αποτέλεσμα τη συντήρηση του υψηλού πληθωρισμού και την επιπλέον επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας.

Από το 1990 η πολιτική της ταχείας διολίσθησης της δραχμής περιορίζεται σταδιακά. Το 1994, η Τράπεζα της Ελλάδος καθόρισε ότι η διολίσθηση της δραχμής δεν θα αντισταθμίζει πλήρως τη διαφορά αναμενόμενου πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδας και των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το 1995, για πρώτη φορά, ο στόχος αυτός χαρακτηρίστηκε ως ενδιάμεσος στόχος και ανακοινώθηκε ποσοτικός στόχος της διολίσθησης της δραχμής ως προς το ECU (3%). Για τα επόμενα δυο έτη η Τράπεζα έθεσε ως συναλλαγματικό στόχο τη διατήρηση της σταθερής ισοτιμίας με το ECU. Από το 1998 ενόψει της συμμετοχής της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του Ευρωπαϊκού Νομισματικού

Συστήματος (ΕΝΣ), ο συναλλαγματικός στόχος κατέστη ο μόνος ενδιάμεσος στόχος⁹³.

δ) Περίοδος Δεύτερη 1975-2000. Λειτουργικός στόχος. Το επιτόκιο αναγνωρίζεται ως μέσο επίτευξης του ανακοινωθέντα στόχου αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας και ως μέσο ελέγχου της ρευστότητας στην οικονομία. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι το 1975 η Τράπεζα ανακοίνωσε τον περιορισμό της αύξησης της προσφοράς χρήματος Μ0 σε 12% από 20% για το έτος 1976. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτός ο νομισματικός στόχος η κεντρική τράπεζα αύξησε το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο και το επιτόκιο υπεραναλήψεων των εμπορικών τραπεζών μέσω των τρεχούμενων λογαριασμών τους στην κεντρική τράπεζα. Από τα μέσα του 1978 έως τα μέσα του 1981 ακολούθησε μια πολιτική υψηλών τραπεζικών επιτοκίων για την υλοποίηση των νομισματικών και πιστωτικών στόχων που είχαν τεθεί στο ετήσιο νομισματικό πρόγραμμα. Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής επέβαλε τη σημαντική αύξηση των ονομαστικών τραπεζικών επιτοκίων ώστε να περιορισθεί η ρευστότητα στην οικονομία.

Τον Ιούνιο του 1978 η Νομισματική επιτροπή επέτρεψε στις τράπεζες να καθορίζουν ελεύθερα το επιτόκιο στις μεταξύ τους καταθέσεις. Το μέτρο αυτό αποτέλεσε το πρώτο βήμα για την απελευθέρωση των τραπεζικών επιτοκίων και τη δημιουργία ελεύθερης διατραπεζικής αγοράς χρήματος. Επίσης, επέτρεψε τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων, προκειμένου να ενισχυθεί ο ρυθμός αύξησης των ιδιωτικών καταθέσεων και να περιορισθεί η ζήτηση πιστώσεων. Καθιερώθηκε ο διαφορισμός κατά νόμισμα των επιτοκίων των ιδιωτικών καταθέσεων σε συνάλλαγμα ώστε να παρέχεται μεγαλύτερη ευελιξία στην αντιμετώπιση προβλημάτων ρευστότητας των τραπεζών⁹⁴.

⁹³ Το Μάρτιο του 1998 η δραχμή εντάχθηκε στο ΕΝΣ με υποτίμηση της κεντρικής ισοτιμίας ως προς το ECU κατά 12,3%. Τον επόμενο χρόνο (Ιανουάριος 1999) εντάχθηκε στο ΜΣΙ-2 (353,109 δραχμές ±15%). Στις 17 Ιανουαρίου 2000 η κεντρική της ισοτιμία ανατιμήθηκε κατά 3,5% και έφτασε τις 340,750 δραχμές που αποτέλεσε και την ισοτιμία μετατροπής σε ευρώ. Από τον Ιανουάριο του 2001 η Ελλάδα συμμετέχει στη ζώνη του ευρώ.

⁹⁴ «...οι νομισματικές αρχές άρχισαν να κάνουν από το προηγούμενο έτος ευρύτερη χρήση της πολιτικής (υψηλών) επιτοκίων, τόσο για τον επηρεασμό της κινητοποίησης ιδιωτικών αποταμιεύσεων μέσω του πιστωτικού συστήματος της χώρας όσο και για τον έλεγχο της συνολικής πιστωτικής επέκτασης και τον επηρεασμό της κατανομής των πιστώσεων μεταξύ των διαφόρων κλάδων και δραστηριοτήτων ανάλογα με τη συμβολή τους στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας». Τράπεζα της Ελλάδος 1979, *Ετήσια Έκθεση*, σελ.29

Ξεκίνησε μια προσπάθεια απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος με την κατάργηση πολλών εξειδικευμένων πιστωτικών ελέγχων, περιορισμών και ρυθμίσεων η οποία συνεχίστηκε και τα επόμενα έτη. Στόχος ήταν η αποκατάσταση του ρόλου του επιτοκίου ως μηχανισμού αποταμιευτικών πόρων, με σκοπό τον περιορισμό του φθηνού δανεισμού του κράτους και των τραπεζών από την Τράπεζα της Ελλάδος και την ενίσχυση της λειτουργίας της αγοράς χρήματος και κεφαλαίων.

Από τα τέλη του 1981, τα βασικά επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων και καταθέσεων μειώθηκαν σημαντικά καταδεικνύοντας την αλλαγή κατεύθυνσης της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής σε επεκτατική. Το 1982 καταργήθηκε η Νομισματική Πολιτική και επισπεύσθηκε η απλοποίηση του περίπλοκου συστήματος των πιστωτικών κανόνων και ελέγχων. Καταργήθηκε και ο διαφορισμός των επιτοκίων χορηγήσεων και έγινε η ενοποίησή τους σε τρία βασικά επιτόκια⁹⁵ καθορισμένα πλησίον του επιπέδου πληθωρισμού ώστε βαθμιαία να καθιερωθούν συνεπή με τα πραγματικά επιτόκια στις διεθνείς χρηματαγορές. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 η προσπάθεια απελευθέρωσης της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος εντάθηκε α) με τον περιορισμό των υποχρεωτικών δεσμεύσεων διαθεσίμων για τη χρηματοδότηση συγκεκριμένων δραστηριοτήτων, β) επετράπη μεγαλύτερη ευελιξία στον καθορισμό των επιτοκίων και γ) δόθηκε η δυνατότητα ανάπτυξης νέων τραπεζικών εργασιών (όπως τα στεγαστικά δάνεια). Αναγνωρίστηκε ότι «η επιλογή των πιστοδοτήσεων πρέπει να αποτελεί κατά κύριο λόγο ευθύνη των τραπεζών» και ότι πρέπει να γίνεται με «τραπεζικά κριτήρια ...στα πλαίσια των οικονομικών και κοινωνικών προτεραιοτήτων που καθορίζει η κυβέρνηση... και μέσα στα πλαίσια που καθορίζει η γενική οικονομική πολιτική της κυβέρνησης» (Τράπεζα της Ελλάδος 1983, σελ 28 και 1984, σελ 26).

Με τη εφαρμογή σειράς μέτρων από το 1987 για την απελευθέρωση των επιτοκίων ώστε να διαμορφώνονται ελεύθερα μέσω του μηχανισμού της αγοράς, η Τράπεζα της Ελλάδος άσκησε πολιτική υψηλών πραγματικών

⁹⁵ Για κεφάλαιο κίνησης, για τη χρηματοδότηση πάγιων επενδύσεων στη βιομηχανία και για δάνεια στον αγροτικό τομέα και στη βιοτεχνία από το ειδικό δεσμευμένο κεφάλαιο των εμπορικών τραπεζών.

επιτοκίων⁹⁶. Συνεπώς στο νέο πλαίσιο λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος, που διαμορφώθηκε με την κατάργηση της Νομισματικής Επιτροπής και την απελευθέρωση των επιτοκίων, η Τράπεζα της Ελλάδος έπαψε να θέτει πιστωτικούς κανόνες και να καθορίζει επιτόκια ανά κατηγορία τραπεζικών χορηγήσεων. Όλες οι επιχειρήσεις είχαν πρόσβαση στην τραπεζική χρηματοδότηση με επιτόκια καθορισμένα ελεύθερα στην τραπεζική αγορά. Κύρια αρμοδιότητα της κεντρικής τράπεζας κατέστη η άσκηση αποτελεσματικού νομισματικού ελέγχου μέσω των παρεμβάσεων της στη χρηματαγορά αλλά και η εποπτεία του πιστωτικού συστήματος για να εξασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία του.

6. Μέσα Νομισματικού Ελέγχου στην Ελλάδα.

Τα κύρια μέσα νομισματικής πολιτικής που χρησιμοποίησε η Τράπεζα της Ελλάδος αφορούσαν: α) στο σύστημα ελάχιστων υποχρεωτικών καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην κεντρική τράπεζα (reserve requirements), β) στις πάγιες διευκολύνσεις χρηματοδότησης μέσω της αναπροεξόφλησης γραμματίων και συναλλαγματικών (discount facility), ή μέσω της ενεχυρίασης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (Lombard facility), γ) στις παρεμβάσεις της Τράπεζας με δική της πρωτοβουλία στη διατραπεζική αγορά με τοποθετήσεις μιας μέρας (αποδοχή καταθέσεων ή παροχή ρευστότητας), πράξεις ανοικτής αγοράς ή πώληση τίτλων με συμφωνία και δ) στην άντληση κεφαλαίων από τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω υπεραναλήψεων από τους τρεχούμενους λογαριασμούς τους στην Τράπεζα της Ελλάδος⁹⁷.

Οι υποχρεωτικές καταθέσεις που τηρούσαν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Τράπεζα της Ελλάδος και το επιτόκιο αναπροεξόφλησης των γραμματίων και συναλλαγματικών αποτέλεσαν τα μέσα νομισματικού ελέγχου στην περίοδο πριν το 1975. Οι υποχρεωτικές καταθέσεις εξακολουθούσαν και μετά το 1975 να αποτελούν μέσο νομισματικής πολιτικής αν και οι μεταβολές τους ήταν σπάνιες, επειδή δεν ενδείκνυνται για τον έλεγχο της ρευστότητας

⁹⁶ «...στόχος της νομισματικής πολιτικής από το 1987 είναι η διατήρηση υψηλών επιτοκίων, με αντικειμενικό σκοπό τον έλεγχο της ρευστότητας και της πιστωτικής επέκτασης, τη βελτίωση του ισοζυγίου πληρωμών και τη στήριξη αντιπληθωριστικής συναλλαγματικής πολιτικής». Τράπεζα της Ελλάδος 1989, σελ.30

⁹⁷ Πίνακας 1: Μέσα Νομισματικής Πολιτικής στην Ελλάδα. **Λαζαρέτου Σ.**, «Στρατηγικές και Μέσα Νομισματικής Πολιτικής», κεφ.7, στο υπό δημοσίευση συλλογικό τόμο με τίτλο «Οικονομική Ιστορία του Ελληνικού Κράτους» τόμος β', Πολιτιστικό Ίδρυμα Ομίλου Πειραιώς.

βραχυχρόνια. Προκειμένου να περιορίσει τη ρευστότητα των τραπεζών και να συγκρατήσει την πιστωτική επέκταση η Τράπεζα της Ελλάδος από το 1975 αύξησε τις υποχρεωτικές καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών και επέβαλε το ίδιο και για τις καταθέσεις τους σε συνάλλαγμα. Σε συνδυασμό με την αύξηση του αναπροεξοφλητικού επιτοκίου και του επιτοκίου υπερανάληψης των εμπορικών τραπεζών, μέσω των καταθέσεων τους όψεως που τηρούν στην Τράπεζα της Ελλάδος, η προσφυγή τους για άντληση κεφαλαίων στην κεντρική τράπεζα έγινε πιο δυσχερής. Για τον ίδιο λόγο, δηλαδή τον έλεγχο της ρευστότητας των τραπεζών, οι εμπορικές τράπεζες υποχρεώθηκαν να επενδύουν ποσοστό των διαθέσιμων τους από τις καταθέσεις δραχμών και συναλλάγματος σε έντοκα γραμμάτια και ομολογίες του Δημοσίου. Τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων τα καθόριζε η Νομισματική Επιτροπή σε χαμηλότερα επίπεδα από το μέσο κόστος των τραπεζικών καταθέσεων επιτρέποντας έτσι το χαμηλότερο δανεισμό του κράτους και επιρρίπτοντας το μεγαλύτερο μέρος του κόστους δανεισμού στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας.

Από το 1981 οι εμπορικές τράπεζες υποχρεώθηκαν να διατηρούν στην Τράπεζα της Ελλάδος αδιάθετο υπόλοιπο για την πιστωτική διευκόλυνση των προβληματικών επιχειρήσεων και τη χορήγηση βιοτεχνικών δανείων και σε συνδυασμό με την επιβολή επιτοκίων ποινής από τις υπεραναλήψεις τους από τους τρεχούμενους λογαριασμούς τους που σκοπό είχε τον περιορισμό της εξάρτησής τους από την κεντρική τράπεζα επιχειρήθηκε α) η συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασης και β) ο έλεγχος της κατανομής των πιστώσεων.

Το 1982 πραγματοποιήθηκε η θεσμική αλλαγή στο πλαίσιο της Νομισματικής πολιτικής με την έναρξη της διαδικασίας απελευθέρωσης του πιστωτικού συστήματος που αφορά τόσο στα μέσα άσκησης όσο και στη σχέση Τράπεζας και Δημοσίου. Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού ενοποιήθηκαν σε υψηλότερο επίπεδο, καταργήθηκαν οι επιδοτήσεις επιτοκίου και άρχισαν οι πρώτες προσπάθειες για τη διαμόρφωση των ελεύθερων επιτοκίων⁹⁸. Καταργήθηκαν οι εξειδικευμένοι πιστωτικοί κανόνες που αφορούσαν τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των εμπορικών τραπεζών με κύριο στόχο την

⁹⁸ Λόγω της έλλειψης ανταγωνισμού οι τράπεζες απολάμβαναν μια σειρά ετών υψηλά περιθώρια κέρδους. Μεταξύ των ετών 1980-1984 το περιθώριο κέρδους δεν έπεσε κάτω από 6,5 εκατοστιαίες μονάδες και για πολλές περιόδους έφθασε σε διψήφιο ποσοστό ξεπερνώντας τις 12 ποσοστιαίες μονάδες.

ενίσχυση του ανταγωνισμού και το άνοιγμα νέων τραπεζικών εργασιών. Επίσης, συνέπεια της αντιπληθωριστικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής ήταν οι συνεχείς υψώσεις του επιτοκίου υπερανάλληψης το χρονικό διάστημα 1986-1990 που έφθασε στο 30% με αποτέλεσμα να καταστεί εξαιρετικά δαπανηρή η προσφυγή των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος για άντληση κεφαλαίων. Επομένως, οι εμπορικές τράπεζες υποχρεούνται να διατηρούν περισσότερα ρευστά διαθέσιμα στο ταμείο τους ώστε η προσφυγή για δανεισμό από την κεντρική τράπεζα να γίνεται μόνο για εξαιρετικές συνθήκες που αφορούν την αντιμετώπιση εκτάκτων περιπτώσεων ρευστότητας.

Παρουσιάστηκε επίσης σημαντική αύξηση των επιτοκίων δανεισμού του κράτους από την Τράπεζα η οποία προσεγγίζει τα επιτόκια δανεισμού του ιδιωτικού τομέα. Επίσης, με τη διάθεση (για πρώτη φορά στο κοινό) εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και ομολογιακών τίτλων επιχειρήθηκε η ανάπτυξη μιας εξωτραπεζικής αγοράς χρήματος και κεφαλαίων. Το 1989 καθιερώθηκε το σύστημα διενέργειας πράξεων αγοράς εντόκων γραμματίων του δημοσίου από τις τράπεζες στην Τράπεζα της Ελλάδος, με συμφωνία επαναπώλησης μετά από ορισμένο διάστημα και η παρέμβαση της Τράπεζας από το 1990 στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις μιας μέρας. Τον Μάρτιο του 1990 εγκαινιάστηκε από την Τράπεζα και το αντίστροφο σύστημα της πώλησης με δημοπρασία εντόκων γραμματίων με συμφωνία επαναφοράς τους. Σκοπός και των δυο μέσων πολιτικής ήταν ο έλεγχος της ρευστότητας μέσω της κατάλληλης πολιτικής των επιτοκίων, επειδή τα επιτόκια αντανakλούν τις συνθήκες της αγοράς.

Οι παρεμβάσεις αυτές αν και πραγματοποιούνται από το 1990 ήταν σπάνιες έως το δεύτερο εξάμηνο του 1992, ενώ από τα μέσα του 1994 η Τράπεζα άρχισε να παρεμβαίνει σχεδόν καθημερινά⁹⁹. Για τα έτη 1998-2000 πραγματοποιήθηκε η σταδιακή προσαρμογή προς τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος που αποτελούν την κύρια μέθοδο παρέμβασης με πράξεις ανοικτής αγοράς στη διατραπεζική αγορά.

⁹⁹ Μέχρι το Νοέμβριο του 1994 οι παρεμβάσεις αφορούσαν τοποθετήσεις μιας μέρας, στη συνέχεια η Τράπεζα προέβη σε παρεμβάσεις ενός μήνα και από τις αρχές του 1998 οι παρεμβάσεις αφορούν τοποθετήσεις 14 ημερών και πραγματοποιούνται δε σε εβδομαδιαία βάση.

7. Η εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ.

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

Το 2001 ο πληθωρισμός στην Ελλάδα διαμορφώθηκε στο 3,4% δηλαδή σε υψηλότερα επίπεδα από τον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ και η διαφορά ήταν ίση με 1,2 εκατοστιαία μονάδα κατά μέσο όρο στη διάρκεια του έτους. Οι νομισματικές εξελίξεις χαρακτηρίζονται από σημαντική επιβράδυνση του M3 που αποτελεί την ελληνική συνιστώσα του νομισματικού μεγέθους M3 της ζώνης του ευρώ. Παρά την επιβράδυνση του, υπερέβαινε τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης της ζώνης του ευρώ και αντανάκλυνε την ταχύτερη πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ. Επίσης το 2001 τα τραπεζικά επιτόκια παρουσίασαν πτωτική πορεία, αφού επηρεάστηκαν από τη μείωση των επιτοκίων της Ε.Κ.Τ.(συνολική μείωση κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα), ενώ συνέχισαν την περαιτέρω σύγκλισή τους προς τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ. Ανάλογες μειώσεις παρατηρήθηκαν και στα επιτόκια δανείων-χορηγήσεων τα οποία μειώθηκαν κατά 2,5 εκατοστιαίες μονάδες περίπου¹⁰⁰.

Το 2002 συνεχίστηκε η σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του νομισματικού μεγέθους M3 ο οποίος κυμάνθηκε σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα και αντιστοιχούσε στο 1/3 περίπου του αντιστοίχου ρυθμού αύξησης του συνολικού M3 της ζώνης του ευρώ. Στην υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του M3 συνέβαλε η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις και προς τα νοικοκυριά.

¹⁰⁰ Τράπεζα της Ελλάδος, «Εκθεση του Διοικητή 2001», Αθήνα

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού διαμορφώθηκε στο 3,6%, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από εκείνο του 2001 και υψηλότερο από εκείνο των περισσότερων εταίρων μας στη ζώνη του ευρώ.

Τα περισσότερα τραπεζικά επιτόκια κινήθηκαν πτωτικά το 2002 αφενός λόγω των συνθηκών ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων και αφετέρου η μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ επηρέασε και τα τραπεζικά επιτόκια των χωρών της ζώνης του ευρώ¹⁰¹.

Σχετικά με τη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων θα πρέπει να τονισθεί ότι μετά την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης των διεθνών συναλλαγών και της τραπεζικής αγοράς, η νομισματική πολιτική ασκείται (μέχρι το τέλος του 2000 από την Τράπεζα της Ελλάδος και έπειτα από την ΕΚΤ) σε συνθήκες ανοικτής οικονομίας με ελεύθερο ανταγωνισμό. Τα τραπεζικά επιτόκια διαμορφώνονται με βάση τα διατραπεζικά επιτόκια τα οποία επηρεάζονται από την εκάστοτε ασκούμενη νομισματική πολιτική.

Το 2003 στην Ελλάδα ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού υποχώρησε στο 3,4% βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή. Το γεγονός ότι ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παραμένει υψηλός οφείλεται στην ύπαρξη συνθηκών υπερβάλλουσας ζήτησης σε σημαντικούς τομείς της οικονομίας αλλά και σε μη ικανοποιητικές συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές. Το νομισματικό μέγεθος Μ3 αυξήθηκε στη διάρκεια του 2003 με επιταχυνόμενο ρυθμό, ο οποίος όμως ήταν γενικά χαμηλότερος από αυτόν της ζώνης του ευρώ.

Τα τραπεζικά επιτόκια κινήθηκαν γενικώς πτωτικά ακολουθώντας την πορεία των επιτοκίων στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ, αφού τα τελευταία προσαρμόστηκαν προς νέα χαμηλότερα επίπεδα μετά τη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003 (περίπου κατά 75 μονάδες βάσης)¹⁰².

Το 2004 ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμεινε υψηλός και η υπερβάλλουσα ζήτηση συνέβαλε σε κάποιο βαθμό στη διατήρηση του υψηλού πληθωρισμού τα τελευταία έτη.

¹⁰¹ Τράπεζα της Ελλάδος, «Εκθεση του Διοικητή 2002», Αθήνα

¹⁰² Τράπεζα της Ελλάδος, «Εκθεση του Διοικητή 2003», Αθήνα

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 ενισχύθηκε σημαντικά. Η εξέλιξη αυτή επηρεάστηκε από το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων στρέφοντας έτσι την προτίμηση των αποταμιευτών σε ρευστές τοποθετήσεις.

Τα πραγματικά επιτόκια παρέμειναν το 2004 σε πολύ χαμηλά επίπεδα ενισχύοντας την ιδιωτική κατανάλωση και τις ιδιωτικές επενδύσεις. Σημαντικές μειώσεις σημειώθηκαν και στα επιτόκια των δανείων προς τα νοικοκυριά τα οποία όμως παραμένουν σε υψηλότερο επίπεδο από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ¹⁰³.

Το 2005 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός αυξήθηκε στην Ελλάδα στο 3,5%.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 περιορίστηκε σημαντικά το 2005 και διαμορφώθηκε σε χαμηλότερο επίπεδο από τον αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ.

Οι μεταβολές των επιτοκίων των τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα ήταν μικρού μεγέθους. Τα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά μειώθηκαν το 2005 ενώ τα επιτόκια νέων επιχειρηματικών δανείων αυξήθηκαν η παρέμειναν αμετάβλητα¹⁰⁴.

Η κατεύθυνση της Νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ άλλαξε, με αποτέλεσμα τα βασικά επιτόκια να αυξηθούν έξι φορές έως το τέλος του 2006. Οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων κρίθηκαν απαραίτητες προκειμένου να αποτραπούν οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Επομένως, η Νομισματική Πολιτική αφενός διατήρησε το ρυθμό του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα αφετέρου συνέχισε να συμβάλει στη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης και τη διατήρηση των θέσεων εργασίας στη ζώνη του ευρώ.

Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα το 2006 υποχώρησε ελαφρά στο 3,3% παρά τη μεγάλη αύξηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου. Η αύξηση των επιτοκίων δεν ανέκοψε την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος M3. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 παρουσίασε επιτάχυνση στη διάρκεια του 2006 και ο κύριος παράγοντας της μεταβολής αυτής ήταν η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα παρουσίασαν αυξητικές τάσεις το 2006 και επηρεάστηκαν από τη σταδιακή αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία είχε αρχίσει από τον

¹⁰³ Τράπεζα της Ελλάδος, «Εκθεση του Διοικητή 2004», Αθήνα

¹⁰⁴ Τράπεζα της Ελλάδος, «Εκθεση του Διοικητή 2005», Αθήνα

Δεκέμβριο του 2005. Από τις εξελίξεις αυτές προκύπτει ότι γενικά τα επιτόκια στην Ελλάδα συγκλίνουν με τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο το περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα παραμένει υψηλότερο από αυτό της ζώνης του ευρώ¹⁰⁵.

Η Νομισματική Πολιτική του Ευρωσυστήματος κατέστη σταδιακά λιγότερο διευκολυντική από τα τέλη του 2005. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε σταδιακά μεταξύ του Δεκεμβρίου του 2005 και του Δεκεμβρίου του 2006 τα βασικά επιτόκια κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα, ενώ το 2007 αποφάσισε να τα αυξήσει εκ νέου τον Μάρτιο και τον Ιούνιο κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε στο 4% τον Ιούνιο του 2007. Η διεθνής χρηματοδοτική αναταραχή άρχισε να ασκεί ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια στις αγορές χρήματος των ανεπτυγμένων οικονομιών, επίσης πλήθαιναν οι ένδειξης ότι οι επισφάλειες των στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ θα επηρέαζαν τα πιστωτικά ιδρύματα σε όλο τον κόσμο. ο ρυθμός των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων αυξάνεται συνεχώς και τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη παρουσιάζουν αύξηση επίσης¹⁰⁶.

Αυτές οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις έχουν επηρεάσει δυσμενώς τον πληθωρισμό και τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Όσον αφορά τις δημοσιονομικές εξελίξεις το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκε κάτω από 3% και το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 95%, το δεύτερο υψηλότερο στη ζώνη του ευρώ.

Τα τραπεζικά επιτόκια συνέχισαν την ανοδική τους πορεία το 2007 στις περισσότερες κατηγορίες, επηρεαζόμενα από την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ αλλά και από την άνοδο των επιτοκίων στην αγορά χρήματος εξαιτίας της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο στην Ελλάδα λόγω του εντεινόμενου ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών τα επιτόκια στις δυο σπουδαιότερες κατηγορίες στεγαστικών δανείων παρέμειναν χαμηλότερα από τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ. Ο ετήσιος ρυθμός του Μ3 επιταχύνθηκε.

¹⁰⁵ Τράπεζα της Ελλάδος, «Εκθεση του Διοικητή 2006», Αθήνα

¹⁰⁶ Τράπεζα της Ελλάδος, «Εκθεση του Διοικητή 2006», Αθήνα

Όμως οι αυξήσεις της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου ασκούν πιέσεις και στο γενικό επίπεδο των τιμών. Ο υψηλός ρυθμός ανόδου της εγχώριας ζήτησης, η απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας σχετικά με τις τιμές λόγω υψηλού πληθωρισμού, αλλά και η αύξηση της τιμής του αργού πετρελαίου συμβάλουν σε διερεύνηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστού του ΑΕΠ το 2008 από το ήδη εξαιρετικά υψηλό επίπεδο του προηγούμενου έτους.

Κάτω από αυτές τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, τα πιστωτικά πρότυπα και το κανονιστικό πλαίσιο διαμορφώθηκε το τραπεζικό πλαίσιο ανάληψης κινδύνων και ακολούθησε η χρηματοοικονομική κρίση. Υπό αυτές τις συνθήκες οι νομισματικές αρχές ανέλαβαν αποφασιστική δράση με συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα άσκησης νομισματικής πολιτικής προκειμένου να διασφαλίσουν τον μηχανισμό μετάδοσης. Η εικόνα των ασυνήθιστων περιστάσεων δυσχεραίνει την αξιολόγηση της νομισματικής πολιτικής από την κεντρική τράπεζα αλλά και την άσκησή της σε περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας. Στην αρχή της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης όταν εμποδίστηκε η πρόσβαση σε ρευστότητα στην αγορά χρήματος, το Ευρωσύστημα αντέδρασε με την προσαρμογή του χρόνου και της περιόδου λήξης των μηχανισμών ρευστότητας ώστε να ικανοποιήσει τις ανάγκες των τραπεζών.

Στη δεύτερη φάση από το φθινόπωρο του 2008 και η αναστάτωση εξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, δημιουργήθηκε η ανάγκη για σημαντικότερα μέτρα διασφάλισης του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής επειδή η στενή σχέση μεταξύ βασικών επιτοκίων και επιτοκίων αγοράς χρήματος είχε λάβει μια διαφορετική και πιο περίπλοκη μορφή. Κατά τους τελευταίους μήνες του 2008 και του πρώτους του 2009 η κρίση στην αγορά χρήματος επεκτάθηκε στην πραγματική οικονομία και σε άλλα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Οι εντάσεις στις αγορές χρήματος εμπόδισαν την ικανότητα των τραπεζών για παροχή χρηματοδότησης στην οικονομία, οπότε αποφασίστηκε και η επαυξημένη πιστωτική υποστήριξη (ΕΠΥ) η οποία αποτελείται από μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της ροής πιστώσεων. Αυτά τα μέτρα ήλθαν να συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα

επιτόκια παρά να τα υποκαταστήσουν. Ειδικότερα, η επαυξημένη πιστωτική υποστήριξη (ΕΠΥ) αποτελείται από μια σειρά πέντε μέτρων:

- i. Η ΕΚΤ υιοθέτησε τη διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή- απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας- στο επιτόκιο πολιτικής της, για όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Δηλαδή, οι τράπεζες δανείζονται όση ρευστότητα επιθυμούν από το Ευρωσύστημα, υπό την προϋπόθεση να μπορούν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρο. Επεχείρησε την ενίσχυση της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης των τραπεζών μετριάζοντας όμως τον δυνητικό αρνητικό αποτέλεσμα στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την Οικονομία(Οκτώβριος 2008).
- ii. Η ΕΚΤ επεξέτεινε την ήδη ευρεία λίστα των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, επαυξάνοντας έτσι την πρόσβαση σε ρευστότητα των τραπεζών κατά τη διάρκεια της κρίσης(Οκτώβριος 2008).
- iii. Πέρα από τις εξαμηνιαίες κανονικές λειτουργίες οι οποίες ίσχυαν ήδη, η ΕΚΤ αποφάσισε την ανάληψη τριών λειτουργιών αναχρηματοδότησης με σταθερό επιτόκιο και δωδεκάμηνη περίοδο λήξης. Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες πριν την κρίση σε ένα έτος, επέφερε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών, βραχυπρόθεσμα (δεύτερο εξάμηνο 2009).
- iv. Η ΕΚΤ επαύξησε την παροχή αναχρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, προσφέροντας απεριόριστη παροχή έναντι αποδεκτού ενεχύρου σε ευρώ. Αύξησε όμως και τον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια τα οποία προσέφερε (μέχρι τρεις μήνες), ενώ εισήγαγε και λειτουργίες παροχής ρευστότητας σε ελβετικά φράγκα. Με αυτό τον τρόπο επιδιώχθηκε να αντιμετωπιστούν οι ανάγκες χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα των τραπεζών της ευρωζώνης (πρώτο εξάμηνο 2008).
- v. Η ΕΚΤ ενεργοποίησε την αγορά καλυμμένων ομολόγων τα οποία εκδίδονται στην ευρωζώνη (Ιούνιος 2009). Η αγορά καλυμμένων ομολόγων αντιπροσωπεύει μια μείζονα πηγή χρηματοδότησης των

τραπεζών. Αυτό το μέτρο προήγαγε τις πρωτογενείς εκδόσεις και μείωσε τα ιδιαίτερα αυξημένα ανοίγματα αυτής της αγοράς βοηθώντας στην αναγέννηση της πληγείσας αγοράς.

Όλα τα μέτρα διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική μορφή της ευρωζώνης, όπου οι τράπεζες αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία, αποδείχθηκαν καθοριστικά για την υποστήριξη του τραπεζικού συστήματος, βελτιώνοντας σημαντικά τη ρευστότητα της αγοράς και μειώνοντας τους κινδύνους χρηματοδότησης των τραπεζών.

Μάλιστα, η εμπειρική ανάλυση πάνω στην αποτίμηση της αποτελεσματικότητας των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ (Giannone et al., 2011) δείχνει ότι τόσο οι βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις σε μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, όσο και η στενά οριζόμενη προσφορά χρήματος M1 συμπεριφέρθηκαν όπως την περίοδο προ της κρίσης.

Ωστόσο, η ανάλυση δείχνει και τους περιορισμούς των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ, σημειώνοντας ότι δεν μπορούν να προσφέρουν μόνιμες λύσεις σε σημαντικά διαρθρωτικά θέματα του χρηματοπιστωτικού τομέα τα οποία πρέπει να αντιμετωπισθούν άμεσα¹⁰⁷.

¹⁰⁷ **Αλεξάκης Π.**, «Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα», άρθρο υπό δημοσίευση στο συλλογικό τόμο της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, με τίτλο: «Η διεθνής κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα».

Πίνακας 1. Συμβατικά Μέσα Νομισματικής Πολιτικής στην Ελλάδα

<u>Μέσα πολιτικής</u>	<u>Σχόλια</u>
<p><i>A. Αναπροεξοφλητικό επιτόκιο</i></p> <p>Αναπροεξόφληση γραμματίων και συναλλαγματικών στην Τράπεζα της Ελλάδος.</p>	<p>Μεταβάλλεται σπανίως. Καταργήθηκε το Μάιο του 1998, 1954-74: 19 φορές, 1975-79: 6 φορές, 1980-93: αμετάβλητο, 1994-97: 14 φορές.</p>
<p><i>B. Πράξεις ανοικτής αγοράς</i></p> <p>1. Άμεσες παρεμβάσεις στη διαπραγματευτική αγορά, τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας, 14 ημερών ή ενός μήνα.</p> <p>2. Πράξεις αγοράς ή πώλησης με δημοπρασία εντόκων γραμματίων του Δημοσίου με συμφωνία επαναπώλησης ή επαναγοράς.</p>	<p>Από το 1990. Στην αρχή, οι παρεμβάσεις ήταν σπάνιες, μετά τακτικά και σχεδόν καθημερινά από το δεύτερο εξάμηνο του 1994.</p> <p>Από το 1989 πραγματοποιεί πράξεις αγοράς τίτλων και από το 1990 πράξεις πώλησης τίτλων. Το 2000 προσαρμόστηκαν με τις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.</p>
<p><i>Γ. Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης με ενέχυρο τίτλους του Δημοσίου.</i></p> <p>Κάλυψη έκτακτων, προσωρινών αναγκών. Το επιτόκιο δανεισμού οριοθετεί το άνω όριο του επιτοκίου της αγοράς.</p>	<p>Από το 1993. Συνήθως, οι αντλήσεις ήταν σπάνιες. Το 2000, σε συνθήκες ελλείμματος ρευστότητας έγιναν συχνότερες και εναρμονίστηκαν με τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.</p>
<p><i>Δ. Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων διάρκειας μιας ημέρας.</i></p> <p>Απορρόφηση πλεονάσματος ρευστότητας. Διάκριση δυο κλιμακίων. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριοθετεί το κάτω όριο του επιτοκίου της αγοράς.</p>	<p>Από το 1997. Το 2000 εναρμονίστηκε με τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.</p>
<p><i>Ε. Υποχρεωτικές καταθέσεις.</i></p> <p>Ποσοστό εντόκων ή ατόκων υποχρεωτικών καταθέσεων στην Τράπεζα της Ελλάδος επί των ιδιωτικών καταθέσεων σε δραχμές και σε συνάλλαγμα.</p>	<p>Οι μεταβολές δεν είναι συχνές. Το 2000 το ποσοστό των υποχρεωτικών καταθέσεων μειώθηκε σε 2%.</p>

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ

Αγγελόπουλος Παναγιώτης Χ., (2005), *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (Αγορές – Προϊόντα - Κίνδυνοι)*, εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.

Αλεξιάκης Π., «Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα», άρθρο υπό δημοσίευση στον συλλογικό τόμο της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, με τίτλο: «*Η διεθνής κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*».

Αλογοσκούφης Γ., Λαζαρέτου Σ., (1997), Η Δραχμή, Νομισματικά Καθεστώτα και Δημοσιονομικές Διαταραχές στη Νεότερη Ελλάδα, εκδόσεις Αθηναϊκή Οικονομική, Αθήνα.

Αντωνόπουλος Άγγελος, (1945), *Το οικονομικό πρόβλημα της Ελλάδος*, εκδότης Αργ. Παπαζήσης, Αθήνα.

Γκόρτσος Χρ., (2000), *Τραπεζικό Δίκαιο*, εκδόσεις Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα.

Ζαχαριάδη-Σούρα Δημ., (1993), *Χρήμα – Πίστη - Τράπεζες*, εκδόσεις Α. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς.

Ζολώτας Ξενοφών, (1945), *Η πολιτική της Τραπεζής της Ελλάδος*, εκδότης Αργ. Παπαζήσης, Αθήνα.

Howgego Christopher, (2009), *Η αρχαία ιστορία μέσα από τα νομίσματα*, εκδόσεις Μορφωτικό Ίδρυμα Εθνικής Τραπέζης, Αθήνα.

«Ιστορία του Ελληνικού Έθνους», τόμος ΙΣΤ΄, εκδόσεις Εκδοτική Αθηνών, Α.Ε.2000.

Κορλίρας Παναγιώτης, (2000), *Νομισματική Θεωρία*, εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.

Κορλίρας Π. Γ., (1984), *Εμπειρίες, Προβλήματα, και Προοπτικές της Νομισματικής και Πιστωτικής Πολιτικής στην Ελλάδα*, Τράπεζα της Ελλάδος, Αρχείο Μελετών και Ομιλιών, 49, εκδόσεις ΙΕΤΑ, Αθήνα

Λαζαρέτου Σ., «*Στρατηγικές και Μέσα Νομισματικής Πολιτικής*», κεφ.7, στον υπό δημοσίευση συλλογικό τόμο με τίτλο «*Οικονομική Ιστορία του Ελληνικού Κράτους*» τόμος β΄, Πολιτιστικό Ίδρυμα Ομίλου Πειραιώς.

Παπαδάκης Ι., (1999), *Τραπεζικό Περιβάλλον, Νομισματική Θεωρία και Πολιτική*, τόμος Α΄, εκδόσεις Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα.

Παπαδάκης Ι. Μ., (1984), *Εισαγωγή στη Νομισματική Θεωρία*, τόμος Β΄, εκδόσεις Α. Σάκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή.

Σταθάκης Γιώργος, (2004), *Το δόγμα του Τρούμαν και το σχέδιο Μάρσαλ*, εκδόσεις Βιβλιόραμα, Αθήνα.

«Τα πρώτα πενήντα χρόνια της Τραπεζίης της Ελλάδος, 1928-1978», (1978), εκδόσεις ΙΕΤΑ, Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος (2001), «Έκθεση Διοικητή»

Τράπεζα της Ελλάδος (2002), «Έκθεση Διοικητή»

Τράπεζα της Ελλάδος (2003), «Έκθεση Διοικητή»

Τράπεζα της Ελλάδος (2004), «Έκθεση Διοικητή»

Τράπεζα της Ελλάδος (2005), «Έκθεση Διοικητή»

Τράπεζα της Ελλάδος (2006), «Έκθεση Διοικητή»

Τράπεζα της Ελλάδος (2007), «Έκθεση Διοικητή»

Τράπεζα της Ελλάδος (2008), «Έκθεση Διοικητή»

Τράπεζα της Ελλάδος (2009), «Έκθεση Διοικητή»

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Borio Claudio, BIS Economic Papers (1979-1997), Aug. 1997 No 47.

Bryant C. Ralph, Garganas C. Nicholas, Tavlas S. George,(2001), *Greece's Economic Performance and Prospects*, printed at the Bank of Greece Printing Works, Athens.

Davies Glyn, (1994), *A History of Money*, University of Wales press, Cardiff.

Lazaretou Sophia, (2003), *Greek Monetary Economics in Retrospect: The Adventures of the Drachma*, Bank of Greece Working Paper 2, April.

Lykogiannis Athanassios, (2008), *The Greek post-war economy 1945-2005. A bibliography*, Alyco Editions, Athens.

Park, Y. C. (1972), «Some current issues on the transmission process of monetary policy», Staff Papers, 19, 1-45.

Taylor, J. 1993, “Discretion versus policy rules in practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195-214.

Friedman M. (1968), *A program for monetary stability*, New York, Fordham University Press.

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Euro/Notes-coins/transition.aspx>

http://ec.europa.eu/economy_finance/international/forums/intex_el.htm

<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2009.pdf>