

Νικόλαος Β. Καραμούζης

Υποδιοικητής ΕΤΒΑ και Επίκουρος Καθηγητής, Τμήμα Διεθνών Ευρωπαϊκών και Οικονομικών Σπουδών, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.

Νομισματική Πολιτική και Ελεύθερη Κίνηση Κεφαλαίων

Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, η πλήρης απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και η πολιτική της ελεγχόμενης διολίσθησης της δραχμής που εφαρμόζεται τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα έχουν περιορίσει σημαντικά τους βαθμούς αυτονομίας της νομισματικής πολιτικής. Ο περιορισμός αυτός ισχύει και στο επίπεδο της ποιοτικής και ποσοτικής επιλογής μεσοπρόθεσμων ενδιαμέσων και τελικών στόχων της νομισματικής πολιτικής, αλλά και στο τεχνικό επίπεδο του βραχυπροθέσμου ελέγχου των ρυθμών μεταβολής των νομισματικών μεγεθών και της πολιτικής επιτοκίων που εφαρμόζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Επιλογή Τελικών Στόχων και Αξιοπιστία της Νομισματικής Πολιτικής.

Η πρωταρχική επιδίωξη της Τράπεζας της Ελλάδος στο νέο περιβάλλον που διαμορφώνεται είναι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και η διατήρηση συναλλαγματικής και νομισματικής σταθερότητας. Δευτερευόντως, και μόνο στο βαθμό που δεν θίγεται η επίτευξη των παραπάνω πρωταρχικών στόχων, θα μπορεί η Τράπεζα της Ελλάδος να επιδιώκει συμπληρωματικά και άλλους μακροοικονομικούς στόχους ή να υποβοηθεί το έργο της εκάστοτε Κυβέρνησης. Η επίτευξη των άλλων στόχων θα πρέπει να επιδιώκεται από την Κυβέρνηση με την ενεργή χρήση άλλων μέσων μακροοικονομικής πολιτικής (π.χ. δημοσιονομική, εισοδηματική) διασφαλίζοντας στον μεγαλύτερο δυνατό βαθμό τον συνολικό άριστο συνδυασμό τους.

Η Τράπεζα της Ελλάδος εφαρμόζει με αρκετή συνέπεια την παραπάνω στρατηγική τα τελευταία χρόνια παρά τις δυσκολίες που προέκυπταν από τις υψηλές δανειακές ανάγκες του Δημοσίου Τομέα, τις ισχύουσες μεθόδους χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, τις πολιτικές πιέσεις για χαλάρωση της πολιτικής και την ανεπαρκή ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίου καθώς και των απαραίτητων υποδομών. Η ανεπαρκής δημοσιονομική προσαρμογή τα τελευταία χρόνια σε πολλές περιπτώσεις επιβάρυνε υπέρμετρα τη νομισματική πολιτική που έφερε δυσανάλογα το κύριο βάρος της σταθεροποιητικής πολιτικής, πρακτική που, αν συνεχισθεί και μετά την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, θα οξύνει τις σημαντικές αρνητικές συνέπειες που έχουν ήδη προκληθεί στην ελληνική οικονομία (π.χ. υψηλά πραγματικά επιτόκια και χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της οικονομίας) από το παραπάνω μείγμα οικονομικής πολιτικής.

Η πλήρης απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων καθιστά ακόμη πιο επιτακτική την ανάγκη να συνεχισθεί με συνέπεια η εφαρμογή της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής, όχι μόνο γιατί επιβάλλεται από τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, αλλά γιατί αποτελεί μαζί με τον δραστικό περιορισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, την απελευθέρωση των αγορών, τις διαρθρωτικές αλλαγές της οικονομίας και τον θεσμικό εκσυγχρονισμό (και τη διασφάλιση ελάχιστου βαθμού πολιτικής συναίνεσης;) τις ουσιαστικές προϋποθέσεις για να εισέλθει η χώρα σε σταθερή τροχιά ανάπτυξης και ν' αντιμετωπίσει επιτυχώς την ένταση του διεθνούς ανταγωνισμού.

Μέσα στο νέο απελευθερωμένο πλαίσιο, η άσκηση της νομισματικής πολιτικής αξιολογείται καθημερινά από χιλιάδες εγχώριους και ξένους επενδυτές. Οι τελευταίοι θα σπεύσουν να προστατεύσουν τα συμφέροντά τους όταν διαπιστώσουν παρεκκλίσεις, αμφιταλαντεύσεις και έλλειψη συνέπειας στην εφαρμογή της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής ή στην πορεία μείωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, δημιουργώντας συνθήκες συναλλαγματικής και νομισματικής κρίσης με ανυπολόγιστες αρνητικές συνέπειες, όπως έδειξαν τα πρόσφατα γεγονότα του Μαΐου. Υπενθυμίζουμε ότι η επανάσταση στην πληροφορική και τις επικοινωνίες σε συνδυασμό με την απελευθέρωση και διεθνοποίηση των εγχωρίων αγορών χρήματος και κεφαλαίου διευκολύνουν σήμερα τη μετακίνηση τεράστιων ποσών κερδοσκοπικών κεφαλαίων σε ελάχιστο χρονικό διάστημα όταν, για παράδειγμα, οι προσδοκίες για τις ισοτιμίες και τα επιτόκια μεταβληθούν αρνητικά ή δημιουργηθούν αμφιβολίες για τις προθέσεις είτε της Κεντρικής Τράπεζας όσον αφορά την επιδίωξη των αντιπληθωριστικών στόχων είτε της εκάστοτε Κυβέρνησης για τη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Η αξιοπιστία της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής θα βελτιώνεται σταθερά και η πιθανότητα συναλλαγματικών και νομισματικών κρίσεων θ' απομακρύνεται, *ceteris paribus*, στον βαθμό που οι αγορές παρατηρούν διαχρονική συνέπεια στη συμπεριφορά της Τράπεζας της Ελλάδος. Σημαντική παράμετρος για τη διαμόρφωση τέτοιων προσδοκιών από το κοινό είναι η άμεση και αποτελεσματική εφαρμογή από την Τράπεζα της Ελλάδος πολιτικής αντιστάθμισης των συστηματικών θετικών αποκλίσεων του ρυθμού μεταβολής των νομισματικών μεγεθών από τους ετήσιους στόχους που έχουν ανακοινωθεί με εξαίρεση τις περιπτώσεις τεκμηριωμένης μετατόπισης της καμπύλης ζήτησης χρήματος ή άλλων χρηματοπιστωτικών κραδασμών. Η πολιτική αυτή θα πρέπει να εφαρμόζεται με γνώμονα τα μακροπρόθεσμα οφέλη που θα προκύψουν για την οικονομία αγνοώντας σε μεγάλο βαθμό τις πιθανές βραχυχρόνιες αρνητικές επιπτώσεις που μπορεί να προκληθούν σε άλλους τομείς της οικονομίας και τις "πιέσεις" που θ' ασκούνται για χαλάρωση της πολιτικής. Οι βραχυχρόνιες αρνητικές επιπτώσεις μπορεί ν' αμβλυνθούν αν εφαρμοσθεί η κατάλληλη δημοσιονομική και εισοδηματική πολιτική.

Να επισημάνουμε ότι η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι η αξιοπιστία των νομισματικών αρχών βελτιώνεται σταδιακά και σταθερά όταν οι τελευταίες επιδεικνύουν συνεπή διαχρονική συμπεριφορά όσον αφορά την εφαρμογή της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής, δηλαδή είναι μία διαδικασία χρονοβόρα και με υψηλό ίσως βραχυχρόνιο κόστος, αλλά με σημαντικά μακροπρόθεσμα οφέλη. Αντίθετα, η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής, σε χώρες όπως η Ελλάδα, χάνεται εύκολα όταν οι αγορές διαπιστώσουν συστηματικές αποκλίσεις στην εφαρμογή της αντιπληθωριστικής πολιτικής. Η επανάκτηση της αξιοπιστίας σ' αυτή την περίπτωση γίνεται ακόμη πιο δύσκολη στο μέλλον και κάτω από χειρότερες αρχικές συνθήκες. Υπάρχει, δηλαδή, μία βασική ασυμμετρία στη συμπεριφορά των αγορών σ' αυτόν τον τομέα.

Η αταλάντευτη εφαρμογή της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής και η μη "διευκόλυνση" της χρηματοδότησης του δημοσιονομικού ελλείμματος από την Κεντρική Τράπεζα θα εντείνουν, επίσης, τις πιέσεις για τη συνεπή υλοποίηση του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής που έχει ανακοινώσει η Κυβέρνηση. Το τελευταίο, θα βελτιώσει τη συνολική αξιοπιστία της μακροοικονομικής πολιτικής με γενικότερες ευεργετικές επιπτώσεις για την οικονομία της χώρας μεσοπρόθεσμα.

Πρέπει, νομίζω, να τονισθεί ότι η εφαρμογή συναλλαγματικής πολιτικής "σκληρού" νομίσματος είναι ίσως αναγκαία αλλά όχι ικανή συνθήκη για την ενίσχυση της αξιοπιστίας της Κεντρικής Τράπεζας στην εφαρμογή της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής. Υπάρχουν παραδείγματα χωρών με ελεύθερα κυμαινόμενες τις ισοτιμίες των νομισμάτων τους όπου η εφαρμογή με συνέπεια αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής αφ' ενός, είναι πειστική με ευεργετικές επιπτώσεις στο ύψος των επιτοκίων, αφ' ετέρου, οδηγεί σε

σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών χωρίς ν' απαιτούνται παρεμβάσεις από την Κεντρική Τράπεζα ή υπερβολικά υψηλά βραχυχρόνια επιτόκια. Διαφαίνεται ότι η νομισματική σταθερότητα σε μονιμότερη βάση δεν εισάγεται αλλά κερδίζεται στο εσωτερικό της χώρας με την εφαρμογή της κατάλληλης οικονομικής πολιτικής.

Μεγάλη σημασία για την εδραίωση της αξιοπιστίας της Κεντρικής Τράπεζας είναι η άμεση θεσμική κατοχύρωση της ανεξαρτησίας της σύμφωνα με το άρθρο 107 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση παράλληλα με την τροποποίηση του Καταστατικού της, την αναδιάρθρωσή της και την καθιέρωση διαδικασιών δημοκρατικής λογοδοσίας έναντι της εκτελεστικής και νομοθετικής εξουσίας. Η καθυστέρηση της υλοποίησης αυτής της ουσιαστικής θεσμικής αλλαγής αποδυναμώνει την προσπάθεια για την επίτευξη χαμηλού ρυθμού πληθωρισμού σε μόνιμη βάση στην Ελλάδα και χαλαρώνει σε κάποιο βαθμό τις πιέσεις για δημοσιονομική εξυγίανση.

Ο Έλεγχος των Επιτοκίων

Μετά την πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, η Τράπεζα της Ελλάδος διατηρεί τη δυνατότητα ελέγχου των βραχυπροθέσμων ονομαστικών επιτοκίων ως μέσων νομισματικής πολιτικής, αλλά δεν μπορεί πλέον να ελέγχει παρά μόνο να επηρεάζει με τη συμπεριφορά της και την εφαρμοζόμενη πολιτική τα μεσομακροπρόθεσμα ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια που διαμορφώνονται ελεύθερα στην αγορά.

Η συνέπεια ή ευρύτερα η αξιοπιστία της Τράπεζας της Ελλάδος στην άσκηση της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής αποτελεί έναν από τους βασικούς καθοριστικούς παράγοντες των μεσομακροπροθέσμων επιτοκίων διότι συμβάλλει, *ceteris paribus*, στην αποκλιμάκωση των πληθωριστικών προσδοκιών και τη μείωση των *premia* κινδύνων (συναλλαγματικού και από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων) που απαιτούν οι συναλλασσόμενοι στο χρηματοπιστωτικό σύστημα για να διατηρήσουν τις επενδύσεις τους σε δραχμές. Απόπειρα από την Κεντρική Τράπεζα, για να διατηρηθούν τα επιτόκια σε "χαμηλά" επίπεδα με συστηματική έκχυση ρευστότητας, θα προκαλούσε αποσταθεροποιητικές καταστάσεις που θα κατέληγαν σε αύξηση τελικά των επιτοκίων, ιδιαίτερα των μεσομακροπροθέσμων, και σε συναλλαγματικές πιέσεις.

Επιπλέον, το ύψος των εγχωρίων επιτοκίων μετά την πλήρη κατάργηση των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων εξαρτάται από το ύψος των ξένων επιτοκίων και τις προσδοκίες για την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής. Μία χειροτέρευση, για παράδειγμα, των προσδοκιών αναφορικά με τον ρυθμό υποτίμησης της δραχμής θα ασκούσε ανοδική πίεση στα εγχώρια επιτόκια και *vice-versa*. Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι η πλήρης ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων έχει συνδέσει άρρηκτα τα εγχώρια επιτόκια με τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Η σύνδεση των επιτοκίων είναι πιο έντονη ιδιαίτερα στην Ελλάδα διότι εφαρμόζεται πολιτική βραδείας διολίσθησης του νομίσματος.

Η συνεπής εφαρμογή αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής δεν επαρκεί για την επίτευξη του στόχου της αποκλιμάκωσης των επιτοκίων σε καθεστώς ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων. Θα πρέπει απαραίτητα να συνοδεύεται από ικανοποιητική δημοσιονομική προσαρμογή. Η δραστική περικοπή των δημοσιονομικών ελλειμμάτων θα μειώσει τις δανειακές ανάγκες του Δημοσίου Τομέα με πτωτική επίπτωση στα πραγματικά και ονομαστικά επιτόκια. Η εξέλιξη αυτή θα τείνει να περιορίζει περαιτέρω το δημοσιονομικό έλλειμμα, διότι κάθε μείωση των επιτοκίων κατά μία ποσοστιαία μονάδα έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος κατά 160 δισεκ. δραχμές περίπου.

Η δραστική συρρίκνωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων θα συμβάλει στην αποκλιμάκωση των πληθωριστικών προσδοκιών και για έναν επιπρόσθετο λόγο. Απομακρύνει την

προοπτική δημοσιονομικής κρίσης, αμβλύνοντας σημαντικά τις όποιες προσδοκίες του κοινού για την πιθανότητα μελλοντικής χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με πληθωριστικό χρήμα. Η δυνατότητα αυτή με τη μέθοδο του απ' ευθείας δανεισμού του Δημοσίου από την Τράπεζα της Ελλάδος έχει αποκλεισθεί νομοθετικά στην Ελλάδα μετά την ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία του σχετικού άρθρου 104 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση. Αλλά επισημαίνουμε ότι υπάρχουν σήμερα διαθέσιμες τεχνικές περιγραφής του παραπάνω περιορισμού βραχυχρονίως και κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις. Η προσφυγή σε τέτοια τεχνάσματα επιλύει μεν βραχυχρόνια προβλήματα χρηματοδότησης του δημοσιονομικού ελλείμματος, αλλά υπονομεύει την αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής και της Κεντρικής Τράπεζας και υποθηκεύει την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών τραπεζών.

Να σημειώσουμε ότι τα πραγματικά επιτόκια ακολουθούν την τελευταία δεκαπενταετία σταθερή πορεία ανόδου. Για παράδειγμα, τα πραγματικά *ex post* επιτόκια των εντόκων γραμματίων (δωδεκάμηνης διάρκειας) αυξήθηκαν από -3% την περίοδο 1981-86, σε 3.9% την περίοδο 1987-90, σε 5.7% την περίοδο 1991-93 και σε 7.9% τον Σεπτέμβριο του 1994. Η αύξηση αυτή οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης, στην αύξηση των δανειακών αναγκών του Δημοσίου, στη μείωση της παραγωγικότητας των συντελεστών της παραγωγής, κυρίως λόγω της στασιμότητας των παραγωγικών επενδύσεων, στο περιθώριο (*premium*) συναλλαγματικού κινδύνου που ενσωματώνεται στα επιτόκια λόγω της συναλλαγματικής πολιτικής που εφαρμόζεται τα τελευταία χρόνια και στο περιθώριο (*premium*) κινδύνου επιτοκίου που σχετίζεται με την πιθανότητα έντονης μελλοντικής ανοδικής διακύμανσης των επιτοκίων είτε λόγω της διεύρυνσης του δημοσιονομικού ελλείμματος είτε λόγω της πιθανότητας συναλλαγματικών κρίσεων. Για χώρες όπως η Ιταλία, η Σουηδία, ο Καναδάς έχει υπολογισθεί ότι τα παραπάνω περιθώρια κινδύνου προσθέτουν στα εγχώρια επιτόκια τρείς με τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες.

Η μείωση των ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων αποτελεί ένα σύνθετο ζήτημα που επηρεάζεται από πολλές παραμέτρους και παράγοντες της οικονομικής πολιτικής. Αναμφίβολα, όμως, η συνεπής και χωρίς παρεκκλίσεις εφαρμογή του μακροοικονομικού προγράμματος σύγκλισης της Κυβέρνησης, ιδιαίτερα όσον αφορά τον δραστικό περιορισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την αξιόπιστη εφαρμογή αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής, αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο για την αποκλιμάκωση των επιτοκίων σε μόνιμη βάση.

Ελεγχος των Νομισματικών Μεγεθών

Στο τεχνικό επίπεδο, η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων σε συνδυασμό με την πολιτική της ελεγχόμενης διολίσθησης της δραχμής, περιπλέκουν τις δυνατότητες ελέγχου της νομισματικής ρευστότητας και του ρυθμού μεταβολής των νομισματικών μεγεθών από την Τράπεζα της Ελλάδος, τουλάχιστον βραχυχρονίως.

Κατ' αρχάς, αν η πολιτική της βραδείας διολίσθησης της δραχμής (σε σχέση με τη διαφορά των δραχμικών από τα ξένα επιτόκια) είναι πειστική, θα σημειωθεί αύξηση της δραχμικής ρευστότητας. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι η θετική διαφορά επιτοκίων υπέρ της δραχμής που υπερβαίνει τις προσδοκίες για τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής, έχει ως αποτέλεσμα αφ' ενός, την εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές τοποθετήσεις σε δραχμές και αφ' ετέρου, την αύξηση του δανεισμού σε συνάλλαγμα που δραχμοποιείται από εγχώριες επιχειρήσεις. Τέτοια φαινόμενα, για παράδειγμα, παρατηρήθηκαν τον Ιούλιο και τον Αύγουστο του 1994, αλλά και πρόσφατα όπου οι εισροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων συνεχίζονται διότι οι βραχυχρόνιες αποδόσεις δραχμικών κερδοσκοπικών τοποθετήσεων παραμένουν υψηλές κυρίως λόγω της εφαρμοζόμενης συναλλαγματικής πολιτικής σε σχέση με τη διαφορά επιτοκίων.

Οι δυσκολίες ελέγχου της νομισματικής ρευστότητας που περιγράψαμε παραπάνω προκύπτουν από το γεγονός ότι η πολιτική μείωσης των επιτοκίων που απαιτείται για την αποθάρρυνση των κερδοσκοπικών εισροών κεφαλαίων μπορεί ν' αντιστρατεύεται την αντιπληθωριστική πολιτική που εφαρμόζεται.

Η πολιτική ουδετεροποίησης από την Τράπεζα της Ελλάδος της δραχμικής ρευστότητας που προκύπτει από την εισροή συναλλάγματος πιθανόν να έχει ζημιογόνα επίπτωση στα αποτελέσματα της Τράπεζας, αν αποκτήσει μονιμότερο χαρακτήρα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα έσοδα από τόκους συναλλάγματος που προκύπτουν από την αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Τράπεζας της Ελλάδος (μέσω παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος) και τη διολίσθηση της δραχμής δεν καλύπτουν τους δραχμικούς χρεωστικούς τόκους που προκύπτουν εις βάρος της Τράπεζας από τις παρεμβάσεις στην χρηματαγορά με απορρόφηση της δραχμικής ρευστότητας στο πλαίσιο της πολιτικής ουδετεροποίησης της.

Εκτιμάται ότι είναι ίσως επιβεβλημένη η εφαρμογή μιάς επιθετικής πολιτικής αποθάρρυνσης των εισροών (εκροών) κερδοσκοπικών κεφαλαίων με τη χρήση της κατάλληλης πολιτικής επιτοκίων και συναλλαγματικών ισοτιμιών (μεγαλύτερη διακύμανση με βάση τη ροή των κεφαλαίων) που αποθαρρύνει τους κερδοσκόπους στην ανάληψη σημαντικών κερδοσκοπικών πρωτοβουλιών, ιδιαίτερα αν η πολιτική αυτή δεν αντιστρατεύεται την επίτευξη των μεσοπροθέσμων νομισματικών και συναλλαγματικών στόχων. Διαφορετικά, αν οι κερδοσκοπικές εισροές κεφαλαίων αποκτήσουν μονιμότερο χαρακτήρα, αναμένοντας την κατάλληλη ευκαιρία αντιστροφής τους, οι νομισματικές αρχές θα πρέπει να κάνουν χρήση άλλων ανεξαρτήτων μέσων νομισματικής πολιτικής (π.χ. δεσμεύσεις) για την επίτευξη των νομισματικών στόχων.

Ενας δεύτερος παράγοντας που περιπλέκει τον έλεγχο της νομισματικής ρευστότητας βραχυχρονίως είναι ο δανεισμός σε συνάλλαγμα του Δημόσιου Τομέα, η δραχμοποίηση του οποίου μέσω της Τράπεζας της Ελλάδος αυξάνει τη δραχμική ρευστότητα. Στον τομέα αυτό η συνεργασία της Τράπεζας της Ελλάδος με το Δημόσιο όσον αφορά το χρονοδιάγραμμα δραχμοποίησης των δανείων σε συνάλλαγμα αποτελεί την ελάχιστη προϋπόθεση για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που πιθανόν να προκύπτουν. Αλλά σ' αυτή τη συνεργασία η Κεντρική Τράπεζα οφείλει να εφαρμόζει απαρέγκλητα τη βασική αρχή ότι η χρηματοδότηση του δημοσιονομικού ελλείμματος με δανεισμό σε συνάλλαγμα που δραχμοποιείται δεν πρέπει ούτε να δυσχεραίνει την επίτευξη των νομισματικών στόχων ούτε ν' ανατρέπει την αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική που εφαρμόζεται. Αν κάτι τέτοιο προκύπτει στην πράξη, η Τράπεζα της Ελλάδος οφείλει να ουδετεροποιήσει με τις κατάλληλες παρεμβάσεις στην αγορά χρήματος τις επιπτώσεις του εξωτερικού δανεισμού του Δημοσίου στη δραχμική ρευστότητα.

Ενας τρίτος παράγοντας είναι η ενεργός πλέον παρουσία ξένων τραπεζών και αλλοδαπών θεσμικών επενδυτών στις εγχώριες αγορές χρήματος και κεφαλαίου που επιδιώκουν το κέρδος όχι μόνο με ανάληψη συναλλαγματικών κινδύνων, αλλά κυρίως με ανάληψη κινδύνων επιτοκίου στη διατραπεζική αγορά δραχμών (gaping) και στην αγορά τίτλων, με χρήση νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και τεχνικών κάλυψης χρηματοπιστωτικών κινδύνων και δημιουργίας κερδοσκοπικών θέσεων και με επενδύσεις στο Ελληνικό Χρηματιστήριο. Παράλληλα έχουν αυξηθεί σημαντικά οι συναλλαγές μεταξύ εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων με αντίστοιχα του εξωτερικού, γεγονός που διεθνοποιεί περαιτέρω τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές. Οι παραπάνω εξελίξεις περιπλέκουν την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και τον ορισμό των νομισματικών μεγεθών που επιδιώκει να ελέγχει η Τράπεζα της Ελλάδος.

Ο καθορισμός των επιτοκίων των εντόκων γραμματίων του ελληνικού Δημοσίου με διοικητικά μέσα αποτελεί ένα τέταρτο ζήτημα που περιπλέκει την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, ιδιαίτερα όσον αφορά τον έλεγχο του ρυθμού μεταβολής της νομισματικής μεταβλητής M3. Έχει αποδειχθεί από τη μέχρι σήμερα εμπειρία ότι ο βαθμός κάλυψης των μηνιαίων δανειακών αναγκών του Δημοσίου εξαρτάται κυρίως από δύο βασικούς παράγοντες. α) Τη διαφορά επιτοκίων μεταξύ των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και των επιτοκίων των προθεσμιακών τραπεζικών καταθέσεων και του Ταμιευτηρίου σε καθαρή βάση (μετά την παρακράτηση του φόρου) . β) Τη διαφορά των βραχυχρονίων αποδόσεων μεταξύ των δραχμικών κινητών αξιών και των κινητών αξιών σε συνάλλαγμα σε σχέση με την αντίστοιχη αναμενόμενη διολίσθηση της δραχμής έναντι των βασικών ξένων νομισμάτων. Επισημαίνεται ότι η Τράπεζα της Ελλάδος με τις παρεμβάσεις της στην διατραπεζική αγορά χρήματος συμβάλλει στη διαμόρφωση των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς που αποτελούν βασικό καθοριστικό παράγοντα των επιτοκίων προθεσμιακών καταθέσεων, ιδιαίτερα για μεγάλα ποσά. Αρα, η διατραπεζική αγορά χρήματος αποτελεί τον συνδετικό κρίκο μεταξύ Τράπεζας της Ελλάδος και τραπεζικών επιτοκίων που προσφέρονται στο κοινό.

Στην πρώτη περίπτωση η διεύρυνση της διαφοράς των επιτοκίων των εντόκων γραμματίων από τα καθαρά επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων ευνοεί τη χρηματοδότηση του δημοσιονομικού ελλείμματος με υποκατάσταση στο χαρτοφυλάκιο των ιδιωτών των καταθέσεων κάθε μορφής με τίτλους του Δημοσίου. Αν το Δημόσιο καθορίσει τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων σε σχετικά υψηλά επίπεδα (σε σχέση με τα αντίστοιχα των καταθέσεων σε καθαρή βάση), η υποκατάσταση των καταθέσεων με έντοκα γραμμάτια που αναφέραμε παραπάνω οδηγεί σε επιβράδυνση του ρυθμού μεταβολής του νομισματικού μεγέθους M3, ιδιαίτερα αν οδηγεί σε αύξηση των δραχμικών διαθεσίμων του Δημοσίου στην Τράπεζα της Ελλάδος λόγω ετεροχρονισμού των δαπανών. Οι τράπεζες για να καλύψουν άμεσα τις εκροές ρευστών διαθεσίμων τους πιέζουν ανοδικά τα διατραπεζικά επιτόκια θέτοντας την Κεντρική Τράπεζα προ σοβαρού διλήμματος αναφορικά με το αν και σε ποίο βαθμό θα ικανοποιήσει την αυξημένη ζήτηση ρευστότητας. Αν η ζήτηση δραχμικών διαθεσίμων ικανοποιηθεί με έκχυση ρευστότητας, η πίεση στα δραχμικά διατραπεζικά επιτόκια αμβλύνεται μεν αλλά η Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να έχει την προσοχή της στραμμένη στο πότε το Δημόσιο θα χρησιμοποιήσει για πληρωμές τα δραχμικά διαθέσιμα που δημιουργούνται στην Τράπεζα της Ελλάδος για να εφαρμόσει πολιτική ουδετεροποίησης της ρευστότητας που προκύπτει. Διαφορετικά υπονομεύεται η αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική. Αν η Κεντρική Τράπεζα, όμως, δεν ικανοποιήσει την αυξημένη ζήτηση για δραχμικά διαθέσιμα, τότε οι τράπεζες σταδιακά θα προχωρήσουν στην αύξηση των επιτοκίων προθεσμιακών καταθέσεων και του επιτοκίου Ταμιευτηρίου, ενώ ανοδική θα είναι και η πορεία των διατραπεζικών επιτοκίων (η μικρή αύξηση ρευστότητας των τραπεζών που θα προκληθεί από την αποδέσμευση των διαθεσίμων των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος δεν επαρκεί για να καλύψει τη ζήτηση).

Αντίστροφα, αν το Δημόσιο καθορίσει τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων σε σχετικά χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τα αντίστοιχα των καταθέσεων, η χρηματοδότηση του ελλείμματος από το κοινό δεν ικανοποιείται και η Κυβέρνηση θα πρέπει να προσφύγει σε εναλλακτικές λύσεις, κυρίως στον εξωτερικό δανεισμό και τις πωλήσεις τίτλων στις τράπεζες. Η δραχμοποίηση του συναλλάγματος δημιουργεί δραχμική ρευστότητα που η Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει ν' αποφασίσει αν θα ουδετεροποιήσει με παρεμβάσεις στη διατραπεζική αγορά ή θα επιτρέψει τη μείωση των διατραπεζικών επιτοκίων.

Στη δεύτερη περίπτωση, η διαφορά των δραχμικών επιτοκίων από τα αντίστοιχα του συναλλάγματος σε σχέση με την αναμενόμενη διολίσθηση της δραχμής καθορίζει τον βαθμό στον οποίο τα εγχώρια επιτόκια (άρα και το ύψος που διαμορφώνεται η διαφορά μεταξύ εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς και των καταθέσεων) μπορούν να μειωθούν χωρίς να υπονομεύεται η πολιτική της

"σκληρές" δραχμής που εφαρμόζεται και χωρίς να περιορίζεται σημαντικά η δυνατότητα χρηματοδότησης του ελλείμματος από εγχώριες πηγές (με αποτροπή πιθανών εκροών κεφαλαίων) και από το εξωτερικό με επιβράδυνση των εισροών κεφαλαίων.

Βλέπουμε, λοιπόν, ότι με το σημερινό σύστημα το Δημόσιο διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο για τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής. Η μείωση των επιτοκίων των εντόκων γραμματίων θα οδηγεί σε άνετη χρηματοδότηση του δημοσιονομικού ελλείμματος κάτω από δύο προϋποθέσεις: η Κεντρική Τράπεζα μειώνει παράλληλα τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά και η διαφορά των βραχυπροθέσμων εγχωρίων επιτοκίων από τα αντίστοιχα του εξωτερικού υπερβαίνει την αναμενόμενη διολίσθηση της δραχμής. Σε αντίθετη περίπτωση θα προκληθούν εκροές κεφαλαίων, που θα "δυσκολέψουν" τη κάλυψη των δανειακών αναγκών του Δημοσίου στα τρέχοντα χαμηλότερα επιτόκια.

Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο ν' αναφερθεί ότι η Κεντρική Τράπεζα με τη σημερινή πρακτική της όσον αφορά τις παρεμβάσεις στην αγορά χρήματος δεν κάνει χρήση του πλαισίου που δημιουργήθηκε στο παρελθόν με την καθιέρωση του Lombard rate και του προεξοφλητικού επιτοκίου που διαμόρφωναν ένα περιθώριο διακύμανσης των επιτοκίων. Σήμερα το overnight επιτόκιο και τα λοιπά βραχυχρόνια επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς κυμαίνονται συστηματικά κάτω από το προεξοφλητικό επιτόκιο και κατά συνέπεια και κάτω από το Lombard rate καθιστώντας τα δύο αυτά βασικά επιτόκια ανενεργά ως μέσα χρηματοδότησης στην αγορά των μεσοπροθέσμων προθέσεων της Κεντρικής Τράπεζας.

Τέλος, θα πρέπει να τονίσουμε ότι βασική προϋπόθεση για την άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής είναι η έγκαιρη και σωστή πληροφόρηση της Τράπεζας της Ελλάδος όσον αφορά τις εξελίξεις στις βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως τα νομισματικά μεγέθη και το ισοζύγιο πληρωμών. Ατυχώς, οι ραγδαίες αλλαγές που συντελούνται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν συνοδεύθηκαν από την ανάλογη αναγκαία αναβάθμιση και τον εκσυγχρονισμό του συστήματος συλλογής, επεξεργασίας, ανάλυσης και παρουσίασης των παραπάνω στατιστικών στοιχείων. Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων περιπλέκει περαιτέρω το παραπάνω σοβαρό πρόβλημα και δυσχεραίνει την άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής.

Η Επιλογή των Ενδιάμεσων Στόχων

Ενα σημαντικό ζήτημα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής είναι η επιλογή από την Κεντρική Τράπεζα αφ' ενός, των κατάλληλων ενδιάμεσων στόχων και αφ' ετέρου, των μέσων νομισματικής πολιτικής για την επίτευξή τους. Για μία μικρή χώρα, όπως η Ελλάδα, που ακολουθεί πολιτική ελεγχόμενης διολίσθησης του νομίσματος και έχει απελευθερώσει την κίνηση κεφαλαίων, η επιλογή του ενδιάμεσου στόχου, που μπορεί να είναι μία από τις νομισματικές μεταβλητές ή τα επιτόκια ή ακόμη και η συναλλαγματική ισοτιμία, θα πρέπει να ικανοποιεί δύο τουλάχιστον κριτήρια: στενή και σταθερή συσχέτιση του ενδιάμεσου στόχου με τον τελικό στόχο (δηλαδή τον πληθωρισμό) και υψηλό βαθμό ελέγχου του επιλεχθέντος ενδιάμεσου στόχου από τις νομισματικές αρχές με τη χρήση των μέσων νομισματικής πολιτικής. Οι λοιπές μεταβλητές που δεν θα επιλεχθούν ως ενδιάμεσοι στόχοι μπορεί να χρησιμοποιούνται ως πηγές πληροφόρησης από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Πάντως, η μέχρι σήμερα εμπειρία άλλων χωρών με χαρακτηριστικά αντίστοιχα της Ελλάδος και η διεθνής βιβλιογραφία οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η νομισματική μεταβλητή M3 δεν είναι ίσως η καλύτερη δυνατή επιλογή ως ενδιάμεσος στόχος για χώρες όπως η Ελλάδα. Η ανάλυση παραπάνω τείνει να επιβεβαιώσει αυτόν τον προβληματισμό. Υποστηρίζεται από ειδικούς ότι ίσως δεν χρειάζεται η Κεντρική Τράπεζα να επιδιώκει την επίτευξη ενός ενδιάμεσου στόχου, αλλά θα πρέπει να επιδιώκει απ' ευθείας την επίτευξη του τελικού στόχου της νομισματικής πολιτικής. Άλλοι εκτιμούν ότι η συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι της ECU ή του γερμανικού μάρκου θα πρέπει να είναι ο

ενδιάμεσος στόχος της νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα διατυπώνονται και απόψεις για την καθιέρωση πολλαπλών ενδιάμεσων στόχων με κυμαινόμενες κατά περίπτωση σταθμίσεις βάρους κάθε στόχου.

Χρειάζεται να γίνει περισσότερη επιστημονική διερεύνηση αυτών των σημαντικών ζητημάτων προσαρμοσμένη, όμως, στην ελληνική εμπειρία και συνθήκες. Η διεθνής βιβλιογραφία είναι εξαιρετικά πλούσια σ' αυτόν τον τομέα και η εμπειρία άλλων κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελεί χρήσιμο υλικό για μία σφαιρική, εμπειρική και αναλυτική προσέγγιση του θέματος.

Το Χαρτοφυλάκιο των Τραπεζών.

Η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των τραπεζών στην Ελλάδα, ιδιαίτερα αυτών που ιδρύθηκαν πριν από το 1990, χαρακτηρίζεται από επενδύσεις σε τίτλους του Δημοσίου μέχρι και του 50% (σε ορισμένες περιπτώσεις ίσως και περισσότερο) του συνόλου του Ενεργητικού τους. Αυτό αποτελεί έναν επιπρόσθετο σοβαρό περιοριστικό παράγοντα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής και θέτει σε μειονεκτική ανταγωνιστική θέση τις παλαιές Τράπεζες. Τα πιστωτικά ιδρύματα κατέληξαν σ' αυτό το χαρτοφυλάκιο κυρίως λόγω της υποχρεωτικής δέσμευσης που είχε επιβληθεί στο παρελθόν στις τράπεζες να επενδύουν σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου μέχρι και το 42% της μεταβολής των καταθέσεων τους. Το απόθεμα αυτό μετετράπη, μετά από ρύθμιση στις αρχές της δεκαετίας του 1990, σε μεσοπρόθεσμα ομόλογα με κυμαινόμενο επιτόκιο επανακαθοριζόμενο κάθε χρόνο με βάση το επιτόκιο των ετησίων εντόκων γραμματίων του Δημοσίου συν ένα περιθώριο.

Με την παραπάνω διάρθρωση χαρτοφυλακίου, η εφαρμογή περιοριστικής νομισματικής πολιτικής με αντεστραμμένη τη διαχρονική καμπύλη των επιτοκίων (δηλαδή τα βραχυχρόνια επιτόκια να είναι υψηλότερα των μεσοπρόθεσμων) θα δημιουργούσε σοβαρές ζημιές (ή μείωση κερδών) στα περισσότερα τραπεζικά ιδρύματα, αν συνεχιζόταν επί μακρόν. Αυτό οφείλεται στο ότι η μέση διάρκεια των υποχρεώσεων των τραπεζών στο Παθητικό τους (κυρίως των παλαιών) είναι κατά πολύ μικρότερη της μέσης διάρκειας των απαιτήσεων των τραπεζών στο Ενεργητικό τους, υπάρχει, δηλαδή, βασική χρονική αναντιστοιχία κυρίως λόγω της παρουσίας των τίτλων του Δημοσίου. Έτσι, η διατήρηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων πάνω από τα μεσοπρόθεσμα επιτόκια σε μόνιμη βάση, ενώ θ' αντανakλούσε προσδοκίες της αγοράς για μείωση των επιτοκίων, θα στήριζε τη δραχμή, θα ενίσχυε την αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής και θα ενίσχυε την αναπτυξιακή διαδικασία, θα επιβάρυνε τα αποτελέσματα χρήσεως των τραπεζών, κυρίως των παλαιών. Επιπλέον, η αποτίμηση των στοιχείων του ισολογισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων σε παρούσα αξία θα μεγέθυνε το πρόβλημα που περιγράφουμε.

Ο ίδιος περιοριστικός παράγοντας και οι αρνητικές επιπτώσεις ισχύουν κατά μείζονα λόγο και στην περίπτωση εφαρμογής πολιτικής πολύ υψηλών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων για την αντιμετώπιση κερδοσκοπικών πιέσεων εναντίον της δραχμής, όπως επιβεβαίωσε η πρόσφατη συναλλαγματική κρίση. Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, *ceteris paribus*, αυξάνει τις πιθανότητες για ανάπτυξη συναλλαγματικών πιέσεων η αντιμετώπιση των οποίων απαιτεί αύξηση των επιτοκίων με παράλληλη αντιστροφή της διαχρονικής καμπύλης επιτοκίων. Το νέο αυτό δεδομένο καθιστά ευάλωτα τα αποτελέσματα χρήσεως των τραπεζών στις συναλλαγματικές κρίσεις και την προσπάθεια της Κεντρικής Τράπεζας να στηρίζει τη δραχμή.

Η επίλυση αυτού του σοβαρού διαρθρωτικού προβλήματος στον τραπεζικό χώρο δεν επιδέχεται βραχυχρονίως ριζικές παρεμβάσεις, αν και θίγει την ανταγωνιστικότητα του τραπεζικού μας συστήματος διεθνώς και δημιουργεί συνθήκες άνισου ανταγωνισμού

ανάμεσα στα νέα και τα παλαιά πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα. Χρειάζεται μία συστηματική προσπάθεια που θα συνδέεται με τη δραστική μείωση των ελλειμμάτων του Δημοσίου Τομέα, ώστε η μελλοντική ζήτηση του κοινού σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια να καλύπτεται εν μέρει από πωλήσεις τίτλων από το χαρτοφυλάκιο των τραπεζών, την ανάπτυξη και ωρίμανση της δευτερογενούς αγοράς χρήματος και κεφαλαίου, την ανάπτυξη και χρήση νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και τεχνικών που μετασχηματίζουν χρονικά τις απαιτήσεις των τραπεζών και δίνουν ευελιξία στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους και τη διάθεση τίτλων του Δημοσίου στο εξωτερικό με τη βελτίωση των μακροοικονομικών συνθηκών.

Η Απελευθέρωση της Κίνησης Κεφαλαίων και η Δραχμή

Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων τον περασμένο Μάιο δημιούργησε σοβαρή συναλλαγματική και νομισματική κρίση που αντιμετωπίστηκε επιτυχώς από την Τράπεζα της Ελλάδος και την Κυβέρνηση. Η δραχμή είναι, ίσως, ένα από τα λίγα νομίσματα στην ευρωπαϊκή εμπειρία που δεν υποτιμήθηκε όταν αντιμετώπισε έντονες πιέσεις (η άλλη περίπτωση είναι της δανικής κορώνας το 1992) τον Σεπτέμβριο του 1992, τον Οκτώβριο του 1993 και τον Μάιο του 1994.

Η δραχμή, μετά την κρίση του Μαΐου δεν αντιμετώπισε πιέσεις το τελευταίο πεντάμηνο. Τουναντίον, τους τελευταίους μήνες, υπήρχαν ικανοποιητικές εισροές κεφαλαίων και τα επιτόκια τείνουν να επανέλθουν στα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση. Είναι γεγονός ότι πολλοί αναλυτές εκτιμούσαν ότι η πλήρης απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων θα συνοδευόταν με υποτίμηση της δραχμής. Αυτές οι προσδοκίες δεν επαληθεύθηκαν αφ' ενός, γιατί η Τράπεζα της Ελλάδος και η Κυβέρνηση αντέδρασαν μεθοδικά και αποτελεσματικά στις πιέσεις, αφ' ετέρου, γιατί μία σειρά από άλλους παράγοντες συνέβαλαν ώστε οι πιέσεις να είναι ελεγχόμενες. Πάντως, η επιτυχής αντιμετώπιση των συναλλαγματικών πιέσεων και οι σημαντικές ζημιές που υπέστησαν οι κερδοσκόποι στο παρελθόν αποτελούν αποτρεπτικό παράγοντα για τη δημιουργία νέων πιέσεων στο μέλλον.

Επισημαίνεται, όμως, ότι η μελλοντική σταθερότητα της δραχμής μετά την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την πορεία μακροοικονομικής σύγκλισης και ιδιαίτερα με τον βαθμό και την ταχύτητα με την οποία θα προχωρήσουν ο περιορισμός των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και η εφαρμογή του προγράμματος μακροοικονομικής σύγκλισης της Κυβέρνησης.

Είναι χρήσιμο ν' αναφερθεί σ' αυτό το σημείο ότι στείρες ακαδημαϊκές αντιπαραθέσεις για το αν η δραχμή είναι υπερτιμημένη σε πραγματικούς όρους ή για το ποιά είναι η "σωστή" ισοτιμία της δραχμής ή η "ισοτιμία ισορροπίας", (αναλύσεις που συνήθως αγνοούν τις λοιπές μακροοικονομικές και πολιτικές εξελίξεις), δεν συμβάλλουν στη διαμόρφωση ενός γόνιμου διαλόγου. Κατ' αρχάς, θα πρέπει να τονισθεί ότι μετά την κατάργηση των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων, οι δυνάμεις της αγοράς διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Μεσοπρόθεσμα οι νομισματικές αρχές δεν μπορούν πλέον "να επιβάλουν" μία συναλλαγματική ισοτιμία που βρίσκεται σε αναντιστοιχία με τις εκτιμήσεις της αγοράς, εκτός αν επαναφερθεί καθεστώς περιορισμού της κίνησης κεφαλαίων με αμφίβολη την αποτελεσματικότητά του. Η διαμόρφωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών στο σημερινό περιβάλλον είναι ένα πολύ σύνθετο φαινόμενο. Συναρτάται με τις επιλογές που κάνει η Κυβέρνηση και η Τράπεζα της Ελλάδος για τις λοιπές μακροοικονομικές μεταβλητές και τις άλλες παραμέτρους της οικονομικής πολιτικής, με τις εγχώριες και διεθνείς μακροοικονομικές εξελίξεις και με τις προσδοκίες του κοινού για τις μακροοικονομικές και νομισματικές εξελίξεις και προοπτικές, ενώ αναπτύσσονται φαινόμενα "κερδοσκοπικών φουσκών" (bubbles) που διατηρούνται για κάποιο χρονικό διάστημα. Σε μεγάλο βαθμό η ισοτιμία που επικρατεί, ιδιαίτερα

μεσοπρόθεσμα, είναι μάλλον το αποτέλεσμα και όχι η αιτία των εξελίξεων στα λοιπά βασικά μακροοικονομικά μεγέθη.

Οπως είναι γνωστό, και διεθνώς (με πιθανή εξαίρεση τη Γερμανία) η συναλλαγματική πολιτική καθορίζεται από την Κυβέρνηση και εφαρμόζεται από την Κεντρική Τράπεζα. Βραχυχρονίως, βεβαίως, η Κεντρική Τράπεζα μέσω παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος και κυρίως μέσω της εφαρμογής πολιτικής υψηλών επιτοκίων μπορεί να διατηρήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία μέσα σ' ένα επιθυμητό εύρος διακύμανσης. Η Κυβέρνηση αποδέχεται το κόστος αυτής της πολιτικής διότι σταθμίζει ότι υπολείπεται των ωφελειών που προκύπτουν για την οικονομία, ιδιαίτερα όσον αφορά τη συμβολή της στη μάχη για τη μείωση του πληθωρισμού. Αλλά αν η αγορά εκτιμήσει σε κάποια στιγμή ότι το τρέχον μείγμα επιτοκίων, συναλλαγματικής πολιτικής και της γενικότερης μακροοικονομικής πολιτικής δεν είναι διατηρήσιμο διαχρονικά και ότι υπάρχουν συγκρουόμενοι στόχοι και εσωτερικές ασυνέπειες στην οικονομική πολιτική, οι ισορροπίες μπορεί ν' ανατραπούν ραγδαία με αφορμή κάποιο εξωγενές γεγονός που θα διευκολύνει την οργάνωση κερδοσκοπικών επιθέσεων στην αγορά χρήματος και συναλλάγματος. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι η αποτελεσματικότητα της οικονομικής πολιτικής βελτιώνεται σημαντικά όταν οι Κυβερνητικές κινήσεις προηγούνται και δεν έπονται των κινήσεων της αγοράς. Στην αντίθετη περίπτωση, οι παρενέργειες και αρνητικές επιπτώσεις που δημιουργούνται στην οικονομία είναι σημαντικές.