

Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Δημήτρη Χαλιγιιά στο Ετήσιο δείπνο του Ελληνοαμερικανικού Εμπορικού Επιμελητηρίου στις 24.11.1987 με θέμα : " Νομισματική Μεταρρύθμιση και Προβλήματα Νομισματικής Πολιτικής " .

1. Το νομισματικό σύστημα που ίσχυσε και οι αδυναμίες του

Είναι σημαντικές οι μεταβολές που έχουν γίνει στα τελευταία χρόνια, τόσο στις επιδιώξεις όσο και στα μέσα της νομισματικής πολιτικής. Πρέπει ίσως να υπενθυμίσω ότι για δεκαετίες κεντρική επιδίωξη της νομισματικής πολιτικής ήταν να επηρεάσει την κατανομή των οικονομικών πόρων. Για το σκοπό αυτό καθιερώθηκε βαθμιαία, από τη δεκαετία του 1950, ένα ιδιαίτερα πολύπλοκο σύστημα εξειδικευμένων πιστωτικών κανόνων και ρυθμίσεων, που συνδυάστηκε με την καθιέρωση μεγάλης ποικιλίας τραπεζικών επιτοκίων και ίσχυσε ουσιαστικά αμετάβλητο μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Η στήριξη της διάρθρωσης αυτής των επιτοκίων, που ήταν αυθαίρετη με την έννοια ότι δεν ανταποκρινόταν σε τραπεζικά κριτήρια, απαιτούσε πρόσθετες ρυθμίσεις και έκανε αναπόφευκτη την καθιέρωση του συστήματος των δεσμεύσεων - αποδεσμεύσεων διαθεσίμων των τραπεζών, όπως και την καθιέρωση υποχρέωσης των τραπεζών να κατευθύνουν καθοριζόμενα από τις νομισματικές αρχές ποσοστά των διαθεσίμων τους σε συγκεκριμένες κατηγορίες τοποθετήσεων.

Επρόκειτο για σύστημα που αποδείχτηκε στην πράξη αναποτελεσματικό. Δεν συνέβαλε, ούτε μπορούσε να συμβάλει, στην επιδιωκόμενη "ορθολογική" κατανομή των χρηματοδοτικών πόρων. Και το χειρότερο, αποτέλεσε πηγή σοβαρών στρεβλώσεων στη λειτουργία του πιστωτικού συστήματος.

Οι αρνητικές συνέπειες ήταν σοβαρές. Κατά πρώτο, το ελληνικό πιστωτικό σύστημα είχε ουσιαστικά αποκοπεί από τις εξελίξεις στις διεθνείς χρηματαγορές. Τούτο εξηγεί γιατί η προσαρμογή του πιστωτικού συστήματος της χώρας στις νέες απαιτήσεις, όπως και η εισαγωγή χρηματοδοτικών καινοτομιών, ήταν βραδεία. Επιπλέον, η διατήρηση χαμηλών τραπεζικών επιτοκίων ασκούσε ανασταλτικές επιδράσεις στην ανάπτυξη μιάς αποτελεσματικής εξωτραπεζικής αγοράς χρήματος και κεφαλαίου.

Αλλά και η άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής ήταν δυσχερής. Η Τράπεζα της Ελλάδος δεν ήταν σε θέση να εφαρμόσει πολιτική επιτοκίων που να προσαρμόζεται στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό. Αντίθετα ήταν υποχρεωμένη να στηρίζεται, σε υπέρμετρο βαθμό, σε άμεσους νομισματικούς και πιστωτικούς ελέγχους, που αναμφισβήτητα έχουν μειονεκτήματα. Σε πολλές δε περιπτώσεις, στα διοικητικά καθοριζόμενα επιτόκια δεν εξασφαλιζόταν ισορροπία προσφοράς και ζήτησης πιστώσεων, επομένως αφήνονταν οι τράπεζες να κάνουν την κατανομή των πιστώσεων μέσα στους ισχύοντες πιστωτικούς κανόνες. Όπως ήταν φυσικό, οι τράπεζες ικανοποιούσαν κατά προτεραιότητα τις ανάγκες σε κεφάλαια των παραδοσιακών, μεγάλων κατά κανόνα, πελατών τους, ενώ δεν ήταν το ίδιο ευχερής η πρόσβαση στην τραπεζική χρηματοδότηση των μικρότερου μεγέθους και των νέων επιχειρήσεων, ανεξάρτητα του αν πολλές από αυτές ήταν περισσότερο αποδοτικές. Εξάλλου, ο καθορισμός των τραπεζικών επιτοκίων σε επίπεδα χαμηλότερα από τα επίπεδα ισορροπίας περιόριζε, ή και έκανε περιττό, τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών.

Άλλος σοβαρός περιοριστικός παράγοντας στην άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής ήταν η κάλυψη ενός υψηλού ποσοστού των δανειακών αναγκών του Δημοσίου από την ίδια την Τράπεζα της Ελλάδος ή μέσω των εμπορικών τραπεζών, με την υποχρεωτική τοποθέτηση μέρους των διαθεσίμων τους σε έντοκα γράμματα, δηλαδή και στις δύο περιπτώσεις με "νομισματική" χρηματοδότηση. Εξάλλου, η εξάρτηση της χρηματοδότησης των ειδικών πιστωτικών οργανισμών (της ΑΤΕ, των κτηματικών τραπεζών και των τραπεζών επενδύσεων) από την Τράπεζα της Ελλάδος διέυρυνε τη "νομισματική βάση" και υπονόμει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής.

Τέλος, η άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής προσέκρουε στην πρακτική που είχε καθιερωθεί να αναχρηματοδοτεί η Τράπεζα της Ελλάδος σημαντικές κατηγορίες τραπεζικών χορηγήσεων με αποκλειστικό σκοπό τη στήριξη των χαμηλών επιτοκίων των χορηγήσεων αυτών.

2. Προετοιμασία για τη νομισματική μεταρρύθμιση

Από το 1982, άρχισε να δίνεται νέα κατεύθυνση στη νομισματική πολιτική και να προετοιμάζεται το έδαφος για ριζική νομισματική μεταρρύθμιση. Ο νόμος 1266 του 1982 που κατήργησε τη Νομισματική Επιτροπή - ουσιαστικά επρόκειτο για κυβερνητικό όργανο - και μετέφερε τις σχετικές αρμοδιότητες στην Τράπεζα της Ελλάδος άνοιξε το δρόμο για τη νομισματική μεταρρύθμιση. Οι προσαρμογές αναγκαστικά ήταν βαθμιαίες και χρειάστηκε συστηματική προσπάθεια για να προετοιμαστεί το

έδαφος πριν προχωρήσουμε στην απελευθέρωση του πιστωτικού συστήματος και των επιτοκίων.

Όπως ανέφερα, σοβαρές δυσχέρειες ήταν απόρροια καθιερωμένων αντιλήψεων σχετικά με το ρόλο και τις δυνατότητες της νομισματικής πολιτικής. Οι προσαρμογές όμως της νομισματικής πολιτικής προσέκρουσαν και σε αντικειμενικές δυσχέρειες. Ο ευρύτατος διαφορισμός των επιτοκίων των τραπεζικών χορηγήσεων που ίσχυε στην αρχή της δεκαετίας του 1980 δεν ήταν δυνατό να εκλείψει από τη μιά μέρα στην άλλη, χωρίς αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική θέση πολλών επιχειρήσεων, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι τα χαμηλά επιτόκια των τραπεζικών χορηγήσεων είχαν οδηγήσει σε τραπεζικό υπερδανεισμό και σε χειροτέρευση της κεφαλαιακής διάρθρωσης πολλών επιχειρήσεων. Έπρεπε επομένως οι προσαρμογές στα τραπεζικά επιτόκια να είναι βαθμιαίες. Στο βαθμό που οι συνθήκες της οικονομίας το επέτρεπαν, η Τράπεζα της Ελλάδος επεδίωξε τη σύγκλιση των επιτοκίων των τραπεζικών χορηγήσεων σε υψηλότερα επίπεδα. Παράλληλα με την πρόοδο στην προσαρμογή αυτή των επιτοκίων, η Τράπεζα της Ελλάδος προχωρούσε στην απλούστευση και εκλογίκευση του συστήματος των πιστωτικών κανόνων και στην απελευθέρωση του πιστωτικού συστήματος.

Ακόμα, για να προχωρήσουμε στη νομισματική μεταρρύθμιση, ήταν αναγκαίο να εκλείψει η μεγάλη εξάρτηση των ειδικών πιστωτικών οργανισμών από χρηματοδότηση της Τράπεζας της Ελλάδος. Βασική δυσχέρεια ήταν τα χαμηλά επιτόκια των πιστώσεων των ειδικών αυτών πιστωτικών οργανισμών, που έκαναν οικονομικά ασύμφορη την προσέλκυση ιδιωτικών αποταμιεύσεων. Στην απόκτηση αυτοδυναμίας

σε κεφάλαια των ειδικών πιστωτικών οργανισμών, που ολοκληρώθηκε σχετικά πρόσφατα, συνέβαλε ο νόμος 128 του 1975 που επέτρεψε την κρατική επιδότηση των επιτοκίων των καταθέσεών τους και των τραπεζικών ομολόγων. Παράλληλα, εγκαταλείφθηκε η πρακτική της αναχρηματοδότησης από την Τράπεζα της Ελλάδος σημαντικών κατηγοριών τραπεζικών πιστώσεων με αποκλειστικό σκοπό τη στήριξη χαμηλών επιτοκίων των πιστώσεων αυτών.

Τέλος, μολονότι οι δανειακές ανάγκες του Δημοσίου εξακολουθούν να είναι υψηλές και να ασκούν πίεση στους διαθέσιμους χρηματοδοτικούς πόρους, έχει συντελεσθεί σημαντική πρόοδος στις μεθόδους χρηματοδότησής τους. Ο νόμος 1266/82 έθεσε σαφή - και περιοριστικά - όρια στη χρηματοδότηση του Δημοσίου από την Τράπεζα της Ελλάδος. Επομένως εξέλιπε μιά βασική αιτία νομισματικών διαταραχών. Η άλλη όμως μορφή "νομισματικής" χρηματοδότησης του Δημοσίου, με την υποχρεωτική διάθεση εντόκων γραμματίων στο εμπορικό τραπεζικό σύστημα, διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα, με συνέπεια να συνεχίζεται μέχρι και σήμερα ο ταχύς ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (του M3). Η απροθυμία του Δημοσίου, που χρονολογείται από τη δεκαετία του 1950, να καταβάλλει επιτόκια αγοράς κατέστησε αδύνατο το δανεισμό του από την εξωτραπεζική αγορά χρήματος και κεφαλαίου. Τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων αυξήθηκαν βαθμιαία τα τελευταία χρόνια, γεγονός που επέτρεψε στο Δημόσιο να αρχίσει, από τον Ιούλιο του 1985, να διαθέτει έντοκα γραμμάτια απευθείας στο αποταμιευτικό κοινό, αρχικά όμως χωρίς επιτυχία. Μόνο μετά την καθιέρωση ανταγωνιστικών επιτοκίων από το τέλος Ιουνίου του τρέχοντος έτους, η διάθεση εντόκων γραμματίων σε ιδιώτες αποταμιευτές αυξήθηκε σημαντικά

ώστε να καλύψει τους τελευταίους λίγους μήνες μεγάλο μέρος των δανειακών αναγκών του Δημοσίου.

Έχω τονίσει ότι η κάλυψη μεγάλου μέρους των δανειακών αναγκών του Δημοσίου με προσφυγή στην εξωτραπεζική αγορά και η βαθμιαία ανάπτυξη μιάς ευρείας δευτερογενούς αγοράς χρήματος και κεφαλαίου θα έχουν θετικές επιπτώσεις στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, τόσο στα μέσα όσο και στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, όπως και στην ανάπτυξη και αποτελεσματική λειτουργία του πιστωτικού συστήματος. Πρέπει να σημειωθεί ότι, με την προσφυγή του Δημοσίου στην εξωτραπεζική αγορά για την κάλυψη μεγάλου μέρους των δανειακών αναγκών του, ατονεί η ανάγκη και τελικά θα καταστεί περιττή η επιβολή υποχρεωτικών δεσμεύσεων διαθεσίμων των τραπεζών για τη χρηματοδότηση του Δημοσίου, που αναμφισβήτητα περιορίζει την ελευθερία των τραπεζών να επιλέγουν το χαρτοφυλάκιό τους και επομένως ασκεί αρνητικές επιδράσεις στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος της χώρας.

Σχετικά με τα μέσα της νομισματικής πολιτικής, η ανάπτυξη της εξωτραπεζικής αγοράς χρήματος και κεφαλαίου θα επιτρέψει στην Τράπεζα της Ελλάδος να μεταθέσει βαθμιαία την έμφαση από άμεσους σε έμμεσους νομισματικούς ελέγχους, όπως και να ασκήσει περισσότερο ευέλικτη πολιτική επιτοκίων.

3. Μέτρα απελευθέρωσης επιτοκίων

Αναφέρθηκα στις προϋποθέσεις που ήταν απαραίτητες και στην πρόοδο που συντελέστηκε για να προετοιμαστεί το έδαφος για τη νομισματική μεταρρύθμιση. Η πρόοδος ήταν αναγκαστικά βαθμιαία για τους λόγους που εξήγησα. Μετά την εξασφάλιση

όμως των κατάλληλων συνθηκών, από την αρχή του τρέχοντος έτους μπορέσαμε να κινηθούμε ταχύτερα. Μιά σειρά μέτρων που έλαβε η Τράπεζα της Ελλάδος είχαν στόχο την απελευθέρωση των επιτοκίων και την κατάργηση πιστωτικών περιορισμών και ελέγχων που περιόριζαν την ελευθερία των τραπεζών να επιλέγουν τις χρηματοδοτήσεις τους.

Το σημαντικότερο μέτρο προς την κατεύθυνση της απελευθέρωσης των επιτοκίων είναι η κατάργηση του ανώτατου ορίου επιτοκίου 21,5% στις βραχυπρόθεσμες και σε άλλες κατηγορίες πιστώσεων, που στην περίπτωση των εμπορικών τραπεζών αντιστοιχούν στο 55% των χορηγήσεών τους στον ιδιωτικό τομέα. Για τις χορηγήσεις αυτές καθορίστηκε ελάχιστο όριο επιτοκίου 21% και δόθηκε δυνατότητα στις τράπεζες να διαπραγματεύονται ελεύθερα το επιτόκιο πάνω από το ελάχιστο αυτό όριο, ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς, την κατηγορία και τη διάρκεια των δανείων και τη δανειοληπτική ικανότητα των δανειζομένων. Σχετικά με την καθιέρωση του ελάχιστου ορίου επιτοκίου, δύο παρατηρήσεις είναι σκόπιμες. Η πρώτη είναι ότι με το σημερινό επίπεδο επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων, το ισχύον σύστημα δεσμεύσεων- αποδεσμεύσεων και τις ισχύουσες εισφορές στις εν λόγω χορηγήσεις είναι οικονομικά ασύμφορο για τις τράπεζες να προσφέρουν στους πελάτες τους επιτόκια χαμηλότερα από 21%. Τούτο σημαίνει ότι το ελάχιστο επιτόκιο 21% είναι στην πράξη αναποτελεσματικό. Η δεύτερη παρατήρηση είναι ότι η καθιέρωση του ελάχιστου επιτοκίου θα ισχύσει μόνο για μία μεταβατική -ελπίζω σύντομη- χρονική περίοδο, μετά την οποία θα ακολουθήσει πλήρης απελευθέρωση του επιτοκίου των σχετικών κατηγοριών τραπεζικών χορηγήσεων.

Τα επιτόκια των τραπεζικών χορηγήσεων μετά τη μερική αυτή απελευθέρωση διαμορφώθηκαν αρχικά μεταξύ 22%-25%. Βαθμιαία όμως το μέσο επιτόκιο υποχώρησε και είναι σήμερα γύρω στο 22,5%-23%.

Παράλληλα, με την απελευθέρωση των επιτοκίων χορηγήσεων επετράπη στις τράπεζες να διαπραγματεύονται ελεύθερα τα επιτόκια ορισμένων κατηγοριών καταθέσεων. Αρχικά, το Μάρτιο δόθηκε η δυνατότητα στις τράπεζες να δέχονται προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας 7 ημερών μέχρι 3 μηνών με ελεύθερα διαπραγματεύσιμο επιτόκιο, ενώ στο τέλος Ιουνίου καθιερώθηκε ο θεσμός των πιστοποιητικών καταθέσεων διάρκειας 3-18 μηνών με ελεύθερα διαπραγματεύσιμο επιτόκιο. Ένα ακόμη ουσιαστικό βήμα προς την κατεύθυνση της απελευθέρωσης των επιτοκίων έγινε με την παροχή από χθές δυνατότητας στα πιστωτικά ιδρύματα να καθορίζουν: (α) το επιτόκιο, κατά διάρκεια και ποσό, και τους λοιπούς όρους των καταθέσεων προθεσμίας και (β) το επιτόκιο και το χρόνο προειδοποίησης των καταθέσεων υπό προειδοποίηση. Με την ίδια πράξη της Τράπεζας της Ελλάδος, και στα πλαίσια της επιδίωξης για την ενοποίηση της τραπεζικής αγοράς, το επιτόκιο των καταθέσεων ταμειευτηρίου στην Α.Τ.Ε. ευθυγραμμίστηκε με το επιτόκιο που ισχύει για τις αντίστοιχες καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες. Συγχρόνως, από χθές δόθηκε ευχέρεια στα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν εξουσιοδοτηθεί να εκδίδουν " τραπεζικά ομόλογα " να καθορίζουν το επιτόκιο, τη διάρκεια και τους λοιπούς όρους έκδοσης, ανανέωσης κατά τη λήξη τους, και προεξόφλησης των ομολόγων αυτών.

Από τα μέτρα που ελήφθησαν προς την κατεύθυνση απλούστευσης του συστήματος των πιστωτικών κανόνων και ενίσχυσης

της ευελιξίας των τραπεζών να επιλέγουν τις χρηματοδοτήσεις τους το κυριότερο είναι η κατάργηση της υποχρέωσης των εμπορικών τραπεζών να διαθέτουν το 15% των καταθέσεών τους για τη χρηματοδότηση επενδύσεων, που είχε αποδειχθεί στην πράξη αναποτελεσματικό μέτρο για την προώθηση των επενδύσεων. Παράλληλα όμως, η Τράπεζα της Ελλάδος έλαβε μέτρα που έχουν αυξήσει την απόδοση των μακροπρόθεσμων πιστώσεων των εμπορικών τραπεζών για τη χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων. Με την κατάργηση της υποχρέωσης αυτής αποδεσμεύονται βαθμιαία μέχρι το τέλος Ιανουαρίου 1988 94 δισεκ.δρχ. που ήταν υποχρεωτικά κατατεθειμένα στην Τράπεζα της Ελλάδος. Επιπλέον, ελήφθησαν μέτρα που επιτρέπουν στις τράπεζες να προσφέρουν νέες υπηρεσίες και μορφές χρηματοδότησης, διευρύνουν τα όρια χρηματοδότησης, καταργούν περιοριστικούς όρους και απλουστεύουν τις διαδικασίες δανεισμού των επιχειρήσεων. Τα μέτρα της κατηγορίας αυτής είναι πολλά και σημαντικά. Πρόκειται για μέτρα που, σε συνδυασμό με την απελευθέρωση των επιτοκίων, διευρύνουν τις δυνατότητες και τις επιλογές των τραπεζών στη διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου τους, ενισχύουν τον ανταγωνισμό στο τραπεζικό σύστημα και συμβάλλουν στην αποτελεσματικότερη κατανομή των οικονομικών πόρων.

Μιά άλλη δέσμη μέτρων απέβλεψε στην ενίσχυση της νομισματικής πολιτικής, ειδικότερα στην ανάπτυξη της εξωτραπεζικής αγοράς χρήματος και στον έλεγχο της ρευστότητας της οικονομίας. Στους τελευταίους μήνες, το Δημόσιο έχει αυξήσει με εντυπωσιακό ρυθμό τη χρηματοδότηση των δανειακών αναγίων του με διάθεση τίτλων στην εξωτραπεζική αγορά χρήματος και κεφαλαίου, αναμένεται δε ότι μέχρι το τέλος του έτους θα υπεριαλυθεί το ποσό των 160 δισεκ. δρχ. που προβλέπει το νομισματικό πρόγραμμα. Η άντληση

του ποσού αυτού έγινε δυνατή γιατί άρχισε να προσφέρεται από τα μέσα του έτους στο αποταμιευτικό κοινό ποικιλία τίτλων με ελκυστικούς όρους που ικανοποιούν τη ζήτηση. Ειδικότερα, συνεχίστηκε η προσφορά μεσοπρόθεσμων τίτλων με ρήτρα ECU, η τακτική -σε μηνιαία βάση- διάθεση εντόκων γραμματίων, ενώ τον περασμένο μήνα εκδόθηκε το πρώτο, μετά από πολλά χρόνια, δραχμικό ομολογιακό δάνειο διετούς διάρκειας. Οι προσαρμογές των επιτοκίων των προθεσμιακών καταθέσεων και των τραπεζικών ομολόγων, που αποφασίστηκαν τον παρελθόντα Απρίλιο, και η αύξηση των επιτοκίων των εντόκων γραμματίων συνέβαλαν στην επιτυχή κάλυψη ενός σημαντικού μέρους των δανειακών αναγκών του Δημοσίου από την αγορά, γεγονός που περιόρισε τη "νομισματική" χρηματοδότηση από το τραπεζικό σύστημα και είχε ανασχετική επίδραση στην αύξηση της ρευστότητας της οικονομίας. Επίσης, η αύξηση του ποσοστού των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών που δεσμεύονται στην Τράπεζα της Ελλάδος, η υπαγωγή για πρώτη φορά της ΑΤΕ στο σύστημα των υποχρεωτικών δεσμεύσεων και η μείωση των επιτοκίων των προαιρετικών καταθέσεων και των υποχρεωτικών δεσμεύσεων των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος αποσκοπούν στον έλεγχο της ρευστότητας της οικονομίας και στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής. Επισημαίνεται ότι πρόκειται για μέτρα που έχουν καθαρά νομισματικό χαρακτήρα και δεν αποβλέπουν, όπως υποστηρίχθηκε από ορισμένες πλευρές, στην εξασφάλιση πρόσθετων πόρων για τη χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών του δημόσιου τομέα.

4. Πρόσφατες νομισματικές εξελίξεις και προβλήματα νομισματικής πολιτικής

Οι αλλαγές στη νομισματική πολιτική στη διάρκεια του 1987, ιδιαίτερα από τα μέσα του έτους, είναι ριζικές. Οι αλλαγές αυτές

συνέπεσαν χρονικά, ιδιαίτερα απο τον παρελθόντα Ιούλιο και μετά, με σημαντικές εξελίξεις στο νομισματικό τομέα και στο ισοζύγιο πληρωμών, που θέτουν τις νομισματικές αρχές προ νέων προβλημάτων. Τα κύρια χαρακτηριστικά των εξελίξεων αυτών είναι : (α) Η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (του M3), και μάλιστα σε περίοδο που το Δημόσιο άντλησε σημαντικά ποσά απο την εξωτραπεζική αγορά με τη διάθεση εντόκων γραμματίων και ομολογιακών τίτλων και (β) Η ουσιαστική βελτίωση του ισοζυγίου πληρωμών. Στο τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου το M3 αυξήθηκε κατά 263 δισεκ. δρχ.ή κατά 5,9%, διατέθηκαν έντοκα γραμμάτια και ομολογιακοί τίτλοι του Δημοσίου στην εξωτραπεζική αγορά συνολικής αξίας 76 δισεκ.δρχ., ενώ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έκλεισε με πλεόνασμα 779 εκατ. δολαρίων, που είναι κατά πολύ μεγαλύτερο από το πλεόνασμα οποιασδήποτε αντίστοιχης προηγούμενης χρονικής περιόδου. Είναι αξιοσημείωτο ότι, παράλληλα με τη βελτίωση αυτή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, σημειώθηκε και αύξηση της καθαρής εισροής ιδιωτικών κεφαλαίων που δεν δημιουργού δανειακές υποχρεώσεις για τη χώρα. Στην ίδια περίοδο, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα αυξήθηκαν κατά 1.304 εκατ. δολάρια (έφθασαν στο τέλος του Σεπτεμβρίου, μαζί με το χρυσό, τα 3.984 εκατ.δολάρια). Πρόκειται για σημαντικές εξελίξεις που, εφόσον προσλάβουν μονιμότερο χαρακτήρα, αλλάζουν την εικόνα του ισοζυγίου πληρωμών και δημιουργούν νέες δυνατότητες για την ελληνική οικονομία, χωρίς βέβαια αυτό να σημαίνει ότι έχουν εκλείψει τα σοβαρά διαρθρωτικά προβλήματα που χαρακτηρίζουν τις εξωτερικές συναλλαγές της χώρας και εκδηλώνονται στη μακροχρόνια ανοδική τάση του εμπορικού ελλείμματος.

Αλλά το ισοζύγιο πληρωμών δεν είναι το θέμα της σημερινής μου ομιλίας. Εκείνο που θέλω να τονίσω είναι ότι οι εξελίξεις στο νομισματικό τομέα και στο ισοζύγιο πληρωμών δεν είναι άσχετες μεταξύ τους. Σε σημαντικό βαθμό η βελτίωση του ισοζυγίου πληρωμών τροφοδοτεί την οικονομία με ρευστότητα και έχει συντελέσει στην επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος. Στις θετικές εξελίξεις του ισοζυγίου πληρωμών έχουν συμβάλει οι διαφορισμών των ονομαστικών επιτοκίων μεταξύ του εσωτερικού και του εξωτερικού που, σύμφωνα με τις ενδείξεις που υπάρχουν, δεν αντισταθμίζονται από προσδοκίες για αντίστοιχη υποτίμηση της δραχμής. Με άλλα λόγια, η αποκατάσταση κλίματος εμπιστοσύνης και θετικών πραγματικών επιτοκίων εξηγεί, σε μεγάλο βαθμό, τόσο τη βελτίωση του ισοζυγίου πληρωμών όσο και την αύξηση της προσφοράς χρήματος. Οι παράγοντες αυτοί έχουν οδηγήσει σε μεταστροφή της τάσης για φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό - οι ενδείξεις είναι ότι έχει σημειωθεί τους τελευταίους μήνες σημαντική παλιννόστηση κεφαλαίων - και στην ενίσχυση των προτιμήσεων των αποταμιευτών προς ρευστά περιουσιακά στοιχεία, που συνδέεται με μεταβολές στις σχετικές αποδόσεις.

Πρόκειται για εξελίξεις που, όσο θετικές και αν είναι, δημιουργούν προβλήματα ή και κάποιες δυσχέρειες στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Πρέπει πάντως να επισημάνω ότι, παρά την υψηλή ρευστότητα, ιδιαίτερα του εμπορικού τραπεζικού συστήματος και την ουσιαστική χαλάρωση των πιστωτικών περιορισμών, οι πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας κινούνται στα όρια, αν όχι και κατά τι χαμηλότερα από τα όρια, που έχει θέσει το νομισματικό πρόγραμμα. Από τις ενδείξεις που υπάρχουν προκύπτει ότι η αυξημένη ρευστότητα δεν έχει επηρεάσει τη ζήτηση για αγαθά και

υπηρεσίες, που είναι η μεταβλητή την οποία τελικά επιδιώκουν να επηρεάζουν οι νομισματικές αρχές. Στη διατήρηση της ιδιωτικής ζήτησης για πιστώσεις σε χαμηλά επίπεδα, έχουν συμβάλει η πολιτική επιτοκίων, σε συνδυασμό με την υποχώρηση των πληθωριστικών προσδοκιών, και ορισμένοι ειδικοί παράγοντες, όπως η βελτίωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων που επιτρέπει μεγαλύτερα περιθώρια αυτοχρηματοδότησης και η αποδέσμευση των καταθέσεων στις εισαγωγές, που ήταν 86 δισεκ. δρχ. στο τέλος του 1986.

Σχετικά με τη μικρότερη εξάρτηση των επιχειρήσεων από τραπεζική χρηματοδότηση, από έρευνα 262 επιχειρήσεων προέκυψε ότι στο δωδεκάμηνο Ιουλίου 1986-Ιουνίου 1987 καλύφθηκε από ίδια επιχειρηματικά κεφάλαια το 45% των συνολικών αναγκών τους σε κεφάλαια (έναντι 28% στο αμέσως προηγούμενο δωδεκάμηνο). Το υπόλοιπο 55% των αναγκών αυτών καλύφθηκε από εξωεπιχειρηματικές πηγές, μόνο δε το 23% χρηματοδοτήθηκε από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η εξήγηση είναι ότι τα επιχειρηματικά κέρδη διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα και κατά το τρέχον έτος. Είναι επομένως σαφές ότι η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα δεν μπορεί να αποδοθεί σε ανεπαρκή προσφορά κεφαλαίων. Δεν ανταποκρίνονται επομένως στην πραγματικότητα οι απόψεις για εκτόπιση του ιδιωτικού τομέα από το δημόσιο τομέα. Αναμφισβήτητα, οι δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα, παρά τη μείωσή τους ιδιαίτερα στο 1986, διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα, ασκούν -όπως ανέφερα- πίεση στους διαθέσιμους χρηματοδοτικούς πόρους και αποτελούν πηγή νομισματικών διαταραχών. Δεν είναι όμως ακριβές ότι κατά το τρέχον έτος έχουν περιορίσει την πιστοδότηση του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας, δεδομένου ότι η μεγάλη αύξηση της εισροής αποταμιεύσεων στο πιστωτικό σύστημα, σε συνδυασμό

με τον εξωτερικό δανεισμό, παρέχει επαρκή περιθώρια για την κάλυψη των αναγκών σε δανειακά κεφάλαια και των δύο τομέων της οικονομίας. Πρέπει πάντως να παρατηρηθεί ότι οι υψηλές δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα καθιστούν αναγκαία τη διατήρηση υψηλών επιτοκίων, τα οποία ασκούν ανασχετική επίδραση στην ιδιωτική ζήτηση πιστώσεων.

Το συμπέρασμα είναι ότι, με δεδομένα το ύψος των επιτοκίων και την υποχώρηση των πληθωριστικών προσδοκιών, η σημαντικά αυξημένη ρευστότητα διακρατείται στο εσωτερικό και δεν φαίνεται να έχει ασκήσει επιδράσεις στην εγχώρια δαπάνη. Τούτο όμως δεν σημαίνει ότι μπορούμε να εφησυχάζουμε. Η υψηλή ρευστότητα είναι δυνητική πηγή νομισματικών διαταραχών, γεγονός που επιβάλλει τη συνεχή παρακολούθηση των νομισματικών εξελίξεων από την Τράπεζα της Ελλάδος, ώστε να γίνονται έγκαιρα οι αναγκαίες παρεμβάσεις. Όπως ανέφερα, η Τράπεζα της Ελλάδος έλαβε τους τελευταίους μήνες ορισμένα μέτρα για τον έλεγχο της ρευστότητας των τραπεζών.

5. Κατευθύνσεις νομισματικής πολιτικής στο 1988

Θα ήθελα να κλείσω την ομιλία μου με μία σύντομη αναφορά στις βασικές κατευθύνσεις της νομισματικής πολιτικής στον επόμενο χρόνο. Όπως και στο 1987, η νομισματική πολιτική θα διαμορφωθεί γύρω από δύο βασικούς άξονες. Ο πρώτος αναφέρεται στη συνέχιση των προσπαθειών για την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και τη συγκράτηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε επίπεδο που να είναι δυνατή η χρηματοδότησή του από την αυτόνομη εισροή μη δανειακών ιδιωτικών κεφαλαίων. Δεδομένου ότι αναμένεται χαλάρωση της εισοδηματικής πολιτικής στο 1988,

μεγαλύτερο βάρος για τη σταθεροποίηση της οικονομίας αναγκαστικά θα πέσει στη νομισματική πολιτική. Τούτο σημαίνει ότι η αύξηση της ρευστότητας και η πιστωτική επέκταση θα επιδιωχθεί να συγκρατηθούν σε όρια που θεωρούνται συνεπή με την περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και την επίτευξη εξωτερικής ισορροπίας. Σημαίνει ειδικότερα ότι θα χρησιμοποιηθεί η πολιτική επιτοκίων για τη συγκράτηση των ρυθμών αύξησης των νομισματικών μεγεθών, αλλά και για τη στήριξη της συναλλαγματικής πολιτικής και της εξωτερικής ισορροπίας. Ίσως πρέπει να τονίσω ότι τόσο η νομισματική όσο και η συναλλαγματική πολιτική θα διαμορφωθούν με αντικειμενικό σκοπό να συμβάλουν στην επιβολή οικονομικής πειθαρχίας. Τούτο πρέπει να λάβουν υπόψη τους οι επιχειρήσεις, ακόμη και κατά τις προσεχείς συλλογικές διαπραγματεύσεις για τον καθορισμό των μισθών και ημερομισθίων, και να εντείνουν τις προσπάθειές τους για τη βελτίωση της παραγωγικότητας και τη συμπίεση του κόστους.

θα ήθελα ακόμη να επισημάνω ότι η απελευθέρωση των επιτοκίων δεν συνεπάγεται αναγκαστικά μείωσή τους. Δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι σε μιά μικρή ανοικτή οικονομία, όπως είναι η ελληνική, η άσκηση αυτόνομης νομισματικής πολιτικής δεν αποτελεί πρόσφορη, ούτε εφικτή λύση. Η μείωση των επιτοκίων θα λάβει χώρα στο βαθμό που θα υποχωρεί ο πληθωρισμός και θα μειώνονται τα ελλείμματα του δημόσιου τομέα.

Ο δεύτερος άξονας της νομισματικής πολιτικής στο 1988 αναφέρεται στην επέκταση της απελευθέρωσης των τραπεζικών επιτοκίων και στην παροχή πολύ μεγαλύτερης ελευθερίας στο τραπεζικό σύστημα να επιλέγει τις χρηματοδοτήσεις του, να διευρύνει τη δραστηριότητά του σε νέες τραπεζικές εργασίες και να προσφέρει νέες χρηματοδοτικές υπηρεσίες. Είναι αυτονόητο ότι δεν μπορούν να ανακοινωθούν τα συγκεκριμένα

μέτρα που μελετά και προτίθεται να λάβει η Τράπεζα της Ελλάδος στους προσεχείς μήνες. Θα ήθελα όμως να τονίσω ότι έχουν δημιουργηθεί οι κατάλληλες συνθήκες και έχει ήδη τεθεί σε κίνηση διαδικασία για την απελευθέρωση των επιτοκίων και του τραπεζικού συστήματος, που δεν μπορεί να αντιστραφεί. Υπάρχει άλλωστε και σχετική Κυβερνητική δέσμευση, ενώ η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και η ενοποίηση των χρηματοδοτικών αγορών στο χώρο της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας δεν αφήνουν περιθώρια για άλλη επιλογή. Αντίθετα επιβάλλουν, και νομίζω ότι μπορούμε, να προχωρήσουμε στα επόμενα βήματα με ταχύτερους ρυθμούς. Η εμπειρία από την εφαρμογή των τελευταίων μέτρων απελευθέρωσης των επιτοκίων είναι θετική. Ίσως πρέπει να επαναλάβω κάτι που έχω επανειλημμένα τονίσει, ότι δηλαδή θέση της Τράπεζας της Ελλάδος είναι ότι η νομισματική πολιτική, αντί να προσαρμόζεται, όπως υποστηρίζεται και ήταν στο παρελθόν η κρατούσα αντίληψη, στο μέτρο που δημιουργούνται κατάλληλες συνθήκες και υποχωρεί ο πληθωρισμός, μπορεί και οφείλει, σε συνδυασμό με τα άλλα μέσα οικονομικής πολιτικής, να δημιουργήσει τις κατάλληλες συνθήκες και να συμβάλει στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού.-
