

Νομισματικές και Πιστωτικές εξελίξεις  
στην περίοδο Ιανουαρίου - Μαΐου 1994

Οι πιέσεις που δέχθηκε η Δραχμή στις αγορές συναλλάγματος το Μάιο 1994 καθώς και τα μέτρα που λήφθηκαν για την αντιμετώπιση της κρίσης επηρέασαν την εξέλιξη των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών.

Οι νομισματικές εξελίξεις στην περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 1994 και μέχρι την εκδήλωση της κρίσης στην αγορά συναλλάγματος (11 Μαΐου) χαρακτηρίζονται από:

1. Τη σταδιακή μείωση των επιτοκίων των τίτλων του Δημοσίου κατά δύο περίπου ποσοστιαίες μονάδες. Η μείωση των επιτοκίων το Μάρτιο 1994 συνοδεύτηκε και από μείωση της διαφοράς επιτοκίων (spreads) μεταξύ ομολόγων και εντόκων γραμματίων κατά 0,25-0,50 της ποσοστιαίας μονάδας. Δεδομένου ότι στην ίδια περίοδο και ο πληθωρισμός μειώθηκε κατά το ίδιο περίπου ποσοστό, τα πραγματικά επιτόκια των τίτλων του Δημοσίου παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα στα υψηλά επίπεδα που είχαν διαμορφωθεί στο τέλος του 1993 (πραγματικό επιτόκιο 12μηνων εντόκων γραμματίων 8,2%).

Τα επιτόκια των καταθέσεων και των γeros παρέμειναν περίπου αμετάβλητα στα επίπεδα που είχαν διαμορφωθεί στο τέλος του 1993, με εξαίρεση το επιτόκιο των καταθέσεων ταμειευτηρίου που από το τέλος Μαρτίου 1993 μειώθηκε κατά μία περίπου μονάδα (από 17,3% σε 16,5%). Αντίθετα, τα επιτόκια χορηγήσεων μειώθηκαν τον Ιανουάριο κατά 1,5-2 εκατοστιαίες μονάδες και παρέμεναν έκτοτε περίπου σταθερά. Το κόστος δανεισμού όμως των επιχειρήσεων από το τραπεζικό σύστημα μειώθηκε κατά περίπου 1 εκατ. μονάδα επιπλέον, λόγω της μείωσης κατά 50% από 1.1.94 του ειδικού φόρου επί των τόκων των τραπεζικών χορηγήσεων. Συνεπώς το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων από το τραπεζικό σύστημα μειώθηκε από 1.1.94 σε ονομαστικούς όρους κατά 2,5-3 εκατ. μονάδες και σε πραγματικούς κατά 0,5-1 εκατ. μονάδα.

2. Η αυξητική τάση του ρυθμού μεταβολής της προσφοράς χρήματος με ευρεία έννοια, M3, που παρατηρήθηκε από τον Οκτώβριο 1993 συνεχίστηκε και τους δύο πρώτους μήνες του 1994. Από το Μάρτιο 1994 και μετά το M3 άρχισε να επιβραδύνεται και ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του έπεσε στο 16,2% στο τέλος Απριλίου 1994, από 17,6% το Φεβρουάριο 1994. Παρά τη μείωση αυτή ο ρυθμός αύξησης του M3 παράμεινε σε επίπεδο υψηλότερο όχι μόνο σε σχέση με το στόχο του προγράμματος (8-11%), αλλά και σε σύγκριση με το ρυθμό αύξησης του στο τέλος του 1993 (15,2%). Η εξέλιξη αυτή του M3 σε μεγάλο βαθμό αντανάκλα την ευνοϊκή εξέλιξη του βασικού ισοζυγίου πληρωμών, που στο τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 1994 παρουσίασε σημαντικό πλεόνασμα. Επίσης, το M3 επηρεάστηκε αυξητικά και από τη μείωση της διαφοράς των επιτοκίων των τίτλων του Δημοσίου και των καταθέσεων, ιδιαίτερα τον Απρίλιο που η καθαρή διάθεση τίτλων ήταν πολύ περιορισμένη (17 δισεκ. δρχ.).

3. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M4 σημείωσε σημαντική επιβράδυνση από το Μάρτιο 1994 και μετά και διαμορφώθηκε τον Απρίλιο σε 16,1% έναντι 18,4% το Φεβρουάριο και 16,9% το Δεκέμβριο 1993. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα τη σημαντική υποκατάσταση εντόκων γραμματίων του Δημοσίου με ομόλογα διάρκειας μεγαλύτερης του έτους που παρατηρήθηκε κυρίως στο δίμηνο Μαρτίου-Απριλίου 1994 (Μάρτιος-Απρίλιος 1994: έντοκα: -2 δισ., ομόλογα: 108 δισ., Μάρτιος-Απρίλιος 1993: έντοκα 164 δισ., ομόλογα: -3 δισ.) και οφείλεται στις αυξημένες πωλήσεις δραχμικών ομολόγων, λόγω των προσδοκιών που επικράτησαν στην περίοδο αυτή για περαιτέρω πτώση των επιτοκίων.

4. Το σύνολο των τραπεζικών πιστώσεων προς το δημόσιο και ιδιωτικό τομέα μειώθηκε στο α' τετράμηνο του 1994 κατά 45 δισεκ. δρχ., έναντι αύξησης κατά 348,9 δισεκ. δρχ. το αντίστοιχο τετράμηνο του 1993. Συνεπώς η πιστωτική επέκταση δεν συνέβαλλε στη δημιουργία ρευστότητας. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα σημαντική μείωση των (καθαρών) πιστώσεων προς τον ευρύτερο δημόσιο τομέα, ενώ η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα σημείωσε  
NPI

μικρή επιτάχυνση.

5. Ειδικότερα, η (καθαρή) τραπεζική χρηματοδότηση του ευρύτερου δημόσιου τομέα μειώθηκε κατά 1,9%, έναντι αύξησης κατά 2,1% στο αντίστοιχο τετράμηνο του 1994. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη συγκράτηση που παρατηρήθηκε στις δανειακές ανάγκες της κεντρικής διοίκησης. Συγκεκριμένα, το ταμειακό έλλειμμα της κεντρικής διοίκησης, χωρίς τη ΔΙΔΑΓΕΠ, διαμορφώθηκε σε 545 δισεκ. δρχ., έναντι 793 δισεκ. δρχ. στην αντίστοιχη περσινή περίοδο. Σε ποσοστό 83% το έλλειμμα αυτό χρηματοδοτήθηκε από τον ιδιωτικό μη τραπεζικό τομέα (α τετράμ. 1993: 50%), αν και τον Απρίλιο η καθαρή άντληση κεφαλαίων από αυτή την πηγή σημείωσε μεγάλη κάμψη. Στο α' τετράμηνο 1994 παρατηρήθηκε σημαντική στροφή του επενδυτικού κοινού σε αγορές ομολόγων, που υποκατέστησαν αντίστοιχες τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου. Το γεγονός αυτό συνδέεται, όπως προαναφέρθηκε, με τη μείωση των επιτοκίων των τίτλων του Δημοσίου και τις προσδοκίες που επεκράτησαν, ιδιαίτερο το α' τετράμηνο, για περαιτέρω μείωσή τους. Χωρίς τον εξωτερικό δανεισμό, η τραπεζική χρηματοδότηση της κεντρικής διοίκησης διαμορφώθηκε στο χαμηλό επίπεδο του 1993. (α' τετρ. 1994: 26,9 δισεκ. δρχ., α' τετρ. 1993: 17,3 δισεκ. δρχ.).

6. Το χρηματοδοτικό πλεόνασμα των ΔΕΚΟ διαμορφώθηκε σε 114,7 δισεκ. δρχ. έναντι 159,6 δισεκ. δρχ. το αντίστοιχο τετράμηνο του 1993. Ειδικότερα η τραπεζική χρηματοδότηση των ΔΕΚΟ μειώθηκε κατά 28,5 δισεκ. δρχ. (α' τετρ. 1993: + 40,4 δισεκ. δρχ.), κυρίως ως αποτέλεσμα των αυξημένων, σε σύγκριση με το α' τετράμηνο του 1993, καταπτώσεων εγγυήσεων (κυρίως για ΙΚΑ, ΝΑΤ) και των μειωμένων δανειακών αναγκών ορισμένων μεγάλων δημοσίων επιχειρήσεων (ΔΕΗ, ΟΤΕ). Τα διαθέσιμα των ΔΕΚΟ παρουσίασαν αύξηση στο α' τετράμηνο 1994 κατά 86,2 δισεκ. δρχ. (α' τετράμηνο 1993: 200 δισεκ. δρχ.). Η αύξηση αυτή υποεκτιμά την πραγματική εξέλιξη των διαθεσίμων των ΔΕΚΟ κατά τις τοποθετήσεις τους σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και μετοχές, που σύμφωνα με τις υπάρχουσες ενδείξεις ήταν αυξημένες στο α' τετράμηνο.

7. Όπως προαναφέρθηκε, επιτάχυνση σημειώθηκε στην πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Συγκεκριμένα, οι πιστώσεις αυξήθηκαν στο α' τετράμηνο 1994 κατά 135,5 δισεκ. δρχ. ή 21%, έναντι 68,2 δισεκ. δρχ. ή 1,2% στην αντίστοιχη περίοδο του 1993. Ο ρυθμός αύξησης των πιστώσεων σε δωδεκάμηνη βάση διαμορφώθηκε σε 12,7% τον Απρίλιο 1994, έναντι 11,9% στο τέλος του 1993. Η εξέλιξη αυτή των πιστώσεων σχετίζεται με τη μείωση του κόστους της τραπεζικής χρηματοδότησης, αλλά φαίνεται ότι συνδέεται και με την επιφυλακτικότητα που παρατηρήθηκε στη ζήτηση δανείων σε συνάλλαγμα. Σημειώνεται σχετικά ότι τα δάνεια σε συνάλλαγμα που χορηγούνται από εγχώριο τραπεζικό σύστημα αυξήθηκαν στο α' τετράμηνο 1994 κατά μόνο 4 δισεκ. δρχ., σε σύγκριση με αύξηση κατά 134 δισεκ. δρχ. των δραχμικών δανείων (α' τετρ. 1993: δάνεια σε συνάλλαγμα: 50 δισεκ. δρχ., δάνεια σε δραχμές: 35 δισεκ. δραχμές).

8. Επιτάχυνση παρατηρήθηκε στην πιστωτική επέκταση των εμπορικών τραπεζών (α' τετρ. 1994: 137,7 δισεκ. δρχ. ή 4,1%, α' τετρ. 1993: 85,1 δισεκ. δρχ. ή 3%) και αντανakλά σημαντική αύξηση των πιστώσεων προς το εσωτερικό εμπόριο και των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών. Αύξηση παρατηρήθηκε και στις πιστώσεις προς τη βιομηχανία και τη βιοτεχνία (33 δισεκ. δρχ., 3 δισεκ. δρχ., αντίστοιχα) έναντι μείωσης στην αντίστοιχη περίοδο του 1993 (-12 δισεκ. δρχ., -13 δισεκ. δρχ., αντίστοιχα). Τα στεγαστικά δάνεια κυμάνθηκαν στα περσινά περίπου επίπεδα. Τέλος σημειώνεται ότι οι πιστώσεις των ειδικών πιστώσεων οργανισμών παραμένουν περίπου αμετάβλητες.

9. Η Δραχμή άρχισε να υφίσταται σημαντικές πιέσεις από τις 11 Μαΐου, που αντανakλούσαν τη δημιουργία προσδοκιών στην αγορά ότι η πλήρης απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, που επρόκειτο να γίνει την 1 Ιουλίου, θα επιταχυνόταν και θα συνδυαζόταν με υποτίμηση του νομίσματος. Εν όψει αυτών των πιέσεων αποφασίστηκε η αύξηση των βασικών επιτοκίων της Τράπεζας και η πλήρης απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων από 16 Μαΐου, ενώ η Τράπεζα  
NPI

παρενέβη στις αγορές δραχμών και συναλλάγματος και απορρόφησε σημαντικά ποσά ρευστότητας. Το αποτέλεσμα ήταν τα διατραπεζικά επιτόκια να ανέλθουν σε σημαντικά υψηλά επίπεδα και να διατεθούν σημαντικά ποσά από τα συναλλαγματικά διαθέσιμα για την υποστήριξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής.

10. Η πλήρης απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων σε συνδυασμό με τις διαρθρωτικές αδυναμίες που χαρακτηρίζουν την ελληνική οικονομία αποτελούν ένα ευνοϊκό περιβάλλον για την άσκηση συχνών πιέσεων στη Δραχμή. Μεσο-μακροπρόθεσμα οι πιέσεις αυτές μπορούν να αντιμετωπισθούν μόνο με την άσκηση αξιόπιστης οικονομικής πολιτικής. Βραχυπρόθεσμα η νομισματική πολιτική και ειδικότερα η πολιτική των επιτοκίων μπορεί αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τις πιέσεις εφόσον δεν είναι παρατεταμένες διότι διαφορετικά η διατήρηση των επιτοκίων σε δυσανάλογα υψηλά επίπεδα θα έχει σοβαρές παρενέργειες στην οικονομική δραστηριότητα. Ταυτόχρονα, η σχέση των νομισματικών μεγεθών και της συνολικής ζήτησης αποδυναμώνεται. Ειδικότερα, η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος υπόκειται σε έντονες διακυμάνσεις βραχυχρονίως λόγω των πιέσεων και των υψηλών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων που τις συνοδεύουν. Κατ' αυτόν τον τρόπο μια απότομη αύξηση στο M3 αντανakλά το υψηλό επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και αυξημένη προτίμηση ρευστότητας, λόγω αβεβαιότητας, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι τα ευρύτερα μεγέθη ρευστότητας, όπως το M4, αυξάνονται ανάλογα. Κατά συνέπεια, στις περιπτώσεις αυτές μειώνεται η χρησιμότητα του M3 ως δείκτη των νομισματικών συνθηκών. Επομένως, η διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας αποκτά πρωτεύουσα σημασία.

11. Το M3 και το M4 σημείωσαν το Μάιο 1994 περαιτέρω μικρή επιβράδυνση (M3: 15,8%, M4: 15,7%). Η σημαντική εκροή κεφαλαίων που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια της συναλλαγματικής κρίσης (365 δισεκ. δρχ. από 13/5 μέχρι 1/6) δεν αντανakλάται σε ανάλογη μείωση του M3. Στην μικρή επιβράδυνση του M3 συνέβαλαν οι ακόλουθοι παράγοντες. (α) Στην αγορά  
NPI

χρήματος διαμορφώθηκε μια έντονα αντίστροφη καμπύλη αποδόσεων με αποτέλεσμα την τροφοδότηση του Μ3, ιδίως στις μικρές διάρκειες, με κεφάλαια που προηγουμένως ήταν τοποθετημένα σε τίτλους του Δημοσίου. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι τοποθετήσεις του ιδιωτικού μη τραπεζικού τομέα σε τίτλους του Δημοσίου αυξήθηκαν το Μάιο κατά μόνο 5 δισεκ. δρχ. (β) Ανασχετική επίδραση στην επιβράδυνση του Μ3 στο Μάιο ασκήθηκε και από την φορολόγηση των κερδών των αμοιβαίων κεφαλαίων, που οδήγησε σε στροφή κεφαλαίων από τα αμοιβαία κεφάλαια στο Μ3. (γ) Τέλος, η προσπάθεια διατήρησης της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών στα προ της κρίσεως επίπεδα, μέσω της ενίσχυσης της ρευστότητάς τους από την Τράπεζα της Ελλάδος (444 δισεκ. δρχ. από 13/5 μέχρι 1/6), συνέβαλε επίσης στην συγκράτηση της περαιτέρω επιβράδυνσης του Μ3. Η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών απέβλεπε, όπως είναι γνωστό, στην αποτροπή της μετάδοσης των αρνητικών συνεπειών από τα δυσανάλογα υψηλά επιτόκια στην οικονομία. Εκτιμάται ότι, παρά το γεγονός ότι όλοι οι προηγούμενοι παράγοντες είχαν ως αποτέλεσμα την συγκράτηση της πτώσης του Μ3, η σχέση του Μ3 με το επίπεδο των τιμών δεν έχει ουσιαστικά μεταβληθεί και η εξέλιξη του Μ3 αντανakλά τη θετική επίδραση των υψηλότερων, λόγω της κρίσεως, πραγματικών επιτοκίων που δεν είχαν ληφθεί υπόψη κατά την κατάρτιση του νομισματικού προγράμματος και τον καθορισμό των στόχων.