

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Οικονομικό Δελτίο



Τεύχος 15, Ιούλιος 2000

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Οικονομικό Δελτίο



Τεύχος 15, Ιούλιος 2000



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. (030-1) 320 2392

Fax (030-1) 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1105 - 8544

Περιεχόμενα

Από τη δραχμή στο ευρώ	7
Η καμπύλη Phillips της ελληνικής οικονομίας και το διαχρονικά μεταβαλλόμενο NAIRU	15
Η διατηρησιμότητα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών	33
Διερεύνηση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών στην Ελλάδα	49
Μέτρα νομισματικής πολιτικής και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος	63
Κείμενα αποφάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος	67
Στατιστικό τμήμα	73



Από τη δραχμή στο ευρώ

Λουκάς Δ. Παπαδήμος

Η ένταξη της Ελλάδος στην ΟΝΕ τον Ιανουάριο του 2001, που αποφασίστηκε πρόσφατα, αποτελεί βαρυσήμαντο γεγονός με πολλαπλές συνέπειες για την ελληνική οικονομία και το ρόλο της χώρας μας στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η ουσιαστική μεταβολή που θα σημειωθεί τον ερχόμενο Ιανουάριο είναι η αντικατάσταση της δραχμής από το ευρώ, η οποία θα επηρεάσει καθοριστικά το νομισματικό τομέα και το τραπεζικό σύστημα και, γενικότερα, τη λειτουργία και τις επιδόσεις της οικονομίας μας. Βεβαίως, το ευρώ δεν αποτελεί το μόνο συστατικό στοιχείο της ΟΝΕ, η οποία συμπεριλαμβάνει την ενιαία αγορά αγαθών, υπηρεσιών, κεφαλαίων και εργασίας, τους θεσμούς και κανόνες λειτουργίας της, καθώς και το πλαίσιο που διέπει το συντονισμό της οικονομικής πολιτικής των χωρών στη ζώνη του ευρώ. Η ενιαία όμως αγορά έχει σχεδόν ολοκληρωθεί, ενώ το συντονιστικό πλαίσιο της οικονομικής πολιτικής είναι σχετικά χαλαρό και υπό διαμόρφωση. Στο ορατό μέλλον, η χάραξη και εφαρμογή της οικονομικής πολιτικής θα παραμείνει ευθύνη των εθνικών κυβερνήσεων. Επομένως, το κύριο χαρακτηριστικό της νέας ταυτότητας της ευρωπαϊκής και της ελληνικής οικονομίας θα είναι το ενιαίο νόμισμα.

Με δεδομένη την υιοθέτηση του ευρώ από τη χώρα μας σε έξι μόλις μήνες, είναι όχι μόνο σκόπιμο αλλά και αναγκαίο να επανεξετάσουμε με ιδιαίτερη προσοχή τη διαδικασία της μετάβασης από τη δραχμή στο ευρώ και τις συνέπειές της για την ελληνική οικονομία, το εγχώριο τραπεζικό σύστημα και την εθνική οικονομική πολι-

Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος στο συνέδριο με το ίδιο θέμα που διοργάνωσε η EFG Eurobank στην Αθήνα στις 3-4 Ιουλίου 2000, υπό την αιγίδα της Association for the Monetary Union of Europe.

τική. Για το λόγο αυτό, η ομιλία μου θα επικεντρωθεί σε συναφή θέματα που αφορούν εν μέρει το παρελθόν και εν μέρει το μέλλον: Πρώτον, τη μακρόχρονη διαδικασία προσαρμογής της οικονομίας προκειμένου να διαμορφωθούν οι αναγκαίες προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του ευρώ, με έμφαση στη συμβολή της εθνικής νομισματικής πολιτικής. Δεύτερον, τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας μέσα στη ζώνη του ευρώ και την αναμενόμενη επίδραση της ενιαίας ευρωπαϊκής νομισματικής πολιτικής στη χώρα μας.

I

Η δημιουργία ενός κοινού νομίσματος για τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπήρξε το όραμα των ιδρυτών της από τα τέλη της δεκαετίας του 1960. Το όραμα αυτό μετουσιώθηκε σε συγκεκριμένο στόχο και πολιτική δέσμευση με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ το 1992. Η εισαγωγή ενιαίου νομίσματος στην Ένωση κρίθηκε αναγκαία και σκόπιμη όχι μόνον επειδή το ευρώ είναι το απαραίτητο συμπλήρωμα της ενιαίας αγοράς και ουσιώδες στοιχείο της αποτελεσματικής λειτουργίας της, αλλά και επειδή η υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος σε συνδυασμό με την εφαρμογή κοινής αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής θα συμβάλει στη διαμόρφωση συνθηκών σταθερότητας σε όλες τις χώρες της Ένωσης. Επιπλέον, αναμένεται ότι η νομισματική ένωση θα αποτελέσει τον πυρήνα της ευρύτερης ευρωπαϊκής ενοποίησης και θα ενεργήσει ως καταλύτης για την ταχύτερη πραγματοποίησή της.

Ο ελληνικός λαός, στη μεγάλη πλειοψηφία του, υποστήριξε από την αρχή τη δημιουργία της νομισματικής ένωσης και τη συμμετοχή της

χώρας μας σ' αυτή, διότι έκρινε ότι με αυτόν τον τρόπο θα διασφαλιστεί η νομισματική σταθερότητα στην Ελλάδα και θα ενισχυθεί ο ρόλος της χώρας μας στο ευρύτερο πλαίσιο της ευρωπαϊκής συνεργασίας, με σημαντικά οφέλη για την οικονομία και την ασφάλειά της. Υπογράφοντας τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, χωρίς ρήτρα διαφυγής ως προς το ευρώ, το ελληνικό κράτος δεσμεύθηκε να υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα όπως προβλέπει η Συνθήκη.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η προοπτική ένταξης της Ελλάδος στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση ήταν απόμακρη και εξαιρετικά αβέβαιη. Να σημειώσω εδώ ότι ουσιαστική προϋπόθεση για να συμμετάσχει μια χώρα στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση είναι να διαμορφώσει πρώτα συνθήκες διατηρήσιμης νομισματικής σταθερότητας, οι οποίες να προσεγγίζουν τις συνθήκες σταθερότητας που προβλέπεται να επικρατούν στην ένωση. Αυτήν ακριβώς τη γενική προϋπόθεση εξειδικεύουν και ποσοτικοποιούν τα περίφημα κριτήρια οικονομικής σύγκλισης σχετικά με τον πληθωρισμό, τη συναλλαγματική ισοτιμία, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και τη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας.

Η πορεία της χώρας προς τη νομισματική ένωση δεν ήταν καθόλου εύκολη. Σημαδεύθηκε από νομισματικές κρίσεις, δύσκολες πολιτικές αποφάσεις και ποικίλες αβεβαιότητες ως προς την τελική έκβαση, με πιο πρόσφατο παράδειγμα την ικανοποίηση του κριτηρίου που αφορά τον πληθωρισμό. Θα αναφερθώ εν συντομία σε ορισμένα κρίσιμα γεγονότα και περιόδους κατά την πορεία αυτή, τα οποία αναδεικνύουν τη συμβολή της νομισματικής πολιτικής στη διαμόρφωση των αναγκαίων συνθηκών για τη μετάβαση από τη δραχμή στο ευρώ.

Πρέπει κατ' αρχήν να επισημάνω ότι η μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα προϋπέθετε τη βαθμιαία ενίσχυση της αξίας της δραχμής κατά τα προηγούμενα χρόνια. Συγκεκριμένα, απαιτούσε την ενίσχυση της αγοραστικής της δύναμης, με τη δραστική μείωση του πληθωρισμού και την επίτευξη νομισματικής σταθερότητας και, ταυτόχρονα, τη βελτίωση της εξωτερικής της αξίας, με τη σταθεροποίηση της ισοτιμίας της έναντι των νομισμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ύστερα του ευρώ. Προκειμένου να έχει διάρκεια η νομισματική σταθερότητα, ήταν επίσης αναγκαίο η αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική να συνδυάζεται με δημοσιονομική πειθαρχία και την προοπτική πλήρους αποκατάστασης δημοσιονομικής ισορροπίας.

Ένα σημαντικό γεγονός που επηρέασε καθοριστικά την πορεία της χώρας προς την ΟΝΕ και μετέβαλε ευνοϊκά τις προσδοκίες επίτευξης νομισματικής σταθερότητας ήταν η αντιμετώπιση της νομισματικής κρίσης του 1994 και η συνακόλουθη αλλαγή της κατεύθυνσης της οικονομικής πολιτικής. Η νομισματική αναταραχή του Μαΐου 1994 εκδηλώθηκε εν όψει της πλήρους απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων, η οποία ήταν βασική προϋπόθεση για την ενσωμάτωση της χώρας στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά και τη μελλοντική πλήρη ένταξή της στην ΟΝΕ. Η αποφασιστικότητα και αποτελεσματικότητα με την οποία στηρίχθηκε η ισοτιμία της δραχμής την εποχή εκείνη ενίσχυσαν την εμπιστοσύνη των αγορών και του κοινού στην ασκούμενη πολιτική και την προοπτική της οικονομικής σταθερότητας. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και η σταθεροποίηση της ισοτιμίας αναδείχθηκαν κεντρικοί στόχοι, οι οποίοι επιτεύχθηκαν με την άσκηση αυστηρής νομισματικής

πολιτικής και την επιτάχυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής.

Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων το 1994 και η θετική εμπειρία από την επιτυχή αντιμετώπιση της νομισματικής αναταραχής οδήγησαν σε μεταβολή της στρατηγικής και του πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής στα επόμενα έτη. Από το 1995, η νομισματική πολιτική υιοθέτησε ως κύριο ενδιάμεσο στόχο τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ECU και μετέπειτα του ευρώ. Στην τριετία 1995-1997, οι στόχοι για τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ECU επιτεύχθηκαν απολύτως,¹ παρά τις πιέσεις που εκδηλώθηκαν κατά καιρούς στην αγορά συναλλάγματος, και ο πληθωρισμός υποχώρησε σημαντικά. Η ελληνική εμπειρία καταδεικνύει σαφώς ότι η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να αποδειχθεί αποτελεσματικό μέσο αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού.

Η διατηρησιμότητα της πολιτικής αυτής ετέθη υπό αμφισβήτηση από τις αγορές το φθινόπωρο του 1997 και στις αρχές του 1998, όταν εκδηλώθηκαν έντονες πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος. Οι πιέσεις αυτές συνδέονταν εν μέρει με τις κρίσεις στη Νοτιοανατολική Ασία και σε άλλες αναδυόμενες αγορές, οι οποίες άσκησαν επιδράσεις διεθνώς, λόγω της παγκοσμιοποίησης της αγοράς κεφαλαίων. Σε μεγαλύτερο όμως βαθμό, οι πιέσεις αυτές αντανάκλουν τις επιπτώσεις εγχώριων οικονομικών εξελίξεων. Συγκεκριμένα, η ανεπαρκής προσαρμογή της παραγωγικότητας και του ρυθμού

¹ Οι συγκεκριμένοι στόχοι για το ρυθμό διολίσθησης της δραχμής έναντι του ECU ήταν 3% στη διάρκεια του 1995 και 0-2% ετησίως στη διάρκεια του 1996 και του 1997.

ανόδου του κόστους εργασίας στους περιορισμούς που συνεπάγεται η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας οδήγησε σε απώλεια ανταγωνιστικότητας και διεύρυνση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Οι εξελίξεις αυτές συνετέλεσαν στη διαμόρφωση προσδοκιών για την ανάγκη έγκαιρης προσαρμογής της ισοτιμίας εν όψει της ένταξης της χώρας στη ζώνη του ευρώ το 2001 και της απαιτούμενης σταθερότητας της ισοτιμίας για περίοδο δύο ετών πριν από το χρόνο αξιολόγησης, που είχε οριστεί για τις αρχές του 2000. Οι πιέσεις στη δραχμή εκτονώθηκαν τελικά με την ένταξη της στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος το Μάρτιο του 1998 και την ταυτόχρονη υποτίμησή της κατά 12,3%.

Η εμπειρία αυτή υπογραμμίζει τη σημασία της ικανότητας προσαρμογής των αγορών και της παραγωγικότητας στους περιορισμούς που θέτει η συναλλαγματική ισοτιμία, για τη διατήρηση εξωτερικής ισορροπίας και νομισματικής σταθερότητας. Συνεπώς, καταδεικνύει τη σημασία που έχει η εφαρμογή κατάλληλου μείγματος διαρθρωτικής, οικονομικής και νομισματικής πολιτικής, το οποίο χαρακτηρίζεται από αμοιβαία συμβατότητα ως προς την επίτευξη των τελικών στόχων και το οποίο συμβάλλει στη βελτίωση της προσαρμοστικότητας των αγορών και της παραγωγικής βάσης σε νομισματικούς περιορισμούς και εξωγενείς διαταράξεις. Το συμπέρασμα αυτό δεν αφορά μόνο το παρελθόν αλλά και το μέλλον της ελληνικής οικονομίας. Η υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος από την Ελλάδα ισοδυναμεί με τον καθορισμό αμετάκλητα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ της δραχμής και του ευρώ ή των νομισμάτων που αντικατέστησε το ευρώ.

Εάν η ελληνική οικονομία δεν προσαρμοστεί επιτυχώς στην πίεση του ανταγωνισμού που συνεπάγεται το νέο αυτό περιβάλλον και η εθνική οικονομική πολιτική δεν συντελέσει σ' αυτήν την προσαρμογή και δεν λάβει υπόψη τις συνέπειες της εφαρμογής της κοινής νομισματικής πολιτικής στη χώρα μας, θα προκύψουν πιέσεις. Μέσα στη ζώνη του ευρώ, οι πιέσεις αυτές δεν θα εκδηλωθούν στην αγορά συναλλάγματος και δεν θα διακυβεύουν την εξωτερική ισορροπία, αλλά θα επηρεάσουν κυρίως την εγχώρια παραγωγή και την απασχόληση και, σε μικρότερο βαθμό, την εξέλιξη των τιμών. Επομένως, η συνοχή μεταξύ της εθνικής οικονομικής πολιτικής και της ενιαίας νομισματικής πολιτικής καθώς και η εφαρμογή μεταρρυθμίσεων που θα αυξήσουν την ευελιξία των αγορών και την παραγωγικότητα αποτελούν σημαντικές προϋποθέσεις για την πραγματική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας στο μέλλον.

Η ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ το Μάρτιο του 1998 ήταν άλλο ένα πολύ σημαντικό γεγονός στην πορεία της χώρας προς το ευρώ και προσδιόρισε την αρχή της τελικής φάσης της διαδικασίας σύγκλισης. Με τη συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ ικανοποιήθηκε μία ακόμη προϋπόθεση για την πλήρη ένταξη στην ΟΝΕ, εκτονώθηκαν οι πιέσεις στη δραχμή, καθορίστηκε ένα νέο πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής και, γενικότερα, ενισχύθηκε η αξιοπιστία της μακροοικονομικής πολιτικής. Η συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ ήταν ομαλή και συνετέλεσε στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, επειδή συνδυάστηκε, αφενός, με την άσκηση αυστηρής νομισματικής πολιτικής και, αφετέρου, με την επιτάχυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής και τη συγκρατημένη άνοδο της αμοιβής εργασίας, που ήταν συνεπείς με τη

διατηρησιμότητα της κεντρικής ισοτιμίας της δραχμής στο μηχανισμό.

Η εφαρμογή έντονα αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής από το Μάρτιο του 1998 έως και το Δεκέμβριο του 1999 ήταν απόλυτα αναγκαία, προκειμένου αρχικά να αντισταθμιστούν οι πληθωριστικές επιπτώσεις της υποτίμησης και να επανέλθει ο πληθωρισμός το ταχύτερο δυνατόν σε πτωτική τροχιά και, μετέπειτα, προκειμένου να συνεχιστεί η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, η οποία αποδείχθηκε δυσχερής, εν μέρει λόγω του ανεπαρκούς ανταγωνισμού σε ορισμένους τομείς της οικονομίας και εν μέρει λόγω των επιπτώσεων της μεγάλης ανόδου της τιμής του πετρελαίου στη διεθνή αγορά. Για τους λόγους αυτούς, η Τράπεζα της Ελλάδος διατήρησε τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα και έλαβε πρόσθετα μέτρα για τη συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασης, ώστε να περιοριστούν περισσότερο οι ενδογενείς πληθωριστικές πιέσεις. Η πολιτική αυτή, σε συνδυασμό με την αυξανόμενη εμπιστοσύνη των αγορών στην προοπτική ένταξης της χώρας στη ζώνη του ευρώ, είχε ως αποτέλεσμα να διατηρηθεί σχεδόν σταθερή η ισοτιμία της δραχμής, αλλά σε επίπεδο σημαντικά υψηλότερο, κατά 6,5-8,5%, από την κεντρική της ισοτιμία για δύο περίπου χρόνια, μέχρι την ανατίμηση της κεντρικής ισοτιμίας κατά 3,5% τον Ιανουάριο του 2000.

Η νομισματική πολιτική που ασκήθηκε συνετέλεσε ουσιαστικά στην ικανοποίηση του κριτηρίου σύγκλισης που αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία και στην υποχώρηση του πληθωρισμού στο 2% το καλοκαίρι του 1999, δηλαδή σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών και την εκπλήρωση του σχετικού κριτη-

ρίου. Είναι αξιοσημείωτο ότι, παρά την άνοδο του πληθωρισμού από τον Οκτώβριο του 1999 και μετά λόγω της εξωγενούς επίδρασης της τιμής του πετρελαίου, ο πυρήνας του πληθωρισμού, που καταγράφει ακριβέστερα τις εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις, διατηρήθηκε σταθερά κάτω από το 2% έως τον Ιούνιο του 2000 (γύρω στο 1,7%) και προβλέπεται να παραμείνει σ' αυτό το επίπεδο έως το τέλος του έτους. Συνεπώς, έχει επιτευχθεί υψηλός βαθμός σταθερότητας των τιμών, που επιτρέπει και διευκολύνει τη μετάβαση στο ευρώ.

II

Η αντικατάσταση της δραχμής από το ευρώ και η εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη χώρα μας θα εξασφαλίσουν τη διατήρηση συνθηκών νομισματικής σταθερότητας μακροπρόθεσμα. Ο χαμηλός πληθωρισμός που επιτεύχθηκε με τόση προσπάθεια τα τελευταία χρόνια θα μπορούσε να αποδειχθεί προσωρινό επίτευγμα εάν στο μέλλον μεταβαλλόταν η κατεύθυνση της εθνικής νομισματικής πολιτικής και, γενικότερα, της μακροοικονομικής πολιτικής. Με τη μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα εξασφαλίζεται υψηλός βαθμός σταθερότητας σε μονιμότερη βάση, επειδή ο πληθωρισμός προσδιορίζεται κυρίως από νομισματικούς παράγοντες και επειδή, όπως είναι γνωστό, πρωταρχικός σκοπός της ενιαίας νομισματικής πολιτικής είναι η σταθερότητα των τιμών. Επιπλέον, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης θέτει περιορισμούς στους προϋπολογισμούς των κρατών-μελών της Ένωσης. Οι περιορισμοί αυτοί αποσκοπούν στη διατήρηση δημοσιονομικής πειθαρχίας και τη στήριξη της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής. Πρέπει όμως να προσθέσω ότι, όπως δείχνει η πείρα των

χωρών που είναι ήδη μέσα στη ζώνη του ευρώ, η εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής δεν μπορεί από μόνη της να εξασφαλίσει βραχυπρόθεσμα ή και μεσοπρόθεσμα χαμηλό πληθωρισμό στις χώρες-μέλη της ζώνης. Απαιτείται παράλληλα άσκηση πρόσφορης εθνικής οικονομικής πολιτικής, καθώς και συγκρατημένη πολιτική τιμών και αμοιβής εργασίας από τις επιχειρήσεις και τους κοινωνικούς εταίρους, η οποία να είναι συνεπής με την ενίσχυση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας και την αύξηση της παραγωγής και της απασχόλησης.

Γενικά, πάντως, η υιοθέτηση του ευρώ θα εξασφαλίσει υψηλό βαθμό νομισματικής σταθερότητας στη χώρα μας, που αποτελεί ουσιαστική προϋπόθεση για την οικονομική της ανάπτυξη. Επιπλέον, θα συντελέσει στην επιτάχυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης λόγω της ευνοϊκής επίδρασης και άλλων παραγόντων, όπως η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου στις διασυνοριακές συναλλαγές εντός της ζώνης του ευρώ, ο μηδενισμός του κόστους μετατροπής της δραχμής σε ευρώ και, κυρίως, το χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης της οικονομίας ως συνέπεια της σύγκλισης των επιτοκίων και της ευχερέστερης πρόσβασης των επιχειρήσεων στην πανευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά. Το κρίσιμο ερώτημα πάντως είναι κατά πόσον η προβλεπόμενη επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας θα είναι διαρκής και επαρκής, ώστε να πετύχουμε τη σύγκλιση του βιοτικού μας επιπέδου προς το μέσο όρο των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης μέσα στα επόμενα δέκα χρόνια.

Η απάντηση στο ερώτημα αυτό δεν είναι εύκολη. Ο στόχος της πραγματικής σύγκλισης είναι σχετικός και η επίτευξή του εξαρτάται και από

το ρυθμό ανόδου του μέσου όρου του πραγματικού εισοδήματος στη ζώνη του ευρώ, ο οποίος αναμένεται να επιταχυνθεί τα επόμενα έτη. Η πραγματική σύγκλιση θα πρέπει να επιτευχθεί στο νέο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, που χαρακτηρίζεται από έντονο και αυξανόμενο ανταγωνισμό, καθώς και από ταχύτερη και μονιμότερη άνοδο της παραγωγικότητας. Οι εξελίξεις αυτές είναι αποτέλεσμα πολλών παραγόντων: της τεχνολογικής προόδου στην πληροφορική και τις τηλεπικοινωνίες, της απελευθέρωσης και παγκοσμιοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών, καθώς και της μεγαλύτερης ευελιξίας των αγορών αγαθών, υπηρεσιών και εργασίας λόγω και της μείωσης των κανονιστικών περιορισμών που διέπουν τη λειτουργία των αγορών αυτών. Η άρση ορισμένων κανονιστικών περιορισμών εν μέρει αντανακλά φορολογικές μεταρρυθμίσεις που αποσκοπούν στην ενίσχυση της προσφοράς αγαθών και υπηρεσιών. Στην Ευρώπη, η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος και η ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς εντείνουν περαιτέρω τον ανταγωνισμό.

Στο νέο αυτό περιβάλλον, η πραγματική οικονομική σύγκλιση μπορεί να επιτευχθεί κυρίως, αν όχι αποκλειστικά, με μέτρα διαρθρωτικής προσαρμογής που αποσκοπούν στην αύξηση της παραγωγικότητας και τη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων. Η προσαρμογή αυτή είναι σκόπιμο να κινηθεί στους εξής άξονες: απελευθέρωση των αγορών, προώθηση της τεχνολογικής έρευνας και των καινοτομιών, εκσυγχρονισμός της δημόσιας διοίκησης, στήριξη της επιχειρηματικής δράσης, βελτίωση της εκπαίδευσης και της επαγγελματικής κατάρτισης, αλλά και αποτελεσματικότερη λειτουργία της αγοράς εργασίας και του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η σημασία της απελευθέρωσης και της αποτελεσματικότερης λειτουργίας των αγορών για την αύξηση της παραγωγικότητας και της διεθνούς ανταγωνιστικότητας δεν πρέπει να υποτιμάται. Ένα ενδιαφέρον συμπέρασμα που προκύπτει από πρόσφατες αναλύσεις των πράγματι αξιολογών επιδόσεων της αμερικανικής οικονομίας είναι ότι ο υψηλότερος ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας και το χαμηλό ποσοστό ανεργίας που χαρακτηρίζει τη λεγόμενη “νέα οικονομία” δεν οφείλεται μόνο ή κυρίως στην τεχνολογική πρόοδο, αλλά αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών, καθώς και την προσαρμοστικότητα και καλύτερη οργάνωση της παραγωγικής διαδικασίας. Συνοπτικά και κάπως σχηματικά, η πραγματική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας, σε συνδυασμό με τη διατήρηση της νομισματικής σταθερότητας, μπορεί να πραγματοποιηθεί τα επόμενα χρόνια εάν η εθνική οικονομική πολιτική και ο ιδιωτικός τομέας επιτύχουν, μέσα από την αναδιάρθρωση της οικονομίας, την αύξηση της συνολικής προσφοράς – του όγκου, του εύρους και της ποιότητάς της – με υψηλό ρυθμό, ο οποίος δεν θα υπολείπεται του ρυθμού ανόδου της συνολικής ζήτησης. Το εγχείρημα είναι σύνθετο και απαιτεί ποικίλες παρεμβάσεις σε πολλούς τομείς, καθώς και συντονισμό ενεργειών. Πιστεύω όμως ότι οι προοπτικές επιτυχίας είναι ευνοϊκές, όχι μόνον επειδή οι υπεύθυνοι γνωρίζουν τα μέτρα που απαιτούνται για την επίτευξη των στόχων, αλλά και επειδή η απελευθέρωση των αγορών και η ενίσχυση του ανταγωνισμού θα συνεργήσουν, υπό την προϋπόθεση της καλής εποπτείας και της υιοθέτησης σταθερών κανόνων, στην ταχύτερη άνοδο της παραγωγικότητας και της συνολικής προσφοράς.

Η εισαγωγή του ευρώ στη χώρα μας θα επηρεάσει καθοριστικά τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού τομέα και το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, συντελώντας (και με αυτόν τον τρόπο) στην επιτάχυνση της αναπτυξιακής διαδικασίας. Τα τελευταία χρόνια, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα έχει υποστεί ευρείας έκτασης μετασχηματισμό, λόγω της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών και της κίνησης κεφαλαίων, της τεχνολογικής πρόόδου, της ιδιωτικοποίησης κρατικών τραπεζών και της επικείμενης εισαγωγής του ευρώ. Ο βαθμός συγκέντρωσης έχει αυξηθεί, αλλά παράλληλα έχει ενταθεί και ο ανταγωνισμός. Οι τάσεις αυτές αναμένεται ότι θα ενισχυθούν με την εισαγωγή του ευρώ και την ολοκλήρωση της πανευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίων και χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Επιπλέον, οι ελληνικές τράπεζες θα λειτουργήσουν σε ένα νέο περιβάλλον χαμηλότερων επιτοκίων και αυξημένης ρευστότητας, λόγω της μετάβασης από την εθνική στην ενιαία νομισματική πολιτική.

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν επαρκή κεφαλαιακή βάση και ικανοποιητική τεχνολογία για να αντιμετωπίσουν τις νέες συνθήκες. Θεωρώ ότι μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της οικονομίας, όχι μόνο με την ικανοποίηση της ζήτησης των καταναλωτών και των αποταμιευτών για τραπεζικά προϊόντα, αλλά και με την προσφορά νέων και ανταγωνιστικών προϊόντων για τη χρηματοδότηση της παραγωγής και των επενδύσεων.

Για να αξιοποιηθούν όμως οι ευκαιρίες και να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά οι ανταγωνιστικές πιέσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα από την επικείμενη μετάβαση στο ευρώ, ορισμένες τράπεζες θα πρέπει να συμπίεσουν

περαιτέρω το λειτουργικό τους κόστος, να προωθήσουν ταχύτερα τη νέα τεχνολογία στην προσφορά τραπεζικών υπηρεσιών, να ενισχύσουν τον ευρωπαϊκό τους προσανατολισμό και να βελτιώσουν τα συστήματα παρακολούθησης και διαχείρισης κινδύνων. Η διεθνής πείρα καταδεικνύει ότι ο εντεινόμενος ανταγωνισμός στον τραπεζικό τομέα οδήγησε κατά καιρούς στο να υπερεκτιμηθούν οι ευκαιρίες και τα βραχυπρόθεσμα κέρδη και να υποεκτιμηθούν οι πιστωτικοί και οι άλλοι κίνδυνοι που συνδέονται, σε ορισμένες περιπτώσεις, με την ταχεία διεύρυνση των τραπεζικών εργασιών. Γι' αυτό το λόγο απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή και σύνεση κατά τη διαχείριση της τραπεζικής διαμεσολάβησης στο νέο περιβάλλον που θα δημιουργηθεί με την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος.

Η μετάβαση από τη δραχμή στο ευρώ έχει ήδη

αποφέρει πολλά οφέλη στην ελληνική οικονομία, διότι προϋπέθετε τη σταθεροποίησή της και οδήγησε σε αυτήν, δηλαδή στο χαμηλό πληθωρισμό, τη μεγάλη βελτίωση των δημόσιων οικονομικών και την ενίσχυση της δραχμής. Η υιοθέτηση του ευρώ από τη χώρα μας θα αποφέρει και πρόσθετα οφέλη: θα εξασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών μακροπρόθεσμα, θα θωρακίσει την οικονομία από εξωγενείς νομισματικές αναταράξεις και θα προαγάγει την οικονομική ανάπτυξη. Πιστεύω μάλιστα ότι θα δράσει ως καταλύτης, ώστε να επιταχυνθεί η αναδιάρθρωση της οικονομίας και να επιτευχθεί η πραγματική σύγκλιση. Για όλους αυτούς τους λόγους, η επικείμενη αντικατάσταση της δραχμής από το ευρώ δημιουργεί αισθήματα ικανοποίησης για την πρόοδο που σημειώθηκε στο παρελθόν και ευνοϊκές προσδοκίες για την πορεία της ελληνικής οικονομίας στο μέλλον.

Η καμπύλη Phillips της ελληνικής οικονομίας και το διαχρονικά μεταβαλλόμενο NAIRU¹

Νίκος Γ. Ζόνζηλος

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

1. Εισαγωγή

Η ανεργία στη Ελλάδα τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια σημείωσε σταδιακά σημαντική άνοδο, η οποία μάλιστα άρχισε να παρουσιάζει σοβαρές ενδείξεις εμμονής. Ο αριθμός των μακροχρόνια ανέργων αυξήθηκε και φαινόμενα “υστέρησης”² είναι πλέον υπαρκτά στην ελληνική αγορά εργασίας. Πολλές θέσεις εργασίας φαίνεται να έχουν καταστραφεί κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών και ο αριθμός των νέων θέσεων που δημιουργούνται δεν είναι επαρκής, με συνέπεια το διαρκώς αυξανόμενο εργατικό δυναμικό να μη μπορεί να απορροφηθεί, παρά τους ικανοποιητικούς ρυθμούς ανόδου της συνολικής ζήτησης της οικονομίας.

Μέσα σε αυτό το περιβάλλον, οι έννοιες του “φυσικού ποσοστού ανεργίας” και του NAIRU,³ δηλαδή του ποσοστού ανεργίας που είναι συνεπές με μη αυξανόμενο πληθωρισμό, αποκτούν ιδιαίτερο ενδιαφέρον κατά την άσκηση της μακροοικονομικής⁴ πολιτικής, ειδικότερα όταν αυτή επικεντρώνεται σε θέματα που αφορούν την καταπολέμηση της ανεργίας και τον έλεγχο του πληθωρισμού. Οι δύο έννοιες διαφοροποιούνται θεωρητικά. Ως “φυσικό ποσοστό ανεργίας” θεωρείται εκείνο το τμήμα

¹ Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκην της Τράπεζας της Ελλάδος.

² Ο όρος “υστέρηση” υποδηλώνει σύνολο συλλογισμών που εξαρτούν την τρέχουσα ανεργία από την ιστορικά παρατηρηθείσα ανεργία και από τη μείωση της ικανότητας για αναζήτηση εργασίας όταν ο άνεργος “στιγματίζεται” εξαιτίας της μακροχρόνιας παραμονής του εκτός εργασίας.

³ “Non-accelerating-inflation rate of unemployment”.

⁴ Ειδικότερα για το ρόλο του NAIRU κατά τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής, ενδιαφέρουσα είναι η ομιλία του Mervyn King το Δεκέμβριο του 1998 στο Employment Policy Institute. Βλ. King (1999). Για το ίδιο ζήτημα, αλλά με αντίθετα συμπεράσματα, βλ. Estrella and Mishkin (1998).

της συνολικής ανεργίας που καθορίζεται από διαρθρωτικούς και θεσμικούς παράγοντες και δεν μπορεί να επηρεαστεί μόνιμα από την ασκούμενη μακροοικονομική πολιτική.⁵ Αντίθετα, το NAIRU μπορεί να επηρεαστεί από παρεμβάσεις πολιτικής και κυκλικούς παράγοντες και βραχυχρόνια μπορεί να αποκλίνει από το “φυσικό ποσοστό ανεργίας”. Η εμπειρική διάκριση των δύο εννοιών είναι δυσχερής. Στην εργασία αυτή το ενδιαφέρον εντοπίζεται στο NAIRU, επειδή (α) μια σχετικά αξιόπιστη εκτίμησή του μπορεί να εξαχθεί από μια εξίσωση τιμών ανηγμένης μορφής που συνδέει τον πληθωρισμό με τις ανισορροπίες στην αγορά εργασίας και (β) η γνώση των αποκλίσεων μεταξύ τρέχουσας ανεργίας και NAIRU δίνει ένα μέτρο των πληθωριστικών πιέσεων που μπορούν να προέλθουν από την αγορά εργασίας σ’ ένα χρονικό ορίζοντα εντός του οποίου οι παρεμβάσεις πολιτικής μπορούν να αποβούν αποτελεσματικές.

Οι ακαδημαϊκές συζητήσεις σχετικά με τη σταθερότητα και τους προσδιοριστικούς παράγοντες του NAIRU είναι εκτενείς. Εφόσον όμως η εκτίμηση γίνει μέσω ενός υποδείγματος τιμών, το υπόδειγμα αυτό θα πρέπει να είναι καλώς προσδιορισμένο και να μπορεί να ερμηνεύσει ικανοποιητικά την πληθωριστική διαδικασία. Η διαπίστωση αυτή γίνεται ακόμη πιο ουσιαστική για χώρες όπως η Ελλάδα, όπου την τελευταία περίοδο είχαμε μια σαφή αλλαγή του οικονομικού “regime”, εφόσον η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην οικονομία συνοδεύθηκε από μεγάλες διαρθρωτικές αλλαγές, όπως η απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών και της κίνησης κεφαλαίων, η ενίσχυση του ανταγωνισμού, η ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ και η σταθεροποίηση της ισοτιμίας της κ.λπ.

Στη μελέτη αυτή επιχειρείται μια προκαταρκτική εκτίμηση του NAIRU της ελληνικής οικονομίας⁶ με τη χρησιμοποίηση ενός υποδείγματος καμπύλης Phillips και τεχνικών που επιτρέπουν τον έλεγχο αλλά και την εκτίμηση ενός μεταβαλλόμενου NAIRU. Ουσιαστικά, η μελέτη επιχειρεί: Πρώτον, να παρουσιάσει έναν ακόμη δείκτη, το NAIRU, κατάλληλο για τη διάγνωση πληθωριστικών τάσεων στην οικονομία, ο οποίος βασίζεται στις πληροφορίες οι οποίες μπορούν να εξαχθούν από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά εργασίας. Δεύτερον, να εξετάσει τις βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες σχέσεις (trade-offs) μεταξύ ανεργίας και πληθωρισμού, καθώς και τη σχέση μεταξύ ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ και μεταβολών στο ποσοστό ανεργίας, δηλαδή το λεγόμενο “νόμο του Okun”.

Η τεχνική που ακολουθείται για την εκτίμηση του ελληνικού NAIRU είναι οικονομική και στατιστική και βασίζεται στο συνδυασμό ενός υποδείγματος καμπύλης Phillips, του λεγόμενου τριγωνικού υποδείγματος του Gordon (1997, 1998), και μιας στατιστικής παραδοχής ότι το μεταβαλλόμενο και μη άμεσα παρατηρήσιμο NAIRU ακολουθεί διαδικασία “τυχαίου περιπάτου” (“random walk”). Η εκτίμηση γίνεται με ετήσια δεδομένα της ελληνικής οικονομίας που καλύπτουν την περίοδο 1963-99. Για λόγους συγκρισιμότητας, η καμπύλη Phillips εκτιμάται και με τη μέθοδο των ελάχιστων τετραγώνων και με ανεξάρτητη μεταβλητή το παρατηρού-

5 Κατά τον Friedman (1968) το “φυσικό ποσοστό ανεργίας” ορίζεται ως το ποσοστό που αντιστοιχεί στην επίλυση ενός συστήματος γενικής ισορροπίας κατά Walras. Ο ορισμός που δίνει ο Lucas (1972) για το “φυσικό ποσοστό ανεργίας” συνδέεται με την άποψή του ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να επηρεάσει μόνιμα το επίπεδο απασχόλησης.

6 Εκτιμήσεις του NAIRU της ελληνικής οικονομίας έχουν γίνει από τους Demopoulos et al. (1999) και Katsimi (1999).

μενο ποσοστό ανεργίας. Από την εκτίμηση αυτή της καμπύλης Phillips, ακολούθως εξάγεται ένα σταθερό NAIRU για όλη την περίοδο. Επιπλέον εκτιμάται και ένα μεταβαλλόμενο σε διαφορετικά “regimes” NAIRU, με βάση την υπόθεση ότι αυτό ακολουθεί μια βαθμωτή συνάρτηση. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν συγκρίνονται με αντίστοιχες εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών (ΕΕ, ΟΟΣΑ).

Τα γενικότερα συμπεράσματα αυτής της μελέτης είναι τα εξής:

Η σταδιακή αποκλιμάκωση του ελληνικού πληθωρισμού τα τελευταία χρόνια ήταν κυρίως το αποτέλεσμα της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής, καθώς και της συναλλαγματικής πολιτικής, η οποία διατήρησε το ρυθμό ανόδου των τιμών των εισαγομένων χαμηλότερα από αυτόν των εγχώριων τιμών. Στην αποτελεσματική εφαρμογή των πολιτικών αυτών συνέβαλε η σαφής εξυγίανση του δημοσιονομικού περιβάλλοντος. Η περιοριστική πολιτική που εφαρμόστηκε δημιούργησε ελάχιστη κυκλική ανεργία και ο ρυθμός ανόδου της οικονομίας κινήθηκε σε επίπεδα απολύτως συμβατά με τους ρυθμούς ανόδου της δυνητικής παραγωγής. Παρατηρήθηκε σημαντική άνοδος της διαρθρωτικής ανεργίας και του NAIRU, η οποία πρέπει να αποδοθεί σε φαινόμενα “υστέρησης” αλλά και στη σημαντική ενίσχυση του εργατικού δυναμικού. Η διατηρησιμότητα του χαμηλού πληθωρισμού και ο περιορισμός της ανεργίας είναι στόχοι εφικτοί, μέσα στο περιβάλλον που θα δημιουργεί η κατάλληλη νομισματική πολιτική που θα ασκείται από την ΕΚΤ, μόνο με την εφαρμογή διαρθρωτικών παρεμβάσεων οι οποίες πρέπει απαραίτητα να περιλαμβάνουν μέτρα αναβάθμισης του εργατικού δυναμικού μέσω της

εκπαίδευσης. Οι πολιτικές διαχείρισης της ζήτησης κρίνονται εμπειρικά αναποτελεσματικές για την αντιμετώπιση του προβλήματος της ανεργίας.

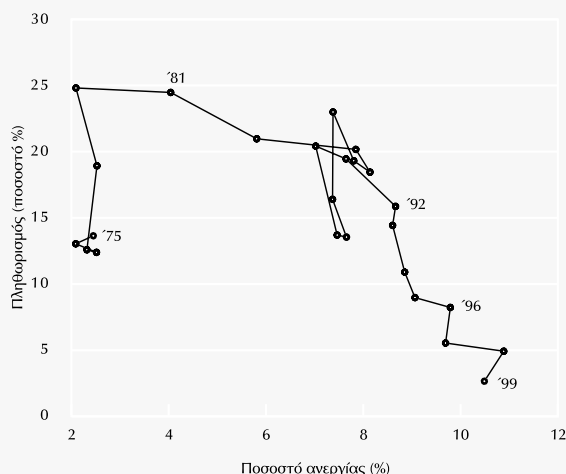
Η διάρθρωση της μελέτης είναι η ακόλουθη: στο δεύτερο μέρος αναπτύσσεται η μεθοδολογία και εκτιμάται το μεταβαλλόμενο NAIRU της ελληνικής οικονομίας στο πλαίσιο του τριγωνικού υποδείγματος του Gordon, στο τρίτο μέρος γίνεται μια εκτίμηση του νόμου του Okun και, τέλος, στο τέταρτο μέρος παρουσιάζονται αναλυτικά τα συμπεράσματα.

2. Η καμπύλη Phillips της ελληνικής οικονομίας και η εκτίμηση του NAIRU

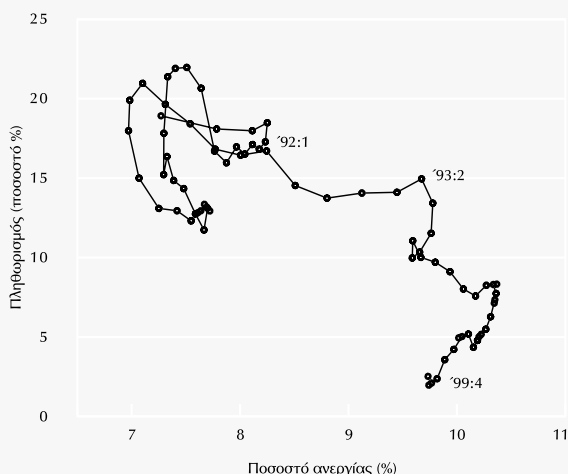
Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται ο συνδυασμός σημείων του ποσοστού ανεργίας με το ρυθμό μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή σε ετήσια και τριμηνιαία δεδομένα. Από τα δύο γραφήματα προκύπτει η αστάθεια που χαρακτηρίζει τη σχετική καμπύλη, όταν αυτή εξετάζεται μόνο σε δύο διαστάσεις. Παρατηρούνται δηλαδή περίοδοι όπου αυτή έχει την αναμενόμενη αρνητική κλίση (1980-84), αλλά και περίοδοι όπου είναι κατακόρυφη (1975-80), όπως και περίοδοι με εμφανή θετική κλίση (1998-99).⁷ Πάντως, θα πρέπει να αναφερθεί ότι για τις περισσότερες χώρες η απλουστευμένη αυτή απεικόνιση έχει μάλλον μια παρόμοια μη συμβατική μορφή.

⁷ Τα στοιχεία που ανακοινώθηκαν πρόσφατα για την ανεργία κατά το 1999 ανατρέπουν τις αρχικές εκτιμήσεις για μείωση του ποσοστού ανεργίας το έτος αυτό. Κατά συνέπεια, η καμπύλη Phillips διατηρεί τελικά την αρνητική κλίση στην περίοδο 1998-99.

Διάγραμμα 1
Πληθωρισμός (ΔΤΚ) και ανεργία, 1975-1999



Πληθωρισμός (ΔΤΚ) και ανεργία, 1983:1 -1999:4



Το τριγωνικό υπόδειγμα του Gordon που χρησιμοποιείται σ' αυτήν την εργασία ως εμπειρικό πλαίσιο προσθέτει στο βασικό υπόδειγμα της καμπύλης Phillips προσδοκίες για τον πληθωρισμό, παράγοντες προσφοράς και το διαχρονικά μεταβαλλόμενο NAIRU. Με τους πρόσθετους αυτούς παράγοντες είναι δυνατόν να ερμηνευθεί η αστάθεια και η μη συμβατική συμπεριφορά της ανεργίας και του πληθωρισμού. Το υπόδειγμα αυτό αποτελεί ανηγμένη μορφή και μπορεί να προκύψει από ένα γενικό υπόδειγμα τιμών-μισθών με προσαρμοζόμενες προσδοκίες. Στη μορφή αυτή ο πληθωρισμός ερμηνεύεται από (α) την αδράνεια της πληθωριστικής διαδικασίας, (β) μια μεταβλητή που εκφράζει το βαθμό ανισορροπίας στις αγορές της πραγματικής οικονομίας, δηλαδή την απόκλιση της τρέχουσας ανεργίας από το NAIRU (που αποκαλείται "κενό ανεργίας") ή το "παραγωγικό κενό", και (γ) παράγοντες προσφοράς βραχυχρόνιου κυρίως χαρακτήρα, όπως είναι οι τιμές των εισαγομένων και οι

τιμές της ενέργειας. Οι μακροχρόνιοι παράγοντες προσφοράς ενσωματώνονται στο NAIRU. Η γενική διατύπωση του υποδείγματος έχει ως εξής :

$$\Delta \ln(\pi) = A(L) \cdot \Delta \ln(\pi(-1)) + B(L) \cdot (urx - urx^*) + \Delta \ln(pxf/eer/\pi(-1)) + \varepsilon \quad (1)$$

με $\varepsilon \sim (0, H)$

$$urx^*(t) = urx^*(t-1) + u \quad (2)$$

με $u \sim (0, Q)$

Στη θέση της εξαρτημένης μεταβλητής (π) εναλλάσσονται διαδοχικά το επίπεδο του δείκτη τιμών καταναλωτή και του αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Τα $A(L)$ και $B(L)$ είναι πολυώνυμα στον τελεστή (L). Με urx συμβολίζεται το ποσοστό ανεργίας και με urx^* το NAIRU, ενώ pxf και eer είναι αντίστοιχα τα επίπεδα του δείκτη των ξένων τιμών και του δείκτη της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η δεύτερη εξίσωση προσδιορίζει το NAIRU ως μια διαδικασία "random walk".

Η ενσωμάτωση των παραγόντων προσφοράς στην εξίσωση (1) απομακρύνει την έννοια του NAIRU από τον καθιερωμένο ορισμό του, ο οποίος διατυπώνεται με την υπόθεση της μη ύπαρξης παραγόντων προσφοράς. Η εισαγωγή όμως των παραγόντων προσφοράς έχει ιδιαίτερη σημασία για την αξιόπιστη εκτίμηση του NAIRU της ελληνικής οικονομίας, όπου η σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού σε μεγάλη έκταση οφείλεται στη συναλλαγματική πολιτική, που διατήρησε αρνητικό το ρυθμό ανόδου του λόγου των τιμών των ξένων προϊόντων (σε εγχώριο νόμισμα) προς τις τιμές των εγχώριων προϊόντων. Έτσι, ο σταθερός ρυθμός πληθωρισμού που είναι συμβατός με το NAIRU δεν αποδίδεται στην εξέλιξη της ανεργίας αλλά στην εξέλιξη των σχετικών τιμών.

Το υπόδειγμα των εξισώσεων (1) και (2) που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση του NAIRU αποτελεί, όπως αναφέρθηκε, μια ενδιάμεση προσέγγιση, οικονομική και στατιστική, μεταξύ των στατιστικών τεχνικών εκτίμησης του NAIRU και των αποκαλούμενων καθαρά διαρθρωτικών μεθόδων. Ειδικότερα, οι στατιστικές τεχνικές περιλαμβάνουν κυρίως τα εκθετικώς σταθμισμένα φίλτρα κινητού μέσου, με όλα τα γνωστά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που έχουν εκτενώς αναλυθεί στη βιβλιογραφία.⁸ Οι διαρθρωτικές μέθοδοι, οι οποίες σε θεωρητικό επίπεδο συμβάλλουν στη συζήτηση για τη διαρκώς αμφισβητούμενη θεωρητική θεμελίωση της καμπύλης συνολικής προσφοράς της οικονομίας, χρησιμοποιούν το πλαίσιο των υποδειγμάτων καθορισμού μισθών-καθορισμού τιμών (wage-price setting). Το θεωρητικό αυτό πλαίσιο δέχεται ότι υφίσταται ατελής ανταγωνισμός και επιπλέον ότι ο μισθός που ζητούν οι εργαζόμενοι υπερβαίνει το μισθό ισορροπίας. Με

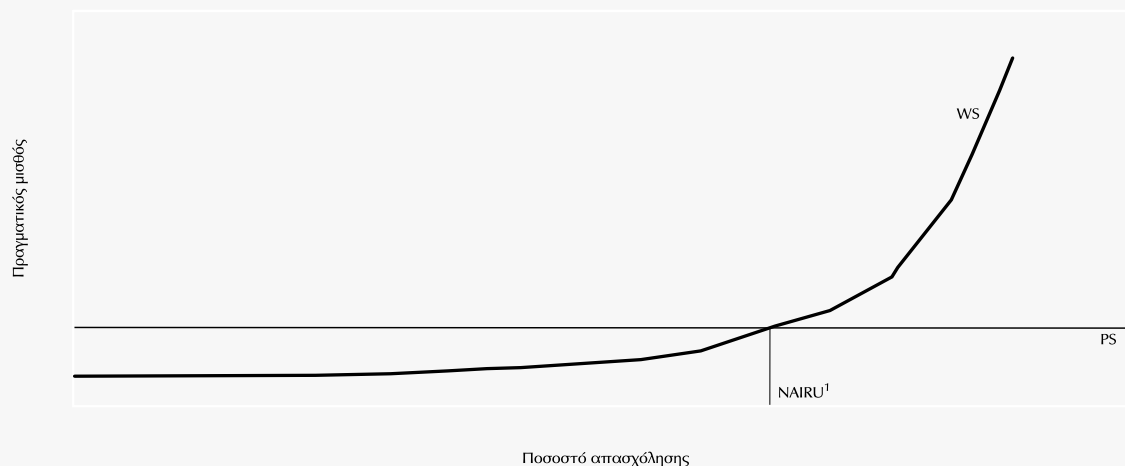
αυτές τις προϋποθέσεις, διατυπώνονται διάφορα υποδείγματα, όπως του “αποτελεσματικού μισθού” (efficiency wage), του λεγόμενου “μισθού αδιαφορίας” (reservation wage), καθώς και τα υποδείγματα των “εντός” και των “εκτός” της αγοράς εργασίας (insiders and outsiders) κ.ά. Οι ανωτέρω κατηγορίες υποδειγμάτων καταλήγουν σε υποδείγματα σύνδεσης των τιμών με την ανεργία, τα οποία, αν και η θεωρητική τους θεμελίωση είναι πιο ικανοποιητική από αυτήν της απλής καμπύλης Phillips, περιλαμβάνουν έναν αριθμό μη ταυτοποιήσιμων εμπειρικά μεταβλητών, ο οποίος τα καθιστά ακατάλληλα για εμπειρική ανάλυση.

Στη συνέχεια γίνεται μια γραφική παρουσίαση του βασικού υποδείγματος καθορισμού τιμών-καθορισμού μισθών, προκειμένου στη συνέχεια να γίνουν περισσότερο κατανοητά ορισμένα επιχειρήματα και προτάσεις.

Το Διάγραμμα 2 προσδιορίζει το NAIRU ως την τομή της καμπύλης καθορισμού μισθών και της καμπύλης καθορισμού τιμών στο επίπεδο των πραγματικών μισθών και του ποσοστού απασχόλησης. Η θετική κλίση της καμπύλης καθορισμού μισθών WS εκφράζει το κοινό χαρακτηριστικό όλων των υποδειγμάτων που αναφέρθηκαν: όσο αυξάνεται η απασχόληση, αυξάνεται και ο πραγματικός μισθός που απαιτούν οι εργαζόμενοι. Η καμπύλη καθορισμού τιμών PS εκφράζει τον πραγματικό μισθό που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι εργοδότες για τη δεδομένη απασχόληση. Η καμπύλη είναι οριζόντια, εφόσον γίνεται η υπόθεση ότι η προσφορά εργασίας είναι σταθερή και ότι ο πραγματι-

⁸ Μια επισκόπηση των μεθόδων αυτών δίδεται στη μελέτη του ΟΟΣΑ. Βλ. OECD (2000).

Διάγραμμα 2
Το υπόδειγμα καθορισμού τιμών-καθορισμού μισθών



1 Ακριβέστερα, το σημείο αυτό στον οριζόντιο άξονα αντιστοιχεί σε $(100 - \text{NAIRU})$.

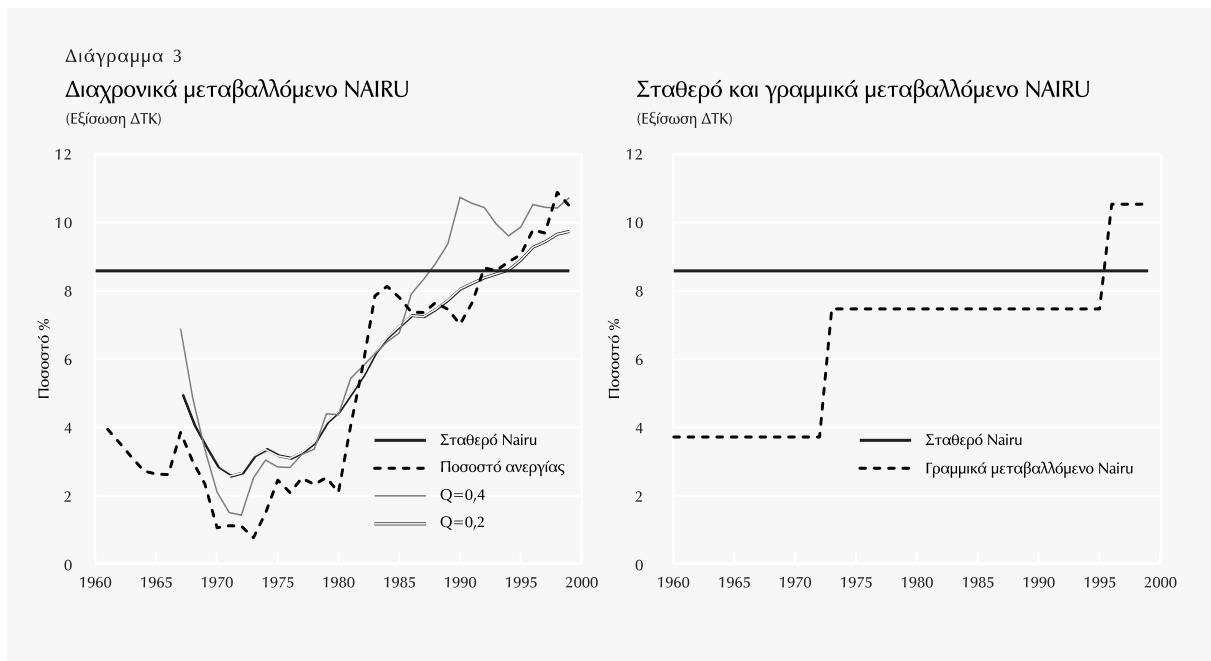
κός μισθός είναι ανεξάρτητος από το επίπεδο απασχόλησης. Η θέση της PS στο επίπεδο εξαρτάται από την παραγωγικότητα, τη συνάρτηση παραγωγής, τις τιμές των εισροών και –σε μη ανταγωνιστικές αγορές– από το “mark-up”, δηλαδή από τη σχέση μεταξύ αφε-νός των τιμών τις οποίες καθορίζουν οι επιχει-ρήσεις για τα προϊόντα τους και αφετέρου του κόστους εργασίας και των τιμών των εισροών.

Προκειμένου να διαφανεί η λειτουργία του υπο-δείγματος, ας θεωρήσουμε ένα φαινόμενο “υστέρησης” που μπορεί να οδηγήσει σε παρα-τεταμένη ανεργία και χαρακτηρίζει πολλές ευρωπαϊκές αγορές εργασίας, αλλά εν μέρει και την ελληνική. Ο άνεργος, ευρισκόμενος για μεγάλο διάστημα εκτός εργασίας, χάνει την ικα-νότητα αναζήτησης νέας εργασίας, λόγω απώ-λειας δεξιοτήτων και λόγω του “στιγματισμού” του από τους εργοδότες ως “ανέργου”. Οι άνεργοι αυτής της κατηγορίας χάνουν σταδια-κά την επιρροή τους στον καθορισμό των

μισθών και κατά συνέπεια απαιτείται υψηλότε-ρη ανεργία για να διατηρηθεί σταθερός (να μην αυξηθεί) ο πραγματικός μισθός. Η καμπύλη WS μετατοπίζεται προς τα άνω αριστερά και το NAIRU αυξάνεται.⁹

Οι εκτιμήσεις των εξισώσεων (1) και (2) έγιναν με αναδιατύπωση του υποδείγματος σε μορφή “state space” και εφαρμογή του “φίλτρου Kalman”, με εξαρτημένη μεταβλητή διαδοχικά το δείκτη τιμών καταναλωτή και τον αποπλη-θωριστή του ΑΕΠ. Τα αποτελέσματα παρου-σιάζονται σε παράρτημα. Ειδικότερα στην εξί-σωση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ, οι παρά-γοντες προσφοράς λαμβάνονται υπόψη άμεσα, με τη χρησιμοποίηση του αποπληθωριστή των εισαγομένων. Σημειώνεται ότι στις εκτιμήσεις αυτές της καμπύλης Phillips, στις εξισώσεις για τον υπολογισμό του NAIRU έχει επιβληθεί η

⁹ Εκτενή παρουσίαση του υποδείγματος βλ. στον Blanchard (1977).



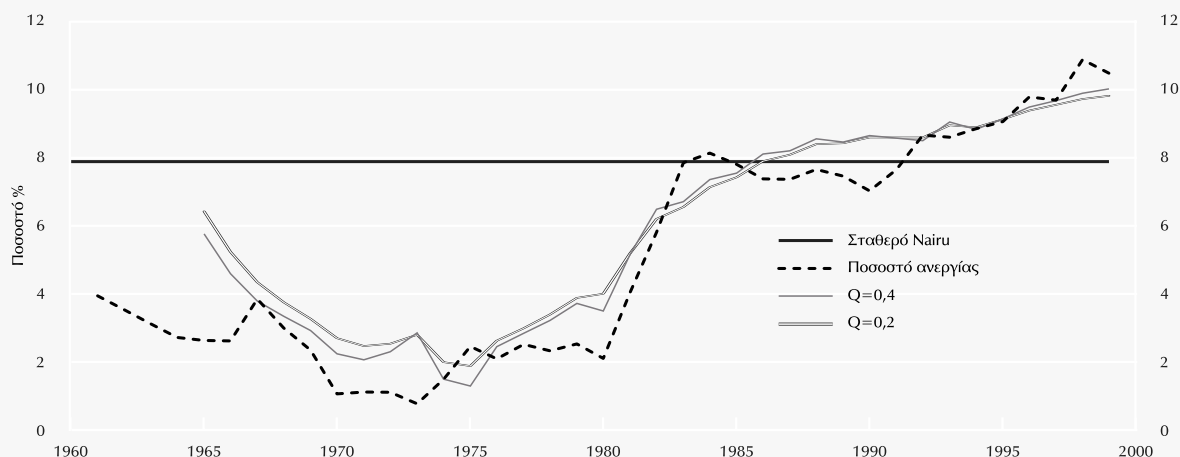
δυναμική ομοιογένεια, δηλαδή οι συντελεστές του πολυωνύμου $A(L)$ έχουν άθροισμα τη μονάδα. Ο περιορισμός αυτός ισοδυναμεί με μια καμπύλη Phillips που, μακροχρόνια, είναι κατακόρυφη.

Από τις εκτιμήσεις αυτές (εξισώσεις 1-4 του Παραρτήματος) φαίνεται η καθοριστική σημασία των παραγόντων προσφοράς, αλλά και του “κενού ανεργίας” (δηλαδή της απόκλισης του τρέχοντος ποσοστού ανεργίας από το NAIRU), στην εξέλιξη της πληθωριστικής διαδικασίας. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού που επιτεύχθηκε τα τελευταία χρόνια θα πρέπει να αποδοθεί σε μεγάλη έκταση (α) στη συγκράτηση των τιμών των εισαγομένων με την εφαρμογή συναλλαγματικής πολιτικής η οποία δεν αντιστάθμιζε το διαφορικό πληθωρισμό, αλλά και (β) στη διατήρηση της οικονομικής δραστηριότητας σε επίπεδα όπου, με δεδομένη τη σημαντική αύξηση του εργατικού δυναμικού, η τρέχουσα ανεργία υπερέβαινε το NAIRU. Θα πρέπει πάντως να

σημειωθεί ότι δοκιμάστηκε ως πρόσθετη μεταβλητή ερμηνείας του πληθωρισμού το “mark-up” τιμών, μετρούμενο, πρώτον, ως διαφορά της τιμής από το μοναδιαίο κόστος εργασίας και, δεύτερον, ως διαφορά από το συνολικό κόστος, συμπεριλαμβανομένου δηλαδή και του κόστους των εισαγομένων. Τα αποτελέσματα όμως δεν ήταν ικανοποιητικά και γι’ αυτό δεν παρουσιάζονται. Το “mark-up” βεβαίως εμφανίζεται ως σημαντικός παράγων στο σχηματισμό των τιμών και καθορίζει την καμπύλη Phillips, όταν ως μεταβλητή υπερβάλλουσας ζήτησης χρησιμοποιείται το “παραγωγικό κενό” (δηλαδή η διαφορά του τρέχοντος από το δυνητικό προϊόν ως ποσοστό του δυνητικού προϊόντος), γεγονός που επιβεβαιώνει τον ισχυρισμό ότι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην οικονομία συνοδεύεται από υψηλό “mark-up” τιμών.

Στο Διάγραμμα 3 (αριστερό γράφημα) παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις του διαχρονικά μεταβαλλόμενου NAIRU της ελληνικής οικονομίας

Διάγραμμα 4
Διαχρονικά μεταβαλλόμενο NAIRU
(Εξίσωση αποπληθωριστή ΑΕΠ)



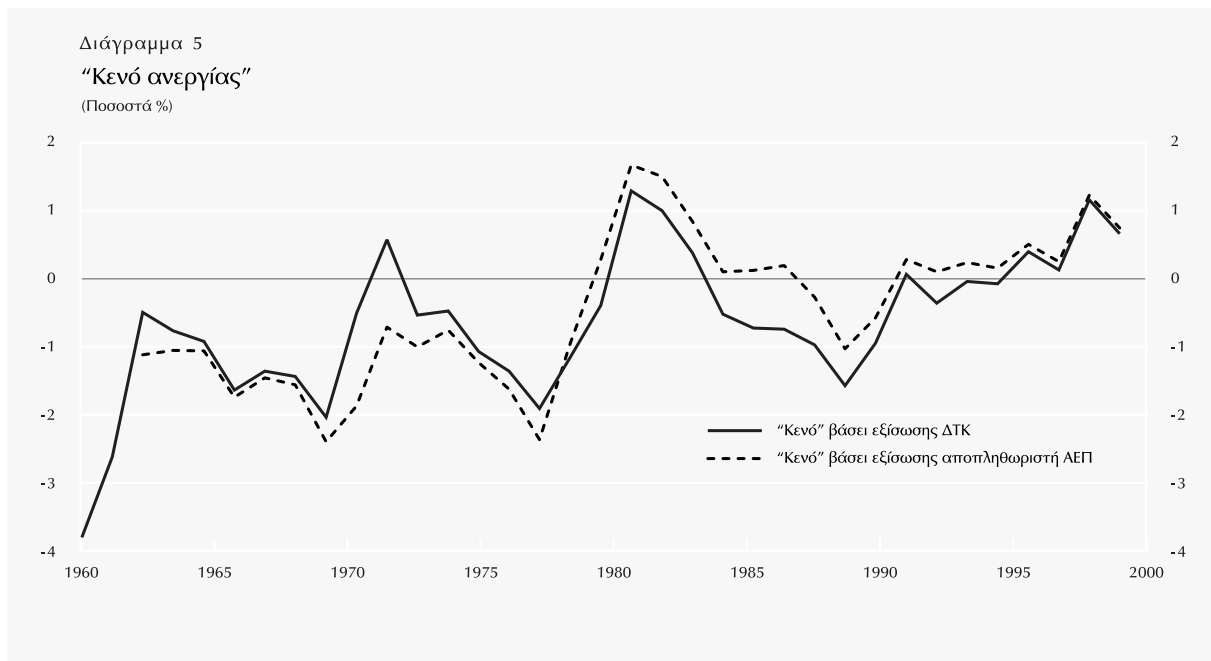
για δύο διαφορετικές περιπτώσεις εξομάλυνσης της σειράς, η οποία γίνεται με περιορισμούς στις διακυμάνσεις H και Q των εξισώσεων (1) και (2) (συγκεκριμένα $H=1$ και $Q=0,2$ ή $Q=0,4$). Παράλληλα, στο ίδιο διάγραμμα δίδεται και το σταθερό NAIRU, καθώς και το παρατηρούμενο μέγεθος της ανεργίας. Στο δεξιό γράφημα του διαγράμματος παρουσιάζονται εκτιμήσεις ενός μεταβλητού NAIRU, το οποίο προκύπτει αν δεχθούμε ότι το NAIRU είναι μια βαθμωτή συνάρτηση.

Στο Διάγραμμα 4 παρουσιάζονται οι αντίστοιχες εκτιμήσεις όταν ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ. Με αυτήν τη μεταβλητή τιμών δεν κατέστη δυνατόν να προσδιοριστεί μια βαθμωτή συνάρτηση για το NAIRU.

Από τα διαγράμματα γίνεται φανερό ότι το NAIRU αυξήθηκε σταδιακά καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της

δεκαετίας του 1990, ενώ ο ρυθμός ανόδου του επιβραδύνεται μόνο προς το τέλος της δεκαετίας του 1990. Μπορούμε να υποθέσουμε ότι η επιβράδυνση αυτή προήλθε από την αύξηση της παραγωγικότητας, η οποία αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα του NAIRU και μετατόπισε προς τα άνω την καμπύλη καθορισμού τιμών (βλ. Διάγραμμα 2).

Παράλληλα, πρέπει να επέδρασαν και άλλοι παράγοντες, όπως η πιθανή αλλαγή συμπεριφοράς των εργαζομένων στις συλλογικές διαπραγματεύσεις. Φαίνεται ότι η εμπέδωση της πεποίθησης ότι οι υπερβολικές μισθολογικές διεκδικήσεις, που οδηγούν αναπόφευκτα σε απώλεια ανταγωνιστικότητας, δεν θα αντισταθμίζονται πλέον από τη χαλαρή συναλλαγματική πολιτική είχε ως αποτέλεσμα η αύξηση της ανεργίας να οδηγεί σε μετατόπιση της καμπύλης καθορισμού μισθών προς τα κάτω (βλ. Διάγραμμα 2) και σε περιορισμό του NAIRU. Παράλληλα, και η ελαστικότητα του



Πίνακας 1

Εκτιμήσεις του NAIURU
της ελληνικής οικονομίας για το 1999:

α) Από τους διεθνείς οργανισμούς

ΟΟΣΑ

1. Μέθοδος Kalman	7,9
2. Μέθοδος HPMV	9,7
ΕΕ	10,1

β) Εκτιμήσεις της παρούσας εργασίας

Εξίσωση ΔΤΚ ($Q=0,2$)	9,7
Εξίσωση αποπληθωριστή ΑΕΠ ($Q=0,2$)	9,8
Εξίσωση ΔΤΚ ($Q=0,4$)	10,7
Εξίσωση αποπληθωριστή ΑΕΠ ($Q=0,4$)	10,0

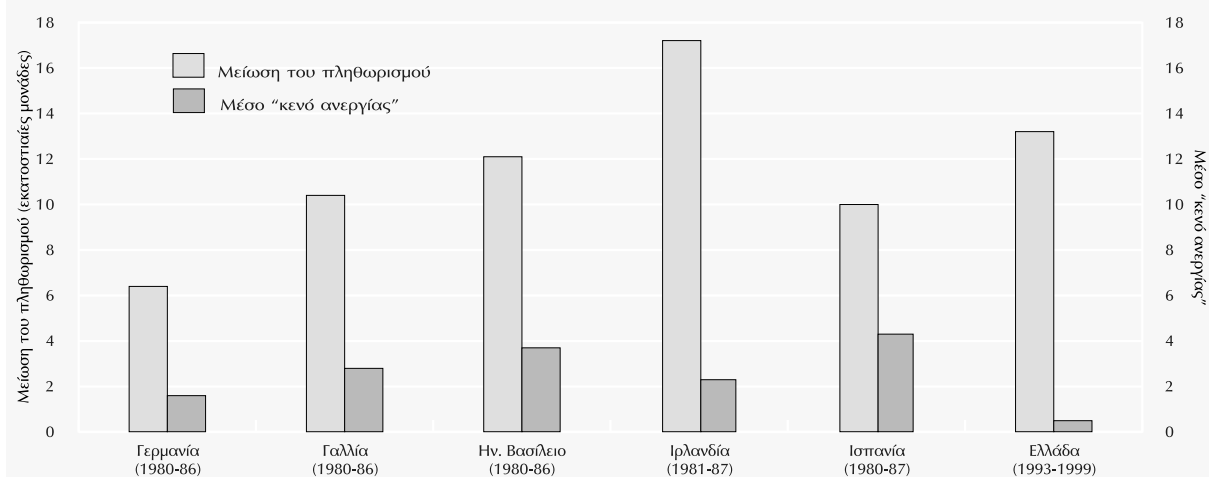
πραγματικού μισθού ως προς την ανεργία γίνεται μεγαλύτερη στην περιοχή ισορροπίας.

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις του NAIURU της ελληνικής οικονομίας για το 1999 από τον ΟΟΣΑ και την ΕΕ και συγκρίνο-

νται με τις αντίστοιχες δικές μας εκτιμήσεις. Δεν παρατηρείται ουσιαστική απόκλιση μεταξύ των εκτιμήσεων.

Στο Διάγραμμα 5 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη του “κενού ανεργίας” της ελληνικής οικονομίας, το οποίο υπολογίστηκε ως η διαφορά της τρέχουσας ανεργίας από το NAIURU, όπως αυτό εκτιμήθηκε με βάση την εξίσωση του ΔΤΚ (για $Q=0,2$) και την εξίσωση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Το “κενό ανεργίας” εμφανίζεται θετικό την περίοδο 1992-1999. Η ύπαρξη θετικού “κενού ανεργίας” τα τελευταία χρόνια περιόρισε το ρυθμό ανόδου του πραγματικού μισθού και συνέβαλε στην ουσιαστική επιβράδυνση του πληθωρισμού. Οι εκτιμήσεις αυτές επιβεβαιώνονται και από τις αντίστοιχες εκτιμήσεις της ΕΕ και του ΟΟΣΑ. Πράγματι, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Ελλάδα και το Βέλγιο είναι οι μόνες χώρες της ΕΕ στις οποίες η τρέχουσα ανεργία υπερβαίνει τη διαρθρωτική το 1999.

Διάγραμμα 6
Μείωση του πληθωρισμού (βάσει του ΔΤΚ) και μέσο “κενό ανεργίας”

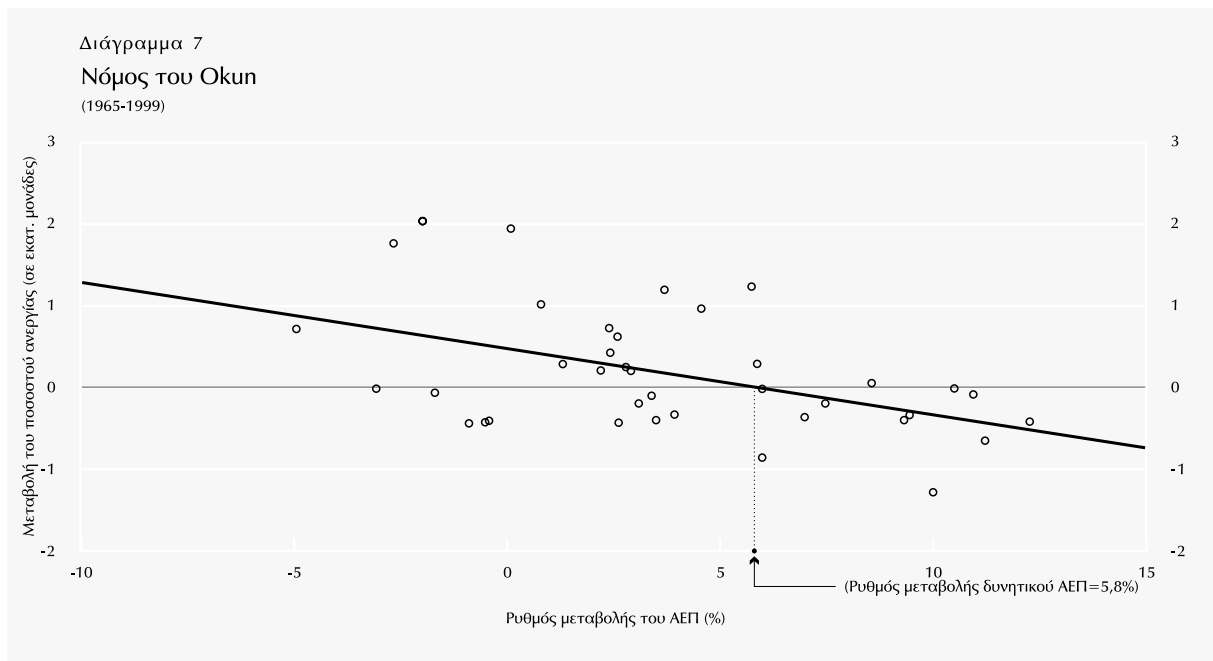


Επίσης, σύμφωνα με εκτιμήσεις σε πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ (OECD, 2000), η Ελλάδα είναι από τις λίγες χώρες με θετικό “κενό ανεργίας”. Η άνοδος όμως της ανεργίας –κυκλικής και διαρθρωτικής– με παράλληλη μείωση του πληθωρισμού πρέπει να αξιολογηθεί συγκριτικά με την πείρα άλλων χωρών. Στο Διάγραμμα 6 γίνεται αυτή η σύγκριση και αντιπαραβάλλεται το μέγεθος της πτώσης του πληθωρισμού σε διάφορες χώρες με το μέσο “κενό ανεργίας” στην αντίστοιχη περίοδο αποπληθωρισμού. Η επίδοση της Ελλάδος συγκρίνεται μόνο με αυτή της Ιρλανδίας (και οι δύο χώρες παρουσιάζουν μεγάλη μείωση πληθωρισμού με σχετικά χαμηλό “κενό ανεργίας”). Η κυκλική ανεργία διατηρήθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα και η συνολική ανεργία ήταν κυρίως διαρθρωτικού χαρακτήρα. Το διάγραμμα αυτό υποδηλώνει επίσης ότι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην Ελλάδα ήταν κυρίως αποτέλεσμα της νομισματικής πολιτικής, η οποία συγκράτησε τη ζήτηση σε επίπεδα συμβατά με το δυνητικό ρυθμό ανόδου

της οικονομίας, αλλά και της συναλλαγματικής πολιτικής, η οποία έφερε το κύριο βάρος της εν λόγω αποκλιμάκωσης με τη συγκράτηση των τιμών των εισαγομένων. Επιπλέον, η αξιοπιστία της πολιτικής, η οποία αντανακλάται στη σύγκλιση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά, πρέπει να έπαιξε καθοριστικό ρόλο. Έτσι, η ουσιαστική μείωση του ελληνικού πληθωρισμού πρέπει κυρίως να αποδοθεί στους παράγοντες που αναφέρθηκαν και σε μικρότερο βαθμό να θεωρηθεί ότι συνέβαλαν σε αυτήν το “κενό ανεργίας” και ο χαμηλός ρυθμός ανόδου του εργατικού κόστους.

3. Ο νόμος του Okun στην ελληνική οικονομία

Η εμπειρική διερεύνηση της σχέσης μεταξύ του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ και των μεταβολών του ποσοστού ανεργίας, γνωστής ως “ο νόμος



του Okun”, έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον διότι μπορεί να καταδείξει την αποτελεσματικότητα με την οποία συμβάλλει στην καταπολέμηση της ανεργίας η πολιτική για τη διαχείριση της ζήτησης. Στο Διάγραμμα 7 παρουσιάζεται η διασπορά των σημείων του ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ της οικονομίας και της μεταβολής του ποσοστού ανεργίας στην περίοδο 1965-1999. Στο διάγραμμα αυτό, η τομή της γραμμής παλινδρόμησης με την οριζόντια γραμμή στην τιμή της μηδενικής μεταβολής της ανεργίας θα πρέπει, σύμφωνα με τη σχέση $\Delta u = \alpha^*(g - g_{pot})$ —νόμος του Okun— όπου u το ποσοστό ανεργίας και g και g_{pot} οι ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ και του δυνητικού ΑΕΠ, να προσδιορίζει το μέσο ρυθμό της δυνητικής ανόδου της οικονομίας. Η τομή αυτή δίνει ένα μέσο ρυθμό δυνητικής ανόδου που προσεγγίζει το 6%, ο οποίος φαίνεται μάλλον υψηλός για τα ελληνικά δεδομένα, τουλάχιστον σύμφωνα με άλλες, πλέον άμεσες εκτιμήσεις.¹⁰ Ανάλογα αποτελέσματα προέκυψαν με την εφαρμογή της

ίδιας διαδικασίας και σε άλλες υποπεριόδους. Καμία σταθερή σχέση δεν μπόρεσε να προσδιοριστεί. Αυτό θα πρέπει να αποδοθεί μάλλον στο γεγονός ότι η διαρθρωτική ανεργία αποτελεί υψηλό ποσοστό της συνολικής ανεργίας.

Ο ισχυρισμός αυτός επιβεβαιώνεται αν ο νόμος του Okun διατυπωθεί ως η σχέση μεταξύ “κενού ανεργίας” και “παραγωγικού κενού” (η εκτίμηση έγινε με το φίλτρο HP), οπότε η εμπειρική συσχέτιση των δύο κυκλικών συνιστωσών εμφανίζεται σταθερή. Πάντως, ο συντελεστής Okun που εκτιμάται $(-0,2)$ είναι μικρός σε σύγκριση με τα διεθνή πρότυπα και δείχνει τη μικρή ανταπόκριση της κυκλικής ανεργίας στις μεταβολές του προϊόντος. Το γεγονός αυτό αντανακλά τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων κατά τις προσλήψεις και απολύ-

¹⁰ Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, αλλά και της Τράπεζας της Ελλάδος, ο μέσος ρυθμός ανόδου του δυνητικού ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας στην περίοδο εκτίμησης φαίνεται να είναι της τάξεως του 4% ετησίως.

Πίνακας 2
Εκτιμήσεις* του συντελεστή
του νόμου του Okun

Περίοδος	1965-99	1981-99
Ελληνική οικονομία	-0,2 (3,3)	-0,3 (4,9)
Ευρώπη των 11**	-0,5*** (8,9)	-0,6*** (8,9)

* Μέσα σε παρένθεση παρουσιάζονται οι στατιστικές t.
 ** Για την Ευρώπη των 11 η περίοδος τερματίζεται το 1998.
 *** Οι συντελεστές είναι αντίστροφοι εκείνων που αναφέρονται στη μελέτη της ΕΕ (στην οποία εκτιμήθηκε η αντίστροφη σχέση από ό,τι στην περίπτωση της Ελλάδας).
Πηγή: Για την Ελλάδα, εκτιμήσεις της παρούσας μελέτης. Για την ΕΕ-11, βλ. Orladi and Pichelman (2000).

σεις του προσωπικού, εφόσον —λόγω του μάλλον αυστηρού ρυθμιστικού πλαισίου— δεν είναι εύκολο να γίνουν οι αναγκαίες προσαρμογές της απασχόλησης. Στον Πίνακα 2 συνοψίζονται τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων αυτών και συγκρίνονται με εκείνα αντίστοιχης μελέτης που δημοσιεύθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Orladi and Pichelman, 2000). Στη δεύτερη, πιο πρόσφατη, περίοδο 1981-99 ο συντελεστής εμφανίζει μια οριακή αύξηση, όπως αναμενόταν, αλλά παραμένει μικρότερος του αντίστοιχου που έχει εκτιμηθεί για την Ευρώπη των 11. Σύμφωνα με τον πίνακα, ενώ στην Ελλάδα η διεύρυνση του “παραγωγικού κενού” κατά μία εκατοστιαία μονάδα οδηγεί σε συρρίκνωση του “κενού ανεργίας” μόνο κατά 0,2 έως 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας, στην Ευρώπη των 11 η ίδια διεύρυνση του “παραγωγικού κενού” οδηγεί σε συρρίκνωση του “κενού ανεργίας” κατά 0,5 έως 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η σχέση είναι δυσμενέστερη για την ελληνική οικονομία και ότι ακόμη και η κυκλική ανεργία δύσκολα μπορεί να περιοριστεί μόνο με πολιτική ενίσχυσης της ζήτησης, εφόσον δεν προωθηθούν πιο εύκαμπτες εργασιακές σχέσεις.

4. Σύνοψη-συμπεράσματα

Στη μελέτη αυτή επιχειρήθηκε να εκτιμηθεί το NAIRU της ελληνικής οικονομίας εντός του πλαισίου μιας καμπύλης Phillips, στην οποία βραχυχρόνιοι παράγοντες προσφοράς διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο. Κατά την εμπειρική διερεύνηση των ζητημάτων αυτών προέκυψαν ορισμένα γενικότερα συμπεράσματα που παρέχουν στοιχεία για την ερμηνεία της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού στην ελληνική οικονομία, καθώς και ενδείξεις για την κατεύθυνση που πρέπει να έχει η οικονομική πολιτική, προκειμένου να εξασφαλιστεί η διατηρησιμότητα του χαμηλού πληθωρισμού, αλλά και να περιοριστεί η ανεργία.

Τα συμπεράσματα μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- Υπάρχει μια σταθερή καμπύλη Phillips της ελληνικής οικονομίας βραχυχρόνια, εφόσον στον καθορισμό της ληφθούν υπόψη και οι μεταβαλλόμενοι παράγοντες προσφοράς. Η καμπύλη αυτή είναι κατακόρυφη μακροχρόνια, δηλαδή δεν υπάρχει εναλλακτική σχέση (trade-off) μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας σε μακροπρόθεσμη βάση.
- Το NAIRU σημείωσε σημαντική αύξηση από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 και ο ρυθμός ανόδου του επιβραδύνεται μόνο προς το τέλος της δεκαετίας του 1990.
- Οι βραχυχρόνιοι παράγοντες προσφοράς (τιμές ξένων προϊόντων σε εγχώριο νόμισμα), οι οποίοι ουσιαστικά αντανakλούν το ρόλο της συναλλαγματικής πολιτικής και ειδικότερα της

πολιτικής της σχετικά ανατιμημένης δραχμής (εάν η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία υπολογιστεί με βάση τη διαφορά πληθωρισμού), έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, συμβάλλουν στη σταθερότητα της εκτιμώμενης καμπύλης Phillips και ερμηνεύουν εν μέρει τη μη συμβατική συμπεριφορά (βλ. Διάγραμμα 1) των τιμών και της οικονομικής δραστηριότητας.

— Η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του NAIRU τα τελευταία 2-3 χρόνια, προφανώς υπό την επίδραση των μακροχρόνιων παραγόντων προσφοράς, κυρίως της παραγωγικότητας, αλλά και της αλλαγής της διαπραγματευτικής συμπεριφοράς των εργαζομένων ως απόρροιας της σταθερής συναλλαγματικής πολιτικής και της προοπτικής ένταξης στην ΟΝΕ, παράλληλα και με τη σημαντική αύξηση του εργατικού δυναμικού, συνέτειναν στη διαμόρφωση αντιπληθωριστικών θετικών “κενών ανεργίας” (unemployment gaps).

Η ύπαρξη μιας σταθερής καμπύλης Phillips, η οποία μακροχρόνια είναι κατακόρυφη, υποδηλώνει ότι η διατήρηση ενός σταθερού ρυθμού ανόδου των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση προϋποθέτει ότι η ανεργία δεν θα αποκλίνει συστηματικά από το NAIRU αν όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί. Θα πρέπει όμως να ληφθεί υπόψη ότι, με την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ από 1ης Ιανουαρίου 2001, η συναλλαγματική και η νομισματική πολιτική, οι οποίες έως τώρα, μέσα στο σταθερά βελτιούμενο δημοσιονομικό περιβάλλον, έφεραν το κύριο βάρος της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, θα ασκούνται πλέον ουσιαστικά σε κεντρικό (ευρωπαϊκό) επίπεδο και έτσι δεν θα είναι τόσο αποτελεσματικές για την αποκατάσταση βρα-

χυχρόνιων ανισορροπιών σε εθνικό επίπεδο. Επιπλέον, η νομισματική πολιτική από τη φύση της δεν μπορεί να επηρεάσει μεταβλητές-στόχους της πραγματικής οικονομίας, όπως το NAIRU, σε μακροχρόνια βάση. Έτσι, παρά το γεγονός ότι η ενιαία νομισματική πολιτική θα είναι κατάλληλη για τη διατήρηση χαμηλού ρυθμού πληθωρισμού, η επίτευξη του παράλληλου στόχου της χαμηλής ανεργίας μπορεί να επιτευχθεί μόνο με εστίαση του ενδιαφέροντος στη διαρθρωτική πολιτική. Ειδικότερα, η σταδιακή άνοδος της ανεργίας από τις αρχές της δεκαετίας του 1980, λόγω της μη προσαρμογής του πραγματικού μισθού στην πτώση της συνολικής παραγωγικότητας, οδήγησε σε άνοδο των μακροχρόνια ανέργων και σε σταδιακή απαξίωση τμήματος του εργατικού δυναμικού. Τα φαινόμενα αυτά ώθησαν προς τα άνω το επίπεδο του NAIRU, πράγμα που συνέβη και σε πολλές άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

Μέσα σε αυτό το περιβάλλον, η εκπαίδευση του εργατικού δυναμικού και η αναβάθμιση των δεξιοτήτων του αποτελούν τον καταλύτη ώστε οι άλλες διαρθρωτικές πολιτικές (ενίσχυση ανταγωνισμού, απελευθέρωση αγορών κ.λπ.) να είναι αποτελεσματικές για τη μείωση του NAIRU. Η μεμονωμένη εφαρμογή πολιτικών απελευθέρωσης και ανταγωνισμού χωρίς το στοιχείο της εκπαίδευσης θα έχει δυσμενείς κοινωνικές επιπτώσεις και μικρή αποτελεσματικότητα. Η διατήρηση του χαμηλού πληθωρισμού και ο περιορισμός της ανεργίας μπορούν να επιτευχθούν ταυτόχρονα μόνο με την αναβάθμιση της ποιότητας του εργατικού δυναμικού, ιδίως αν ληφθεί υπόψη η αναμενόμενη στροφή της ζήτησης εργασίας σε δεξιότητες υψηλής κατάρτισης και η εισαγωγή στην οικονομία στοιχείων της “νέας οικονομίας”.

Επιπλέον, σε επίρρωση των ισχυρισμών αυτών, πολιτικές διαχείρισης της ζήτησης δεν φαίνεται να είναι αποτελεσματικές για τον περιορισμό της ανεργίας. Τα δεδομένα αυτής της μελέτης δεν επιβεβαίωσαν την ύπαρξη σταθερής σχέσης μεταξύ του ρυθμού ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ της οικονομίας και των μεταβολών της ανεργίας. Βέβαια, η σχέση μεταξύ παραγωγικού κενού και “κενού ανεργίας” εμφανίζεται σταθερή, αλλά ο σχετικός συντελεστής είναι χαμηλός, συγκρινόμενος με αντίστοιχες εκτιμήσεις για την Ευρώπη των 11.

Το αποτέλεσμα αυτό αντανακλά εν μέρει τις δυσκαμψίες που υφίστανται ακόμη στην αγορά εργασίας και τη δυσκολία των επιχειρήσεων να προσαρμόζουν την απασχόληση στις μεταβολές της ζήτησης. Η διαπίστωση αυτή υποδηλώνει ότι ο περιορισμός της ανεργίας με πολιτικές ενίσχυσης της ζήτησης θα απαιτήσει ρυθμούς μη συμβατούς με την παραγωγική δυναμικότητα της οικονομίας σε πολλούς τομείς, εφόσον δεν προωθηθούν οι απαραίτητες αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο της αγοράς εργασίας.

Παράρτημα

Το υπόδειγμα των εξισώσεων (1) και (2) εκτιμάται με την επιβολή περιορισμών στο λόγο των συνδιακυμάνσεων H και Q (το λεγόμενο “signal-to-noise ratio”), προκειμένου να εξομαλυνθεί η σειρά του NAIRU και να μην αντανακλά όλες τις μεταβολές των τιμών. Το NAIRU επηρεάζεται από διαρθρωτικούς παράγοντες και μεταβάλλεται με βραδύτητα διαχρονικά. Συγκεκριμένα, για την εξομάλυνση της σειράς η διακύμανση H εξισώνεται με τη μονάδα και το Q παίρνει εναλλακτικά τις τιμές 0,2 και 0,4. Ακολούθως, το υπόδειγμα των εξισώσεων (1) και (2) αναδιατυπώνεται σε μορφή “state space”, και με την εφαρμογή του “φίλτρου Kalman” προκύπτει μια εκτίμηση του NAIRU με την επιβολή, διαδοχικά, των περιορισμών στις διακυμάνσεις. Η χρονολογική σειρά του NAIRU που προκύπτει αντικαθίσταται στη συνέχεια στο υπόδειγμα (1) της καμπύλης Phillips, που επανεκτιμάται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Οι στατιστικές ιδιότητες των εξισώσεων (1) έως (4) είναι πολύ ικανοποιητικές και οι συντελεστές εμφανίζουν μεγάλη διαχρονική σταθερότητα όταν εκτιμηθούν αναδρομικά.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των καμπυλών Phillips της ελληνικής οικονομίας για το δείκτη τιμών καταναλωτή cpi και τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ yid . Στις εξισώσεις (3) και (4) επιβάλλονται και δεύτερες διαφορές στην εξαρτημένη μεταβλητή.

$$\begin{aligned} \Delta \ln(cpi)_t = & 1,016 * \Delta \ln(cpi(t-1)) - 0,00655 * (U_t - U_t^*) + 0,428 * \Delta \ln(pxf/eer/cpi(t-1)) + 0,035 * dv73 - \\ & (43,177) \quad (-2,215) \quad (6,530) \quad (-4,812) \\ & - 0,084 * dv75 + 0,060 dv90 \\ & (3,612) \quad (3,612) \end{aligned} \quad (1)$$

$$R^2: 0,950 \quad \sigma: 0,0163 \quad DW: 2,151 \quad F_{ARCH}: 0,191 \quad LM(2): 0,35$$

$$\begin{aligned} \Delta \ln(yid)_t = & 1,011 * \Delta \ln(yid(t-1)) - 0,00824 * (U_t - U_t^*) + 0,268 * \Delta \ln(mtd/yid(t-1)) + 0,085 * dv73 - \\ & (32,996) \quad (-2,688) \quad (4,038) \quad (3,733) \\ & - 0,063 * dv75 - 0,061 dv80 \\ & (-3,064) \quad (-2,62) \end{aligned} \quad (2)$$

$$R^2: 0,921 \quad \sigma: 0,0198 \quad DW: 2,297 \quad F_{ARCH}: 0,074 \quad LM(2): 1,602 \quad JB: 0,354$$

$$\begin{aligned} \Delta \Delta \ln(cpi)_t = & 0,160 * \Delta \Delta \ln(cpi(t-1)) - 0,005 * (U_t - U_t^*) + 0,398 * \Delta \ln(pxf/eer/cpi(t-1)) + 0,040 * dv73 - \\ & (1,857) \quad (-1,854) \quad (6,205) \quad (2,179) \\ & - 0,096 * dv75 + 0,063 dv90 \\ & (-5,089) \quad (3,762) \end{aligned} \quad (3)$$

$$R^2: 0,870 \quad \sigma: 0,0162 \quad DW: 2,259 \quad F_{ARCH}: 0,155 \quad LM(2): 0,814 \quad JB: 1,98$$



$$\begin{aligned}\Delta \ln(yid)_t = & -0,331 * \Delta \ln(yid(t-1)) - 0,009912 * (U_t - U_t^*) + 0,326 * \Delta \ln(mtd/yid(t-1)) + 0,081 * dv_{73} - \\ & (-4,075) \quad \quad \quad (-4,149) \quad \quad \quad (6,485) \quad \quad \quad (4,519) \\ & -0,055 * dv_{75} - 0,050 dv_{80} \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad (4) \\ & (-3,442) \quad \quad \quad (-2,870)\end{aligned}$$

R^2 : 0,841 σ : 0,0158 DW: 1,910 F_{ARCH} : 0,177 LM (2): 0,326

Βιβλιογραφία

- Blanchard, O. (1977), *Macroeconomics*, Prentice Hall.
- Demopoulos, G., Lazaretou, S., Prodromidis, K. and Kapopoulos, P. (1999), "Unemployment Persistence Mechanisms and Stabilisation Policies: Greece on the way to EMU", (forthcoming) in *Global Financial Stability* (eds. Ch. Paraskevopoulos et al.) Toronto, Canada: APF Press.
- Estrela, A., Mishkin, F. (1998), "Rethinking the Role of NAIRU in Monetary Policy: Implications of Model Formulation and Uncertainty", *NBER Working Papers* No. 6518.
- Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, pp. 1-17.
- Gordon, R.J. (1997), "The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 11, Winter.
- Gordon, R.J. (1999), "Foundations of the Goldilocks economy: supply shocks and the time-varying NAIRU", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, pp. 297-346.
- Katsimi, M. (1999), "Stochastic shifts in the natural rate of unemployment: evidence from Greece", *Applied Economic Letters*, 7, pp. 239-42.
- King, M. (1999), "Monetary Policy and the Labour Market", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, February.
- Lucas, R.E. Jr. (1972), "Econometric Testing of the Natural Rate Hypothesis". In O. Eckstein (ed.), *The Econometrics of Price Determination: Conference*, pp. 50-59.
- Orladi, F. and Pichelman, K. (2000), "Disentangling Trend and Cycle in the EUR-11 Unemployment Series", European Commission, *Economic Papers*, No. 140.
- OECD (2000), "The Concept, Policy Use and Measurement of Structural Unemployment", ECO/CPE/WP1(2000)2.



Η διατηρησιμότητα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών¹

Στέλιος Ν. Πανταζίδης

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

1. Εισαγωγή

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποτέλεσε στο παρελθόν σημαντικό περιοριστικό παράγοντα της ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Πράγματι, το χρόνιο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε από τα τέλη της δεκαετίας του 1970 τάσεις επιδείνωσης, με αποκορύφωμα το 1985, όταν έφθασε στο 8% του ΑΕΠ. Η βελτίωση που σημειώθηκε στη συνέχεια (με εξαίρεση τη διετία 1990-91) φαίνεται να αντιστρέφεται από το 1994 και το έλλειμμα πλησίασε στο 4% του ΑΕΠ το 1997.² Αν και αυτή η διεύρυνση του ελλείμματος — με δεδομένους τους υψηλούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης των τελευταίων ετών — δεν μπορεί να θεωρηθεί ένδειξη διαμόρφωσης μονιμότερης τάσης, εντούτοις θέτει το ερώτημα κατά πόσον το έλλειμμα αυτό είναι “διατηρήσιμο”.³

Με την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ, το ερώτημα αυτό τείνει να έχει κυρίως θεωρητικό ενδιαφέρον, αφού μεταβάλλεται η έννοια του περιορισμού που έθετε στο παρελθόν το έλλειμμα του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής. Με την εκχώρηση του ελέγχου των μέσων πολιτικής με τα οποία οι εγχώριες αρχές ασκούσαν διορθωτικές παρεμβάσεις σε περίπτωση ανεπιθύμητης διεύρυνσης του εξωτερικού ελλείμματος, καθώς και με την υιοθέτηση του ευρώ, δηλαδή την υιοθέτηση από την Ελλάδα κοινού νομίσματος με τους

¹ Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκην της Τράπεζας της Ελλάδος.

² Στην παρούσα μελέτη εξετάζεται η εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μόνο μέχρι το 1997, για λόγους συγκρισιμότητας των στατιστικών στοιχείων.

³ Η έννοια της “διατηρησιμότητας” ορίζεται πιο κάτω, στην τρίτη ενότητα.

κυριότερους εμπορικούς της εταίρους, η έννοια του εξωτερικού περιορισμού στην άσκηση ανταγωνιστικής πολιτικής χάνει – σε μεγάλο βαθμό – την πρακτική της σημασία. Εντούτοις, το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών δεν παύει να αποτελεί ένα δείκτη της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Η διεύρυνση του εξωτερικού ελλείμματος μπορεί να μην απαιτεί αναγκαστικά την άσκηση περιοριστικής μακροοικονομικής πολιτικής, σηματοδοτεί όμως την ανάγκη λήψης μέτρων για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας με παρεμβάσεις και σε μικροοικονομικό επίπεδο. Έχει επομένως ενδιαφέρον η διερεύνηση των παραγόντων εκείνων που προσδιορίζουν την κατάσταση του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών, προκειμένου να ανιχνευθούν οι πιθανές πηγές του ελλείμματος καθώς και η “διατηρησιμότητά” του.

Στη δεύτερη ενότητα του άρθρου αυτού αξιολογείται η εξέλιξη ορισμένων χαρακτηριστικών μακροοικονομικών δεικτών που προσδιορίζουν το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών και παρέχουν ενδείξεις για τις αιτίες της διεύρυνσης του ελλείμματος τα τελευταία χρόνια. Στην τρίτη ενότητα αναπτύσσεται το θεωρητικό πλαίσιο με βάση το οποίο γίνονται οι εμπειρικοί έλεγχοι για τη “στασιμότητα” του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών και του εξωτερικού χρέους. Συγκεκριμένα, με τη χρήση μεθόδων ανάλυσης χρονολογικών σειρών διερευνάται αν η ελληνική οικονομία ικανοποιεί το διαχρονικό εξωτερικό περιορισμό της που προκύπτει από την ταυτότητα του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών. Στην τέταρτη ενότητα συνοψίζονται τα αποτελέσματα των εμπειρικών ελέγχων και διαπιστώνεται ότι, με βάση τα μέχρι τώρα δεδομένα, (α) η διαφορά μεταξύ των εισπράξεων από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και των πλη-

ρωμών για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών δεν παρουσιάζει σημαντική απόκλιση μακροχρόνια, (β) η υπόθεση της μη στασιμότητας του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να απορριφθεί και (γ) η ελληνική οικονομία ικανοποιεί το διαχρονικό εξωτερικό περιορισμό της.

2. Μακροοικονομικοί παράγοντες που προσδιορίζουν τη “διατηρησιμότητα” του ελλείμματος του ισοζυγίου πληρωμών

Στην ενότητα αυτή εξετάζεται, εν συντομία και συμπληρωματικά προς το υπόδειγμα που παρουσιάζεται και ελέγχεται εμπειρικά στην επόμενη ενότητα, η εξέλιξη βασικών μακροοικονομικών μεγεθών που προσδιορίζουν το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών και επομένως παρέχουν ενδείξεις για το αν το έλλειμμα αυτό είναι διατηρήσιμο ή όχι. Επιλέξαμε έξι μακροοικονομικούς δείκτες, η εξέλιξη των οποίων στην περίοδο 1974-97 παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.

Θα αρχίσουμε με το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και την επιβάρυνση της οικονομίας από την εξυπηρέτησή του, τα οποία παρουσιάζονται στις στήλες (1) και (2) του Πίνακα 1 και στα Διαγράμματα 1 και 2.⁴

⁴ Θα πρέπει να επισημάνουμε ότι εδώ περιοριζόμαστε στην εξέταση του δημόσιου εξωτερικού χρέους και των αντίστοιχων πληρωμών τόκων. Είναι προφανές ότι τα εξωτερικά ελλείμματα οδηγούν σε αύξηση του εξωτερικού χρέους τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού τομέα. Η έλλειψη στοιχείων για το εξωτερικό χρέος του ιδιωτικού τομέα περιορίζει αναγκαστικά την ανάλυση. Εντούτοις, από τη σταδιακή άνοδο των πληρωμών τόκων των ιδιωτών που παρατηρείται μετά την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων συνάγεται εμμέσως ότι το εξωτερικό χρέος του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια, παραμένοντας όμως, ως ποσοστό του συνολικού εξωτερικού χρέους, σε χαμηλό επίπεδο. Για το ζήτημα του εξωτερικού χρέους του ιδιωτικού τομέα, βλ. Καραπαππά και Μηλιώνη (1999).

Πίνακας 1

Μακροοικονομικοί δείκτες

	Δημόσιο εξωτερικό χρέος προς ΑΕΠ (1)	Πληρωμές τόκων* προς ΑΕΠ (2)	Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών προς ΑΕΠ (3)	Ιδιωτική αποταμίευση προς ΑΕΠ (4)	Ιδιωτικές επενδύσεις προς ΑΕΠ (5)	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προς ΑΕΠ (6)	Δημόσιο ελλείμμα προς ΑΕΠ (7)
1974	7,9	0,78	19,5	29,9	27,4	-5,2	-2,2
1975	9,0	0,74	19,9	29,0	25,6	-3,9	-3,4
1976	8,1	0,67	20,3	30,2	26,1	-3,5	-2,6
1977	7,8	0,60	20,1	30,2	28,3	-3,5	-2,1
1978	7,7	0,62	19,6	30,6	29,5	-2,5	-1,7
1979	6,6	0,70	20,6	32,1	31,8	-4,0	-2,1
1980	8,6	0,90	21,1	31,3	29,8	-4,5	-2,4
1981	11,7	1,60	25,3	31,1	27,4	-5,4	-8,4
1982	13,6	1,65	22,0	29,2	24,6	-4,0	-6,3
1983	18,3	2,00	22,9	28,5	25,0	-4,4	-7,1
1984	22,2	2,62	23,7	29,5	22,8	-5,2	-8,3
1985	29,0	3,01	23,6	29,4	23,5	-8,0	-11,6
1986	31,1	2,77	22,9	26,7	22,7	-3,7	-10,3
1987	32,7	2,68	25,4	25,5	21,1	-2,1	-9,6
1988	26,8	2,51	24,8	28,0	21,4	-1,4	-11,5
1989	27,4	2,57	24,2	28,2	22,5	-3,8	-14,4
1990	26,3	2,20	23,4	27,5	23,0	-4,3	-16,1
1991	27,0	2,17	24,9	26,1	22,5	-1,7	-11,5
1992	24,0	2,29	23,6	26,0	21,2	-2,1	-12,8
1993	28,6	2,15	23,9	25,3	20,2	-0,7	-13,8
1994	33,3	2,00	24,2	25,2	18,8	-0,1	-10,0
1995	29,6	2,14	22,8	24,1	19,2	-2,4	-10,3
1996	27,9	2,35	21,1	22,2	17,9	-3,6	-7,5
1997	29,7	1,95	20,9	20,3	20,7	-4,0	-4,0

* Πληρωμές τόκων από το Δημόσιο (βάσει της στατιστικής του ισοζυγίου πληρωμών).

Πηγή: ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, ΕΕ, *European Economy*, Τράπεζα της Ελλάδος.

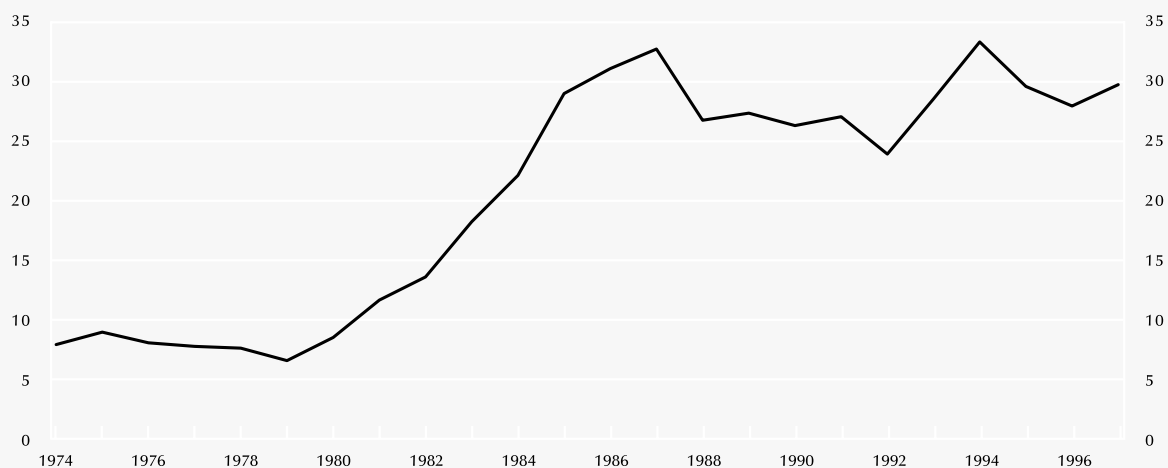
Είναι προφανές ότι το ύψος του εξωτερικού χρέους, σε συνάρτηση με το ύψος των επιτοκίων, προσδιορίζει και το απαιτούμενο μέγεθος των μελλοντικών επιβαρύνσεων για την εξόφλησή του. Επομένως, ένα υψηλό εξωτερικό χρέος υποδηλώνει μεταξύ άλλων και την αδυναμία μιας οικονομίας να διατηρεί παρατεταμένα εξωτερικά ελλείμματα, ιδίως αν η οικονομία αυτή δεν χαρακτηρίζεται από ευκαμψία στη μεταφορά πόρων από εσωτερική σε εξωτερική χρήση. Στον Πίνακα 1 (στήλη 1) και στο Διάγραμμα 1 παρατηρούμε ότι το δημόσιο εξωτερικό χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ, μετά την κατακόρυφη άνοδό του στην περίοδο 1980-87, σταθερο-

ποιήθηκε στην περίοδο 1988-97 περίπου στο 30% του ΑΕΠ. Σχεδόν την ίδια εξέλιξη παρουσίασαν και οι πληρωμές τόκων από το Δημόσιο (βάσει της στατιστικής του ισοζυγίου πληρωμών) ως ποσοστό του ΑΕΠ (βλ. στήλη 2 του Πίνακα 1 και Διάγραμμα 2), οι οποίες επηρεάστηκαν αρχικά από τα υψηλά επιτόκια της περιόδου 1979-82, ενώ από το 1986 παρουσίασαν πτωτική τάση, λόγω της σταδιακής μείωσης των επιτοκίων και της σταθεροποίησης του χρέους.

Στην τρίτη στήλη του Πίνακα 1 καταγράφεται η εξέλιξη των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (βάσει της στατιστικής του ισοζυγίου

Διάγραμμα 1

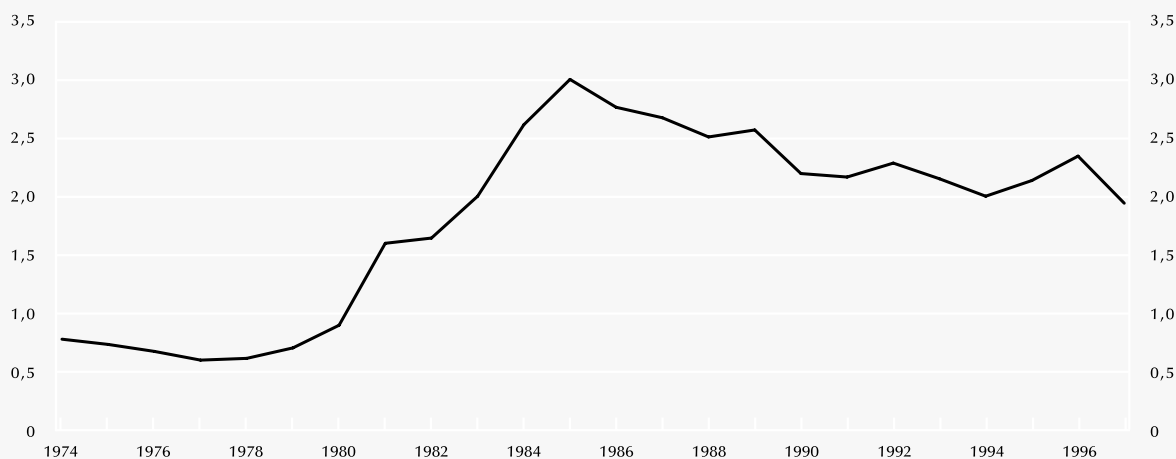
Δημόσιο εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και εθνολογιστικά στοιχεία που δημοσιεύονται στο *European Economy*.

Διάγραμμα 2

Πληρωμές τόκων¹ ως ποσοστό του ΑΕΠ



1 Πληρωμές τόκων από το Δημόσιο (βάσει της στατιστικής του ισοζυγίου πληρωμών).

Πηγή: Βλ. Διάγραμμα 1.

πληρωμών) ως ποσοστού του ΑΕΠ. Όπως έχει διαπιστωθεί σε σχετικές μελέτες, το μέγεθος της εξαγωγικής βάσης, καθώς και ο βαθμός

διαφοροποίησης των εξαγωγών είναι σε πολλές περιπτώσεις σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της “διατηρησιμότητας” ενός

εξωτερικού ελλείμματος.⁵ Στην Ελλάδα το μέγεθος των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, το οποίο στην περίοδο 1974-97 έφθασε κατά μέσο όρο το 22% του ΑΕΠ, ακολούθησε ανοδική τάση μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980. Η μετά το 1994 παρατηρούμενη συρρίκνωση του ποσοστού θα πρέπει σε μεγάλο βαθμό να αποδοθεί στην υποεκτίμηση των πραγματικών εξαγωγών της χώρας.⁶ Πάντως, πρέπει να επισημανθεί ότι, με βάση τις υπάρχουσες ενδείξεις, οι ελληνικές εξαγωγές αγαθών είναι κυρίως εντάσεως ανειδίκευτης εργασίας, γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν ικανοποιούν τις απαιτήσεις των δυναμικών αγορών αγαθών υψηλής τεχνολογίας και μεγάλης εισοδηματικής ελαστικότητας.⁷ Επομένως, δεδομένου ότι η διαφοροποίηση των εξαγωγών προς αυτήν την κατεύθυνση, αν υποθέσουμε ότι είναι πλέον εφικτή, απαιτεί πολύ χρόνο, συνάγεται ότι και οι πόροι για την εξυπηρέτηση και μείωση του εξωτερικού χρέους από αυτήν την πηγή θα είναι περιορισμένοι, τουλάχιστον για το προβλεπτό μέλλον.

Ως προς τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το έλλειμμα του ιδιωτικού τομέα, τα οποία, με βάση τη γνωστή μακροοικονομική ταυτότητα,⁸ αντανακλώνται στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, επισημαίνουμε τα εξής. Κατ' αρχάς παρατηρούμε ότι μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980 υπάρχει μια ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Αντίθετα, στην περίοδο που ακολουθεί και ιδίως στη δεκαετία του 1990 η συσχέτιση μεταξύ των δύο αυτών μεγεθών είναι ελαφρά αρνητική (βλ. Διάγραμμα 3, επόμενη σελίδα).⁹ Η μεταβολή αυτή μπορεί να οφείλεται σε

αλλαγή της αποταμιευτικής συμπεριφοράς του ιδιωτικού τομέα, όπως δείχνει η πτώση των ιδιωτικών αποταμιεύσεων ως ποσοστού του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα 4). Ως πιθανές αιτίες αυτής της εξέλιξης θα μπορούσαν να αναφερθούν η αύξηση του προσδοκώμενου μακροχρόνιου εισοδήματος, οι προσδοκίες μείωσης του δημόσιου χρέους, καθώς και οι μεταβολές που συντελέστηκαν στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα και είχαν ως αποτέλεσμα την άμβλυνση των περιορισμών δανεισμού που ίσχυαν στο παρελθόν.¹⁰ Είναι αξιοσημείω-

5 Για τη σημασία μιας διαφοροποιημένης εξαγωγικής βάσης στο ζήτημα της "διατηρησιμότητας" μεγάλων εξωτερικών ελλειμμάτων βλ. Ghosh and Ostry (1994).

6 Μετά την απελευθέρωση των εξωτερικών συναλλαγών που πραγματοποιήθηκε σταδιακά την προηγούμενη δεκαετία, παρατηρήθηκαν κάποια προβλήματα όσον αφορά την ακρίβεια της καταγραφής των εισπράξεων, κυρίως από εξαγωγές αγαθών. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στην περίοδο 1990-97 οι καταγραφόμενες από τη στατιστική του ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος εξαγωγές αντιστοιχούσαν κατά μέσο όρο στο 61% των εξαγωγών που κατέγραφε η ΕΣΥΕ. Για τα προβλήματα αυτά βλ. Παντελίδη (1997).

7 Για τα χαρακτηριστικά των ελληνικών εξαγωγών βλ. Γιαννίτση και Μαυρή (1993), όπου επισημαίνεται για την ελληνική βιομηχανία "η αδυναμία μετασχηματισμού σε νέα προϊόντα που καλύπτουν νέες μορφές κατανάλωσης", καθώς και οι "σημαντικές αδυναμίες της σε τομείς με τεχνολογικά πιο σύνθετες απαιτήσεις", με αποτέλεσμα στους "κλάδους παραδοσιακού χαρακτήρα, που αποτελούν τον όγκο της ελληνικής παραγωγής, οι ευκαιρίες να μη φαίνονται ιδιαίτερα υψηλές". Επίσης βλ. Λώλο, Πανταζίδη και Παπαγιαννάκη (1991).

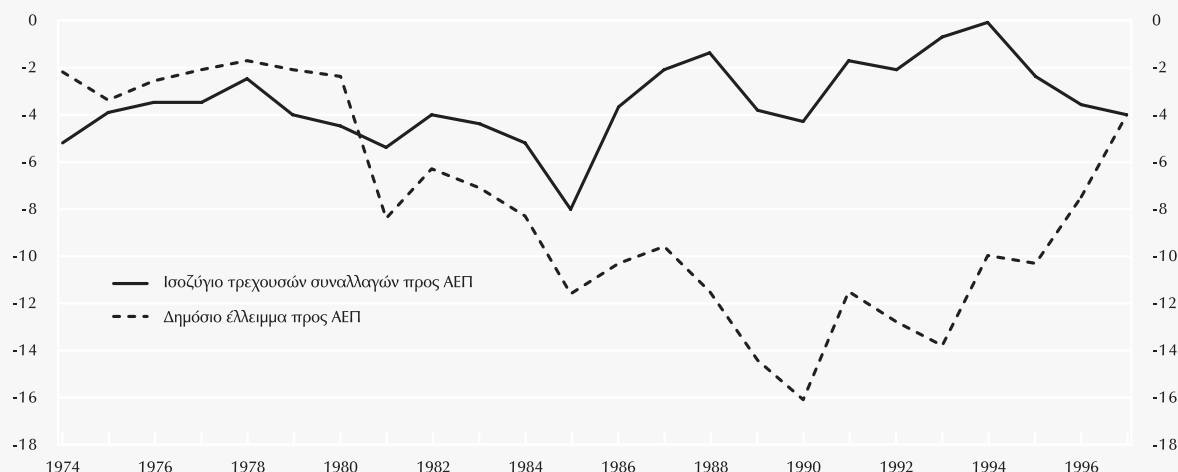
8 Σύμφωνα με την ταυτότητα $S - I = (G - R - T) + NX$, αν ο ιδιωτικός τομέας βρίσκεται σε ισορροπία, τότε το όποιο έλλειμμα του δημόσιου τομέα αντανακλάται στο εξωτερικό ισοζύγιο της οικονομίας. S είναι οι ιδιωτικές αποταμιεύσεις, I οι ιδιωτικές επενδύσεις, $(G-R-T)$ το δημόσιο έλλειμμα (όπου G οι δημόσιες δαπάνες, R τα φορολογικά έσοδα και T οι μεταβιβαστικές πληρωμές - ασφαλιστικές εισφορές κ.λπ.) και NX οι καθαρές εξαγωγές.

9 Ο απλός συντελεστής συσχέτισης μεταξύ δημοσιονομικού ελλείμματος και ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών ήταν +63% στην περίοδο 1974-86 και -9,5% στην περίοδο 1986-97.

10 Πολλές μελέτες δείχνουν ότι η αύξηση της δυνατότητας δανεισμού οδηγεί σε αύξηση της παρούσας κατανάλωσης και μείωση των αποταμιεύσεων. Για το ζήτημα αυτό βλ. μεταξύ άλλων Jappelli and Pagano (1994) και Bayoumi (1993).

Διάγραμμα 3

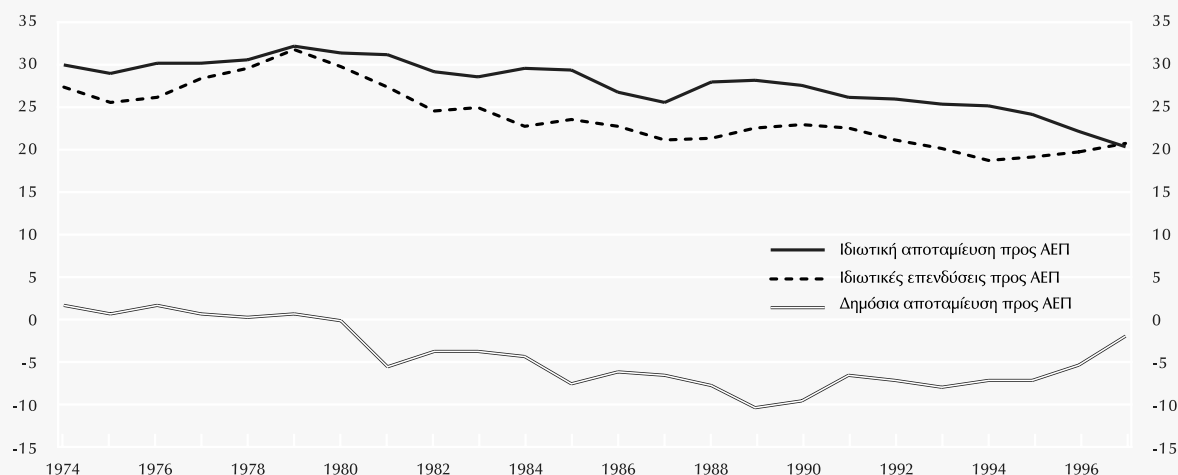
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και δημόσιο έλλειμμα ως ποσοστά του ΑΕΠ



Πηγή: Βλ. Διάγραμμα 1.

Διάγραμμα 4

Ιδιωτικές επενδύσεις, ιδιωτική και δημόσια αποταμίευση ως ποσοστά του ΑΕΠ



Πηγή: Εθνικολογιστικά στοιχεία που δημοσιεύονται στο *European Economy*.

το ότι στη δεκαετία του 1990, ενώ παρατηρείται βελτίωση των αποταμιεύσεων του δημόσιου τομέα, οι ιδιωτικές αποταμιεύσεις ως

ποσοστό του ΑΕΠ παρουσιάζουν σημαντική πτώση, γεγονός που, σε συνδυασμό με την ανάκαμψη των επενδύσεων τα τελευταία χρό-

νια, συνέβαλε στη διεύρυνση του ελλείμματος εξωτερικών συναλλαγών (βλ. Διάγραμμα 4).¹¹

Επομένως, σύμφωνα με τις υπάρχουσες ενδείξεις, η εξέλιξη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων φαίνεται να επηρεάζει λιγότερο σε σχέση με το παρελθόν το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, του οποίου η διεύρυνση θα μπορούσε ενδεχομένως να αποδοθεί στην πτώση που σημείωσαν τα τελευταία χρόνια οι ιδιωτικές αποταμιεύσεις.¹²

Τέλος, αναφορικά με την επίδραση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών, θα περιοριστούμε σε κάποιες παρατηρήσεις που σχετίζονται με τον πιθανό ρόλο της ακολουθούμενης την τελευταία δεκαετία πολιτικής της “σκληρής” δραχμής στη διαμόρφωση του ύψους του εξωτερικού ελλείμματος. Κατ’ αρχήν παρατηρούμε ότι στην περίοδο 1989-94 η πολιτική της “σκληρής” δραχμής συνδυάστηκε με βελτίωση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, γεγονός που υποδηλώνει ότι η πολιτική της σταθερότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν οδηγεί απαραίτητα σε διεύρυνση των εξωτερικών ελλειμμάτων λόγω της επιδείνωσης της ανταγωνιστικότητας. Επιπλέον, η θετική επίδραση της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας στις τιμές των εισαγόμενων πρώτων υλών ενδέχεται μακροχρόνια να οδηγήσει σε βελτίωση του ελλείμματος εξωτερικών συναλλαγών.¹³ Παρακάμπτοντας το θεωρητικά και πρακτικά αμφιλεγόμενο ζήτημα του καθορισμού της “ορθής” συναλλαγματικής ισοτιμίας, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ακολουθούμενη συναλλαγματική πολιτική, μακροχρόνια τουλάχιστον, δεν φαίνεται να οδηγεί στη δημιουργία μη διατηρήσιμων εξωτερικών ελλειμμάτων.

3. Το θεωρητικό πλαίσιο

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζεται εν συντομία το θεωρητικό πλαίσιο με βάση το οποίο ελέγχεται η υπόθεση της “διατηρησιμότητας” του εξωτερικού ελλείμματος της ελληνικής οικονομίας, δηλαδή η ικανότητά της να ανταποκρίνεται στις εξωτερικές της υποχρεώσεις ικανοποιώντας το διαχρονικό εξωτερικό περιορισμό της. Η μέθοδος που εφαρμόζεται εδώ έχει χρησιμοποιηθεί εκτενώς για την περίπτωση του δημόσιου ελλείμματος και επικεντρώνεται ουσιαστικά στην εξέταση της μακροχρόνιας εξέλιξης των

¹¹ Η περιορισμένη επίδραση των μεταβολών του δημοσιονομικού ελλείμματος στην οικονομική δραστηριότητα, άρα και στο ισοζύγιο πληρωμών, φαίνεται τα τελευταία χρόνια και από το ότι, παρά την πολιτική δημοσιονομικής πειθαρχίας, οι ρυθμοί μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας έχουν αυξηθεί σημαντικά. Στην προκειμένη περίπτωση δεν αποκλείεται ο περιορισμός των δημόσιων ελλειμμάτων, που σηματοδοτεί τη βούληση για περιορισμό του δημόσιου χρέους, να έχει συμβάλει μαζί με άλλους παράγοντες στη μείωση των ιδιωτικών αποταμιεύσεων, λόγω των προσδοκιών για μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης.

¹² Η παρατηρούμενη μείωση των ιδιωτικών αποταμιεύσεων μπορεί να συνδέεται και με την επικράτηση τα τελευταία χρόνια υψηλών πραγματικών επιτοκίων που, όπως επισημαίνουν οι Milesi-Ferreti and Razin (1996), μπορεί να οδηγήσουν σε υποκατάσταση της μελλοντικής με σημερινή κατανάλωση, με αποτέλεσμα τη διεύρυνση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Εντούτοις, εμπειρικές έρευνες για πολλές αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες δεν βρίσκουν υψηλό βαθμό συσχέτισης μεταξύ πραγματικών επιτοκίων και αποταμιεύσεων (Edwards, 1995). Επομένως, η επικράτηση του εισοδηματικού αποτελέσματος ή του αποτελέσματος υποκατάστασης στην περίπτωση των ελληνικών αποταμιεύσεων είναι ένα εμπειρικό ερώτημα. Πάντως, αν η παρατηρούμενη εξέλιξη των αποταμιεύσεων στην Ελλάδα αποδοθεί στην επικράτηση του εισοδηματικού αποτελέσματος και στην τάση υποκατάστασης της μελλοντικής με σημερινή κατανάλωση, η αναμενόμενη μείωση των πραγματικών επιτοκίων θα πρέπει να αποδυναμώσει την τάση αυτή, επομένως και τις σχετικές πιέσεις στο ισοζύγιο πληρωμών.

¹³ Ο Παπάζογλου (1999) βρίσκει ότι, ενώ βραχυχρόνια η πολιτική της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής ασκεί συσταλτική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα και επιδεινώνει τη διεθνή ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων, μακροχρόνια βελτιώνει τις συνθήκες κόστους παραγωγής, με αποτέλεσμα την τόνωση της ανταγωνιστικότητας.

δαπανών (συμπεριλαμβανομένων των πληρωμών τόκων) και των εσόδων. Συγκεκριμένα, επιδιώκεται να διαπιστωθεί κατά πόσον τα υφιστάμενα ελλείμματα οδηγούν σε απεριόριστη αύξηση του χρέους με τη χρήση ελέγχων μη στασιμότητας των ελλειμμάτων ή της πρώτης διαφοράς του χρέους.¹⁴

Σύμφωνα λοιπόν με την επιχειρηματολογία των Hakkio and Rush (1991) και του Husted (1992), στην περίπτωση των εξωτερικών συναλλαγών ο εξωτερικός περιορισμός της οικονομίας μπορεί να περιγραφεί από την ακόλουθη ταυτότητα:

$$M_t + (1 + i_t) D_{t-1} = X_t + D_t \quad (1)$$

όπου M_t οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών χωρίς τα τοκοχρεολύσια, τα οποία εκφράζονται από το δεύτερο όρο του αριστερού σκέλους της (1), X_t τα έσοδα από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και D_t ο εξωτερικός δανεισμός στην περίοδο t . Ο περιορισμός αυτός ισχύει και για όλες τις επόμενες περιόδους ($t+1$, $t+2$, ...) και επομένως ο διαχρονικός εξωτερικός περιορισμός της οικονομίας δίδεται από την εξής σχέση:

$$D_0 = \sum_{t=1}^{\infty} d_t (X_t - M_t) + \lim_{n \rightarrow \infty} d_n D_n \quad (2)$$

Στη σχέση αυτή, αν ο τελευταίος όρος μηδενίζεται, τότε ο εξωτερικός δανεισμός θα πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία του $X_t - M_t$, όπου d_t είναι ο συντελεστής προεξόφλησης των μελλοντικών εξωτερικών πλεονασμάτων.

Υποθέτοντας ότι το διεθνές επιτόκιο είναι στάσιμο με μέση τιμή i , προσθέτοντας και αφαιρώντας από την (1) τον όρο iD_{t-1} , λαμβάνουμε

μετά από μια σειρά μετασχηματισμών¹⁵ την ακόλουθη σχέση:

$$M_t + i_t D_{t-1} = X_t + \sum_{j=0}^{\infty} \lambda^{t-1} [\Delta X_{t+j} - \Delta E_{t+j}] + \lim_{j \rightarrow \infty} \lambda^{t+j} D_{t+j} \quad (3)$$

όπου $E = M_t + (i_t - i) D_{t-1}$ και το αριστερό σκέλος εκφράζει τις δαπάνες για εισαγωγές και τις πληρωμές τόκων. Αν τώρα υποθέσουμε ότι οι μεταβλητές X και E δεν είναι στάσιμες στα επίπεδά τους και είναι στάσιμες στις πρώτες διαφορές τους, είναι δηλαδή $I(1)$,¹⁶ η εξίσωση (3) μπορεί να γραφεί ως ακολούθως:

$$M_t + i_t D_{t-1} = \alpha + X_t + \lim_{j \rightarrow \infty} \lambda^{t+j} D_{t+j} + e_t \quad (4)$$

Υπενθυμίζουμε ότι το αριστερό σκέλος της (4) εκφράζει τις δαπάνες για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και για πληρωμές τόκων. Αν αφαιρέσουμε από τις δύο πλευρές το X_t και πολλαπλασιάσουμε με το -1 , έχουμε στο αριστερό σκέλος το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ($X_t - M_t - i_t D_{t-1}$). Υποθέτοντας στη συνέχεια ότι ο δεύτερος όρος του δεξιού σκέλους της σχέσης (4), δηλαδή η παρούσα αξία του καθαρού χρέους, τείνει στο μηδέν (transversality condition), καταλήγουμε στην ακόλουθη εξίσωση:

$$X_t = \alpha + \beta M_t + e_t \quad (5)$$

¹⁴ Για μια λεπτομερή ανάπτυξη του σχετικού θεωρητικού πλαισίου, βλ. μεταξύ άλλων Hamilton and Flavin (1986), Haug (1995), Hakkio and Rush (1991), Tanner and Liu (1994), Liu and Tanner (1995) και Trehan and Walsh (1991). Για την εφαρμογή της μεθόδου αυτής στην περίπτωση του εξωτερικού ελλείμματος και του εξωτερικού χρέους, βλ. Husted (1992), Wickens and Uctum (1993) και Wu, Fountas and Chen (1996).

¹⁵ Για την πλήρη ανάπτυξη των σχετικών υπολογισμών βλ. Hakkio and Rush (1991) και Husted (1992).

¹⁶ Υποθέτουμε δηλαδή ότι οι μεταβλητές X και E ακολουθούν "τυχαίους περιπάτους" με τάση, $X_t = a_1 + X_{t-1} + e_{1t}$ και $E_t = a_2 + E_{t-1} + e_{2t}$ αντιστοίχως.

όπου $MM_t = M_t + i_t D_{t-1}$, δηλαδή εκφράζει τις δαπάνες για εισαγωγές περιλαμβανομένων των πληρωμών τόκων.

Το ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσον οι εισαγωγές και οι εξαγωγές συνολοκληρώνονται, ή, με άλλα λόγια, κατά πόσον ακολουθούν μακροχρόνια πορείες που δεν αποκλίνουν σημαντικά. Εάν οι πορείες που ακολουθούν τα δύο αυτά μεγέθη αποκλίνουν μακροχρόνια, το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (ή η πρώτη διαφορά του εξωτερικού χρέους) δεν είναι στάσιμο, δηλαδή δεν είναι διατηρήσιμο, και το εξωτερικό χρέος αυξάνεται απεριόριστα.

Στη σχέση (5), όπως δείχνουν οι Hakkio and Rush, για να ικανοποιεί μια χώρα το διαχρονικό εξωτερικό περιορισμό της, πρέπει το β να ισούται με τη μονάδα και το e_t να είναι στάσιμο. Εν τούτοις, ενώ η συνολοκλήρωση των δαπανών για εισαγωγές (MM_t) και των εισπράξεων από εξαγωγές (X_t) είναι αναγκαία συνθήκη για να ικανοποιεί μια χώρα το διαχρονικό εξωτερικό περιορισμό της (συγκεκριμένα την παρούσα αξία του προεξοφλημένου εξωτερικού περιορισμού), δεν είναι προς τούτο αναγκαίο το β να ισούται με τη μονάδα. Με άλλα λόγια, μπορεί το β να είναι μικρότερο της μονάδας και να ικανοποιείται ο εξωτερικός περιορισμός. Στην τελευταία περίπτωση όμως, η μη προεξοφλημένη παρούσα αξία του εξωτερικού χρέους (ειδικότερα ως προς το ΑΕΠ) θα αυξάνεται απεριόριστα.

Στην επόμενη ενότητα εξετάζεται εμπειρικά η υπόθεση της μη συνολοκλήρωσης των X_t και MM_t , δηλαδή εξετάζεται κατά πόσον η εξίσωση (5) περιγράφει τη μακροχρόνια σχέση μεταξύ των δύο αυτών μεγεθών.

4. Εμπειρικά αποτελέσματα

Στην ενότητα αυτή διερευνάται αν υφίσταται η σχέση (5), αν δηλαδή οι εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι δαπάνες για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών συνολοκληρώνονται μακροχρόνια. Στον Πίνακα 2 παρουσιάζονται οι έλεγχοι για την ύπαρξη μοναδιαίων ριζών στις χρονολογικές σειρές των εισπράξεων από εξαγωγές και των δαπανών για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, όπως αυτές καταγράφονται στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος. Στο πρώτο τμήμα του Πίνακα 2 χρησιμοποιήθηκαν ετήσια στοιχεία για τις ονομαστικές εξαγωγές και εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών καθώς και για το λόγο των εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών προς το ονομαστικό ΑΕΠ κατά την περίοδο 1960-98 (Διαγράμματα 5 και 6). Κατ' αρχάς, οι σειρές αυτές είναι μη στάσιμες στα επίπεδά τους, περιέχουν δηλαδή μία μοναδιαία ρίζα. Χρησιμοποιώντας ελέγχους ADF διαπιστώσαμε ότι είναι στάσιμες στις πρώτες διαφορές τους. Στη συνέχεια διερευνήθηκε η ύπαρξη πιθανής μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των δαπανών για εισαγωγές και των εισπράξεων από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Όπως σημειώθηκε και προηγουμένως, οι δύο αυτές μεταβλητές θα πρέπει μακροχρόνια να ακολουθούν πορείες που δεν αποκλίνουν σημαντικά, ώστε η οικονομία να ικανοποιεί το διαχρονικό εξωτερικό περιορισμό της.

Οι εκτιμηθείσες σχέσεις για την περίοδο 1960-98 παρουσιάζονται στο πρώτο τμήμα του Πίνακα 2α (σελ. 44). Στην εξίσωση (Α) χρησιμοποιήθηκαν ετήσια στοιχεία των ονομαστικών

Πίνακας 2

Έλεγχος μοναδιαίων ριζών

Μεταβλητή	Στατιστική ADF	Μεταβλητή	Στατιστική ADF	DW	Χρονικές υστερήσεις
-----------	----------------	-----------	----------------	----	---------------------

Περίοδος 1960-98

LXGS	5,96	ΔLXGS	-2,17	2,07	0
LMGS	5,27	ΔLMGS	-2,76	2,20	0
Res(A)	-4,30			1,96	1

Κρίσιμες τιμές ADF σε επίπεδα σημαντικότητας 1%:-2,62, 5%:-1,95

XM(A)	-4,5			2,0	1
-------	------	--	--	-----	---

Κρίσιμες τιμές ADF σε επίπεδα σημαντικότητας 1%: -4,22, 5%: -3,53

LXGS/ΑΕΠ	-1,81	ΔLXGS/ΑΕΠ	-3,8	2,0	0
LMGS/ΑΕΠ	-1,73	ΔLMGS/ΑΕΠ	-6,4	2,0	0
Res(B)	-2,63			2,0	2

Κρίσιμες τιμές ADF σε επίπεδα σημαντικότητας 1%:-2,62, 5%:-1,95

XM/ΑΕΠ (B)	-4,51			2,0	1
------------	-------	--	--	-----	---

Κρίσιμες τιμές ADF σε επίπεδα σημαντικότητας 1%: -4,22, 5%: -3,53

Περίοδος 1979:1-1998:4

LXGS	2,47	ΔLXGS	-10,25	2,23	1
LMGS	4,27	ΔLMGS	-6,77	2,00	1
Res(Γ)	-8,38			1,98	1
XM(Γ)	-3,31			2,12	1

Κρίσιμες τιμές ADF σε επίπεδα σημαντικότητας 1%: -2,59, 5%: -1,94

Περίοδος 1979:1-1988:4

LXGS	1,65	ΔLXGS	-8,52	2,20	1
LMGS	3,63	ΔLMGS	-3,93	2,02	1
Res(Δ)	-7,37			1,70	1
XM(Δ)	-2,81			1,96	1

Κρίσιμες τιμές ADF σε επίπεδα σημαντικότητας 1%:-2,62, 5%:-1,95

Περίοδος 1989:1-1998:4

LXGS	2,05	ΔLXGS	-6,58	2,08	1
LMGS	2,61	ΔLMGS	-6,05	2,03	1
Res(E)	-4,96			1,99	1
XM(E)	-2,3			2,1	1

Κρίσιμες τιμές ADF σε επίπεδα σημαντικότητας 1%:-2,62, 5%:-1,95

		ΔPUD	-2,34	1,90	0
		ΔPUDGDP	-3,47	1,98	0

Κρίσιμες τιμές DF σε επίπεδα σημαντικότητας 1%:-2,67, 5%:-1,95

LXGS: Λογάριθμος εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών

LMGS: Λογάριθμος εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών

LXGS/ΑΕΠ: Λογάριθμος εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών προς ΑΕΠ

LMGS/ΑΕΠ: Λογάριθμος εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών προς ΑΕΠ

Res: Κατάλοιπα της σχέσης (1)

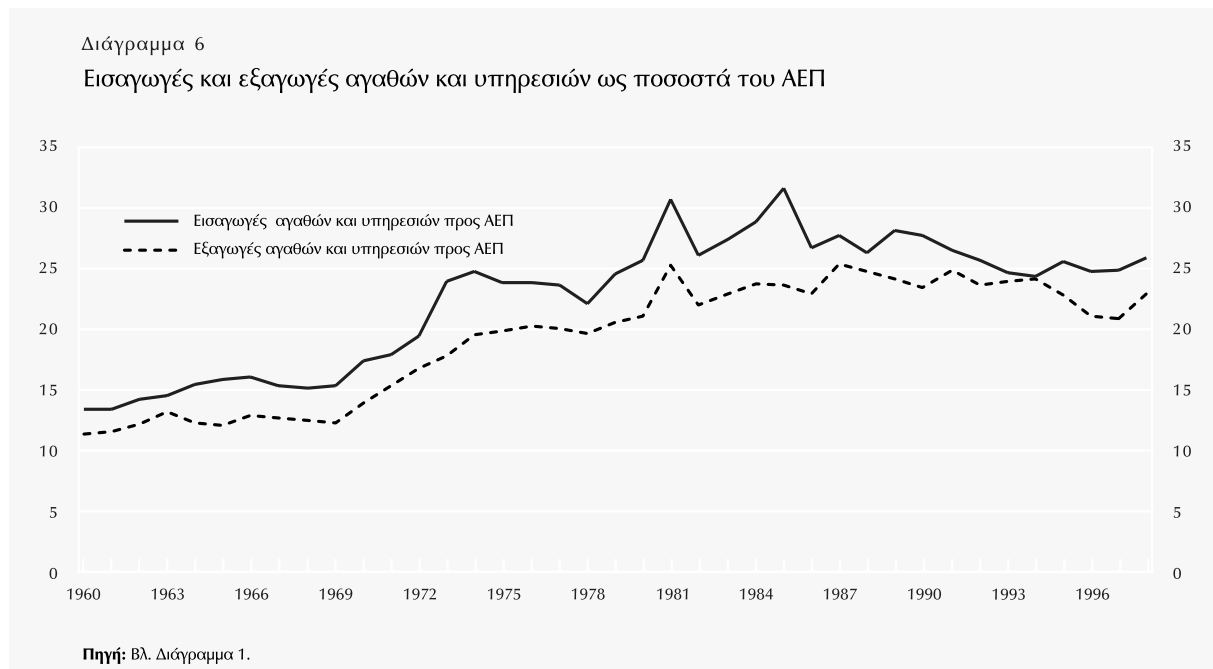
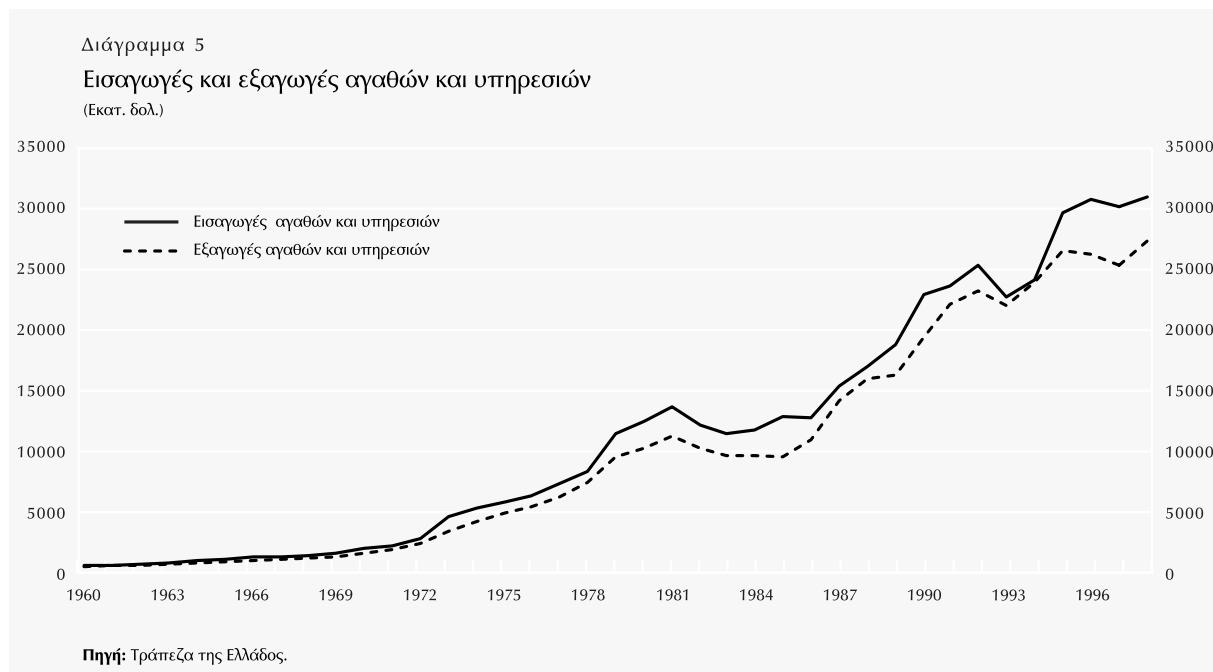
XM: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

XM/ΑΕΠ: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προς ΑΕΠ

ΔPUD: Πρώτη διαφορά δημόσιου εξωτερικού χρέους

ΔPUDGDP: Πρώτη διαφορά δημόσιου εξωτερικού χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.



εισαγωγών και εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και στην εξίσωση (B) ο λόγος των μεγεθών αυτών προς το ονομαστικό ΑΕΠ.

Για να είναι οι σχέσεις (A) και (B) μακροχρόνιες σχέσεις συνολοκλήρωσης των εξαγωγών και των εισαγωγών θα πρέπει τα κατάλοιπά τους να

Πίνακας 2α
Εκτιμήσεις εξίσωσης (5)

Ετήσια στοιχεία

	α	β	R^2
(A)	-0,33	1,02	0,998
(B)	-0,10	1,04	0,945

Τριμηνιαία στοιχεία

1979:1-1998:4 (Γ)	-0,34	1,04	0,980
1979:1-1988:4 (Δ)	-0,46	1,04	0,951
1989:1-1998:4 (Ε)	0,15	0,96	0,856

είναι στάσιμα. Οι τιμές των στατιστικών ελέγχων ADF (res(A): -4,3 για την (A) και res(B): -2,63 για τη (B) – βλ. Πίνακα 2) μας επιτρέπουν να απορρίψουμε την υπόθεση της μη στασιμότητας των καταλοίπων των (A) και (B) σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και να δεχθούμε τις σχέσεις αυτές ως μακροχρόνιες σχέσεις συνολοκλήρωσης των εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

Όπως σημειώθηκε στην προηγούμενη ενότητα, η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης συνολοκλήρωσης μεταξύ των δύο αυτών μεταβλητών είναι αναγκαία συνθήκη για να ικανοποιεί μια οικονομία το διαχρονικό εξωτερικό περιορισμό της. Επιπλέον όμως, θα πρέπει και ο συντελεστής β της σχέσης (5) να ισούται με τη μονάδα, προκειμένου η μη προεξοφλημένη αξία του εξωτερικού χρέους να μην αυξάνεται απεριόριστα.

Από τις εκτιμηθείσες σχέσεις (A) και (B) και από τον έλεγχο για τη μη στασιμότητα των καταλοίπων τους διαπιστώνουμε ότι στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας ικανοποιείται η συνθήκη για το μηδενισμό της παρούσας προεξοφλημένης αξίας του εξωτερικού χρέους. Παράλληλα όμως, βλέπουμε ότι και οι δύο εκτιμηθείσες σχέσεις εκφράζουν ακριβώς μια σχέση συνολοκλή-

ρωσης μία προς μία τόσο μεταξύ των ονομαστικών εισπράξεων και πληρωμών όσο και μεταξύ του λόγου των ονομαστικών εισπράξεων προς το ονομαστικό ΑΕΠ και του λόγου των ονομαστικών πληρωμών προς το ονομαστικό ΑΕΠ, αφού ο εκτιμηθείς συντελεστής β ισούται και στις δύο περιπτώσεις με τη μονάδα. Επειδή όμως το τυπικό σφάλμα απόκλισης του εκτιμηθέντος συντελεστή β δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον έλεγχο της υπόθεσης $\beta=1$, υποθέτουμε ότι ο συντελεστής β ισούται με τη μονάδα και ελέγχουμε αν το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, δηλαδή η διαφορά των μεταβλητών LXGS και LMGS (:XM) της σχέσης (A) και LXGS/ΑΕΠ και LMGS/ΑΕΠ (:XM/ΑΕΠ) της (B), είναι στάσιμο. Πράγματι, από τις τιμές των ελέγχων ADF (-4,50 και -4,51 αντίστοιχα, βλ. Πίνακα 2) μπορούμε και στις δύο περιπτώσεις να απορρίψουμε την υπόθεση της μη στασιμότητας του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Επομένως, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι ο λόγος των εισπράξεων από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών προς τις πληρωμές για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και ο αντίστοιχος λόγος ως προς το ΑΕΠ, είναι μακροχρόνια σταθεροί.¹⁷

¹⁷ Όπως σημειώθηκε προηγουμένως στο κείμενο, εφόσον το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών είναι στάσιμο, θα πρέπει και η πρώτη διαφορά του εξωτερικού χρέους να είναι στάσιμη. Η έλλειψη στοιχείων για το ιδιωτικό εξωτερικό χρέος καθιστά αδύνατο τον έλεγχο για τη μη στασιμότητα του εξωτερικού δανεισμού. Εντούτοις, το δημόσιο εξωτερικό χρέος αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο ποσοστό του συνολικού εξωτερικού χρέους και επομένως, ελέγχοντας την υπόθεση της μη στασιμότητάς του, έχουμε κάποια ένδειξη και για τη συμπεριφορά του συνολικού εξωτερικού χρέους. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 2, η υπόθεση της μη στασιμότητας της πρώτης διαφοράς του δημόσιου εξωτερικού χρέους απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει την ικανότητα εξόφλησης του δημόσιου εξωτερικού χρέους μακροχρόνια. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε αν το δημόσιο εξωτερικό χρέος υπολογιστεί ως ποσοστό του ΑΕΠ. Από τον Πίνακα 2 προκύπτει ότι η υπόθεση της μη στασιμότητας απορρίπτεται και σ' αυτήν την περίπτωση σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Στο δεύτερο τμήμα του Πίνακα 2 επαναλαμβάνεται η προηγούμενη διαδικασία ελέγχου για την ύπαρξη μοναδιαίων ριζών και διερεύνησης για την ύπαρξη μιας μακροχρόνιας σχέσης συνολοκλήρωσης μεταξύ των εισαγωγών και των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, με τη χρησιμοποίηση τριμηνιαίων στοιχείων που καλύπτουν την περίοδο 1979:1-1998:4. Επιπλέον η περίοδος αυτή διαχωρίζεται σε δύο υποπεριόδους (1979:1-1988:4 και 1989:1-1998:4), για τις οποίες εκτιμήθηκε η σχέση (5), αφού προηγουμένως έγιναν οι σχετικοί έλεγχοι μη στασιμότητας των χρησιμοποιούμενων χρονολογικών σειρών. Οι πρόσθετοι αυτοί έλεγχοι, καθώς και οι επανεκτιμήσεις της σχέσης (5), αποβλέπουν στην ενίσχυση των αποτελεσμάτων που ελήφθησαν με βάση τα ετήσια στοιχεία. Η κατάτμηση του δείγματος των τριμηνιαίων στοιχείων έγινε αποκλειστικά με κριτήριο τη χρησιμοποίηση ικανοποιητικού αριθμού παρατηρήσεων.

Από τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στους Πίνακες 2 και 2α προκύπτει ότι οι εξαγωγές και οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών συνολοκληρώνονται μακροχρόνια (βλ. Πίνακα 2) και επιπλέον υπάρχει μεταξύ τους μια σχέση μία προς μία τόσο στο σύνολο της περιόδου 1979:1-1998:4 – βλ. Πίνακα 2α (Γ) – όσο και στην πρώτη υποπερίοδο 1979:1-1988:4 – βλ. Πίνακα 2α (Δ) – γεγονός που επιβεβαιώνεται και από την απόρριψη της υπόθεσης της μη στασιμότητας του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στις αντίστοιχες περιόδους – βλ. στον Πίνακα 2 τις τιμές ADF για ΧΜ(Γ) και ΧΜ(Δ).

Τέλος, και στην περίοδο 1989:1-1998:4, παρά το ότι ο εκτιμηθείς συντελεστής β παρουσιάζεται μικρότερος της μονάδας (0,96), η υπόθεση

της μη στασιμότητας του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 1% (βλ. τιμή ADF για ΧΜ(Ε) στον Πίνακα 2), γεγονός που υποδηλώνει ότι ο λόγος των εξαγωγών προς τις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών είναι μακροχρόνια σταθερός.

5. Συμπεράσματα

Από την εμπειρική διερεύνηση που προηγήθηκε προκύπτει ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδος, παρά την αυξητική τάση που παρουσίασε από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, μπορεί σε σημαντικό βαθμό να θεωρηθεί διατηρήσιμο. Πράγματι, στην εξεταζόμενη περίοδο, οι πληρωμές για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών δεν παρουσίασαν σημαντική μακροχρόνια απόκλιση από τις εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, γεγονός που υποδηλώνει ότι η ελληνική οικονομία ικανοποιεί το διαχρονικό εξωτερικό περιορισμό της.

Θα πρέπει πάντως να επισημανθεί ότι η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε εδώ βασίζεται στην ανάλυση της ιστορικής συμπεριφοράς χρονολογικών σειρών που επηρεάζονται από ένα σύνολο παραγόντων. Επομένως, και η εξαγωγή συμπερασμάτων για τη μελλοντική εξέλιξη του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών δεν μπορεί παρά να υπόκειται στον περιορισμό ότι οι παράγοντες που το επηρεάζουν δεν θα παρουσιάσουν σημαντικές αποκλίσεις από την προηγούμενη πορεία τους. Η προϋπόθεση αυτή διασφαλίζεται σε μεγάλο βαθμό με την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ, με την οποία άλλωστε ουσιαστικά αναιρείται και ο κύριος περιορισμός που

έθετε στο παρελθόν στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής η διεύρυνση του εξωτερικού ελλείμματος.

Από την εξέταση ορισμένων βασικών μακροοικονομικών δεικτών φαίνεται ότι η παρατηρούμενη αύξηση του εξωτερικού ελλείμματος θα μπορούσε να θεωρηθεί εν μέρει και αποτέλεσμα θεσμικών προσαρμογών που επηρεάζουν τη συμπεριφορά του ιδιωτικού τομέα. Πράγματι, με βάση την ανάλυση των δεδομένων, η αύξηση του εξωτερικού ελλείμματος προκύπτει από ένα συνδυασμό ενίσχυσης της οικονομικής μεγέθυνσης και των ιδιωτικών επενδύσεων με ταυτόχρονη μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης.

Στο νέο περιβάλλον που δημιουργείται με την ένταξη στην ΟΝΕ, η αναμενόμενη συγκράτηση του εξωτερικού χρέους, επομένως και των δαπανών εξυπηρέτησής του, η εξάλειψη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, η πτώση των πραγματικών επιτοκίων και η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία διαμορφώνουν μια ισχυρή βάση για τη μακροχρόνια ομαλή εξέλιξη του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών. Εκτός όμως από τη σταθερότητα του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, η οποία πρέπει να διατηρηθεί, η αποφυγή περαιτέρω διεύρυνσης του εξωτερικού ελλείμματος υποδεικνύει την ανάγκη παρεμβάσεων και σε μικροοικονομικό επίπεδο προκειμένου να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών αγαθών και υπηρεσιών.

Βιβλιογραφία

- Bayoumi, T. (1993), "Financial Deregulation and Household Saving", *Economic Journal*, Vol. 103, November, pp. 1423-43.
- Γιαννίτσης, Τ. και Μαυρή, Δ. (1993), *Τεχνολογικές Δομές και Μεταφορά Τεχνολογίας στην Ελληνική Βιομηχανία*, Gutenberg, Αθήνα.
- Edwards, S. (1995), "Why Are Saving Rates so Different Across Countries?: An International Comparative Analysis", *NBER Working Paper* No. 5097, April.
- Ghosh, A. and Ostry, J. D. (1994), "Export Instability and the External Balance in Developing Countries", *IMF Staff Papers* 41 No. 2, June, pp. 214-35.
- Hakkio, S. C. and Rush, M. (1991), "Is The Budget Deficit 'Too Large?'", *Economic Inquiry*, Vol. XXIX, July, pp. 429-45.
- Hamilton, J. D. and Flavin, M. A. (1986), "On the Limitations of Government Borrowing : A Framework for Empirical Testing", *American Economic Review*, Vol. 76, September, pp. 808-19.
- Haug, A. A. (1995), "Has Federal Budget Deficit Policy Changed In Recent Years?", *Economic Inquiry*, Vol. XXXIII, January, pp. 104-18.
- Haug, A.A. (1991), "Cointegration and Government Borrowing Constraints: Evidence for the United States", *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 9, No. 1, January, pp. 97-101.
- Husted, S. (1992), "The Emerging US Current Account Deficit in the 1980s: A Cointegration Analysis", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 74, pp. 159-66.
- Jappelli, T. and Pagano, M. (1994), "Savings, Growth, and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics* CIX, February, 83-109.
- Καραπαππάς, Α. και Μηλιώνης, Α. (1999), "Εκτίμηση και ανάλυση του εξωτερικού χρέους του ιδιωτικού τομέα", *Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 14, Δεκέμβριος, σελ. 47-62.
- Liu, P. and Tanner, E. (1995), "Intertemporal solvency and breaks in the US deficit process: a maximum-likelihood cointegration approach", *Applied Economics Letters*, 2, 231-35.
- Λώλος, Σ., Πανταζίδης, Σ. και Παπαγιαννάκης, Λ. (1991), "Οι προσδιοριστικοί παράγοντες του εξωτερικού εμπορίου της ελληνικής βιομηχανίας", *Σπουδαί*, τ. 41.
- Milesi-Ferreti, G. M. and Razin, A. (1996), "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", Center for Economic Policy Research, *Discussion Paper* No. 1509, November.
- Παντελίδης, Ε. (1997), "Η Νέα Μεθοδολογία Κατάρτισης του Ισοζυγίου Πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος", *Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 9, Μάρτιος, σελ. 63-71.
- Παπάζογλου, Χ. (1999), "Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και οικονομική δραστηριότητα: Είναι απαραίτητα συστατική η πολιτική της περιορισμένης διολίσθησης της δραχμής;", *Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 14, Δεκέμβριος, σελ. 7-18.
- Tanner, E. and Liu, P. (1994), "Is The Budget Deficit 'Too Large?': Some Further Evidence", *Economic Inquiry*, Vol. XXXII, July, pp. 511-18.



Trehan, B. and Walsh, C. (1991), "Testing Intertemporal Budget Constraint: Theory and Applications to US Federal Budget and Current Account Deficits", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 23, No. 2, May, pp. 206-23.

Wickens, M. R. and Uctum, M. (1993), "The Sustainability of Current Account Deficits. A test of the US

intertemporal budget constraint", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 17, pp. 423-41.

Wu, J., Fountas, S., Chen, S. (1996), "Testing for the sustainability of the current account deficit in two industrial countries", *Economics Letters*, Vol. 52, pp. 193-98.

Διερεύνηση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών στην Ελλάδα¹

Γιώργος Β. Χονδρογιάννης
Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

1. Εισαγωγή

Πρώτος ο Phillips (1958) υποστήριξε την άποψη ότι υφίσταται μια αντίστροφη σχέση μεταξύ του ποσοστού ανεργίας και του ρυθμού μεταβολής των ονομαστικών μισθών. Στη συνέχεια, πολλοί οικονομολόγοι με τη βοήθεια θεωρητικών και εμπειρικών υποδειγμάτων εξέτασαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες της αγοράς εργασίας και την ύπαρξη ή μη θετικής δυναμικής σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών. Η διερεύνηση της σχέσης αυτής έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία, αφού πολλοί οικονομολόγοι πιστεύουν ότι ο πληθωρισμός επηρεάζεται από μεταβολές στους μισθούς και ότι οι μισθοί επηρεάζονται από το ύψος των τιμών, ενώ αντίθετα άλλοι υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει σταθερή σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Έτσι, η αιτιώδης σχέση (causality) ανάμεσα στις τιμές και τους μισθούς έχει προβληματίσει τους οικονομολόγους, σε θεωρητικό και εμπειρικό επίπεδο. Ο προσδιορισμός της αιτιώδους αυτής σχέσης αποκτά εξαιρετικό οικονομικό ενδιαφέρον, αφού θεωρείται από πολλούς ιδιαίτερης σημασίας για την κατανόηση και την ερμηνεία των αιτίων γένεσης του πληθωρισμού. Επιπλέον, η πληρέστερη κατανόηση της σχέσης αυτής θα συμβάλει ώστε να μελετηθούν και να αναλυθούν οι επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στη διαμόρφωση του γενικού επιπέδου των τιμών και των μισθών.

Στη σχετική οικονομική βιβλιογραφία υπάρχουν δύο διαφορετικές απόψεις για τη δυναμική

¹ Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκην της Τράπεζας της Ελλάδος. Επιθυμώ να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον καθηγητή Βασίλη Δρουκόπουλο (μέλος του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής), στη Heather Gibson και στον Ισαάκ Σαμπεθάι για τα πολύτιμα σχόλιά τους.

σχέση μεταξύ των τιμών και των μισθών. Σύμφωνα με την πρώτη, αυτή των νεοκλασικών οικονομολόγων, οι ονομαστικοί μισθοί αντιδρούν στις μεταβολές του επιπέδου των τιμών έτσι ώστε να διατηρείται αμετάβλητος ο πραγματικός μισθός με δεδομένη την παραγωγικότητα.² Αντίθετα, οι κευνσιανοί (η δεύτερη άποψη) υποστηρίζουν ότι ο πληθωρισμός οφείλεται σε μεταβολές του κόστους των παραγωγικών συντελεστών, ιδιαίτερα της εργασίας που χρησιμοποιείται στην παραγωγική διαδικασία (Keynes, 1936). Το κόστος εργασίας παίζει σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό του συνολικού κόστους της παραγωγής και επομένως στον προσδιορισμό της τιμής του προϊόντος, εφόσον οι επιχειρήσεις καθορίζουν τις τιμές τους υπολογίζοντας ένα περιθώριο κέρδους επί του κόστους παραγωγής ("mark-up"). Έτσι οι μισθοί θεωρούνται ως εξωγενής μεταβλητή που προσδιορίζει τις τιμές.

Η αιτιώδης σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών έχει διερευνηθεί κυρίως για τις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο. Διάφοροι ερευνητές, χρησιμοποιώντας χρονολογικές σειρές για διαφορετικές χρονικές περιόδους και διαφορετικής συχνότητας, έχουν προσπαθήσει να ελέγξουν εμπειρικά την ύπαρξη και την κατεύθυνση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ των δύο μεταβλητών. Τα αποτελέσματα αυτών των μελετών δεν είναι μονοσήμαντα και έτσι δεν στηρίζουν με βεβαιότητα κάποια από τις ανωτέρω υποθέσεις. Για τις Ηνωμένες Πολιτείες, έχουν διερευνήσει την ύπαρξη αιτιώδους σχέσης ανάμεσα στις δύο μεταβλητές μεταξύ άλλων οι Rossiter (1999), Ghali (1999), Palley (1999), Emory and Chang (1996), Darrat (1994), Mehra (1991), Fosu and Huq (1988) και Gordon (1988), χρησιμοποιώντας διαφορετικές χρονικές περιόδους και

μεθοδολογία. Επίσης, για το Ηνωμένο Βασίλειο έχουν διερευνήσει την αιτιώδη σχέση μεταξύ άλλων οι Hasan (1999) και Saunders (1994).

Ο Mehra (1991) υποστηρίζει την ύπαρξη μονόδρομης αιτιώδους σχέσης μεταξύ των δύο μεταβλητών από τις τιμές προς τους μισθούς. Αντίθετα, σε μια πρόσφατη μελέτη ο Rossiter (1999) υποστήριξε την άποψη ότι από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 έως σήμερα υπάρχει σταθερή αμφίδρομη σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Την ίδια άποψη υποστηρίζουν και οι Hasan (1999) και Saunders (1994). Οι Fosu and Huq (1988) εκτίμησαν την ύπαρξη αιτιώδους σχέσης για τις ΗΠΑ για τη χρονική περίοδο 1901-1977. Τα εμπειρικά τους αποτελέσματα υποστηρίζουν την ύπαρξη μονόδρομης αιτιώδους σχέσης από τις τιμές προς τους μισθούς για τις ΗΠΑ, όταν ως μεταβλητή για τους μισθούς χρησιμοποιείται το μέσο ωρομίσθιο των εργατών παραγωγής της μεταποίησης, ενώ εν μέρει υποστηρίζουν την ύπαρξη αμφίδρομης σχέσης στην περίπτωση που ως μεταβλητή για τους μισθούς χρησιμοποιούνται οι μέσες ετήσιες αποδοχές των μισθωτών της μεταποίησης. Αντίθετα, πρόσφατα ο Palley (1999) διαπίστωσε ότι η κατεύθυνση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ των δύο μεταβλητών δεν είναι σταθερή για τις ΗΠΑ, αλλά εξαρτάται από τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου. Τέλος, οι Gordon (1988) και Darrat (1994) υποστηρίζουν την άποψη ότι δεν υφίσταται αιτιώδης σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών.³

² Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Gordon (1997).

³ Οι πιο πρόσφατες από τις μελέτες αυτές χρησιμοποιούν στην εμπειρική διερεύνηση τη μέθοδο της συνολοκλήρωσης. Αντίθετα, παλαιότερες μελέτες, όπως αυτές των Fosu and Huq (1988), Gordon (1988), Saunders (1994), καθώς και η πρόσφατη του Palley (1999), χρησιμοποιούν τη μέθοδο κατά Granger και Sims.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει εμπειρικά την αιτιώδη σχέση μεταξύ τιμών και μισθών στην Ελλάδα. Στην εμπειρική διερεύνηση της σχέσης εκτιμώνται δύο υποδείγματα. Στο πρώτο υπόδειγμα εξετάζεται η ύπαρξη της αιτιώδους σχέσης μεταξύ των δύο μεταβλητών, ενώ στο δεύτερο λαμβάνεται υπόψη και η επίδραση της ποσότητας χρήματος. Συνεπώς με το δεύτερο υπόδειγμα είναι εφικτό να διαπιστωθεί εμπειρικά κατά πόσον οι μεταβολές των μισθών και των τιμών οφείλονται στις μεταβολές της ποσότητας χρήματος. Με τον τρόπο αυτό είναι δυνατόν να προσδιοριστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν τη σχέση μεταξύ τιμών και μισθών στην ελληνική οικονομία.

Στη σχετική οικονομική βιβλιογραφία υποστηρίζεται η άποψη ότι η ποσότητα χρήματος προσδιορίζει το επίπεδο των τιμών και των μισθών σε μια οικονομία. Συγκεκριμένα, οι μονεταριστές υποστηρίζουν τον εξωγενή χαρακτήρα της ποσότητας χρήματος. Ενώ βραχυχρόνια είναι δυνατόν οι μεταβολές του γενικού επιπέδου των τιμών να οφείλονται σε μεταβολές των μισθών, μακροχρόνια οι μεταβολές των τιμών οφείλονται αποκλειστικά σε μεταβολές της ποσότητας χρήματος. Εφόσον οι μονεταριστές θεωρούν ότι ο πληθωρισμός είναι νομισματικό φαινόμενο, υποστηρίζουν την ύπαρξη μονόδρομης αιτιώδους σχέσης από την ποσότητα χρήματος προς τις τιμές και διαπιστώνουν την ανυπαρξία αιτιώδους σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών.⁴ Η άποψή τους αυτή είναι ανάλογη με εκείνη των νεοκλασικών οικονομολόγων, αφού η ανυπαρξία αιτιώδους σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών συμβαδίζει με την άποψη των νεοκλασικών ότι ο πραγματικός μισθός θα πρέπει να παραμένει σταθερός με δεδομένη την παραγωγικότητα. Αντίθετα, οι μετακεϋνσιανοί (post-

Keynesians) υποστηρίζουν την άποψη ότι η ποσότητα χρήματος προσδιορίζεται ενδογενώς και επομένως ότι μια αύξηση των τιμών και των μισθών θα πρέπει να συνοδεύεται από μια αύξηση της ποσότητας χρήματος. Οι διαφορετικές αυτές απόψεις έχουν μεγάλη σημασία στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, αφού, σύμφωνα με τους μετακεϋνσιανούς, ο πληθωρισμός οφείλεται κυρίως στο αυξανόμενο κόστος των παραγωγικών συντελεστών, ενώ, αντίθετα, ο πληθωρισμός είναι νομισματικό φαινόμενο σύμφωνα με τους μονεταριστές, δηλαδή οφείλεται σε υπερβάλλουσα αύξηση της ποσότητας χρήματος.

Η διερεύνηση αυτής της σχέσης έχει ιδιαίτερη σημασία για την Ελλάδα. Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη του πληθωρισμού και της μεταβολής των μισθών στην Ελλάδα κατά τη χρονική περίοδο 1975-1998. Ο πληθωρισμός μετρείται με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή, ενώ η αύξηση των μισθών μετρείται με βάση τις μηνιαίες αποδοχές των υπαλλήλων στη μεταποίηση.

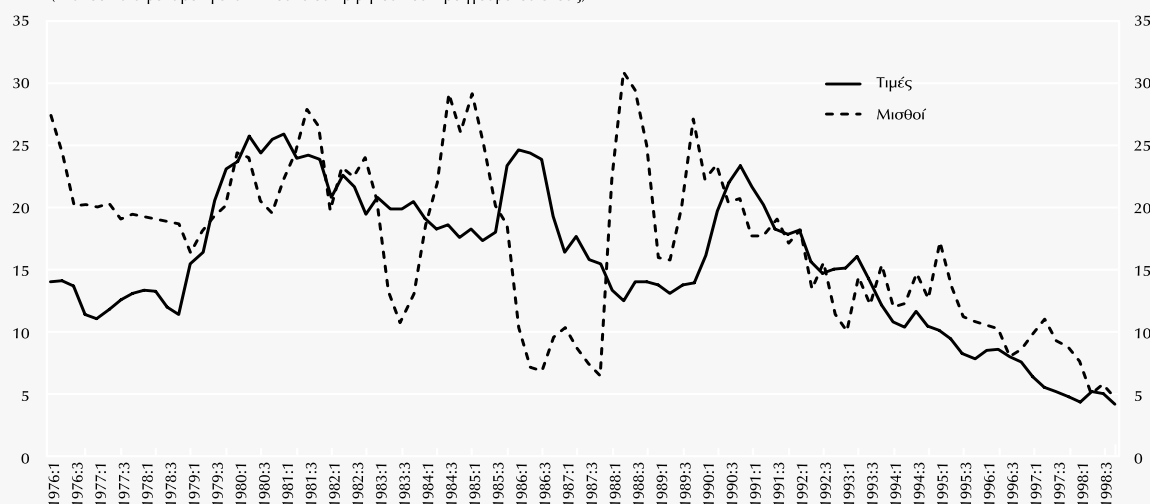
Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 1, κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου υπήρξαν έντονες διακυμάνσεις του πληθωρισμού αλλά και των μισθών. Ειδικότερα, την περίοδο 1975-1978 η εισοδηματική πολιτική που ασκήθηκε είχε ως στόχο την αναδιανομή του εισοδήματος, με αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση των αποδοχών των εργαζομένων. Τα επόμενα δύο έτη παρουσιάστηκε μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού λόγω και της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης, που είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση των

4 Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Humphrey (1974).

Διάγραμμα 1

Εξέλιξη τιμών καταναλωτή και μηνιαίων αποδοχών υπαλλήλων μεταποίησης

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΣΥΕ. Τα στοιχεία δημοσιεύονται και στο Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας της Τράπεζας της Ελλάδος.

πραγματικών εισοδημάτων των εργαζομένων. Από το 1982 η εισοδηματική πολιτική που ακολουθήθηκε απέβλεπε στην ενίσχυση των εισοδημάτων των εργαζομένων και στη μείωση των μισθολογικών διαφορών. Ειδικότερα, από το 1982 και μέχρι το τέλος του 1990 εφαρμόστηκε η αυτόματη τιμαριθμική αναπροσαρμογή (ΑΤΑ) των αποδοχών. Ωστόσο, το 1983, το 1986-1987 και στο 2ο και 3ο τετράμηνο του 1990 ακολουθήθηκε αυστηρή εισοδηματική πολιτική (με τροποποιήσεις του συστήματος ΑΤΑ), η οποία είχε ως στόχο τη μείωση του πληθωρισμού. Συνολικά πάντως, στη δεκαετία 1981-1990 ο πληθωρισμός ήταν υψηλός (μέσος ετήσιος ρυθμός 19%), ενώ υψηλό ήταν και το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ (1981: 9,1%, 1985: 11,7%, 1990: 16,1%).

Από το 1991 και ύστερα γίνεται μια προσπάθεια σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας με στόχο την ικανοποίηση των κριτηρίων της

Συνθήκης του Μάαστριχτ. Η αυστηρή εισοδηματική πολιτική που ασκήθηκε είχε ως βασικό στόχο τη μείωση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας. Από τα μέσα του 1990 έως τα μέσα του 1993 η πολιτική αυτή οδήγησε σε μείωση των πραγματικών μισθών, ενώ από το 1994 το Αναθεωρημένο Πρόγραμμα Σύγκλισης προέβλεπε πραγματικές αυξήσεις μισθών όχι μεγαλύτερες από την άνοδο της παραγωγικότητας. Η πολιτική αυτή, σε συνδυασμό με τη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, είχε ως αποτέλεσμα τη σταδιακή μείωση του πληθωρισμού σε 4,8% το 1998 και σε 2,6% το 1999. Βεβαίως συχνά — ιδιαίτερα στο δημόσιο τομέα — υπήρξαν αποκλίσεις από την εκάστοτε κυβερνητική εισοδηματική πολιτική, κυρίως λόγω μισθολογικών διεκδικήσεων ορισμένων κατηγοριών δημοσίων υπαλλήλων και λειτουργών. Οι διεκδικήσεις αυτές σε πολλές περιπτώσεις είχαν ως αποτέλεσμα την επιβάρυνση του προϋπολογισμού και

την επιβράδυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής και της διαδικασίας αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού.

Τα τελευταία έτη οι συλλογικές διαπραγματεύσεις στο δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα κατέληξαν σε συγκρατημένες αυξήσεις, γεγονός που οφείλεται κυρίως στη μετριοπάθεια των μισθολογικών διεκδικήσεων των εργαζομένων λόγω της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού. Το γεγονός αυτό συνδέεται με τη σχετική σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής εντός του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, με τη δημοσιονομική προσαρμογή και με την προοπτική περαιτέρω αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού. Οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν στην επίτευξη των κριτηρίων της Συνθήκης του Μάαστριχτ και την είσοδο της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

Η παρούσα μελέτη διαφέρει σημαντικά από προηγούμενες μελέτες, αφού οι περισσότερες από αυτές δεν λαμβάνουν υπόψη τις μεταβολές της ποσότητας χρήματος.⁵ Στην εμπειρική διερεύνηση η μελέτη ελέγχει την αιτιώδη σχέση μεταξύ των μεταβλητών χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της συνολοκλήρωσης. Αρκετές από τις προηγούμενες μελέτες (Fosu and Huq, 1988, Gordon, 1988, Saunders, 1994, και Palley, 1999) ελέγχουν την ύπαρξη και την κατεύθυνση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ των δύο μεταβλητών με βάση ελέγχους όπως έχουν αναπτυχθεί από τους Granger και Sims. Οι μελέτες που χρησιμοποίησαν αυτούς τους ελέγχους έπασχαν από μεθοδολογικές ανεπάρκειες, διότι δεν εξέταζαν, πρώτον, τις βασικές ιδιότητες των χρονολογικών σειρών και, δεύτερον, την ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των μεταβλητών, με αποτέλεσμα να μη συμπεριλαμβάνεται ο όρος

διόρθωσης σφάλματος στις εκτιμώμενες εξισώσεις για τον έλεγχο της αιτιώδους σχέσης.

Στη μελέτη αυτή χρησιμοποιούνται τριμηνιαία στατιστικά στοιχεία. Αρχικά ελέγχεται η υπόθεση της ύπαρξης μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των τιμών και των μισθών, με ανάλυση της συνολοκλήρωσης όπως προτείνεται από τους Johansen and Juselius (1990, 1992).⁶ Στη συνέχεια ελέγχεται η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ τιμών, μισθών και ποσότητας χρήματος. Η μακροχρόνια σχέση ισορροπίας ορίζεται αφού εκτιμηθούν οι εξισώσεις συνολοκλήρωσης. Οι αποκλίσεις από την ισορροπία αυτή, οι οποίες αντιπροσωπεύουν τα σφάλματα του διανύσματος συνολοκλήρωσης, περιλαμβάνονται στα υποδείγματα διανύσματος διόρθωσης σφάλματος, για να ληφθούν υπόψη οι αντιδράσεις των μεταβλητών στην περίπτωση ανισορροπίας του συστήματος. Τέλος, οι εν λόγω όροι διόρθωσης σφάλματος χρησιμοποιούνται για τη διερεύνηση της κατά Granger αιτιώδους σχέσης μεταξύ των τιμών και των μισθών (υπόδειγμα 1), καθώς και μεταξύ των τιμών, των μισθών και της ποσότητας χρήματος (υπόδειγμα 2), μέσω του υποδείγματος διανύσματος διόρθωσης σφάλματος που προκύπτει από τα μακροχρόνια διανύσματα συνολοκλήρωσης (Granger, 1986, 1988).

5 Οι μεταβολές της ποσότητας χρήματος λαμβάνονται υπόψη μόνο στις μελέτες των Hasan (1999) και Saunders (1994) για το Ηνωμένο Βασίλειο.

6 Η ύπαρξη της μακροχρόνιας σχέσης μπορεί να ελεγχθεί μόνο όταν οι σειρές έχουν τον ίδιο βαθμό ολοκλήρωσης. Γι' αυτό το λόγο χρησιμοποιούμε τις μεθόδους ADF (Dickey-Fuller, 1979), PP (Phillips-Perron, 1988) και KPSS (Kwiatkowski *et al.*, 1992) για να διερευνήσουμε τις ιδιότητες στασιμότητας (stationarity properties), καθώς και το βαθμό ολοκλήρωσης (order of integration) των στατιστικών σειρών που χρησιμοποιούνται στην εμπειρική ανάλυση.

Πίνακας 1

Έλεγχος υποθέσεων μοναδιαίων ριζών των μεταβλητών

Μεταβλητές	Augmented Dickey-Fuller			Phillips-Perron			KPSS			
	τ_τ	τ_μ	k	τ_τ	τ_μ	k	I=1		I=4	
							η_μ	η_τ	η_μ	η_τ
LCPI	0,60	-1,88	3	2,05	-2,91*	4	1,365**	0,338**	0,627*	0,171*
LWAGE	0,31	-2,86	1	0,76	-3,36*	4	1,380**	0,266**	0,638*	0,164*
LMONEY	0,17	-2,46	2	0,88	-3,91**	4	1,367**	0,169*	0,641*	0,109
Δ LCPI	-4,05**	-3,14*	1	-11,33**	-10,29**	4	0,685*	0,058	0,450	0,123
Δ LWAGE	-6,75**	-5,78**	1	-8,52**	-7,73**	4	0,200	0,041	0,441	0,118
Δ LMONEY	-4,62**	-3,04*	2	-17,67**	-13,81**	4	0,132	0,093	0,152	0,115

Σημειώσεις: Οι σχετικοί έλεγχοι προέρχονται από την εκτίμηση της κάτωθι παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων για κάθε μία από τις εξεταζόμενες μεταβλητές.

$$\Delta X_t = \delta_0 + \delta_1 (\text{time})_t - \delta_2 X_{t-1} + \sum_{i=1}^k \Phi_i \Delta X_{t-i} + S_1 + S_2 + S_3 + u_t \quad (1)$$

Τα τ_τ και τ_μ είναι οι στατιστικές που ακολουθούν την κατανομή t και χρησιμοποιούνται για τον έλεγχο της σημαντικότητας της παραμέτρου δ_2 όταν η χρονική τάση περιλαμβάνεται και δεν περιλαμβάνεται στην εξίσωση 1 αντιστοίχως. Οι κρίσιμες τιμές όταν η εξίσωση (1) περιλαμβάνει εποχικές ψευδομεταβλητές με 100 παρατηρήσεις σε επίπεδα σημαντικότητας 5% και 1% είναι -2,87 και -3,52, αντιστοίχως (Charemza and Deadman, 1997, Πίνακας 1, σελ. 281 και 282). Η εκτίμηση των υστερήσεων της Φ_i της εξαρτημένης μεταβλητής Δx_t προσδιορίζεται με βάση μια επαναπροσδιοριζόμενη διαδικασία υπό τον περιορισμό να μην υπάρχει αυτοσυσχέτιση (μέχρι τέσσερις χρονικές υστερήσεις) και ο εκτιμώμενος συντελεστής να είναι στατιστικά σημαντικός. Ο έλεγχος γίνεται με τον πολλαπλασιαστή Lagrange (LM), ο οποίος κατανέμεται ασυμπτωτικά όπως η κατανομή χ^2 .

Οι κρίσιμες τιμές για τον έλεγχο μοναδιαίων ριζών σύμφωνα με τους Phillips and Perron (1988) δίνονται από τους Dickey-Fuller (1981).

Τα η_μ and η_τ είναι οι στατιστικές KPSS για τον έλεγχο της υπόθεσης ότι η χρονολογική σειρά είναι $I(0)$ όταν τα σφάλματα έχουν υπολογιστεί από παλινδρομήσεις οι οποίες περιλαμβάνουν σταθερά και χρονική τάση αντιστοίχως (δεν περιλαμβάνονται εποχικές ψευδομεταβλητές). Οι κρίσιμες τιμές για τα η_μ και η_τ σε επίπεδο σημαντικότητας 5% είναι 0,463 και 0,146 και σε επίπεδο 1% είναι 0,739 και 0,216, αντιστοίχως (Kwiatkowski et al., 1992, Πίνακας 1).

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%.

Στην επόμενη ενότητα παρουσιάζονται οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται, καθώς και τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης. Τέλος, στην τρίτη ενότητα συνοψίζονται τα τελικά συμπεράσματα.

2. Προσδιορισμός των μεταβλητών και εμπειρικά αποτελέσματα

Στην εμπειρική διερεύνηση για τον έλεγχο της αιτιώδους σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών χρησιμοποιήθηκαν τριμηνιαία στατιστικά δεδομένα για την Ελλάδα, που καλύπτουν τη χρονική περίοδο 1975:1-1998:4.⁷ Συγκεκρι-

μένα, χρησιμοποιήθηκαν οι ακόλουθες μεταβλητές, εκφρασμένες σε λογαριθμική μορφή:⁸ ο δείκτης τιμών καταναλωτή (LCPI), οι μηνιαίες αποδοχές των υπαλλήλων στη μεταποίηση (LWAGE) και η ποσότητα χρήματος M3 (LMONEY).

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται, σε επίπεδα και σε πρώτες διαφορές, οι έλεγχοι για τη στασιμότητα των στατιστικών σειρών που χρησιμοποιούνται στην εμπειρική ανάλυση. Τα συνδυασμέ-

⁷ Όλα τα στατιστικά στοιχεία έχουν αντληθεί από το Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας της Τράπεζας της Ελλάδος.

⁸ Το L συμβολίζει τη λογαριθμική μορφή των μεταβλητών.

να αποτελέσματα των τριών ελέγχων που χρησιμοποιήθηκαν για όλες τις μεταβλητές υποδηλώνουν ότι όλες οι υπό εξέταση χρονολογικές σειρές είναι ολοκληρωμένες πρώτου βαθμού, $I(1)$. Δηλαδή, από τους συνδυασμένους στατιστικούς ελέγχους διαπιστώνεται ότι όλες οι σειρές είναι μη στάσιμες, ενώ οι πρώτες διαφορές τους είναι στάσιμες.⁹

Στη συνέχεια, ελέγχεται πρώτα η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης ανάμεσα στις δύο μεταβλητές (υπόδειγμα 1). Κατόπιν, προστίθεται άλλη μια μεταβλητή, η ποσότητα χρήματος, και διερευνάται εμπειρικά κατά πόσον επηρεάζεται η σχέση μεταξύ τιμών και μισθών. Έτσι ελέγχεται η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης ανάμεσα στις τιμές, την ποσότητα χρήματος και τους μισθούς (υπόδειγμα 2).

Συγκεκριμένα, ελέγχεται η ύπαρξη σχέσης συνολοκλήρωσης μεταξύ των μεταβλητών και για τα δύο υποδείγματα, με τη χρησιμοποίηση της οικονομετρικής μεθοδολογίας της μέγιστης πιθανοφάνειας, όπως έχει αναλυθεί από τον Johansen (1988). Στην εκτίμηση του διανυσματικού αυτοπαλίνδρομου υποδείγματος (vector autoregressive model-VAR), και για τα δύο υποδείγματα, χρησιμοποιούνται τέσσερις χρονικές υστερήσεις, ένας σταθερός όρος, η τάση,¹⁰ εποχικές ψευδομεταβλητές και τρεις ψευδομεταβλητές. Η πρώτη ψευδομεταβλητή παίρνει την τιμή 1 στη διάρκεια της χρονικής περιόδου 1982:1-1989:4, κατά την οποία εφαρμόζονταν συστήματα αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής.¹¹ Η δεύτερη ψευδομεταβλητή παίρνει την τιμή 1 κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου 1992:1-1998:4, όταν εφαρμοζόταν πολιτική με στόχο τη σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας και την ικανοποίηση των κριτηρίων

της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Τέλος, η τρίτη ψευδομεταβλητή παίρνει την τιμή 1 το πρώτο τρίμηνο του 1987, κατά το οποίο οι τιμές παρέμειναν σταθερές (πάγωσαν) και έγινε η εισαγωγή του φόρου προστιθέμενης αξίας (ΦΠΑ).¹² Στον Πίνακα 2 (βλ. επόμενη σελίδα) συνοψίζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης συνολοκλήρωσης. Οι στατιστικοί έλεγχοι (eigenvalue και trace statistic), πρώτον, δείχνουν ότι και στα δύο υποδείγματα οι μεταβλητές κατευθύνονται μαζί από κοινές τάσεις και, δεύτερον, συνηγορούν υπέρ της ύπαρξης ενός διανύσματος συνολοκλήρωσης σε επίπεδο σημαντικότητας 5% μεταξύ των μεταβλητών.¹³ Η ύπαρξη συνολοκλήρωσης σημαίνει ότι, ενώ οι μεταβλητές

⁹ Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τους ελέγχους της στασιμότητας των σειρών και τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται στην εμπειρική διερεύνηση, βλ. Χονδρογιάννη (1999), παράρτημα.

¹⁰ Η τάση χρησιμοποιείται μόνο στο υπόδειγμα 1.

¹¹ Το έτος 1990 δεν περιλαμβάνεται, διότι η ΑΤΑ του δεύτερου τετραμήνου του 1990 δεν δόθηκε στον ευρύτερο δημόσιο τομέα. Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1990.

¹² Προκειμένου να προσδιοριστεί ο αριθμός των χρονικών υστερήσεων των μεταβλητών που θα χρησιμοποιηθούν στην εκτίμηση του VAR, εκτιμήθηκαν αρχικά και για τα δύο υποδείγματα τέσσερις εκδοχές του συστήματος με έξι, πέντε, τέσσερις και τρεις υστερήσεις, αντίστοιχα. Στη συνέχεια, έγινε έλεγχος της μηδενικής υπόθεσης ότι και οι τέσσερις εκδοχές είναι στατιστικά ισοδύναμες. Η στατιστική του λόγου πιθανοφάνειας απορρίπτει τη μηδενική υπόθεση περί ισοδυναμίας όλων των εκδοχών. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιείται το υπόδειγμα VAR=4 στη διαδικασία εκτίμησης της συνολοκλήρωσης μεταξύ των μεταβλητών και για τα δύο υποδείγματα. Κατόπιν, στα υποδείγματα VAR γίνεται έλεγχος εάν οι εποχικές ψευδομεταβλητές και οι λοιπές ψευδομεταβλητές που χρησιμοποιούνται ισούνται με μηδέν. Ο στατιστικός έλεγχος δείχνει ότι μπορούμε να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση σε διάφορα επίπεδα σημαντικότητας.

¹³ Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης για το υπόδειγμα 1 είναι παρόμοια εάν χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των Phillips and Hansen (1990). Επίσης, και για τα δύο υποδείγματα εκτιμήθηκε επαναληπτικά (recursively) η μέγιστη χαρακτηριστική ρίζα της μακροχρόνιας μήτρας η οποία παραμένει σταθερή κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης, γεγονός που υποδηλώνει ότι και οι δύο εκτιμώμενες μακροχρόνιες σχέσεις παραμένουν σταθερές.

Πίνακας 2

Υπόδειγμα 1: Έλεγχος συνολοκλήρωσης κατά Johansen and Juselius μεταξύ τιμών και μισθών, 1976:1-1998:4

Μεταβλητές: LCPI, LWAGE, VAR=4

Μηδενική υπόθεση	Εναλλακτική υπόθεση	Eigenvalue	Κρίσιμη τιμή 5%	Κρίσιμη τιμή 10%
$r=0$	$r=1$	22,81**	18,33	16,28
$r<1$	$r=2$	1,97	11,54	9,75
Μηδενική υπόθεση	Εναλλακτική υπόθεση	Trace	Κρίσιμη τιμή 5%	Κρίσιμη τιμή 10%
$r=0$	$r=1$	24,78**	23,83	21,23
$r<1$	$r=2$	1,97	11,54	9,75

$Z=LCPI-1,67LWAGE$

Υπόδειγμα 2: Έλεγχος συνολοκλήρωσης κατά Johansen and Juselius μεταξύ τιμών, ποσότητας χρήματος και μισθών, 1976:1-1998:4

Μεταβλητές: LCPI, LMONEY, LWAGE, VAR=4

Μηδενική υπόθεση	Εναλλακτική υπόθεση	Eigenvalue	Κρίσιμη τιμή 5%	Κρίσιμη τιμή 10%
$r=0$	$r=1$	21,35**	21,12	19,02
$r<1$	$r=2$	8,76	14,88	12,98
Μηδενική υπόθεση	Εναλλακτική υπόθεση	Trace	Κρίσιμη τιμή 5%	Κρίσιμη τιμή 10%
$r=0$	$r=1$	30,47*	31,54	28,78
$r<1$	$r=2$	9,12	17,86	15,75

$Z=LCPI-0,50LMONEY-0,38LWAGE$

Σημειώσεις: Το r υποδηλώνει τον αριθμό των σχέσεων συνολοκλήρωσης. Ο έλεγχος των λόγων πιθανοφάνειας συγκρίνεται με τις κρίσιμες τιμές των Johansen and Juselius (1990).

* Υποδηλώνει απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

** Υποδηλώνει απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

ενδέχεται να έχουν περιστασιακές ή προσωρινές αποκλίσεις από τη μακροχρόνια σχέση, μακροχρονίως οι δυνάμεις του συστήματος τις οδηγούν στη σύγκλιση. Η μακροχρόνια σχέση (βλ. Πίνακα 2) δείχνει ότι το γενικό επίπεδο των τιμών αυξάνεται μακροχρόνια λόγω αύξησης των μισθών και της ποσότητας χρήματος.

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του ελέγχου, σύμφωνα με τα οποία όλες οι μεταβλητές της μακροχρόνιας σχέσης είναι

στατιστικά σημαντικές. Με βάση τα παραπάνω αποτελέσματα, τεκμηριώνεται στατιστικά η μακροχρόνια σχέση μεταξύ των τιμών και των μισθών (υπόδειγμα 1) και μεταξύ των τιμών, της ποσότητας χρήματος και των μισθών (υπόδειγμα 2). Η ύπαρξη συνολοκλήρωσης μεταξύ των μεταβλητών επιτρέπει και για τα δύο υποδείγματα την εφαρμογή των διανυσματικών υποδειγμάτων διόρθωσης σφάλματος (VECM). Τα κατάλοιπα που προκύπτουν από την παλινδρόμηση συνολοκλήρωσης με μία χρονική υστέ-

Πίνακας 3
Στατιστικός έλεγχος
της μακροχρόνιας σχέσης

Μεταβλητές	Ετήσια στοιχεία	
	Υπόδειγμα 1: Τιμές και μισθοί	Υπόδειγμα 2: Τιμές, ποσότητα χρήματος και μισθοί
LCPI	15,74***	10,04***
LMONEY		6,46***
LWAGE	20,70***	2,72*

Σημείωση: Ο έλεγχος της μηδενικής υπόθεσης ακολουθεί την κατανομή χ^2 με βαθμούς ελευθερίας ίσους με τον αριθμό των σχέσεων συνολοκλήρωσης.

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%.

ρηση περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα για τον έλεγχο της αιτιώδους σχέσης κατά Granger.¹⁴

Στον Πίνακα 4 (επόμενη σελίδα) παρουσιάζονται τα ευρήματα σχετικά με την αιτιώδη σχέση κατά Granger, που βασίζονται στα υποδείγματα διόρθωσης σφάλματος για τα δύο υποδείγματα. Τα υποδείγματα διόρθωσης σφάλματος περιλαμβάνουν ένα όρο διόρθωσης σφάλματος με μία χρονική υστέρηση. Το μέγεθος και η στατιστική σημαντικότητα του όρου μακροχρόνιας ανισορροπίας σε κάθε εξίσωση προσδιορίζουν την ταχύτητα με την οποία η κάθε εξαρτημένη μεταβλητή τείνει να επανέλθει στη μακροχρόνια ισορροπία της. Από τις εκτιμήσεις των παραμέτρων προκύπτει ότι ο όρος διόρθωσης σφάλματος που εκτιμά τη μακροχρόνια ανισορροπία έχει το κατάλληλο πρόσημο¹⁵ και στα δύο υποδείγματα για όλες τις σειρές. Ο όρος αυτός στο υπόδειγμα 1 είναι στατιστικά σημαντικός μόνο για την εκτιμώμενη εξίσωση παλινδρόμησης των τιμών, ενώ στο υπόδειγμα 2 είναι στατιστικά σημαντικός στις εκτιμώμενες εξισώσεις παλινδρόμησης των τιμών

και της ποσότητας χρήματος. Συνεπώς, μόνο οι τιμές στο υπόδειγμα 1 κινούνται προς την αποκατάσταση της ισορροπίας. Δηλαδή, από το συγκεκριμένο δυναμικό υπόδειγμα διαπιστώνεται ότι οι τιμές, σε αντίθεση με τους μισθούς, δεν χαρακτηρίζονται από ασθενή εξωγένεια (weak exogeneity). Το μέγεθος του συντελεστή του όρου διόρθωσης σφάλματος υποδηλώνει ότι, σε περίπτωση ανισορροπίας, αποκαθίσταται μέσα σε ένα τρίμηνο το 8,4% της υπάρχουσας ανισορροπίας. Τέλος, εκτιμάται ότι για την αποκατάσταση της μακροχρόνιας ισορροπίας σε περίπτωση διαταραχής του συστήματος απαιτείται χρόνος περίπου 18 μηνών.

Στο υπόδειγμα 2 τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν ότι οι τιμές και η ποσότητα χρήματος, σε αντίθεση με τους μισθούς, δεν χαρακτηρίζονται από ασθενή εξωγένεια. Το μέγεθος του συντελεστή του όρου διόρθωσης σφάλματος υποδηλώνει ότι, σε περίπτωση ανισορροπίας, μέσα σε ένα τρίμηνο αποκαθίσταται το 9,8% της υπάρχουσας ανισορροπίας από τις τιμές και το 10% από την ποσότητα χρήματος. Τέλος, εκτιμάται ότι, για την αποκατάσταση της μακροχρόνιας ισορροπίας σε περίπτωση διαταραχής του συστήματος, απαιτείται χρόνος περίπου δύο ετών.

¹⁴ Τα υποδείγματα διόρθωσης σφάλματος υποβάλλονται σε μια σειρά διαγνωστικών ελέγχων, συμπεριλαμβανομένων και των ελέγχων αυτοσυσχέτισης των σφαλμάτων μέσω του πολλαπλασιαστή Lagrange.

¹⁵ Στην εξίσωση των τιμών το πρόσημο του όρου διόρθωσης σφάλματος πρέπει να είναι αρνητικό, διότι στη μακροχρόνια σχέση οι τιμές (LCPI) έχουν θετικό πρόσημο. Αντίθετα, στις εξισώσεις των μισθών και της ποσότητας χρήματος το πρόσημο πρέπει να είναι θετικό, αφού στη μακροχρόνια σχέση οι μισθοί (LWAGE, LMONEY) έχουν αρνητικό πρόσημο. Σε αντίθετη περίπτωση, ένα επεισόδιο που θα επηρεάσει τη μακροχρόνια ισορροπία θα έχει ως αποτέλεσμα την απόκλιση των μεγεθών από μια νέα ισορροπία και τη δημιουργία μόνιμης ανισορροπίας στο σύστημα.

Πίνακας 4

Συνοπτικά αποτελέσματα αιτιώδους σχέσης βάσει των διανυσματικών υποδειγμάτων διόρθωσης σφάλματος.

Συνάρτηση	Έλεγχος των περιορισμών							
	Βραχυχρόνια περίοδος, αυστηρή εξωγένεια, έλεγχος Wald			Συντελεστής όρου διόρθωσης σφάλματος	Βραχυχρόνια περίοδος και ECT, έλεγχος Wald			Ισχυρή εξωγένεια, έλεγχος Wald
	ΔLCPI	ΔLWAGE	LMONEY		ΔLCPI	ΔLWAGE	LMONEY	
ΔLCPI		4,97		-4,32***		21,87***		
ΔLWAGE	0,62			0,91	2,35			
ΔLCPI		1,57	3,03	-3,73***		15,40***	16,00***	18,88***
ΔLWAGE	0,58		3,24	0,48	0,81		3,80	5,39
ΔLMONEY	6,29*	0,98		2,84***	15,88***	9,03**		17,53**

Σημειώσεις: Ο συντελεστής ECT προέρχεται από την κανονικοποίηση της μακροχρόνιας σχέσης ως προς τη μεταβλητή LCPI. Όλες οι στατιστικές εκτός από εκείνη του συντελεστή ECT ακολουθούν τη στατιστική χ^2 και δείχνουν το επίπεδο σημαντικότητας για το οποίο μπορεί να απορριφθεί η υπόθεση ότι δεν υπάρχει αιτιώδης σχέση ανάμεσα στην εξαρτημένη μεταβλητή και τις ερμηνευτικές μεταβλητές. Ο έλεγχος του συντελεστή ECT με μια χρονική υστέρηση γίνεται μέσω της στατιστικής t.

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%.

Οι στατιστικοί έλεγχοι χ^2 και στις δύο εκτιμώμενες παλινδρομήσεις του υποδείγματος 1 (ΔLCPI, ΔLWAGE) καταδεικνύουν την απουσία αιτιώδους σχέσης κατά Granger – με τη στενή έννοια – μεταξύ των δύο μεταβλητών. Τα ίδια εμπειρικά αποτελέσματα ισχύουν και για το υπόδειγμα 2. Αντίθετα, τα επίπεδα σημαντικότητας που συνδέονται με τη στατιστική χ^2 της από κοινού σημαντικότητας του αθροίσματος των υστερήσεων μίας μόνο ερμηνευτικής μεταβλητής και του όρου διόρθωσης σφάλματος για την παλινδρόμηση των τιμών υποδηλώνουν ότι οι τιμές είναι ενδογενής μεταβλητή κατά Granger. Αντίθετα, τα επίπεδα σημαντικότητας που συνδέονται με τη στατιστική χ^2 της από κοινού σημαντικότητας του αθροίσματος των υστερήσεων των ερμηνευτικών μεταβλητών και του όρου διόρθωσης σφάλματος για την παλινδρόμηση των μισθών υποδηλώνουν ότι οι μισθοί είναι ισχυρά εξωγενής μεταβλητή κατά

Granger. Τα εμπειρικά αποτελέσματα από το υπόδειγμα 2 επιβεβαιώνουν τα ανωτέρω εμπειρικά συμπεράσματα. Συγκεκριμένα, όταν χρησιμοποιείται και η ποσότητα χρήματος ως ερμηνευτική μεταβλητή, οι μισθοί παραμένουν ισχυρά εξωγενής μεταβλητή κατά Granger, σε αντίθεση με τις τιμές και την ποσότητα χρήματος που είναι ισχυρά ενδογενείς μεταβλητές κατά Granger.

Ειδικότερα, τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης υποδηλώνουν: α) την ύπαρξη μονόδρομης αιτιώδους σχέσης από τους μισθούς προς τις τιμές, β) τον αυτόνομο ρόλο που παίζουν οι μισθοί ως εξωγενής μεταβλητή, αφού στην εξεταζόμενη περίοδο ήταν κατά καιρούς σημαντική η κρατική παρέμβαση στον προσδιορισμό των μισθών και γ) τον ενδογενή ρόλο των τιμών, που έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων σε περιόδους

κατά τις οποίες έγιναν μεγάλες αυξήσεις στους μισθούς. Συνολικά λοιπόν, τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν την υπόθεση ότι οι μισθοί ασκούν αυτόνομη επίδραση στο επίπεδο των τιμών και ότι ο πληθωρισμός εξαρτάται από το μέγεθος των αυξήσεων που επιτυγχάνουν οι εργαζόμενοι αλλά και από τη μεταβολή της ποσότητας χρήματος.

Τα αποτελέσματα αυτά διαφέρουν σημαντικά από εκείνα που είχε παρουσιάσει ο Ζόνζηλος (1981) για την Ελλάδα χρησιμοποιώντας τριμηνιαία στοιχεία για τη χρονική περίοδο 1965-1979. Συγκεκριμένα, τα εμπειρικά αποτελέσματα που είχε παρουσιάσει υποστήριζαν την εξωγένεια των τιμών και την ύπαρξη μονόδρομης αιτιώδους σχέσης από τις τιμές προς τους μισθούς. Η διαφορά αυτή οφείλεται κυρίως στη διαφορετική μεθοδολογία που χρησιμοποιείται από τις δύο μελέτες, καθώς και στη διαφορετική χρονική περίοδο που εξετάζεται (κύριο χαρακτηριστικό της περιόδου 1965-1979 ήταν η ύπαρξη δημοσιονομικών πλεονασμάτων ή χαμηλών ελλειμμάτων, ενώ και ο πληθωρισμός ήταν χαμηλός, τουλάχιστον στο πρώτο ήμισυ της περιόδου).

3. Συμπεράσματα

Σκοπός της μελέτης ήταν η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών. Αρχικά έγινε μια ανάλυση των πρόσφατων εξελίξεων στον τομέα του πληθωρισμού και των μισθολογικών μεταβολών και διαπιστώθηκε η σημαντικότητά τους για την ικανοποίηση των κριτηρίων της Συνθήκης του Μάαστριχτ από την ελληνική οικονομία. Κατόπιν, διερευνήθηκε κατά πόσον υφίσταται μακροχρόνια σχέση μεταξύ των τιμών και των

μισθών με βάση τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1975-1998. Τα εμπειρικά αποτελέσματα ενισχύουν την υπόθεση ότι υφίσταται όντως μακροχρόνια σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών και ότι, ενώ ενδέχεται οι μεταβλητές αυτές να έχουν περιστασιακές αποκλίσεις από τη μακροχρόνια σχέση, προοδευτικά οι δυνάμεις του συστήματος τις οδηγούν στη σύγκλιση.

Η εκτίμηση βάσει του υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος έδειξε ότι, υπό την έννοια της ισχυρής αιτιώδους σχέσης κατά Granger, οι τιμές είναι η οικονομετρικώς ενδογενής μεταβλητή, ενώ οι μισθοί είναι η εξωγενής μεταβλητή. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει μονόδρομη αιτιώδης σχέση από τους μισθούς προς τις τιμές, αποτέλεσμα που υποστηρίζει τη μετακεϋνσιανή άποψη. Στη συνέχεια, εξετάζεται η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ μισθών, τιμών και ποσότητας χρήματος, για να διερευνηθεί αν η προσθήκη της ποσότητας χρήματος ως μακροοικονομικής μεταβλητής επηρεάζει την ύπαρξη και την κατεύθυνση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν αλλάζουν όταν λαμβάνεται υπόψη και η επίδραση της ποσότητας χρήματος. Τα αποτελέσματα και πάλι ενισχύουν τη μετακεϋνσιανή άποψη ότι υφίσταται όντως μακροχρόνια σχέση μεταξύ των τιμών, των μισθών και της ποσότητας χρήματος και οδηγούν σε ορισμένες διαπιστώσεις. Πρώτον, η ύπαρξη συνολοκλήρωσης μεταξύ των μεταβλητών αποκλείει την πιθανότητα η σχέση να είναι πλασματική και υποδηλώνει την ύπαρξη αιτιώδους σχέσης κατά Granger. Δηλαδή η ακολουθούμενη μεθοδολογία μάς δίνει τη δυνατότητα να υποστηρίξουμε την άποψη ότι υπάρχει κάποια αιτιώδης σχέση

μεταξύ των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στην εμπειρική ανάλυση. Δεύτερον, η ύπαρξη μονόδρομων αιτιωδών σχέσεων από τους μισθούς προς τις τιμές και προς την ποσότητα χρήματος υποδηλώνει ότι κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου το μέγεθος των μισθών προσδιοριζόταν κατά κύριο λόγο εξωγενώς, παρά την εφαρμογή συστημάτων ΑΤΑ για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Πράγματι, η κρατική παρέμβαση έπαιζε κατά καιρούς σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό των μισθών στη διάρκεια αυτής της περιόδου. Τρίτον, τα εμπειρικά αποτελέσματα συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι η μείωση του πλη-

θωρισμού τα τελευταία έτη ορθώς επιδιώχθηκε με την άσκηση αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής και με τη συγκράτηση των αυξήσεων των ονομαστικών μισθών. Αν και τα αποτελέσματα της εργασίας αφορούν την υπό εξέταση περίοδο, είναι δυνατόν να υποστηριχθεί η άποψη ότι, ιδιαίτερα μετά την είσοδο της Ελλάδος στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, οι συλλογικές διαπραγματεύσεις στο δημόσιο και στον ιδιωτικό τομέα θα παίζουν σημαντικό ρόλο για τη διατήρηση του χαμηλού ρυθμού πληθωρισμού και, κατά συνέπεια, για την επίτευξη υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της οικονομικής δραστηριότητας.

Βιβλιογραφία

- Charemza, W.W. and Deadman, D.F. (1997), *New Directions in Econometric Practice*, Edward Elgar, second edition.
- Darrat, A. F. (1994), "Wage Growth and the Inflationary Process: A Re-examination", *Southern Economic Journal*, Vol. 61, pp. 181-90.
- Dickey, D.A. and Fuller, W.A (1979), "Distributions of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 74, pp. 427-31.
- Dickey, D.A. and Fuller, W.A. (1981), "The Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Econometrica*, Vol. 49, pp. 1057-72.
- Emory, K. M. and Chang, C. (1996), "Do Wages Help Predict Inflation?", *Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review*, first quarter, pp. 2-9.
- Fosu, A. K. and Huq, M. S. (1988), "Price Inflation and Wage Inflation. A Cause-Effect Relationship?", *Economics Letters*, Vol. 27, pp. 35-40.
- Ghali, K. H. (1999), "Wage Growth and the Inflation Process: A Multivariate Cointegration Analysis", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 31, No. 3, pp. 417-31.
- Gordon, R. J. (1988), "The Role of Wages in the Inflation Process", *American Economic Review*, Vol. 63, pp. 326-34.
- Gordon, R. J. (1997), "The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 1, pp. 11-32.
- Granger, C.W.J. (1986), "Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 48, pp. 213-28.
- Granger, C.W.J. (1988), "Developments in a Concept of Causality", *Journal of Econometrics*, Vol. 39, pp. 199-211.
- Hasan, M. S. (1999), "New Evidence on Causal Relationships between the Money Supply, Prices and Wages in the UK", *Economic Issues*, Vol. 4, part 2, pp. 75-87.
- Humphrey, T. M. (1974), "The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolution and the Role in Policy Debates", *Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Review*, May/June, pp. 2-19.
- Johansen, S. (1988), "Statistical and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12, pp. 231-54.
- Johansen, S. and Juselius, K. (1990), "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – with Applications to the Demand for Money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 52, pp. 169-210.
- Johansen, S. and Juselius, K. (1992), "Testing Structural Hypotheses in a Multivariate Cointegration Analysis at the Purchasing Power Parity and the Uncovered Interest Parity for the UK", *Journal of Econometrics*, Vol. 53, pp. 211-44.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.
- Kwiatkowski, D., Phillips, P. C. B., Schmidt, P. and Shin, Y. (1992), "Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternative of a Unit Root", *Journal of Econometrics*, Vol. 54, pp. 159-78.

- Mehra, Y. P. (1991), "Wage Growth and the Inflationary Process: An Empirical Note", *American Economic Review*, Vol. 81, 931-37.
- Palley, T. I. (1999), "The U.S. Inflation Process: Does Nominal Wage Inflation Cause Price Inflation, Vice-versa, or Neither", *Review of Radical Political Economics*, Vol. 31 (3), pp. 12-19.
- Phillips, A. W. (1958), "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, Vol. 25, pp. 283-99.
- Phillips, P.C.B. and Hansen, B. E. (1990), "Statistical Inference in Instrumental Variables Regression with I(1) Processes", *Review of Economic Studies*, Vol. 57, pp. 99-125.
- Phillips, P.C.B., and Perron, P. (1988), "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", *Biometrika*, Vol. 75, pp. 335-46.
- Rossiter, R. D. (1999), "Stable Cointegrating Regressions: Fully-modified Estimates for Inflation and Employment Cost Indices", *Empirical Economics*, Vol. 24, pp. 471-82.
- Saunders, P. J. (1994), "Empirical Evidence on Causal Relationships between the Money Supply, Prices and Wages in the UK", *British Review of Economic Issues*, Vol. 16, (39), pp. 45-63.
- Ζόνζηλος, Ν. (1981), "Η αιτιώδης διάταξη ωρομισθίων και τιμών. Η ελληνική εμπειρία", *Σπουδαί*, τόμος 31, Τεύχος, 4, σελ. 1055-69.
- Τράπεζα της Ελλάδος (1991), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1990*, Αθήνα.
- Χονδρογιάννης, Γ. (1999), "Η αιτιώδης σχέση δημοσίων δαπανών και δημοσίων εσόδων στην Ελλάδα", *Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 13, σελ. 29-48.

Μέτρα νομισματικής πολιτικής και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος

(Ιανουάριος - Ιούλιος 2000)

10 Ιανουαρίου 2000

Από 1.4.2000, καθορίζεται σε 3 εκατ. δρχ. το ανώτατο κατ' άτομο όριο των δανείων που χορηγούν οι συνεταιριστικές τράπεζες σε φυσικά πρόσωπα-μέλη τους για την κάλυψη προσωπικών τους αναγκών χωρίς την προσκόμιση δικαιολογητικών.

26 Ιανουαρίου 2000

— Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται από 10,75% σε 9,75%.

— Από 27.1.2000, το επιτόκιο του πρώτου κλιμακίου καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος μειώνεται από 10,25% σε 9,5% και το επιτόκιο του δεύτερου κλιμακίου από 9% σε 8,5%.

— Από 27.1.2000, το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος με ενέχυρο τίτλους του Δημοσίου μειώνεται από 11,5% σε 11%.

1 Φεβρουαρίου 2000

Εγκρίνεται η ίδρυση υποκαταστήματος από την Εθνική Τράπεζα στη Λευκωσία της Κύπρου.

3 Φεβρουαρίου 2000

Με στόχο την προσαρμογή των διατάξεων που αφορούν τις συναλλαγές σε χρυσό προς τις διατάξεις που διέπουν γενικότερα τις συναλλαγές σε συνάλλαγμα, απελευθερώνονται πλήρως οι αγορές και πωλήσεις του χρυσού που δεν χρησιμοποιείται για εμπορευματικούς ή βιομηχανικούς σκοπούς. Οι πράξεις αυτές μπορούν πλέον να διενεργούνται ελεύθερα από τα πιστωτικά ιδρύματα και την Τράπεζα της Ελλάδος.

11 Φεβρουαρίου 2000

Εγκρίνεται η ίδρυση γραφείου αντιπροσωπείας από την Εθνική Τράπεζα στην Κωνσταντινούπολη.

14 Φεβρουαρίου 2000

Με σκοπό να ενισχυθεί η αποτελεσματικότητα της πολιτικής για τη διαχείριση των διαθεσίμων των πιστωτικών ιδρυμάτων και να προσαρμοστεί το σύστημα των υποχρεωτικών καταθέσεων προς το αντίστοιχο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, καταργείται, από 10 Μαρτίου 2000, η διάκριση μεταξύ έντοκου και άτοκου τμήματος των υποχρεωτικών καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος. Το συνολικό ποσό των εν λόγω υποχρεωτικών καταθέσεων εκτοκίζεται με ενιαίο επιτόκιο, το οποίο καθορίζεται με Πράξη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής.

1 Μαρτίου 2000

— Προκειμένου η στατιστική πληροφόρηση να προσαρμοστεί σταδιακά στις απαιτήσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ενόψει της συμμετοχής της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και να καλύψει τις εξειδικευμένες ανάγκες της Τράπεζας της Ελλάδος για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, τροποποιείται η Μηνιαία Λογιστική Κατάσταση που υποβάλλουν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Τράπεζα της Ελλάδος.

— Εγκρίνεται η ίδρυση δύο υποκαταστημάτων από την Εμπορική Τράπεζα στην Κύπρο, ενός στη Λευκωσία και ενός στην Πάφο.

7 Μαρτίου 2000

— Από 8.3.2000, το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική

αγορά για την αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται από 9,75% σε 9,25%.

— Από 9.3.2000, το επιτόκιο του πρώτου κλιμακίου καταθέσεων στην Τράπεζα της Ελλάδος μειώνεται από 9,5% σε 8,75% και του δεύτερου κλιμακίου από 8,5% σε 8%.

— Από 9.3.2000, το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος με ενέχυρο τίτλους του Δημοσίου μειώνεται από 11% σε 10,25%.

— Με στόχο την περαιτέρω προσαρμογή του λειτουργικού πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής προς το αντίστοιχο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος, από 10.3.2000 τίθενται σε ισχύ οι τροποποιημένες και κωδικοποιημένες σε ενιαίο κείμενο διατάξεις που αφορούν τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής.

— Από 10.3.2000, στα πιστωτικά ιδρύματα που συμμετέχουν στο σύστημα ΕΥΡΩ-ΕΡΜΗΣ και λαμβάνουν από την Τράπεζα της Ελλάδος ενδοημερήσια χρηματοδότηση σε ευρώ παρέχεται η δυνατότητα να εφαρμόζουν τον ίδιο τρόπο αποτίμησης και τα ίδια μέτρα ελέγχου κινδύνων επί των τίτλων που χρησιμοποιούν ως ασφάλεια για τη χρηματοδότηση αυτή.

— Από 10.3.2000, το επιτόκιο του ενιαίου λογαριασμού των υποχρεωτικών καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος ορίζεται σε 5,5%.

17 Μαρτίου 2000

— Επιτρέπεται στις τράπεζες να χρηματοδοτούν νομικά και φυσικά πρόσωπα για την αγορά μετοχών ή εταιρικών μεριδίων, εφόσον

με την απόκτηση των τίτλων εξασφαλίζεται, διατηρείται ή προσ αυξάνεται η συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο επιχείρησης με ποσοστό τουλάχιστον 5%. Επίσης, επιτρέπεται στις τράπεζες να χορηγούν δάνεια σε φυσικά πρόσωπα με ενέχυρο τίτλους εισηγμένους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι οποίοι μπορούν πλέον να προέρχονται όχι μόνο από νέες αγορές που πραγματοποιούνται με το προϊόν του δανείου, αλλά και από το υφιστάμενο χαρτοφυλάκιο του δανειοδοτουμένου.

— Εγκρίνεται η συγχώνευση της Alpha Τράπεζας Πίστewος και της Ιονικής και Λαϊκής Τράπεζας.

— Εγκρίνεται η διάθεση κεφαλαίων από την Τράπεζα Πειραιώς για την εξαγορά της ρουμανικής τράπεζας “Banca de Credit Pater S.A”.

30 Μαρτίου 2000

— Παρέχεται άδεια λειτουργίας στην Ελλάδα νέας τράπεζας με την επωνυμία “Τράπεζα Novabank A.E.”

— Εγκρίνεται η διάθεση κεφαλαίων από την Εθνική Τράπεζα για την απόκτηση ποσοστού 65% του μετοχικού κεφαλαίου της “Stopanska Bank A.D. - Skorje” με έδρα τα Σκόπια.

6 Απριλίου 2000

Με σκοπό τη δημιουργία συνθηκών ίσων όρων ανταγωνισμού μεταξύ όλων των τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα, η εποπτεία που ασκείται από τις αρχές τρίτης (εκτός ΕΕ) χώρας, την οποία έχει ως έδρα του υποκατάστημα πιστωτικού ιδρύματος που λειτουργεί στην Ελλάδα, αναγνωρίζεται ως ισοδύναμη αυτής των εποπτικών αρχών κρατών-μελών της ΕΕ, εφόσον διασφαλίζεται η τήρηση των

κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας και διασποράς κινδύνων που προβλέπονται διεθνώς.

8 Μαΐου 2000

— Εγκρίνεται η ίδρυση υποκαταστήματος από την Εθνική Τράπεζα στο Μπλαγκόεβγκραντ Βουλγαρίας.

— Εγκρίνεται η συγχώνευση των τραπεζών “Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.”, “Τράπεζα Μακεδονίας - Θράκης Α.Ε.” και “Τράπεζα Χίου Α.Ε.” με απορρόφηση της δεύτερης και της τρίτης από την πρώτη.

8 Ιουνίου 2000

— Εγκρίνεται η διάθεση κεφαλαίων από την Εθνική Τράπεζα για την εξαγορά του 89,9% του μετοχικού κεφαλαίου (και επιπλέον ποσοστού 10% μετά την πάροδο διετίας) της United Bulgarian Bank με έδρα τη Σόφια Βουλγαρίας.

28 Ιουνίου 2000

— Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για την αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται σε 8,25% από 8,75%.

— Από 29.6.2000, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος με ενέχυρο τίτλους του Δημοσίου μειώνεται από 9,5% σε 9%.

— Από 29.6.2000, καταργείται το δεύτερο κλίμακιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

— Από 29.6.2000, το επιτόκιο του ενιαίου λογαριασμού της πάγιας διευκόλυνσης αποδο-

χής καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος ορίζεται σε 7,25%, έναντι 8% που ήταν το επιτόκιο του πρώτου κλιμακίου.

30 Ιουνίου 2000

Το πλαίσιο των υποχρεωτικών καταθέσεων των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος προσαρμόζεται προς το αντίστοιχο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.

Ειδικότερα:

1. Τροποποιείται η βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών καταθέσεων, ώστε να ταυτίζεται με τη βάση που έχει υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με τον Κανονισμό 2818/98.
2. Καθορίζονται συντελεστές υποχρεωτικών καταθέσεων κατά κατηγορία υποχρεώσεων έναντι του ενιαίου συντελεστή (12%) που ισχύει σήμερα. Ο γενικός συντελεστής ορίζεται σε 2%, με εξαίρεση ορισμένες κατηγορίες για τις οποίες ορίζεται συντελεστής 0% (π.χ. *regos* και καταθέσεις διάρκειας άνω των δύο ετών).
3. Η περίοδος τήρησης των υποχρεωτικών καταθέσεων αρχίζει την 24η ημερολογιακή ημέρα κάθε μηνός και λήγει την 23η ημέρα του επόμενου μηνός, έναντι της 10ης ημερολογιακής ημέρας μέχρι την 9η ημέρα του επόμενου μηνός που ισχύει σήμερα.
4. Τα πιστωτικά ιδρύματα δικαιούνται να αντλούν, σε ημερήσια βάση, το σύνολο της υποχρεωτικής κατάθεσής τους (έναντι ανώτατου ορίου 15% που δικαιούνταν μέχρι σήμερα), εφόσον πληρούν την προϋπόθεση

τήρησης της υποχρέωσης σε μέσο μηνιαίο επίπεδο.

5. Από 24 Οκτωβρίου 2000 υπάγεται στο σύστημα υποχρεωτικών καταθέσεων το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο. Επίσης, υπάγονται στο ενιαίο σύστημα και οι στεγαστικές τράπεζες.
6. Από 10 Ιουλίου 2000 οι καταθέσεις σε συνάλλαγμα που διέπονται από τις διατάξεις της ΠΔ/ΤΕ 2358/25.4.95 (καταθέσεις Ελλήνων ναυτικών και εργατών) υπάγονται στο ενιαίο καθεστώς των υποχρεωτικών καταθέσεων, μειουμένου από 60% σε 58% του ποσοστού που ανακατατίθεται υποχρεωτικά στην Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με την ως άνω ΠΔ/ΤΕ 2358/25.4.95, όπως ισχύει.
7. Για να επιτευχθεί βαθμιαία και ελεγχόμενη αύξηση της ρευστότητας, η Τράπεζα της Ελλάδος θα αποδεσμεύσει σταδιακά την προκύπτουσα διαφορά στις υποχρεωτικές καταθέσεις λόγω της μείωσης του συντελεστή. Τα προς αποδέσμευση ποσά θα τηρηθούν σε προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας 6, 12 και 18 μηνών, εκτός από ένα τμήμα (10% του συνόλου) το οποίο θα αποδοθεί στις τράπεζες στις 3 Ιανουαρίου 2001.

7 Ιουλίου 2000

Από 10.7.2000, το επιτόκιο των υποχρεωτικών καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος μειώνεται από 5,5% σε 5,25%.

12 Ιουλίου 2000

Εγκρίνεται η συγχώνευση των τραπεζών "Τράπεζα EFG Eurobank A.E." και "Τράπεζα Εργασίας A.E." με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη.

Κείμενα αποφάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος

Θ έ μ α: α) Μείωση των βασικών επιτοκίων της Τράπεζας της Ελλάδος, β) Κατάργηση του δεύτερου κλιμακίου της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος (Πράξη Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής 36/28.6.2000)

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής, αφού έλαβε υπόψη:

- α) το Άρθρο 35Α του Καταστατικού της Τράπεζας της Ελλάδος,
- β) την Πράξη ΣΝΠ 32/7.3.2000, Κεφ. ΙΙ, παράγρ. Α και Β, που αφορά τις πάγιες διευκολύνσεις της Τράπεζας της Ελλάδος προς τα πιστωτικά ιδρύματα,
- γ) την απόφαση του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την πλήρη ένταξη της Ελλάδος στην ΟΝΕ την 1η Ιανουαρίου 2001 και τη συνεπαγόμενη σύγκλιση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος προς τα αντίστοιχα επιτόκια της ζώνης του ευρώ,
- δ) τα τελευταία στοιχεία και εκτιμήσεις για την εξέλιξη του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή και ιδιαίτερα τις ευνοϊκές προοπτικές για την πορεία του πυρήνα του πληθωρισμού και
- ε) τη σκοπιμότητα προσαρμογής της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα

Κείμενα προηγούμενων αποφάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος έχουν δημοσιευθεί στις Εκθέσεις της Τράπεζας για τη Νομισματική Πολιτική, οι οποίες έχουν υποβληθεί στη Βουλή των Ελλήνων και στο Υπουργικό Συμβούλιο, καθώς και σε προηγούμενα τεύχη του Οικονομικού Δελτίου.

της Ελλάδος προς την αντίστοιχη διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος,

αποφάσισε τα εξής:

1. Το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος έναντι ενεχύρου τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου ορίζεται σε 9,00% ετησίως.

2. α) Καταργείται το δεύτερο κλιμάκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος που προβλέπεται στην Πράξη ΣΝΠ 32/7.3.2000, Κεφ. II, παράγρ. Β, εδάφιο 3β. Οι τοποθετήσεις στον ενιαίο λογαριασμό της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων δεν υπόκεινται σε ποσοτικό περιορισμό.

β) Το επιτόκιο του ενιαίου λογαριασμού της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος ορίζεται σε 7,25% ετησίως.

Οι διατάξεις της παρούσας Πράξης ισχύουν από 29 Ιουνίου 2000 και εφεξής.

* * *

Θ έ μ α: Υποχρεωτικές καταθέσεις των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος (Πράξη Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής 37/30.6.2000)

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής, αφού έλαβε υπόψη :

α) το Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος (άρθρα 35Α και 55, αριθμός 21),

β) την ΠΔ/ΤΕ 1959/25.7.91 “Υποχρεωτικές τοποθετήσεις επί καταθέσεων στις τράπεζες”, όπως ισχύει (τελευταία σχετική Πράξη ΣΝΠ 30/14.2.2000),

γ) την ΠΔ/ΤΕ 2358/28.4.98 “Ανακαταθέσεις στην Τράπεζα της Ελλάδος των καταθέσεων σε συνάλλαγμα στα πιστωτικά ιδρύματα”, όπως ισχύει (τελευταία σχετική Πράξη ΣΝΠ 4/2.6.98),

δ) τη σκοπιμότητα έγκαιρης προσαρμογής του πλαισίου των υποχρεωτικών καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων προς το αντίστοιχο πλαίσιο που εφαρμόζεται στο Ευρωσύστημα,

αποφάσισε να τροποποιήσει προηγούμενες σχετικές διατάξεις που διέπουν τις υποχρεωτικές καταθέσεις των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος και να καθορίσει τα ακόλουθα:

Α. Βάση υπολογισμού και ποσοστό υποχρεωτικών καταθέσεων

1. Στη βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος περιλαμβάνονται οι ακόλουθες κατηγορίες υποχρεώσεών τους που απορρέουν από την αποδοχή κεφαλαίων σε οποιοδήποτε νόμισμα:

- α) καταθέσεις,
- β) χρεόγραφα,
- γ) τίτλοι χρηματαγοράς.

Οι εν λόγω κατηγορίες υποχρεώσεων εξειδικεύ-

ονται στο “Παράρτημα 4” της μηνιαίας λογιστικής κατάστασης που υποβάλλουν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με τις διατάξεις της ΠΔ/ΤΕ 2458/1.3.2000, όπως ισχύει (τελευταία σχετική ΠΔ/ΤΕ 2463/13.6.2000).

2. Από τη βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών καταθέσεων εξαιρούνται οι υποχρεώσεις έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων που υπόκεινται στο σύστημα υποχρεωτικών καταθέσεων, καθώς και υποχρεώσεις έναντι της Τράπεζας της Ελλάδος. Για την εφαρμογή της διάταξης αυτής το πιστωτικό ίδρυμα θα πρέπει να είναι σε θέση να παράσχει στοιχεία από τα οποία να προκύπτει το πραγματικό ύψος των υποχρεώσεων του έναντι κάθε άλλου πιστωτικού ιδρύματος που υπόκειται στο σύστημα των υποχρεωτικών καταθέσεων ή και έναντι της Τράπεζας της Ελλάδος. Εάν το πιστωτικό ίδρυμα δεν είναι δυνατόν να προσκομίσει παρόμοια απόδειξη ως προς τα εκδοθέντα χρεόγραφα με συμφωνημένη αρχική διάρκεια μέχρι 2 έτη ή ως προς τους τίτλους χρηματαγοράς, μπορεί να ζητήσει από την Τράπεζα της Ελλάδος την εφαρμογή πάγιας έκπτωσης από τη βάση υπολογισμού της υποχρεωτικής κατάθεσης. Ως πάγια έκπτωση για τους σκοπούς της παρούσας ορίζεται ποσοστό 30% επί του ανεξόφλητου υπολοίπου των υποχρεώσεων από την κατηγορία των τίτλων που προβλέπονται στην παράγραφο αυτή.

3. Καθορίζονται οι ακόλουθοι συντελεστές υποχρεωτικών καταθέσεων κατά κατηγορία υποχρεώσεων που προβλέπονται στην παράγρ. 1 του Κεφ. Α:

α) συντελεστής 0%:

- i) καταθέσεις με συμφωνημένη αρχική διάρκεια άνω των δύο ετών,
- ii) καταθέσεις που μπορούν να αναληφθούν μετά από προειδοποίηση άνω των δύο ετών,
- iii) πράξεις πώλησης χρεογράφων από τα πιστωτικά ιδρύματα με συμφωνία επαναγοράς,
- iv) χρεόγραφα με συμφωνημένη αρχική διάρκεια άνω των δύο ετών.

β) συντελεστής 2%:

όλες οι λοιπές υποχρεώσεις που περιλαμβάνονται στη βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών καταθέσεων.

Β. Υπολογισμός και διαδικασία τήρησης της υποχρέωσης

1. Το ύψος των υποχρεωτικών καταθέσεων κάθε πιστωτικού ιδρύματος κατά τη διάρκεια μιας περιόδου τήρησης υπολογίζεται εφαρμόζοντας τους συντελεστές της παραγρ. 3 του κεφ. Α επί της αντίστοιχης κατηγορίας των υποχρεώσεων της παραγρ. 1 του ίδιου κεφαλαίου.

2. Τα πιστωτικά ιδρύματα θεωρείται ότι έχουν συμμορφωθεί με την υποχρέωση τήρησης υποχρεωτικών καταθέσεων εάν κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης το μέσο ημερήσιο υπόλοιπο στο λογαριασμό διακανονισμού τους δεν υπολείπεται του ποσού της υποχρεωτικής κατάθεσης, όπως αυτό ορίζεται στην παράγραφο 1 ανωτέρω.

3. Ποσό δραχμών ισότιμο των 100.000 ευρώ, υπολογιζόμενο με την ισοτιμία μετατροπής, όπως προβλέπεται από την απόφαση του

Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης της 19ης Ιουνίου 2000, εκπίπτει από τις υποχρεωτικές καταθέσεις κάθε πιστωτικού ιδρύματος.

4. Το σύνολο των υποχρεωτικών καταθέσεων τηρείται στο λογαριασμό κάθε πιστωτικού ιδρύματος που τηρείται στην Τράπεζα της Ελλάδος (Σύστημα Διακανονισμού Εντολών Πληρωμής σε συνεχή χρόνο, "ΕΡΜΗΣ"). Τα υπόλοιπα του εν λόγω λογαριασμού κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης παρακολουθούνται από τα ίδια πιστωτικά ιδρύματα και, εφόσον πληρούν την προϋπόθεση της παραγράφου 2 ανωτέρω, δεν υπόκεινται σε ημερήσιο όριο.

Γ. Επιτόκιο υποχρεωτικών καταθέσεων

1. Το σύνολο των υποχρεωτικών καταθέσεων τηρείται εντόκως, με επιτόκιο που καθορίζεται με Πράξη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής.

2. Οι τόκοι καταβάλλονται τη δεύτερη εργάσιμη ημέρα μετά το τέλος εκάστης περιόδου τήρησης και λογίζονται με βάση τον τύπο που αναφέρεται στο Παράρτημα Α' της παρούσας.

3. Στην περίπτωση που το υφιστάμενο υπόλοιπο στους σχετικούς λογαριασμούς υπερβαίνει, σε μέσο μηνιαίο επίπεδο, το ποσό της υποχρεωτικής κατάθεσης, επί της υπέρβασης δεν καταβάλλονται τόκοι, η δε υπέρβαση δεν λαμβάνεται υπόψη για την κάλυψη της υποχρέωσης της επόμενης περιόδου τήρησης.

Δ. Περίοδος τήρησης

1. Ως ημερομηνία έναρξης της μηνιαίας περιόδου τήρησης της υποχρέωσης στην Τράπεζα

της Ελλάδος ορίζεται η εικοστή τέταρτη (24η) ημερολογιακή ημέρα του μηνός που ακολουθεί την περίοδο στην οποία αναφέρονται τα στοιχεία της βάσης υπολογισμού της υποχρέωσης και ως ημερομηνία λήξης η εικοστή τρίτη (23η) ημερολογιακή ημέρα του επόμενου μηνός.

2. Τα στοιχεία που αποτελούν τη βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών καταθέσεων υποβάλλονται στην Τράπεζα της Ελλάδος εντός των πρώτων δώδεκα εργάσιμων ημερών του επόμενου μηνός, κατά τα προβλεπόμενα στην ΠΔ/ΤΕ 2458/1.3.2000. Ειδικά κατά την πρώτη εφαρμογή της παρούσας (Κεφ. Ζ, παράγρ. 1), τα στοιχεία υποβάλλονται σύμφωνα με τις διατάξεις της ΠΔ/ΤΕ 2463/13.6.2000.

Ε. Ειδικά πιστωτικά ιδρύματα

1. Το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο υπάγεται στο σύστημα των υποχρεωτικών καταθέσεων που τηρούνται στην Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με τις διατάξεις της παρούσας Πράξης από 24 Οκτωβρίου 2000, με βάση στοιχεία του μηνός Σεπτεμβρίου του ίδιου έτους.

2. Οι στεγαστικές τράπεζες υπάγονται στις διατάξεις της παρούσας Πράξης. Από την έναρξη εφαρμογής της παρούσας, καταργούνται οι διατάξεις της ΕΠΘ 19/16/11.1.99, όπως ισχύει, και το σχετικό υπόλοιπο του τμήματος των καταθέσεων της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος θα διέπεται από τις διατάξεις της παρούσας Πράξης.

ΣΤ. Κυρώσεις

Στην περίπτωση που δεν τηρείται η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων που αφορά τις

υποχρεωτικές καταθέσεις, η Τράπεζα της Ελλάδος επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στο Καταστατικό της (άρθρο 55, αριθμός 21), όπως εκάστοτε ισχύει.

Ζ. Έναρξη εφαρμογής

Οι διατάξεις της παρούσας Πράξης εφαρμόζονται σύμφωνα με το ακόλουθο χρονοδιάγραμμα:

1. Οι υποχρεωτικές καταθέσεις κατά τις διατάξεις της παρούσας θα υπολογιστούν για πρώτη φορά με βάση τα στοιχεία του μηνός Ιουνίου 2000 και θα τηρηθούν από 10 Ιουλίου 2000 μέχρι 23 Αυγούστου 2000.

2. Από 24 Αυγούστου 2000 και εφεξής εφαρμόζεται η μηνιαία περίοδος τήρησης που προβλέπεται στο Κεφ. Δ παρ. 1, ανωτέρω.

Η. Μεταβατικό καθεστώς

Από το ποσό της συνολικής υποχρέωσης κάθε τράπεζας κατά την τελευταία περίοδο τήρησης 10 Ιουνίου - 9 Ιουλίου (μέσο επίπεδο περιόδου) αφαιρείται το ποσό των υποχρεωτικών καταθέσεων κάθε τράπεζας που προκύπτει με βάση τις διατάξεις των κεφαλαίων Α και Β (παράγρ. 1) της παρούσας Πράξης και η προκύπτουσα διαφορά ρυθμίζεται ως εξής:

- α) Σε κάθε πιστωτικό ίδρυμα αποδίδεται, με ημερομηνία αξίας 10 Ιουλίου 2000, ποσό δραχμών 3.000 εκατ. κατ' ανώτατο όριο.
- β) Το απομένον ποσό μεταφέρεται σε πίστωση ειδικού μεταβατικού λογαριασμού υποχρεωτικών καταθέσεων με ημερομηνία

αξίας 10 Ιουλίου 2000 και εκτοκίζεται με το ίδιο επιτόκιο το οποίο ισχύει και για τις υποχρεωτικές καταθέσεις με βάση τις διατάξεις της παρούσας (Κεφάλαιο Γ, παράγρ. 1 της παρούσας). Από το κατά την 31η Δεκεμβρίου 2000 υπόλοιπο του εν λόγω μεταβατικού λογαριασμού αποδίδεται στα πιστωτικά ιδρύματα, με ημερομηνία αξίας 3 Ιανουαρίου 2001, ποσό ίσο με το 10%, το δε υπόλοιπο 90% παραμένει σε κατάθεση στην Τράπεζα της Ελλάδος με τις ακόλουθες διάρκειες:

ποσοστό 30%, μέχρι 4 Ιουλίου 2001,
ποσοστό 30%, μέχρι 2 Ιανουαρίου 2002,
ποσοστό 30%, μέχρι 3 Ιουλίου 2002.

Επιτόκιο:

Από 1ης Ιανουαρίου 2001 και μέχρι τη λήξη τους, το σύνολο των ως άνω προθεσμιακών καταθέσεων εκτοκίζεται ανά ημερολογιακό τρίμηνο σύμφωνα με το επιτόκιο της κύριας αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα που ισχύει κατά την τελευταία ημέρα πριν από την έναρξη της αντίστοιχης περιόδου εκτοκισμού. Στην περίπτωση που η αναχρηματοδότηση των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα διενεργείται με τη μέθοδο των ανταγωνιστικών δημοπρασιών επιτοκίου, ο εκτοκισμός θα γίνεται με το αντίστοιχο οριακό επιτόκιο των δημοπρασιών.

Για το διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της λήξης κάθε ημερολογιακού τριμήνου και της λήξης κάθε προθεσμιακής κατάθεσης, όπως καθορίζεται πιο πάνω, ισχύει το επιτόκιο της τελευταίας περιόδου εκτοκισμού.

Αποδέσμευση:

Με προειδοποίηση 30 ημερών, η Τράπεζα της Ελλάδος διατηρεί το δικαίωμα να αποδεσμεύει τμήμα ή το σύνολο των προθεσμιακών καταθέσεων που προβλέπονται στην παρούσα παράγραφο.

Θ. Λοιπές διατάξεις

1. Διευκρινίζεται ότι και οι καταθέσεις σε συνάλλαγμα που ρυθμίζονται σύμφωνα με τις διατάξεις της ΠΔ/ΤΕ 2358/28.4.98, όπως ισχύει, υπάγονται σε υποχρεωτική δέσμευση σύμφωνα με την παρούσα Πράξη (2%), μειωμένου από 10ης Ιουλίου 2000 του ποσοστού της υποχρεωτικής ανακατάθεσης από 60% σε 58%. Το μεταβατικό καθεστώς των καταθέσεων της εν λόγω κατηγορίας θα ρυθμιστεί με ειδική απόφαση του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής.

2. Εξουσιοδοτείται η Διεύθυνση Νομισματικής Πολιτικής και Τραπεζικών Εργασιών να παρέχει διευκρινίσεις επί των διατάξεων της παρούσας Πράξης.

3. Οι διατάξεις της ΠΔ/ΤΕ 1959/25.7.91 και 2390/4.6.98, όπως ισχύουν, καταργούνται από

την ημερομηνία ισχύος των αντίστοιχων διατάξεων της παρούσας.

Παράρτημα Α': τύπος υπολογισμού των τόκων κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης

Ο εκτοκισμός της υποχρεωτικής κατάθεσης ενός πιστωτικού ιδρύματος κατά τη διάρκεια μιας περιόδου τήρησης πραγματοποιείται σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο:

$$T_t = \frac{YK_t \cdot n_t \sum_{i=1}^n \frac{E_i}{n_t \cdot 100}}{360}$$

όπου T_t : Τόκοι υποχρεωτικής κατάθεσης για την περίοδο τήρησης t

YK_t : Υποχρεωτική κατάθεση για την περίοδο τήρησης t

n_t : Ο αριθμός των ημερολογιακών ημερών της περιόδου τήρησης t

i : Η ημερολογιακή ημέρα (i) της περιόδου τήρησης t

E_i : Το επιτόκιο που ισχύει για τον εκτοκισμό των δεσμεύσεων κατά την ημερολογιακή ημέρα (i)

Στατιστικό
τμήμα



Πίνακες

<i>I. Τιμές και οικονομική δραστηριότητα</i>	
1. Δείκτης τιμών καταναλωτή	77
2. Δείκτης τιμών χονδρικής πώλησης	78
3. Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής	79
4. Όγκος λιανικών πωλήσεων	80
5. Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	81
<i>II. Εξωτερικές συναλλαγές</i>	
1. Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών	82
2. Συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής	83
3. Δαπάνες εξυπηρέτησης εξωτερικού χρέους γενικής κυβέρνησης	84
<i>III. Νομισματικά μεγέθη και επιτόκια</i>	
1. Νομισματικά μεγέθη και ρευστά διαθέσιμα	85
2. Επιτόκια και πληθωρισμός	86
3. Επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς και της Τράπεζας της Ελλάδος	87
4. Επιτόκια τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου κατά την έκδοσή τους	88-89
5. Συνολική τραπεζική χρηματο- δότηση ιδιωτικού τομέα	90
<i>IV. Δημόσια οικονομικά</i>	
1. Καθαρές δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα	91
2. Πηγές κάλυψης δανειακών αναγκών του δημόσιου τομέα	92
3. Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού	93
4. Εξυπηρέτηση χρέους κεντρικής κυβέρνησης	94



Πίνακας 1.1

Δείκτης τιμών καταναλωτή

(Εκατοστιαία μεταβολή σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους)

Περίοδος	Γενικός ΔTK	ΔTK χωρίς διατροφή και καύσιμα	ΔTK χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα	Αγαθά	Υπηρεσίες	Ειδικοί δείκτες		
						Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά	Νωπά οπωροκηπευτικά	Καύσιμα
1996	8,2	8,4	8,1	7,2	9,9	7,0	8,4	10,2
1997	5,5	6,8	6,0	3,7	8,4	4,1	11,0	-4,9
1998	4,8	5,7	5,3	3,9	6,2	4,4	7,0	-5,9
1999	2,6	3,0	2,9	1,7	4,1	2,4	1,8	-1,7
1998 I	4,4	5,0	4,5	3,4	6,0	4,9	16,8	-4,7
II	5,3	6,0	5,7	4,5	6,5	4,6	5,4	-2,2
III	5,1	6,2	5,9	4,3	6,4	3,8	-0,8	-3,4
IV	4,3	5,5	5,2	3,2	5,8	4,4	6,8	-13,3
1999 I	3,6	4,5	4,4	2,8	4,9	4,3	6,4	-11,9
II	2,4	3,2	2,9	1,3	4,2	1,7	1,7	-6,1
III	2,0	2,5	2,5	0,8	3,9	1,2	-4,6	-2,1
IV	2,5	1,8	1,9	2,0	3,3	2,4	2,9	14,9
2000 I	2,9	1,6	1,7	3,0	2,8	1,9	0,3	29,0
II	2,7	1,5	1,6	2,7	2,6	1,8	0,0	25,8
1997 Ιουλ. ...	5,4	6,6	5,8	3,5	8,5	5,8	24,4	-9,6
Αύγ. ...	5,6	6,8	5,9	3,6	8,7	5,9	28,4	-9,0
Σεπτ. ...	4,9	6,8	5,8	2,7	8,5	3,6	11,6	-11,5
Οκτ. ...	4,7	6,0	5,4	2,9	7,6	4,1	13,6	-8,8
Νοέμ. ...	5,1	6,0	5,3	3,5	7,7	3,6	9,7	-0,1
Δεκ. ...	4,7	5,8	5,1	3,0	7,4	2,9	7,0	-2,2
1998 Ιαν.	4,4	5,1	4,3	3,4	5,9	4,9	20,8	-4,9
Φεβρ. ...	4,3	4,9	4,4	3,2	5,9	4,5	14,7	-4,3
Μάρτ. ...	4,6	5,1	4,7	3,6	6,1	5,2	15,0	-4,8
Απρ. ...	5,3	6,0	5,5	4,5	6,6	5,0	9,9	-1,9
Μάιος ...	5,3	5,9	5,6	4,7	6,2	5,2	7,0	-1,9
Ιούν. ...	5,2	6,2	5,9	4,3	6,6	3,6	-0,3	-2,7
Ιούλ. ...	5,1	6,3	6,1	4,1	6,6	2,8	-7,2	-1,7
Αύγ. ...	5,0	6,3	6,0	4,0	6,6	3,3	-3,9	-4,0
Σεπτ. ...	5,2	6,0	5,7	4,7	6,1	5,2	9,3	-4,5
Οκτ. ...	4,7	5,8	5,5	3,9	5,9	4,9	9,3	-10,9
Νοέμ. ...	4,2	5,6	5,3	3,1	5,9	4,2	5,4	-14,0
Δεκ. ...	3,9	5,1	4,9	2,7	5,6	4,0	6,0	-15,0
1999 Ιαν.	3,7	4,7	4,6	2,7	5,2	4,1	6,0	-12,8
Φεβρ. ...	3,7	4,6	4,5	2,9	4,9	4,7	7,0	-12,8
Μάρτ. ...	3,4	4,2	4,0	2,7	4,6	4,1	6,2	-10,0
Απρ. ...	2,8	3,5	3,2	1,8	4,3	2,8	5,9	-6,9
Μάιος ...	2,4	3,3	2,8	1,1	4,3	1,2	2,0	-5,9
Ιούν. ...	2,1	2,9	2,7	0,9	4,0	1,0	-2,7	-5,4
Ιούλ. ...	2,1	2,7	2,6	0,9	4,0	1,1	-3,8	-3,7
Αύγ. ...	2,0	2,6	2,6	0,7	3,8	0,4	-9,4	-1,7
Σεπτ. ...	2,0	2,2	2,3	0,8	3,9	2,1	-1,1	-0,8
Οκτ. ...	2,2	1,8	1,9	1,4	3,6	2,9	6,2	6,6
Νοέμ. ...	2,6	1,9	2,0	2,0	3,5	2,4	2,6	14,7
Δεκ. ...	2,7	1,8	1,8	2,7	2,8	1,8	0,2	24,0
2000 Ιαν.	2,6	1,9	1,9	2,4	3,0	0,9	-4,3	23,1
Φεβρ. ...	2,9	1,5	1,7	3,0	2,9	2,2	1,6	29,8
Μάρτ. ...	3,1	1,4	1,6	3,6	2,5	2,6	3,6	34,1
Απρ. ...	2,6	1,2	1,4	2,9	2,1	3,1	5,4	22,3
Μάιος ...	2,9	1,7	1,9	2,8	3,1	2,2	0,9	24,7
Ιούν. ...	2,5	1,5	1,5	2,4	2,6	-0,1	-7,0	30,3

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ (ΔTK 1994=100).

Πίνακας 1.2

Δείκτης τιμών χονδρικής πώλησης*

(Εκατοστιαία μεταβολή σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους)

Περίοδος	Γενικός δείκτης	Ειδικοί δείκτες			
		Εγχώρια τελικά προϊόντα για εσωτερική κατανάλωση		Εξαγόμενα προϊόντα εγχώριας πρωτογενούς και βιομηχανικής παραγωγής	Τελικά προϊόντα προέλευσης εξωτερικού
		Πρωτογενούς παραγωγής	Βιομηχανικής παραγωγής		
1996	6,1	4,4	8,1	7,2	2,4
1997	3,3	4,2	4,0	2,9	2,1
1998	3,9	7,5	2,8	3,0	5,4
1999	2,1	3,4	3,7	-0,1	0,5
1998 I	3,5	11,2	2,1	3,1	4,3
II	5,1	3,4	4,1	5,8	7,1
III	3,5	1,7	3,0	2,5	5,4
IV	3,4	14,4	2,2	0,7	5,1
1999 I	2,1	10,0	2,3	-0,9	1,8
II	0,2	4,7	2,0	-3,4	-1,6
III	2,0	-1,8	4,3	-0,3	0,5
IV	4,2	0,7	6,2	4,4	1,5
2000 I	7,0	1,0	8,2	9,6	4,9
1998 Ιαν.	3,2	14,7	1,7	3,0	3,3
Φεβρ.	2,6	9,1	1,8	1,8	3,2
Μάρτ.	4,5	10,0	2,8	4,6	6,3
Απρ.	5,6	5,8	3,9	6,8	7,9
Μάιος	5,4	5,5	4,4	5,9	7,1
Ιούν.	4,3	-1,1	3,9	4,7	6,2
Ιούλ.	3,5	-3,2	3,6	3,0	5,3
Αύγ.	2,9	-0,6	2,5	1,9	5,1
Σεπτ.	4,0	9,2	3,0	2,6	5,7
Οκτ.	3,9	16,7	2,5	1,0	5,8
Νοέμ.	3,5	12,5	2,2	1,6	4,8
Δεκ.	3,0	14,1	1,7	-0,4	4,6
1999 Ιαν.	2,7	10,8	2,3	-0,7	3,5
Φεβρ.	2,8	12,2	2,4	0,4	2,8
Μάρτ.	1,0	7,0	2,3	-2,3	-0,9
Απρ.	0,1	7,0	2,2	-4,4	-2,2
Μάιος	0,1	6,3	1,6	-3,7	-1,8
Ιούν.	0,5	0,9	2,3	-2,2	-0,9
Ιούλ.	1,5	-2,8	3,7	-0,6	0,3
Αύγ.	2,2	-2,1	4,6	-0,4	0,7
Σεπτ.	2,3	-0,5	4,6	0,0	0,5
Οκτ.	2,8	-0,1	5,0	1,9	0,4
Νοέμ.	4,2	1,0	6,2	4,0	1,7
Δεκ.	5,5	1,1	7,4	7,2	2,3
2000 Ιαν.	6,1	0,4	7,4	8,1	3,8
Φεβρ.	7,2	-0,1	8,3	10,3	5,3
Μάρτ.	7,8	2,6	8,8	10,6	5,6
Απρ.	7,0	4,0	7,4	9,1	5,7
Μάιος	7,7	1,7	8,4	10,5	6,2

* Νέος αναθεωρημένος δείκτης τιμών χονδρικής (1990=100).

Πηγή: ΕΣΥΕ.

Πίνακας 1.3

Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής (1993=100)

(Εκατοστιαία μεταβολή σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους)

Περίοδος	Βιομηχανία								
	Γενικός δείκτης	Μεταποίηση	Ορυχεία - Λατομεία	Ηλεκτρισμός-Φυσικό αέριο-Νερό	Βασικές ομάδες αγαθών				
					Ενέργεια	Ενδιάμεσα αγαθά	Κεφαλαιακά αγαθά	Διαρκή καταναλωτικά	Μη διαρκή καταναλωτικά
1996	1,3	0,2	4,0	4,4	6,7	0,1	-6,4	10,6	-1,2
1997	1,7	2,0	-1,0	1,1	0,6	0,6	-2,6	4,3	4,1
1998	5,9	4,2	-1,5	13,8	12,8	2,3	13,6	15,7	0,6
1999	2,8	0,7	-6,0	11,6	4,6	1,5	0,2	7,3	2,5
1998 II	5,9	6,9	-4,3	5,1	9,7	4,2	8,2	19,9	3,0
III	8,8	6,0	0,3	20,2	16,4	5,0	17,0	9,2	3,7
IV	5,6	0,9	0,6	24,1	20,2	-1,6	12,0	14,7	-2,8
1999 I	1,5	-2,2	-12,3	17,0	9,7	-0,6	-7,0	-1,1	-2,1
II	2,5	0,2	-5,1	12,7	2,0	3,3	5,0	-8,1	2,3
III	3,7	2,7	-5,8	8,6	3,2	-0,4	4,0	16,8	7,2
IV	3,4	2,0	-0,7	8,7	3,5	3,8	-0,8	22,9	2,5
2000 I*	8,4	5,5	11,8	16,1	17,9	5,3	2,6	21,9	1,8
1997 Οκτ.	1,2	1,0	-7,3	4,4	3,2	1,0	-4,7	-2,2	1,1
Νοέμ.	1,1	1,2	-4,4	2,0	-1,6	1,4	0,8	-1,2	3,1
Δεκ.	3,5	8,1	-15,8	-6,4	-2,5	1,3	13,0	-8,0	9,7
1998 Ιαν.	0,6	-1,3	3,9	5,7	3,1	1,3	5,3	10,4	-4,7
Φεβρ.	4,5	5,3	-3,5	3,8	4,3	2,6	3,0	26,5	5,2
Μάρτ.	4,6	4,7	-8,3	7,7	8,1	1,4	42,1	19,1	-3,9
Απρ.	11,3	13,8	-9,0	7,3	24,2	5,7	10,0	29,1	5,4
Μάιος.	1,7	1,8	-2,1	2,6	-4,2	3,5	10,1	13,1	2,2
Ιούν.	5,0	5,3	-1,6	5,5	9,9	3,3	4,9	18,0	1,5
Ιούλ.	9,3	9,1	-4,8	13,4	14,1	5,4	14,9	17,8	6,7
Αύγ.	13,3	10,1	-14,6	29,7	20,5	4,9	35,1	-1,6	10,3
Σεπτ.	4,6	0,0	19,9	18,5	14,7	4,6	8,9	6,7	-4,2
Οκτ.	4,8	1,0	20,1	15,6	17,5	-2,7	11,1	10,0	-0,3
Νοέμ.	6,5	3,6	-10,6	21,0	18,2	1,7	13,8	13,2	-1,5
Δεκ.	5,4	-2,0	-9,5	35,9	24,7	-4,2	11,2	21,0	-7,0
1999 Ιαν.	6,8	3,7	-14,9	20,8	17,9	0,8	-0,9	-9,0	3,6
Φεβρ.	3,6	0,1	-16,0	19,2	10,6	-3,1	11,4	-5,8	1,6
Μάρτ.	-4,9	-8,9	-5,6	10,8	0,6	0,5	-22,9	9,2	-9,5
Απρ.	-3,1	-5,8	-8,8	9,6	-11,1	-2,2	5,4	-9,4	1,9
Μάιος.	6,1	4,9	-1,1	12,3	10,0	4,8	5,2	7,4	4,2
Ιούν.	4,7	2,1	-5,4	15,9	8,8	7,1	4,4	-21,8	0,7
Ιούλ.	3,5	1,6	-5,7	10,9	4,4	0,7	-5,6	24,9	6,0
Αύγ.	3,2	1,5	4,3	7,4	4,4	-2,0	-8,3	3,8	8,4
Σεπτ.	4,4	4,9	-12,9	7,4	0,6	-0,4	22,3	14,6	7,2
Οκτ.	3,4	2,8	-24,3	12,6	-4,1	6,3	6,6	25,0	5,1
Νοέμ.	1,7	-0,9	5,5	9,0	7,2	-0,2	-3,3	10,3	-1,7
Δεκ.	5,4	4,2	29,7	5,1	7,0	5,6	-4,6	33,5	4,3
2000 Ιαν.*	5,0	1,1	2,1	15,6	13,8	0,0	4,3	15,8	-1,4
Φεβρ.*	8,1	5,1	16,7	15,2	19,0	6,8	-3,0	22,3	-0,4
Μάρτ.*	11,9	9,9	16,3	17,6	21,5	8,8	6,7	25,2	6,7
Απρ.*	7,3	4,2	20,0	15,5	20,3	3,0	-1,0	39,7	-0,3

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: ΕΣΥΕ.

Πίνακας 1.4

Όγκος λιανικών πωλήσεων

(Εκατοστιαία μεταβολή σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους)

Περίοδος	Γενικός δείκτης	Ειδικοί δείκτες			
		Διατροφή	Ένδυση - Υπόδηση	Έπιπλα - Οικιακός εξοπλισμός	Λοιπά είδη
1996	1,6	-1,4	-4,4	9,5	4,5
1997	4,3	2,7	-0,1	8,4	6,4
1998	2,4	2,7	1,9	-0,6	3,3
1999	3,8	3,8	3,1	1,3	5,4
1998 I	2,1	2,0	-1,3	5,2	2,0
II	1,9	3,4	2,1	-0,6	0,3
III	1,5	2,9	-1,0	1,2	1,6
IV	3,9	2,5	6,9	-6,1	8,4
1999 I	4,2	3,0	3,9	-2,7	9,6
II	5,2	4,0	1,3	2,0	9,6
III	3,3	5,1	2,4	1,2	3,0
IV	2,8	3,0	4,5	4,0	0,7
1997 Ιουλ.	8,0	3,9	5,8	9,6	11,7
Αύγ.	4,5	1,3	5,0	6,0	6,2
Σεπτ.	7,9	5,9	12,0	9,7	6,1
Οκτ.	1,8	3,8	-9,5	1,7	6,7
Νοέμ.	1,3	1,8	-3,3	2,1	2,6
Δεκ.	5,7	8,3	-3,9	7,9	8,2
1998 Ιαν.	2,9	6,9	-0,5	4,7	0,7
Φεβρ.	2,9	2,5	0,4	2,2	4,3
Μάρτ.	0,1	-3,1	-5,0	9,2	1,1
Απρ.	2,3	2,1	3,7	1,4	0,4
Μάιος	-2,7	1,9	-8,3	-4,7	-2,9
Ιούν.	6,3	6,5	12,0	1,5	3,4
Ιουλ.	3,2	3,8	1,0	4,2	1,5
Αύγ.	1,2	2,0	-0,4	3,0	-0,3
Σεπτ.	0,0	2,9	-4,8	-3,9	3,2
Οκτ.	2,3	4,1	9,2	-6,8	2,3
Νοέμ.	2,6	-0,6	2,3	-3,1	8,8
Δεκ.	5,9	3,7	8,4	-7,7	13,0
1999 Ιαν.	3,4	-0,1	3,0	-3,1	10,2
Φεβρ.	2,6	1,4	2,1	-3,1	6,9
Μάρτ.	6,8	8,0	8,2	-1,8	11,6
Απρ.	4,3	3,9	-4,6	3,4	11,2
Μάιος	5,9	3,6	8,2	1,8	7,8
Ιούν.	5,4	4,6	2,0	1,0	9,7
Ιουλ.	3,9	8,5	3,0	-1,6	3,5
Αύγ.	4,0	5,9	0,2	0,6	6,0
Σεπτ.	2,1	1,2	4,2	5,2	0,4
Οκτ.	1,1	-0,1	0,5	1,9	2,4
Νοέμ.	4,5	5,8	8,0	3,3	2,0
Δεκ.	2,8	3,4	5,1	6,1	-1,5
2000 Ιαν.	2,7	5,3	8,0	0,7	-2,1
Φεβρ.	1,6	3,4	7,4	3,2	-4,0

Πηγή: Ο δείκτης αξίας λιανικών πωλήσεων της ΕΣΥΕ (Ιαν. 1998=100) έχει αποπληθωριστεί (για κάθε κατηγορία αγαθών) με τους αντίστοιχους ειδικούς δείκτες τιμών αγαθών του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή της ΕΣΥΕ. Αναθεωρημένα στοιχεία από τον Ιανουάριο 1996 (βάσει ΔΤΚ 1994=100). Τα στοιχεία όγκου με βάση το νέο δείκτη αξίας λιανικών πωλήσεων της ΕΣΥΕ (1995=100) δεν είναι ακόμη διαθέσιμα.

Πίνακας 1.5

Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν

(Σε αγοραίες τιμές και σε βασικές τιμές)

		Αξία σε δισεκ. δρχ.	Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή (σε σταθερές τιμές)				
		1995	1996	1997	1998	1999	2000
1.1	Πρωτογενής τομέας (Γεωργία)	2.479,7	-3,3	0,1	2,2	1,0	...
1.2	Δευτερογενής τομέας	5.639,2	2,2	5,0	6,5	4,4	...
1.2.α	Ορυχεία - Λατομεία	162,1	-3,0	-0,1	-0,4	-5,0	...
1.2.β	Μεταποίηση	3.261,5	3,9	0,4	4,7	1,5	...
1.2.γ	Ηλεκτρισμός - Φωταέριο - Ύδρευση	596,6	-2,4	0,1	3,2	6,0	...
1.2.δ	Κατασκευές	1.619,0	1,0	16,8	11,3	9,5	...
1.3.	Τριτογενής τομέας	17.048,1	2,4	3,2	3,1	3,5	...
1.3.α	Εμπόριο	3.413,7	5,9	5,8	6,4	6,0	...
1.3.β	Ξενοδοχεία - Εστιατόρια	1.642,7	4,0	2,6	3,8	4,0	...
1.3.γ	Μεταφορές - Επικοινωνίες	1.696,3	-5,6	4,1	2,6	3,0	...
1.3.δ	Οργανισμοί χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης	1.060,4	8,2	7,0	3,7	8,0	...
1.3.ε	Διαχείριση ακίνητης περιουσίας και λοιπές δραστηριότητες	4.285,6	1,7	1,1	2,2	2,0	...
1.3.στ	Δημόσια Διοίκηση - Ασφάλεια	1.808,8	7,0	0,2	-1,7	-1,5	...
1.3.ζ	Υγεία	1.123,8	-1,9	0,9	3,8	4,0	...
1.3.η	Εκπαίδευση	1.313,7	-3,8	8,0	2,0	3,0	...
1.3.θ	Λοιπές δραστηριότητες	703,1	3,2	-0,1	2,6	3,1	...
1.4	Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία	25.167,0	1,8	3,3	3,8	3,5	...
1.5	Τεκμαρτές τραπεζικές υπηρεσίες	-741,3	3,3	5,2	4,9	3,0	...
1.6	Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	24.425,7	1,8	3,3	3,7	3,5	...
2.1	Κατανάλωση	24.075,7	2,1	2,5	2,1	2,2	2,6
2.1.α	Ιδιωτική κατανάλωση	19.901,6	2,4	2,7	2,1	2,6	3,0
2.1.β	Δημόσια κατανάλωση	4.174,1	0,9	1,7	2,0	0,5	0,5
2.1.β.α	Ατομική καταναλωτική δαπάνη	1.600,7	3,8	-0,5	3,6	-0,8	0,8
2.1.β.β	Συνολική καταναλωτική δαπάνη	2.573,4	-0,9	3,2	1,0	1,3	0,3
2.2	Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	5.066,0	8,4	13,1	8,1	8,3	8,6
2.2.α.α	Κατά φορέα: Γενική κυβέρνηση	883,4	2,0	11,7	6,7	14,5	4,0
2.2.α.β	Λοιποί φορείς	4.182,6	9,7	13,4	8,3	7,1	9,6
2.2.β.α	Κατά είδος: Κατασκευές	3.210,5	1,8	17,3	9,0	7,7	8,2
2.2.β.β	Εξοπλισμός	1.594,5	23,1	8,2	7,2	10,0	10,0
2.2.β.γ	Λοιπές επενδύσεις	261,0	-0,9	-1,9	1,4	3,0	3,0
2.3	Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	85,7	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
2.4	Εγχώρια τελική ζήτηση	29.227,4	3,3	4,1	3,2	3,5	3,9
2.5	Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4.800,2	3,5	7,9	4,2	5,4	6,8
2.5.α	Εξαγωγές αγαθών	2.843,2	0,6	6,9	1,7	3,8	5,0
2.5.β	Εξαγωγές υπηρεσιών	1.957,0	7,7	9,2	7,5	7,5	9,0
2.6	Τελική ζήτηση	34.027,6	3,3	4,6	3,3	3,8	4,3
2.7	Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	6.792,4	7,0	9,5	1,9	5,1	6,1
2.7.α	Εισαγωγές αγαθών	6.162,4	7,8	8,8	1,2	5,0	6,0
2.7.β	Εισαγωγές υπηρεσιών	630,2	-1,1	16,3	8,9	6,0	7,0
2.8	Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών	-1.992,2	...	...	...	...	...
2.9	ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές	27.235,2	2,4	3,4	3,7	3,7	3,8

Πηγή: Αναθεωρημένα στοιχεία με βάση το Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών 1995 (ΕΣΛ/ESA 95).

1995-1996: ΕΣΥΕ/Εθνικοί Λογαριασμοί.

1997-1998: ΕΣΥΕ/Εθνικοί Λογαριασμοί. Προσωρινές εκτιμήσεις.

1999-2000: ΥΠΕΘΟ/Διεύθυνση Μακροοικονομικής Ανάλυσης (Μάρτιος 2000). Προσωρινές εκτιμήσεις.

Πίνακας II.1
Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών
 (Εκατ. ECU/ευρώ)¹

	Ιανουάριος – Απρίλιος			Απρίλιος		
	1998	1999	2000*	1998	1999	2000*
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-2.381,4	-1.409,1	-2.806,5	-868,5	-383,2	-380,5
I.A ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ (I.A.1-I.A.2)	-5.369,5	-4.791,2	-7.343,5	-1.455,6	-1.229,3	-1.753,3
ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ χωρίς καύσιμα	-4.735,2	-4.426,8	-6.205,2	-1.352,9	-1.159,3	-1.569,6
ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ καυσίμων	-634,3	-364,4	-1.138,4	-102,6	-70,6	-183,7
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	1.672,3	2.427,7	2.935,2	521,8	627,6	711,5
Καύσιμα	115,8	188,7	616,2	65,0	52,8	146,3
Λοιπά αγαθά	1.556,4	2.239,1	2.318,9	456,8	574,8	565,2
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	7.041,8	7.218,9	10.278,7	1.977,4	1.857,6	2.464,7
Καύσιμα	750,2	553,1	1.754,6	167,7	123,4	330,0
Λοιπά αγαθά	6.291,6	6.665,8	8.524,1	1.809,7	1.734,1	2.134,7
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1-I.B.2)	1.356,9	1.413,9	1.453,0	358,7	425,2	464,2
I.B.1 Εισπράξεις	2.527,2	3.589,8	5.084,8	680,2	1.087,7	1.373,1
Ταξιδιωτικό	1.050,7	1.786,6	2.060,1	271,3	594,1	580,0
Μεταφορές	564,0	1.035,2	2.255,6	173,2	312,5	566,5
Λοιπές υπηρεσίες	912,6	768,1	769,2	235,6	181,1	226,6
I.B.2 Πληρωμές	1.170,4	2.175,9	3.631,8	321,5	662,6	908,9
Ταξιδιωτικό	428,8	1.029,7	1.448,8	119,7	312,9	359,5
Μεταφορές	94,2	404,6	1.207,5	27,4	131,1	312,2
Λοιπές υπηρεσίες	647,4	741,6	975,5	174,4	218,5	237,3
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1-I.Γ.2)	-532,1	-185,1	-344,1	-49,4	14,7	-80,8
I.Γ.1 Εισπράξεις	375,6	801,9	1.021,0	126,3	148,3	214,5
Αμοιβές, μισθοί	76,2	212,6	189,7	30,3	42,3	52,1
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	299,4	589,3	831,3	96,0	106,0	162,4
I.Γ.2 Πληρωμές	907,7	987,0	1.365,1	175,7	133,6	295,4
Αμοιβές, μισθοί	130,7	69,6	86,1	20,8	17,8	31,2
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	777,0	917,3	1.279,1	154,8	115,8	264,2
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I.Δ.1-I.Δ.2)	2.163,3	2.153,2	3.428,2	277,7	406,9	989,3
I.Δ.1 Εισπράξεις	2.219,8	2.355,5	3.793,2	326,9	477,6	1.060,5
Γενική κυβέρνηση (μεταβιβάσεις από ΕΕ)	1.430,9	1.623,9	2.971,2	138,0	265,9	835,8
Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα κ.λπ.)	788,8	731,6	822,0	188,9	211,8	224,7
I.Δ.2 Πληρωμές	56,5	202,2	365,0	49,2	70,7	71,2
Γενική κυβέρνηση	2,0	35,8	108,3	1,8	6,2	16,8
Λοιποί τομείς	54,5	166,4	256,7	47,4	64,5	54,4
II ΙΣΟΖ. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (II.A+II.B+II.Γ+II.Δ)	2.740,4	88,1	3.015,8	802,5	-399,1	508,7
II.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ²	237,6	102,9	-222,0	585,3	-45,8	-39,7
II.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ²	4.143,1	4.157,7	2.765,2	2.272,7	-412,5	275,4
II.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ²	2.943,3	-819,0	-1.785,4	-3.981,5	479,1	-85,1
Απαιτήσεις	109,5	-678,4	1.163,2	-2.392,2	-249,3	2.104,2
Υποχρεώσεις	2.833,8	-140,6	-2.948,6	-1.589,3	728,5	-2.189,3
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	(3.476,3)	(1.132,5)	(1.583,8)	(-92,2)	(483,6)	(158,0)
II.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ³	-4.583,5	-3.353,5	2.258,0	1.926,1	-419,9	358,2
III ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	-359,0	1.321,0	-209,3	66,1	782,3	-128,2
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ				16.631,4	20.825,4	18.194,5

1 ECU για το έτος 1998 και ευρώ για τα έτη 1999 και 2000.

2 (+) καθαρή εισροή, (-) καθαρή εκροή.

3 (+) μείωση, (-) αύξηση.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας II.2

Συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής*

Περίοδος	Δείκτης ονομαστικής συν/κής ισοτιμίας της δραχμής ¹	Ισοτιμία δραχμής έναντι ECU/ευρώ ²		Ισοτιμία δραχμής έναντι δολαρίου ΗΠΑ (USD)		Ισοτιμία δραχμής έναντι γερμανικού μάρκου (DEM)	
	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγ. περιόδου	Δρχ./ECU/ευρώ ²	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγ. περιόδου	Δρχ./USD	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγ. περιόδου	Δρχ./DEM	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγ. περιόδου
1991	-11,2	225,182	-10,5	182,265	-13,0	109,850	-10,6
1992	-8,3	246,593	-8,7	190,707	-4,4	122,276	-10,2
1993	-9,2	267,989	-8,0	229,250	-16,8	138,645	-11,8
1994	-7,1	287,183	-6,7	242,603	-5,5	149,629	-7,3
1995	-3,5	299,538	-4,1	231,663	4,7	161,747	-7,5
1996	-1,1	301,477	-0,6	240,712	-3,8	160,041	1,1
1997	-1,9	308,425	-2,3	273,058	-11,8	157,498	1,6
1998	-5,9	331,498	-7,0	295,529	-7,6	168,022	-6,3
1999	-0,9	325,757	1,8	305,647	-3,3	166,557	0,9
1997 I	-1,0	304,706	-0,6	260,288	-7,3	156,968	0,4
II	-1,9	309,609	-1,6	271,770	-4,2	158,684	-1,1
III	-0,5	309,039	0,2	284,014	-4,3	157,109	1,0
IV	0,8	310,347	-0,4	276,160	2,8	157,233	-0,1
1998 I	-2,8	319,043	-2,7	293,388	-5,9	161,296	-2,5
II	-5,9	340,598	-6,3	309,306	-5,1	172,366	-6,4
III	2,7	333,166	2,2	297,824	3,9	168,988	2,0
IV	-0,1	333,186	0,0	281,599	5,8	169,438	-0,3
1999 I	1,6	322,664	3,3	287,270	-2,0	164,975	2,7
II	-1,7	325,065	-0,7	307,427	-6,6	166,203	-0,7
III	-0,9	326,120	-0,3	310,964	-1,1	166,743	-0,3
IV	-1,8	329,179	-0,9	316,925	-1,9	168,307	-0,9
2000 I	-1,9	332,712	-1,1	337,044	-6,0	170,113	-1,1
II	-2,0	336,152	-1,0	359,856	-6,3	171,872	-1,0
1998 Ιαν.	-0,7	312,184	-0,3	286,992	-2,6	158,078	-0,5
Φεβρ.	-0,2	312,267	0,0	286,807	0,1	158,154	0,0
Μάρτ.	-5,5	332,678	-6,1	306,365	-6,4	167,657	-5,7
Απρ.	-3,9	345,843	-3,8	316,853	-3,3	174,436	-3,9
Μάιος	1,7	340,676	1,5	306,931	3,2	172,971	0,8
Ιούν.	2,0	335,276	1,6	304,133	0,9	169,690	1,9
Ιούλ.	1,9	329,146	1,9	299,429	1,6	166,561	1,9
Αύγ.	-0,6	331,970	-0,9	300,994	-0,5	168,324	-1,0
Σεπτ.	-1,8	338,382	-1,9	293,049	2,7	172,080	-2,2
Οκτ.	0,1	339,159	-0,2	281,738	4,0	172,123	0,0
Νοέμ.	1,8	330,675	2,6	282,694	-0,3	168,190	2,3
Δεκ.	0,1	329,723	0,3	280,365	0,8	168,003	0,1
1999 Ιαν.	1,1	323,579	1,9	278,776	0,6	165,443	1,5
Φεβρ.	0,0	321,989	0,5	286,855	-2,8	164,631	0,5
Μάρτ.	-0,6	322,423	-0,1	296,180	-3,1	164,852	-0,1
Απρ.	-1,4	325,725	-1,0	304,362	-2,7	166,540	-1,0
Μάιος	0,1	325,253	0,1	305,626	-0,4	166,299	0,1
Ιούν.	-0,2	324,217	0,3	312,294	-2,1	165,770	0,3
Ιούλ.	-0,3	324,955	-0,2	313,950	-0,5	166,147	-0,2
Αύγ.	-0,4	326,419	-0,4	307,711	2,0	166,896	-0,4
Σεπτ.	-0,9	326,986	-0,2	311,230	-1,1	167,186	-0,2
Οκτ.	-0,4	329,128	-0,7	307,174	1,3	168,280	-0,7
Νοέμ.	-0,6	328,765	0,1	317,701	-3,3	168,095	0,1
Δεκ.	-0,9	329,645	-0,3	325,900	-2,5	168,545	-0,3
2000 Ιαν.	-0,3	331,055	-0,4	326,591	-0,2	169,266	-0,4
Φεβρ.	-0,8	333,171	-0,6	338,370	-3,5	170,348	-0,6
Μάρτ.	-0,8	333,909	-0,2	346,170	-2,3	170,725	-0,2
Απρ.	-0,9	335,217	-0,4	353,304	-2,0	171,394	-0,4
Μάιος	-0,9	336,588	-0,4	371,271	-4,8	172,095	-0,4
Ιούν.	0,8	336,652	0,0	354,993	4,6	172,127	0,0

1 Ο δείκτης έχει σταθμιστεί με βάση τις εμπορευματικές συναλλαγές (εκτός από καύσιμα). Στάθμιση με βάση τα νομίσματα 15 ανταγωνιστριών χωρών.

2 Μέχρι 31.12.1998: ECU. Από 1.1.1999: ευρώ.

* Μέσες τιμές.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.



Πίνακας II.3

Δαπάνες εξυπηρέτησης εξωτερικού χρέους γενικής κυβέρνησης

(Εκατ. δολ.)

	Έτη		
	1997	1998	1999
ΤΟΚΟΙ	1.887	2.047	1.927
ΧΡΕΟΛΥΣΙΑ	5.236	5.562	4.320
από τα οποία:			
Προεξοφλήσεις δανείων	1.113	1.100	895
ΣΥΝΟΛΟ	7.123	7.609	6.247

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας III.1

Νομισματικά μεγέθη και ρευστά διαθέσιμα¹

(Υπόλοιπα σε δισεκ. δρχ.)

Τέλος περιόδου	Νόμισμα σε κυκλοφορία	Καταθέσεις κατοίκων σε δραχμές	Καταθέσεις κατοίκων σε συνάλλαγμα	Repos	Τραπεζικά ομόλογα	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου με αρχική διάρκεια έως και ένα έτος	Δείκτης ρευστό- τητας M4N
1995	1.863,6	14.736,7	888,5	56,0	539,8	1.258,4	5.509,2	24.852,2
1996	1.941,4	16.625,3	1.041,9	60,5	50,0	2.299,1	6.631,1	28.649,3
1997	2.182,7	18.322,6	1.383,7	36,7	106,5	4.450,7	4.400,1	30.883,0
1998	2.205,9	18.707,9	2.671,0	892,4	115,9	5.986,5	3.341,4	33.921,0
1999*	2.671,9	21.233,2	2.866,9	3.035,4	78,0	4.580,4	1.363,1	35.828,9
1998 Ιαν.	1.947,9	17.346,3	1.355,8	67,5	99,7	4.977,3	4.356,0	30.150,5
Φεβρ.	1.914,4	17.253,2	1.531,5	40,8	95,8	5.383,4	4.207,4	30.426,5
Μάρτ.	1.851,3	17.535,6	1.808,3	82,6	104,7	5.417,2	4.224,6	31.024,3
Απρ.	2.007,8	17.524,7	2.488,1	66,3	87,5	4.986,4	4.240,6	31.401,4
Μάιος.	2.015,9	17.469,5	2.347,7	98,5	107,3	5.014,4	4.393,0	31.466,3
Ιούν.	2.030,9	18.088,7	2.395,3	87,3	116,7	5.143,8	4.192,4	32.055,1
Ιούλ.	2.184,6	17.801,8	2.074,4	100,6	124,1	5.506,2	4.209,0	32.000,7
Αύγ.	2.061,4	17.838,5	2.633,5	92,8	122,4	5.782,9	4.164,7	32.696,2
Σεπτ.	1.978,2	17.709,6	2.298,9	220,2	137,3	5.939,8	3.788,6	32.072,6
Οκτ.	1.984,9	17.443,5	2.535,0	700,8	141,7	5.619,8	3.869,1	32.294,8
Νοέμ.	1.902,6	17.120,1	2.443,6	838,7	130,6	5.898,2	3.540,5	31.874,3
Δεκ.	2.205,9	18.707,9	2.671,0	892,4	115,9	5.986,5	3.341,4	33.921,0
1999 Ιαν.	1.986,9	18.473,0	2.571,1	1.220,2	101,3	6.071,7	3.215,8	33.640,0
Φεβρ.	1.941,1	18.641,7	2.499,3	1.339,8	106,8	6.037,6	3.185,9	33.752,5
Μάρτ.	2.030,1	19.062,7	2.563,7	1.398,7	71,6	5.845,2	2.731,5	33.703,5
Απρ.	2.173,2	19.430,7	2.420,7	1.493,2	74,9	5.785,6	2.390,7	33.769,0
Μάιος.	2.130,0	19.353,7	2.465,3	1.569,5	90,2	5.765,6	2.451,4	33.825,7
Ιούν.	2.181,7	20.006,8	2.390,0	1.590,5	89,2	5.741,8	2.228,3	34.228,3
Ιούλ.	2.333,0	20.027,5	2.410,7	1.784,3	106,1	5.586,1	2.052,3	34.300,0
Αύγ.	2.220,4	20.074,7	2.572,2	2.024,3	78,3	5.467,7	2.080,6	34.518,2
Σεπτ.	2.176,6	20.510,6	2.660,5	2.168,1	100,4	5.013,1	1.686,4	34.315,7
Οκτ.	2.153,3	19.714,4	2.832,9	2.643,2	79,9	4.856,5	1.763,5	34.043,7
Νοέμ.	2.095,9	20.111,0	2.906,6	3.223,4	81,3	4.527,1	1.504,9	34.450,2
Δεκ.*	2.671,9	21.233,2	2.866,9	3.035,4	78,0	4.580,4	1.363,1	35.828,9
2000 Ιαν.*	2.233,2	20.883,6	3.309,0	3.120,4	75,6	4.656,3	1.332,9	35.611,0
Φεβρ.*	2.114,9	20.736,5	3.114,3	3.500,7	66,6	4.711,3	1.079,1	35.323,4
Μάρτ.*	2.127,7	20.364,3	3.330,9	3.551,2	64,9	4.929,7	1.141,2	35.509,9
Απρ.*	2.407,2	20.822,6	3.526,4	4.000,8	59,8	5.201,7	924,5	36.943,0
Μάιος*	2.254,4	20.607,2	3.483,3	4.242,9	58,7	5.259,0	691,6	36.597,1
Ιούν.*	2.346,9	21.349,4	3.399,9	4.302,1	57,7	5.202,5	701,1	37.359,6

1 Τα νομισματικά μεγέθη περιλαμβάνουν τις νομισματικού χαρακτήρα υποχρεώσεις των τραπεζών και των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων, δηλαδή των νομισματικών χρηματοδοτικών ιδρυμάτων (NFI), προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας III.2

Επιτόκια και πληθωρισμός

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Επιτόκια καταθέσεων			Επιτόκια χορηγήσεων				Απόδοση δεκαετών ομολόγων	Δείκτης τιμών καταναλωτή ⁴
	Όψεως	Ταμιευτηρίου	Προθεσμίας, διάρκειας 12 μηνών	Βραχυπρόθεσμων		Μακροπρόθεσμων			
				Προς επιχειρήσεις ¹	Προς νοικοκυριά ²	Προς επιχειρήσεις ¹	Προς νοικοκυριά ³		
1995	5,8	13,7	15,9	23,1	—	22,1	—	—	8,9
1996	5,9	11,9	13,5	21,0	—	18,9	—	—	8,2
1997	5,4	9,2	10,2	18,9	—	16,8	—	9,8	5,5
1998	5,3	9,0	10,7	18,6	—	16,6	—	8,5	4,8
1999	3,4	8,0	8,7	15,0	20,4	13,5	12,6	6,3	2,6
1998 Ιαν.	5,7	9,5	11,2	19,5	—	16,9	—	11,0	4,4
Φεβρ. ...	5,5	9,5	11,2	19,8	—	17,1	—	11,0	4,3
Μάρτ. ...	5,6	9,1	10,9	19,3	—	16,7	—	9,3	4,6
Απρ.	5,3	8,8	10,5	18,7	—	16,7	—	8,1	5,3
Μάιος ...	5,3	8,8	10,6	18,5	—	16,5	—	7,9	5,3
Ιούν.	5,2	8,8	10,6	18,6	—	16,6	—	7,7	5,2
Ιούλ.	5,2	8,8	10,7	18,3	—	17,0	—	7,7	5,1
Αύγ.	5,2	9,0	10,7	18,2	—	16,7	—	7,6	5,0
Σεπτ. ...	5,3	8,8	10,7	18,2	—	16,9	—	8,3	5,2
Οκτ.	5,2	8,8	10,6	18,0	—	16,6	—	8,5	4,7
Νοέμ. ...	5,1	8,8	10,5	18,0	—	16,0	—	7,7	4,2
Δεκ.	4,6	8,7	10,1	17,6	—	16,0	—	7,2	3,9
1999 Ιαν.	3,6	8,4	9,7	15,6	20,3	14,4	13,6	6,3	3,7
Φεβρ. ...	3,3	8,1	9,3	14,7	20,4	13,8	13,0	6,0	3,7
Μάρτ. ...	3,4	8,0	9,2	14,8	20,5	13,7	12,8	6,0	3,4
Απρ.	3,4	8,0	8,9	14,9	20,3	13,6	12,8	5,9	2,8
Μάιος ...	3,3	8,0	8,5	14,9	20,5	13,6	12,4	5,8	2,4
Ιούν.	3,4	8,0	8,5	15,2	20,4	12,9	12,4	6,0	2,1
Ιούλ.	3,5	8,0	8,4	15,0	20,3	13,2	12,3	6,4	2,1
Αύγ.	3,4	8,0	8,4	15,1	20,4	13,4	12,4	6,7	2,0
Σεπτ. ...	3,3	8,0	8,4	15,0	20,5	13,5	12,4	6,6	2,0
Οκτ.	3,3	8,0	8,4	15,0	20,6	13,3	12,6	7,0	2,2
Νοέμ. ...	3,3	8,0	8,4	15,2	20,5	13,7	12,5	6,6	2,6
Δεκ.	3,6	7,9	8,1	14,6	20,3	13,2	12,4	6,4	2,7
2000 Ιαν.	3,4	7,5	7,7	14,1	19,9	13,0	11,7	6,6	2,6
Φεβρ. ...	3,4	7,0	7,0	13,7	19,7	12,5	11,1	6,5	2,9
Μάρτ. ...	3,0	6,6	6,6	13,5	19,2	13,0	10,7	6,2	3,1
Απρ.	3,0	6,3	6,3	12,8	18,5	12,1	10,2	6,1	2,6
Μάιος ...	3,0	6,0	6,2	12,6	17,9	11,4	9,9	6,2	2,9
Ιούν.* ...	2,5	5,9	6,2	12,3	17,7	11,6	9,7	6,1	2,5

1 Μέχρι το Δεκέμβριο του 1998, το μέσο επιτόκιο αφορούσε όλες τις κατηγορίες βραχυπρόθεσμων ή μακροπρόθεσμων χορηγήσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

2 Μέσο επιτόκιο όλων των κατηγοριών καταναλωτικών δανείων.

3 Μέσο επιτόκιο στεγαστικών δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου διάρκειας πάνω από 5 έτη.

4 Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΣΥΕ.

Πίνακας III.3

Επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς και της Τράπεζας της Ελλάδος

(Ποσοστά % ετησίως)

Περίοδος	Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς ¹					Επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος ²		
	Διάρκειας μίας ημέρας	Athibor 1 μηνός	Athibor 3 μηνών	Athibor 6 μηνών	Athibor 12 μηνών	Αποδοχή καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (πρώτο κλιμάκιο)	Αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών	Χρηματοδότηση με ενέχυρο τίτλους Ελληνικού Δημοσίου
1995	15,9	16,3	16,4	16,5	–	–	–	21,50
1996	13,3	13,7	13,8	13,9	14,1	–	–	21,00
1997	12,9	13,4	12,9	12,4	12,1	10,90	12,75	19,00
1998	12,6	13,9	13,9	13,6	13,1	11,60	12,25	15,50
1999	10,4	10,4	10,3	10,0	9,4	10,25	10,75	11,50
1998 Ιαν.	15,1	18,6	19,0	18,5	17,7	10,90	19,00	23,00
Φεβρ. ...	13,0	16,3	16,9	16,8	16,5	10,90	17,00	23,00
Μάρτ. ...	13,2	14,4	14,5	14,4	14,1	10,90	15,50	19,00
Απρ.	11,9	13,1	12,9	12,6	12,3	11,50	14,25	19,00
Μάιος ...	11,9	13,4	13,2	12,8	12,3	11,50	14,00	19,00
Ιούν.	13,4	13,7	13,4	13,0	12,3	11,50	13,75	19,00
Ιούλ.	12,3	13,1	13,0	12,7	12,1	11,90	13,00	19,00
Αύγ.	12,4	14,1	13,6	13,1	12,5	11,90	13,00	16,00
Σεπτ. ...	11,7	13,9	13,9	13,6	13,1	11,90	13,00	16,00
Οκτ.	11,9	12,7	12,7	12,6	12,4	11,90	12,75	16,00
Νοέμ. ...	12,3	12,3	12,0	11,7	11,2	11,90	12,75	16,00
Δεκ.	11,9	12,2	11,9	11,5	10,9	11,60	12,25	15,50
1999 Ιαν.	11,4	11,9	11,7	11,3	10,7	11,50	12,00	13,50
Φεβρ. ...	10,2	10,7	10,7	10,5	10,1	11,50	12,00	13,50
Μάρτ. ...	10,2	10,2	10,1	9,9	9,6	11,50	12,00	13,50
Απρ.	10,2	10,2	10,1	9,8	9,4	11,50	12,00	13,50
Μάιος ...	10,4	10,1	10,0	9,6	9,1	11,50	12,00	13,50
Ιούν.	10,4	10,1	10,1	9,7	9,0	11,50	12,00	13,50
Ιούλ.	10,3	10,1	10,1	9,7	9,1	11,50	12,00	13,50
Αύγ.	10,3	10,1	10,1	9,9	9,3	11,50	12,00	13,50
Σεπτ. ...	10,3	10,0	10,0	9,8	9,1	11,50	12,00	13,50
Οκτ.	10,6	10,3	10,3	10,0	9,2	11,00	11,50	13,00
Νοέμ. ...	10,8	11,2	11,0	10,3	9,4	11,00	11,50	13,00
Δεκ.	9,8	10,0	9,8	9,5	8,9	10,25	10,75	11,50
2000 Ιαν.	9,4	9,5	9,1	8,7	7,9	9,50	9,75	11,00
Φεβρ. ...	9,2	9,2	8,7	8,2	7,2	9,50	9,75	11,00
Μάρτ. ...	9,1	9,3	8,9	8,1	7,0	8,75	9,25	10,25
Απρ.	8,5	9,0	8,7	8,0	6,8	8,00	8,75	9,50
Μάιος ...	8,7	8,8	8,5	7,9	6,9	8,00	8,75	9,50
Ιούν.	8,4	8,7	8,4	7,8	6,8	7,25	8,25	9,00

¹ Μέσα επιτόκια περιόδου.² Επιτόκια τέλους περιόδου.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας III.4

Επιτόκια τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου κατά την έκδοσή τους

(Ποσοστά % ετησίως)

Τέλος περιόδου*	Έντοκα γραμμάτια			Δραχμικά ομόλογα με σταθερό επιτόκιο				
	3 μηνών	6 μηνών	12 μηνών	2 ετών	3 ετών		5 ετών	
				Αποταμειωτικά ομόλογα	Επιτόκιο τοκομεριδίου	Μέσο επιτόκιο διάθεσης	Επιτόκιο τοκομεριδίου	Μέσο επιτόκιο διάθεσης
1996 Δεκ.	10,2	10,5	11,2	–	10,7	10,48	–	–
1997 Δεκ.	12,9	12,7	11,4	–	–	–	–	–
1998 Δεκ.	11,1	10,5	10,3	10,0	–	–	–	–
1999 Δεκ.	9,2	9,1	8,3	8,2	–	–	–	–
1998 Ιαν.	13,9	13,8	12,4	–	–	–	–	–
Φεβρ.	13,1	–	12,7	–	–	–	–	–
Μάρτ. ...	12,8	–	10,8	–	–	–	8,9	8,6
Απρ.	10,7	11,3	11,1	–	–	–	–	–
Μάιος ...	10,8	11,3	11,3	–	9,7	9,65	–	–
Ιούν.	11,8	11,9	11,7	–	9,7 ¹	10,03	8,9 ¹	8,99
Ιούλ.	11,5	11,7	11,5	–	–	–	–	–
Αύγ.	–	11,5	13,2	10,75	9,7 ¹	9,89	–	–
Σεπτ.	–	12,3	11,6	–	–	–	–	–
Οκτ.	12,6	12,6	11,0	10,75	–	–	–	–
Νοέμ.	–	–	10,5	10,3	9,3	9,36	8,9 ¹	8,76
Δεκ.	11,1	10,5	10,3	10,0	–	–	–	–
1999 Ιαν.	–	–	9,5	9,2	7,6	7,56	6,6	6,75
Φεβρ.	9,5	9,5	9,2	9,0	–	–	–	–
Μάρτ. ...	8,9	8,7	8,8	8,6	7,6 ¹	7,10	–	–
Απρ.	–	–	8,7	8,6	–	–	6,6 ¹	6,31
Μάιος ...	–	–	8,7	8,6	7,6 ¹	6,53	–	–
Ιούν.	9,4	9,0	8,7	8,6	–	–	6,6 ¹	6,12
Ιούλ.	–	–	8,9	8,6	7,6 ¹	7,30	–	–
Αύγ.	9,8	9,9	8,8	8,6	–	–	6,6 ¹	7,28
Σεπτ.	–	–	8,7	8,6	7,6 ¹	7,32	–	–
Οκτ.	–	–	9,1	8,6	–	–	6,6 ¹	7,07
Νοέμ.	–	–	8,9	8,6	7,6 ¹	7,61	–	–
Δεκ.	9,2	9,1	8,3	8,2	–	–	6,6 ¹	6,43
2000 Ιαν.	–	–	–	–	–	–	6,6 ¹	6,36
Φεβρ.	8,5	7,8	6,7	6,9	5,9	6,37	–	–
Μάρτ. ...	–	–	–	–	–	–	5,95	6,04
Απρ.	–	–	6,4	–	5,9 ¹	5,99	–	–
Μάιος ...	–	–	6,4	–	–	–	5,95 ¹	6,35
Ιούν.	8,1	7,5	6,4	–	5,9 ¹	6,13	–	–

1 Άνοιγμα τελευταίας έκδοσης αντίστοιχης διάρκειας.

(–) Δεν υπήρξε έκδοση αντίστοιχου τίτλου.

* Επιτόκιο τελευταίας έκδοσης μέσα στο μήνα ή στις αρχές του επόμενου μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας III.4 (συνέχεια)

Επιτόκια τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου κατά την έκδοσή τους

(Ποσοστά % ετησίως)

Τέλος περιόδου*	Δραχμικά ομόλογα με σταθερό επιτόκιο							
	7 ετών		10 ετών		15 ετών		20 ετών	
	Επιτόκιο τοκομεριδίου	Μέσο επιτόκιο διάθεσης	Επιτόκιο τοκομεριδίου	Μέσο επιτόκιο διάθεσης	Επιτόκιο τοκομεριδίου	Μέσο επιτόκιο διάθεσης	Επιτόκιο τοκομεριδίου	Μέσο επιτόκιο διάθεσης
1996 Δεκ.	—	—	—	—	—	—	—	—
1997 Δεκ.	—	—	—	—	—	—	—	—
1998 Δεκ.	8,7 ¹	8,25	8,6 ¹	7,19	—	—	—	—
1999 Δεκ.	—	—	—	—	—	—	—	—
1998 Ιαν.	—	—	—	—	—	—	—	—
Φεβρ.	—	—	—	—	—	—	—	—
Μάρτ. ...	—	—	8,6	7,9	—	—	—	—
Απρ.	8,7	8,64	—	—	—	—	—	—
Μάιος ...	—	—	8,6 ¹	7,8	7,5	7,7	—	—
Ιούν.	8,7 ¹	8,4	—	—	—	—	—	—
Ιούλ.	—	—	8,6 ¹	7,85	7,5 ¹	7,4	—	—
Αύγ.	8,7 ¹	7,8	—	—	—	—	—	—
Σεπτ.	—	—	8,6 ¹	8,26	—	—	—	—
Οκτ.	—	—	—	—	—	—	—	—
Νοέμ.	—	—	8,6 ¹	7,81	7,5 ¹	7,29	—	—
Δεκ.	8,7 ¹	8,25	8,6 ¹	7,19	—	—	—	—
1999 Ιαν.	—	—	6,3	6,1	6,5	6,32	—	—
Φεβρ.	6,0	5,94	—	—	—	—	—	—
Μάρτ. ...	—	—	6,3 ¹	5,98	6,5 ¹	6,27	—	—
Απρ.	6,0 ¹	6,07	—	—	—	—	—	—
Μάιος ...	—	—	6,3 ¹	5,66	6,5 ¹	5,9	—	—
Ιούν.	6,0 ¹	6,28	—	—	6,5 ¹	6,53	—	—
Ιούλ.	—	—	6,3 ¹	6,35	—	—	—	—
Αύγ.	—	—	—	—	—	—	—	—
Σεπτ.	—	—	6,3 ¹	6,76	6,5 ¹	6,69	—	—
Οκτ.	6,0 ¹	7,49	6,3 ¹	6,89	—	—	—	—
Νοέμ.	6,0 ¹	6,83	6,3 ¹	6,39	6,5 ¹	7,26	—	—
Δεκ.	—	—	—	—	—	—	—	—
2000 Ιαν.	—	—	6,3 ¹	6,60	—	—	6,5 ²	6,84
Φεβρ.	—	—	6,3 ¹	6,42	—	—	—	—
Μάρτ. ...	—	—	—	—	—	—	6,5 ¹	6,46
Απρ.	—	—	6,0	6,06	—	—	—	—
Μάιος ...	—	—	—	—	—	—	6,5 ¹	6,37
Ιούν.	—	—	6,0 ¹	6,01	—	—	—	—

1 Άνοιγμα τελευταίας έκδοσης αντίστοιχης διάρκειας.

2 Η ημερομηνία έκδοσης είναι 22 Οκτωβρίου 1999.

(—) Δεν υπήρξε έκδοση αντίστοιχου τίτλου.

* Επιτόκιο τελευταίας έκδοσης μέσα στο μήνα ή στις αρχές του επόμενου μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας III.5

Συνολική τραπεζική χρηματοδότηση ιδιωτικού τομέα

(Υπόλοιπα τέλους περιόδου σε δισεκ. δρχ.)

Περίοδος	Σύνολο	Σε δραχμές	Σε συν/γμα	Κλάδοι					
				Μετα- ποίηση	Εμπόριο	Οικισμός	Τουρισμός	Καταναλω- τική πίστη	Λοιπά
1995	8.328,0	6.858,1	1.469,9	2.788,9	1.584,8	1.219,0	398,5	423,1	1.913,7
1996	9.676,1	7.362,2	2.313,9	3.028,9	1.890,4	1.554,4	439,1	574,5	2.188,8
1997	11.145,8	8.407,5	2.738,3	3.185,4	2.316,9	1.924,4	464,7	731,6	2.522,8
1998	12.817,7	9.703,1	3.114,6	3.200,0	2.971,5	2.332,3	513,1	1.000,6	2.800,2
1999	14.636,6	10.796,3	3.840,3	3.571,6	3.141,1	2.927,9	547,7	1.315,9	3.132,4
1998 Ιαν.	11.256,7	8.423,0	2.833,7	3.228,4	2.350,9	1.953,9	466,1	743,3	2.514,1
Φεβρ.	11.337,2	8.486,6	2.850,6	3.227,1	2.353,3	1.989,9	471,9	757,8	2.537,2
Μάρτ.	11.754,3	8.743,7	3.010,6	3.273,8	2.476,3	1.998,6	497,5	770,9	2.737,2
Απρ.	11.854,4	9.254,8	2.599,6	3.244,2	2.568,1	2.031,0	505,3	777,4	2.728,4
Μάιος	11.941,8	9.325,5	2.616,3	3.229,3	2.621,6	2.058,6	497,7	800,7	2.733,9
Ιούν.	12.127,2	9.404,6	2.722,6	3.239,1	2.605,2	2.094,2	505,4	820,6	2.862,7
Ιούλ.	12.152,7	9.407,1	2.745,6	3.252,2	2.618,5	2.136,3	495,6	844,6	2.805,5
Αύγ.	12.260,8	9.360,2	2.900,6	3.249,8	2.613,4	2.168,2	490,0	866,9	2.872,5
Σεπτ.	12.313,6	9.457,1	2.856,5	3.252,4	2.684,1	2.206,5	484,3	890,5	2.795,8
Οκτ.	12.507,3	9.386,3	3.121,0	3.310,5	2.735,6	2.239,0	485,5	912,9	2.823,8
Νοέμ.	12.542,9	9.447,7	3.095,2	3.323,2	2.714,0	2.274,2	493,2	934,3	2.804,0
Δεκ.	12.817,7	9.703,1	3.114,6	3.200,0	2.971,5	2.332,3	513,1	1.000,6	2.800,2
1999 Ιαν.	12.946,6	9.727,8	3.218,8	3.217,0	2.981,6	2.355,5	509,6	1.019,3	2.863,6
Φεβρ.	13.010,5	9.693,5	3.317,0	3.210,0	2.944,6	2.386,4	515,4	1.035,0	2.919,4
Μάρτ.	13.220,2	9.728,1	3.492,1	3.244,2	2.970,1	2.430,8	527,5	1.108,6	2.939,0
Απρ.	13.307,5	9.750,0	3.557,5	3.243,0	2.984,2	2.471,3	537,3	1.153,0	2.918,7
Μάιος	13.565,8	9.974,9	3.590,9	3.283,3	3.085,5	2.523,1	540,9	1.184,7	2.948,3
Ιούν.	13.466,5	9.990,5	3.476,0	3.223,1	3.015,0	2.590,5	542,4	1.201,9	2.893,6
Ιούλ.	13.819,1	10.189,5	3.629,6	3.357,0	3.106,1	2.664,2	528,1	1.230,9	2.932,8
Αύγ.	13.933,7	10.124,6	3.809,1	3.368,6	3.105,0	2.719,7	526,3	1.263,9	2.950,2
Σεπτ.	14.044,9	10.207,8	3.837,1	3.407,6	3.128,6	2.778,9	520,3	1.242,2	2.967,3
Οκτ.	14.462,2	10.474,2	3.988,0	3.502,8	3.292,6	2.841,9	524,2	1.278,1	3.022,6
Νοέμ.	14.822,7	10.673,6	4.149,1	3.671,7	3.314,4	2.906,1	534,9	1.309,7	3.085,9
Δεκ.	14.636,6	10.796,3	3.840,3	3.571,6	3.141,1	2.927,9	547,7	1.315,9	3.132,4
2000 Ιαν.	14.901,2	10.978,4	3.922,8	3.540,9	3.261,4	2.979,5	556,5	1.338,2	3.224,7
Φεβρ.	15.080,1	11.038,1	4.042,0	3.469,4	3.405,8	3.036,0	567,1	1.367,9	3.233,9
Μάρτ.	15.108,4	10.941,8	4.166,6	3.453,0	3.457,4	3.031,5	573,1	1.345,9	3.247,5
Απρ.	15.716,5	11.349,8	4.366,7	3.572,5	3.583,0	3.096,2	589,6	1.372,4	3.502,8
Μάιος*	15.990,3	11.496,8	4.493,5	3.573,2	3.633,4	3.168,6	592,7	1.418,8	3.603,6

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας IV.1

Καθαρές δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα

(Δισεκ. δρχ.)

	Έτη			Ιανουάριος - Απρίλιος		
	1997	1998	1999 ⁴	1998	1999	2000 ⁴
1 Κεντρική κυβέρνηση^{1, 2}	2.585	2.323	2.026	800	876	1.411
– Κρατικός προϋπολογισμός	2.560	2.244	1.955	1.164	1.290	1.859
(Τακτικός προϋπολογισμός)	(1.664)	(1.178)	(607)	(967)	(1.011)	(1.552)
(Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων)	(896)	(1.066)	(1.348)	(197)	(279)	(307)
– Ειδικός Λογαριασμός Εγγυήσεων						
Γεωργικών Προϊόντων (ΕΛΕΓΕΠ)	25	79	71	-364	-414	-448
% του ΑΕΠ	7,8	6,5	5,3	2,2	2,3	3,5
2 Δημόσιοι οργανισμοί³	-345	-529	-597	34	-209	-230
– Χρηματοδότηση οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης	2	-26	-11	19	-19	-8
– Χρηματοδότηση οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης	6	8	2	-5	-1	-1
– Χρηματοδότηση λοιπών οργανισμών	-23	-20	-8	13	-9	-6
– Διαθέσιμα	-330	-491	-580	7	-180	-215
Γενική κυβέρνηση (1+2)	2.240	1.794	1.429	834	667	1.181
% του ΑΕΠ	6,8	5,0	3,7	2,3	1,7	2,9
3 Δημόσιες επιχειρήσεις	-133	141	73	-20	15	-51
– Χρηματοδότηση επιχειρήσεων κοινής ωφελείας	-116	65	140	-36	37	8
– Χρηματοδότηση λοιπών επιχειρήσεων	18	57	15	49	25	10
– Διαθέσιμα	-35	19	-82	-33	-47	-53
Δημόσιος τομέας (1+2+3)	2.107	1.935	1.502	814	682	1.130
% του ΑΕΠ	6,4	5,4	3,9	2,3	1,8	2,8
Δημόσιος τομέας (περιλαμβάνονται κεφαλαιοποιηθέντες τόκοι)	2.142	1.962	1.502	822	682	1.130
% του ΑΕΠ	6,5	5,5	3,9	2,3	1,8	2,8
Συμπληρωματικά στοιχεία						
– Πρωτογενές έλλειμμα κεντρικής κυβέρνησης	-638	-1.238	-1.629	-593	-616	-216
– Χρεολύσια	3.465	3.307	3.142	1.087	1.366	1.545
– Τόκοι και λοιπές δαπάνες	2.978	3.218	3.301	1.286	1.468	1.571
– Τοκοχρεολύσια ενόπλων δυνάμεων	234	331	327	100	17	54
– Τόκοι ΕΛΕΓΕΠ	11	12	27	7	7	2

1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος, την Αγροτική Τράπεζα, τις εμπορικές τράπεζες και τη μεταβολή των υποχρεώσεων προς το εξωτερικό.

2 Περιλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

3 Όπως προκύπτει από τις τοποθετήσεις τους σε χρεόγραφα και τραπεζικές καταθέσεις και τη μεταβολή των υποχρεώσεών τους προς το τραπεζικό σύστημα.

4 Προσωρινά στοιχεία και εκτιμήσεις.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας IV.2

Πηγές κάλυψης δανειακών αναγκών του δημόσιου τομέα

(Δισεκ. δρχ.)

	Έτη						Ιανουάριος - Απρίλιος					
	1997		1998		1999 ¹		1998		1999		2000 ¹	
	Ποσά	Εκατο- στιαία συμμε- τοχή	Ποσά	Εκατο- στιαία συμμε- τοχή	Ποσά	Εκατο- στιαία συμμε- τοχή	Ποσά	Εκατο- στιαία συμμε- τοχή	Ποσά	Εκατο- στιαία συμμε- τοχή	Ποσά	Εκατο- στιαία συμμε- τοχή
Εσωτερικός δανεισμός	967	45,9	69	3,6	-1.233	-74,1	-404	-49,6	-627	-91,9	-550	-48,7
- Έντοκα γραμμάτια και ομολογιακοί τίτλοι από νομισματικά χρηματο- δοτικά ιδρύματα	625 ¹	29,7	-557 ¹	-28,7	522 ¹	36,9	-903	-110,9	-24	-3,5	1.030	91,2
- Έντοκα γραμμάτια και ομολογιακοί τίτλοι από ιδιώτες και επιχειρήσεις	119 ¹	5,7	61 ¹	3,2	-1.750	-117,1	448	55,0	22	3,2	-680	-60,2
- Δάνεια και πιστώσεις από νομισματικά χρηματοδοτικά ιδρύματα	-4	-0,2	347	17,9	-123	-11,2	-91	-11,2	-406	-59,5	-495	-43,8
- Τράπεζα της Ελλάδος ²	227	10,8	218	11,3	118	17,3	142	17,4	-219	-32,1	-405	-35,8
Εξωτερικός δανεισμός³	1.140	54,1	1.866	96,4	2.735	174,1	1.218	149,6	1.309	191,9	1.680	148,7
Σύνολο	2.107	100,0	1.935	100,0	1.502	100,0	814	100,0	682	100,0	1.130	100,0

1 Αφορά διάθεση τίτλων και στη δευτερογενή αγορά.

2 Από 1.1.94 το σχετικό μέγεθος αφορά μεταβολή του πιστωτικού υπολοίπου των λογαριασμών του Ελληνικού Δημοσίου στην Τράπεζα της Ελλάδος και όχι χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος.

3 Περιλαμβάνονται και ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που διακρατούνται από κατοίκους εξωτερικού.

4 Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας IV.3

Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(Δισεκ. δρχ.)

	Έτη				Εκατοστιαία μεταβολή			Ιανουάριος - Απρίλιος			Εκατοστιαία μεταβολή	
	1997	1998	1999 ⁵	Προϋπ/σμός 2000	1998/97	1999/98	Προϋπ/σμός 2000/99	1998	1999	2000 ⁵	1999/98	2000/99
I. Έσοδα	9.186	10.413	11.601	12.115	13,4	11,4	4,4	2.720	2.987	3.384	9,8	13,3
1. Τακτικός προϋπολογισμός ¹	8.467	9.499	10.591	10.955	12,2	11,5	3,4	2.660	2.985	3.318	12,2	11,2
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	719	914	1.010	1.160	27,1	10,5	14,9	60	2	66	-96,7	3.200,0
(Ίδια έσοδα)	(20)	(22)	(30)	(30)	(10,0)	(36,4)	(-)	(-)	(2)	(. . .)	(-)	(-)
(Έσοδα ΕΕ)	(699)	(892)	(980)	(1.130)	(27,6)	(9,9)	(15,3)	(60)	(0)	(. . .)	(-)	(-)
II. Δαπάνες ²	15.280	16.098	16.889	18.142	5,4	4,9	7,4	4.902	5.612	6.392	14,5	13,9
1. Τακτικός προϋπολογισμός	13.653	14.220	14.638	15.702	4,2	2,9	7,3	4.534	5.058	5.650	11,6	11,7
- Χρεολύσια ^{2,3}	3.589	3.536	3.362	4.042	-1,5	-4,9	20,2	1.154	1.376	1.575	19,2	14,5
- Τακτικός προϋπολογισμός χωρίς χρεολύσια	10.064	10.684	11.276	11.660	6,2	5,5	3,4	3.380	3.682	4.075	8,9	10,7
(Τόκοι και λοιπές δαπάνες) ³	(3.216)	(3.234)	(3.309)	(3.220)	(0,6)	(2,3)	(-2,7)	(1.114)	(1.357)	(1.576)	(21,8)	(16,1)
Πρωτογενείς δαπάνες τακτικού προϋπ/σμού	6.848	7.450	7.967	8.440	8,8	6,9	5,9	2.266	2.325	2.499	2,6	7,5
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	1.627 ⁶	1.878 ⁶	2.251 ⁶	2.440 ⁶	15,4	19,9	8,4	368	554	742	50,5	33,9
III. Αποτελέσματα κρατικού προϋπ/σμού	-6.094	-5.685	-5.288	-6.027	-6,7	-7,0	14,0	-2.182	-2.625	-3.008	20,3	14,6
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-5.186	-4.721	-4.047	-4.747	-9,0	-14,3	17,3	-1.874	-2.073	-2.332	10,6	12,5
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	-908	-964	-1.241	-1.280	6,2	28,7	3,1	-308	-552	-676	79,2	22,5
Χρεολύσια ^{2,3}	3.589	3.536	3.362	4.042	-1,5	-4,9	20,2	1.154	1.376	1.575	19,2	14,5
IV. Αποτελέσματα κρατ. προϋπ/σμού (καθαρά) ⁴	-2.505	-2.149	-1.926	-1.985	-14,2	-10,4	3,1	-1.028	-1.249	-1.433	21,5	14,7
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-1.597	-1.185	-685	-705	-25,8	-42,2	2,9	-720	-697	-757	-3,2	8,6
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	-908	-964	-1.241	-1.280	6,2	28,7	3,1	-308	-552	-676	79,2	22,5
V. Πρωτογενές πλεόνασμα	711 ⁶	1.085 ⁶	1.383 ⁶	1.235 ⁶				86	108	143		

1 Δεν περιλαμβάνονται έσοδα από αποκρατικοποιήσεις.

2 Δεν περιλαμβάνονται πληρωμές για την εξόφληση έντοκων γραμματίων του ιδιωτικού τομέα.

3 Περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εξυπηρέτηση του χρέους των ενόπλων δυνάμεων.

4 Δεν περιλαμβάνονται οι πληρωμές χρεολυσιών.

5 Προσωρινά στοιχεία.

6 Περιλαμβάνονται ποσά 420 δισεκ. δρχ. το 1997, 482 δισεκ. δρχ. το 1998, 580 δισεκ. δρχ. το 1999 και 670 δισεκ. δρχ. στον προϋπολογισμό του 2000, που αφορούν κεφαλαιακές μεταβιβάσεις για απόκτηση περιουσιακών στοιχείων. Επίσης στις δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού του 2000 περιλαμβάνεται ποσό 80 δισεκ. δρχ., για ενισχύσεις αειοποταθών. Εάν τα πιο πάνω ποσά δεν συμπεριληφθούν, το πρωτογενές πλεόνασμα φθάνει στα 1.131 δισεκ. δρχ. το 1997, 1.567 δισεκ. δρχ. το 1998, 1.963 δισεκ. δρχ. το 1999 και 1.985 δισεκ. δρχ. το 2000.

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

Πίνακας IV.4

Εξυπηρέτηση χρέους κεντρικής κυβέρνησης¹

(Δισεκ. δρχ.)

	Έτη				Εκατοστιαία μεταβολή			Ιανουάριος – Απρίλιος			Εκατοστιαία μεταβολή	
	1997	1998	1999 ²	Προϋπ/σμός 2000	1998/97	1999/98	Προϋπ/σμός 2000/99	1998	1999	2000 ²	1999/98	2000/99
Χρεολύσια	3.465	3.307	3.142	3.926	-4,6	-5,0	25,0	1.087	1.366	1.545	25,7	13,1
(δραχμές)	(2.423)	(2.097)	(2.237)	(2.715)	(-13,5)	(6,7)	(21,4)	(607)	(973)	(1.211)	(60,3)	(24,5)
(συνάλλαγμα)	(1.042)	(1.210)	(905)	(1.211)	(16,1)	(-25,2)	(33,8)	(480)	(393)	(334)	(-18,1)	(-15,0)
Τόκοι και λοιπές δαπάνες	3.106	3.131	3.202	3.110	0,8	2,3	-2,9	1.081	1.350	1.552	24,9	15,0
(δραχμές)	(2.637)	(2.568)	(2.659)	(2.581)	(-2,6)	(3,5)	(-2,9)	(901)	(1.160)	(1.322)	(28,7)	(14,0)
(συνάλλαγμα)	(469)	(563)	(543)	(529)	(20,0)	(-3,6)	(-2,6)	(180)	(190)	(230)	(5,6)	(21,1)
Σύνολο I	6.571	6.438	6.344	7.036	-2,0	-1,5	10,9	2.168	2.716	3.097	25,3	14,0
Τοκοχρεολύσια χρέους ενόπλων δυνάμεων	234	331	327	226	41,5	-1,2	-30,9	100	17	54	-83,0	217,6
(χρεολύσια)	(124)	(229)	(220)	(116)	(84,7)	(-3,9)	(-47,3)	(67)	(10)	(30)	(-85,1)	(200,0)
(τόκοι)	(110)	(102)	(107)	(110)	(-7,3)	(4,9)	(2,8)	(33)	(7)	(24)	(-78,8)	(242,9)
Σύνολο II	6.805	6.769	6.671	7.262	-0,5	-1,4	8,9	2.268	2.733	3.151	20,5	15,3

¹ Δεν περιλαμβάνεται η δαπάνη για την εξόφληση έντοκων γραμματίων ιδιωτών.

² Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.