

ΑΡΤΙΝ ΧΟΤΟΤΙΑΝ
Λέκτορα Οικονομίας
Αριστοτελείου Πανεπιστημίου

ΠΡΟΤΑΣΗ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΑΡΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ
ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ
ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1. Αποσαφήνισεις για το «άριστο» της πολιτικής

Στη νομισματική πολιτική όταν χρησιμοποιούμε την έννοια του άριστου, για να προσδιορίσουμε την ποσότητα του εξωγενούς χρήματος, δε θα πρέπει να κάνουμε το λάθος και να θεωρούμε ότι το άριστο αφορά την ποσότητα της προσφοράς του πραγματικού χρήματος της οικονομίας, δηλαδή του λόγου M/P. Και αυτό γιατί οι νομισματικές αρχές δεν μπορούν άμεσα να καθορίσουν την πραγματική ποσότητα, μεταβάλλοντας ανάλογα την ονομαστική. Το αίτιο της αργίον αυτής αδυναμίας των αρχών οφείλεται στο γεγονός ότι ενώ αυτές έχουν το αποκλειστικό δικαίωμα και μπορούν να καθορίσουν την ονομαστική ποσότητα του χρήματος, η πραγματική ποσότητα των ρευστών διαθέσιμων διαμορφώνεται από το ίδιο το κοινό διά μέσου των μεταβολών στο γενικό επίπεδο των τιμών.

Όμως, οι νομισματικές αρχές μπορούν έμμεσα να επηρεάσουν την ποσότητα αυτή, αφού έχουν στη διάθεσή τους σύνολο «μέσων» νομισματικής πολιτικής. Κατά συνέπεια, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η έννοια του άριστου δε θα πρέπει να αφορά αυτή καθαυτή την προσφορά του εξωγενούς χρήματος, αλλά το σύνολο των μέτρων της πολιτικής που οι νομισματικές αρχές χρησιμοποιούν κάθε φορά για να επιτύχουν την επιθυμητή ποσότητα του χρήματος.

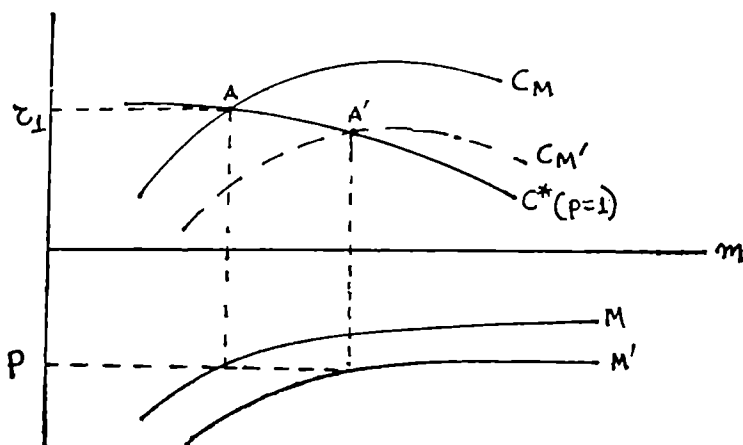
Με βάση αυτή την προκαταρκτική αποσαφήνιση, το πρόβλημα της αριστοποίησης της νομισματικής πολιτικής θα αφορά σύνολο προβλημάτων της οικονομίας που έχουν άμεση σχέση με το χρήμα. Τα προβλήματα αυτά κατευθύνουν το σκεπτικό της εργασίας αυτής που κύρια έχουν να κάνουν: α) Με τη σταθεροποιητική πολιτική που εφαρμόζουν οι νομισματικές αρχές στις αγορές αγαθών και χρήματος από τη μια, και από την άλλη, με τις επιδράσεις που δημιουργεί η φορολογική πολιτική στη γενική ισορροπία. β) Με την αριστοποίηση αναφορικά με την επιλογή του επιθυμητού ύψους των νομισματικών μεταβλητών που έχουν να κάνουν με τα κυριότερα μακροοικονομικά φαινόμενα. Με αυτή τη λογική η πιθανότητα επίτευξης του «άριστου» του χρυσού κανόνα για την Ελληνική οικονομία με νομισματικά μέτρα εμπίπτει στο πλαίσιο αυτής της αριστοποίησης. γ) Με την αριστοποίηση της οικονομικής μεγέθυνσης σε σχέση με τη νομισματική πολιτική, την ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και τον πληθωρισμό. δ) Με το πρόβλημα αναφορικά με την αριστοποίηση της ρευστότητας της οικονομίας. ε) Με την αριστοποίηση της πολιτικής

του χρήματος σχετικά με τις επενδύσεις και ζ) Με την αριστοποίηση της πιστωτικής πολιτικής και μάλιστα από τη σκοπιά της δομικής της αποδοτικότητας, δηλαδή της αποδοτικότητας του τραπεζικού συστήματος στην προσπάθειά του να συμβάλει στο στόχο της σταθεροποίησης και στην κατανομή του κεφαλαίου μεταξύ εναλλακτικών χρήσεων.

Ο τρόπος επίτευξης της αριστοποίησης αυτής σε όλα αυτά τα θέματα θα σκιαγραφηθεί στην εργασία αυτή με στόχο ναδειχθεί ο τρόπος σύγκλισής τους σε μια θετική επίδραση της προσφοράς χρήματος.

2. Η άριστη πολιτική σχετικά με την ισορροπία στην αγορά αγαθών

Στο παρακάτω σχήμα 1 ως εξετάσουμε την ισορροπία αγαθών με τη βοήθεια του σχήματος των Pesek and T. K. Saving¹.

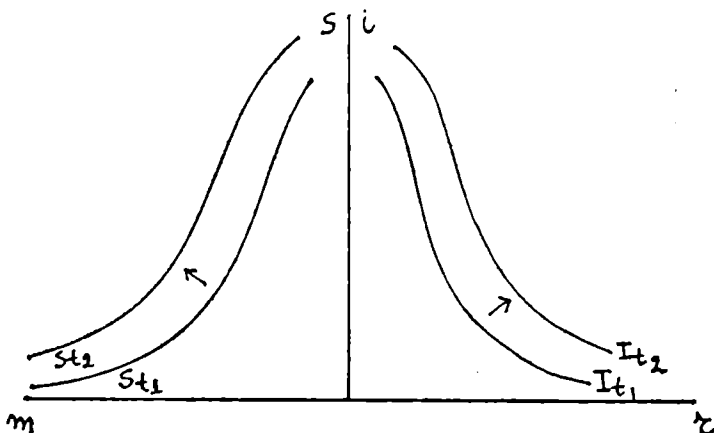


Σχήμα 1. Ισορροπία στην αγορά αγαθών.

Η καμπύλη $C^*(p=1)$ στο παραπάνω σχήμα αποτελεί τον γεωμετρικό τόπο σημείων συνδυασμών επιτοκίων και πραγματικής ποσότητας χρήματος που είναι αναγκαία για ισορροπία στην αγορά αγαθών. Μια αύξηση στο γενικό επίπεδο τιμών, σαν αυτή που γνώρισε η Ελλάδα τα τελευταία χρόνια, ανακαταθέμει το εισόδημα από τον μη-ανθρώπινο προς τον ανθρώπινο πλούτο της οικονομίας και κατά συνέπεια η συνάρτηση αποταμίευσης S_{11} που απεικονίζουμε

1. Pesek and Saving, *J.P.E.* vol. 71, August 1963, σ. 347-362.

στο σχήμα 2 μετατοπίζεται προς τα αριστερά. Παράλληλα όμως αυτή η ανακατανομή τείνει να περιορίζει τα επιχειρηματικά κέρδη, με συνέπεια η συνάρτηση των επενδύσεων που απεικονίζουμε στο ίδιο σχήμα να αρχίσει να μετατοπίζεται προς τα δεξιά. Δηλαδή η I_{t1} γίνεται I_{t2} .

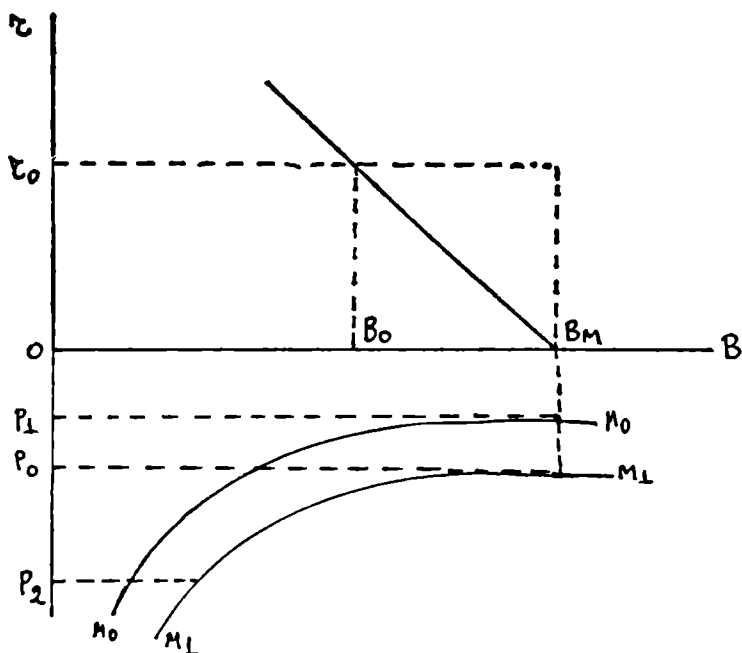


Σχήμα 2.

Με δεδομένη την ονομαστική ποσότητα του χρήματος που καθορίζεται από τη νομισματική αρχή, υπάρχει μόνο ένα γενικό επίπεδο τιμών που ανταποκρίνεται στην πραγματική ποσότητα του χρήματος η οποία απαιτείται για την ύπαρξη ισορροπίας στην αγορά αγαθών. Το σημείο που εξασφαλίζει αυτή την ισορροπία είναι το σημείο Α. Το κάτω μέρος του σχήματος 1 μας βοηθάει να βρούμε το άριστο σημείο για κάθε συνάρτηση C^* . Για κάθε ονομαστική ποσότητα της προσφοράς χρήματος που απεικονίζεται στο μέρος αυτό, η πραγματική ποσότητα της προσφοράς, m_1 , πρέπει να συνοδεύει το γενικό επίπεδο τιμών P_1 . Με την πραγματική ποσότητα του χρήματος m_1 προϋποτίθεται το άριστο επιτόκιο r_1 . Ανάλογη δε ισορροπία θα έχουμε με τη λογική αυτή αν, αντί της καμπύλης M , θεωρούμε την καμπύλη M' που αποτελεί τόπο σημείων συνδυασμών των ίδιων επιπέδων πραγματικού χρήματος με υψηλότερα επίπεδα τιμών, πράγμα που υπονοεί μεγαλύτερη ονομαστική προσφορά χρήματος.

3. Ισορροπία στην αγορά χρήματος

Το επάνω μέρος του ανωτέρω σχήματος 3 σχετίζει τη ζήτηση για πραγματικά διαθέσιμα με το κόστος ευκαιρίας διακράτησης ταμειακών διαθέσιμων. Αν το ποσοστό απόδοσης του πραγματικού κεφαλαίου της επένδυσης είναι r_0 ,



Σχήμα 3.

τα επιθυμητά πραγματικά διαθέσιμα θα είναι στο ύψος του OB_0 . Το κάτω δε μέρος του σχήματος σχετίζει το γενικό επίπεδο τιμών με τα επιθυμητά πραγματικά διαθέσιμα. Με δεδομένο το απόθεμα χρήματος στο ύψος M_0 , τα επιθυμητά πραγματικά διαθέσιμα B_0 καθορίζουν το επίπεδο τιμών P_0 . Τα διαθέσιμα αυτά για να διατηρηθούν στο σημείο B, προϋποτίθεται η πληρωμή επιτοκίου r_0 στα ονομαστικά μεγέθη. Με δεδομένο το απόθεμα χρήματος στο M_0 , το επίπεδο τιμών πρέπει να μειωθεί από το επίπεδο P_0 στο P_1 . Εναλλακτικά, η ονομαστική προσφορά του χρήματος θα μπορούσε να αυξηθεί από M_0 σε M_1 για να διατηρηθεί σταθερό στο επίπεδο τιμών. Ο έλεγχος δε του ονομαστικού αποθέματος του χρήματος θα μπορεί να εγγυηθεί αριστοποίηση χωρίς το επίπεδο τιμών να αυξηθεί δραστικά.

Από εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει τελευταία στην Ελλάδα, παρατηρείται ότι τα ποσοστά μεταβολής στις δημόσιες δαπάνες, στην προσφορά χρήματος και στις εξαγωγές έχουν θετικές επιδράσεις στο ποσοστό μεταβολής του επιπέδου οικονομικής δραστηριότητας. Οι τιμές των σχετικών εκτιμητών που βρέθηκαν, φανερώνουν ότι τα ποσοστά μεταβολής στο επίπεδο της δημόσιας δαπάνης είναι πιο αποτελεσματικά για την αύξηση της συνολικής ζήτησης

από ο,τι η νομισματική πολιτική. Επειδή όμως οι δημόσιες δαπάνες στην Ελλάδα συνοδεύτηκαν από αυξήσεις στην προσφορά χρήματος και στους φόρους των επιχειρήσεων, θα πρέπει να διερευνηθούν τα αποτελέσματα της φορολογικής πολιτικής επί του επιπέδου εισοδήματος και των επενδύσεων. Ο συντελεστής συσχέτισης, που αποδίδει το ποσοστό μεταβολής στην ποσότητα του χρήματος στο ποσοστό μεταβολής της δημόσιας δαπάνης, υπήρξε σχετικά χαμηλός. Αυτό μας λέει, ότι οι δαπάνες ελλειμματικού προϋπολογισμού και όχι οι συνολικές δαπάνες οδήγησαν σε αύξηση της προσφοράς χρήματος.

Έχει επίσης βρεθεί ότι το οριακό αποτέλεσμα του επιτοκίου στη ζήτηση χρήματος είναι στατιστικά σημαντικό. Το αποτέλεσμα αυτό μας φανερώνει μια αρνητική συσχέτιση και υπονοεί ότι η ζήτηση χρήματος επαληθεύει τη μετακεϋνσιανή θεωρία. Η μακροχρόνια ελαστικότητα αναφορικά με το επιτόκιο ήταν $-0,295089$ (OLS). Από την άλλη μεριά, η βραχυχρόνια ελαστικότητα για διακράτηση χρήματος ήταν $0,12923$ (OLS), ενώ η μακροχρόνια τάση για διακράτηση χρήματος ήταν $0,24987$ (OLS). Τα στοιχεία αυτά μας φανερώνουν, ότι η ζήτηση χρήματος είναι βραχυχρόνια ανελαστική αναφορικά με το εισόδημα, αλλά μακροχρόνια γίνεται ελαστική λαμβάνοντας τιμή μεγαλύτερη της μονάδας².

Δεδομένης της ελαστικότητας ζήτησης χρήματος αναφορικά με το επιτόκιο, μπορούμε να κατασκευάσουμε τη συνάρτηση ζήτησης χρήματος για την Ελληνική οικονομία. Οι διαδοχικές αυξήσεις στην προσφορά χρήματος από τα έτη 1980 μέχρι το έτος 1983 φαίνονται στον παρακάτω πίνακα 1.

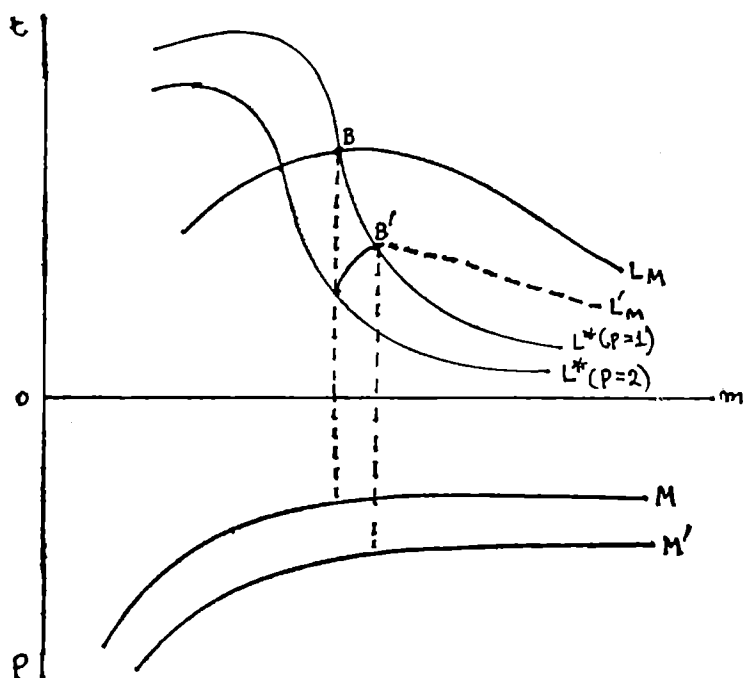
ΠΙΝΑΚΑΣ 1

	1980	1981	1982	1983	
Προσφορά χρήματος	313.054	385.927	476.236	443.868	(εκατ. δραχμ.)

Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος, Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο, Ιούνιος 1983.

Οι διαδοχικές αυξήσεις στην προσφορά χρήματος από τα έτη 1980 μέχρι το έτος 1983 έχουν ως αποτέλεσμα τη μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης προς τα κάτω και αριστερά στο σχήμα 4.

2. Πρβλ. Ιωάννης Παλαιολόγου, «Η συνάρτηση προτίμησης ρευστότητας της Ελληνικής οικονομίας», Περιοδικό *Σπουδαί*, Δεκέμβριος 1983, σ. 806-809.



Σχήμα 4.

Δεδομένης της ονομαστικής προσφοράς του χρήματος, υπάρχει μόνο ένα γενικό επίπεδο τιμών που ανταποκρίνεται στη δεδομένη πραγματική ποσότητα του χρήματος. Η καμπύλη L^* στο ανωτέρω σχήμα είναι τόπος σημείων που δεν είναι ανεξάρτητος από το γενικό επίπεδο τιμών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η αύξηση στο επίπεδο των τιμών ανακατανέμει το καθαρό εισόδημα από το μη-ανθρώπινο στο ανθρώπινο εισόδημα επηρεάζοντας τη L^* , που στο σχήμα 4 βρίσκεται τώρα χαμηλότερα. Το σημείο B στο σχήμα 4 ικανοποιεί τις προϋποθέσεις για γενική ισορροπία στο αριστοποιητικό μας υπόδειγμα. Το κάτω δε μέρος του σχήματος μας βοηθάει να βρούμε το σημείο αυτό για κάθε συνάρτηση της L . Οι συναρτήσεις L παριστάνουν όλους τους συνδυασμούς επιτοκίων και ποσότητας πραγματικού χρήματος που απαιτούνται για ισορροπία στην αγορά χρήματος. Η αλληλεπίδραση δε μεταξύ των καμπυλών L μας βοηθάει να καθορίσουμε τα ζεύγη των επιτοκίων και πραγματικού χρήματος που πρέπει να υπάρξουν για την επίτευξη άριστης ισορροπίας στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών, και έτσι κάθε σημείο της καμπύλης C_M στο σχήμα 1 να συμβιβάζεται με την ποσότητα του πραγματικού χρήματος και του επιπέδου των τιμών.

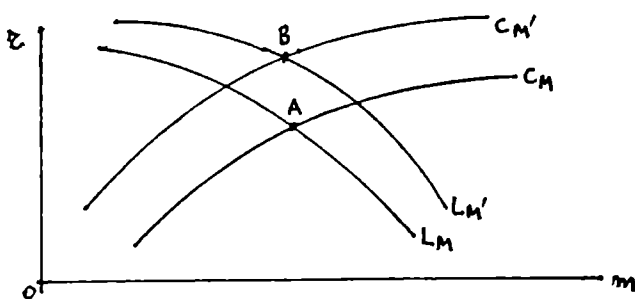
Αυτό που πρέπει να εξετασθεί στο σημείο αυτό είναι οι επιδράσεις της πολιτικής, όπου η αύξηση στο επίπεδο της νομισματικής εξάπλωσης συνοδεύεται με αύξηση στο επίπεδο των φόρων των επιχειρήσεων και των προσωπικών φόρων. Ο ακόλουθος πίνακας 2 μας φανερώνει τις μεταβολές που έχουν πραγματοποιηθεί στις ιδιωτικές καταθέσεις, στις επενδύσεις και στις αποταμιεύσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

	1980	1981	1982	1983
Προσφορά χρήματος	313.054	385.927	476.236	443.863
Ιδιωτικές καταθέσεις	782.098	1.081.956	1.416.551	1.438.029
Επενδύσεις	474.183	449.750	586.550	
Αποταμιεύσεις	541.231	7.747.642	968.630	953.377

Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος, Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο, Ιούνιος 1983.

Ας δούμε τώρα με βάση τα παραπάνω, τι μεταβολές δημιουργούνται στο υποδείγμά μας όσο αφορά τις καμπύλες C_M και L_M . Το σχήμα 5 μας δίνει την αρχική ισορροπία του υποδείγματος στο σημείο Α.



Σχήμα 5.

Επειδή η προσφορά χρήματος έχει αυξηθεί, κάθε ποσότητα πραγματικού χρήματος θα ανταποκρίνεται στο υψηλότερο γενικό επίπεδο τιμών που προκαλεί μετατόπιση της καμπύλης $C_M C_M$ προς την $C_M' C_M'$. Η διαφορά μεταξύ της προηγούμενης και της νέας καμπύλης οφείλεται στους υψηλότερους

πραγματικούς φόρους επί του ανθρώπινου και μη-ανθρώπινου εισοδήματος. Η ίδια λογική αφορά και τη συνάρτηση $L_M L_M$ που μετατοπίζεται στη θέση $L_M' L_M'$ δημιουργώντας έτσι τη νέα ισορροπία στο σημείο Β. Συνεπώς, αν σε υπόδειγμα που περιλαμβάνει ομολογίες αυξηθεί η ποσότητα του χρήματος, το επιτόκιο πρέπει να μειωθεί ενώ το επίπεδο τιμών πρέπει να αυξηθεί, αν και όχι αναγκαστικά ανάλογα με την αύξηση στην ποσότητα του χρήματος. Βέβαια το αποτέλεσμα θα ήταν διαφορετικό για υπόδειγμα που δεν περιλαμβάνει ομολογίες· εκεί το επίπεδο τιμών θα αυξηθεί ανάλογα με την αύξηση στην ποσότητα του χρήματος. Ας δούμε όμως το πώς η αύξηση στην ποσότητα του χρήματος επιδρά λαμβανομένων υπόψη των φόρων.

4. Η επεκτατική νομισματική πολιτική με υψηλότερους φόρους επί των επιχειρήσεων και άμεσων φόρων

Ο παρακάτω πίνακας 3 μας παρουσιάζει τις μεταβολές στους φόρους των επιχειρήσεων και στους άμεσους φόρους για τα έτη 1980-82.

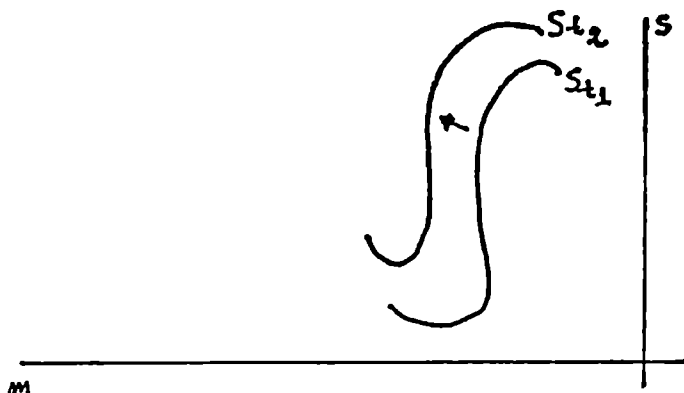
ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Φόροι επί των επιχειρήσεων		Άμεσοι φόροι	
Έτος 1980	14.342	Έτος 1980	57.751
» 1981	17.615	» 1981	67.472
» 1982	25.629	» 1982	94.538

Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος. Έκθεση του Διοικητή, έτος 1983.

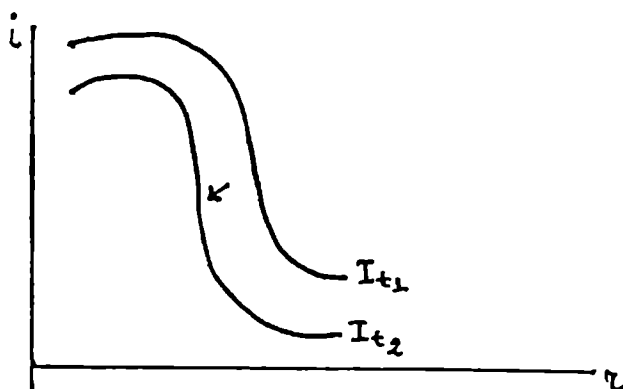
Η ανάλυσή μας στο σημείο αυτό θα προχωρήσει, με το να λάβουμε υπόψη τόσο την αύξηση στην προσφορά χρήματος που φαίνεται στο σχήμα 3 όσο και την αύξηση στο επίπεδο των φόρων επί των επιχειρήσεων και των άμεσων φόρων που φαίνονται στον πίνακα 3. Με την αύξηση της προσφοράς χρήματος, η συνάρτηση $L_M L_M$ της αγοράς χρήματος στο σχήμα 5 μετατοπίζεται προς τα αριστερά. Αλλά η μετακίνηση της καμπύλης $L_M L_M$ δεν είναι ισόποση με την αύξηση στην ποσότητα του χρήματος. Η προς τα αριστερά μετακίνηση συνοδεύεται από μια επιπρόσθετη μετακίνηση που οφείλεται στο γεγονός ότι η μείωση στον πλούτο, που προκαλείται από τις χαμηλότερες πληρωμές του τόκου, συνοδεύεται από μια άλλη μείωση στον πλούτο λόγω των υψηλότερων επι-

χειρηματικών φόρων επί του μη-ανθρώπινου εισοδήματος. Στην αγορά αγαθών, το επίπεδο της κατανάλωσης μειώνεται και οι αποταμιεύσεις αυξάνουν σημαντικά όπως μας δείχνει ο πίνακας 2 μέχρι το έτος 1982. Αυτό σημαίνει ότι η συνάρτηση αποταμιεύσεων της Ελληνικής οικονομίας έχει μετατοπιστεί προς τα αριστερά, αφού το καθαρό ανθρώπινο εισόδημα και το μη ανθρώπινος εισόδημα έχουν μειωθεί.



Σχήμα 6.

Από την άλλη μεριά, οι υψηλότεροι φόροι επί των επιχειρήσεων κάνουν τις επενδύσεις λιγότερο ελκυστικές στους επιχειρηματίες, και αυτός είναι ένας από τους λόγους για τους οποίους η πραγματική επένδυση μειώνεται από χρόνο σε χρόνο όπως εξάλλου φανερώνει και ο πίνακας 3. Στη βάση δε του δευτέρου σχήματος μπορούμε να συμπεράνουμε ότι το πρόγραμμα $I_1 I_1$ μετατοπίζεται προς τα αριστερά όπως δείχνει και το σχήμα 7.



Σχήμα 7.

Το άμεσο αποτέλεσμα αυτής της μετατόπισης είναι ότι η καμπύλη $C_M C_M$ μετατοπίζεται προς τα δεξιά, δηλαδή δεξιότερα από τη θέση που αυτή η καμπύλη θα είχε στην περίπτωση απλής αύξησης της προσφοράς χρήματος χωρίς μεταβολές στους φόρους. Επειδή δε η επένδυση στην οικονομία αυξάνει κατά λιγότερο από την αποταμίευση, όπως φαίνεται στον πίνακα 2, η συνάρτηση $C_M' C_M'$ παίρνει μια θέση δεξιότερα της αρχικής $C_M C_M$. Ως αποτέλεσμα αυτού, το πραγματικό επιτόκιο πρέπει να είναι μικρότερο από αυτό που θα επικρατούσε μετά από απλή αύξηση στην προσφορά του χρήματος. Από την άλλη μεριά, το επίπεδο τιμών που προκύπτει είναι χαμηλότερο από αυτό που θα υπήρχε στην περίπτωση μιας απλής αύξησης στην προσφορά του χρήματος. Και συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι η ποσοστιαία αύξηση στο επίπεδο τιμών το έτος 1983 ήταν 20% ενώ το 1982 ήταν 25%.

Η αύξηση στους επιχειρηματικούς φόρους κατά την περίοδο 1980-83 συνοδεύτηκε με αύξηση στο επίπεδο των φόρων επί ιδιωτών σε μια προσπάθεια να μειωθεί το έλλειμμα του προϋπολογισμού. Με δεδομένο το χαμηλότερο καθαρό εισόδημα, η συνάρτηση $C_M C_M'$ του σχήματος 5 μετατοπίζεται προς τα αριστερά από τη θέση που θα είχε στην περίπτωση απλής αύξησης της προσφοράς χρήματος και συγκεκριμένα στη θέση $C' M' C' M'$.

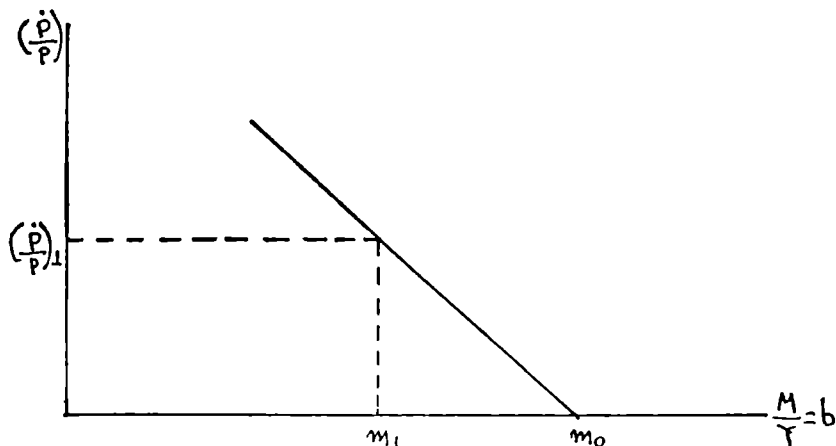
Η συνάρτηση LL μετατοπίζεται και αυτή προς τα αριστερά διότι κατά το διάστημα 1980-1983 πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις στην προσφορά χρήματος. Όμως οι υψηλότεροι φόροι επί ιδιωτών μειώνουν την πραγματική αξία του καθαρού ανθρώπινου εισοδήματος, μετατοπίζοντας τη συνάρτηση LL ακόμα πιο προς τα αριστερά. Αν και το επιτόκιο είναι το χαμηλότερο στην περίπτωση της πολιτικής λειτουργιών εσωτερικής χρηματοδότησης, δεν σημαίνει αναγκαστικά ότι αυτή η πολιτική θα είναι πιο περιοριστική για την οικονομική μεγέθυνση από ο,τι οι λειτουργίες εσωτερικής χρηματοδότησης, συνδυασμένες με υψηλότερους επιχειρηματικούς φόρους, που με βάση τα δεδομένα της οικονομίας επιδρούν αρνητικά στη μεγέθυνση.

5. Μεγέθυνση και άριστη νομισματική πολιτική

Ήδη είναι γνωστό στη νομισματική θεωρία ότι ο λόγος των πραγματικών διαθεσίμων προς το εισόδημα, έστω (b), είναι συνάρτηση του προβλεπόμενου ποσοστού πληθωρισμού στην περίπτωση που επικρατούν στην οικονομία προβλέψεις για τον ρυθμό αύξησης των τιμών. Αυτό όμως υπονοεί ότι ο λόγος b είναι επίσης συνάρτηση του ποσοστού αύξησης της προσφοράς χρήματος. Ο λόγος είναι τόσο χαμηλότερος, όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό νομισματικής εξάπλωσης. Το σχήμα 8 μας βοηθάει στο να αντιληφθούμε αυτό καλύτερα.

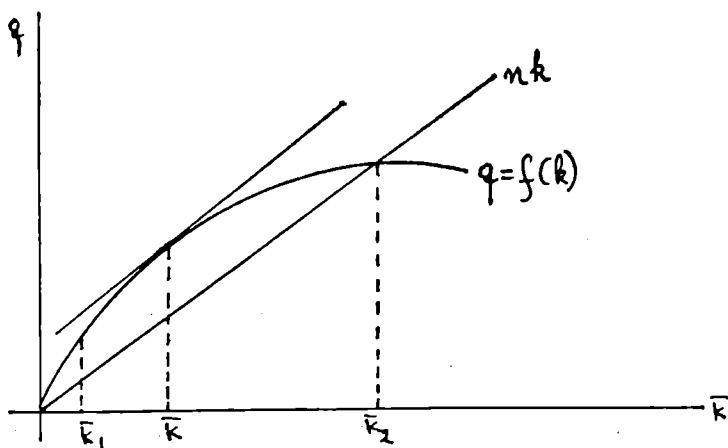
Στην περίπτωση εκείνη που ο πληθωρισμός γίνεται ένα προβλεπόμενο φαινόμενο, αυξήσεις στην προσφορά χρήματος θα σημαίνουν μείωση του λόγου

β. Στη χώρα μας η βάση στην οποία λειτούργησε ο λόγος των αποταμιεύσεων (s) ήταν μικρότερη, και συνεπώς μικρότερη ήταν η αφαίρεση των πραγματικών



Σχήμα 8.

διαθεσίμων από τις αποταμιεύσεις και υψηλότερος ο λόγος των αποταμιεύσεων για τη δημιουργία πραγματικού κεφαλαίου. Αυτό σημαίνει ότι αν η Ελληνική οικονομία βρίσκεται χαμηλότερα από τη θέση του αρίστου του χρυσού κανόνα, θα πρέπει για να πετύχει τη θέση αυτή να κατευθύνει τον λόγο των πραγματικών αποταμιεύσεων προς το ποσοστό που απαιτεί ο χρυσός κανόνας. Αν η οικονομία βρισκόταν πάνω από τη θέση του χρυσού κανόνα, θα μπορούσε να πλησιάσει προς αυτόν μειώνοντας τον λόγο \dot{M}/M . Το σχήμα 9 μας αποδίδει τον χρυσό κανόνα.

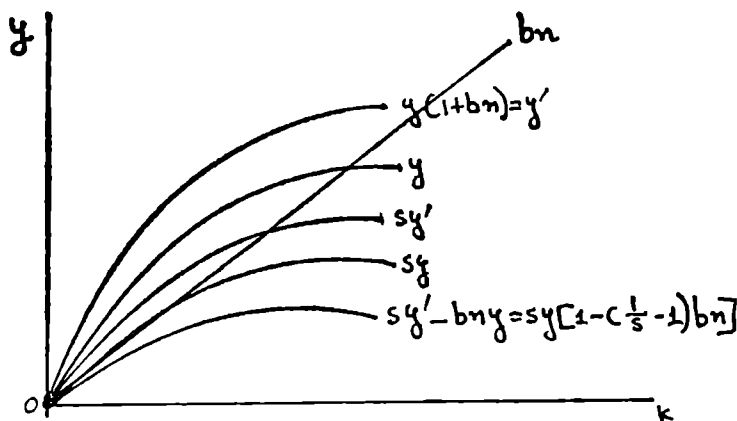


Σχήμα 9.

Ενώ υπάρχει κέρδος ευημερίας καθώς η οικονομία βρίσκεται πέρα από τη θέση του χρυσού κανόνα, μια και θα μπορούσε να αυξηθεί η κατανάλωση για κάθε χρονική στιγμή, το κέρδος αυτό δεν θα ήταν βέβαιο αν η οικονομία βρισκόταν κάτω από τη θέση του χρυσού κανόνα. Αυτό διότι η μετακίνηση προς αυτήν προϋποθέτει τη μείωση της κατανάλωσης στην τρέχουσα περίοδο και αύξησή της στη μελλοντική. Για να αποφασιστεί δε το αν η μετακίνηση ενδείκνυται, προϋποτίθεται ο καθορισμός διαχρονικής συνάρτησης κατανάλωσης. Στην Ελλάδα η προσφορά χρήματος (M_1) αυξήθηκε το 1982 κατά 22,1% έναντι αύξησης 23,3% το 1981. Η μεγαλύτερη αύξηση έγινε στις καταθέσεις όψης, ενώ το ποσοστό αύξησης του κυκλοφορούντος χρήματος διατηρήθηκε στα επίπεδα των δύο προηγούμενων ετών.

6. Τα άριστα αποτελέσματα μεγέθυνσης της νομισματικής εξάπλωσης

Θεωρούμε το σχήμα 10 που έχει να κάνει με τις σχέσεις χρήματος και μεγέθυνσης³.



Σχήμα 10.

- Έστω y = κατά κεφαλή εισόδημα
 k = λόγος κεφαλαίου-εργασίας
 b = λόγος πραγματικών διαθεσίμων προς εισόδημα
 s = κατά κεφαλή αποταμιεύσεις
 n = ποσοστό αύξησης του πληθυσμού

3. Hany Johnson, *Macroeconomics and Monetary theory*, Gray-Mills, Publishing Ltd., London, σ. 168-169.

Η ευθεία y στο σχήμα 10 εκφράζει τη συνάρτηση παραγωγής που σχετίζει το κατά κεφαλή εισόδημα με το κατά κεφαλή κεφάλαιο. Η ευθεία ($y+bn$) αποτελείται από το y συν τα κέρδη κεφαλαίου από την αύξηση των πραγματικών διαθεσίμων, που σχετίζονται με το εισόδημα μέσω του ποσοστού αύξησης του πληθυσμού και του λόγου των πραγματικών διαθεσίμων προς το προϊόν. Το μέγεθος b εξαρτάται από το κόστος ευκαιρίας της διακράτησης πραγματικών διαθεσίμων και από την αύξηση των πραγματικών διαθεσίμων, ενώ το γινόμενο kn είναι η ποσότητα από την παραγωγή που πρέπει να διατεθεί για πραγματική επένδυση έτσι, ώστε ο αυξανόμενος πληθυσμός να είναι εξοπλισμένος με την ίδια ποσότητα κατά κεφαλή κεφαλαίου όπως και ο πληθυσμός της προηγούμενης περιόδου. Δηλαδή την ποσότητα του κεφαλαίου που είναι αναγκαία για να διατηρηθεί το επίπεδο του k της προηγούμενης περιόδου.

Η καμπύλη Sy' στο σχήμα βρίσκεται ψηλότερα από την καμπύλη αποταμιεύσεων, όπως και η y' βρίσκεται ψηλότερα της y . Αλλά η καμπύλη πραγματικών αποταμιεύσεων βρίσκεται χαμηλότερα καθώς πρέπει να αφαιρέσουμε το μερίδιο του s για να λάβουμε τα πραγματικά διαθέσιμα. Αυτό μετατοπίζει την καμπύλη s προς τα κάτω συγκριτικά με εκείνη την καμπύλη που θα υπήρχε χωρίς αυτό το γεγονός, και η μετατόπιση είναι τόσο μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερη είναι η αξία του λόγου b . Τα στατιστικά στοιχεία δείχνουν, παράλληλα, ότι η ζήτηση χρήματος είναι για πραγματικά διαθέσιμα και όχι για ονομαστικά έτσι, ώστε η αύξηση στην προσφορά χρήματος δεν επηρεάζει σημαντικά τις πραγματικές μεταβλητές. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι είναι ουδέτερο, αφού οι μεταβολές \dot{M}/M και \dot{P}/P επηρεάζουν την ισόρροπη διαδρομή μεγέθυνσης. Όσο μεγαλύτερος ο λόγος \dot{M}/M , όπως δείχνουν οι στατιστικές, τόσο μικρότερος ο λόγος b και συνεπώς τόσο μεγαλύτερες οι τιμές των k και y . Με αυτά τα δεδομένα, μπορούμε να συνάγουμε ότι η νομισματική πολιτική στην Ελλάδα επιδρά επί του εισοδήματος· συμπέρασμα που βεβαιώνει τη θέση που εκθέσαμε στη δεύτερη παράγραφο. Έτσι καθώς αυξάνουμε τον λόγο k , πρώτα αυξάνει η κατανάλωση και κατόπι μειώνεται κατά τρόπο που να υπάρχει περιθώριο για μεγιστοποίηση της κατανάλωσης στη συνάρτηση. Στο μέτρο δε που η Ελληνική οικονομία βρίσκεται κάτω από τη θέση του χρυσού κανόνα, ο πληθωρισμός αυξάνει την κατανάλωση.

Το ερώτημα στο σημείο αυτό είναι αν η Ελληνική οικονομία μπορεί να προσεγγίσει τη θέση του χρυσού κανόνα με τη χρήση νομισματικής πολιτικής. Η βασική λογική για την επίτευξη αυτή θα ήταν να μειωθούν τα πραγματικά διαθέσιμα με το να τεθεί μια υψηλή τιμή για τον λόγο \dot{P}/P έτσι ώστε η y' να προσεγγίσει τη sy . Όμως στην περίπτωση που η sy θα έτεμνε την kn από τα αριστερά της θέσης του χρυσού κανόνα, δε θα μπορούσαμε να προσεγγίσουμε αυτή τη θέση. Αντίθετα, αν την τέμνει από τα δεξιά, θα ήταν δυνατό να φτάσουμε στη θέση αυτή μέσω του πληθωρισμού. Η σημερινή κατάσταση της Ελ-

ληνικής οικονομίας βρίσκεται σε θέση πέρα από αυτή του χρυσού κανόνα. Πέρα από αυτή τη θέση, υπάρχει κάποιο όριο στη ζήτηση για πραγματικά διαθέσιμα που σημαίνει ότι η προσπάθειά μας δυσχεραίνεται και για το λόγο ότι δεν μπορούμε να αυξήσουμε το λόγο b ικανοποιητικά, πράγμα που το φανερώνει και ο πίνακας 2. Η επιτυχία του αρίστου θα εξαρτηθεί από την ακριβή θέση της καμπύλης αποταμιεύσεων και την ευκαμψία του λόγου b . Γενικά, πρέπει να παρατηρήσουμε ότι μπορούμε να κινηθούμε προς την κατεύθυνση του χρυσού κανόνα με τους άριστους χειρισμούς της νομισματικής πολιτικής, αλλά για να τον προσεγγίσουμε ικανοποιητικά θα πρέπει να μεταβάλλουμε και την τιμή του λόγου b .

Στο μέτρο που η οικονομία βρίσκεται πέρα από τη θέση του χρυσού κανόνα, το κοινό υπεραποταμιεύει για να διατηρήσει ακέραιο τον όγκο του κεφαλαίου. Αντίθετα, αν η οικονομία βρισκόταν κάτω από τη θέση του χρυσού κανόνα, θα έχουμε την υποκατάσταση της μελλοντικής κατανάλωσης για την κατανάλωση στο παρόν. Οι αυξήσεις στο επίπεδο των αποταμιεύσεων μέχρι το έτος 1982 στηρίζουν εμπειρικά τη θέση μας αυτή που εναρμονίζεται με την Κεϋνσιανή γραμμή σκέψης για το επιθυμητό του πληθωρισμού κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις.

Στην Ελλάδα, η προσφορά του χρήματος αυξήθηκε κατά το έτος 1982 κατά 22,1% έναντι αύξησης 23,3% του έτους 1981. Η μεγαλύτερη αύξηση ήταν στο επίπεδο των καταθέσεων όψης, ενώ το ποσοστό αύξησης του κυκλοφορούντος χρήματος επανήλθε στα επίπεδα των δύο προηγούμενων ετών. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1981-82 το κυκλοφορούν χρήμα αυξήθηκε κατά 15,3% και οι καταθέσεις όψης κατά 36,3%. Η σημαντική αυτή αύξηση στο επίπεδο των καταθέσεων όψης οφείλεται στη σημαντική αύξηση των καταθέσεων των δημοσίων επιχειρήσεων. Είναι δε ευνόητο ότι οι μεταβολές σ' αυτές τις καταθέσεις συνήθως δεν επηρεάζουν τις παράλληλες μεταβολές στη ζήτηση χρήματος για συναλλακτικούς σκοπούς. Το 1982 οι καταθέσεις όψης των δημοσίων επιχειρήσεων από το σύνολο των τραπεζικών καταθέσεων από ξένα δάνεια, ήταν ύψους 240 εκατ. δρχ. Αντίθετα, οι καταθέσεις όψης του ιδιωτικού τομέα που χρησιμοποιούνταν για να εξυπηρετήσουν βασικά τις συναλλαγματικές ανάγκες των ιδιωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν κατά 19,7% το έτος 1982 σε σύγκριση με μια αύξηση της τάξης του 28,3% το έτος 1981. Η τάση για χαμηλή ταχύτητα των πιστώσεων αναφορικά με την οικονομική δραστηριότητα έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της ζήτησης για συναλλακτικούς λόγους από τη μεριά των επιχειρήσεων.

Θα πρέπει επίσης να παρατηρήσουμε ότι υπάρχει σημαντική υποκατάσταση καταθέσεων όψης για αποταμιεύσεις. Αυτό το γεγονός δεν μπορεί παρά να οφείλεται στον υψηλό βαθμό ρευστότητας που επιτρέπει απότομες μεταβολές στο επίπεδο των καταθέσεων όψης για βραχυχρόνιες περιόδους, οι οποίες

δε συνοδεύονται με ζήτηση χρήματος για σκοπούς συναλλακτικούς. Το χαμηλότερο ποσοστό της αύξησης των καταθέσεων όψης των ιδιωτικών επιχειρήσεων μαζί με τη χαμηλότερη αύξηση στην ταχύτητα κυκλοφορίας σε σύγκριση με το έτος 1981, αν και ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. σε τρέχουσες τιμές δεν ήταν σημαντικά μικρότερος, φανερώνει ότι η ζήτηση χρήματος επηρεάστηκε αρνητικά από άλλους εισοδηματικούς συντελεστές. Αυτό το συμπέρασμα μελετάται αναλυτικότερα παρακάτω, για να δειχθεί η σχέση ποσότητας χρήματος και οικονομικής δραστηριότητας.

7. Ταχύτητα κυκλοφορίας και άριστη αύξηση της προσφοράς χρήματος

Ο παρακάτω πίνακας 4 μας φανερώνει την προσφορά και την ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος από τα έτη 1978 ως το 1982.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Έτη	Ταχύτητα κυκλοφορίας	Προσφορά χρήματος
1978	8,8	7,05
1979	9,18	7,04
1980	9,55	7,29
1981	9,64	7,50
1982	9,99	7,69

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος. Έκθεση του Διοικητή, έτος 1983.

Από τα ανωτέρω στοιχεία συνάγεται ότι η εισοδηματική ταχύτητα κυκλοφορίας χαρακτηρίζεται από τη μακροχρόνια εκείνη τάση που γίνεται πιο έντονη σε περιόδους υψηλής πληθωριστικής πίεσης, ενώ το αντίθετο συμβαίνει με τη ζήτηση χρήματος. Τα υψηλά ποσοστά πληθωρισμού, σε συνδυασμό με τις αυξήσεις στα ονομαστικά επιτόκια κατά τα έτη 1978-80, είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση στο κόστος ευκαιρίας διακράτησης χρήματος και λειτούργησαν ως σημαντικά κίνητρα για την υποκατάσταση των ταμειακών διαθεσίμων από άλλες μορφές ενεργητικού που αποδίδουν τόκο. Αυξήσεις στα ονομαστικά επιτόκια, ωστόσο, δεν υπονοούν αυξήσεις στα πραγματικά επιτόκια. Τα προβλεπόμενα επίπεδα επιτοκίων παρέμειναν ουσιαστικά τα ίδια και η τα-

χύτητα κυκλοφορίας του χρήματος συνέχισε να αυξάνει. Έτσι μπορούμε να θεωρήσουμε ότι η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος υπήρξε αύξουσα συνάρτηση του ποσοστού πληθωρισμού. Συγκεκριμένα θα θεωρήσουμε τη μορφή $V = V_0 + \eta\pi$, υποθέτοντας γραμμική σχέση μεταξύ ταχύτητας κυκλοφορίας και πληθωρισμού. Αυτή τη σχέση θα τη συνδυάσουμε με την $\pi = (V/\gamma - 1)\lambda$ που αποδίδει τη σχέση πληθωρισμού και μεγέθυνσης όπου:

$$\pi = \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, \quad \lambda = \frac{1}{Y} \frac{dY}{dt}, \quad \gamma = \text{ποσοστό απαιτούμενων διαθεσίμων}$$

$\varphi =$ παραγωγικότητα του κεφαλαίου

Ο Mundell⁴ αποδεικνύει γεωμετρικά ότι το μέγιστο ποσοστό μεγέθυνσης που η επεκτατική νομισματική πολιτική μπορεί να επιτύχει είναι $\lambda^* = \frac{\gamma\varphi}{\eta}$,

όπου $\eta = \frac{\Delta V}{\pi}$. Παράλληλα υπολογίζει ότι η σχέση μεταξύ του ποσοστού

νομισματικής εξάπλωσης και μεγέθυνσης είναι $\lambda = \frac{\gamma\varphi}{V} \cdot \rho$ (1). Ο P. Ca-

gan⁵ για υψηλά ποσοστά πληθωρισμού έχει βρει τη σχέση $V = V_0 e^{a\pi}$, έτσι

ώστε η σχέση (1) να γίνεται $\lambda = \frac{\gamma\varphi}{V_0 e^{a\pi}} \cdot \rho$. Διαφοροποιώντας αυτή τη

σχέση αναφορικά με το π , και θέτοντας $d\lambda/d\pi=0$, παίρνουμε το ποσοστό (το άριστο) της νομισματικής εξάπλωσης με το οποίο μεγιστοποιείται η μεγέθυνση

($\rho^* = \frac{1}{a}$), αν κάνουμε την αντικατάσταση $dP/d\pi=1$ που ακολουθεί

από την $\pi+\lambda=\rho$, όταν $d\lambda/d\rho=0$.

Συνεπώς, το ποσοστό πληθωρισμού που μεγιστοποιεί τη μεγέθυνση γίνεται

$$\Pi^* = \frac{1}{a} \left(1 - \frac{\gamma\varphi}{V_0 \rho^{a\pi}} \right). \text{ Επειδή δε η παραγωγικότητα του κεφαλαίου,}$$

όλα αυτά τα έτη στα οποία αναφερόμαστε, υπήρξε χαμηλή, το λ υπήρξε χαμηλό. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο ενώ η οικονομία μας είχε υψηλά

4. R. Mundell, «Growth, Stability and Inflationary Finance», *J.P.E.*, April 1965, σ. 97-109.

5. R. Mundell, *op. cit.*, σ. 19.

ποσοστά πληθωρισμού, τα ποσοστά μεγέθυνσης ήταν χαμηλά. Μια πιθανή, συνεπώς, σύνδεση της επίσης χαμηλής παραγωγικότητας της εργασίας με τους μισθούς, με στόχο τον περιορισμό του πληθωρισμού, θα προκαλέσει διαταραχές στη ρευστότητα.

8. Το πρόβλημα της άριστης ρευστότητας της οικονομίας

Ο έλεγχος του ονομαστικού αποθέματος του χρήματος θα μπορούσε να οδηγήσει σε αριστοποίησή του χωρίς το γενικό επίπεδο να αυξάνει απεριόριστα. Παράλληλα είναι δυνατό να επιτευχθεί κορεσμός στη ζήτηση για πραγματικά διαθέσιμα, καθώς η προσφορά του χρήματος αυξάνει, και συνάμα να διατηρηθεί η μη πληρωμή τόκου επί του χρήματος. Αν το επίπεδο τιμών διατηρούνταν σταθερό, η αύξηση του ονομαστικού χρήματος θα αυξάνει, τα πραγματικά διαθέσιμα μέχρι το σημείο του κορεσμού, όπως φαίνεται στο σχήμα 8 από το σημείο m_0 . Αλλά η ζήτηση για πραγματικά διαθέσιμα διατηρήθηκε στα επίπεδα του m_1 και δεν αυξήθηκε στο επίπεδο του m_0 . Η προσφορά χρήματος το 1982 αυξήθηκε κατά 27,9%. Η ρευστότητα της οικονομίας, που υπολογίστηκε με τη σχέση του μέσου ετήσιου επιπέδου της προσφοράς χρήματος με το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν σε τρέχουσες τιμές, είχε μια αύξηση του ύψους του 58,2% του Α.Ε.Π. Η οριακή τάση για διακράτηση χρήματος, με την ευρεία έννοια, περιορίστηκε στο 16% από 18,2% που ήταν το 1981, αλλά ήταν μεγαλύτερο σε σχέση με το προηγούμενο έτος⁶.

Στο νομισματικό πρόγραμμα του 1982 προβλέφθηκε μείωση στην οριακή τάση για διακράτηση ρευστών διαθέσιμων σε σύγκριση με το έτος 1981. Ένας από τους βασικούς παράγοντες που πάρθηκε υπόψη σ' αυτή την εκτίμηση, ήταν η προσδοκία ότι θα επιτευχθεί πιο αυστηρός έλεγχος στην πιστωτική πολιτική καθώς και το ότι θα επιτευχθεί πιο ορθολογική κατανομή της πιστωτικής πολιτικής. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι αν οι Ελληνικές τράπεζες ήταν ανταγωνιστικές και υπέκειντο σε ποσοτικούς περιορισμούς για τη συνολική ζήτηση χρήματος, θα μπορούσαν να εναρμονιστούν με πολιτική σταθεροποίησης του γενικού επιπέδου τιμών που θα καθοδηγούνταν μέσω του ελέγχου της συνολικής προσφοράς. Ο μεταξύ τους ανταγωνισμός θα τις ανάγκαζε να πληρώσουν εκείνο τον τόκο στους καταθέτες που θα αριστοποιούσε την προσφορά πραγματικών διαθέσιμων χωρίς να μειωθεί η πραγματική αξία του χρήματος στο μηδέν. Επίσης θα μπορούσε να γίνει δυνατή η εξέταση των ανταγωνιστικών εκείνων συνθηκών, κάτω από τις οποίες το ανταγωνιστικό τραπεζικό σύστημα θα δημιουργούσε σταθερή ισορροπία ονομαστικής ποσό-

6. Έκθεση του Διοικητή, *op. cit.*

τητας χρήματος καθώς επίσης και τα αποτελέσματα ευημερίας αυτής της ισορροπίας.

Ατυχώς, το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα χαρακτηρίζεται από ολιγοπωλιακή δομή, γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι θα πρέπει να εφαρμοστεί πιο αυστηρός έλεγχος στην πιστωτική πολιτική και ότι θα πρέπει να επιδιωχθεί πιο ορθολογική κατανομή των τραπεζικών πιστώσεων. Κάθε πρόβλημα που δεν επιτυγχάνει την άριστή του λύση μέσα από τη λειτουργία του τραπεζικού μας συστήματος, θα πρέπει να τοποθετηθεί στη βάση της απόκλισης του ιδιωτικού κόστους από το κοινωνικό κόστος. Παράλληλα, θα μπορούσε να επιτευχθεί ένα άριστο απόθεμα πραγματικών διαθεσίμων με τη δημιουργία ποσοστού νομισματικής μεγέθυνσης που θα παράγει ποσοστό μείωσης τιμών ίσο με το ποσοστό της απόδοσης των διαφόρων κατηγοριών ενεργητικού.

Για την επίτευξη της αριστοποίησης αυτής, θα πρέπει να υπάρξει μια απόδοση στα πραγματικά διαθέσιμα ίση με την απόδοση του πραγματικού κεφαλαίου, έτσι ώστε να εξισωθούν η οριακή χρησιμότητα και οι αποδόσεις παραγωγικότητας με το μηδέν για να επιτευχθεί έτσι κορεσμός στη ζήτηση για πραγματικά διαθέσιμα. Για να γίνει αυτό όμως, προϋποτίθεται και η ύπαρξη ποσοστού νομισματικής μεγέθυνσης που θα δημιουργήσει ποσοστό μείωσης των τιμών ίσο με το ποσοστό της απόδοσης του πραγματικού ενεργητικού έτσι, ώστε οι νομισματικές αρχές να επιτυγχάνουν το άριστο απόθεμα πραγματικών διαθεσίμων. Η πιθανότητα να υπάρξει τελικά αυτό το άριστο επίπεδο του αποθέματος χρήματος μέσω των πληρωμών τόκου καθώς και μέσω μειώσεων των τιμών, εμπίπτει στη φιλοσοφία της διαφοράς μεταξύ ανταγωνιστικού συστήματος εσωτερικού χρήματος και συστήματος εξωτερικού χρήματος και συνεπώς με το άριστο της πιστωτικής πολιτικής σε σχέση με τις επενδύσεις.

9. Παρατηρήσεις και προτάσεις για αριστοποίηση των επενδύσεων σε σχέση με την πιστωτική πολιτική

Η εκροή πιστώσεων που κινητοποιείται από το σύστημα διαφοροποιημένων επιτοκίων δανεισμού συνοδεύεται από διαδικασία ανατροφοδότησης στην επέκταση των πιστώσεων. Επίσης ένας από τους σημαντικούς παράγοντες που συνέβαλε στην αύξηση της προσφοράς χρήματος ήταν ο δανεισμός του κοινού. Το αποτέλεσμα που το έλλειμμα του δημοσίου είχε στην προσφορά χρήματος δείχνει μια βελτίωση για το έτος 1982, μια και περιορίστηκε αρκετά το έτος 1982 σε σύγκριση με το έτος 1981⁷.

Ένα από τα κύρια μέρη του αυξανόμενου αποτελέσματος που ο δημόσιος τομέας είχε στην προσφορά χρήματος, αλληλοεξαλειφθηκε από τα αρνητικά

7. Έκθεση του Διοικητή, *op. cit.*

αποτελέσματα των δύο τομέων της οικονομίας. Ο ιδιωτικός τομέας δημιούργησε αρνητικό αποτέλεσμα που έφτασε στο 22%. Ο εξωτερικός τομέας δημιούργησε αρνητικό αποτέλεσμα του ύψους του 25%. Αυτό δείχνει ότι ένα σημαντικό μέρος της αύξησης της προσφοράς χρήματος, στην οποία οδήγησε η επέκταση των πιστώσεων, αφομοιώθηκε από το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών.

Η σημαντική αύξηση στο απόλυτο επίπεδο των καταθέσεων όψης που φαίνεται στον πίνακα 2 υπονοεί ότι υπήρξε μια αύξηση στην οριακή τάση για διακράτηση ρευστών διαθεσίμων. Βέβαια αυτή η αύξηση οφείλεται στην απροθυμία του ιδιωτικού τομέα να πραγματοποιήσει επενδύσεις και στην έλλειψη εναλλακτικών μορφών επενδύσεων. Επίσης, αναφορικά με τη σύνθεση των ταμειακών διαθεσίμων, διαπιστώνεται μια αύξουσα προτίμηση του ιδιωτικού τομέα για μακροχρόνιες καταθέσεις που αποδίδουν υψηλότερο τόκο. Ειδικότερα, η συμμετοχή της προσφοράς χρήματος (M_1) στο σύνολο των ταμειακών διαθεσίμων παρουσιάζει συνεχή μείωση, ενώ το αντίθετο συμβαίνει με τις καταθέσεις προθεσμίας. Οι αποταμιεύσεις, μετά τη σταθερή αύξηση που είχαν μέχρι το έτος 1982, άρχισαν να σταθεροποιούνται αφού μέρος των αποταμιεύσεων μεταφέρθηκαν στις προθεσμιακές καταθέσεις. Η μακροχρόνια δομική μεταβολή που συνεχίστηκε μετά το 1982, αντανακλά την έλλειψη εναλλακτικών μορφών χρηματιστηριακής επένδυσης ακόμα και με χαμηλότερο βαθμό ρευστότητας που αποδίδει υψηλότερο ποσοστό απόδοσης και συνεπώς εξασφαλίζει τη μερική ή συνολική αξία των αποταμιεύσεων. Συνεπώς, πρέπει να συμπεράνουμε ότι τα δομικά προβλήματα που χαρακτηρίζουν τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, δεν βρίσκονται τόσο προς τη μεριά της ζήτησης όσο από τη μεριά της προσφοράς των χρεωγράφων. Οι μετρήσεις δε των βαθμιαίων αυξήσεων στην προσφορά χρεωγράφων θα αποτελέσουν εγγυήσεις για πιο άριστες, παραγωγικά, επενδύσεις των αποταμιευτικών πόρων και θα κάνουν πιο αποτελεσματική την εφαρμογή της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής.

Τέλος, δεν θα ήταν λογικό για τις νομισματικές αρχές να δεχθούν από τη μια μεριά θεσμικούς διακανονισμούς που οδηγούν σε οικονομική αποδοτικότητα, και από την άλλη μεριά να προσπαθούν να επηρεάσουν τους δημόσιους διακανονισμούς της προσφοράς χρήματος με στόχο τον ισοσκελισμό των μη αποδοτικών που δυνατόν να προκύπτουν. Και αυτό διότι τις περισσότερες φορές ή το δημόσιο δεν λαμβάνει υπόψη του τις μη-αποδοτικές συνέπειες των πράξεών του, ή εσκεμμένα δημιουργεί κέρδη από τις πρακτικές του και αποφασίζει να τις συνεχίσει.

10. Συμπερασματική πρόταση για μια άριστη από άποψη ευημερίας πολιτική

Σε μια προσπάθεια να εφαρμόσουμε την οικονομική της ευημερίας στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο, θα μπορούσαμε συμπερασματικά να πούμε ότι αν

το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν ανταγωνιστικό, αυτό θα οδηγούσε τις Ελληνικές τράπεζες σε ένα μεγαλύτερο βαθμό ανταγωνιστικότητας για την απόκτηση καταθέσεων, καθώς και στις λειτουργίες δανεισμού και στην επένδυση σ' εκείνες τις κατηγορίες ενεργητικού που οι τράπεζες θα μπορούσαν να ελέγχουν με μεγαλύτερη αποδοτικότητα από αυτή των άλλων χρηματοπιστηριακών οργανισμών. Το αποτέλεσμα θα ήταν η αριστοποίηση της αποδοτικότητας στους μηχανισμούς πληρωμών και της κατανομής των πόρων και επενδύσεων, στο μέτρο βέβαια που η προσφορά χρήματος θα αύξανε με σταθερό ρυθμό και θα συνόδευε ένα σταθερό ρυθμό παραγωγικότητας της εργασίας, αντί της σύνδεσης της παραγωγικότητας με τους μισθούς που και δύσκολη είναι και διακυμάνσεις προκαλεί.

Η μεγιστοποίηση της ευημερίας προϋποθέτει ότι ένα αγαθό που μπορεί να διατεθεί σε μηδέν οριακό κόστος θα έπρεπε να παρέχεται σε ποσότητα που αποδίδει μηδέν οριακή ωφέλεια, δηλαδή δημιουργεί κορεσμό της ζήτησης. Αυτό το αποτέλεσμα θα μπορούσε να υπάρξει με την πληρωμή ανταγωνιστικών επιτοκίων στις καταθέσεις. Κατά παρόμοιο τρόπο οι μεταβολές στο ανταγωνιστικό κόστος για τη χρήση των υπηρεσιών του μηχανισμού πληρωμών, θα οδηγούσαν το κοινό στο να κάνει άριστη χρήση και να ρυθμίσει τις χρηματικές ανταλλαγές έτσι, ώστε να χρησιμοποιούνται οι τραπεζικοί λογαριασμοί του συστήματος πληρωμών μόνο για ανταλλαγές που ιδιωτικά αξίζουν το κοινωνικό τους κόστος. Αυτό σημαίνει ότι το ανταγωνιστικό τραπεζικό σύστημα θα ενθάρρυνε το κοινό να διακρατεί την κοινωνικά άριστη ποσότητα χρήματος, και να κάνει κοινωνικά άριστη χρήση του υψηλού μας κόστους δανεισμού που συνοδεύεται με τη χαμηλή παραγωγικότητα και τους ανασταλτικούς της δραστηριότητας επιχειρηματικούς φόρους. Τα κέρδη δε και το πάγωμα των μισθών που προέκυψαν από το σταθεροποιητικό πρόγραμμα καθιστούν αυτό αναγκαίο.

Με βάση την υπόθεση της δεύτερης καλύτερης λύσης, το άριστο της ευημερίας θα προϋπέθετε την επιβολή φόρου στη διακράτηση χρήματος, λογιστικού, σε ποσοστό κάπου μεταξύ του μηδενός και του υποθετικού ανταγωνιστικού επιτοκίου των καταθέσεων. Η επιβολή ενός τέτοιου φόρου θα εξαρτάται από τη σχετική δύναμη των αποτελεσμάτων του φόρου στο να αποθαρρύνει τη διακράτηση τραπεζικών καταθέσεων με επιταγές, σε σύγκριση με τις μη φορολογίσιμες κατηγορίες ενεργητικού, και να ενθαρρύνει τη διακράτηση κυκλοφορούντος χρήματος σε βάρος του ύψους των τραπεζικών καταθέσεων. Αυτό θα είναι προς την κατεύθυνση του άριστου ύψους των αποταμιεύσεων και του επιθυμητού λόγου διαθεσίμων - εισοδήματος. Επίσης δείξαμε ότι συμπληρωματικά, η νομισματική αρχή θα μπορούσε να καθορίσει το άριστο ύψος μεγέθυνσης και πληθωρισμού προς την κατεύθυνση του χρυσού κανόνα με τον έλεγχο του αποθέματος χρήματος και χρεωγράφων, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι οι καταναλωτικές δημόσιες δαπάνες δεν θα αυξάνουν υπέρμετρα. Ως αποτέ-

λεσμα αυτών, θα είχαμε συμβολή προς την κατεύθυνση της ταυτότητας και ελευθερίας των οικονομικών προσώπων που, ως δύο όψεις του απόλυτου, είναι συμπληρωματικές.

Η ευημερία όμως του τραπεζικού συστήματος προϋποθέτει και αριστοποίηση της πολιτικής δανειοδοτήσεων των εμπορικών τραπεζών. Το πρόβλημα αυτό θα μπορούσε να αποδοθεί από το παρακάτω παράρτημα-πρόβλημα που αφορά τη μεγιστοποίηση των κερδών των εμπορικών τραπεζών.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Έστω	U	: συνάρτηση κερδών των τραπεζών
	D	: τραπεζικές καταθέσεις
	R	: αποθέματα ίσα με το σταθερό ποσοστό καταθέσεων
	B	: γνώμονας πιστωτικός
	r	: στεγανότητα
	L	: δάνεια
	G	: δημόσια χρεώγραφα
	π	: τραπεζικά κέρδη
	τ	: βεβαιότητα
	s	: παράμετρος

Το πρόβλημα αριστοποίησης των εμπορικών τραπεζών αποδίδεται από το πρόβλημα $\text{Μεγ.} U = \kappa(\pi, \tau)$. Οι δύο παράγοντες της συνάρτησης χρησιμότητας σχετίζονται λειτουργικά με τις δύο τραπεζικές μεταβλητές b και L , που πρέπει να επιλεγούν κατά τρόπο που η U να μεγιστοποιείται. Η άριστη ποσότητα δανείων L συνήθως καθορίζεται χωρίς να γίνεται αναφορά στη συνάρτηση χρησιμότητας. Συνεπώς αν οι Ελληνικές τράπεζες επιλέγουν πιο συντηρητικές πολιτικές, δεν θα αυξήσουν την ποσότητα των δανείων στα χαρτοφυλάκιά τους. Το πρόβλημα της μεγιστοποίησης θα μπορούσαμε να το θέσουμε στον περιορισμό

$$\pi = [r + sn(\alpha - c)] \nu D + \frac{(sm - r - sn\alpha)^2}{4\beta} - sn\tau^2$$

Οι συνθήκες πρώτης τάξης καθορίζουν τα άριστα επίπεδα των τ , π , τ^* και π^* . Δεδομένου του τ^* , τα άριστα επίπεδα πιστώσεων καθορίζονται από:

$$b^* = \frac{\tau^* + (c - \alpha)\nu D}{L^*} + \alpha^2$$

8. Michael A. Klein, «Credit Standards and Tight Money», *Journal of Money, Credit and Banking*, May 1973, σ. 709.

9. Luckett, Dudley G., «Credit Standards and Tight Money», *J.M.B.B2*, November 1970, σ. 420-435.

$$\text{όπου: } L^* = \frac{sm - r - sn\alpha}{2\beta}$$

Για να εξετάσουμε αν το b^* αντιδρά στις μεταβολές της στεγανότητας, πρέπει να εξετάσουμε τον καθορισμό της αγοράς δανείων.

$$\rho = \alpha - \beta L, \quad \alpha, \beta > 0 \quad (1)$$

όπου ρ = μέσο επιτόκιο
και L = το ύψος των δραχμών που δανείζονται. Οι γνώμονες για τις τραπεζικές πιστώσεις θεωρείται ότι επηρεάζουν την παρεμπόδιση της συνάρτησης ζήτησης δανείων ως εξής:

$$\alpha = m - nb, \quad m, n > 0 \quad (2)$$

Από την (1) και (2) παίρνουμε

$$\rho = m - nb - \beta L$$

Για να αναλυθούν δε τα αποτελέσματα της αυξημένης στεγανότητας, θέτουμε μια παράμετρο s στο α και οι εξισώσεις (1) και (2) γίνονται

$$\begin{aligned} \text{και} \quad \alpha &= sm - snb \\ \rho &= sm - snb - \beta L \end{aligned} \quad (2')$$

Η αυξημένη στεγανότητα θεωρείται ως μια αύξηση στο 2. Από τη συνάρτηση δε π προκύπτουν οι ακόλουθες μεταβολές στο σύνολο ευκαιρίας.

1. Αποτέλεσμα εισοδήματος:

$$\left. \frac{\partial \Pi}{\partial S} \right|_{\tau=0} = n(\alpha - c) \nu D + L^* (m - n\alpha) > 0$$

2. Αποτέλεσμα υποκατάστασης:

$$\frac{\partial \Pi}{\partial \tau} = -sn < 0 \quad (3)$$

.....

$$\frac{\partial^2 \Pi}{\partial \tau^2} = -n < 0 \quad (4)$$

Από τις σχέσεις (3) και (4) συνάγεται ότι τα κέρδη γίνονται σχετικά μικρότερου μονοπωλιακού βαθμού, στη βάση της σταθερότητας που διαφεύγει, το κοινωνικό κόστος μειώνεται και επιτυγχάνεται έτσι η ορθολογική κατανομή των τραπεζικών πιστώσεων που ζητήσαμε στην παράγραφο 8.

Ο Luckett¹⁰ δείχνει ότι μια αύξηση στο επίπεδο του s αυξάνει το ύψος του b που συνδέεται με δεδομένο επίπεδο του τ . Δηλαδή:

$$\left. \frac{\partial b}{\partial s} \right|_{\tau=\tau_0} > 0$$

Η παράμετρος s όχι μόνο μετατοπίζει την καμπύλη ζήτησης για δάνεια, αλλά επίσης επηρεάζει την ευαισθησία της ζήτησης για δάνεια σε μεταβολές στα επίπεδα των τραπεζικών πιστώσεων που πρόκειται να είναι διαπραγματεύσιμα. Από την (2') μπορούμε να γράψουμε:

$$\frac{\partial \rho}{\partial b} = -sn < 0, \quad \frac{\partial^2 \rho}{\partial b \partial s} = -n < 0$$

Πολλαπλασιάζοντας τον πρώτο όρο του δεξιού σκέλους της σχέσης (2') με την παράμετρο, παίρνουμε: $\rho = sm - nb - \beta L$, που επιτυγχάνει το άριστο απόθεμα πραγματικών διαθεσίμων που ζητήσαμε στη ζήτηση χρήματος η οποία είναι σε πραγματικούς όρους.

Το σύνολο ευκαιρίας στο χώρο (π, τ) γίνεται:

$$\pi = [r + n(\alpha - c)]uD + \frac{(sm - r - n\alpha)^2}{4\beta} - n\tau$$

Από την τελευταία σχέση βλέπουμε ότι το αποτέλεσμα της αύξησης στο s είναι να μετατοπίσει το σύνολο ευκαιρίας εκτός και παράλληλα της προηγούμενης του θέσης. Μια αύξηση στο s θα έχει μόνο αποτέλεσμα υποκατάστασης. Αν η βεβαιότητα είναι ανώτερο αγαθό, θα έχουμε $db^* / ds > 0$. Μια αύξηση στη ζήτηση δανείων θα οδηγήσει σε στεγανοποίηση των κριτηρίων για πραγματοποίηση τραπεζικών πιστώσεων που στην Ελλάδα είναι ανεπαρκείς και λόγω της μη ανταγωνιστικής δομής.

10. Luckett, *op. cit.*, σ. 26.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. «*Monetary policy, Taxes and the rate of interest*. Boris P. Pesek and T. R. Saving», *J.P.E.*, vol. 71, August 1963, pp. 347-362.
2. Ioannis Paleologou, «The liquidity preference function in the Greek Economy», *Spoudai*, October-December 1982, pp. 806-809.
3. Harry Johnson, *Macroeconomics and Monetary Theory*, Gray-Mills Publishing Ltd., London, pp. 168-169.
4. R. Mundell, «Growth, Stability and Inflationary Finance», *J.P.E.*, April 1965, pp. 97-109.
5. R. Mundell, *op. cit.*, pp. 98.
6. Report of the president, Bank of Greece, 1983.
7. Report of the president, *op. cit.*
8. George D. Demopoulos, *Monetary Policy in the Open Economy of Greece*, Center of Economic Research, Athens, 1981.
9. Klein A. Michael, *Credit Standards and Tight Money*. *Journal of Money, Credit and Banking*. May 1973, σ. 709.
10. Luckett G. Dudley, *Credit Standards and Monetary Policy*. *Journal of Money, Credit and Banking*, November 1970, σ. 420-435.