

Η ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ ΤΗΣ ΔΡΑΧΜΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΟ ΓΕΝΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΤΙΜΩΝ

Τοῦ κ. ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ ΠΑΝΑΓΙΩΤΟΠΟΥΛΟΥ, τῆς Δ/νσεως Οἰκονομικῶν Μελετῶν Τραπεζῆς τῆς Ἑλλάδος

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ὁ μέχρι σήμερα συνεχιζόμενος ἔντονος πληθωρισμός στὴν Ἑλλάδα, πού ἄρχισε ἀπὸ τὸ 1973, θὰ μπορούσε νὰ ἐξηγηθεῖ μέσα στὰ πλαίσια τῶν γνωστῶν προτάσεων καὶ συμπερασμάτων τῆς θεωρίας τοῦ νομισματικοῦ πληθωρισμοῦ (Monetarist Inflation Thesis), δηλαδή ὅτι ἡ ἀύξηση τῶν τιμῶν προκαλεῖται ἀπὸ τὴν ἀύξηση τῶν μέσων προσφορᾶς χρήματος.

Συγκεκριμένα, οἱ ὁπαδοὶ τῆς θεωρίας τοῦ νομισματικοῦ πληθωρισμοῦ, καὶ μετὰξὺ αὐτῶν ὁ σπουδαιότερος ὑποστηρικτῆς τῆς M. Friedman, παρατηροῦν ὅτι οἱ ὑψηλοὶ ρυθμοὶ μεταβολῆς στὴν προσφορὰ χρήματος, (M1), (ἢ προσφορὰ χρήματος ὀρίζεται μὲ τὴ στενὴ τῆς ἔννοια, δηλαδή νομισματικὴ κυκλοφορία καὶ καταθέσεις ὄψεως τοῦ ἰδιωτικοῦ τομέα στὸ Τραπεζικὸ Σύστημα) προκαλοῦν ὑψηλοὺς ρυθμοὺς πληθωρισμοῦ. Ἀντίθετα, συγκρατημένη ἀύξηση τοῦ ρυθμοῦ τῆς προσφορᾶς χρήματος (M1) συνδεύεται ἀπὸ συγκρατημένους ρυθμοὺς ἀύξησης τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν. Θὰ πρέπει νὰ ληφθεῖ ὑπόψη ὅτι οἱ ὑποστηρικτῆς τῆς νομισματικῆς θεωρίας, παρ' ὅλο πού θεωροῦν ὅτι οἱ ὑψηλοὶ ρυθμοὶ μεταβολῆς τῆς προσφορᾶς χρήματος εἶναι ἡ βασικὴ αἰτία τοῦ πληθωρισμοῦ δὲν ἀποκλείουν τὴν ἐπίδραση καὶ ἄλλων οἰκονομικῶν μεγεθῶν βραχυχρόνια πάνω στὴ διαμόρφωση τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν, ὅπως τὴν ἀγορὰ ἐργασίας, κ.λπ. Ὅμως, τονίζουν ὅτι μακροχρόνια τὰ μεγέθη αὐτά, ἀφοῦ ὑποστοῦν τὴ διεργασία τῶν μεταξὺ τους ἀλληλοεπιδράσεων, παύουν νὰ ἀσκοῦν σημαντικὴ ἐπίδραση, ἐκτὸς ἀπὸ τὴν προσφορὰ χρήματος, πού καὶ παραμένει ὁ μόνος παράγων στὴν διαμόρφωση τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν.

Σκοπὸς τῆς μελέτης αὐτῆς, κάνοντας καταρχὴ δεκτὸ ὅτι ἡ ἐγγενὴς αἰτία τῆς μεταβολῆς τοῦ ρυθμοῦ τῶν τιμῶν εἶναι ὁ ρυθμὸς τῆς μεταβολῆς τῆς προσφορᾶς χρήματος, εἶναι νὰ δείξει ὅτι γιὰ μιὰ μικρὴ καὶ ἀνοικτὴ οἰκονομία, ὅπως ἡ ἑλληνικὴ, τῆς ὁποίας ἡ δομὴ καὶ ἰδιαίτερα ἡ ἀγορὰ χρήματος δὲν μοιάζει μὲ αὐτὲς τῶν ἀνα-

πτυγμένων οικονομιών, ο ρυθμός μεταβολής των τιμών δεν μπορεί να εξηγηθεί και να αποδοθεί ικανοποιητικά στο ρυθμό μεταβολής της προσφοράς χρήματος.

Γεγονότα συνδεδεμένα με τις εξελίξεις της διεθνούς οικονομίας άφενός και άφετέρου ή δομή της ίδιας της οικονομίας επηρεάζουν «αυτόνομα», μάλλον, τη διαμόρφωση του επιπέδου των τιμών της εσωτερικής της αγοράς.

Ειδικότερα, ελέγχεται στατιστικά ή υπόθεση ότι στη διαμόρφωση των τιμών «οι προσδοκίες» των καταναλωτών, αναφορικά με την εξέλιξη της εξωτερικής ισοτιμίας του νομίσματος της χώρας, παίζουν αποφασιστικό ρόλο.

Στο πρώτο μέρος της μελέτης γίνεται η ιστορική επισκόπηση των γεγονότων.

Στο δεύτερο μέρος δίνεται η μεθοδολογία του θέματος.

Στο τρίτο μέρος δίνονται τα αποτελέσματα της οικονομετρικής διερευνήσεως.

Τέλος, με βάση τα αποτελέσματα της ανάλυσεως δίνονται τα συμπεράσματα της μελέτης.

I. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Κατά το χρονικό διάστημα 1964 μέχρι και το 1967, παρά το γεγονός ότι η αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας κινήθηκε σε ρυθμούς του ίδιου μεγέθους με αυτούς των τελευταίων χρόνων, οι ρυθμοί μεταβολής των τιμών ήταν πολύ χαμηλοί. Αντίθετα, κατά το χρονικό διάστημα 1973-1977 ο ρυθμός μεταβολής των τιμών ακολούθησε το ρυθμό της μεταβολής του χρήματος. (Βλ. Διάγραμμα 1).

Η διαφορετική αυτή συμπεριφορά των τιμών κατά τα δύο αυτά χρονικά διαστήματα, παρά το γεγονός ότι ο ρυθμός μεταβολής της νομισματικής κυκλοφορίας κινήθηκε στα ίδια ύψηλα επίπεδα και στις δύο περιόδους, θα μπορούσε να αποδοθεί στη διαφορετική όσο της διεθνούς οικονομίας, όσο και της εσωτερικής αγοράς.

Κατά την περίοδο 1964-1969 η διεθνής οικονομία κινήθηκε σχεδόν διαμετρικά αντίθετα απ' ότι το 1973 και μετά. Συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε σταθερότητα στις τιμές των τροφίμων και γενικά στις τιμές των αγαθών στην πρωτογενή παραγωγή και σταθερότητα στη τιμή του πετρελαίου. Ακόμη, η διεθνής νομισματική τάξη που επικράτησε, και κυρίως η σταθερότητα του δολλαρίου, συνέβαλε αποφασιστικά στη σταθερότητα των τιμών των αγαθών στις διεθνείς αγορές. Η συγκυρία των παραγόντων αυτών, μαζί και η έλλειψη κυκλικών διακυμάνσεων κυρίως μεταξύ των αναπτυγμένων βιομηχανικά χωρών, βοήθησε στη συγκράτηση των διεθνών τιμών. Στόν εσωτερικό χώρο επικράτησαν επίσης ευνόικες συνθήκες. Η οικονομική ανάπτυξη, και ειδικότερα η αύξηση της παραγωγικής διαδικασίας που συντελέστηκε κατά την περίοδο αυτή, δεν δημιούργησε πιέσεις πάνω στην αγορά εργασίας λόγω του πλεονάζοντος εργατικού δυναμικού. Η αύξηση της μεταναστεύσεως που παρατηρήθηκε, και κυρίως η μετανάστευση εργατών προς τη Γερμανία, είναι δηλωτική του πλεονάζοντος (άνεργου και ύποαπασχολούμενου) εργατικού δυναμικού της χώρας. Το πλεονάζον εργατικό δυναμικό απορροφήθηκε από την εσωτερική παραγωγή.

κή διαδικασία χωρίς να δημιουργηθούν πιέσεις στο κόστος εργασίας (τά όρομισθια κινήθηκαν σε χαμηλούς ρυθμούς αύξησης) και κατά συνέπεια στις τιμές των τελικών προϊόντων. Έπειδή βοήθησε και το διεθνές κλίμα οι τιμές των πρώτων ύλων κινήθηκαν σε σταθερά επίπεδα με αποτέλεσμα το κόστος παραγωγής να παραμείνει χαμηλό και να μην επηρεαστούν έτσι οι τιμές των τελικών προϊόντων. Το γεγονός αυτό δεν έδωσε έναυσμα στην άλυσσιδωτή αντίδραση: τιμές τελικών προϊόντων —κόστος παραγωγής— τιμές τελικών προϊόντων. Οι διεθνείς και οι έσωτερικές αυτές εξελίξεις συνετέλεσαν, παρά την σε υψηλούς ρυθμούς αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας, στην άποφυγή δημιουργίας «πληθωριστικών προσδοκιών» (Inflationary Expectations) μεταξύ των καταναλωτών.

Κατά το δεύτερο χρονικό διάστημα, δηλαδή από το 1973 και μετά, ή εικόνα τόσο της διεθνούς όσο και της ελληνικής οικονομίας μεταβλήθηκαν.

Ειδικότερα, ή διεθνής νομισματική τάξη διαταράχθηκε. Από τη μιὰ μεριά οι συνεχείς ύποτιμήσεις του δολλαρίου, που ήταν συνέπεια της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής των Η.Π.Α. κατά τη διάρκεια του Βιετναμικού πολέμου, και τά συνεχή έλλείμματα του ίσοζυγίου των διεθνών πληρωμών τους, και από την άλλη ή έγκατάλειψη των σταθερών νομισματικών ίσοτιμιών βοήθησαν στη δημιουργία κλίματος άνισοροπίας.

Κατά το χρονικό διάστημα 1973-1977 ό μέσος ρυθμός ύποτιμήσεως της δραχμής έναντι του δολλαρίου Η.Π.Α. ήταν 4,6% και έναντι του γερμανικού μάρκου ήταν 10,6%. Αντίθετα, κατά το χρονικό διάστημα 1964-1972 ή σχέση της δραχμής προς το δολλάριο Η.Π.Α. παρέμεινε σχεδόν άμετάβλητη, έναντι δέ του γερμανικού μάρκου ύποτιμήθηκε κατά 9,6%. (Μεταξύ 1964 και 1969 ύποτιμήθηκε μόνο κατά 1,2% έναντι του γερμανικού μάρκου).

Οί ύποτιμήσεις της περιόδου 1973-1977, και κυρίως έναντι του γερμανικού μάρκου, δεδομένου ότι το έμπόριο μεταξύ Ελλάδος και Γερμανίας (είσαγωγές-έξαγωγές) καλύπτει το 20% περίπου του συνόλου του διεθνούς έμπορίου της χώρας και άφορā κυρίως κεφαλαιουχικά άγαθά, ήταν άναπόφευκτο να επηρεάσουν σημαντικά τις τιμές της έσωτερικής άγορās. Λαμβανομένου ύπόψη ότι ή Ελλάδα είναι μιὰ «μικρή» και «άνοιχτή» οικονομία, είναι επόμενο ότι οι εξελίξεις αυτές των τιμών της διεθνούς άγορās επηρέασαν τη διαμόρφωση των τιμών της έσωτερικής άγορās.

Στόν έσωτερικό χώρο οι ευνοϊκές συνθήκες στην άγορά εργασίας έπαυσαν να ισχύουν. Κάθε αύξηση της παραγωγικής διαδικασίας, μέσω νομισματικών ή άλλων μέτρων, άντιμετώπιζε τη στενότητα της προσφορās εργατικού δυναμικού, γεγονός που είχε σαν έπακόλουθο να άσκηθούν άυξητικές πιέσεις πάνω στην άμοιβή εργασίας και κατά συνέπεια στο κόστος παραγωγής και τελικά πάνω στις τιμές των τελικών προϊόντων.

Παρά το γεγονός ότι πολλά οικονομικά μεγέθη επηρεάζουν και συντελούν στη διαμόρφωση του γενικού επιπέδου των τιμών γίνεται δεκτό, στά πλαίσια της μελέτης αυτής, ότι τά άποφασιστικής σημασίας οικονομικά μεγέθη είναι ό ρυθμός μετα-

βολῆς τῆς νομισματικῆς κυκλοφορίας καὶ ἡ ἐξωτερικὴ ἰσοτιμία τοῦ νομίσματος τῆς χώρας.

Ἡ ὑπόθεση ὅτι ἡ αὐξηση τοῦ ἐθνικοῦ εἰσοδήματος ἔχει σὰν συνέπεια τὴν αὐξηση τῆς ὀριακῆς ροπῆς γιὰ εἰσαγωγές, ποὺ στὴ συνέχεια ἐπηρεάζει τὴν πραγματικὴ ἰσοτιμία τῆς δραχμῆς (λόγω ἐφαρμογῆς τῶν δυνάμεων προσφορᾶς καὶ ζητήσεως τοῦ νομίσματος στὶς ξένες ἀγορές νομισμάτων) δὲν θεωρεῖται ὅτι ἰσχύει στὴν περίπτωση τῆς Ἑλλάδος. Πρῶτον, κατὰ τὸ χρονικὸ διάστημα 1964-1972, ὅταν ἴσχυε διεθνῶς τὸ σύστημα τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν, ἡ δραχμὴ παρέμεινε συνδεδεμένη πρὸς τὸ δολλᾶριο, τὸ νόμισμα ποὺ κατὰ μεγαλύτερο ποσοστὸ γίνεται τὸ ἐξωτερικὸ ἐμπόριο τῆς χώρας. Δεύτερο, μετὰ τὸ 1973, ὅταν ἐγκαταλείφθηκε διεθνῶς τὸ σύστημα τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν καὶ τὰ κράτη ἔκαναν ἀποδεκτὸ τὸ σύστημα τῶν κυμαινόμενων ἰσοτιμιῶν, ἡ συναλλαγματικὴ ἰσοτιμία τῆς δραχμῆς συνδέεται μὲ ἓνα «καλάθι» νομισμάτων τοῦ ὁποῖου παρακολουθεῖ τις διακυμάνσεις, πλὴν ἡ διαμόρφωση τῆς συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας τῆς δραχμῆς ἔκτοτε καθορίζεται «αὐτόνομα» ἀπὸ τις νομισματικὲς ἀρχές, δηλαδὴ ἡ δραχμὴ προσαρμόζεται πρὸς τις διακυμάνσεις τοῦ «καλαθιοῦ», χωρὶς τὴν ἐπενέργεια τῶν δυνάμεων τῆς προσφορᾶς καὶ τῆς ζητήσεως τῆς δραχμῆς καθ' ἑαυτῆς.

II. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Ἡ ὑπόθεση τῆς νομισματικῆς θεωρίας τοῦ πληθωρισμοῦ, δηλαδὴ ὅτι ὁ πληθωρισμὸς μπορεῖ νὰ ἐξηγηθεῖ μὲ βάση τις μεταβολές ποὺ προηγήθηκαν στοὺς ρυθμοὺς μεταβολῆς τῆς νομισματικῆς κυκλοφορίας, ἐκφράζεται στὴν παρακάτω ἐξίσωση:

$$\dot{P} = \alpha_0 + \sum_{i=0}^n w_i \dot{M}_{t-i} \quad (1)$$

ὅπου \dot{P} = ρυθμὸς μεταβολῆς τῶν τιμῶν καὶ \dot{M} = ρυθμὸς μεταβολῆς τῆς νομισματικῆς κυκλοφορίας. Ὁ ὅρος στὸ δεξιὸ μέρος τῆς συναρτήσεως,

$\sum_{i=0}^n w_i \dot{M}_{t-i}$, ἐκφράζει τοὺς ρυθμοὺς μεταβολῆς τῆς νομισματικῆς κυκλοφορίας ποὺ προηγήθηκαν.

Ἡ παραπέρα ὑπόθεση ποὺ γίνεται στὴ μελέτη αὐτὴ εἶναι ὅτι οἱ τιμές τῆς ἐσωτερικῆς ἀγορᾶς μποροῦν νὰ ἐξηγηθοῦν καὶ ἀπὸ τοὺς ρυθμοὺς μεταβολῆς ποὺ προηγήθηκαν στὴ συναλλαγματικὴ ἰσοτιμία τοῦ νομίσματος τῆς χώρας σὲ σχέση μὲ τὸ νόμισμα ἢ τὰ νομίσματα τῶν ἄλλων χωρῶν.

Μὲ βάση τὴν ὑπόθεση αὐτὴ ἡ παραπάνω ἐξίσωση (1) γράφεται:

$$\dot{P} = \alpha_0 + \sum_{i=0}^{n_1} w_i \dot{M}_{t-i} + \sum_{j=0}^{n_2} y_j \dot{E}_{t-j} \quad (2)$$

δπου: \dot{E} = ρυθμός μεταβολής τής συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος τής χώρας σε σχέση με άλλο ή άλλα νομίσματα. 'Ο δρος

$\sum_{j=0}^{n_1} y_j \dot{E}_{t-j}$ εκφράζει τούς ρυθμούς μεταβολής τής συναλλαγματικής ισοτιμίας του

νομίσματος τής χώρας σε σχέση με άλλο ή άλλα νομίσματα που προηγήθηκαν.

'Η μορφή τής παραπάνω εξίσωσης (2) στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι μεταβολές τής νομισματικής κυκλοφορίας δεν επηρεάζουν σημαντικά τήν συναλλαγματική (έξωτερική) ισοτιμία του νομίσματος τής χώρας. 'Η υπόθεση αυτή βασίζεται στη δομή και μορφολογία τής ελληνικής οικονομίας, στην οποία: 1) τὸ ἐπιτόκιο εἶναι οἰκονομικὸ μέγεθος πὸν δὲν διαμορφώνεται μὲ βάση τις δυνάμεις τής προσφοράς καὶ τής ζήτησεως χρήματος στὴν ἐλεύθερη χρηματαγορά, ἀλλὰ ἀντίθετα εἶναι «κατευθυνόμενο» ἀπὸ τις νομισματικὲς ἀρχές· καὶ 2) ἡ ἐλεύθερη κίνηση κεφαλαίων ἀπὸ τὸ ἔσωτερικὸ πρὸς τὸ ἔξωτερικὸ ἀπαγορεύεται.

'Αν οἱ παραπάνω συνθήκες ἔλειπαν 211-231 τότε μιὰ αὐξηση τής νομισματικῆς κυκλοφορίας θὰ ἐπηρεάζε τὸ ἐπιτόκιο πτωτικὰ σὲ σχέση μὲ τὸ ἐπιτόκιο τής ξένης κεφαλαιαγορᾶς, δεδομένης τής ζήτησεως. Στὴ συνέχεια θὰ προκαλεῖτο ἐκροή κεφαλαίων, πὸν θὰ κατευθύνονταν πρὸς ἀγορὲς κεφαλαίων τοῦ ἔξωτερικοῦ (Capital Outflow). 'Η ζήτηση ξένου νομίσματος καὶ ἡ κατὰ συνέπεια προσφορά τής δραχμῆς στὶς ἀγορὲς ξένων νομισμάτων (Foreign Exchange Market) θὰ ἠῤῥξαν τὴ συναλλαγματικὴ ισοτιμία τοῦ ξένου νομίσματος σὲ σχέση μὲ τὸ δικὸ μας νόμισμα πὸν κατὰ συνέπεια θὰ ὑποτιμᾶτο. 'Ομως, ἡ ἀλυσσιδωτὴ ἀντίδραση γεγονότων δὲν πραγματοποιεῖται γιὰ τούς λόγους πὸν προαναφέρθηκαν.

III. ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

ΓΕΝΙΚΑ

'Η ἐξίσωση (2) ἐκτιμήθηκε ἀρχικὰ γιὰ τὸ χρονικὸ διάστημα 1964 μέχρι 1977. Στὴ συνέχεια ἡ ἴδια ἐξίσωση ἐκτιμήθηκε χωριστὰ γιὰ τὸ χρονικὸ διάστημα 1964 μέχρι 1972 καὶ χωριστὰ γιὰ τὸ χρονικὸ διάστημα 1973 μέχρι 1977¹.

• Γιὰ τὴ διερεύνηση χρησιμοποιήθηκαν τριμηνιαῖα, μὴ ἐποχικὰ διορθωμένα, στοιχεία τοῦ ρυθμοῦ τῶν μεταβολῶν τῶν μεταβλητῶν στὴ μορφή $(x_t - x_{t-4} / x_t)$, δηλαδή ὁ ρυθμὸς μεταβολῆς τής μεταβλητῆς (x_t) κατὰ τὸ τρέχον τρίμηνο ἔναντι τοῦ ἀντίστοιχου τριμήνου τοῦ προηγούμενου ἔτους (x_{t-4}) . Οἱ μεταβλητὲς πὸν χρησιμοποιήθηκαν γιὰ τὴν ἐκτίμηση τής εξίσωσης (2) εἶναι οἱ ἑξῆς:

1. 'Η χρονικὴ περίοδος μπορεῖ νὰ χωριστεῖ σὲ ἕνα προκαθορισμένο σημεῖο καὶ οἱ ἐκτιμήσεις γιὰ τις δύο ὑποπεριόδους μποροῦν νὰ συγκριθοῦν εἴτε τυπικὰ — κάνοντας χρῆση τοῦ Chow Test — ἢ ὄχι. Στὰ πλαίσια τής μελέτης αὐτῆς κριθῆκε ὅτι τὸ χρονικὸ σημεῖο χωρισμοῦ συμπίπτει μὲ τὸ τέλος τοῦ 1972, γιὰτι ἀπὸ τὸ 1973 ὁ ρυθμὸς μεταβολῆς τῶν τιμῶν αὐξάνει ἀλματωδῶς.

M_1 : Ρυθμός μεταβολής προσφοράς χρήματος με τη «στενή» έννοια. Δηλαδή, νομισματική κυκλοφορία και καταθέσεις ύψεως του ιδιωτικού τομέα στο τραπεζικό σύστημα.

\dot{P} : Ρυθμός μεταβολής γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή.

DM : Ρυθμός μεταβολής συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής προς το μάρκο Δ. Γερμανίας.

DOL : Ρυθμός μεταβολής συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής προς το δολάριο Η.Π.Α.

Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν πάρθηκαν από το Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο της Τραπέζης της Ελλάδος (διάφορες εκδόσεις).

Η εκτίμηση της εξισώσεως (2) έγινε με τη μέθοδο των ελάχιστων τετραγώνων, και δοκιμάστηκαν μήκη χρονικής υστερήσεως 4, 8 και 10 τριμήνων.

Άρχική εκτίμηση της εξισώσεως με την DM και την DOL συγχρόνως σαν ανεξάρτητες μεταβλητές παρουσίασε προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας, όπως αναμενόταν.

Τα αποτελέσματα της οικονομετρικής διερευνήσεως που δίνονται παρακάτω στους Πίνακες 1, 2 και 3 αναφέρονται στις εκτιμήσεις της εξισώσεως (2), στην οποία χρησιμοποιήθηκαν μήκη χρονικής υστερήσεως 4 τριμήνων². Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω ανάλογες εκτιμήσεις έγιναν κάνοντας χρήση χρονικών υστερήσεων 8 και 10 τριμήνων. Οι εξισώσεις που εκτιμήθηκαν με μήκη χρονικής υστερήσεως 4 τριμήνων είναι αυτές που τελικά προκρίθηκαν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Χρονική Περίοδος: 1964-1977

A/A	\dot{P}	a_0			R^2	D.W.	SEE
EΞ		-7.55 (4.85)			.853	.412	4.48
2.1			M_1	.120 (.94)	DM	.066 (.61)	
			M_1-1	.004 (.03)	$DM-1$.294 (2.10)	
			M_1-2	.071 (.47)	$DM-2$.196 (1.36)	
			M_1-3	.121 (.86)	$DM-3$.141 (.94)	
			M_1-4	.373 (3.48)	$DM-4$.163 (1.24)	

2. D.W. = Durbin - Watson Statistic, SEE: σφάλμα εκτιμήσεως της συναρτήσεως, R^2 = συντελεστής πολλαπλού προσδιορισμού. Οι αριθμοί σε παρενθέσεις είναι t-Statistics.

2.2	-9.68 (4.06)				.625	.250	5.57
	M1	.297 (1.71)	DÖL	-.139 (.38)			
	M1-1	-.022 (.10)	DÖL-1	.095 (.19)			
	M1-2	.182 (.84)	DÖL-2	.078 (.15)			
	M1-3	.309 (1.46)	DÖL-3	.190 (.35)			
	M1-4	.357 (2.02)	DÖL-4	-.058 (.15)			

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Χρονική Περίοδος: 1964-1972

A/A	\hat{p}	α_0			R^2	D.W.	SEE
ΕΞ		2.12			.218	.374	1.87
2.3		(1.34)					
		M1	0.58 (.56)	DΜ	.059 (.35)		
		M1-1	-.065 (.51)	DΜ-1	-.018 (.07)		
		M1-2	-.108 (.87)	DΜ-2	.049 (.21)		
		M1-3	.026 (.21)	DΜ-3	.045 (.18)		
		M1-4	.109 (1.04)	DΜ-4	.045 (.24)		
2.4		3.29 (2.36)			.143	.374	1.95
		M1	.055 (.50)	DÖL	2.388 (.21)		
		M1-1	-.054 (.39)	DÖL-1	-.468 (.05)		
		M1-2	-.099 (.73)	DÖL-2	1.229 (.15)		
		M1-3	.020 (.14)	DÖL-3	.495 (.06)		
		M1-4	.036 (.32)	DÖL-4	-4.542 (.61)		

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Χρονική Περίοδος: 1973-1977

A/A	$\hat{\rho}$	α_0			R^2	D.W.	SEE
ΕΞ							
2.5		-26.16 (6.34)			.978	1.42	1.87
			M1	.509 (3.65)	DM	.271 (1.45)	
			M1-1	.061 (.51)	DM-1	.247 (1.79)	
			M1-2	.103 (.64)	DM-2	.276 (2.27)	
			M1-3	.273 (2.36)	DM-3	.279 (2.18)	
			M1-4	.475 (4.32)	DM-4	.224 (1.15)	
2.6		-88.25 (5.89)			.967	2.43	2.30
			M1	1.185 (5.12)	DOL	-.636 (3.19)	
			M1-1	.331 (2.12)	DOL-1	.898 (3.30)	
			M1-2	.652 (5.00)	DOL-2	.193 (.83)	
			M1-3	1.128 (7.23)	DOL-3	1.182 (4.43)	
			M1-4	1.139 (6.39)	DOL-4	-2.11 (1.01)	

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Στὸν Πίνακα 1 δίνονται τὰ ἀποτελέσματα τῆς ἐκτιμῆσεως τῆς ἐξισώσεως (2) γιὰ ὀλόκληρη τὴ χρονικὴ περίοδο, δηλ. 1964, I – 1977, IV.

Τὰ ἀποτελέσματα αὐτὰ πρέπει νὰ γίνουν δεκτὰ μὲ ἐπιφύλαξη. Πρῶτο, ἡ μὴ σημαντικὴ ἐπίδραση τοῦ δολλαρίου Η.Π.Α. (DOL) καὶ τοῦ γερμανικοῦ μάρκου (DM), μὲ ἐξαίρεση τὴ χρονικὴ ὑστέρηση τοῦ πρώτου τριμήνου, DM-1, στὴ διαμόρφωση τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν, κατὰ τὸ ἐπισκοπούμενο χρονικὸ διάστημα, φαίνεται ὅτι πρέπει νὰ ἀποδοθεῖ στὴ σταθερότητα τῆς δραχμῆς πρὸς τὸ δολλᾶριο Η.Π.Α. (κατὰ τὸ χρονικὸ διάστημα 1965, III – 1973, III ἢ συναλλαγματικὴ ἰσοτιμία τῆς δραχμῆς πρὸς τὸ δολλᾶριο Η.Π.Α. παρέμεινε ἀμετάβλητη) καί, ἀκόμα στὴ σταθερότητα τῆς δραχμῆς πρὸς τὸ μάρκο Γερμανίας (κατὰ τὸ χρονικὸ διάστημα 1964, I – 1969, III ἢ μέση μεταβολὴ τῆς συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας τῆς δραχμῆς πρὸς τὸ μάρκο Γερμανίας εἶναι ἴση μὲ τὸ μηδέν).

Γιά τούς λόγους αὐτούς, ὅπως καί γι' αὐτούς πού ἀναλύθηκαν στό Μέρος I, τὰ ἀποτελέσματα τῆς ἐκτιμῆσεως τῆς ἐξισώσεως (2) γιά ὀλόκληρη τή χρονική περίοδο θά πρέπει νά θεωρηθοῦν ὡς μὴ παραδεκτά.

Ὡς ἐκ τούτου κρίθηκε σκόπιμο νά χωριστεῖ ἡ περίοδος σέ δύο ὑποπεριόδους καί νά γίνει ἐκτίμηση τῆς ἐξισώσεως (2) ξεχωριστά γιά τίς δύο ὑποπεριόδους. Οἱ ὑποπεριόδοι εἶναι: 1964, I — 1972, IV καί 1973, I — 1977, IV.

Τὰ ἀποτελέσματα τῆς ἐκτιμῆσεως τῆς ἐξισώσεως (2) γιά τήν πρώτη καί τή δεύτερη ὑποπερίοδο δίνονται στοὺς Πίνακες 2 καί 3, ἀντίστοιχα.

Κατά τήν πρώτη ὑποπερίοδο καμία ἀπό τίς ἀνεξάρτητες μεταβλητές δέν φαίνεται νά ἀσκεῖ στατιστικά σημαντική ἐπίδραση πάνω στό γενικό ἐπίπεδο τιμῶν. Ἡ ἐρμηνευτική ἰκανότητα τῆς ἐξισώσεως εἶναι περιορισμένη — ἡ τιμὴ τοῦ R^2 εἶναι χαμηλή. Οἱ τιμές τοῦ Durbin-Watson Statistic εἶναι δηλωτικές τῆς θετικῆς συσχετίσεως πού παρατηρεῖται στὰ κατάλοιπα.

Κατά τή δεύτερη ὑποπερίοδο, 1973, I - 1977, IV, οἱ ἐκτιμῆσεις τῆς ἐξισώσεως συμφωνοῦν μέ τήν ὑπόθεση πού ἔγινε ὅτι, δηλαδή, στὸν προσδιορισμὸ τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν δέν συμβάλλουν μόνο οἱ τρέχουσες καί οἱ προηγούμενες μεταβολές τῶν ρυθμῶν τῆς προσφορᾶς χρήματος, ἀλλὰ καί οἱ μεταβολές στοὺς ρυθμοὺς μεταβολῆς τῆς συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας τῆς δραχμῆς πρὸς τὰ ξένα νομίσματα καί συγκεκριμένα πρὸς τὸ δολλᾶριο τῶν Η.Π.Α. καί πρὸς τὸ γερμανικὸ μάρκο, μεγέθη πού χρησιμοποιήθηκαν γιά τήν ἐπαλήθευση τῆς παραπάνω ὑποθέσεως.

Ἡ ἐρμηνευτική ἰκανότητα καί τῶν δύο ἐξισώσεων (2.5) καί (2.6) εἶναι μεγάλη. (Ὁ συντελεστὴς πολλαπλοῦ προσδιορισμοῦ, R^2 , καί στίς δύο ἐξισώσεις ἔχει τιμὴ .97). Στατιστικὰ παραδεκτὲς τιμές ἔχει καί τὸ Durbin-Watson Statistic. Ὅμως θά πρέπει νά γίνει ἰδιαίτερη ἀναφορὰ γιά τίς τιμές τοῦ σταθεροῦ ὄρου (α_0). Οἱ ὑποστηρικτὲς τῆς ἰσχυρῆς νομισματικῆς θεωρίας δέχονται ὅτι μακροχρόνια οἱ μεταβολές τῆς προσφορᾶς χρήματος ἀσκοῦν ἀποφασιστικὴ ἐπίδραση μόνο πάνω στό γενικό ἐπίπεδο τιμῶν, ἐνῶ, ἀντίθετα, ὅλα τὰ ἄλλα οἰκονομικὰ μεγέθη, ἀφοῦ ὑποστοῦν τὴ διεργασία τῶν μεταξύ τους ἀλληλοεπιδράσεων, παύουν νά ἀσκοῦν μακροχρόνια σημαντικὴ ἐπίδραση πάνω στὴ διαμόρφωση τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν.

Τὰ ἀποτελέσματα τῆς ἐκτιμῆσεως τῆς ἐξισώσεως (2) γιά τὴν δεύτερη ὑποπερίοδο, δηλαδή 1973, I - 1977, IV, ἔρχονται σὲ μέρικὴ ἀντίθεση μέ τὴ θέση αὐτὴ τῆς νομισματικῆς θεωρίας καί τοῦτο γιὰτί οἱ τιμές τοῦ σταθεροῦ ὄρου εἶναι μεγάλες καί στατιστικὰ σημαντικὲς καί στίς δύο ἐκτιμῆσεις τῆς ἐξισώσεως, δηλαδή τίς ἐπιμέρους ἐξισώσεις (2.5) καί (2.6).

Ναὶ μὲν οἱ ρυθμοὶ μεταβολῆς τῆς προσφορᾶς χρήματος εἶναι ἀποφασιστικῆς σημασίας στὴ διαμόρφωση τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν, ὅμως, ἐκτὸς τῆς προσφορᾶς χρήματος, στατιστικὰ σημαντικὴ ἐπίδραση ἀσκοῦν, ὅπως ἀποδείχτηκε, μακροχρόνια καί οἱ ρυθμοὶ μεταβολῆς τῆς συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας τῆς δραχμῆς πρὸς τὰ ξένα νομίσματα ἐφενός, ἀφετέρου οἱ μεγάλες καί στατιστικὰ σημαντικὲς τιμές τοῦ σταθεροῦ ὄρου δείχνουν ὅτι καί ἄλλα οἰκονομικὰ μεγέθη ἀσκοῦν σημαντικὴ ἐπίδραση πάνω στὴ διαμόρφωση τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν.

Μεγέθη τὰ ὁποῖα θὰ μπορούσαν νὰ ἀναφερθοῦν, βάσει τῆς ἀναλύσεως πού προηγήθηκε (Μέρος I), εἶναι ἡ ἀγορὰ ἐργασίας ἢ στενότητα τῆς ὁποίας, κατὰ τὸ διάστημα 1973-1977, ἐπέτεινε τὶς πιέσεις πάνω στοῦ κόστος παραγωγῆς, ἢ ἔντονα ἔλλειμματική δημοσιονομικὴ πολιτικὴ, οἱ ἀνατιμήσεις τῶν διεθνῶν πρώτων ὑλών, ὅπως τὸ πετρέλαιο, κ.λπ.

Πλὴν θὰ πρέπει νὰ τονιστεῖ ὅτι ἡ διάσταση πού παρατηρεῖται μεταξύ τῶν ἀποτελεσμάτων τῆς ἐκτιμήσεως τῆς ἐξισώσεως (2) καὶ τῶν θέσεων τῆς νομισματικῆς θεωρίας θὰ πρέπει νὰ συνεξεταστεῖ μέσα στὰ πλαίσια τῆς παρούσας μελέτης.

IV. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

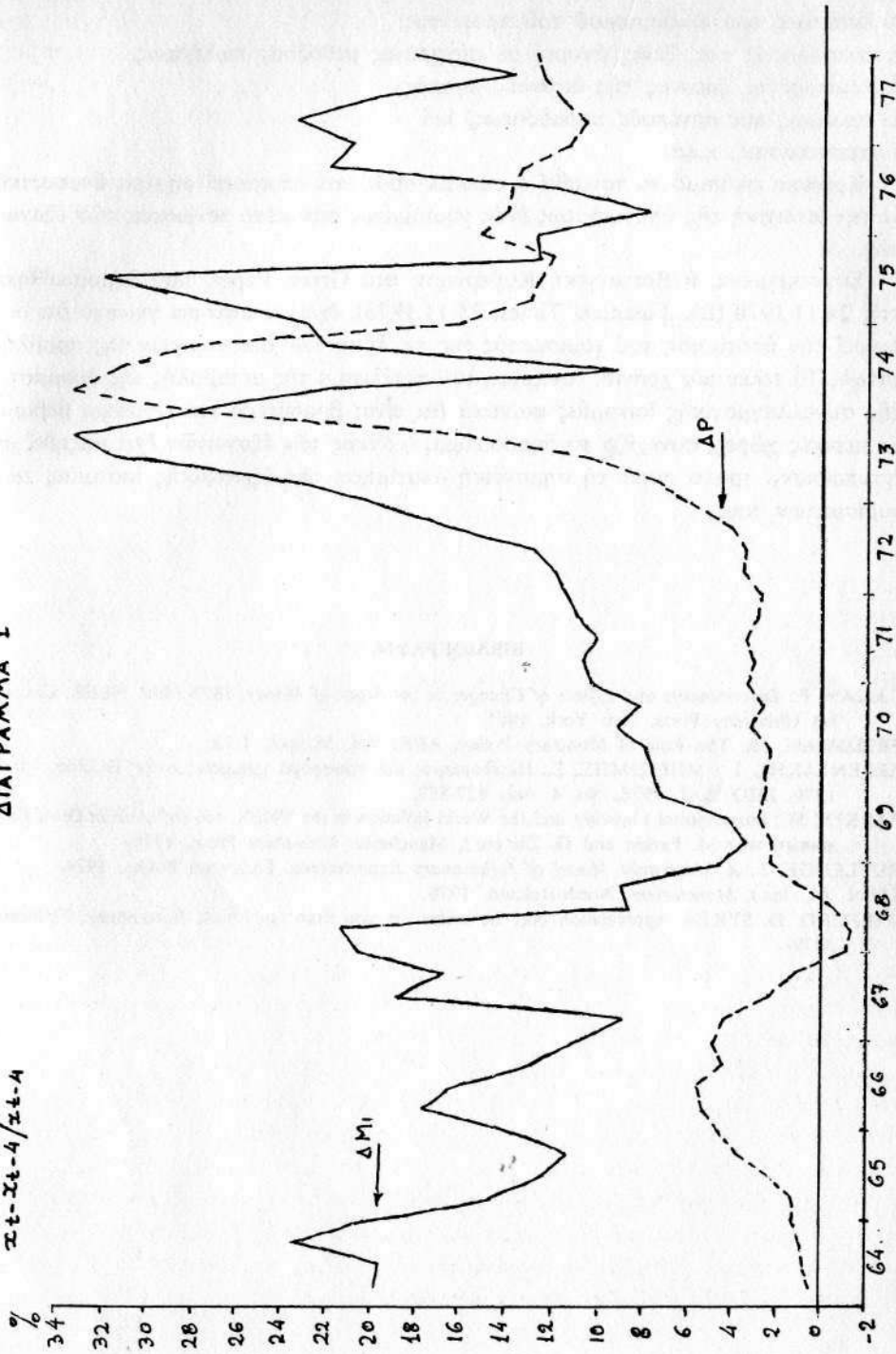
Ἡ διαφορετικὴ συμπεριφορὰ τοῦ γενικοῦ δείκτη τιμῶν καταναλωτῆ κατὰ τὸ χρονικὸ διάστημα 1964-1972, σὲ σχέση μετὰ τὸ χρονικὸ διάστημα 1973-1977, δὲν μπορεῖ νὰ ἀποδοθεῖ ἀποκλειστικά καὶ μόνο στὴ συμπεριφορὰ τῆς προσφορᾶς τοῦ χρήματος, δεδομένου ὅτι κατὰ τὶς δύο αὐτὲς χρονικὲς περιόδους οἱ ρυθμοὶ ἀξίσεως τῆς προσφορᾶς τοῦ χρήματος κινήθηκαν στὰ ἴδια ὑψηλὰ ἐπίπεδα.

Ἡ οἰκονομετρικὴ διερεύνηση ἔδειξε, ὅπως ἀναμενόταν, ὅτι ἡ ὑποτίμηση τῆς ἐξωτερικῆς ἀξίας τῆς δραχμῆς ἐπιδρᾶ ἀξητικά ἐπὶ τοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν τῆς ἐσωτερικῆς ἀγορᾶς. Διαπιστώθηκε ἔτσι ὅτι, ἐκτὸς ἀπὸ τὴν ἐπίδραση τοῦ χρήματος, δηλαδὴ τοῦ ρυθμοῦ μεταβολῆς τῆς νομισματικῆς κυκλοφορίας πάνω στὶς τιμὲς τῆς ἐσωτερικῆς ἀγορᾶς, οἱ μεταβολὲς τῆς ἐξωτερικῆς ἰσοτιμίας τῆς δραχμῆς ἐπιδρῶν ἀποφασιστικά πάνω στοῦ γενικὸ ἐπίπεδο τιμῶν καὶ ἀποτελοῦν ἀνεξάρτητη πηγὴ τροφοδότησης τοῦ πληθωρισμοῦ. Κατὰ συνέπεια ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ, σὰν μέσο πολιτικῆς συγκράτησεως τοῦ ρυθμοῦ τοῦ πληθωρισμοῦ θὰ πρέπει νὰ ἀποσκοπεῖ τόσο στὴ συγκράτηση τοῦ ρυθμοῦ ἀξίσεως τῆς προσφορᾶς χρήματος ὅσο καὶ στὴν σταθεροποίηση τῆς ἐξωτερικῆς ἰσοτιμίας τῆς δραχμῆς. Ἡ σταθεροποίηση τῆς ἐξωτερικῆς ἰσοτιμίας τῆς δραχμῆς εἶναι ἀπαραίτητη. Ἡ ὑποτίμηση τῆς δραχμῆς, πέρα ἀπὸ τὶς δυσμενεῖς ἐπιπτώσεις πού ἔχει πάνω στοῦ γενικὸ ἐπίπεδο τιμῶν, θεωρεῖται ὅτι δὲν μπορεῖ νὰ συντελέσει, σημαντικά τουλάχιστον, στὸν περιορισμὸ τῶν εἰσαγωγῶν, δεδομένου ὅτι οἱ ἑλληνικὲς εἰσαγωγές, ὅπως τὰ κεφαλαιουχικά ἀγαθά, τὸ πετρέλαιο κ.λπ., πού ἀπορροφοῦν μεγάλο μέρος τῆς συνολικῆς δαπάνης γιὰ εἰσαγωγές, εἶναι σχεδὸν ἀνελαστικές.

Ἀπὸ τὴν ἄλλη μεριά, ἡ πολιτικὴ τῆς ὑποτιμήσεως τῆς δραχμῆς πού ἀποσκοπεῖ στὴν ἀξίηση τῶν ἐξαγωγῶν θὰ πρέπει νὰ θεωρηθεῖ σήμερα περιορισμένης ἐφαρμογῆς δεδομένου ὅτι τὸ ἐργατικὸ δυναμικὸ εἶναι πλήρως ἀπασχολημένο. Κατὰ συνέπεια κάθε ἀξίηση τῆς παραγωγῆς, ἀναγκαία γιὰ τὴν ἀντιμετώπιση τοῦ ἀξημένου ὄγκου ἐξαγωγῶν πού ἀναμένεται νὰ προκληθεῖ λόγω ὑποτιμήσεως (θεωρεῖται ὅτι ἡ ἐλαστικότητα ζητήσεως γιὰ ἐξαγωγές εἶναι γύρω στὴ μονάδα), θὰ προκαλέσει μόνο ἀξίηση τῶν τιμῶν. Ἡ ἀξίηση τῆς ἀνταγωνιστικότητας τῶν ἑλληνικῶν ἐξαγωγῶν θὰ πρέπει νὰ ἐπιδιωχθεῖ, ὄχι μέσω τιμῶν, ἀλλὰ μέσω:

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Ι

$\frac{I_t - I_{t-4}}{I_{t-4}}$



1. έντάσεως τοῦ διαφορισμοῦ τοῦ προϊόντος,
2. διεισδύσεως στὶς ξένες ἀγορῆς μετὰ σύγχρονες μεθόδους πωλήσεως,
3. ἐπισταμένης ἔρευνας τῆς διεθνοῦς ἀγορᾶς,
4. ἔγκαιρης καὶ συνεποῦς παραδόσεως, καὶ
5. συσκευασίας, κ.λπ.

Κρίνεται σκόπιμο νὰ τονισθεῖ ὁ σκεπτικισμὸς ποὺ ἐπικρατεῖ σήμερα ἀναφορικὰ μετὰ τὴν πολιτικὴ τῆς ὑποτιμήσεως ἐνὸς νομίσματος σὰν μέσο τονώσεως τῶν ἐξαγωγῶν.

Συγκεκριμένα, ἡ Βρεταννικὴ Κυβέρνηση στὸ Green Paper, ποὺ δημοσιεύθηκε στὶς 24.11.1978 (Βλ. Financial Times, 25.11.1978), ἔχει καταστήσει γνωστὸ ὅτι δὲν θεωρεῖ τὴν ὑποτίμηση τοῦ νομίσματος τῆς ὡς λύση τῶν οικονομικῶν τῆς προβλημάτων. Τὰ τελευταῖα χρόνια, τονίζεται, τὸ ἀποτέλεσμα τῆς μεταβολῆς τῆς ὀνομαστικῆς συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας φαίνεται ὅτι εἶναι βραδύτερο καὶ λιγότερο βέβαιο. Σὲ μερικὲς χώρες, συνεχίζει τὸ δημοσίευμα, ὁ ὄγκος τῶν ἐξαγωγῶν ἔχει ἀυξηθεῖ μετὰ ἐντυπωσιακὸ τρόπο παρὰ τὴ σημαντικὴ ἀνατίμηση τῆς ἐξωτερικῆς ἰσοτιμίας τῶν νομισμάτων τους.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- CAGAN, P., *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1960*, NBER, Columbia University Press, New York, 1965.
- FRIEDMAN, M., *The Role of Monetary Policy*, AER, Vol. 58, σελ. 1-13.
- ΛΕΒΕΝΤΑΚΗΣ, Ι. - ΜΠΡΙΣΙΜΗΣ, Σ., Πληθωρισμὸς καὶ προσφορά χρήματος στὴν Ἑλλάδα, 1964-1976, ΣΠΟΥΔΑΙ, 1978, Νο. 4, σελ. 827-857.
- PARKIN, M., *International Liquidity and the World Inflation in the 1960's*, στὸ *Inflation in Open Economies*, ὑπὸ Μ. Parkin and G. Zis (ed.), Manchester University Press, 1976.
- RUTLEDGE, J., *A Monetarist Model of Inflationary Expectations*, Lexington Books, 1974.
- STEN, J.L. (ed.), *Monetarism*, North-Holland, 1976.
- WILFORD, D. SYKES, *Appreciation may be better for you than you think*, Euromoney, February 1979.