

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ
ΕΠΙ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ:
Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ; 1970-1986*

Υπό

ΣΤΥΛΙΑΝΟΥ Α. ΣΑΡΑΝΤΙΔΗ

Καθηγητή της Α.Β.Σ.Π.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η υποτίμηση ή προσαρμογή της εξωτερικής αξίας του εθνικού νομίσματος είναι ένα από τα κύρια συστατικά των προγραμμάτων σταθεροποίησης των οικονομιών. Ήδη από τα μέσα του 17ου αιώνα ήταν γνωστό ότι οι μεταβολές της συναλλαγματικής τιμής (εξωτερικής αξίας) του εθνικού νομίσματος σκόπευαν στην εξισορρόπηση των διεθνών πληρωμών. Με το καθεστώς των σταθερών ισοτιμιών της Συμφωνίας του Bretton Woods (1944) η υποτίμηση ενός νομίσματος δικαιολογείτο για να θεραπεύσει βασικές ανισορροπίες (fundamental disequilibrium) στα ισοζύγια πληρωμών, και όχι να χρησιμεύσει ως μέτρο ανταποδοτικό (retaliation) των υποτιμήσεων άλλων νομισμάτων.

Η έρευνα της εξωτερικής αξίας του εθνικού νομίσματος γίνεται για δύο διαφορετικούς σκοπούς. Ο πρώτος σκοπός αναφέρεται στην μελέτη και ανάλυση της συμπεριφοράς των συναλλαγματικών τιμών (exchange rates). Εδώ εξετάζονται οι παράγοντες που προσδιορίζουν το ύψος και τις μεταβολές των συναλλαγμα-

* Η μελέτη αυτή χρηματοδοτήθηκε από το Κέντρο Οικονομικών και Διοικητικών Ερευνών της Α.Β.Σ.Π.. Συνεργάστηκαν οι Ιω. Παλαιολόγος (Αέκτωρ) και Δ. Βουδούρης (Επιστ. Συνεργάτης), τους οποίους και ευχαριστώ.

τικών τιμών. Ο δεύτερος σκοπός αναφέρεται στην μελέτη και ανάλυση των αποτελεσμάτων των μεταβολών των συναλλαγματικών τιμών επί των διαφόρων μεγεθών της οικονομίας. Άλλωστε αυτός είναι και ο σκοπός της συναλλαγματικής πολιτικής, ως ενός τμήματος της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής γενικώς. Χειριζόμενοι τη συναλλαγματική πολιτική σκοπούμε να επηρεάσουμε κάποια οικονομικά μεγέθη ή να τοποθετήσουμε συτά σε σωστή τροχιά.

Η παραδοσιακή άποψη σχετικά με τις επιπτώσεις και τα αποτελέσματα των υποτιμήσεων συνέτεινε γενικώς στην αποδοχή των ευεργετικών επί της οικονομίας επιπτώσεων και για το λόγο αυτό η υποτίμηση αποτελούσε συστατικό μέρος της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής. Εν τούτοις σπέρματα αμφιβολίας για το ευεργετικό αποτέλεσμα διατυπώθηκαν από διαφόρους θεωρητικούς των διεθνών οικονομικών από τη δεκαετία του 1950 και πιο συγκεκριμένες διατυπώσεις εμπειρικών υποδειγμάτων εμφανίστηκαν την τελευταία διετία.

Έτσι, ο James Meade (1951) διετύπωσε τη δυνατότητα υπάρξεως συστατικών αποτελεσμάτων της υποτιμήσεως, εφόσον δεν πληρούται η συνθήκη Marshall - Lerner. Ο A. O. Hirschman (1949) υπεστήριξε ότι το αποτέλεσμα της υποτιμήσεως θα είναι αρνητικό, αν το εμπορικό ισοζύγιο δεν είναι ισοσκελισμένο και συνεπώς η συνθήκη Marshall - Lerner δεν ισχύει στις περιπτώσεις αυτές απαιτούμενης κάποιας τροποποίησης της. Ο Diaz - Alejandro (1963) τόνισε τα αναδιανεμητικά αποτελέσματα της υποτιμήσεως από τα εισοδήματα από εργασία προς τα εισοδήματα από κέρδη. Αυτή η αναδιανομή επιφέρει μείωση της συνολικής ζητήσεως, λόγω διαφορικών ροπών προς αποταμίευση των δύο κατηγοριών εισοδημάτων και συνεπώς μείωση της απασχολήσεως. Την ίδια διαπίστωση του Hirschman έκανε αργότερα ο Cooper (1971) στο πλαίσιο υποδείγματος γενικής ισορροπίας.

Αλλά και οι P. Krugman και L. Taylor σε ένα Κεϋνσιανό υπόδειγμα έδειξαν ότι η υποτίμηση μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του εθνικού εισοδήματος αν : (α) οι εισαγωγές αρχικώς υπερβαίνουν τις εξαγωγές, (β) υπάρχουν διαφορές στις ροπές προς κατανάλωση μεταξύ εισοδημάτων από εργασία και εισοδημάτων από κέρδη και (γ) τα φορολογικά έσοδα του κράτους αυξάνουν μετά την υποτίμηση (λόγω εξαγωγικών φόρων).

Στα κεϋνσιανού τύπου υποδείγματα ανοικτής οικονομίας μια υποτίμηση οδηγεί βραχυχρονίως σε αύξηση της συνολικής ζητήσεως και του εισοδήματος, των εξαγωγών και του γενικού επιπέδου των τιμών.

Η μονεταριστική άποψη υποστηρίζει ότι οι μεταβολές της συναλλαγματικής τιμής επηρεάζουν τα πραγματικά μεγέθη της οικονομίας μέσω του

real balance effect μόνον βραχυχρόνιος, ενώ στην μακροχρόνια περίοδο οι πραγματικές μεταβλητές παραμένουν ανεπηρέαστες.

Οι στρουκτοραλιστές (structuralists) πιστεύουν ότι ένα νομισματικό (συναλλαγματικό) μέτρο, όπως η υποτίμηση, δεν είναι δυνατό να εξαλείψει προβλήματα τα οποία οφείλονται σε διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας.

Η παρούσα μελέτη σκοπό έχει να ερευνήσει το αμφιλεγόμενο θέμα της επιδράσεως της μεταβολής των συναλλαγματικών τιμών επί της οικονομικής δραστηριότητας στην περίπτωση της Ελληνικής Οικονομίας κατά την περίοδο 1970-1986.

Εξετάζεται θεωρητικώς και εμπειρικώς κατά πόσο η συναλλαγματική πολιτική έχει αυξητικά (expansionary) ή μειωτικά (contractionary) αποτελέσματα επί του πραγματικού ακαθαρίστου προϊόντος συνεξεταζόμενη και με άλλες οικονομικές μεταβλητές.

ΣΥΝΤΟΜΗ ΘΕΩΡΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΥΠΟΤΙΜΗΣΕΩΣ

Η μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως τονίσαμε και παραπάνω ήταν στο κέντρο της παραδοσιακής οικονομικής σκέψεως στις περιπτώσεις που μια χώρα αντιμετώπιζε προβλήματα ισοζυγίου πληρωμών και διεθνούς ανταγωνιστικότητας. Τούτο δικαιολογείται, αφού πολλές συναλλαγματικές κρίσεις στο παρελθόν είχαν την αιτία τους σε ακατάλληλες συναλλαγματικές ισοτιμίες που διατηρούσαν οι νομισματικές αρχές και οδηγούσαν σε άκρως υπερτιμημένα εθνικά νομίσματα, μακριά από την ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων τους. Στο τμήμα αυτό θα εξετάσουμε περιληπτικά τα πιθανά αποτελέσματα μιας υποτιμήσεως επί διαφόρων οικονομικών μεταβλητών.

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

Η παραδοσιακή θεώρηση των αποτελεσμάτων μιας υποτιμήσεως αναφέρεται κυρίως στη διάρθρωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η υποτίμηση οδηγεί στην αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και την μείωση των εισαγωγών, αφού με την υποτίμηση γίνονται φθηνότερες οι εξαγωγές και ακριβότε-

ρες οι εισαγωγές. Κλασσική υπόθεση είναι η υπόθεση Marshall - Lerner, ως κανόνας πρακτικός, κατά τον οποίο το άθροισμα των ελαστικοτήτων εισαγομένων και εξαγομένων πρέπει να είναι μεγαλύτερο της μονάδας, η προσφορά απείρως ελαστική και ο λογαριασμός τρεχουσών συναλλαγών αρχικώς ισοσκελισμένος.

Η αμφισβήτηση της αποτελεσματικότητας της υποτιμήσεως σχετίζεται με το κατά πόσο υφίστανται οι παραπάνω προϋποθέσεις. Κάποια εποχή γύρω στα 1950-1960 κυριαρχούσε η θεώρηση της «απαισιοδοξίας των ελαστικοτήτων» (elasticity pessimism), αφού από τις εμπειρικές μελέτες εκτιμήσεως των ελαστικοτήτων προέκυπτε το συμπέρασμα ότι κυρίως οι εισαγωγές σε χώρες με διαρθρωτικά προβλήματα ήταν ανελαστικής ζήτησεως ως προς τις τιμές. Οι χρονικά μετέπειτα εκτιμήσεις έδειξαν υψηλές τιμές ελαστικοτήτων, έτσι ώστε η «απαισιοδοξία» να μετατραπεί σε «αισιοδοξία».

Είναι αλήθεια ότι η γνώση των τιμών των ελαστικοτήτων δεν είναι αρκετή για να κρίνουμε αν μια μεταβολή της συναλλαγματικής τιμής θα έχει το ποθούμενο επί του ισοζυγίου αποτέλεσμα. Η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική θα επηρεάσουν το αποτέλεσμα μαζί με τις προσδοκίες των οικονομούντων ατόμων σχετικά με τη διαμόρφωση ορισμένων μεγεθών και τη λήψη μέτρων οικονομικής πολιτικής στο άμεσο μέλλον.

Ίσως η πιο κρίσιμη εξέλιξη μετά την υποτίμηση αναφέρεται στην κίνηση των εσωτερικών τιμών (πληθωρισμός) και η οποία είναι πιθανόν, συμπαρομαρτούντων και άλλων αιτιών να οδηγήσει σε ένα φαύλο κύκλο υποτιμήσεων - πληθωρισμού. Δηλαδή, γίνεται μία υποτίμηση για να διορθώσει την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών, η οποία μειώθηκε λόγω ακριβώς της διαφοράς - ρυθμών πληθωρισμού μεταξύ εσωτερικού και εξωτερικού. Η υποτίμηση όμως με τη σειρά της οδηγεί σε αύξηση των εσωτερικών τιμών, η οποία βλάπτει πάλι την ανταγωνιστικότητα, με συνέπεια να γίνει και δεύτερη υποτίμηση με τα ίδια αποτελέσματα, δημιουργούμενης έτσι μιας σπείρας υποτιμήσεως - πληθωρισμού - υποτιμήσεως.

Όροι εμπορίου

Η επίδραση της υποτιμήσεως επί των όρων εμπορίου, δηλαδή τον λόγο των εξαγωγών προς τις εισαγωγικές τιμές, ποικίλλει. Συνήθως η μεγαλύτερη αύξηση των τιμών των εισαγομένων επιφέρει χειροτέρευση, πράγμα που σημαίνει ότι με τον ίδιο όγκο εξαγωγών εισάγουμε λιγότερα αγαθά. Το πρόβλημα όμως είναι

πραγματικό και δεν μπορούμε a priori να μιλήσουμε για χειροτέρευση ή καλύτερευση, χωρίς να γνωρίζουμε κάποιες κρίσιμες παραμέτρους της εσωτερικής και της εξωτερικής αγοράς.

Εργατικός μισθός και τιμές

Γενικώς, κάθε υποτίμηση οδηγεί σε αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών. Μετά την υποτίμηση ακριβαίνουν τα εισαγόμενα αγαθά (εκφρασμένα σε εγχώριο νόμισμα) και επειδή τα τελευταία αυτά αποτελούν κατά ένα μέρος στοιχεία κόστους των εγχωρίως παραγομένων έχουμε αύξηση τιμών σε πολλά από αυτά. Η αύξηση τελικώς διαχέεται σε όλες τις τιμές αγαθών και υπηρεσιών στην εσωτερική αγορά.

Αν οι μισθοί και τα ημερομίσθια δεν ακολουθούν την αύξηση του τιμαριθμού (δεν είναι δηλαδή τιμαριθμοποιημένα), τότε η υποτίμηση επιφέρει την ποθητή μείωση των πραγματιών μισθών, την συγκράτηση του κόστους παραγωγής και συνεπώς την αύξηση των εξαγωγών και την υποκατάσταση των εισαγομένων από εγχωρίως παραγόμενα αγαθά. Στην περίπτωση αυτή η υποτίμηση επιτυγχάνει τον σκοπό της. Αν όμως οι μισθοί και τα ημερομίσθια είναι τιμαριθμοποιημένα, τότε τα αποτελέσματα θα κριθούν από την ασκούμενη νομισματική πολιτική. Η υποτίμηση οδηγεί σε αύξηση των τιμών και αυτή, με τη σειρά της, σε αύξηση των ονομαστικών μισθών. Η αύξηση των μισθών οδηγεί παραπέρα σε αύξηση των τιμών, κατόπιν πάλι σε αύξηση μισθών κ.ο.κ. Με σταθερή ποσότητα του χρήματος οδηγούμαστε σε μείωση των πραγματικών ρευστών διαθεσίμων (real money balances), η οποία οδηγεί σε μείωση της ζήτησεως των εγχωρίως παραγομένων, όσο και εισαγομένων αγαθών. Έτσι, έχουμε ένα αποτέλεσμα μειωτικό της όλης ζήτησεως (expenditure - reducing effect). Η επίδραση αυτή ανακουφίζει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αλλά επιδρά αρνητικώς επί της παραγωγής και της απασχολήσεως (contractionary effect). Στην περίπτωση που η προσφορά χρήματος αυξάνει, τότε η αξία των ρευστών διαθεσίμων δεν πέφτει και το ανωτέρω αποτέλεσμα αναιρείται ολικώς ή μερικώς.

Η υποτίμηση σκοπεύει επιτυχώς όταν οδηγεί σε μεταβολή των σχετικών τιμών, δηλαδή όταν μεταβάλλει τον λόγο των τιμών των διεθνώς εμπορευσίμων αγαθών προς τα μη διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες. Για να βελτιωθούν το ισοζύγιο πληρωμών, η εγχώρια παραγωγή και η απασχόληση, πρέπει να μειωθούν οι τιμές των εγχωρίως παραγομένων αγαθών και υπηρεσιών (εργατικός μι-

σθός) σε σχέση με τις τιμές των εισαγομένων, διότι μόνο έτσι μπορεί να τεθεί σε λειτουργία ο μηχανισμός της μετατοπίσεως της δαπάνης (expenditure switching) από τα εισαγόμενα στα εγχωρίως παραγόμενα και τις εξαγωγές. Οι υποτιμήσεις που έχουν γίνει κατά καιρούς χωρίς να επιφέρουν την μεταβολή των σχετικών τιμών, λόγω σοβαρών δυσχερειών των διαρθρωτικών παραμέτρων της οικονομίας, είχαν πολλές φορές αντίθετα αποτελέσματα από τα αναμενόμενα.

Η διανομή του εισοδήματος

Όπως ελέχθη και παραπάνω η υποτίμηση είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει, μέσω της μείωσης του πραγματικού εργατικού μισθού, και της αυξήσεως των εξαγωγικών εισπράξεων, σε αναδιανεμητικά αποτελέσματα υπέρ των κερδών και της παραοικονομίας και σε βάρος των μισθών και ημερομισθίων. Επειδή όμως η πρώτη κατηγορία των εισοδημάτων έχει μικρότερη ροπή προς κατανάλωση, από ότι η δεύτερη κατηγορία, η αναδιανομή μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της συνολικής ζητήσεως και μείωση της απασχολήσεως. Η Κεϋνσιανή όμως αυτή διατύπωση δεν θα έχει πιθανότητα να πραγματοποιηθεί, αν η επενδυτική δαπάνη ενισχυθεί από την αναδιανομή του εισοδήματος εφόσον βεβαίως υπάρχει ισχυρή επενδυτική ροπή και κατάλληλο επιχειρηματικό κλίμα. Άλλωστε κάθε κυβέρνηση έχει στα χέρια της άλλους μηχανισμούς ενισχύσεως των εισοδημάτων των κατηγοριών που βλάπτονται από την υποτίμηση ή αυτών που πένονται (Βλ. P. Krugman and L. Taylor, 1978, σελ. 449 - 450, 454, T. Gylfason, 1987, σελ. 379).

Η πλευρά της ζήτησεως και η πλευρά της προσφοράς

Για την εκτίμηση των αποτελεσμάτων της υποτιμήσεως θα πρέπει να εξετάσουμε τόσο τις επιδράσεις αυτής επί της πλευράς της συνολικής ζήτησεως (demand - side), όσο και επί της πλευράς της προσφοράς (supply side). Καταρχήν μια υποτίμηση μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της συνολικής ζήτησεως μέσω του αρνητικού αποτελέσματος των πραγματικών ρευστών διαθεσίμων (negative real balance effect), αν δεν συνοδευτεί με ανάλογη αύξηση της ποσότητας χρήματος. Αλλά ακόμη και στην περίπτωση αυτή δεν θα αποφευχθεί μια ύφεση στην οικονομία, αν αυτή στηρίζεται σε εισαγόμενες εισροές στην παραγωγική διαδικασία με μικρή ελαστικότητα υποκαταστάσεως. Έτσι, το

υποτιθέμενο ευνοϊκό αποτέλεσμα της στροφής από τα εισαγόμενα προς τα εγχωρίως παραγόμενα (expenditure switching effect) που επιδιώκεται με την υποτίμηση εξουδετερώνεται από το μειωτικό αποτέλεσμα επί της συνολικής ζήτησεως. Πέραν όμως αυτού μπορεί να έχουμε μειωτικό αποτέλεσμα επι της συνολικής ζήτησεως και από το γεγονός της αναδιανομής του εισοδήματος, όπως αναφέραμε παραπάνω.

Αν η εξωτερική ζήτηση για εξαγωγές είναι ισχυρή μετά την υποτίμηση, η ελαστικότητα μεταξύ εγχωρίων και εισαγομένων εισροών στην παραγωγική διαδικασία είναι υψηλή και οι ελαστικότητες ζήτησεως ως προς την τιμή για τις εξαγωγές και τις εισαγωγές ετοιμών αγαθών είναι αρκετά υψηλές, τότε είναι πιθανό η συνολική ζήτηση να αυξηθεί *ceteris paribus* (Βλ. Gylfason και Schmid (1983)).

Ας έλθουμε τώρα στην πλευρά της προσφοράς.

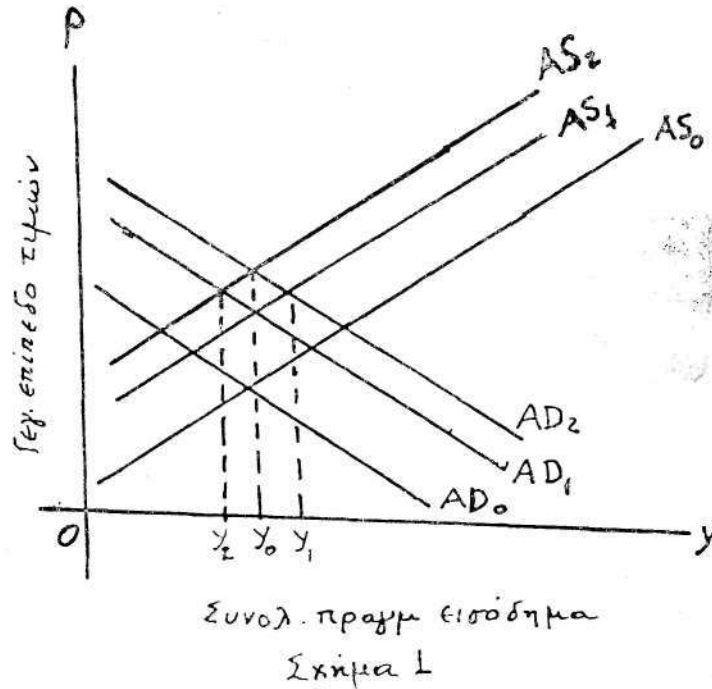
Η υποτίμηση οδηγεί σε αύξηση του κόστους των εισαγομένων εισροών στην παραγωγική δραστηριότητα. Η αύξηση επίσης του γενικού επιπέδου των τιμών που συνήθως ακολουθεί την υποτίμηση μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του κόστους και των εγχωρίων εισροών (πρώτων υλών και υπηρεσιών παραγωγικών συντελεστών), ιδιαίτερα του εργατικού μισθού, αν υπάρχει πλήρης τιμαριθμοποίηση. Το αποτέλεσμα αυτών θα είναι μια μείωση του πραγματικού εισοδήματος *ceteris paribus* (μετατόπιση της καμπύλης συνολικής προσφοράς προς τα άνω αριστερά).

Τα αποτελέσματα της υποτιμήσεως επί της συνολικής ζήτησεως και της συνολικής προσφοράς μπορούμε να δείξουμε με το παρακάτω διάγραμμα 1, όπου εμφανίζονται οι αντίστοιχες καμπύλες. Ξεκινώντας από το επίπεδο παραγωγής y_0 , το αποτέλεσμα της υποτιμήσεως θα είναι ο υ δ έ τ ε ρ ο, αν η καμπύλη συνολικής ζήτησεως μετακινηθεί μετά την υποτίμηση από AD_0 σε AD_1 και συγχρόνως η καμπύλη προσφοράς από AS_0 σε AS^1 . Αντίθετα, το αποτέλεσμα θα είναι θ ε τ ι κ ό ($y_0 > y_1$) αν η καμπύλη AD μετακινηθεί σε μεγαλύτερη έκταση από ότι η καμπύλη συνολικής προσφοράς (AS_1). Εδώ το θετικό της πλευράς της ζήτησεως αποτέλεσμα υπερκέρασε το αρνητικό αποτέλεσμα της πλευράς της προσφοράς.

Το αποτέλεσμα της υποτιμήσεως θα είναι α ρ ν η τ ι κ ό ($y_2 < y_0$), αν η καμπύλη συνολικής προσφοράς μετακινηθεί προς τα άνω αριστερά σε μεγαλύτερη έκταση (AS_2) από ότι η καμπύλη συνολικής ζήτησεως (AD_x). Εδώ το αρνητικό αποτέλεσμα της προσφοράς υπερκέρασε το θετικό αποτέλεσμα της ζήτησεως.

Ας σημειωθεί ότι όλες οι περιπτώσεις αποτελεσμάτων επι του πραγματικού εισοδήματος είναι πιθανές. Αυτό εξαρτάται από τις τιμές των διαρθρωτικών πα-

ραμέτρων της οικονομίας (ελαστικότητες, ροπές, ποσοστά εξαρτήσεως της οικονομίας) και από το συγκεκριμένο πλαίσιο της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής, όπως την εισοδηματική, νομισματική και δημοσιονομική πολιτική. Επίσης, οι



πληθωριστικές προσδοκίες σε συνδυασμό με την ακαμψία των εργατικών μισθών προς τα κάτω μειώνουν την αποτελεσματικότητα της συναλλαγματικής πολιτικής.

Η ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ ΑΥΧΗΤΙΚΟΥ Ή ΜΕΙΩΤΙΚΟΥ ΕΠΙ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΥΠΟΤΗΜΗΣΕΩΣ

Παραδοσιακά η θεωρητική αναζήτηση κατέληγε στο συμπέρασμα της αυξητικής επιδράσεως της υποτιμήσεως επάνω στο πραγματικό εισόδημα και την παραγωγή για διάφορους θεωρητικούς λόγους που αναφέραμε παραπάνω.

Σπέρματα αμφιβολίας της αποτελεσματικότητας της συναλλαγματικής πολιτικής άρχισαν να ρίχνονται από διάφορους μελετητές τα τελευταία χρόνια μετά από ευρήματα εμπειρικών μελετών που διεξήχθησαν σχετικώς. Το πρόβλημα είναι πολύ πιο σύνθετο από ότι φαίνεται, διότι εξαρτάται από πλήθος αλληλοεξαρτώμενων παραγόντων και παραδοχών που στην πράξη είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν και να εκτιμηθούν με κάποια ποσοστά ακριβείας.

Οι Krugman και Taylor (1978) χρησιμοποιώντας ένα Κεϋνσιανού τύπου υπόδειγμα με διάφορες υποθέσεις και ένα αριθμητικό παράδειγμα για μια τυπική ή μη εκβιομηχανοποιημένη χώρα κατάδειξαν τα μειωτικά αποτελέσματα (contractionary effects) της υποτιμήσεως επί του ακαθαρίστου εγχώριου προϊόντος, τόσο σε τρέχουσες, όσο και σε σταθερές τιμές. Στο ίδιο συμπέρασμα, καίτοι με κάποιες διαφορές, καταλήγουν οι συγγραφείς χρησιμοποιώντας ένα μονεταριστικό βραχυχρόνιο υπόδειγμα.

Οι Gylfason και Schmid (1983) κατασκεύασαν ένα απλό μακροϋπόδειγμα για να δείξουν την επίδοση της υποτιμήσεως επί του πραγματικού εισοδήματος και της παραγωγής διαμέσου του κόστους των εισαγομένων εισροών επί της πλευράς της προσφοράς, και διαμέσου των εξαγωγών, εισαγωγών και της δαπάνης επί της πλευράς της ζήτησεως. Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν δεδομένες από άλλες έρευνες τιμές των διαρθρωτικών παραμέτρων για να ποσοτικοποιήσουν εμπειρικά το αποτέλεσμα για δέκα χώρες (ανεπτυγμένες και υπό ανάπτυξη), καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η επίδραση είναι θετική βραχυχρόνιος και μεσοπρόθεσμος. Έτσι, υποστηρίζεται η παραδοσιακή άποψη της ευεργετικής επιδράσεως της υποτιμήσεως επί του εισοδήματος και της παραγωγής.

Ο Connolly (1983) συσχετίζει τις μεταβολές στους ρυθμούς ανάπτυξεως 22 χωρών με τις μεταβολές στις συναλλαγματικές τιμές, βρίσκοντας θετικό, αλλά οριακά μόνο σημαντικό, συντελεστή παλινδρομήσεως, παρέχοντας έτσι, κάποια στήριξη στην άποψη του αυξητικού αποτελέσματος (Βλ. Edwards, S, 1986).

Οι Gylfason και Risager (1984) χρησιμοποιώντας πάλι τιμές διαρθρωτικών παραμέτρων του μακροϋποδείγματός των που έλαβαν από άλλες εμπειρικές μελέτες, επιχειρούν να εκτιμήσουν το αποτέλεσμα της υποτιμήσεως επί του GNP και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για μια ομάδα χωρών με υψηλό εξωτερικό χρέος. Τα εμπειρικά ευρήματα έδειξαν ότι το υψηλό εξωτερικό χρέος και οι πληρωμές τόκων τείνουν να μειώσουν το βραχυχρόνιο και μεσοπρόθεσμο αποτέλεσμα της υποτιμήσεως επί του GNP (ιδίως στις υποανάπτυκτες χώρες), αλλά ελάχιστα επιδρούν επί του θετικού αποτελέσματος στο ιζοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Οι Gylfason και Radetzki (1985) παρουσιάζοντας τα αποτελέσματα προσο-

μοιώσεως (simulation) ενός μακροϋποδείγματος για μια ομάδα υπό ανάπτυξη χωρών καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η υποτίμηση οδηγεί σε μείωση της παραγωγής, ιδιαίτερα μάλιστα, όταν οι μισθοί και τα ημερομίσθια τιμαριθμοποιούνται (Βλ. Edwards, S, 1986, σελ. 502).

Ο Δ. Παναγιωτόπουλος (1986) εξετάζει την αποτελεσματικότητα της συναλλαγματικής πολιτικής που ασκήθηκε κατά την περίοδο 1973 (Π) - 1983 (ΙV) στην Ελλάδα βάσει ενός πραγματικού υποδείγματος που περιλαμβάνει τις υποτιμήσεις που έγιναν και ενός «υποθετικού» υποδείγματος που περιλαμβάνει τις υποτιμήσεις βάσει των διαφορικών ρυθμών πληθωρισμού (δηλαδή βάσει της ισοτιμίας των αγοραστικών δυνάμεων). Οι εξισώσεις παλινδρομήσεως που έτρεξε ο συγγραφέας έδωσαν σε όλες τις περιπτώσεις αρνητικούς συντελεστές της υποτιμήσεως σε σχέση με τις βιομηχανικές εξαγωγές, τις τιμές καταναλωτή και την ξένη ζήτηση. Οι συντελεστές όμως αυτοί πλην της περιπτώσεως των βιομηχανικών εξαγωγών δεν είναι στατιστικώς σημαντικοί. Η εκτίμηση των εξισώσεων έγινε τόσο με τη συναλλαγματική σχέση της δραχμής έναντι του δολλαρίου, όσο και με εκείνη έναντι ενός καλαθιού νομισμάτων 10 πρώτων ανταγωνιστριών χωρών με υπεροχή της πρώτης περιπτώσεως.

Οι επισκοπηθείσες παραπάνω εμπειρικές έρευνες δεν λαμβάνουν υπόψη την επίδραση επί του εισοδήματος και της παραγωγής, της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής συγχρόνως με την συναλλαγματική πολιτική. Ορισμένες μάλιστα από αυτές στηρίζονται με «υπολογιστικές» τιμές παραμέτρων που ελήφθησαν από άλλες έρευνες. Για το λόγο αυτό ο Edwards (1986) σ' ένα υπόδειγμα ανηγμένης μορφής, χρησιμοποιεί, εκτός των συναλλαγματικών τιμών, και μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τη δημοσιονομική και τη νομισματική πολιτική, ως και τους όρους εμπορίου για να ερευνηθεί τη συμπεριφορά της πραγματικής παραγωγής (real output). Η έρευνα του που καλύπτει 12 αναπτυσσόμενες χώρες στην περίοδο 1965 - 1980, δείχνει ότι οι υποτιμήσεις οδηγούν σε κάποιο μικρό μειωτικό της παραγωγής αποτέλεσμα στον πρώτο χρόνο, το οποίο αντιστρέφεται στο δεύτερο χρόνο. Μακροχρονίως φαίνεται ότι το αποτέλεσμα είναι ουδέτερο.

Η ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΥΠΟ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟ

Η παρούσα εμπειρική έρευνα εξακριβώσεως του συστατικού ή διασταλτικού επί του πραγματικού GNP αποτελέσματος της συναλλαγματικής πολιτικής στην

Ελλάδα καλύπτει την περίοδο 1970 -1986. Μέχρι τις αρχές του 1975 η συναλλαγματική σχέση U.S \$ με τη δραχμή ήταν εκείνη που είχε καθοριστεί στις 9-4-53 μετά την κατάργηση των πολλαπλών τιμών συναλλάγματος. Το διεθνές νομισματικό σύστημα από το 1973 εγκαταλείπει τις σταθερές ισοτιμίες της Συμφωνίας του Bretton Woods (1944) και τη θέση τους παίρνουν οι κυμαινόμενες ισοτιμίες. Η εφαρμογή του συστήματος των κυμαινόμενων ισοτιμιών συναλλάγματος συμπίπτει με την αύξηση των διεθνών τιμών των πρώτων υλών και ιδίως του πετρελαίου.

Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα, μετά από μια μακρά περίοδο νομισματικής σταθερότητας, άρχισε από το 1973 - 74 να τρέχει με υψηλούς ρυθμούς βλάπτοντας τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Η συναλλαγματική τιμή της δραχμής έναντι του δολλαρίου και των άλλων σκληρών νομισμάτων αναπροσαρμόστηκε με τη μέθοδο της διολισθήσεως μετά το 1975 και μέχρι το 1979 με βραδύ ρυθμό για να επιταχυνθεί ο ρυθμός αυτός μετά το 1980 με την ίδια μέθοδο της διολισθήσεως και με δύο *de jure* υποτιμήσεις, τον Ιανουάριο του 1983 και τον Οκτώβριο του 1985 (15%).

Η μετά το 1980 σημαντική υποτίμηση της δραχμής είχε σαν κύριο στόχο τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Ο στόχος αυτός δεν κατορθώθηκε να επιτευχθεί, διότι η ύπαρξη διαρθρωτικών προβλημάτων και η αδυναμία εντάξεως της συναλλαγματικής πολιτικής μέσα σε ένα σωστό πλαίσιο νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής δεν μπόρεσαν να μεταβάλλουν τις σχετικές τιμές και να επιφέρουν μετακίνηση της συναλ/κής δαπάνης προς τα εγχωρίως παραγόμενα αγαθά και υπηρεσίες και την ικανή αύξηση των εμαγωγών. Έτσι είχαμε μια τροφοδότηση του φαύλου κύκλου την υποτίμηση - πληθωρισμός - υποτίμηση κ.ο.κ.

Τα τεράστια ελλείμματα του δημοσιονομικού τομέα μετά το 1980 και η αύξηση των εργατικών μισθών σε εποχή που η οικονομία απαιτούσε εξυγίανση και όχι Κεϋνσιανές συνταγές ήσαν από τα κύρια αίτια μιας αναποτελεσματικής συναλλαγματικής πολιτικής, η οποία μάλιστα οδήγησε και σε αυξανόμενο εξωτερικό δανεισμό. Επίσης οι εκχύσεις χρήματος προς την οικονομία απερροφούντο, κατά το μεγαλύτερο μέρος, από τις ανάγκες του δημόσιου τομέα.

Η μέση παραγωγικότητα της εργασίας που είναι σημαντικός παράγων της πλευράς της προσφοράς και η οποία μπορεί να αντισταθμίσει την αύξηση των ονομαστικών μισθών είχε όλη αυτή την περίοδο δυσμενή εξέλιξη.

Μετά από αυτό ήταν επόμενο οι μετακινήσεις των καμπυλών συνολικής ζη-

τήσεως και συνολικής προσφοράς να είναι τέτοιες που να μην οδηγούν στην αύξηση του πραγματικού GDP.

Στην όλη εικόνα της δυνατότητας αποτελεσματικής δράσεως της συναλλαγματικής πολιτικής δεν πρέπει να μας διαφεύγει η εξάρτηση της ελληνικής ιδίως μεταποιητικής παραγωγής από τις εισαγόμενες εισροές (imported inputs), πράγμα που παραπάνω συπεριλάβαμεν κάτω από τον τίτλο «διαρθρωτικά προβλήματα» (Βλ. Σαραντίδη Σ. , 1970).

ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ

Η παρούσα έρευνα εξετάζει την υπόθεση του συσταλτικού της υποτιμήσεως αποτελέσματος (contractionary effect) επί της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας (πραγματικό GDP) της χώρας κατά την περίοδο 1970 - 1986. Η συναλλαγματική πολιτική (πραγματικές συναλλαγματικές τιμές) συνεξετάζεται μαζί με άλλες ερμηνευτικές μεταβλητές που επηρεάζουν τις μεταβολές του επιπέδου της οικονομικής δραστηριότητας, όπως είναι η νομισματική μεταβλητή, η δημοσιονομική μεταβλητή και οι όροι εμπορίου.

Το απλό υπόδειγμα εξισώσεως ανηγμένης μορφής που προσδιορίζει το πραγματικό GDP είναι το ακόλουθο:

$$(1) \log y_t = \beta_0 + \gamma T + \beta_1 \log (GE/Y)_t + \beta_2 \Delta \log M_t + \beta_3 \log RE_t + \beta_4 \log t t_t + \varepsilon_t$$

οπου :

y = πραγματικό GDP (σταθερές τιμές 1970)

T = χρόνος που δείχνει τη τάση εξελίξεως του GDP και οφείλεται σ' αυτό που ονομάζουμε υπολειμματικό παράγοντα (residual factor) και αντιπροσωπεύεται από το γ

GE/Y = λόγος της δημόσιας δαπάνης προς το ακαθάριστο εθνικό εισόδημα σε τρέχουσες τιμές

$\Delta \log M$ = ο ρυθμός μεταβολής της προσφοράς χρήματος ($M1$)

RE = η πραγματική συναλλαγματική τιμή (real exchange rate) όπως προσδιορίζεται παρακάτω

tt = οι όροι εμπορίου

ε = ο όρος σφάλματος της εξίσωσης.

Ως προς τα αναμενόμενα πρόσημα των συντελεστών των διαφόρων ερμηνευτικών μεταβλητών της εξίσωσης (1), ορισμένα μπορούν να καθοριστούν **a priori** χωρίς αμφισβήτηση, ενώ άλλα δεν μπορούν να καθοριστούν και συνεπώς αναμένονται τα προκύπτοντα από την εκτίμηση. Έτσι, έχουμε $\beta_1 > 0$ και $\beta_2 > 0$.

Ο συντελεστής β_3 , δείχνει την επίδραση που ασκεί η πραγματική υποτίμηση **επί του GDP** και αποτελεί το ενδιαφέρον αυτής της έρευνας. Αν οι υποτιμήσεις ασκούν θετική επίδραση (expansionary effect), τότε $\beta_3 > 0$.

Αν όμως ασκούν αρνητική επίδραση (contractionary effect), τότε $\beta_3 < 0$. Επειδή η εξίσωση είναι ανηγμένης μορφής ο συντελεστής αυτός μας δείχνει το καθαρό αποτέλεσμα χωρίς να μας επιτρέπει να διαχωρίσουμε πιθανές αντίρροπες αντιδράσεις των υποτιμήσεων απάνω στο GDP.

Το πρόσημο του β_4 δεν μπορεί να καθοριστεί **a priori**.

Πρέπει να σημειωθεί ότι στην εξίσωση (1) κατά την εκτίμηση μπορούν να περιληφθούν οι ερμηνευτικές μεταβλητές με χρονικές υστερήσεις. Τούτο επιβάλλεται για τις συναλλαγματικές τιμές προς εκτίμηση των βραχυχρόνιων και μεσοπρόθεσμων επιδράσεων της υποτιμήσεως. Επίσης θα ήταν δυνατό στην εξίσωση (1) να περιληφθεί ως νομισματική μεταβλητή οι μη προσδοκώμενες μεταβολές της προσφοράς χρήματος (unexpected rate of money growth) για να διαπιστωθεί κατά πόσο ισχύει στην περίπτωση μας η θεωρία των ορθολογικών προβλέψεων.

ΤΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΕΩΣ

Από το σύνολο των εκτιμηθεισών εξισώσεων που είναι παραλλαγές της (1) με ή χωρίς υστερήσεις των ερμηνευτικών μεταβλητών και με ή χωρίς τη θεώρηση των ορθολογικών προβλέψεων στην προσφορά χρήματος, επιλέγησαν τέσσερις εκτιμηθείσες εξισώσεις των οποίων τα αποτελέσματα φαίνονται στον Πίνακα 1.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 1, η δημοσιονομική μεταβλητή (GE/Y) έχει θετική επίδραση επί του πραγματικού GDP στις εξισώσεις (1.1) και (1.2),

καίτοι αμφισβητείται η στατιστική σημαντικότητα της. Αν ληφθεί όμως, η μεταβλητή αυτή με χρονική υστέρηση 1 έτους, όπως στις εξισώσεις (1.3) και (1.4) οι συντελεστές είναι μεγαλύτεροι και στατιστικώς σημαντικοί, πράγμα που σημαίνει ότι η δημοσιονομική μεταβλητή επιδρά επί του GDP με χρονική υστέρηση.

Σοβαρή και στατιστικώς σημαντική είναι η επίδραση της μεταβολής της ποσότητας χρήματος ($\Delta \log M_t$), όπως φαίνεται στις εξισώσεις (1.1) και (1.2), πράγμα που επιβεβαιώνει τόσο την Κεϋνσιανή, όσο επίσης και την μονεταριστική άποψη της βραχυχρόνιας επίδρασης της νομισματικής προσφοράς επί της οικονομικής δραστηριότητας. Για να διαπιστώσουμε αν η μέθοδος των ορθολογικών προβλέψεων είναι κατάλληλη για την περίπτωση της Ελλάδος, δοκιμάσαμε ως νομισματική μεταβλητή μια σειρά μη προσδοκώμενων μεταβολών της χρηματικής προσφοράς. Η σειρά αυτή είναι η διαφορά μεταξύ μεταβολών της πραγματικής προσφοράς χρήματος και εκείνης της προβλεπόμενης προσφοράς, όταν τα άτομα έχουν άμεσα την πλήρη πληροφόρηση για τη νομισματική συμπεριφορά των νομισματικών Αρχών, δηλαδή ($\Delta \log M - \Delta \log M^*$). Η μεταβλητή της προβλεπόμενης μεταβολής της προσφοράς χρήματος (M^*) εκτιμήθηκε με την παρακάτω εξίσωση :

$$(2) \quad \Delta \log M_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \log M_{t-1} + \alpha_2 \Delta \log M_{t-2} + \alpha_3 BD_t + U_t$$

όπου : BD το έλλειμμα του Κρατικού προϋπολογισμού.

Το BD περιελήφθηκε στην εξίσωση λόγω της χρηματοδοτήσεως μέρους των ελλειμμάτων από την Κεντρική Τράπεζα.

Ο συντελεστής επιδράσεως των μη προσδοκώμενων μεταβολών της νομισματικής προσφοράς με ή χωρίς υστέρηση έχει αρνητικό πρόσημο, αν και στατιστικώς σημαντικός, πράγμα που μας οδηγεί στη σκέψη ότι η μέθοδος των ορθολογικών προβλέψεων είναι μάλλον ακατάλληλη για την ελληνική οικονομία (βλ. J. Paleologos, 1986).

Αντιθέτως, ο S. Edwards (1986, σελ. 505) βρήκε θετικό και στατιστικώς σημαντικό συντελεστή επιδράσεως των μη προσδοκώμενων χρηματικών μεταβολών επί του GDP, ενώ μικρό και στατιστικώς ασήμαντο συντελεστή επιδράσεως της μεταβολής των πραγματικών χρηματικών μεταβολών (actual rate of money growth) και για τις 12 αναπτυσσόμενες χώρες του δείγματός του.

Όσον αφορά την επίδραση των όρων εμπορίου, αυτή είναι μάλλον μη σημαντική και ακαθόριστη.

Το κύριο όμως ενδιαφέρον μας επικεντρώνεται στην επίδραση των συναλλαγματικών τιμών επί του πραγματικού GDP. Η επίδραση των πραγματικών συναλλαγματικών τιμών, όπως ορίζονται παρακάτω, ήταν αρνητική για την περίοδο που καλύπτει η έρευνα, όπως δείχνουν τα αποτελέσματα εκτιμήσεως των εξισώσεων (1.1) , (1.2) και (1.3). Έτσι, επιβεβαιώνεται η υπόθεση του συστατικού αποτελέσματος (contractionary effect) στην περίπτωση της Ελλάδος, τόσο κατά το έτος της υποτιμήσεως, όσο και κατά τις επόμενες μία ή δύο περιόδους. Και στην περίπτωση της αντικαταστάσεως των πραγματικών υποτιμήσεων από τις ονομαστικές υποτιμήσεις το αποτέλεσμα είναι αρνητικό. Πρέπει να σημειωθεί ότι πιθανή πολυσυγγραμμικότητα στα αποτελέσματα αποκλείεται, δεδομένου ότι η μήτρα συντελεστών συσχέτισεως κάθε εξισώσεως δεν δείχνει σοβαρή διασυσχέτιση, καίτοι θεωρητικώς θα αναμενόταν κάποια διασυσχέτιση μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών.

Τα παραπάνω αποτελέσματα επιβεβαιώνουν μάλλον την άποψη των στρουκτουραλιστών, κατά την οποία οι διαρθρωτικές αδυναμίες δεν αφήνουν τη συναλλαγματική πολιτική να δράσει θετικά επί της παραγωγής. Οι υποτιμήσεις δεν ήσαν ικανές να μετατοπίσουν την καμπύλη της συνολικής προσφοράς και την καμπύλη της συνολικής ζήτησεως κατά τρόπο που να προκύπτει αύξηση της παραγωγής. Οι διαρθρώσεις της Ελληνικής Οικονομίας και η τροφοδότηση των πληθωριστικών τάσεων από την ασκηθείσα νομισματική και κυρίως ελλειμματική δημοσιονομική πολιτική δεν επέτρεψαν στη συναλλαγματική πολιτική να επιδράσει προς την ορθή κατεύθυνση μεταβάλλοντας τις σχετικές τιμές.

Άλλωστε οι ίδιες ονομαστικές (nominal) υποτιμήσεις δημιούργούσαν τον φόβο αυτοτροφοδοτήσεως του πληθωρισμού ακριβώς λόγω εξαρτήσεως της οικονομικής δραστηριότητας από εισαγόμενες εισροές, και άλλων αδυναμιών της οικονομίας, ως και λόγω της τροφοδοτήσεως πληθωριστικών και υποτιμητικών προσδοκιών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Αποτελέσματα εκτιμήσεως εξισώσεων του πραγματικού GDP (y_t). Περίοδος 1970-86

	Αριθμός Εξισώσεων			
	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
Σταθερά	14.20	14.22	15.17	13.457
T	0.0290 (5.53)	0.0316 (10.97)	0.0182 (4.18)	0.0419 (6.66)
$\log(GE/Y)_t$	0.178 (1.16)	0.1167 (1.24)	-	-
$\log(GE/Y)_{t-1}$	-	-	0.5707 (3.70)	0.3121 (2.16)
$\Delta \log M_t$	0.6092 (2.98)	0.9983 (7.08)	-	-
$[\Delta \log M_t - \Delta \log M_t^*]$	-	-0.0250 (-6.26)	-	-
$[\Delta \log M_{t-1} - \Delta \log M_{t-1}^*]$	-	-	-0.0221 (-4.45)	-0.0120 (-2.47)
$\log RE_t$	-0.0706 (-0.65)	-0.2378 (-4.49)	-	-
$\log RE_{t-1}$	-0.3759 (-1.80)	-0.1953 (-1.98)	-0.6337 (-5.64)	-
$\log RE_{t-2}$	-	-	-0.2732 (-1.81)	-
$\log E_{t-1}$	-	-	-	-0.3743 (-4.43)
$\log E_{t-2}$	-	-	-	0.1592 (1.55)
$\log \tau_t$	-0.0368 (-0.26)	-0.0949 (-1.31)	-	-
$\log \tau_{t-1}$	-	-	0.2031 (1.72)	0.0459 (0.36)
\bar{R}^2	0.976	0.993	0.982	0.987
SEE	0.02296	0.00949	0.01441	0.01706
D-W	1.90	2.12	2.93	1.74
	47	47	17	17

- Σ η μ. :
1. Οι αριθμοί σε παρένθεση είναι οι στατιστικές t
 2. SEE = το τυπικό σφάλμα της εξισώσεως
 3. R^2 = ο συντελεστής προσδιορισμού
 4. D - W = η στατιστική Durbin - Watson για αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων
 5. N = ο αριθμός όλων των παρατηρήσεων.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Όπως τονίστηκε και στην αρχή της παρούσας εργασίας, οι υποτιμήσεις δεν είναι πανάκεια για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής Οικονομίας και την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, όπως αυτή εκφράζεται από το πραγματικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν. Η ασκηθείσα συναλλαγματική πολιτική δεν κατόρθωσε να στρέψει τη ζήτηση από τα εισαγόμενα προς τα εγχωρίως παραγόμενα και τις εξαγωγές, λόγω τόσο της μεγάλης εξαρτήσεως από τις εισαγόμενες εισροές, όσο και από την αδυναμία της μέσης παραγωγικότητας να συμβαδίσει με την αύξηση του εργασιακού κόστους. Οι γενόμενες διολισθήσεις και de jure υποτιμήσεις δεν κατόρθωσαν να αποκαταστήσουν την ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων μεταξύ δραχμής και ξένων νομισμάτων, αφού ο ρυθμός εσωτερικού πληθωρισμού ήταν κατά πολύ μεγαλύτερος, ιδίως τα τελευταία έτη, εκείνου των χωρών της Δυτ. Ευρώπης και των Η.Π.Α. Η ασκηθείσα δημοσιονομική και νομισματική πολιτική δεν συνδυάστηκε με την συναλλαγματική πολιτική και τροφοδότησε τις πληθωριστικές τάσεις πέραν των περιθωρίων των συναλλαγματικών υποτιμήσεων.

Επιπλέον, η μείωση της αγοραστικής δυνάμεως των ρευστών διαθεσίμων των οικονομούντων ατόμων, λόγω συνεχών ισχυρών πληθωριστικών τάσεων, δεν επέτρεψε το κέντρισμα της παραγωγής από την πλευρά της ζήτησεως. Οι επισυμβάσεις λόγω πληθωριστικών'προσδοκιών εκδηλώσεις ακανόνιστης ζήτησεως διοχετεύτηκαν μάλλον προς το εξωτερικό με τις εισαγωγές. Σε όλη αυτή την περίοδο οι καθαρές επενδύσεις σε νέες δραστηριότητες και σε προϊόντα (τελικά ή ημιτελικά) υποκαταστάσεως εισαγομένων ήταν πενιχρές μέχρι μηδενικές, ιδίως κατά την μετά το 1980 περίοδο.

Από τα ευρήματα της εργασίας αυτής που κάλυψε την περίοδο 1970 - 1986 προκύπτει ότι η διολίσθηση της δραχμής και οι de jure υποτιμήσεις είχαν μάλλον μειωτικό επί της παραγωγής αποτέλεσμα. Το υπόδειγμα που εκτιμήθηκε έδωσε το συνοπτικό (καθαρό) αποτέλεσμα χωρίς να διακρίνει τα επί μέρους αποτελέσματα ευνοϊκά και δυσμενή, της συναλλαγματικής πολιτικής. Το θέμα είναι συνεπώς ανοικτό για περαιτέρω εμπειρική έρευνα μέ πιο αναλυτικά υποδείγματα. Παρόλα αυτά είχε το πλεονέκτημα της συνεξετάσεως της επιδράσεως της συναλλαγματικής πολιτικής με τη δημοσιονομική και τη νομισματική πολιτική.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Connolly, M., (1983) : «Exchange rates, real economic activity and the balance of payments : Evidence from the 1960's» in E. Classen and P. Salin (Eds), *Recent Issues in the Theory of the flexible Exchange Rates*. North Holland : Amsterdam.
- Cooper R. N. (1971) : *Currency devaluation in developing countries*. Essays in International Finance, No 86, Princeton.
- Drymes J. P., (1978) : *Impacts of an overvalued currency on domestic income, employment and prices*, Center of Planning and Economic Research, Athens 1978.
- De Vries M. G., (1987): *Balance of Payments Adjustments, 1945-1986*, I.M.F. Washington D.C., 1987.
- Edwards, S., (1986) : Are devaluations contractionary ? *Review of Economics & Statistics*, Aug. pp. 501 - 508.
- Prankel J. A., (1984) : Does devaluation improve the current account ? A comment. *European Economic Review* 25 pp. 65-68.
- Gylfason T. and M. Radetzki, (1985) : Does devaluation make sense in the least developed countries ? Seminar paper No 314, Institute for International Economics Studies, University of Stockholm.
- Gylfason, T. and O. Risager (1984) : Does Devaluation improve the current account? *European Economic Review*, June, 37 - 64.
- Gylfason T. and M. Schmid (1983) : Does devaluation cause stagflation ? *Canadian Journal of Economics* Nov., 508 - 521.
- Gylfason T. (1987) : Does exchange rate policy matter ? *European Economic Review*, Febr. -March, 375-381.
- Hanson J. A. (1983) : Contractionary devaluation, substitution in production and consumption and the role of the labor market, *Journal of International Economics*, 14, pp. 179 - 189.
- Hirschman A. O. (1949) : Devaluation and the trade balance : A note, *Review of Economics and Statistics* 31, pp. 50-53.
- Isard P. (1987) : *Lessons from Empirical Models of Exchange rates*, I.M.F., Staff Papers, March 1987, pp. 1 - 28.
- Khan Moshin & Knight D.M. (1985) : Impact of the stabilization measures on economic development, I.M.F. Occasional Paper No 41.
- Krugman P. and Lance Taylor (1978) : Contractionary effects of devaluation, *Journal of International Economics* 8, pp. 445 - 456.