



ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΚΥΠΡΟΥ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΣΕΙΡΑ ΔΟΚΙΜΙΩΝ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

***‘Ιστορία του Επίσημου Νομίσματος και της
Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου’***

Προκαταρκτικά Αποτελέσματα για την Περίοδο 1960 – 2007

Σοφοκλής Μιχαηλίδης

Σεπτέμβριος 2009

Δοκίμιο Εργασίας 2009-3

Τα Δοκίμια Εργασίας της Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου παρουσιάζουν εργασίες που βρίσκονται σε εξέλιξη από το προσωπικό της Τράπεζας ή και από συνεισφέροντες εκτός της Τράπεζας. Στόχος τους είναι να ενθαρρύνουν τη συζήτηση και την κριτική παρατήρηση. Οι απόψεις που εκφράζονται στις εργασίες δεν αντανακλούν απαραίτητα τις απόψεις της Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου ή του Ευρωσυστήματος.

Διεύθυνση

80 Λεωφόρος Κέννεντυ
1076 Λευκωσία, Κύπρος

Ταχυδρομική Διεύθυνση

Τ.Θ. 25529,
1395 Λευκωσία, Κύπρος

Ηλεκτρονική Διεύθυνση

publications@centralbank.gov.cy

Ιστοσελίδα

<http://www.centralbank.gov.cy>

Φάξ

+357 22 378153

Η λήψη των εργασιών της Σειράς Δοκιμίων Εργασίας μπορούν να γίνει από:

http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id=5755

‘Ιστορία του Επίσημου Νομίσματος και της Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου’

Προκαταρκτικά Αποτελέσματα για την Περίοδο 1960 – 2007

Σοφοκλής Μιχαηλίδης*

Σεπτέμβριος 2009

Περίληψη

Η παρούσα μελέτη εξετάζει το χρονικό διάστημα από το 1960 μέχρι το 2007 – που η Κυπριακή Λίρα κυκλοφορούσε ως νόμιμο χρήμα – και εντοπίζει τις κρίσιμες καμπές της συναλλαγματικής, της δημοσιονομικής και της χρηματοπιστωτικής πολιτικής σε συνάρτηση με αίτια και επακόλουθα. Γίνονται υποθέσεις και αντλούνται συμπεράσματα περί:

- των τεσσάρων περιόδων συναλλαγματικής πολιτικής (1960-1972, 1972-1992, 1992-1999, 1999-2007)·
- των τριών φάσεων της καθαρής θέσης του δημοσίου έναντι του τραπεζικού συστήματος (1960-1966, 1966-1975, 1975-2007)·
- των πέντε ταλαντεύσεων των τραπεζικών πιστώσεων σε ιδιώτες (1960-1965, 1965-1975, 1975-1984, 1984-2007)·
- των πέντε διακυμάνσεων του ξένου ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος (1960-1971, 1971-1980, 1980-1989, 1989-1998, 1998-2007)·
- των παράλληλων σχέσεων του ΑΕΠ προς τον δείκτη τιμών καταναλωτή και τον μέσο ετήσιο μισθό κατά τα 47 υπό ανασκόπηση έτη.

Η ίδια μεθοδολογία εφαρμόζεται σε όλα τα στάδια ανάλυσης και σύνθεσης της υπό συγγραφή νομισματικής και χρηματοπιστωτικής ιστορίας της Κύπρου από το 1878 μέχρι το 2007.

Λέξεις κλειδιά: Οικονομική ιστορία, κυκλική διακύμανση, συναλλαγματική ισοτιμία, δημοσιονομική πολιτική, τραπεζικά δάνεια, τιμαριθμικός δείκτης, μισθολογική αναπροσαρμογή.

Κατάταξη JEL: E3, E4, E5, N1.

* Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου. Η εργασία αυτή προέρχεται από την έρευνα που έχει γίνει για το βιβλίο με τίτλο ‘Ιστορία του Επίσημου Νομίσματος και της Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου’. Ευχαριστίες απευθύνονται στο Γιώργο Γεωργίου για σχόλια.

Από τον Ιούλιο του 1878 μέχρι τον Ιούνιο του 1972, δηλαδή για 94 συναπτά έτη, η Βρετανική Στερλίνα και η Κυπριακή Λίρα ήσαν ισοτίμες. Εξαιτίας των οικονομικών προβλημάτων της Βρετανικής Αυτοκρατορίας, η Στερλίνα και, φυσικά, η Λίρα υποτιμήθηκαν έναντι του Αμερικανικού Δολαρίου και άλλων νομισμάτων κατά 25% το Σεπτέμβριο του 1931 και κατά 30% το Σεπτέμβριο του 1949. Το Νοέμβριο του 1967, η απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου να υποτιμήσει 14.3% τη Στερλίνα έναντι του Δολαρίου μείωσε την αξία των επίσημων αποθεμάτων και ανέβασε το κόστος ζωής των Κυπρίων. Η ταυτόχρονη απόφαση της νεοσύστατης Δημοκρατίας να διατηρήσει την ισοτιμία της Λίρας με τη Στερλίνα απέτρεψε την καταγραφή κεφαλαιακών ζημιών από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αλλά επιτάχυνε τον φαύλο κύκλο τιμών και μισθών στη χώρα μας. Το Υπουργείο Οικονομικών και η Κεντρική Τράπεζα αντιλήφθηκαν ότι στη Βρετανία και την Κύπρο επικρατούσαν διαφορετικές συνθήκες και, άρα, άρμοζαν διαφορετικές πολιτικές. Από τότε οι ιθύνοντες άρχισαν να ενθαρρύνουν την κατανάλωση και τις επενδύσεις, μειώνοντας τις Στερλίνες στα συναλλαγματικά αποθέματα καθώς, επίσης, τα επιτόκια και τη φορολογία στη χώρα μας.

Ο Πίνακας [1] συγκρίνει τους σύνθετους ρυθμούς αύξησης του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (ΑΕΠ), του μέσου ετήσιου μισθού, του δείκτη τιμών καταναλωτή και των χορηγηθέντων εγχώριων δανείων από το 1960 μέχρι το 1967 και από το 1967 μέχρι το 1972. Η διαφορά μεταξύ των δύο περιόδων, ιδίως όσον αφορά τη χρηματοπιστωτική επέκταση, είναι φανερή. Η πλήρης ρήξη μεταξύ των νομισμάτων της Κύπρου και της Βρετανίας επήλθε τον Ιούνιο του 1972. Η Κύπρος δεν ακολούθησε την τέταρτη υποτίμηση ή λεγόμενη διακύμανση της Στερλίνας και εφάρμοσε περιορισμούς στις συναλλαγές με τη Βρετανία ακριβώς όπως με τις άλλες χώρες. Η οικονομική ιστορία είναι μία διαδικασία που κερματίζεται από γεγονότα, αποφάσεις και προσωπικότητες που αφήνουν το στίγμα τους για πολλά χρόνια κατόπιν. Είναι ευχάριστο ότι οι οικονομικές εξελίξεις είναι μετρίσιμες σε απόλυτους και σχετικούς όρους και, συνεπώς, μπορούν να εξετασθούν σε συνάρτηση με διάφορους παράγοντες ή συντελεστές. Ας αρχίσουμε λοιπόν την ανάλυση και σύνθεση των ετών από το 1960 μέχρι το 2007 με κριτήριο τη συναλλαγματική ισοτιμία της Λίρας. Από αυτή τη σκοπιά, τα 47 υπό ανασκόπηση χρόνια μπορούν να διαιρεθούν σε τέσσερις αλληλένδετες περιόδους:

1.1 **Μεταξύ 1960 και 1972**, η Κυπριακή Λίρα ήταν ισοτιμη με τη Βρετανική Στερλίνα. [2] Εντούτοις, στη διάρκεια των 12 αυτών ετών, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στην Κύπρο ήταν πλησιέστερος στον Γερμανικό παρά στον Βρετανικό αντίστοιχο ρυθμό διότι η Ευρωπαϊκή Κοινή Αγορά ξεπέρασε το Ηνωμένο Βασίλειο ως ο σημαντικότερος οικονομικός μας εταίρος. Είναι γεγονός ότι η απόκλιση των

ρυθμών πληθωρισμού της χώρας μας και της Βρετανίας ήταν μία από τις κυριότερες αιτίες που οδήγησαν στην εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας μεταξύ των νομισμάτων των δύο χωρών το 1972.

1.2 **Από το 1972 μέχρι το 1992**, η Λίρα ήταν προσδεμένη σε διάφορα καλάθια, τα οποία αποτελούνταν από συνδυασμούς των νομισμάτων των κυριότερων εμπορικών εταίρων της Κύπρου [3]. Στο εν λόγω χρονικό διάστημα, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στη χώρα μας ήταν ανάμεσα στον Γερμανικό και τον Βρετανικό αντίστοιχο ρυθμό. Κύπρος και Γερμανία ξέφυγαν έγκαιρα από το φαινόμενο του στασιμοπληθωρισμού, επιτυγχάνοντας σημαντική ανάπτυξη στη διάρκεια της εικοσαετίας ενώ, αντίθετα, η Βρετανία υπέφερε από φαύλο κύκλο τιμών και μισθών σχεδόν μέχρι το τέλος της Πρωθυπουργίας της Margaret Thatcher το 1990.

1.3 **Μεταξύ 1992 και 1999**, Κυβέρνηση και Κεντρική πρόδεσαν τη Λίρα στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα, το λεγόμενο Ecu [4]. Το Ecu ήταν ένα καλάθι που, τότε, περιείχε τα νομίσματα των έξι ιδρυτικών μελών της ΕΟΚ συν τα νομίσματα της Βρετανίας, της Δανίας, της Ελλάδας, της Ιρλανδίας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας. Εφόσον το Ecu αποτελείτο, περίπου, από 75% ισχυρά και 25% αδύνατα νομίσματα, συνάγεται ότι η σταθερή ισοτιμία της Λίρας έναντι του Ecu, [5] συνεπικουρούμενη από τη μεγαλύτερη εναρμόνιση της Βρετανίας με την ΕΟΚ, συνέβαλε στην άνοδο του μέσου πληθωρισμού στην Κύπρο πάνω από τους αντίστοιχους ρυθμούς της Γερμανίας και της Βρετανίας στη διάρκεια της εν λόγω εννεαετίας. Ενθυμίζεται ότι, μετά την κατάρρευση του Τοίχους του Βερολίνου, η Γερμανία εισήλθε σε ύφεση εξαιτίας των οικονομικών προβλημάτων από την επανενοποίηση της χώρας.

1.4 Η Συνθήκη του Maastricht, που συνομολογήθηκε το 1992, προνόησε όπως όλες οι χώρες που θα εντάσσονταν στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) από το επόμενο έτος, όφειλαν να υιοθετήσουν το ευρώ, δηλαδή το επίσημο νόμισμα της ΕΕ, μετά που θα ικανοποιούσαν συγκεκριμένα κριτήρια. Την 1 Ιανουαρίου 1999, το ευρώ εισήχθη στις διεθνείς χρηματαγορές ως η λογιστική μονάδα που αντικατέστησε το Ecu στην αναλογία 1:1. **Από το 1999 μέχρι το 2007**, η Κύπρος πρόσδεσε τη Λίρα στο ευρώ - αρχικά σε στενά και αργότερα σε ευρύτερα περιθώρια διακύμανσης - εφόσον σκόπευε να ενταχθεί στην ΕΕ και να ικανοποιήσει τα αντίστοιχα κριτήρια που, σημειωτέον, περιλάμβαναν την κατάργηση όλων των συναλλαγματικών περιορισμών [6]. Στη διάρκεια της μεταβατικής οκταετίας, οι εγχώριες πιστώσεις και οι τιμές καταναλωτή στην Κύπρο και τη Βρετανία συμβάδιζαν αλλά ανέβαιναν γρηγορότερα από τις αντίστοιχες μεταβλητές στη Γερμανία, η οποία αντιμετώπιζε οικονομικά προβλήματα ένεκα της επανενοποίησης της χώρας.

Αναμφίβολα, η συναλλαγματική ισοτιμία αποτελεί ένα από τους παράγοντες των οικονομικών εξελίξεων. Η ποσότητα του χρήματος είναι ένας άλλος συντελεστής του οικονομικού κύκλου, διότι συνεχώς αυξομειώνεται ανάλογα με το εγχώριο και το ξένο ενεργητικό που συσσωρεύει, αυτόβουλα, το τραπεζικό σύστημα. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χορηγούν δάνεια στο εθνικό νόμισμα έναντι κυβερνητικών και ιδιωτικών χρεογράφων ή εγγυήσεων. Στον Πίνακα [7] φαίνεται ο μεγάλος συσχετισμός ανάμεσα στις εγχώριες πιστώσεις και τις τιμές καταναλωτή στην Κύπρο στη διάρκεια των 47 υπό ανασκόπηση ετών. Ο επόμενος Πίνακας [8] καταδεικνύει ότι όσο γρηγορότερα ανερχόταν το εγχώριο ενεργητικό τόσο βραδύτερα ανέβαινε το ξένο ενεργητικό του τραπεζικού συστήματος. Τα ποσοστά των δύο πηγών του χρήματος τείνουν να κινούνται αντίθετα, αφού τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θεωρούν τα εγχώρια και τα ξένα χρεόγραφα ως εναλλακτικές επενδύσεις, ιδίως σε ένα περιβάλλον χωρίς συναλλαγματικούς περιορισμούς. Ας συνεχίσουμε το ταξίδι μας στην ιστορία για να εντοπίσουμε τις κυριότερες μεταπτώσεις της δημοσιονομικής πολιτικής. Από αυτή τη σκοπιά, τα 47 υπό εξέταση χρόνια μπορούν χωριστούν σε τρεις αλληλένδετες περιόδους [9].

2.1 Από το 1960 μέχρι το 1966 ο δημόσιος τομέας συσώρευε τραπεζικές καταθέσεις και άλλο ενεργητικό, κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο, εφόσον δεν υπήρχαν ανάλογες ρευστοποιήσιμες επενδύσεις στην Κύπρο ούτε συναλλαγματικοί περιορισμοί μεταξύ των δύο χωρών. Στη διάρκεια των έξι αυτών ετών, η νεοσύστατη Δημοκρατία βρέθηκε αντιμέτωπη με τεράστιους κινδύνους, δυσκολίες και προβλήματα που απορρέανε από την κατάρρευση των Συμφωνιών Ζυρίχης Λονδίνου. Για να διατηρήσει τη νομισματική σταθερότητα, να υποκινήσει την ιδιωτική πρωτοβουλία και να ενδυναμώσει την οικονομική εμπιστοσύνη, η Κυβέρνηση υπό τον Πρόεδρο Μακάριο άσκησε πολύ συντηρητικές πολιτικές. Σε αυτό το πλαίσιο, οι καθαρές καταθέσεις του δημοσίου στο τραπεζικό σύστημα τριπλασιάστηκαν από 5% του ΑΕΠ το 1960 στο 15% του ΑΕΠ το 1966, το οποίο ήταν το υψηλότερο ποσοστό που καταγράφηκε στα 47 υπό εξέταση χρόνια.

2.2 Μετά την υποτίμηση της Στερλίνας έναντι του Δολαρίου το 1967 και την ανάλογη μείωση της αξίας των αποθεμάτων μας, οι ιθύνοντες αντιλήφθηκαν ότι η συσώρευση ρευστοποιήσιμου ενεργητικού από την Κυβέρνηση σήμαινε λιγότερα έργα υποδομής, λιγότερη ιδιωτική πρωτοβουλία και, άρα, λιγότερες θέσεις εργασίας, αν όχι μεγαλύτερα πολιτικά, κοινωνικά και άλλα προβλήματα. **Μεταξύ 1966 και 1974**, ο δημόσιος τομέας κατέγραψε μικρά ελλείμματα που οδήγησαν σε μείωση των κυβερνητικών καταθέσεων από 15% του ΑΕΠ το 1966 στο 1% του ΑΕΠ το 1974. Η Τουρκική Εισβολή επέβαλε το μεγαλύτερο έλλειμμα που καταγράφηκε στα 47 υπό

εξέταση έτη, με συνακόλουθο η θέση του κράτους έναντι των τραπεζών να μετατραπεί από πιστωτική ιαξία με 1% του ΑΕΠ το 1974, σε χρεωστική ιαξία με 5% του ΑΕΠ το 1975.

2.3 **Μεταξύ 1975 και 2007**, για πολλούς και διάφορους λόγους, οι απαιτήσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων επί της Κυβερνήσεως ανέβαιναν κατά μέσο όρο 23% ετησίως, που ήταν διπλάσιος του αντίστοιχου ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Ως αποτέλεσμα, οι καθαρές υποχρεώσεις του δημοσίου σε Κυπριακές Λίρες αυξήθηκαν από 5% του ΑΕΠ το 1975 σε 24% του ΑΕΠ το 2007. Στη διάρκεια των 32 αυτών ετών, τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά ελλείμματα καταγράφηκαν μετά τον Πόλεμο στον Κόλπο το 1991 και μετά την πτώση των Δίδυμων Πύργων το 2001. Οι Καθαρές Απαιτήσεις των τραπεζών επί της Κυβερνήσεως έφθασαν στο μέγιστο το 2006, επί Προεδρίας Γλαύκου και Υπουργίας Τάκη Κληρίδη, όταν άγγιξαν το 29% του ΑΕΠ.

Ας εξετάσουμε τώρα τις διακυμάνσεις των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, που αντανακλούν τόσο την πιστωτική πολιτική [10] όσο και την περιβάλλουσα ατμόσφαιρα. Στη διάρκεια των 47 υπό ανασκόπηση ετών, ο μέσος ρυθμός αύξησης των απαιτήσεων των τραπεζών επί των επιχειρήσεων και των καταναλωτών ήταν 13% ετησίως, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν σχεδόν 10% ετησίως. Βλέποντας το σχεδιάγραμμα, συμπεραίνουμε ότι το χρονικό διάστημα από το 1960 μέχρι το 2007 μπορεί να χωρισθεί σε πέντε αλληλένδετες περιόδους.

3.1 **Μεταξύ 1960 και 1965**, οι χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό τομέα αυξάνονταν βραδύτερα από τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Κατά την εν λόγω πενταετία, μεγάλα πολιτειακά, οικονομικά και κοινωνικά προβλήματα έθεσαν σε αμφιβολία την επιβίωση της Κυπριακής Δημοκρατίας και, συνεπώς, επηρέασαν την έφεση των τραπεζών να δανείζουν και τη διάθεση των επιχειρηματιών και των καταναλωτών να δανείζονται. Σε αυτό το αρνητικό κλίμα, οι πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα έπεσαν από 39% του ΑΕΠ το 1960 στο 36% του ΑΕΠ το 1965, που ήταν το μίνιμουμ της τεσσαρακονταεπταετίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι στο τέλος του 1965 έληξε η θητεία του κ. Χάρη Γαβρηλίδη, πρώτου Διοικητή της Κεντρικής, και άρχισε η θητεία του κ. Χριστάκη Στεφανή, δεύτερου Διοικητή της Κεντρικής.

3.2 **Μεταξύ 1965 και 1975**, οι χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό τομέα αυξάνονταν με ρυθμό υπερδιπλάσιο του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Η εν λόγω δεκαετία σηματοδεύτηκε, ανάμεσα σε άλλα, από:

- (i) τον Πόλεμο στο Βιετνάμ και τον Πόλεμο των Έξι Ημερών, που προκάλεσαν έκρηξη στις τιμές του πετρελαίου και των πρώτων υλών

- (ii) την υποτίμηση της Λίρας, που επέφερε αύξηση του εξωγενούς και του ενδογενούς πληθωρισμού και μείωση των πραγματικών επιτοκίων
- (iii) την Τουρκική Εισβολή που συνοδεύτηκε από τεράστια πτώση του ΑΕΠ και της ψυχολογίας των θεσμικών τομέων της οικονομίας.

Για να αντιληφθείτε το μέγεθος του πληθωρισμού, της κερδοσκοπίας αλλά και της αισιοδοξίας πριν την Τουρκική Εισβολή, σας ενθυμίζω ότι τα δάνεια των επιχειρήσεων και των καταναλωτών ανήλθαν 31% το 1968 και 24% το 1973. Ως αποτέλεσμα των προαναφερθέντων και, ιδιαίτερα, της πτώσης του ΑΕΠ λόγω της Εισβολής, οι απαιτήσεις των τραπεζών επί του ιδιωτικού τομέα ανέβηκαν από το 36% του ΑΕΠ το 1965 στο 81% του ΑΕΠ το 1975, με ανάλογη επιδείνωση της χρεωλυτικής ικανότητας των επιχειρήσεων και των καταναλωτών.

3.3 Μεταξύ 1975 και 1984, οι χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό τομέα αυξάνονταν βραδύτερα από τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Τα εννέα χρόνια μετά την Εισβολή σηματοδεύτηκαν από τα κυβερνητικά προγράμματα επαναδραστηριοποίησης τα οποία, ανάμεσα σε άλλα, στόχευαν στη κάμψη της διστακτικότητας σύναψης δανείων για παραγωγικούς, βιομηχανικούς και εξαγωγικούς σκοπούς. Ο ενεργότερος ρόλος του δημόσιου τομέα στην οικονομική ζωή συνοδεύτηκε από βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρηματιών και των καταναλωτών, εφόσον οι απαιτήσεις των τραπεζών επί του ιδιωτικού τομέα μειώθηκαν από 81% του ΑΕΠ το 1975 στο 57% του ΑΕΠ το 1984. Ενθυμίζεται ότι τον Μάιο του 1982 ανέλαβε Διοικητής της Κεντρικής ο κ. Αυξέντης Αυξεντίου, ο οποίος διατήρησε το αξίωμα για 20 συναπτά έτη.

3.4 Μεταξύ 1984 και 2007 οι χορηγήσεις στους επιχειρηματίες και τους καταναλωτές αυξάνονταν κατά μέσο όρο 14% ετησίως, ενώ το ΑΕΠ ανέβαινε μόνο 8% ετησίως. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξακολούθησαν να δανείζουν τον ιδιωτικό τομέα ως ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ να μην είχε επιβραδυνθεί από την πλήρη απασχόληση και την εναρμόνιση με την ΕΕ. Στη διάρκεια των 23 αυτών χρόνων οι τράπεζες, χορηγώντας καινούργια και ανακυκλώνοντας παλαιά δάνεια, κατόρθωσαν να τετραπλασιάσουν τις απαιτήσεις επί των επιχειρηματιών και των καταναλωτών από το 57% του ΑΕΠ το 1984 στο 204% του ΑΕΠ το 2007.

3.5 Ιδιαίτερα στο διάστημα 1999 - 2007, χάρη στον καθορισμό της ισοτιμίας της Λίρας σε σχέση με το ευρώ χωρίς αναφορά στην Αρχή της Ακάλυπτης Ισοδυναμίας των Επιτοκίων (Uncovered Interest Parity Principle), τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξασφάλισαν εύκολα κέρδη δανειζόμενα φθηνά σε ευρώ και δανείζοντας ακριβά σε Λίρες χωρίς συναλλαγματικό κίνδυνο. Είναι εύλογο ερώτημα αν η

ενίσχυση της κερδοφορίας των τραπεζών για οκτώ συναπτά έτη μπορεί να δικαιολογηθεί από την ανάγκη κάλυψης των ζημιών που υπέστησαν, μεταξύ άλλων, από τη χρηματιστηριακή φούσκα του 1999.

Ας μελετήσουμε τώρα τη διαχρονική συμπεριφορά των ξένων στοιχείων ενεργητικού του χρηματοπιστωτικού συστήματος [11]. Από το 1960 μέχρι το 2007, ο μέσος όρος αύξησης των καθαρών συναλλαγματικών αποθεμάτων των τραπεζών ήταν πολύ πλησίον του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ. Όμως, τα 47 υπό ανασκόπηση χρόνια μπορούν να χωρισθούν σε πέντε αλληλένδετες περιόδους.

4.1 Μεταξύ 1960 και 1971, το χρηματοπιστωτικό σύστημα συσώρευε στοιχεία ενεργητικού στο εξωτερικό σε βάρος άλλων προτεραιοτήτων του τόπου. Στα ένδεκα αυτά χρόνια, ο επιταχυνόμενος παγκόσμιος πληθωρισμός, που πήγαζε από τις Ηνωμένες Πολιτείες, και οι συντηρητικές πολιτικές, που εφάρμοζαν οι Κυβερνήσεις υπό τον Πρόεδρο Μακάριο, συνέτειναν ώστε τα συναλλαγματικά αποθέματα να οκταπλασιασθούν, φθάνοντας το 36% του ΑΕΠ το **1971**, που ήταν το δεύτερο ψηλότερο ποσοστό στα 47 υπό ανασκόπηση έτη. Η υιοθέτηση του συστήματος κυμαινόμενων ισοτιμιών μετά το 1972 άλλαξε ριζικά το επιτόπιο και το διεθνές περιβάλλον.

4.2 Μεταξύ 1971 και 1980 τα καθαρά στοιχεία ξένου ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος μειώθηκαν από 36% του ΑΕΠ το **1971** στο 10% του ΑΕΠ το **1980**. Αυτό ήταν ένα από τα επακόλουθα της άσκησης επεκτατικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής για αντιμετώπιση των ανθρωπιστικών και άλλων αναγκών που επέφερε η Τουρκική Εισβολή.

4.3 Μεταξύ 1980 και 1989 τα καθαρά στοιχεία ξένου ενεργητικού αναπληρώθηκαν, κυρίως, λόγω της εξαιρετικά καλής απόδοσης του τουριστικού τομέα, της εγκαθίδρυσης υπεράκτιων εταιρειών από το Λίβανο και άλλες χώρες καθώς, επίσης, της αποστολής εμβασμάτων από φυσικά και νομικά πρόσωπα που δραστηριοποιούνταν στο εξωτερικό. Στα εννέα αυτά χρόνια, τα συναλλαγματικά αποθέματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος αυξήθηκαν από 10% του ΑΕΠ το 1980 στο 15% του ΑΕΠ το 1989.

4.4 Κατά τα επόμενα εννέα έτη, τα καθαρά στοιχεία ξένου ενεργητικού των τραπεζών μειώθηκαν από το 15% του ΑΕΠ το 1989 στο 2% του ΑΕΠ το 1998, δηλαδή στο χαμηλότερο ποσοστό των 47 υπό ανασκόπηση χρόνων. Ανάμεσα στις αιτίες της πτώσης ήταν η επεκτατική εγχώρια πιστωτική πολιτική αλλά και η αυστηρή

εφαρμογή του *περί Ασκήσεως Ορισμένων Δημοσιονομικών Εξουσιών της Βουλής Νόμου* του 1985 που περιόρισε το εξωτερικό δημόσιο χρέος.

4.5 **Μεταξύ 1998 και 2007** ο μέσος όρος αύξησης των συναλλαγματικών αποθεμάτων του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν 39% ετησίως, σε σύγκριση με τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ που ήταν μόνο 7% ετησίως. Μέσα σε εννέα χρόνια τα καθαρά στοιχεία ξένου ενεργητικού των τραπεζών ανήλθαν από 2% του ΑΕΠ το **1998** στο 36% του ΑΕΠ το **2007**, ξεπερνώντας το προηγούμενο ρεκόρ που είχε καταγραφεί το 1971. Αυτή η έκρηξη εκκολάφθηκε από:

- i) την υιοθέτηση του ευρώ από 11 χώρες την 1^η Ιανουαρίου 1999
- ii) την πρόσδεση της Λίρας στο ευρώ από την 1^η Ιανουαρίου 1999
- iii) τη βεβαίωση ότι η ισοτιμία της Λίρας θα παρέμενε αμετάβλητη
- iv) την ελευθέρωση της διακίνησης κεφαλαίων από και προς την Κύπρο
- v) την υψηλή κερδοφορία από ενεργητικό σε Λίρες και παθητικό σε ευρώ.

Φαίνεται ότι δε δόθηκε ιδιαίτερη σημασία στο γεγονός ότι η εκμετάλλευση της διαφοράς κόστους και απόδοσης επιτυγχανόταν μέσω της ενθάρρυνσης των κυπρίων δανειζομένων όπως επωμίζονται περισσότερα χρέη. Αναμφίβολα, η εισροή ξένων κεφαλαίων, οπόθεν και αν προερχόταν, διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στη χρηματοπιστωτική φούσκα μεταξύ 1999 και 2002 και στη κτηματική φούσκα μεταξύ 2003 και 2007. Όλοι ευχόμαστε όπως οι θεσμικοί τομείς μπορέσουν να εξοφλήσουν τα τραπεζικά χρέη τα οποία έχουν επωμισθεί – χωρίς να ελαττώσουν το κεφαλαιακό τους απόθεμα ή το βιοτικό τους επίπεδο – δεδομένου ότι η ικανότητά τους να τα αποπληρώσουν φθίνει λόγω της παρατεινόμενης οικονομικής κρίσης. Η περιγραφή των συναλλαγματικών, δημοσιονομικών και χρηματοπιστωτικών εξελίξεων της περιόδου 1960 - 2007, δεν είναι πλήρης χωρίς συσχέτιση του ΑΕΠ προς τους μισθούς και τις τιμές και, άρα, την πραγματική οικονομική επέκταση και τον πραγματικό οικονομικό κύκλο.

5.1 **[12]** Στα 47 υπό ανασκόπηση χρόνια, ο μέσος όρος αύξησης του ΑΕΠ ήταν σχεδόν 10% ετησίως (**που αποδίδεται από τη μπλε οριζόντια γραμμή**) σε σύγκριση με τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης του μέσου μισθού που ήταν σχεδόν 8% ετησίως (**που αποδίδεται από την κόκκινη οριζόντια γραμμή**). Όπως επιβεβαιώνεται από το σχεδιάγραμμα, το ΑΕΠ και ο μέσος μισθός στην Κύπρο ανεβοκατέβαιναν σε πλήρη αρμονία, επιτυγχάνοντας τα υψηλά και τα χαμηλά των οικονομικών κύκλων σχεδόν ταυτόχρονα. Γνωρίζουμε ότι το μερίδιο της μισθωτής εργασίας στο ΑΕΠ μεγαλώνει ή μικραίνει ανάλογα με το αν ο ρυθμός μεταβολής του μέσου μισθού συν ο ρυθμός μεταβολής του εργατικού δυναμικού είναι μεγαλύτερος ή μικρότερος από

τον αντίστοιχο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ. Σύμφωνα με τις διαθέσιμες στατιστικές, ο μέσος ρυθμός αύξησης του πληθυσμού της Κύπρου ήταν 1% ετησίως από το 1960 μέχρι το 2007. Προσθέτοντας 8% συν 1% λαμβάνουμε 9%, το οποίο είναι μικρότερο του 10%. Αν δοθεί περιθώριο 1% για διάφορα στατιστικά λάθη, τεκμαίρεται ότι το μερίδιο της εργασίας στο ΑΕΠ ήταν σταθερό στη διάρκεια των 47 υπό ανασκόπηση χρόνων, παρά την Αυτόματη Τιμαριθμική Αναπροσαρμογή των μισθών.

5.2 Ας εξετάσουμε τώρα τη διαχρονική σχέση μεταξύ του μέσου ονομαστικού μισθού και του δείκτη τιμών καταναλωτή [13]. Το σχεδιάγραμμα δείχνει ότι, μεταξύ 1960 και 200, τα χαμηλά και τα υψηλά των διακυμάνσεων του μέσου μισθού και του τιμαριθμικού δείκτη επιτυγχάνονταν σε πλήρη αρμονία. Ο σύνθετος ρυθμός αύξησης του μέσου ονομαστικού μισθού ήταν 8% ετησίως (**που αποδίδεται από τη μπλε οριζόντια γραμμή**) ενώ του δείκτη τιμών καταναλωτή ήταν 4% ετησίως (**που αποδίδεται από την κόκκινη οριζόντια γραμμή**). Συνάγεται ότι η αγοραστική δύναμη του μέσου μισθού ανέβαινε, περίπου, 4% ετησίως σε πραγματικούς όρους, παρόλο που το μερίδιο της μισθωτής εργασίας στο ΑΕΠ ήταν περίπου σταθερό στη διάρκεια των 47 υπό ανασκόπηση χρόνων.

5.3 Το τελευταίο σχεδιάγραμμα [14] απεικονίζει τις ταλαντεύσεις του πραγματικού ΑΕΠ και του πραγματικού μέσου μισθού. Ο μέσος ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ ήταν 6% ετησίως (**που απεικονίζεται από την μπλε οριζόντια γραμμή**) ενώ ο μέσος ρυθμός μεταβολής του πραγματικού μισθού ήταν 4% ετησίως (**που απεικονίζεται από την κόκκινη οριζόντια γραμμή**). Είναι φανερό ότι οι κρίσεις του 1964 -1965 και του 1974 - 1975 επέφεραν τα μεγαλύτερα σκαμπανεβάσματα, ενώ μετά το 1980 οι πραγματικοί κλυδωνισμοί έτειναν να γίνονται μικρότεροι.

Σε όλα τα στάδια ανάλυσης και σύνθεσης της υπό συγγραφή νομισματικής και χρηματοπιστωτικής ιστορίας της Κύπρου, έχω εφαρμόσει μεθοδολογία παρόμοια με αυτήν που σας παρουσίασα. Σήμερα, θα μπορούσα να συζητήσω και άλλες χρονοσειρές και να τις συγκρίνω με αντίστοιχες στατιστικές άλλων χωρών. Νομίζω ότι, προς το παρόν, σας έχω προμηθεύσει με αρκετή τροφή προς σκέψη και, συνεπώς, θα σταματήσω για να απαντήσω τυχόν ερωτήσεις σας.

Table 1
Compound Average Rate 1960 - 1972

	1960 - 1967	1967 - 1972
Gross Domestic Product	8.75%	11.27%
Average Annual Salary	3.02%	10.47%
Consumer Price Index	0.36%	3.43%
Outstanding Domestic Credit	3.16%	21.75%

Source: IFS Yearbook 1980

Table 2
Compound Average Rate 1960 - 1972

Cyprus	
Domestic Credit	9.16 %
Consumer Prices	1.63 %
Britain	
Domestic Credit	8.96 %
Consumer Prices	4.56 %
Germany	
Domestic Credit	12.48 %
Consumer Prices	2.99 %

Source: IFS Yearbook 1980

Table 3
Compound Average Rate 1972 - 1992

Cyprus	
Domestic Credit	17.14 %
Consumer Prices	6.27 %
Britain	
Domestic Credit	15.25 %
Consumer Prices	9.27 %
Germany	
Domestic Credit	8.26 %
Consumer Prices	3.89 %

Source: IFS Yearbook 1997

Table 4

Approximate national currency weights to the ECU value			
Currency	13.03.1979- 16.09.1984	17.09.1984- 21.09.1989	21.09.1989- 31.12.1998
<u>BEF</u>	9.64%	8.57%	8.183%
<u>DEM</u>	32.98%	32.08%	31.955%
<u>DKK</u>	3.06%	2.69%	2.653%
<u>ESP</u>	-	-	4.138%
<u>FRF</u>	19.83%	19.06%	20.316%
<u>GBP</u>	13.34%	14.98%	12.452%
<u>GRD</u>	-	1.31%	0.437%
<u>IEP</u>	1.15%	1.20%	1.086%
<u>ITL</u>	9.49%	9.98%	7.840%
<u>LUF</u>	-	-	0.322%
<u>NLG</u>	10.51%	10.13%	9.98%
<u>PTE</u>	-	-	0.695%

Table 5

Compound Average Rate 1992 - 1999

Cyprus	
Domestic Credit	11.96 %
Consumer Prices	3.16 %
Britain	
Domestic Credit	6.74 %
Consumer Prices	2.64 %
Germany^R	
Domestic Credit	-1.72 %
Consumer Prices	1.94 %

R: Reunited

Source: IFS Yearbook 2001

Table 6

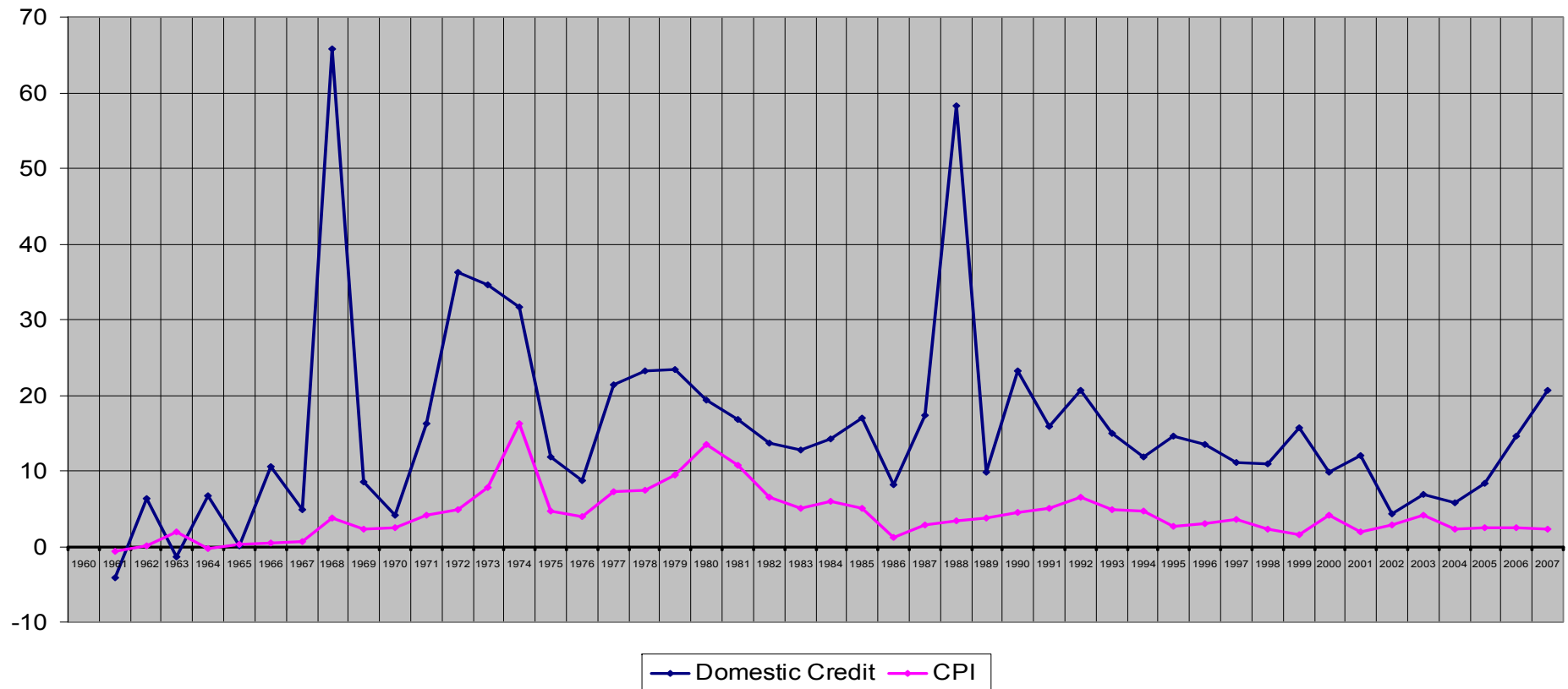
Compound Average Rate 1999 - 2007

Cyprus	
Domestic Credit	9.68 %
Consumer Prices	2.81 %
Britain	
Domestic Credit	10.58 %
Consumer Prices	2.77 %
Germany^R	
Domestic Credit	1.40 %
Consumer Prices	1.65 %

R: Reunited

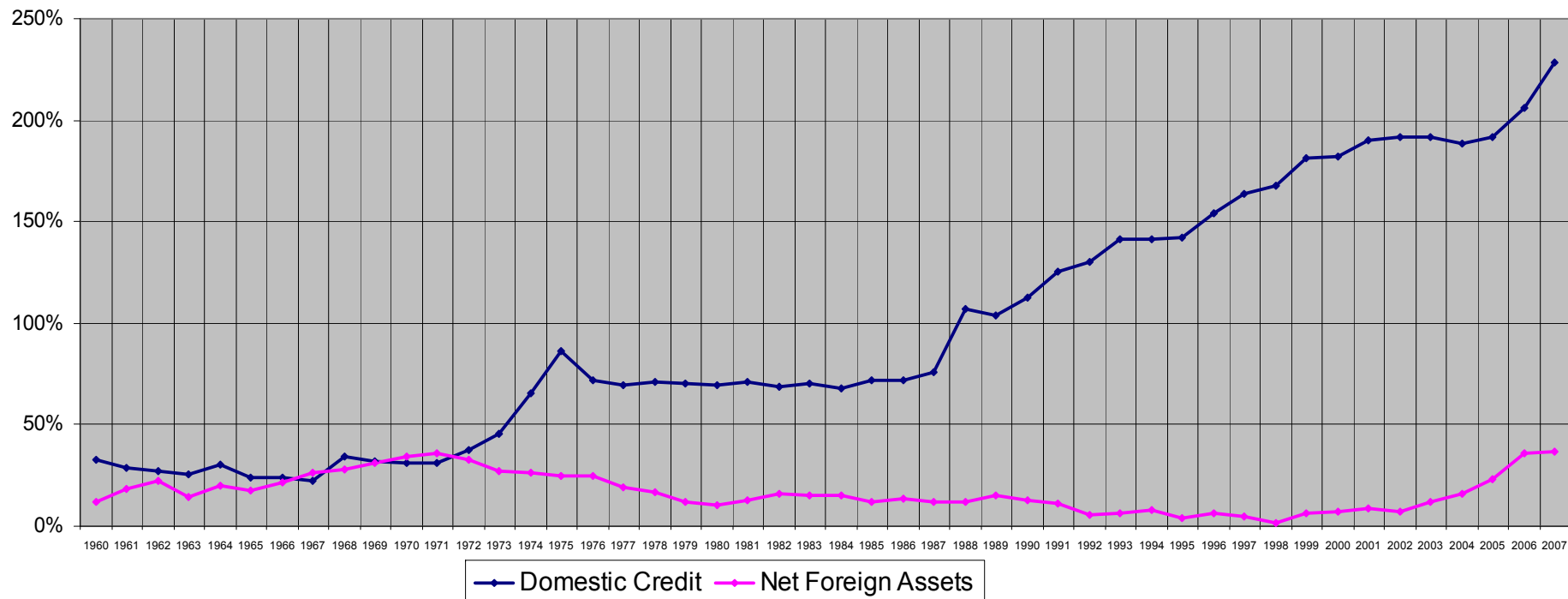
Source: IFS Yearbook 2008

7. Domestic Credit and CPI - Annual Rates of Change 1960 - 2007



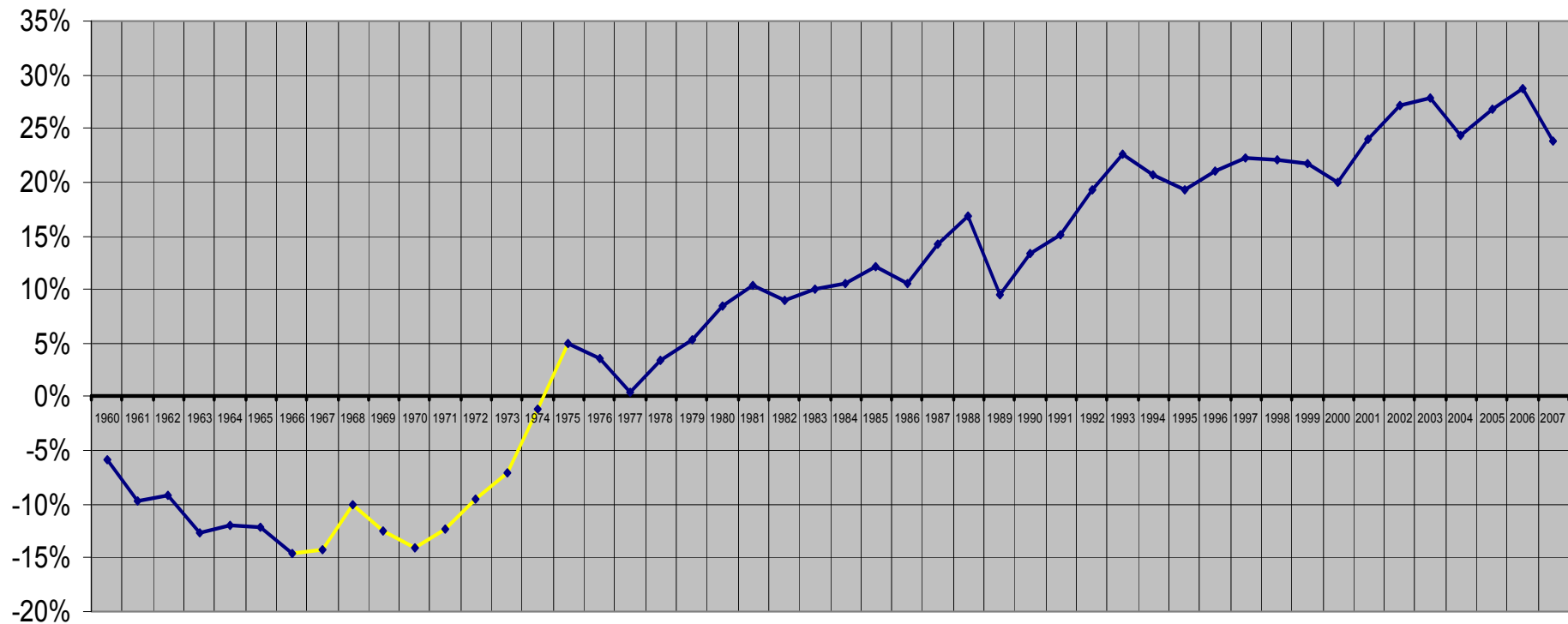
Source: IFS Yearbooks

8. Domestic Credit and Net Foreign Assets as percentages of GDP 1960 - 2007



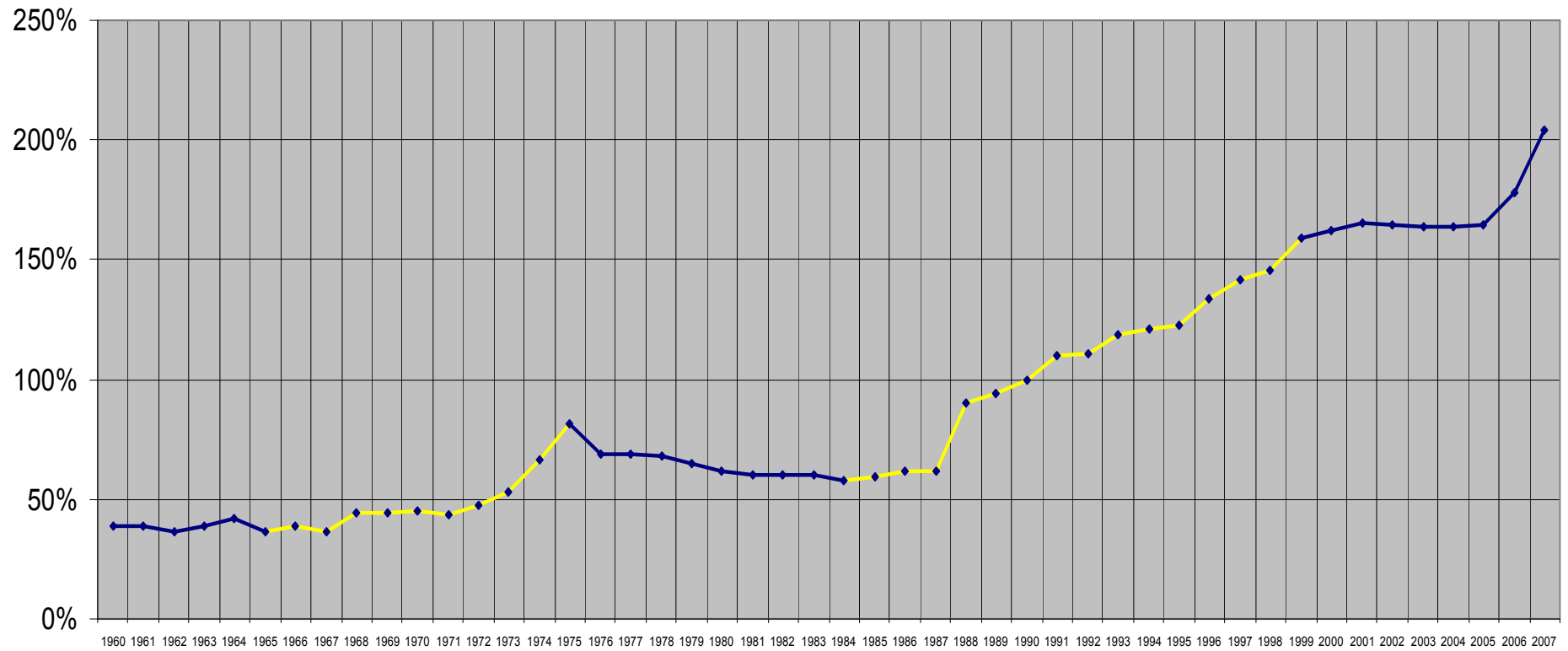
Source: IFS Yearbooks

9. Net Claims on Government as a percentage of GDP 1960 - 2007



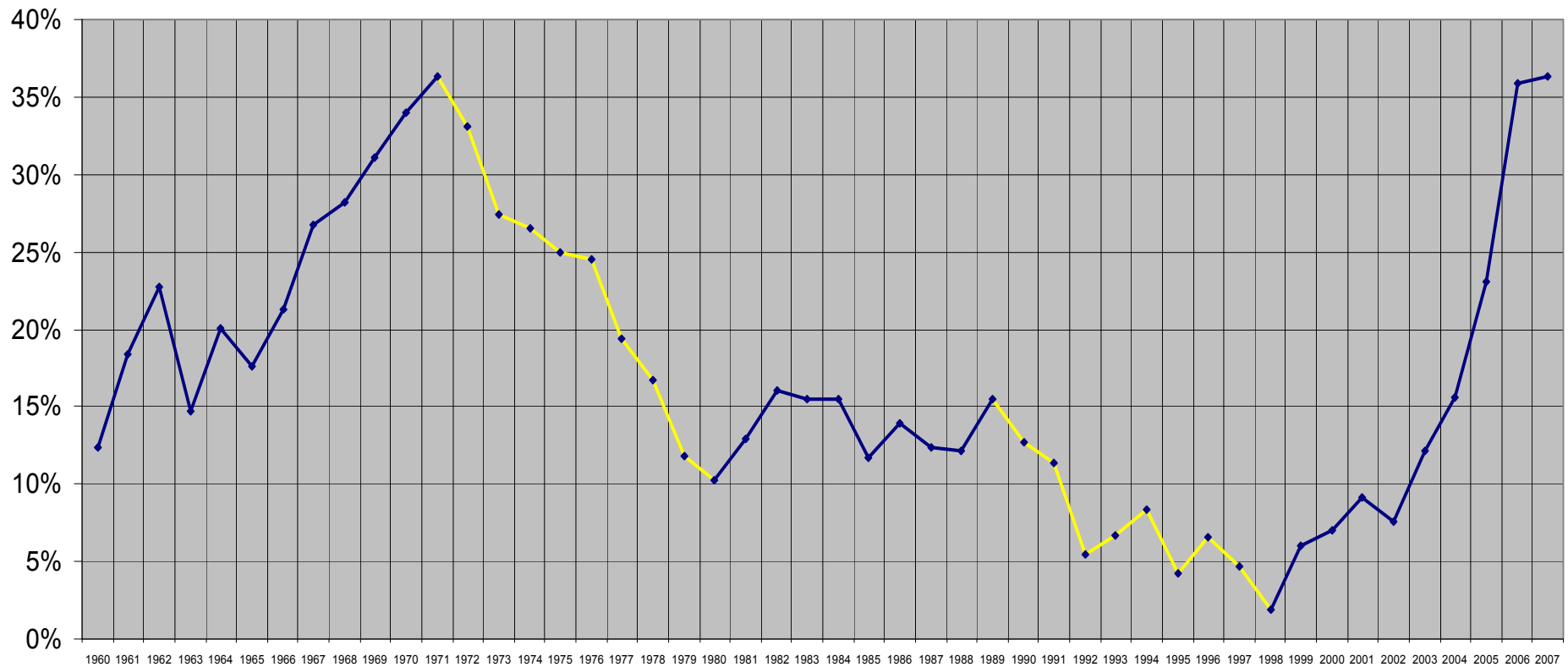
Source: IFS Yearbooks

10. Claims on Private Sector as a percentage of GDP 1960 - 2007



Source: IFS Yearbooks

11. Net Foreign Assets as a percentage of GDP 1960 - 2007



Source: IFS Yearbooks

12. GDP and Average Salary - Annual Rates of Change 1960 -2007



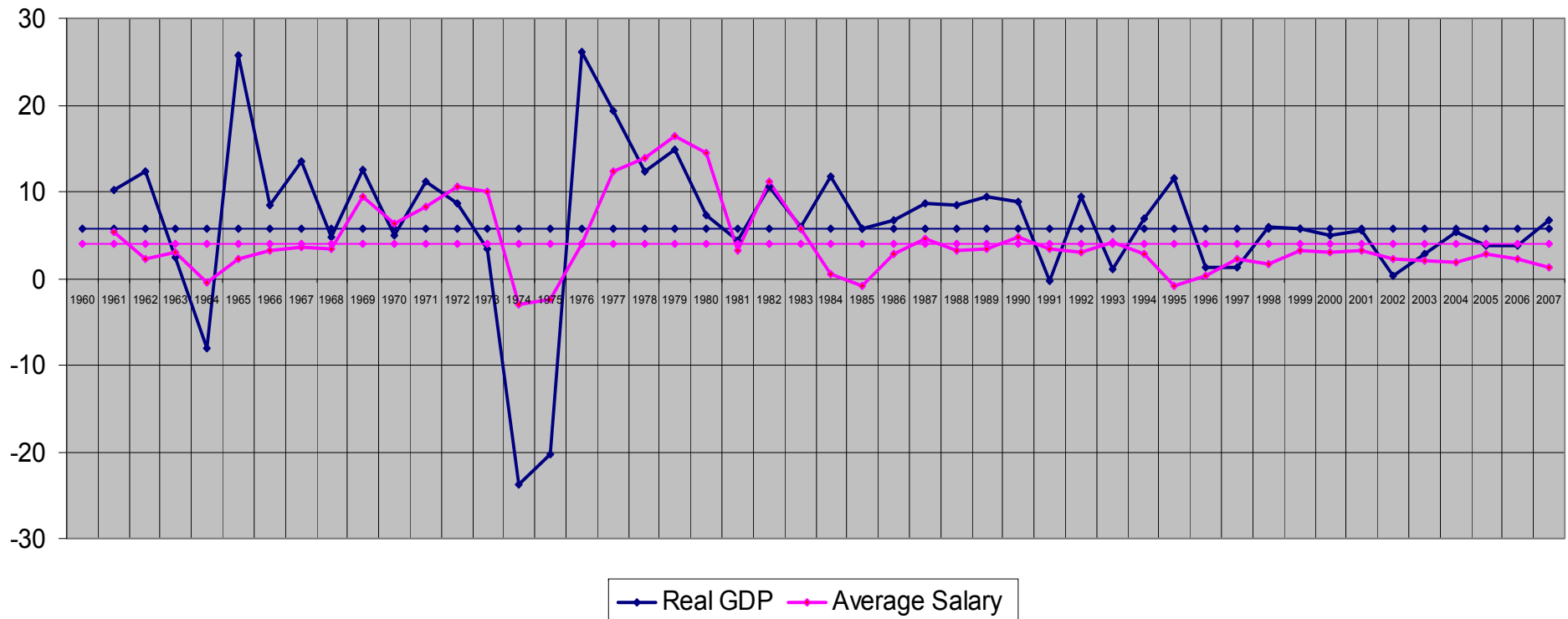
Source: Cystat and IFS Yearbooks

13. Average Salary and CPI - Annual Rates of Change 1960 - 2007



Source: Cystat and IFS Yearbooks

14. The Real Business Cycle Reflected by Real GDP and Average Salary - Annual Rates of Change 1960 - 2007



Source: Cystat and IFS Yearbooks