



**A. T. E. I.**  
**ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ:**

**ΚΕΚΟΥ ΡΟΖΑ**  
**ΜΗΤΣΟΥ ΟΛΓΑ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΑΣΚΗΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ**  
**ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : κος ΔΗΜΗΤΡΗΣ ΚΥΡΙΚΟΣ**

**Ηράκλειο,**  
**ΙΟΥΝΙΟΣ 2014**

**Άσκηση Νομισματικής Πολιτικής από την Ευρωπαϊκή  
Κεντρική Τράπεζα**

*«Άφησέ με ελεύθερο να εκδίδω και να ελέγχω τα χρήματα ενός έθνους και δε με ενδιαφέρει ποιος ψηφίζει τους νόμους του» M.A. Rothschild.<sup>1</sup>*

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

---

<sup>1</sup> **M.A. Rothschild:** Επιφανές μέλος της ομώνυμης οικογένειας, η οποία ίδρυσε στα τέλη του 18<sup>ου</sup> αιώνα τα γνωστά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Η παρούσα Πτυχιακή εργασία πραγματοποιήθηκε στο Προπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών, του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΤΕΙ Κρήτης και αποτελεί το τελικό στάδιο για την απόκτηση του ομώνυμου τίτλου προπτυχιακών σπουδών.

Θα θέλαμε να εκφράσουμε τις θερμές μας ευχαριστίες σε όλους όσους συνέβαλαν, άμεσα ή έμμεσα, στην ολοκλήρωσή της και ιδιαίτερα:

Στον επιβλέποντα καθηγητή μας κ. Δημήτρη Κυρίκο, τακτικό καθηγητή του ΤΕΙ Κρήτης, τόσο για την καθοδήγησή που μας προσέφερε σε γνωστικό και ερευνητικό επίπεδο για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας, όσο και για την ανεκτίμητη και αδιάκοπη υποστήριξη του καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μας.

Στους δασκάλους μας για τις ακαδημαϊκές γνώσεις που μας δίδαξαν καθ' όλη τη διάρκεια του προγράμματος και στήριξαν την προσπάθειά μας όλο αυτό το διάστημα. Τέλος, ευχαριστούμε τους δικούς μας ανθρώπους και ιδιαίτερα τους γονείς μας, που μας υποστήριξαν, μας συμπαραστάθηκαν με αγάπη, εξαιρετική υπομονή και κατανόηση, όλα τα χρόνια των σπουδών μας.

Στο παππού μου,  
Όλγα Μήτσου

Στην αδερφή μου  
Ρόζα Κέκου

## Περίληψη

Η παρούσα βιβλιογραφική εργασία έχει σαν σκοπό να μελετήσει τη Νομισματική Πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και επιπλέον να καταγράψει τις μεταβολές που επήλθαν σε αυτή την πολιτική, προκειμένου να αντιμετωπισθεί η πρόσφατη οικονομική κρίση.

Στη Ζώνη του Ευρώ, δηλαδή στις 18 χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν υιοθετήσει ως νόμισμά τους το ευρώ, τη Νομισματική Πολιτική ασκεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η οποία έχει την αποκλειστική αρμοδιότητα για το σχεδιασμό, τις οριστικές αποφάσεις και την εφαρμογή της, με πρωταρχικό σκοπό τη διασφάλιση της Σταθερότητας των Τιμών.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για να επιτύχει το βασικό της στόχο, στηρίζει τη Στρατηγική της Νομισματικής της Πολιτικής σε δύο πυλώνες, την Οικονομική Ανάλυση και την Νομισματική Ανάλυση και χρησιμοποιεί για την εκπλήρωση αυτού του στόχου ένα σύνολο εργαλείων Νομισματικής Πολιτικής, τα οποία μπορεί να είναι συμβατικά ή μη συμβατικά. Μέσω δε του Μηχανισμού Μετάδοσης οι ενέργειες της ΕΚΤ μεταδίδονται στην οικονομία και τελικά στις τιμές.

Προκειμένου η ΕΚΤ να αντιμετωπίσει την πρόσφατη οικονομική κρίση που ξέσπασε το 2007, χρησιμοποίησε κατά την άσκηση της Νομισματικής της Πολιτικής μη συμβατικά μέσα, τα οποία εντάχθηκαν στην Ενισχυμένη Πιστωτική Υποστήριξη και ήλθαν να συμπληρώσουν τις συμβατικές της αποφάσεις για τα επιτόκια.

Συμπερασματικά, τα μέτρα όπως ίσχυσαν και διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της Ευρωζώνης, όπου τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία, συνεισέφεραν σημαντικά στην ομαλοποίηση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διατηρώντας σε τελική ανάλυση τη Σταθερότητα των Τιμών, ενώ όσον αφορά στις προοπτικές του πληθωρισμού στη Ζώνη του Ευρώ, η ΕΚΤ αναμένει ότι θα παραμείνει συγκρατημένος τουλάχιστον σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

**Λέξεις κλειδιά:** Νομισματική Πολιτική, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), Ευρωσύστημα, Σταθερότητα των Τιμών, Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ).

## Abstract

The aim of the present bibliographic dissertation is to study the Monetary Policy of the European Central Bank (ECB) and list the changes this policy underwent so that the recent economic crisis could be dealt with.

In the Eurozone, i.e. in the 18 member states that have adopted the Euro as their currency, the Monetary Policy is enforced by the European Central Bank, which has the sole responsibility for the Monetary Policy design, its definite decisions and its implementation and primarily aims at maintaining Price Stability.

In order for its task to be accomplished, the European Central Bank bases the Strategy of the Monetary Policy on two pillars, the Economic Analysis and the Monetary Analysis, and employs a set of Monetary Policy tools, which can be both conventional and unconventional. Furthermore, through the Transmission Mechanism of Monetary Policy the ECB'S actions affect economy and finally prices.

In order to deal with the recent economic crisis that broke out in 2007, the ECB used the unconventional tools of the Monetary Policy. These tools were integrated in the Enhanced Credit Support and complemented the ECB's conventional decisions on interest rates.

In conclusion, the way in which the measures were enforced and formed within the specific financial structure of the Eurozone, where credit institutions are the primary source of credit, has made a great contribution to the regulation of financial conditions and has managed to maintain Price Stability, while with regard to inflation in the Eurozone, the ECB expects it to remain contained at least in the short run.

**Keywords:** Monetary Policy, European Central Bank (ECB), Eurosystem, Price Stability, Economic and Monetary Union (EMU).

## ***Ευρετήριο συντομεύσεων***

ΑΕΠ: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

ΔΝΤ: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

ΕΕ: Ευρωπαϊκή Ένωση

ΕΘΝΚΤ: Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες

ΕΚΤ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΕνΔΤΚ: Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή

ΕΝΜ: Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα

ΕΝΣ: Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα

ΕΟΚ: Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα

ΕΠΥ: Επαυξημένη Πιστωτική Υποστήριξη

ΕΣΚΤ: Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών

ΜΣΙ: Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

ΟΝΕ: Οικονομική και Νομισματική Ένωση

ΟΝΣ: Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές

ΟΟΣΑ: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης

ΣΑΣ: Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας

ΤΔΔ: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών

ΤτΕ: Τράπεζα της Ελλάδος

CBPP: Covered Bond Purchase Programme

ECB: European Central Bank

ECU: European Currency Unit

Fed: Federal Reserve (The Central Banking System of the United States)



## **Πίνακας Περιεχομένων**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Οικονομική και Νομισματική Πολιτική	14
1.1 Οικονομική Πολιτική	14
1.1.1 Οι βασικές κατηγορίες της Οικονομικής Πολιτικής	15
1.2 Νομισματική Πολιτική	16
1.2.1 Κρίσιμα ζητήματα Σχεδιασμού και Εφαρμογής της Νομισματικής Πολιτικής Εισαγωγή	17
1.2.2 Η Κεϋνσιανή και η Μονεταριστική προσέγγιση της Νομισματικής Πολιτικής	18
1.2.3 Συνοπτική παρουσίαση των Μέσων της Νομισματικής Πολιτικής	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα - Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών - Ευρωσύστημα	21
2.1 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα	21
2.2 Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών - Ευρωσύστημα	22
2.3 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Στόχοι της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ	29
3.1 Η Σταθερότητα των Τιμών	29
3.2 Μια ποσοτική προσέγγιση της Σταθερότητας των Τιμών	29
3.3 Ο ορισμός της Σταθερότητας των Τιμών	30
3.4 Τα οφέλη της Σταθερότητας των Τιμών	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	36
4.1 Ο ρόλος της Στρατηγικής Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	36
4.2 Η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων	37
4.2.1 Η Νομισματική Ανάλυση	37
4.2.2 Οικονομική Ανάλυση	38
4.2.3 Διασταύρωση πληροφοριών από τους δύο πυλώνες	39

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Πεδίο και έκταση της Νομισματικής Πολιτικής	41
5.1 Βραχυπρόθεσμη επιρροή της Νομισματικής Πολιτικής	41
5.2 Μακροπρόθεσμη επιρροή της Νομισματικής Πολιτικής	42
5.3 Πληθωρισμός: ένα νομισματικό φαινόμενο	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Μέσα και τρόποι άσκησης της Νομισματικής Πολιτικής	44
6.1 Συμβατικά Μέσα	44
6.1.1 Πράξεις ανοικτής αγοράς (Open Market Operations)	44
6.1.2 Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης (Main Refinancing Operations)	46
6.1.3 Οι Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης (Longer-Term Refinancing Operations)	48
6.1.4 Οι Πράξεις Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας (Fine - Tuning Operations)	48
6.1.5 Διαρθρωτικές Πράξεις (Structural Operations)	50
6.1.6 Οι Πάγιες Διευκολύνσεις (Standing Facilities)	50
6.1.6.a Η Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης (Marginal lending facility)	51
6.1.6.b Η Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων (Deposit facility)	52
6.1.7 Η Τήρηση Ελάχιστων Υποχρεωτικών Αποθεματικών (Minimum Reserves Requirement)	53
6.2 Μη συμβατικά μέτρα	54
6.2.1 Παροχή ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο και πλήρη κατανομή	54
6.2.2 Διεύρυνση του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια	55
6.2.3 Πιο μακροπρόθεσμη παροχή ρευστότητας	55
6.2.4 Παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα	55
6.2.5 Μεταβολές του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών	55
6.2.6 Οριστικές αγορές συγκεκριμένων χρεογράφων	56
6.2.7 Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές	56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής	58

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 Μεταβολές μετά τη Χρηματοοικονομική κρίση του 2007	61
8.1 Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης	61
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 Εξαγωγή Συμπερασμάτων	75
9.1 Συζήτηση	75
9.2 Περιορισμοί της εργασίας – Συστάσεις για μελλοντική ερευνητική εργασία	78
Βιβλιογραφία	79

## ***Εισαγωγή***

Η άσκηση νομισματικής πολιτικής είναι η διαδικασία με την οποία η νομισματική αρχή μιας οικονομικής περιοχής, ελέγχει την ποσότητα και το κόστος του χρήματος στην οικονομία. Επίσημοι στόχοι μιας νομισματικής πολιτικής είναι ο έλεγχος του πληθωρισμού, η ανάπτυξη της οικονομίας, η μείωση της ανεργίας και ο έλεγχος της ισοτιμίας του νομίσματος σε σχέση με τα ξένα νομίσματα. Η νομισματική πολιτική μπορεί να είναι επεκτατική, δηλαδή να αυξάνει την ποσότητα του χρήματος στην αγορά ενθαρρύνοντας την οικονομική ανάπτυξη, προκαλώντας όμως και αύξηση του πληθωρισμού, ή να είναι περιοριστική, δηλαδή να μειώνει την ποσότητα χρήματος στην αγορά, συγκρατώντας τον πληθωρισμό.

Στη Ζώνη του Ευρώ τη Νομισματική Πολιτική ασκεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η οποία δημιουργήθηκε με τη γέννηση του ευρώ, όταν της μεταφέρθηκε η ευθύνη για το σχεδιασμό και την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών μελών της Ευρωζώνης και λειτουργεί ως ανεξάρτητος, υπερεθνικός αλλά ευρωπαϊκός, οργανισμός.

Σκοπός της παρούσας πτυχιακής εργασίας είναι να παρουσιάσει τη Νομισματική Πολιτική, όπως αυτή ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και επιπλέον να καταγράψει ποιες μεταβολές σε αυτή την πολιτική επήλθαν κατά την περίοδο της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, από το 2007 έως σήμερα.

Η σημαντικότητα μιας τέτοιας παρουσίασης έγκειται στο γεγονός ότι η Νομισματική Πολιτική που ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα επηρεάζει άμεσα τις τύχες περίπου 330 εκατομμυρίων ανθρώπων, που αποτελούν τον πληθυσμό των 18 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που μετέχουν στην Ευρωζώνη. Έμμεσα επηρεάζει γενικότερα την παγκόσμια οικονομία αφού η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι μία από τις δύο μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες της υφηλίου (μαζί με την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ - Fed). Η παρούσα εργασία είναι βιβλιογραφική και γι' αυτό έγινε ανασκόπηση της βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας που είναι σχετική με το θέμα της πτυχιακής. Λήφθηκαν γι' αυτό το λόγο υπόψη οι απόψεις άλλων συγγραφέων και ερευνητών που έχουν ασχοληθεί με το θέμα στο παρελθόν και κατ' αυτό τον τρόπο προσδιορίστηκε το θέμα με μεγαλύτερη σαφήνεια.

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζονται συνοπτικά βασικές έννοιες και ορισμοί σχετικά με την οικονομική και τη νομισματική πολιτική. Αναφέρονται επίσης τα κρίσιμα ζητήματα που τίθενται σχετικά με την εφαρμογή τη νομισματικής πολιτικής, καθώς και τα σημαντικότερα μέσα για την άσκηση της, ανεξάρτητα από το ιδεολογικό υπόβαθρο που υπαγορεύουν οι δύο σχολές σκέψης, οι Μονεταριστές και οι Κεϋνσιανοί.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται συνοπτικά το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ), το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), το Ευρωσύστημα και η ΕΚΤ.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται οι στόχοι της Νομισματικής Πολιτικής που έχει θέσει η ΕΚΤ.

Το τέταρτο κεφάλαιο αναφέρεται στη Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το πεδίο και η έκταση της νομισματικής πολιτικής.

Στο έκτο κεφάλαιο αναλύονται τα μέσα που έχει στη διάθεσή της η ΕΚΤ και ο τρόπος που τα χρησιμοποιεί για την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής.

Το έβδομο κεφάλαιο αναφέρεται στο μηχανισμό μέσω του οποίου μπορεί να μεταδοθεί η Νομισματική Πολιτική.

Στο όγδοο κεφάλαιο αναφέρονται οι μεταβολές που επήλθαν στη Νομισματική Πολιτική εξαιτίας της χρηματοοικονομικής κρίσης από το 2007 έως σήμερα.

Τέλος στο ένατο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την εκπόνηση της εργασίας, οι αδυναμίες που αυτή παρουσίασε και γίνονται προτάσεις για μελλοντικές επιστημονικές εργασίες.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Οικονομική και Νομισματική Πολιτική**

## **1.1 Οικονομική Πολιτική**

Η πραγματοποίηση των σκοπών της κυβερνητικής πολιτικής απαιτεί την χρησιμοποίηση οικονομικών πόρων, οι οποίοι όμως βρίσκονται πάντοτε σε ανεπάρκεια. Αυτό σημαίνει ότι η κυβερνητική πολιτική δε μπορεί να ικανοποιήσει το σύνολο των επιδιώξεών της, αλλά θα πρέπει να κάνει επιλογές των στόχων, οι οποίοι πολλές φορές είναι ανταγωνιστικοί μεταξύ τους. Η υλοποίηση αυτή της επιδίωξης των στόχων, με την ηθελημένη παρέμβαση της κυβέρνησης στην οικονομική ζωή ενός τόπου, καλείται *Οικονομική Πολιτική* (Βλιάμος, 2008). Η Οικονομική Πολιτική δηλαδή, εκφράζει την ενσυνείδητη παρεμβατική δράση του Κράτους στη γενική οικονομική δραστηριότητα και οι σκοποί της εκφράζουν τις γενικότερες οικονομικές επιδιώξεις και προάγουν την ευημερία του συνόλου. Συνήθως οι σκοποί αυτοί είναι οι εξής:

- i. Η εξασφάλιση Πλήρους Απασχόλησης.
- ii. Η Σταθερότητα των Τιμών.
- iii. Η βελτίωση του Ισοζυγίου Πληρωμών.
- iv. Η Μακροχρόνια Αύξηση της Παραγωγής.
- v. Η Βελτίωση της Κατανομής των Παραγωγικών Πόρων.
- vi. Η Ικανοποίηση Συλλογικών Αναγκών.
- vii. Η Βελτίωση Διανομής του Εισοδήματος και του Πλούτου.
- viii. Η Προστασία και Προτεραιότητα Ορισμένων Περιοχών και Κλάδων.
- ix. Η Βελτίωση της Σύνθεσης της Ιδιωτικής Κατανάλωσης.
- x. Η Βελτίωση του Μεγέθους και της Σύνθεσης του Πληθυσμού και άλλοι ανάλογης γενικότητας σκοποί.

Φορείς της Οικονομικής Πολιτικής, δηλαδή οι φορείς που αποφασίζουν γι' αυτήν και έχουν την ευθύνη της εφαρμογής της, είναι:

- i. Το Κοινοβούλιο, το οποίο εκπροσωπεί τις βουλήσεις και τους προσανατολισμούς του εκλογικού σώματος και κατ' επέκταση του λαού. Η

βούλησή επομένως του Κοινοβουλίου ενσωματώνει και τις τάσεις και επιδιώξεις του συνόλου με οικονομικό περιεχόμενο.

- ii. *Η Κυβέρνηση*, η οποία κατά την άσκηση της εκτελεστικής εξουσίας χαράζει και εφαρμόζει σε καθημερινή βάση την Οικονομική Πολιτική.
- iii. *Ο Διοικητικός Μηχανισμός*, δηλαδή η, με την ευρεία έννοια, Δημόσια Διοίκηση.
- iv. *Οι Ομάδες Πίεσης*, που είναι οργανωμένες ομάδες (εργατικές ενώσεις, σύνδεσμοι βιομηχάνων, αγροτικοί συνεταιρισμοί κλπ.) οι οποίες ανάλογα με τη δύναμη που διαθέτουν ασκούν αποφασιστική επιρροή στη χάραξη και εφαρμογή της Οικονομικής Πολιτικής.
- v. *Τα Πολιτικά Κόμματα*, δηλαδή οι πολιτικοί σχηματισμοί που με τις διάφορες κοινωνικοοικονομικές τοποθετήσεις τους και την ουσιαστική παρέμβασή τους στην καθημερινή πολιτική, διαδραματίζουν συχνά αποφασιστικό ρόλο στο γενικότερο οικονομικό σχεδιασμό (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

### **1.1.1 Οι βασικές κατηγορίες της Οικονομικής Πολιτικής**

Η Οικονομική Πολιτική απαρτίζεται από τις παρακάτω βασικές κατηγορίες:

- i. *Τη Δημοσιονομική Πολιτική*, η οποία ασκείται γενικά μέσα από το χειρισμό των Δημόσιων Δαπανών, των Δημόσιων Εσόδων και το Δημόσιο Δανεισμό από και προς το Εξωτερικό.
- ii. *Τη Νομισματική και Πιστωτική Πολιτική* που ασκείται γενικά μέσα από τον έλεγχο και τις μεταβολές της Προσφοράς Χρήματος και από τη ρύθμιση της γενικής ρευστότητας του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος.
- iii. *Την Πολιτική Τιμών και Εισοδημάτων* η οποία ασκείται κυρίως μέσα από τους άμεσους ή έμμεσους ελέγχους, αφενός επί των τιμών επιλεγμένων αγαθών και υπηρεσιών και αφετέρου επί των εισοδημάτων επιλεγμένων κατηγοριών των οικονομικών μονάδων.
- iv. *Τη Συναλλαγματική Πολιτική*, που ασκείται κυρίως μέσα από της παρεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας στις αγορές συναλλάγματος, για τη διατήρηση ή τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας και σπανιότερα μέσα από αιφνίδιες

αποφάσεις για ριζική και απότομη αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

## 1.2 Νομισματική Πολιτική

Η Νομισματική Πολιτική, που όπως προαναφέρθηκε αποτελεί τμήμα της Οικονομικής Πολιτικής, ορίζεται σαν «η πολιτική που χρησιμοποιεί τον έλεγχο της Κεντρικής Τράπεζας επί της προσφοράς χρήματος<sup>2</sup> ως όργανο επίτευξης των αντικειμενικών επιδιώξεων της γενικής οικονομικής πολιτικής» (Johnson 1962, όπ. αναφ. στο Παπαδόπουλος, 2002).

Ο πυρήνας των στόχων της Νομισματικής Πολιτικής, μπορεί να συνοψισθεί στο τρίπτυχο:

- Έλεγχος της προσφοράς χρήματος
- Έλεγχος των επιτοκίων
- Έλεγχος της διάθεσης και του μεγέθους των Πιστώσεων των Χρηματοπιστωτικών Μεσολαβητών (κυρίως των Εμπορικών Τραπεζών) και κατά συνέπεια της συνολικής ρευστότητας της οικονομίας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Η χάραξη της Νομισματικής Πολιτικής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη συμπεριφορά της συνάρτησης ζήτησης χρήματος και συγκεκριμένα από τη σταθερότητα που αυτή παρουσιάζει. Μια σταθερή συνάρτηση ζήτησης χρήματος εξασφαλίζει τη δυνατότητα να προβλεφθεί η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και κατά συνέπεια να ελεγχθεί η συνολική δαπάνη. Στην περίπτωση αυτή ο συνδυασμός ενός απλού νομισματικού κανόνα, π.χ. μια σταθερή αύξηση στην προσφορά από την κεντρική τράπεζα, οδηγεί στον έλεγχο του πληθωρισμού στην οικονομία ή, σε συνδυασμό με διακριτική πολιτική, μπορεί να επηρεάσει τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα τις πραγματικές μεταβλητές<sup>3</sup> στην οικονομία (Παπαδόπουλος, 2002).

---

<sup>2</sup> Με τον όρο χρήμα εννοείται κάθε αγαθό που έχει τη γενική αποδοχή του μέσου συναλλαγών και διακανονισμού χρεών (Παπαδόπουλος, 2002).

<sup>3</sup> Στις πραγματικές μεταβλητές περιλαμβάνονται το ΑΕΠ, η απασχόληση, οι πραγματικοί μισθοί και τα πραγματικά επιτόκια (Αλογοσκούφης, 2013)



Τις τελευταίες δεκαετίες η Νομισματική Πολιτική αποτελεί, τόσο στον ακαδημαϊκό χώρο όσο και στην πολιτική, τομέα έντονης διαφωνίας και διαφοράς απόψεων που ξεπερνά το επίπεδο της ακαδημαϊκής διαφωνίας και συχνά αναμειγνύεται με αντιπαλότητες πολιτικών ιδεολογιών (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

### **1.2.1 Κρίσιμα ζητήματα Σχεδιασμού και Εφαρμογής της Νομισματικής Πολιτικής**

Πέρα από τα επί μέρους εργαλεία και μέτρα Νομισματικής Πολιτικής, που κάθε κυβέρνηση έχει στη διάθεσή της, υπάρχει μια σειρά από αφητηριακά ερωτήματα που τίθενται γύρω από την άσκησή της. Η καταγραφή αυτών των ερωτημάτων προσδιορίζει το πλαίσιο μέσα στο οποίο κινείται, ή οφείλει να κινείται, η όποια Νομισματική Πολιτική για την επίτευξη των βασικών οικονομικών στόχων.

Τέτοια ερωτήματα είναι:

- Ποιος πρέπει να είναι ο βασικός στόχος της Νομισματικής Πολιτικής και πόση διάρκεια πρέπει να έχει;
- Πόσο και πως θα είναι αξιόπιστη και συνεπής η Νομισματική Πολιτική; Υπάρχει η αντικειμενική ή η υποκειμενική δυνατότητα να επηρεάσει το όποιο εργαλείο της, τα μακροοικονομικά μεγέθη στον επιθυμητό βαθμό;
- Η Νομισματική Πολιτική πρέπει να έχει αυτονομία ή πρέπει να συμβαδίζει με τις άλλες πολιτικές τη Δημοσιονομική ή τη Συναλλαγματική; Δηλαδή ποια πολιτική θα δίνει τον τόνο και το βηματισμό και γιατί;

Με την έλευση του 21<sup>ου</sup> αιώνα οι απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα εξακολουθούσαν να είναι διαφορετικές μεταξύ των δύο σχολών σκέψης, των Κεϋνσιανών<sup>4</sup> και των Μονεταριστών<sup>5</sup>, αλλά στην πρακτική εφαρμογή της οικονομικής

---

<sup>4</sup> John Maynard Keynes (1883-1946): Άγγλος οικονομολόγος και μαθηματικός. Δημιούργησε, με τα έργα του και τους οπαδούς του, τη λεγόμενη Κεϋνσιανή σχολή στην οικονομική επιστήμη. Μαζί με τον Milton Friedman, θεωρούνται δύο από τους πιο σημαντικούς οικονομολόγους του 20<sup>ου</sup> αιώνα (Πηγή: Βικιπαίδεια).

<sup>5</sup> Μονεταρισμός αποκαλείται η θεωρία σύμφωνα με την οποία η αύξηση της ποσότητας του χρήματος σε μια οικονομία, με κρατική παρέμβαση μέσω δημοσιονομικής ή νομισματικής πολιτικής, οδηγεί τελικά σε άνοδο των τιμών και αύξηση του πληθωρισμού. Κύριος εκπρόσωπος των μονεταριστών υπήρξε ο Milton Friedman (1912-2006), Αμερικανός οικονομολόγος ο οποίος βραβεύθηκε με το Βραβείο Νόμπελ Οικονομικών Επιστημών το 1976 (Πηγή: Βικιπαίδεια).

πολιτικής τόσο οι πολιτικοί φορείς όσο και το επιστημονικό προσωπικό τη Διοίκησης δε θεωρούσαν τις διαφορές αυτές αγεφύρωτες (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

### **1.2.2 Η Κεϋνσιανή και η Μονεταριστική προσέγγιση της Νομισματικής Πολιτικής**

Οι Κεϋνσιανοί πιστεύουν ότι ο κύριος ρόλος της οικονομικής πολιτικής παραμένει ο χειρισμός της Συνολικής Ζήτησης της οικονομίας, έτσι ώστε το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) να είναι «ΑΕΠ πλήρους ή σχεδόν πλήρους απασχόλησης». Θεωρούν ότι ο στόχος αυτός μπορεί να επιτυγχάνεται με το διπλό εργαλείο της Δημοσιονομικής και της Νομισματικής Πολιτικής, όπου η δεύτερη στηρίζει πλήρως την πρώτη. Σε περιόδους κινδύνου στασιμοπληθωρισμού<sup>6</sup>, η ισοτιμία Δημοσιονομικής και Νομισματικής Πολιτικής θα εξασφαλίζει ότι και οι δύο είναι όσο πρέπει περιοριστικές (μείωση δημοσίων δαπανών, αύξηση φορολογικών εσόδων, μείωση της προσφοράς Χρήματος) για να εξαλείψουν την όποια υπερβάλλουσα Συνολική Ζήτηση. Παράλληλα οι άλλες παρεμβάσεις του κράτους θα έχουν σαν μοναδικό σκοπό αποκλειστικά και μόνο τη μείωση της ανεργίας, μέσα από προγράμματα εκπαίδευσης εργαζομένων, προγράμματα επιδότησης των επιχειρήσεων για αύξηση θέσεων εργασίας κλπ.

Οι ακραίοι Μονεταριστές επιμένουν ότι ο κύριος ρόλος της οικονομίας εξαντλείται αποκλειστικά στη δημιουργία, συντήρηση και συνεχή βελτίωση του ευνοϊκού παραγωγικού κλίματος μέσα στην οικονομία. Το κλίμα αυτό θα διασφαλίζει την απρόσκοπτη επιχειρηματική και κυρίως νέα επενδυτική δράση. Μόνο με αυτό τον τρόπο μπορεί μια οικονομία να έχει μακρόχρονη αύξηση της παραγωγής και μόνο αυτή η αύξηση, με τη σειρά της, ταυτίζεται με τη διατήρηση και την αύξηση της απασχόλησης. Η επίτευξη αυτού του κλίματος προϋποθέτει το συνεχή ρόλο της Νομισματικής Πολιτικής ως θεματοφύλακα του χαμηλού πληθωρισμού (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

---

<sup>6</sup> Στασιμοπληθωρισμός αποκαλείται το οικονομικό φαινόμενο κατά το οποίο, για ένα δεδομένο χρονικό διάστημα παρατηρείται αύξηση των ποσοστών ανεργίας παράλληλα με την αύξηση του πληθωρισμού (Παπαηλίας, 2011).

### 1.2.3 Συνοπτική παρουσίαση των Μέσων της Νομισματικής Πολιτικής

Ανεξάρτητα από τη δοσολογία Μονεταρισμού και Κεϋνσιανισμού που μπορούν να περιέχουν οι παρεμβάσεις της Νομισματικής Πολιτικής τα υφιστάμενα μέσα για την εφαρμογή της από τις κεντρικές τράπεζες είναι αρκετά. Τα σημαντικότερα εξ' αυτών είναι:

- *Η Προσφυγή στην Ανοικτή Αγορά* η οποία συνίσταται στο χειρισμό, από μέρους της κεντρικής τράπεζας, των δυνατοτήτων που έχει ώστε να πραγματοποιεί μαζικές αγορές ή πωλήσεις Κρατικών Τίτλων – κυρίως Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου και Ομολόγων του Δημοσίου – στην Ανοικτή Αγορά Χρήματος. Ο σκοπός αυτών των αγοραπωλησιών είναι η επίδραση στην προσφορά χρήματος και στα επιτόκια.
- *Η Μεταβολή του Αναπροεξοφλητικού Επιτοκίου*, δηλαδή του επιτοκίου με το οποίο η κεντρική τράπεζα δανείζει τις εμπορικές τράπεζες ή προεξοφλεί κρατικούς τίτλους που αυτές τις προσκομίζουν. Όταν η κεντρική τράπεζα αυξάνει το Αναπροεξοφλητικό Επιτόκιο, στην ουσία «ακριβαίνει» τη ρευστότητα της οικονομίας και κατά συνέπεια μειώνει την Ποσότητα του Χρήματος. Όταν, αντίθετα, μειώνει το Αναπροεξοφλητικό Επιτόκιο, στην ουσία «φτηναίνει» τη ρευστότητα της οικονομίας και κατά συνέπεια αυξάνει τη συνολική Ποσότητα του Χρήματος.
- *Η Μεταβολή του Λόγου των Υποχρεωτικών Ελάχιστων Ρευστών Διαθεσίμων*. Ο Λόγος των Υποχρεωτικών Ελάχιστων Ρευστών Διαθεσίμων (R) αποτελεί το θεσμοθετημένο ελάχιστο ποσοστό του υπολοίπου των τραπεζικών καταθέσεων, που οφείλουν να διατηρούν σε ρευστή μορφή οι εμπορικές τράπεζες. Αύξηση του R συνεπάγεται υποχρέωση των εμπορικών τραπεζών να διατηρούν σε ρευστή μορφή μεγαλύτερο τμήμα των καταθέσεων των πελατών τους, άρα περιορισμό των δυνατοτήτων τους για πιστωτική επέκταση και επομένως περιορισμό της ρευστότητας και μείωση της ποσότητας του χρήματος. Στην περίπτωση μείωσης του R υπάρχουν τα αντίθετα αποτελέσματα που οδηγούν τελικά σε αύξηση της ρευστότητας και αύξηση της ποσότητας του χρήματος.
- *Άλλα Μέσα της Νομισματικής Πολιτικής*. Τα τρία βασικά μέσα της Νομισματικής Πολιτικής που προαναφέρθηκαν συνοδεύονται και από μια ποικιλία άλλων

μέσων που χρησιμοποιούνται ανάλογα με τη χώρα ή τη χρονική στιγμή.

Ενδεικτικά κάποια από αυτά τα μέτρα είναι:

- i. Η δέσμευση από την κεντρική τράπεζα, μέρους των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών για συγκεκριμένες δραστηριότητες.
- ii. Η δέσμευση από την κεντρική τράπεζα τμήματος των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών για την υποχρεωτική αγορά τίτλων του δημοσίου, κυρίως εντόκων γραμματίων και ομολόγων.
- iii. Η διαφοροποίηση των επιτοκίων και των άλλων όρων δανεισμού για συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας.
- iv. Η έγκριση, οι όροι και ο έλεγχος της έκδοσης βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων Ομολογιακών Τίτλων από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς ή ιδιωτικές επιχειρήσεις.
- v. Ο έλεγχος και ο καθορισμός όρων στις πωλήσεις με δόσεις, κυρίως των διαρκών καταναλωτικών αγαθών.

Υπάρχουν πολλά ακόμη μέσα ποσοτικά και ποιοτικά που έχει στη διάθεσή της κάθε κεντρική τράπεζα για την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής. Έχει όμως και ένα γενικό εργαλείο που ονομάζεται «Ηθική Πειθώ». Μέσω αυτού η κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να δημοσιοποιεί, είτε στο στενό κύκλο των Χρηματοπιστωτικών Μεσολαβητών, είτε στον ευρύτερο χώρο του αποταμιευτικού κοινού, τις προθέσεις, τις επιθυμίες και τις επιδιώξεις της ως προς τα βασικά νομισματικά μεγέθη. Διαμορφώνει κατ' αυτό τον τρόπο ένα «κλίμα» και οι οικονομικές μονάδες στην προσπάθειά τους να προσαρμοστούν σε αυτό ακολουθούν πρακτικές που ουσιαστικά έχουν υπαγορευθεί από την ίδια την κεντρική τράπεζα (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα - Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών - Ευρωσύστημα**

### **2.1 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα**

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) δημιουργήθηκε το Μάρτιο του 1979 από την τότε Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ), με απώτερη επιδίωξη τη νομισματική ενοποίηση των χωρών μελών της. Τα κύρια χαρακτηριστικά του ΕΝΣ, όπως αυτά θεσμοθετήθηκαν το 1979, ήταν:

- Η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Μονάδας - ENM (European Currency Unit - ECU). Η αξία της ENM υπολογίστηκε με βάση τη μέση στάθμιση των νομισμάτων των χωρών μελών της Κοινότητας και γι' αυτό το λόγο αποκαλείτο «σύνθετο νόμισμα» ή «καλάθι νομισμάτων» (composite currency, basket currency). Η ENM αποτελούσε μέσο πληρωμών μεταξύ των Κεντρικών Τραπεζών, αντιπροσώπευε μέρος των συναλλαγματικών διαθεσίμων μιας χώρας και χρησιμοποιείτο στις συναλλαγές διαφόρων ιδιωτικών επιχειρήσεων και οργανισμών λόγω της συναλλαγματικής της σταθερότητας σε σύγκριση με άλλα ξένα νομίσματα, κλπ. (Βάμβουκας, 2004).
- Η υιοθέτηση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ), δηλαδή ενός μηχανισμού ο οποίος μπορεί να συνδέει τα νομίσματα των κρατών μελών μεταξύ τους (Giddy, 1996). Σύμφωνα με τον ΜΣΙ, το νόμισμα μιας χώρας μπορεί να διακυμαίνεται, έναντι των νομισμάτων των άλλων χωρών, εντός του ορίου  $\pm 2,25\%$ . Σε ειδικές περιπτώσεις μπορούσε να οριστεί διαφορετικό όριο, όπως έγινε με τη στερλίνα, την ιταλική λιρέτα και την ισπανική πεσέτα, όπου το αρχικό εύρος διακύμανσης είχε οριστεί σε  $\pm 6\%$  (Βάμβουκας, 2004). Ο ΜΣΙ έχει και δύο άλλα χαρακτηριστικά. Το πρώτο είναι ότι οι επανευθυγραμμίσεις των νομισμάτων επιτρέπονται, αλλά θα πρέπει να συμφωνούν όλα τα μέλη του ΜΣΙ και το δεύτερο, ότι τα μέλη συμφωνούν να παρακολουθούν ένα συντελεστή απόκλισης. Όταν κάποιο νόμισμα καλύψει το 75% της επιτρεπόμενης, πριν την επανευθυγράμμιση, απόκλισης έναντι της ENM, η κυβέρνηση του νομίσματος αυτού πρέπει να λάβει μέτρα και να αλλάξει την πολιτική της, προκειμένου να

αντιστρέφει αυτή την τάση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματός της (Begg, Fischer & Dornbusch, 1998).

- Η αναβάθμιση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Νομισματικής Συνεργασίας (European Monetary Cooperation Fund), το οποίο είχε ιδρυθεί το 1973. Μέσα στις βασικές του λειτουργίες ήταν η χορήγηση βραχυπρόθεσμων δανείων στις χώρες της Κοινότητας για την κάλυψη αναγκών του ισοζυγίου πληρωμών (Βάμβουκας, 2004).

Πρωταρχική επιδίωξη του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος ήταν να οδηγηθεί η Ευρωπαϊκή Κοινότητα ομαλά στη φάση της νομισματικής ένωσης. Η επίτευξη αυτού του στόχου απαιτούσε ως προϋπόθεση την εκπλήρωση ορισμένων οικονομικών κριτηρίων, όπως περιορισμένο εύρος συναλλαγματικής διακύμανσης των εθνικών νομισμάτων, χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού, σύγκλιση των ονομαστικών επιτοκίων κλπ. Τον Αύγουστο του 1993 τα όρια διακύμανσης των νομισμάτων των χωρών – μελών ορίστηκαν σε  $\pm 15\%$ , εξαιτίας του έντονου κλυδωνισμού που υπέστη ο ΜΣΙ και που οφειλόταν στη νομισματική αναταραχή σε σχέση με την ύφεση που έπληξε την ΕΕ την περίοδο 1992-1993. Την περίοδο εκείνη αρκετοί αναλυτές υποστήριζαν ότι το ΕΝΣ έχει δυσοίωνες προοπτικές και σύντομα θα οδηγηθεί σε κατάρρευση (Βάμβουκας, 2004).

## **2.2 Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών - Ευρωσύστημα**

Την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999, έντεκα χώρες - μέλη της ΕΕ υιοθέτησαν ως κοινό νόμισμα το ευρώ. Το τολμηρό εγχείρημα της Ευρώπης με τη δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), που πριν από λίγα μόλις χρόνια πολλοί το θεωρούσαν ως ένα φανταστικό σενάριο, οδήγησε σε μία νομισματική ζώνη με πάνω από 300 εκατομμύρια καταναλωτές (Krugman & Obstfeld, 2011).

Η γέννηση του ευρώ οδήγησε στις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων όλων των χωρών της ΟΝΕ. Με την απόφασή τους όμως να έχουν ένα κοινό νόμισμα, οι χώρες της ΟΝΕ θυσίασαν τη δυνατότητα που είχαν να ελέγχουν τη νομισματική τους πολιτική, σε μεγαλύτερο βαθμό, από ότι απαιτεί ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Συμφώνησαν να καταργήσουν τα εθνικά τους

νομίσματα και να παραχωρήσουν τον έλεγχο της νομισματικής τους πολιτικής σε ένα κοινό Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) (Krugman & Obstfeld, 2011).

Τα κύρια οικονομικά χαρακτηριστικά της ΟΝΕ είναι, πέραν από το ευρώ, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και ο Συντονισμός των Οικονομικών Πολιτικών από το ECOFIN<sup>7</sup> (Βάμβουκας, 2004).

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ) όλων των χωρών μελών της Ε.Ε. (Δουγέκος, 2008) ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ, απαρτίζουν το Ευρωσύστημα (Δουγέκος, 2008). Με άλλα λόγια το Ευρωσύστημα περιγράφει το σχήμα και τον οργανωτικό τρόπο, μέσω των οποίων λειτουργεί εντός της «Ζώνης του Ευρώ» το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2004). Ο ίδιος ο όρος Ευρωσύστημα δεν εμφανίζεται στη Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, ούτε στο Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, που αναφέρονται στους στόχους και τα καθήκοντα τους. Ωστόσο, από τη στιγμή που υπάρχουν κράτη μέλη που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ, δεν εφαρμόζονται σε αυτά οι διατάξεις σχετικά με τους στόχους και τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ. Στο πλαίσιο αυτό, καθιερώθηκε η αναφορά στο Ευρωσύστημα, δηλαδή την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ενθαρρύνει επίσης τη χρήση του όρου αυτού (Gerdemesier, 2011).

Σήμερα την Ευρωπαϊκή Ένωση απαρτίζουν 28 χώρες ενώ η Ζώνη του Ευρώ περιλαμβάνει 18 χώρες: την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ιταλία, την Ισπανία, την Κύπρο, το Λουξεμβούργο, τη Μάλτα, την Ολλανδία, την Πορτογαλία, τη Σλοβακία, τη Σλοβενία, την Εσθονία, τη Φινλανδία και τη Λεττονία (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014a).

---

<sup>7</sup> Το ECOFIN (Economy/Finance) αποτελεί το Συμβούλιο Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και είναι υπεύθυνο για τις αποφάσεις και τα μέτρα της Οικονομικής Πολιτικής.

## THE EUROPEAN SYSTEM OF CENTRAL BANKS (ESCB)



ORGANISATION



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Το ΕΣΚΤ αποτελεί την κινητήρια δύναμη του Ευρωσυστήματος. Τα βασικά του καθήκοντα είναι η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος, η άσκηση της νομισματικής πολιτικής, η κατοχή και διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Ευρωζώνης και η ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών (Βάμβουκας, 2004).

Το Ευρωσύστημα είναι αρμόδιο για την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, με πρωταρχικό σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014b), όπως ορίζεται στο άρθρο 127, παράγραφος 1 της συνθήκης για τη λειτουργία της ΕΕ. Κατά την επιδίωξη των σκοπών του, το Ευρωσύστημα οφείλει να λειτουργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων και να στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΚΤ, 2011).

Οι βασικές λειτουργίες του Ευρωσυστήματος είναι:

- Η χάραξη και η εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη ζώνη του ευρώ.



- Η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος και η κατοχή και διατήρηση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των 18 κρατών μελών της ζώνης του ευρώ.
- Η έκδοση των τραπεζογραμματίων στη ζώνη του ευρώ.

Στο πλαίσιο αυτών των λειτουργιών το Ευρωσύστημα συλλέγει τις αναγκαίες στατιστικές πληροφορίες είτε από τις εθνικές κρατικές αρχές είτε από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς της Ευρωζώνης και παρακολουθεί τις εξελίξεις στον τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα προωθώντας την ομαλή ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ του ΕΣΚΤ και των ΕθνΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

Ο κύριος λόγος για τον οποίο το Ευρωσύστημα παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα, έγκειται στο γεγονός ότι εξαρτάται άμεσα από την ομαλή λειτουργία του Τραπεζικού Συστήματος, μέσω του οποίου μπορούν να υλοποιούνται οι αποφάσεις για τη Νομισματική Πολιτική. Τα πιστωτικά ιδρύματα (εμπορικές τράπεζες, ταμειυτήρια κλπ.) των χωρών της Ευρωζώνης λειτουργούν ως δίαυλοι τη Νομισματικής Πολιτικής της ΕΕ και γι' αυτό το λόγο η αποτελεσματικότητα και η σταθερότητα του τραπεζικού τομέα αποτελούν τους πιο σημαντικούς παράγοντες για την ορθή εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής μέσα στην Ευρωζώνη (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2004).

### **2.3 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα**

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ιδρύθηκε ως ένας εξειδικευμένος ανεξάρτητος οργανισμός, επιφορτισμένος με την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, η ΕΚΤ διαθέτει δική της νομική προσωπικότητα και δικά της όργανα λήψης αποφάσεων και εξουσίες. Η οργάνωσή της ως κεντρικής τράπεζας ανταποκρίνεται στην ειδική φύση της νομισματικής πολιτικής, δηλαδή σε μια λειτουργία δημόσιας πολιτικής που υλοποιείται κατά βάση με πράξεις χρηματοπιστωτικής αγοράς (Scheller, 2006).

Η ΕΚΤ διαθέτει νομική προσωπικότητα και έχει την ευρύτερη δυνατή νομική ικανότητα που αναγνωρίζεται σε νομικά πρόσωπα από το οικείο εθνικό δίκαιο του κάθε κράτους μέλους, σύμφωνα με το καταστατικό του ΕΣΚΤ. Επομένως, μπορεί να αποκτά ή να διαθέτει κινητή και ακίνητη περιουσία και να είναι διάδικος. Επιπλέον, η

ΕΚΤ απολαμβάνει τα αναγκαία προνόμια και τις ασυλίες, για την άσκηση των καθηκόντων της, σύμφωνα με τους όρους που καθορίζονται στο πρωτόκολλο περί των προνομίων και ασυλιών των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων της 8ης Απριλίου 1965. Ως νομικό πρόσωπο του δημόσιου διεθνούς δικαίου, η ΕΚΤ μπορεί, μεταξύ άλλων, να συνάπτει διεθνείς συμφωνίες επί θεμάτων που εμπίπτουν στο πεδίο των αρμοδιοτήτων της και να συμμετέχει στις εργασίες διεθνών οργανισμών, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (ΤΔΔ) ή ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) (Scheller, 2006).

Παρ' όλο που σύμφωνα με τη Συνθήκη ΕΚ εκτελεί λειτουργίες πολιτικής, η ΕΚΤ δεν αποτελεί κοινοτικό όργανο με την κυριολεκτική έννοια του όρου. Η ΕΚΤ δεν αναφέρεται στο άρθρο 7 της Συνθήκης ΕΚ, το οποίο καθορίζει τα πέντε κοινοτικά όργανα, που είναι το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το Δικαστήριο και το Ελεγκτικό Συνέδριο. Αυτά τα όργανα είναι επιφορτισμένα με την ευρεία εντολή να εκτελούν τα καθήκοντα της Κοινότητας, εντός των ορίων των αρμοδιοτήτων που τους έχουν ανατεθεί με τη Συνθήκη.

Αντιθέτως, η νομική βάση του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ προβλέπεται σε ξεχωριστό άρθρο (άρθρο 8 της Συνθήκης), το οποίο στηρίζει το ειδικό καθεστώς της ΕΚΤ εντός του συνολικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, τη διαχωρίζει από τα άλλα θεσμικά όργανα και τους επικουρικούς οργανισμούς τους και περιορίζει τις δραστηριότητές της σε ένα σαφώς καθορισμένο, ειδικό καθήκον.

Ως οργανισμός που ιδρύθηκε με τη Συνθήκη ΕΚ, η ΕΚΤ απολαύει πραγματικών εξουσιών. Οι εν λόγω εξουσίες δεν έχουν ανατεθεί στην ΕΚΤ από τα κοινοτικά όργανα. Πρόκειται για πραγματικές εξουσίες που ανατίθενται στην ΕΚΤ με τη Συνθήκη ΕΚ. Αυτό το χαρακτηριστικό διακρίνει την ΕΚΤ από τους διάφορους αποκεντρωμένους οργανισμούς της Κοινότητας που διαθέτουν δική τους νομική προσωπικότητα (Scheller, 2006).

Κατ' αυτό τον τρόπο η ΕΚΤ αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο και το συντονιστή ολόκληρης της δραστηριότητας του Ευρωσυστήματος. Έχει την αποκλειστική αρμοδιότητα για το σχεδιασμό, τις οριστικές αποφάσεις και την εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΕ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

Η Νομισματική Πολιτική της ΕΚΤ καθώς και το θεωρητικό υπόβαθρο και η πρακτική εφαρμογή της, περιγράφονται λεπτομερώς στο βιβλίο *“The monetary policy of the ECB”*, που δημοσιεύτηκε από την ΕΚΤ τον Ιανουάριο του 2004 (Scheller, 2006).

Η Νομισματική Πολιτική, δηλαδή η πολιτική καθορισμού των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, ασκείται από το Διοικητικό Συμβούλιο<sup>8</sup> της ΕΚΤ, το οποίο λαμβάνει τις αποφάσεις συνήθως στην πρώτη συνεδρίαση του κάθε μήνα, με γνώμονα την επίτευξη του πρωταρχικού στόχου και οι αποφάσεις αυτές κοινοποιούνται μέσα από συνέντευξη Τύπου του Προέδρου της ΕΚΤ (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014b).

Οι χώρες που συμμετέχουν στην ΟΝΕ δεσμεύονται επίσης και από την εφαρμογή του Συμφώνου Ανάπτυξης και Σταθερότητας (ΣΑΣ). Ενώ η υιοθέτηση της νομισματικής πολιτικής είναι ενιαία για όλες τις χώρες της Ευρωζώνης, η δημοσιονομική πολιτική ασκείται ανεξάρτητα από τις κυβερνήσεις των χωρών – μελών της. Το ΣΑΣ είναι δεσμευτικό για τις χώρες της Ευρωζώνης καθώς προσδιορίζει τα όρια του κρατικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους. Στο πλαίσιο του ΣΑΣ οι χώρες της ΟΝΕ υποχρεούνται να συντάσσουν μεσοπρόθεσμα προγράμματα δημοσιονομικής σύγκλισης. Τα προγράμματα αυτά πρέπει να πιστοποιούν την επίτευξη του στόχου της δημοσιονομικής πειθαρχίας και ο έλεγχός τους γίνεται από το ECOFIN (Βάμβουκας, 2004).

Οι ΕθνΚΤ των κρατών μελών που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ, δε συμμετέχουν στη λήψη αποφάσεων που αφορούν στην ενιαία νομισματική πολιτική για τη Ζώνη του Ευρώ. Εξακολουθούν να χρησιμοποιούν το δικό τους νόμισμα και να ασκούν τη δική τους νομισματική πολιτική (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Για τις χώρες αυτές τα περιθώρια συναλλαγματικών διακυμάνσεων έναντι του ευρώ είναι καθορισμένα από ένα αναθεωρημένο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ 2) και έχουν μεγάλο εύρος ( $\pm 15\%$ ). Ο ΜΣΙ 2 προσδιορίζει και το πλαίσιο των αμοιβαίων παρεμβάσεων για τη στήριξη αυτών των περιθωρίων (Krugman & Obstfeld, 2011). Ένας από τους λόγους που ο ΜΣΙ 2 θεωρήθηκε αναγκαίος ήταν για να αποθαρρυνθούν ανταγωνιστικές υποτιμήσεις έναντι του ευρώ από μέλη της ΕΕ που βρίσκονται εκτός της Ευρωζώνης (Krugman & Obstfeld, 2011).

---

<sup>8</sup> Το Δ.Σ. της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας απαρτίζεται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής (6 μέλη που διορίζονται για 8 χρόνια από τους ηγέτες των χωρών της ευρωζώνης) και από τους διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών των χωρών της Ευρωζώνης.

Οι ΕθνΚΤ που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ έχουν την υποχρέωση να συμμετέχουν στο Κεφάλαιο της ΕΚΤ, ενώ οι ΕθνΚΤ που βρίσκονται εκτός της ζώνης του ευρώ οφείλουν να συνεισφέρουν μόνο για την κάλυψη των λειτουργικών εξόδων της ΕΚΤ και κατά συνέπεια δε δικαιούνται μερίδιο από τα διανεμητέα κέρδη της, ούτε υποχρεούνται να καλύψουν τυχόν ζημιές της (Δουγέκος, 2008).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Στόχοι της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ**

### **3.1 Η Σταθερότητα των Τιμών**

Ο πρωταρχικός στόχος του Ευρωσυστήματος και της Ενιαίας Νομισματικής Πολιτικής, για την οποία είναι υπεύθυνο, είναι η Σταθερότητα των Τιμών. Ο στόχος αυτός είναι θεσμικά κατοχυρωμένος από το άρθρο 127 της Συνθήκης για τη λειτουργία της ΕΕ (ECB, 2014a), και αποτελεί τη βασική διάταξη στο κεφάλαιο της Συνθήκης για τη λειτουργία της ΕΕ, το οποίο αφορά τη Νομισματική Πολιτική (ΕΚΤ, 2013).

Επίσης η Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης ορίζει την ιεράρχηση των στόχων του Ευρωσυστήματος, καθιστώντας σαφές ότι η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών αποτελεί τη σημαντικότερη συμβολή της Νομισματικής Πολιτικής για την επίτευξη ευνοϊκού οικονομικού περιβάλλοντος και απασχόληση σε υψηλό επίπεδο (ECB, 2014a). Πράγματι, μεγάλο πλήθος οικονομικών μελετών και δεκαετίες πρακτικής εμπειρίας, υποδεικνύουν ότι η Νομισματική Πολιτική μπορεί να συνεισφέρει τα μέγιστα στη βελτίωση των οικονομικών προοπτικών και την άνοδο του βιοτικού επιπέδου των πολιτών, μέσα από τη διαρκή διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών (Scheller, 2006).

Επομένως, η διατήρηση σταθερών τιμών είναι ο μοναδικός εφικτός στόχος της ενιαίας Νομισματικής Πολιτικής μεσοπρόθεσμα. Αντιθέτως, πέραν της θετικής επίδρασης ως προς τη Σταθερότητα των Τιμών, η Νομισματική Πολιτική δεν μπορεί να ασκήσει διαρκή επίδραση στις πραγματικές μεταβλητές (ΕΚΤ, 2013).

### **3.2 Μια ποσοτική προσέγγιση της Σταθερότητας των Τιμών**

Ως γενικό κείμενο αρχών και στόχων, η Συνθήκη για τη Λειτουργία της ΕΕ απλώς ορίζει τη Σταθερότητα των Τιμών ως γενικό και μοναδικό, ουσιαστικά, στόχο της ΕΕ. Η εξειδίκευση του τι συγκεκριμένο ποσοτικό περιεχόμενο έχει ο στόχος αυτός αφέθηκε στην ίδια την ΕΚΤ, η οποία με απόφαση του Δ.Σ. της στις 13 Οκτωβρίου 1998 ανακοίνωσε έναν ποσοτικό ορισμό της Σταθερότητας των Τιμών (Ιορδανίδης, 2012).

Τρεις ήταν οι βασικοί λόγοι για την επιλογή μιας ποσοτικής προσέγγισης:

α) Ο ορισμός προσδίδει στη Νομισματική Πολιτική μεγαλύτερη διαφάνεια.

β) Ένας ποσοτικός ορισμός παρέχει ένα σημείο αναφοράς βάσει του οποίου οι πολίτες μπορούν να ελέγχουν την ΕΚΤ για τις πράξεις της. Καθώς είναι εύκολο να εντοπιστούν οι αποκλίσεις της εξέλιξης των τιμών από τη Σταθερότητα των Τιμών, η ΕΚΤ πρέπει να λογοδοτεί για τις συνεχιζόμενες αποκλίσεις από τον ορισμό και να εξηγεί με ποιον τρόπο θα αποκατασταθεί η Σταθερότητα των Τιμών μέσα σε εύλογο χρονικό διάστημα.

γ) Σκοπός του ορισμού είναι να καθοδηγεί τις προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών, ενισχύοντας έτσι την αξιοπιστία και την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Η κυρίαρχη δέσμευση της ΕΚΤ στη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών παρέχει στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στο ευρύ κοινό βάσιμους λόγους να αναμένουν ότι ο μεσοπρόθεσμος πληθωρισμός θα βρίσκεται εντός ορίων που κρίνονται συμβατά με τη Σταθερότητα των Τιμών. Η σταθεροποίηση με αυτό τον τρόπο των πιο μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό επιτρέπει στις επιχειρήσεις, τις συνδικαλιστικές ενώσεις και τους μεμονωμένους φορείς που εμπλέκονται στη διαδικασία καθορισμού των μισθών και των τιμών, να αποφεύγουν να υπολογίζουν στις αποφάσεις τους υψηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού, κάτι που με τη σειρά του θα δυσχέραινε τη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών (Scheller, 2006).

### **3.3 Ο ορισμός της Σταθερότητας των Τιμών**

Τον Οκτώβριο του 1998, όπως προαναφέρθηκε, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας όρισε ότι *Σταθερότητα των Τιμών θεωρείται η από έτος σε έτος αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή*<sup>9</sup> (*Harmonized*

---

<sup>9</sup> Ο ορισμός προσδιορίζει έναν συγκεκριμένο δείκτη τιμών – δηλαδή τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη Ζώνη του Ευρώ – ο οποίος χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της επίτευξης της Σταθερότητας των Τιμών. Η χρήση ενός ευρέως δείκτη τιμών, καθιστά σαφή τη δέσμευση της ΕΚΤ για πλήρη και αποτελεσματική προστασία έναντι της μείωσης της αγοραστικής δύναμης του χρήματος. Ο ΕνΔΤΚ, τον οποίο δημοσιεύει η Στατιστική Υπηρεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Eurostat), είναι ο βασικός δείκτης που μετρά την εξέλιξη των τιμών και έχει εναρμονιστεί σε όλες τις χώρες της Ευρωζώνης με σκοπό να επιτρέπει τη

*Index of Consumer Prices H.I.C.P*) μέσα στη Ζώνη του Ευρώ, σε ποσοστό μικρότερο του 2% (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Το Διοικητικό Συμβούλιο αναγνώρισε μάλιστα ότι τα οποιαδήποτε μέσα της Νομισματικής Πολιτικής επηρεάζουν το γενικό επίπεδο των τιμών με σημαντική χρονική υστέρηση και μάλιστα με σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας ως προς τις σκοπούμενες αντιδράσεις, άρα δε μπορεί να χρησιμοποιείται η Νομισματική Πολιτική για την ακριβή ρύθμιση (*fine tuning*) των εξελίξεων στο επίπεδο τιμών (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2004). Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στις 8 Μαΐου 2003 (Ιορδανίδης, 2012) αφού επιβεβαίωσε αυτό τον ορισμό έπειτα από αναλυτική αξιολόγηση της Στρατηγικής Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ (Scheller, 2006), πρόσθεσε - στον παραπάνω ορισμό - ότι «η Σταθερότητα των Τιμών, ως στόχος, πρέπει να επιδιώκεται σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα και όχι σε βραχυπρόθεσμο λίγων εβδομάδων ή μηνών και η διατήρηση του πληθωρισμού να παραμένει κάτω, αλλά πλησίον του 2%» (ECB, 2014b). Θέτοντας επομένως τον ποσοτικό στόχο «πληθωρισμός  $\leq$  2% ετησίως» η ΕΚΤ αναγνωρίζει πως καμιά Νομισματική Πολιτική, όσο αντιπληθωριστική και να είναι, δε μπορεί να αποφύγει βραχυχρόνιες αναταράξεις στο επίπεδο των τιμών μεγαλύτερες του 2% (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2004). Η αναφορά στον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ δείχνει δύο στοιχεία: πρώτον, ότι ο στόχος της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι η σταθερότητα των τιμών στη Ζώνη του Ευρώ ως σύνολο και, δεύτερον, ότι αντικατοπτρίζει το σύνηθες ενδιαφέρον του κοινού για τις τιμές καταναλωτή (Sheller, 2006).

Η υιοθέτηση του μεσοπρόθεσμου ποσοτικού στόχου του 2% συνεπάγεται όχι μόνο τη σαφή αυτοδέσμευση και τη σηματοδότηση των διαθέσεων της ΕΚΤ απέναντι σε όλες τις οικονομικές μονάδες της Ευρωζώνης, αλλά ταυτόχρονα και την από μέρους της αποδοχή, ότι η γνωστή αντίληψη περί μηδενικού πληθωρισμού είναι και ανέφικτη και μη επιθυμητή, υπο την έννοια ότι μια ομαλά αναπτυξιακή πορεία στην Ευρωζώνη οφείλει να αποδέχεται την αναπτυξιακά προωθητική επίδραση μιας μικρής αύξησης των τιμών, μικρότερης για παράδειγμα του 1,5% ή 1% (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

---

μέτρηση, με τη μεγαλύτερη δυνατή προσέγγιση, των μεταβολών που σημειώνονται με την πάροδο του χρόνου στην τιμή ενός αντιπροσωπευτικού καλαθιού καταναλωτικών αγαθών στη Ζώνη του Ευρώ .

Για το λόγο αυτό προστέθηκε και ο όρος «πλησίον» προκειμένου να δημιουργηθεί ένα περιθώριο ασφαλείας πάνω από το μηδενικό πληθωρισμό με σκοπό την προστασία από κινδύνους μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών (αποπληθωρισμός) (Ιορδανίδης, 2012).

Αξίζει να σημειωθεί ότι είναι σημαντικό να αποφεύγεται ο αποπληθωρισμός επειδή ενέχει για την οικονομία παρόμοιο κόστος όπως ο πληθωρισμός. Επιπλέον, από τη στιγμή που θα εμφανιστεί, ενδέχεται να εδραιωθεί, αφού τα ονομαστικά επιτόκια δεν μπορούν να μειθούν κάτω από το μηδέν. Προκειμένου να υπολογιστεί το περιθώριο ασφαλείας, η ΕΚΤ έλαβε υπόψη μελέτες οι οποίες προσπάθησαν, έχοντας ως στόχο διάφορα επίπεδα πληθωρισμού, να αξιολογήσουν την πιθανότητα τα ονομαστικά επιτόκια να αγγίξουν το κατώτερο μηδενικό όριο. Τα αποτελέσματα στον τομέα αυτό διαφέρουν έως ένα βαθμό, επειδή εξαρτώνται από διάφορες συγκεκριμένες υποθέσεις. Όμως, σύμφωνα με τις διαθέσιμες μελέτες, οι πιθανότητες μειώνονται δραματικά όταν η κεντρική τράπεζα στοχεύει σε ρυθμό πληθωρισμού άνω του 1% (Sheller, 2006).

### **3.4 Τα οφέλη της Σταθερότητας των Τιμών**

Ο στόχος της σταθερότητας των τιμών αφορά το γενικό επίπεδο των τιμών της οικονομίας και υποδηλώνει την αποφυγή παρατεταμένου πληθωρισμού και αποπληθωρισμού, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως. Σύμφωνα με το σκεπτικό των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συμφώνησαν στο στόχο αυτό, η Σταθερότητα των Τιμών συμβάλλει με πολλούς τρόπους στην επίτευξη υψηλού επιπέδου οικονομικής δραστηριότητας και απασχόλησης (ECB, 2004), επειδή:

i) Επιτρέπει τόσο στους καταναλωτές όσο και στις επιχειρήσεις να παίρνουν τις αποφάσεις τους λειτουργώντας σε ένα περιβάλλον σταθερότητας, πληροφόρησης και διαφάνειας των σχετικών τιμών. Επομένως επιτρέπει στις δυνάμεις της αγοράς να κατανέμουν τους παραγωγικούς πόρους κατά τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο και τελικά επιτρέπει την αύξηση και την επέκταση των παραγωγικών δυνατοτήτων της οικονομίας της ΕΕ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).



ii) Αποτρέπει την πληθωριστική αύξηση του λεγόμενου “risk premium” στα πραγματικά επιτόκια της οικονομίας, αφού όσοι διακρατούν τίτλους για μεγάλα χρονικά διαστήματα δεν έχουν την ανάγκη να ζητούν περεταίρω αυξημένα επιτόκια ως αντιστάθμιση στον κίνδυνο μείωσης της πραγματικής αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων από το πληθωριστικό ροκάνισμα (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Με αυτό τον τρόπο η Νομισματική Πολιτική μπορεί να συμβάλλει στην αποτελεσματική κατανομή πόρων από την κεφαλαιαγορά και έτσι αυξάνει τα κίνητρα για επενδύσεις (ECB, 2004). Αυτό με τη σειρά του προωθεί τη δημιουργία θέσεων εργασίας και γενικότερα ενισχύει την οικονομική ευημερία (Gerdesmeier, 2011).

iii) Η αξιόπιστη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μειώνει επίσης την πιθανότητα ιδιώτες και επιχειρήσεις να κατευθύνουν πόρους από παραγωγικές δραστηριότητες σε δραστηριότητες αντιστάθμισης του πληθωρισμού. Για παράδειγμα, σε ένα περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού είναι εύλογο να παρατηρείται συσσώρευση αποθεμάτων πραγματικών αγαθών, εφόσον υπό αυτές τις συνθήκες διατηρούν καλύτερα την αξία τους από ότι το χρήμα ή ορισμένα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Όμως, η συσσώρευση αποθεμάτων αγαθών δεν αποτελεί αποδοτική επενδυτική απόφαση και συνεπώς παρακωλύει την οικονομική ανάπτυξη (ECB, 2004 ; Scheller, 2006).

iv) Τα φορολογικά συστήματα και τα συστήματα κοινωνικής πρόνοιας μπορούν να δημιουργήσουν μη φυσιολογικά κίνητρα που στρεβλώνουν την οικονομική συμπεριφορά. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι στρεβλώσεις αυτές οξύνονται από τον πληθωρισμό ή τον αποπληθωρισμό καθώς τα φορολογικά συστήματα συνήθως δεν επιτρέπουν την τιμαριθμοποίηση των φορολογικών συντελεστών και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης. Για παράδειγμα, οι μισθολογικές αυξήσεις που αποσκοπούν στην αποζημίωση των εργαζομένων για ενδεχόμενη άνοδο του πληθωρισμού, θα μπορούσαν να έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση του φορολογικού συντελεστή των εργαζομένων. Υπάρχει κατ’ αυτό τον τρόπο μια αυτόματη προοδευτικότητα του φορολογικού συστήματος. Η Σταθερότητα των Τιμών μειώνει τις στρεβλωτικές επιδράσεις που συνδέονται με τον αντίκτυπο της εξέλιξης του πληθωρισμού ή αποπληθωρισμού στα συστήματα φορολογίας και κοινωνικής ασφάλισης (Gerdesmeier, 2011).

ν) Ο πληθωρισμός μπορεί να ερμηνευθεί ως ένας κρυφός φόρος στη διακράτηση μετρητών. Όταν αυξάνεται το επίπεδο των τιμών, οι άνθρωποι που κατέχουν μετρητά βλέπουν να μειώνεται η πραγματική ποσότητα των χρημάτων τους και, κατ' επέκταση, ο πραγματικός χρηματικός πλούτος τους, σαν να έχαναν ένα μέρος των χρημάτων τους λόγω της φορολογίας. Έτσι, όσο υψηλότερος είναι ο προσδοκώμενος ρυθμός πληθωρισμού και, κατ' επέκταση, όσο υψηλότερα είναι τα ονομαστικά επιτόκια, τόσο χαμηλότερη είναι η ζήτηση των νοικοκυριών για μετρητά. Αυτό συμβαίνει ακόμη και όταν δεν υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με τον πληθωρισμό, δηλαδή όταν ο πληθωρισμός είναι απόλυτα αναμενόμενος. Εξαιτίας αυτού, οι άνθρωποι αναγκάζονται να επισκέπτονται συχνότερα τις τράπεζες για ανάληψη χρημάτων όταν έχουν στην κατοχή τους μικρότερη ποσότητα μετρητών. Ο πρόσθετος κόπος και το κόστος που συνεπάγεται το γεγονός αυτό, συχνά περιγράφονται μεταφορικά ως το «κόστος φθοράς» του πληθωρισμού. Γενικότερα, η μείωση της διακράτησης μετρητών θεωρείται ότι αυξάνει το κόστος συναλλαγών (Gerdesmeier, 2011).

νι) Αποτρέπει τη συχνή και πολλές φορές βίαιη αναδιανομή του πλούτου και των εισοδημάτων μεταξύ κοινωνικών ή και οικονομικών ομάδων, που διακρατούν ή όχι περιουσιακά στοιχεία υπο μορφή τίτλων ή άλλων υλικών αγαθών (ακίνητα, ρευστά διαθέσιμα κλπ.) (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004) και η οποία προκύπτει τόσο σε ένα πληθωριστικό όσο και σε ένα αποπληθωριστικό περιβάλλον (ECB, 2004). Αυτό ισχύει ειδικά όταν οι μεταβολές του επιπέδου των τιμών είναι δύσκολο να προβλεφθούν και αφορά περισσότερο τις κοινωνικές ομάδες που δυσκολεύονται να προστατεύσουν τις ονομαστικές απαιτήσεις τους από τον πληθωρισμό. Κατά κανόνα, οι φτωχότερες κοινωνικές ομάδες πλήττονται περισσότερο από τον πληθωρισμό ή τον αποπληθωρισμό, καθώς διαθέτουν περιορισμένες δυνατότητες αντιστάθμισης του κινδύνου. Ως εκ τούτου, οι σταθερές τιμές συμβάλλουν στη διατήρηση της κοινωνικής συνοχής και σταθερότητας (Gerdesmeier, 2011).

νii) Ενισχύει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι ξαφνικές αναπροσαρμογές της αξίας των περιουσιακών στοιχείων εξαιτίας απροσδόκητων μεταβολών του πληθωρισμού μπορούν να υπονομεύσουν την ευρωστία της οικονομικής κατάστασης των τραπεζών. Για παράδειγμα, αν μια τράπεζα χορηγεί μακροπρόθεσμα δάνεια με σταθερό επιτόκιο, τα οποία χρηματοδοτούνται από βραχυπρόθεσμες προθεσμιακές

καταθέσεις, σε μια απροσδόκητη άνοδο του πληθωρισμού θα έχει μείωση της πραγματικής αξίας των περιουσιακών της στοιχείων. Επομένως, η τράπεζα ενδέχεται να αντιμετωπίσει προβλήματα φερεγγυότητας, τα οποία μπορεί να προκαλέσουν αρνητικές αλυσιδωτές αντιδράσεις. Όταν η Νομισματική Πολιτική διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών, αποφεύγονται οι πληθωριστικές και αποπληθωριστικές διαταραχές της πραγματικής αξίας των ονομαστικών περιουσιακών στοιχείων και, επομένως, ενισχύεται η χρηματοπιστωτική σταθερότητα (Gerdesmeier, 2011).

Σίγουρα υπάρχουν πολλά ακόμα πλεονεκτήματα που αποφέρει η Σταθερότητα των Τιμών σε μια κοινωνία. Αυτό όμως που πρέπει να επισημανθεί είναι πως η Σταθερότητα των Τιμών συμβάλλει στην επίτευξη των γενικότερων οικονομικών στόχων, όπως υψηλότερο βιοτικό επίπεδο, υψηλότερο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας και φυσικά αύξηση των θέσεων εργασίας (Δουγέκος, 2008) και επομένως συμβάλλει στην Κοινωνική και Οικονομική Συνοχή που αποτελεί διακηρυγμένο και κυρίαρχο στόχο της γενικότερης Οικονομικής Πολιτικής της ΕΕ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Αρκετές φορές στη διάρκεια του 20ού αιώνα έχει διαπιστωθεί ότι οι υψηλοί ρυθμοί πληθωρισμού ή αποπληθωρισμού τείνουν να προκαλούν κοινωνική και πολιτική αστάθεια (ΕΚΤ, 2013).

Από τις διατάξεις της Συνθήκης συνεπάγεται επίσης ότι, κατά την πρακτική εφαρμογή των αποφάσεων Νομισματικής Πολιτικής, με στόχο τη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών, το Ευρωσύστημα θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του και τους γενικότερους οικονομικούς στόχους της Ένωσης. Ειδικότερα, δεδομένου ότι η Νομισματική Πολιτική μπορεί να επηρεάσει την πραγματική οικονομική δραστηριότητα βραχυπρόθεσμα, η ΕΚΤ θα πρέπει να αποφεύγει να προκαλεί υπερβολικές διακυμάνσεις της παραγωγής και της απασχόλησης, εάν αυτό συνάδει με την επιδίωξη του πρωταρχικού στόχου της (ECB, 2014a).

## ***ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας***

## **4.1 Ο ρόλος της Στρατηγικής Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας**

Ο συγκεκριμένος τρόπος με τον οποίο η ΕΚΤ προσπαθεί να επιτύχει τον πρωταρχικό της στόχο, τη διατήρηση δηλαδή της Σταθερότητας των Τιμών, αποτυπώνεται σε αυτό που αποκαλείται Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής (ΕΚΤ, 2002).

Η στρατηγική αυτή πρέπει να εκπληρώνει δύο σημαντικά καθήκοντα. Πρώτον, επιβάλλοντας μια σαφή διάρθρωση στην ίδια τη διαδικασία χάραξης πολιτικής, η στρατηγική διασφαλίζει ότι το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας έχει στη διάθεσή του τις απαραίτητες πληροφορίες και αναλύσεις που απαιτούνται για τη λήψη τέτοιων αποφάσεων (εσωτερική διάσταση). Δεύτερον, αποτελεί μέσο για την εξήγηση των αποφάσεων Νομισματικής Πολιτικής στο κοινό (εξωτερική διάσταση). Συνεισφέροντας στην αποτελεσματικότητα της Νομισματικής Πολιτικής και σηματοδοτώντας τη δέσμευση της κεντρικής τράπεζας στη σταθερότητα των τιμών, η στρατηγική συμβάλλει στην αξιοπιστία της ΕΚΤ στις χρηματοπιστωτικές αγορές (ΕΚΤ, 2013).

Το Δ.Σ. της ΕΚΤ, έχοντας πάντα ως στόχο τη Σταθερότητα των Τιμών, αποφάσισε ότι η στρατηγική της θα στηρίζεται σε δύο θεμελιώδη στοιχεία (Δουγέκος, 2008). Το πρώτο ήταν μια θεωρητική και αρκούντως θεμελιωμένη, εμπειρικά, παραδοχή για τον πρωταγωνιστικό ρόλο του χρήματος μέσα στην οικονομία, όχι μόνο της ΕΕ αλλά και κάθε αναπτυγμένης χώρας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004) και το δεύτερο, η αξιολόγηση σχετικά με τους κινδύνους που θα επηρέαζαν τη Σταθερότητα των Τιμών, η οποία θα γινόταν μέσα από ένα ευρύ φάσμα από οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές, ως δείκτες μελλοντικής εξέλιξης των τιμών μέσα στην Ευρωζώνη (Δουγέκος, 2008)

Τα πιο πάνω στοιχεία, δηλαδή η Νομισματική και η Οικονομική Ανάλυση, θεωρούνται από την ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα τόσο σημαντικά, ώστε να χαρακτηρίζονται σταθεσικά κείμενα της ΕΕ ως Πυλώνες (Pillars) πάνω στους οποίους βασίζονται ο κεντρικός στόχος που είναι η Σταθερότητα των Τιμών και η Νομισματική Πολιτική που

εφαρμόζεται προκειμένου αυτός ο στόχος να επιτευχθεί (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

## **4.2 Η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων**

Η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων σημαίνει ότι η ΕΚΤ χρειάζεται να αναλύει σε βάθος τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις για να διασφαλίσει ότι δεν παραβλέπεται καμία συναφής πληροφορία (ΕΚΤ, 2013).

### **4.2.1 Η Νομισματική Ανάλυση**

Η Νομισματική Ανάλυση επικεντρώνεται σε έναν μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, εκμεταλλευόμενη τη μακροχρόνια σχέση μεταξύ χρήματος και τιμών (ΕΚΤ, 2013).

Η ΕΚΤ είναι πολύ σαφής ως προς τη μονεταριστική αφετηρία της θέσης της για τον πρωταγωνιστικό ρόλο του χρήματος μέσα στην οικονομία. Πράγματι το  $M_3$ <sup>10</sup> ως η προσφορά χρήματος με τον ευρύ ορισμό της, επηρεάζει το επίπεδο τιμών και τη νομισματική σταθερότητα που επιδιώκει η ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Ο μεσομακροπρόθεσμος χαρακτήρας της νομισματικής προοπτικής υποδηλώνει επίσης ότι δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων νομισματικών εξελίξεων και των αποφάσεων Νομισματικής Πολιτικής.

Μια τέτοια ανάλυση συμβάλλει στη βαθύτερη κατανόηση της συμπεριφοράς του  $M_3$ , ενώ δίνει και μια ευρύτερη εικόνα των συνθηκών ρευστότητας στην οικονομία και των συνεπειών τους όσον αφορά τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών.

Τέλος, η ανάλυση του χρήματος και των χορηγήσεων μπορεί, υπό ορισμένες συνθήκες, να παρέχει έγκαιρη πληροφόρηση για επικείμενη χρηματοπιστωτική αστάθεια. Οι πληροφορίες αυτές έχουν σημασία για τη Νομισματική Πολιτική, επειδή

---

<sup>10</sup> Το  $M_1$  (Στενός Ορισμός) ορίζεται ως το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία και των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας. Το  $M_2$  (Ενδιάμεσος Ορισμός) περιλαμβάνει το  $M_1$ , τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο ετών και τις καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών. Το  $M_3$  (Ευρύς Ορισμός) περιλαμβάνει το  $M_2$ , τις συμφωνίες επαναγοράς (repos), τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τα χρεόγραφα διάρκειας έως και δύο ετών (Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Εκπαιδευτικό υλικό, Νομισματική Πολιτική, 2013).

η εμφάνιση χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών ή η υπερβολική αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε να λειτουργήσει αποσταθεροποιητικά για την οικονομική δραστηριότητα και, σε τελική ανάλυση, για τις τιμές μεσοπρόθεσμα (ΤτΕ, 2013).

Ορθά λοιπόν η ΕΚΤ χρησιμοποιεί το  $M_3$  ως μέσο άντλησης πληροφοριών για την πορεία του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα. Εξάλλου έχει αποδειχθεί ότι πολλές υφέσεις ή άνοδοι στην οικονομία είναι συνέπεια της ποσότητας των κεφαλαίων που βρίσκονται στη διάθεση των επενδυτών και ιδίως των πιστώσεων που είναι διαθέσιμες (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

#### **4.2.2 Οικονομική Ανάλυση**

Ενώ το χρήμα, το  $M_3$ , θεωρείται ως ο κυριότερος παράγοντας που επηρεάζει τον πληθωρισμό, έχει τη δυνατότητα να επιδρά στο επίπεδο των τιμών μόνο μεσομακροπρόθεσμα. Προκειμένου λοιπόν να υπάρχει πρόβλεψη για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών πρέπει η ΕΚΤ να έχει στη διάθεσή της και άλλα στοιχεία που θα τη βοηθούν προς αυτή την κατεύθυνση παρακολουθώντας και ερμηνεύοντας ένα αρκετά μεγάλο πλήθος δεικτών. Τα στοιχεία αυτά τα λαμβάνει μέσω της Οικονομικής Ανάλυσης (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

Η Οικονομική Ανάλυση επικεντρώνεται κυρίως στην αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων, καθώς και των βραχυμεσοπρόθεσμων κινδύνων που αυτές συνεπάγονται για τη Σταθερότητα των Τιμών. Οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές που αποτελούν αντικείμενο αυτής της ανάλυσης περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, την εξέλιξη της συνολικής παραγωγής, τη συνολική ζήτηση και τις συνιστώσες της, τη δημοσιονομική πολιτική, τις συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων και εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, την παγκόσμια οικονομία και το ισοζύγιο πληρωμών, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τη χρηματοοικονομική θέση των τομέων της ζώνης του ευρώ. Όλοι αυτοί οι παράγοντες είναι χρήσιμοι για την αξιολόγηση της δυναμικής της πραγματικής δραστηριότητας και της πιθανής εξέλιξης των τιμών (Gerdesmeier, 2011).

Στο πλαίσιο της οικονομικής ανάλυσης, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι μακροοικονομικές προβολές<sup>11</sup>. Οι προβολές, που καταρτίζονται από εμπειρογνώμονες, συμβάλλουν στη συγκέντρωση και τη σύμπτυξη μεγάλου αριθμού οικονομικών στοιχείων και διασφαλίζουν τη συνέπεια μεταξύ διαφορετικών πηγών οικονομικών δεδομένων (Δουγέκος, 2008). Κατ' αυτό τον τρόπο, η ΕΚΤ εξετάζει τακτικά την εξέλιξη του συνολικού προϊόντος, τη ζήτηση και τις συνθήκες στις αγορές εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, τη δημοσιονομική πολιτική και το ισοζύγιο πληρωμών για τη Ζώνη του Ευρώ (ΕΚΤ, 2013).

Οι επιδράσεις που ασκούν αυτοί οι δείκτες στον πληθωρισμό είναι βραχυχρόνιες, αλλά είναι δυνατόν να έχουν και μακροχρόνιες επιπτώσεις στην οικονομία. Χρησιμοποιώντας λοιπόν την Οικονομική Ανάλυση, η ΕΚΤ μπορεί να έχει σφαιρική αντίληψη για το τι συμβαίνει στην οικονομία (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Για παράδειγμα εάν υπάρχει έλλειμμα στην προσφορά εργασίας, τότε το κόστος της και το ύψος των μισθών αυξάνονται, με συνέπεια να αυξάνεται και η ζήτηση. Στη συνέχεια αυξάνεται το επίπεδο τιμών, λόγω και της αύξησης της ποσότητας του χρήματος που κυκλοφορεί. Αυτό καταλήγει σε πληθωριστικές τάσεις, οι οποίες μπορεί να πηγάζουν από μια προσωρινή μεταβολή στην αγορά εργασίας. Το ίδιο αποτέλεσμα θα έχει και μια αύξηση του εισοδήματος ή του πλούτου των καταναλωτών. Οι βραχυχρόνιες μεταβολές λοιπόν σε κάποιους δείκτες μπορεί να επιφέρουν μακροχρόνια μεταβολή σε μεγέθη που ενδιαφέρουν την ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

#### **4.2.3 Διασταύρωση πληροφοριών από τους δύο πυλώνες**

Όσον αφορά στις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου για την ενδεδειγμένη κατεύθυνση της Νομισματικής Πολιτικής, η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων επιτρέπει τη διασταύρωση των ενδείξεων που απορρέουν από την πιο βραχυπρόθεσμη Οικονομική Ανάλυση με τις ενδείξεις που απορρέουν από την πιο μακροπρόθεσμη Νομισματική Ανάλυση (ΕΚΤ, 2013). Αυτή η διασταύρωση στοιχείων,

---

<sup>11</sup> Οι προβολές εμπειρογνομένων του Ευρωσυστήματος είναι τα αποτελέσματα αναλύσεων που διεξάγονται από εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος, με σκοπό την πρόβλεψη πιθανών μελλοντικών μακροοικονομικών εξελίξεων στη Ζώνη του Ευρώ ως μέρος της Οικονομικής Ανάλυσης.

μέσα από προσεκτική παρακολούθηση και ανάλυση, εξασφαλίζει ότι η Νομισματική Πολιτική δεν παραβλέπει σημαντικές πληροφορίες σχετικές με την αξιολόγηση μελλοντικών τάσεων των τιμών και δίνει στην ΕΚΤ τη δυνατότητα να διαμορφώνει τα επιτόκιά της στο επίπεδο εκείνο όπου εξυπηρετείται καλύτερα η διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών (ΕΚΤ, 2002).

Αξιοποιείται κατ' αυτό τον τρόπο πλήρως ο συμπληρωματικός χαρακτήρας των στοιχείων των δύο πυλώνων, καθώς αυτός είναι ο καλύτερος τρόπος για να διασφαλιστεί ότι όλες οι σημαντικές πληροφορίες για την αξιολόγηση των προοπτικών των τιμών χρησιμοποιούνται με συνέπεια και αποτελεσματικότητα, διευκολύνοντας τόσο τη διαδικασία λήψης αποφάσεων όσο και την ανακοίνωση αυτών. Η προσέγγιση αυτή περιορίζει τον κίνδυνο σφαλμάτων πολιτικής που μπορεί να επιφέρει η υπερβολική εξάρτηση από έναν μόνο δείκτη, πρόβλεψη ή υπόδειγμα (Gerdesmeier, 2011).



Πηγή: ΕΚΤ (2004), *The monetary policy of the ECB*, σ. 66.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Πεδίο και έκταση της Νομισματικής Πολιτικής**



Ο τρόπος με τον οποίο η Νομισματική Πολιτική ασκεί επιρροή στην οικονομία μπορεί να εξηγηθεί ως εξής:

Η ΕΚΤ είναι ο μοναδικός εκδότης των τραπεζογραμματίων και των αποθεματικών των τραπεζών. Αυτό σημαίνει ότι είναι ο μονοπωλιακός προμηθευτής της νομισματικής βάσης<sup>12</sup>. Με αυτό το μονοπώλιο, μπορεί να θέσει τους όρους σύμφωνα με τους οποίους δανείζει τις τράπεζες και να κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (Gerdesmeier, 2011). Ως εκ τούτου, μπορεί επίσης να επηρεάσει τους όρους με τους οποίους οι τράπεζες συναλλάσσονται μεταξύ τους στην αγορά χρήματος (ECB, 2014b).

### **5.1 Βραχυπρόθεσμη επιρροή της Νομισματικής Πολιτικής**

Βραχυπρόθεσμα, η ΕΚΤ μπορεί να επηρεάσει τις εξελίξεις της πραγματικής οικονομίας. Αυτό συμβαίνει επειδή μια μεταβολή των επιτοκίων της αγοράς χρήματος που προκαλεί η ΕΚΤ θέτει σε κίνηση μια σειρά μηχανισμών, κυρίως επειδή η εν λόγω μεταβολή ασκεί επίδραση στις αποφάσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων για τις δαπάνες και τις αποταμιεύσεις. Για παράδειγμα αν όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμείνουν σταθεροί, η άνοδος των επιτοκίων αποθαρρύνει τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις από τη λήψη δανείων για τη χρηματοδότηση των καταναλωτικών ή επενδυτικών τους επιλογών. Επιπλέον, ενθαρρύνει τα νοικοκυριά να αποταμιεύουν το τρέχον εισόδημά τους αντί να το δαπανούν. Τέλος, οι μεταβολές των επίσημων επιτοκίων μπορεί να επηρεάσουν και την προσφορά πιστώσεων. Αυτές οι εξελίξεις, με τη σειρά τους, επηρεάζουν με κάποια χρονική υστέρηση την εξέλιξη πραγματικών οικονομικών μεταβλητών, όπως είναι η παραγωγή (Gerdesmeier, 2011).

### **5.2 Μακροπρόθεσμη επιρροή της Νομισματικής Πολιτικής**

---

<sup>12</sup> Νομισματική βάση: Στη Ζώνη του Ευρώ, αποτελείται από νόμισμα σε κυκλοφορία (χαρτονομίσματα και κέρματα), τα αποθεματικά που τηρούν οι αντισυμβαλλόμενοι στο Ευρωσύστημα και τις καταθέσεις στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος. Τα στοιχεία αυτά καταγράφονται ως υποχρεώσεις στον ισολογισμό του Ευρωσυστήματος (Gerdesmeier, 2011).

Μακροπρόθεσμα, οι μεταβολές της προσφοράς χρήματος επηρεάζουν το γενικό επίπεδο τιμών, αφού είναι ευρέως αποδεκτό ότι, μακροπρόθεσμα, μια αλλαγή στην ποσότητα του χρήματος στην οικονομία θα πρέπει να αντανακλάται σε μια μεταβολή του γενικού επιπέδου των τιμών (ECB, 2014b).

Οι δυναμικές διεργασίες που αναφέρθηκαν παραπάνω περιλαμβάνουν μια σειρά από διαφορετικούς μηχανισμούς και ενέργειες διαφόρων οικονομικών παραγόντων σε διαφορετικά στάδια της διαδικασίας. Επιπλέον, το μέγεθος και η ένταση των διαφόρων επιδράσεων μπορεί να ποικίλλουν ανάλογα με την κατάσταση της οικονομίας. Εξαιτίας αυτών, συνήθως μεσολαβεί σημαντικό χρονικό διάστημα έως ότου εκδηλωθούν οι επιδράσεις της Νομισματικής Πολιτικής στην εξέλιξη των τιμών. Ωστόσο, στους κύκλους των οικονομολόγων είναι ευρέως αποδεκτό ότι, μακροπρόθεσμα, δηλαδή αφού γίνουν όλες οι προσαρμογές στην οικονομία, μια μεταβολή της ποσότητας χρήματος που παρέχεται από την κεντρική τράπεζα (αν όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί) θα προκαλέσει μόνο μεταβολή του γενικού επιπέδου των τιμών και όχι μόνιμες μεταβολές πραγματικών μεταβλητών, όπως το πραγματικό προϊόν ή η ανεργία. Μια μεταβολή της ποσότητας χρήματος σε κυκλοφορία την οποία προκαλεί η κεντρική τράπεζα, ισοδυναμεί σε τελευταία ανάλυση με μεταβολή της μονάδας μέτρησης της αξίας (και κατ' επέκταση του γενικού επιπέδου των τιμών), η οποία δεν επηρεάζει όλες τις άλλες μεταβλητές, (Gerdesmeier, 2011).

Κατ' αυτό τον τρόπο δεν θα προκαλέσει μόνιμες μεταβολές στις πραγματικές μεταβλητές, όπως το πραγματικό εισόδημα ή η ανεργία.

Αυτή η γενική αρχή, που αναφέρεται ως «μακροπρόθεσμη ουδετερότητα του χρήματος», αποτελεί τη βάση κάθε τυποποιημένης μακροοικονομικής συλλογιστικής και θεωρητικού πλαισίου (ECB, 2014b).

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένα, μια Νομισματική Πολιτική η οποία διατηρεί με αξιόπιστο τρόπο τη Σταθερότητα των Τιμών ασκεί σημαντική θετική επίδραση στην ευημερία και την πραγματική δραστηριότητα. Πέρα από αυτή τη θετική επίδραση της Σταθερότητας των Τιμών, το πραγματικό εισόδημα ή το επίπεδο της απασχόλησης στην οικονομία ουσιαστικά καθορίζεται από πραγματικούς παράγοντες (από την πλευρά της προσφοράς) σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και δεν μπορεί να ενισχυθεί από επεκτατική Νομισματική Πολιτική (Gerdesmeier, 2011).

Αυτή η διαδικασία - επίσης γνωστή ως Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής - είναι εξαιρετικά περίπλοκη. Ενώ οι γενικές λειτουργίες της είναι κατανοητές, δεν υπάρχει συναίνεση σχετικά με τις λεπτομέρειες της λειτουργίας της (ECB, 2014b).

### **5.3 Πληθωρισμός: ένα νομισματικό φαινόμενο**

Ο πληθωρισμός, δηλαδή η τάση αύξησης του γενικού επιπέδου τιμών, αποτελεί ένα νομισματικό φαινόμενο. Έχει επιβεβαιωθεί μέσα από μια σειρά εμπειρικών μελετών ότι οι παρατεταμένες περιόδους υψηλού πληθωρισμού συνδέονται κατά κανόνα με έντονη νομισματική επέκταση. Αν και οι άλλοι παράγοντες (όπως οι διακυμάνσεις της συνολικής ζήτησης, οι τεχνολογικές αλλαγές ή οι διαταραχές των τιμών των βασικών εμπορευμάτων) μπορούν να επηρεάσουν την εξέλιξη των τιμών σε πιο βραχυπρόθεσμους ορίζοντες, με την πάροδο του χρόνου οι επιδράσεις τους μπορούν να αντισταθμιστούν από μια αλλαγή στη Νομισματική Πολιτική (ECB, 2014b). Υπό την έννοια αυτή, οι πιο μακροπρόθεσμες τάσεις των τιμών ή του πληθωρισμού μπορούν να ελέγχονται από τις κεντρικές τράπεζες (Gerdesmeier, 2011).

Μακροπρόθεσμα, μια κεντρική τράπεζα μπορεί να συμβάλει στην αύξηση του αναπτυξιακού δυναμικού της οικονομίας, διασφαλίζοντας ένα περιβάλλον σταθερών τιμών. Δεν μπορεί να ενισχύσει την οικονομική ανάπτυξη με την επέκταση της προσφοράς χρήματος ή τη διατήρηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε επίπεδα που συμβαδίζουν με τη σταθερότητα των τιμών. Μπορεί μόνο να επηρεάσει το γενικό επίπεδο των τιμών (ECB, 2014b).

## ***ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Μέσα και τρόποι άσκησης της Νομισματικής Πολιτικής***

## 6.1 Συμβατικά Μέσα

Το Ευρωσύστημα προκειμένου να επιτύχει τον κύριο στόχο του, δηλαδή την διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών, έχει στη διάθεσή του και χρησιμοποιεί ένα σύνολο εργαλείων Νομισματικής Πολιτικής (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014c). Με τη χρησιμοποίηση των κατάλληλων κάθε φορά εργαλείων προσπαθεί να επηρεάσει τα επιτόκια της αγοράς μέσω κυρίως της ρευστότητας που διακινείται και παρέχεται. Τα εργαλεία αυτά είναι κυρίως οι Πράξεις Ανοικτής Αγοράς, οι Πάγιες Διευκολύνσεις και η Τήρηση των Ελάχιστων Υποχρεωτικών Αποθεματικών (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

### 6.1.1 Πράξεις Ανοικτής Αγοράς (Open Market Operations)

Οι Πράξεις Ανοικτής Αγοράς αποτελούν το σημαντικότερο εργαλείο στη Νομισματική Πολιτική του Ευρωσυστήματος και μέσα από αυτές η ΕΚΤ προσπαθεί να επηρεάσει τον όγκο της ρευστότητας που κυκλοφορεί, διαμορφώνοντας τα επιτόκια (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004) και σηματοδοτώντας την κατεύθυνση της Νομισματικής Πολιτικής (ΕΚΤ, 2011).

Οι Πράξεις Ανοικτής Αγοράς του Ευρωσυστήματος διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες με βάση το σκοπό τους, την περιοδικότητα και τις διαδικασίες διενέργειάς τους (ΕΚΤ, 2011) και είναι:

- Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης
- Οι Πράξεις πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης
- Οι Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας και
- Οι Διαρθρωτικές Πράξεις

Οι προαναφερθείσες πράξεις διακρίνονται σε αντιστρεπτές και σε οριστικές.

Ο όρος *αντιστρεπτές* σημαίνει ότι γίνεται μια ανταλλαγή μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συμμετέχουν στις παραπάνω διαδικασίες και αυτών που τις οργανώνουν, δηλαδή τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μέσω εξουσιοδότησης από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Σε πρώτη φάση τα αντισυμβαλλόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσφέρουν κάποια χρεόγραφα ως εγγύηση για να λάβουν ρευστότητα από την ΕΚΤ. Υπάρχει όμως μια συμφωνία

επαναγοράς (repo) μεταξύ τους. Αυτό σημαίνει ότι μετά από κάποιο χρονικό διάστημα, που ορίζεται από τη διάρκεια της πράξης, το αντισυμβαλλόμενο ίδρυμα αναλαμβάνει να αγοράσει τα χρεόγραφα του από την ΕΚΤ. Επίσης είναι δυνατόν αυτά τα χρεόγραφα να έχουν δοθεί ως ενέχυρο στην ΕΚΤ, οπότε και σε αυτήν την περίπτωση το δανειζόμενο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα οφείλει να επιστρέψει τα κεφάλαια που δανείστηκε και να του επιστραφούν από την ΕΚΤ τα χρεόγραφα του. Η διαφορά της τιμής αγοράς αυτών των χρεογράφων από την τιμή επαναπώλησής τους, είναι ουσιαστικά το επιτόκιο με το οποίο δανείστηκε το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα από την ΕΚΤ τα κεφάλαια που είχε ανάγκη. Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης, οι Πράξεις πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης και οι Πράξεις Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας είναι συνήθως αντιστρεπτές πράξεις (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Με τον όρο *οριστικές ή μη αντιστρεπτές*, νοούνται οι *οριστικές αγορές* και οι *οριστικές πωλήσεις*.

Με τις *οριστικές αγορές* η ΕΚΤ αγοράζει χρεόγραφα από τα αντισυμβαλλόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους παρέχει κεφάλαια για την αύξηση της ρευστότητάς τους. Τα χρεόγραφα αυτά τα διακρατεί μέχρι τη λήξη τους και εξοφλείται γι' αυτά από τον εκδότη τους.

Με τις *οριστικές πωλήσεις*, η ΕΚΤ πωλεί στα αντισυμβαλλόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρεόγραφα, αντλώντας από αυτά ρευστότητα. Τα χρεόγραφα αυτά τα διακρατούν μέχρι τη λήξη τους οπότε και ζητούν από τον εκδότη τους την εξόφλησή τους.

Επίσης στις Πράξεις Ανοικτής Αγοράς περιλαμβάνονται και Πράξεις Ανταλλαγής Νομισμάτων. Αυτές είναι *Πράξεις Swaps Ευρώ και Ξένου Συναλλάγματος*. Πρόκειται για πράξεις ανταλλαγής κεφαλαίων σε Ευρώ με κεφάλαια σε ξένο συνάλλαγμα (π.χ. δολάρια ή γιεν), οι οποίες διενεργούνται ουσιαστικά με μια διπλή και ταυτόχρονη πράξη αγοράς του ξένου νομίσματος στη spot αγορά και ταυτόχρονης πώλησής του στην προθεσμιακή αγορά. Επίσης μπορεί να συμβεί και η αντίστροφη διαδικασία, δηλαδή πώληση του ξένου νομίσματος στη spot αγορά και ταυτόχρονη αγορά του στην προθεσμιακή (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Ακόμη, το Ευρωσύστημα δύναται να χρησιμοποιεί την έκδοση πιστοποιητικών χρέους<sup>13</sup> της ΕΚΤ και την αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας (ΕΚΤ, 2011).

### **6.1.2 Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης (Main Refinancing Operations)**

Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης αποτελούν το κυριότερο εργαλείο στη διάθεση της ΕΚΤ που διενεργούνται σε αποκεντρωτική βάση, δηλαδή από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες για λογαριασμό της ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002) καθώς αποτελούν βασικό άξονα για την επιδίωξη των σκοπών των Πράξεων Ανοικτής Αγοράς του Ευρωσυστήματος. Είναι τακτικές αντιστρεπτές συναλλαγές για την παροχή ρευστότητας, διενεργούνται μία φορά την εβδομάδα και έχουν διάρκεια συνήθως μιας εβδομάδας. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται από τις ΕθνΚΤ μέσω τακτικών δημοπρασιών (ΕΚΤ, 2011). Η σημαντικότητά τους έγκειται στο γεγονός ότι μέσω αυτών, η ΕΚΤ μπορεί να επηρεάζει τόσο το επιτόκιο δανεισμού της αγοράς, όσο και τη ρευστότητα που υπάρχει μέσα στην αγορά. Επίσης μέσω αυτών των πράξεων γίνεται ευρέως γνωστή η Νομισματική Πολιτική που ακολουθεί η ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Το πλαίσιο μέσα στο οποίο διενεργούνται αυτές οι πράξεις είναι το ακόλουθο:

- Μπορούν να λαμβάνουν μέρος όλοι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί οι οποίοι πληρούν τα κριτήρια που έχει θεσπίσει η ΕΚΤ.
- Αρμόδια όργανα για τη διενέργεια των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης είναι οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, κατόπιν εξουσιοδότησης της ΕΚΤ. Μόνο σε ειδικές περιπτώσεις τις πράξεις αυτές μπορεί να διενεργήσει η ίδια η ΕΚΤ. Σε κάθε περίπτωση όμως η ΕΚΤ είναι αυτή που καθορίζει το επιτόκιο με βάση το οποίο οι υποψήφιοι θα κάνουν τις προσφορές τους για τα κεφάλαια που επιθυμούν και δύνανται να αγοράσουν.

---

<sup>13</sup> Τα πιστοποιητικά χρέους είναι χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας (συνήθως κάτω του ενός έτους) τα οποία διακινούνται στην αγορά χρήματος. Τα βασικά χαρακτηριστικά αυτών των χρεογράφων είναι ο χαμηλός κίνδυνος αθέτησης, των υποχρεώσεων του εκδότη και η υψηλή δυνατότητα ρευστοποίησης από πλευράς των κατόχων (Πορφύρης & Πέτσας, χ.χ)

- Οι πράξεις αυτές είναι σταθερού επιτοκίου. Με τον τρόπο αυτό η ΕΚΤ καθορίζει τα επιτόκια της αγοράς.
- Σκοπός των πράξεων αυτών είναι η παροχή ρευστότητας στους οργανισμούς που τη χρειάζονται.
- Οι συγκεκριμένες πράξεις διενεργούνται μέσω δημοπρασιών που λαμβάνουν χώρα ανά τακτά χρονικά διαστήματα, μέσω χρονοδιαγράμματος που ορίζεται από την ΕΚΤ. Η συχνότητα είναι κάθε εβδομάδα και η διάρκεια εβδομαδιαία. Κατ' αυτό τον τρόπο κάθε αντισυμβαλλόμενος χρηματοπιστωτικός οργανισμός, αναλαμβάνει την υποχρέωση, μία εβδομάδα μετά τη συναλλαγή να επαναγοράσει τα χρεόγραφα που έδωσε ως εγγύηση, για το δανεισμό κεφαλαίων από την ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

**Πίνακας 6.1: Κατηγορίες και Χαρακτηριστικά των Πράξεων Ανοικτής Αγοράς**

Κατηγορία Πράξης Ανοικτής Αγοράς	Είδη συναλλαγών		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία
	Παροχή Ρευστότητας	Απορρόφηση Ρευστότητας			
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-----	Μία εβδομάδα	Εβδομαδιαία	Τακτικές Δημοπρασίες
Πράξεις πιο Μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-----	Τρεις μήνες	Μηνιαία	Τακτικές Δημοπρασίες
Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	Αντιστρεπτές Συναλλαγές Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Αντιστρεπτές συναλλαγές Αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Χωρίς περιοδικότητα	Χωρίς περιοδικότητα	Έκτακτες δημοπρασίες Διμερείς διαδικασίες
Διαρθρωτικές πράξεις	Αντιστρεπτές συναλλαγές	Έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ	Προκαθορισμένη ή κατά περίπτωση	Με ή χωρίς περιοδικότητα	Τακτικές δημοπρασίες
	Οριστικές αγορές	Οριστικές πωλήσεις	-----	Χωρίς περιοδικότητα	Διμερείς διαδικασίες

Πηγή: Scheller (2006)

### **6.1.3 Οι Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης (Longer-Term Refinancing Operations)**

Οι Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης αποτελούν ένα παρεμφερές εργαλείο με αυτό της Κύριας Αναχρηματοδότησης. Στόχος τους είναι η περεταίρω ρευστότητα στην αγορά, χωρίς όμως η ΕΚΤ να στοχεύει μέσω αυτών, στον επηρεασμό των επιτοκίων της αγοράς, αφού η επιδίωξη της είναι να διοχετεύσει κεφάλαια στην αγορά τα οποία θα παραμείνουν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Το λειτουργικό πλαίσιο μέσα στο οποίο διενεργούνται οι Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης μοιάζει με αυτό της Κύριας Αναχρηματοδότησης. Είναι και αυτές αντιστρεπτές συναλλαγές παροχής ρευστότητας, διενεργούνται με τακτικές δημοπρασίες και συμμετέχουν σε αυτές όσοι πληρούν τα κριτήρια που έχει θεσπίσει η ΕΚΤ. Για την εγγύηση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους, οι συμμετέχοντες προσφέρουν χρεόγραφα και υπεύθυνες για τη διεξαγωγή των Πράξεων αυτών είναι οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002) Υπάρχει ένα συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα βάσει του οποίου πραγματοποιούνται και συγκεκριμένα διενεργούνται μια φορά το μήνα και συνήθως έχουν διάρκεια τριών μηνών (ΕΚΤ, 2011). Το γεγονός ότι δεν καθορίζει η ΕΚΤ ένα συγκεκριμένο επιτόκιο με βάση το οποίο διενεργούνται οι Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης σημαίνει ότι η ΕΚΤ δε θέλει μέσω αυτών να στείλει κάποιο μήνυμα στην αγορά σχετικά με τη νομισματική πολιτική που ακολουθεί, αλλά απλώς παρέχει περισσότερη ρευστότητα σε αυτούς που την έχουν ανάγκη. Ο ρόλος της ΕΚΤ σε αυτή την περίπτωση αντιστρέφεται, αφού γίνεται *δέκτης επιτοκίου*. Οι αντισυμβαλλόμενοι, δηλαδή, κάνουν τις προσφορές τους, όχι μόνο για τα κεφάλαια που θέλουν να δανειστούν ή να αγοράσουν, αλλά και για το ύψος του επιτοκίου μέσω του οποίου επιθυμούν να πραγματοποιήσουν τις συναλλαγές τους (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

### **6.1.4 Οι Πράξεις Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας (Fine - Tuning Operations)**

Οι Πράξεις Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας διενεργούνται εκτάκτως, με σκοπό τη διαχείριση της ρευστότητας στην αγορά και τον



επηρεασμό των επιτοκίων, ιδίως προς εξομάλυνση των επιπτώσεων στα επιτόκια που οφείλονται σε αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά (ΕΚΤ, 2011).

Οι αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας μπορεί να οφείλονται σε απρόβλεπτους παράγοντες βραχυχρόνιους και μακροχρόνιους, οι επιπτώσεις των οποίων είναι δυνατόν να παραμένουν στην αγορά και την οικονομία γενικότερα για μεγάλο χρονικό διάστημα, επιφέροντας αναστάτωση και αποδιοργάνωση. Για παράδειγμα μπορεί να εμφανιστούν φαινόμενα έλλειψης ή πλεονασμού κεφαλαίων προερχόμενα από μη αναμενόμενες διακυμάνσεις της προσφοράς και της ζήτησης ή άλλων παραγόντων. Αυτό συνήθως επιφέρει μεταβολή στα επιτόκια της αγοράς που με τη σειρά τους διαμορφώνουν την ανάγκη για πρόσθετη ή για απορρόφηση ρευστότητας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των Πράξεων Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της ρευστότητας είναι τα εξής:

- Είναι πράξεις παροχής ή απορρόφησης ρευστότητας, ανάλογα με την ανάγκη που προκύπτει.
- Για πράξεις παροχής ρευστότητας, συνήθως χρησιμοποιούνται διαδικασίες έκτακτων δημοπρασιών και σπανιότερα διμερείς διαδικασίες, ενώ για πράξεις απορρόφησης ρευστότητας διμερείς διαδικασίες.
- Οι πράξεις αυτές διενεργούνται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μετά από εξουσιοδότηση της ΕΚΤ, δύνανται όμως να διενεργούνται και από την ίδια την ΕΚΤ.
- Η διάρκειά τους δεν είναι προκαθορισμένη αλλά ποικίλει ανάλογα με την περίπτωση.
- Επειδή η ανάγκη που καλούνται να καλύψουν δεν παρουσιάζεται με συγκεκριμένη συχνότητα και οι ίδιες οι πράξεις δεν έχουν μια συγκεκριμένη συχνότητα.

Η ΕΚΤ έχει δώσει μεγάλη ελαστικότητα ως προς τη μορφή και τη συχνότητα διενέργειας των Πράξεων Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας. Έτσι λοιπόν μπορούν να είναι πράξεις αντιστρεπτές, οριστικές, ανταλλαγής νομισμάτων ή αποδοχής καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002). Επίσης είναι δυνατό να διενεργούνται την τελευταία ημέρα ορισμένης περιόδου τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών,

προκειμένου να αντιμετωπίζονται διακυμάνσεις της ρευστότητας που τυχόν σημειώνονται στο διάστημα που μεσολαβεί από την κατανομή του ποσού της τελευταίας πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (ΕΚΤ, 2011).

#### **6.1.5 Διαρθρωτικές Πράξεις (Structural Operations)**

Οι Διαρθρωτικές Πράξεις έχουν στόχο τη διαρθρωτική ή δομική και επομένως την πιο μακροχρόνια προσαρμογή της ρευστότητας της αγοράς, στις ανάγκες και στα χαρακτηριστικά ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού τομέα της Ευρωζώνης (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002). Επομένως διενεργούνται όποτε η ΕΚΤ επιθυμεί να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα, σε τακτά χρονικά διαστήματα ή εκτάκτως (ΕΚΤ, 2011). Όταν η διαρθρωτική ανάγκη είναι ανάγκη παροχής ρευστότητας, οι Διαρθρωτικές Πράξεις είναι η αγορά από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, κατ' εξουσιοδότηση της ΕΚΤ, χρεογράφων που κατέχουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί είτε με τη μορφή αντιστρεπτέας πράξης, είτε της οριστικής αγοράς. Όταν η διαρθρωτική ανάγκη είναι ανάγκη απορρόφησης ρευστότητας, οι Διαρθρωτικές Πράξεις είναι η πώληση από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, κατ' εξουσιοδότηση της ΕΚΤ, στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς υπό τη μορφή, είτε Πιστοποιητικών Χρέους (π.χ. ομολόγων) που εκδίδει η ΕΚΤ για πρώτη φορά, είτε Οριστικών Πωλήσεων ήδη κυκλοφορούντων χρεογράφων της ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Οι διαρθρωτικές πράξεις με τη μορφή αντιστρεπτέων συναλλαγών ή μέσω της έκδοσης χρεογράφων διενεργούνται από τις ΕθνΚΤ μέσω τακτικών δημοπρασιών. Οι διαρθρωτικές πράξεις με τη μορφή οριστικών συναλλαγών συνήθως διενεργούνται από τις ΕθνΚΤ μέσω διμερών διαδικασιών. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί να αποφασίζει τη διενέργεια των Διαρθρωτικών Πράξεων από την ίδια την ΕΚΤ (ΕΚΤ, 2011).

#### **6.1.6 Οι Πάγιες Διευκολύνσεις (Standing Facilities)**

Σκοπός των Πάγιων Διευκολύνσεων είναι η παροχή και απορρόφηση ρευστότητας με διάρκεια μιας ημέρας (μέχρι την επόμενη εργάσιμη ημέρα), η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και ο επηρεασμός των επιτοκίων της

αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας (ΕΚΤ, 2011). Σε σχέση με τις Πράξεις Ανοικτής Αγοράς, οι Πάγιες Διευκολύνσεις αποτελούν ένα εργαλείο που έρχεται σε δεύτερη μοίρα και για αυτό το λόγο ονομάζονται «Διευκολύνσεις» και ουσιαστικά είναι μια δυνατότητα που έχουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί να προσφεύγουν στην ΕΚΤ για μια ημέρα όταν είναι πλεονασματικοί ή ελλειμματικοί σε ρευστότητα (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Οι Πάγιες Διευκολύνσεις που προσφέρονται από το Ευρωσύστημα είναι η Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης και η Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων. Και για τις δύο Πράξεις αρμόδιο όργανο είναι οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, κατ' εξουσιοδότηση της ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

#### **6.1.6.a Η Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης (Marginal lending facility)**

Η Πράξη αυτή σημαίνει το δανεισμό κεφαλαίων στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για μια ημέρα. Τα κεφάλαια παρέχουν οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των χωρών στις οποίες είναι εγκατεστημένα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που τα έχουν ανάγκη. Το συνολικό ποσό που μπορεί να παρασχεθεί δεν υπόκειται σε κάποιο περιορισμό, αλλά είναι στην κρίση της εκάστοτε Εθνικής Κεντρικής Τράπεζας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Η μορφή που παίρνει η διευκόλυνση αυτή είναι της αντιστρεπτέας πράξης που σημαίνει ότι η παροχή κεφαλαίων γίνεται με συμφωνία επαναγοράς (repo) μετά από 24 ώρες. Η κυριότητα των περιουσιακών στοιχείων του πιστωτικού ιδρύματος παραμένει στη διάθεση της αρμόδιας Εθνικής Κεντρικής Τράπεζας, έως ότου της επιστραφεί το δάνειο την επόμενη ημέρα. Οι λεπτομέρειες του πλαισίου μέσα στο οποίο διενεργούνται οι Διευκολύνσεις Οριακής Χρηματοδότησης καθορίζονται από την αρμόδια Εθνική Κεντρική Τράπεζα ανάλογα και με τις συνθήκες που επικρατούν στην αντίστοιχη χώρα μέλος της Ευρωζώνης. Το επιτόκιο όμως είναι πάντοτε προκαθορισμένο από την ΕΚΤ και συνήθως είναι πολύ υψηλότερο των επιτοκίων της αγοράς (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Υπό κανονικές συνθήκες, η πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στη Διευκόλυνση δεν υπόκειται σε ποσοτικούς ή άλλους περιορισμούς, εκτός από την υποχρέωση να

παρέχουν ως ασφάλεια επαρκή περιουσιακά στοιχεία (ΕΚΤ, 2011) ώστε να αποτελούν αποδεκτούς συμβαλλόμενους (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

#### **6.1.6.b Η Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων (Deposit facility)**

Και αυτό το μέσο έχει ως στόχο την παρακολούθηση και τον έλεγχο της ρευστότητας της αγοράς. Στη συγκεκριμένη όμως περίπτωση επιδιώκεται η απορρόφηση ρευστότητας και η επέμβαση στην αγορά είναι 24ωρη. Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να κάνουν χρήση της Διευκόλυνσης Αποδοχής Καταθέσεων, προκειμένου να πραγματοποιήσουν καταθέσεις διάρκειας μιας ημέρας στις ΕθνΚΤ. Υπό κανονικές συνθήκες η πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στη Διευκόλυνση δεν υπόκειται σε ποσοτικούς ή άλλους περιορισμούς (ΕΚΤ, 2011) και επομένως το ύψος των καταθέσεων που μπορεί να καταθέσει κάθε αντισυμβαλλόμενο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα είναι απεριόριστο. Για τις καταθέσεις αυτές των χρηματοπιστωτικών οργανισμών οι ΕθνΚΤ αναλαμβάνουν την υποχρέωση να καταβάλλουν κάποιο τόκο. Συνήθως το επιτόκιο για τον υπολογισμό αυτού του τόκου είναι αρκετά χαμηλότερο από τα επιτόκια της αγοράς (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002) και οριοθετεί προς τα κάτω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας (ΕΚΤ, 2011).

**Πίνακας 6.2: Κατηγορίες και Χαρακτηριστικά των Πάγιων Διευκολύνσεων**

Κατηγορία Πάγιας Διευκόλυνσης	Είδη συναλλαγών		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία
	Παροχή Ρευστότητας	Απορρόφηση Ρευστότητας			
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-----	Μία ημέρα	Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	-----	Καταθέσεις	Μία ημέρα	Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	

### **6.1.7 Η Τήρηση Ελάχιστων Υποχρεωτικών Αποθεματικών (Minimum Reserves Requirement)**

Το τελευταίο εργαλείο που έχει στη διάθεσή της η ΕΚΤ για την άσκηση της Νομισματικής της Πολιτικής είναι τα Ελάχιστα Υποχρεωτικά Αποθεματικά (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Κάθε πιστωτικός οργανισμός στην Ευρωζώνη υποχρεούται να τηρεί κάποια ελάχιστα αποθεματικά κεφάλαια στην Εθνική Κεντρική Τράπεζα της χώρας στην οποία ευρίσκεται. Ο λόγος για την ύπαρξη αυτού του εργαλείου είναι η σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και η δημιουργία (ή η διεύρυνση) διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας (ΕΚΤ, 2011) καθώς και ο έλεγχος των κεφαλαίων που κινούνται στην αγορά. Το ποσό που πρέπει να καταβάλλει κάθε αντισυμβαλλόμενος χρηματοπιστωτικός οργανισμός εξαρτάται από τα στοιχεία του ισολογισμού του και συγκεκριμένα από κάποια ποσά του παθητικού (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Προκειμένου να επιτευχθεί σταθεροποίηση των επιτοκίων, το σύστημα Υποχρεωτικών Ελάχιστων Αποθεματικών του Ευρωσυστήματος παρέχει στα ιδρύματα τη δυνατότητα να τηρούν τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά τους σε μέσα επίπεδα. Η συμμόρφωση με την υποχρέωση τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών διαπιστώνεται με βάση τα μέσα ημερήσια υπόλοιπα κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης (ΕΚΤ, 2011).

Επί των υποχρεωτικών αποθεματικών που τηρούν τα ιδρύματα καταβάλλεται τόκος, με το επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (ΕΚΤ, 2011) και η διάρκεια που κρατούνται δεσμευμένα αυτά τα ποσά από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες είναι ένας μήνας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Από την υποχρέωση Τήρησης Ελάχιστων Αποθεματικών εξαιρούνται οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που τηρούν υπό εκκαθάριση ή πλήρη αναδιοργάνωση. Επίσης υπάρχουν εξαιρέσεις για τους οργανισμούς που είναι μικροί σε μέγεθος σε σχέση με τα κεφάλαιά τους, οπότε σε αυτή την περίπτωση είναι υποχρεωμένοι να τηρούν αποθεματικά διάρκειας τριών μηνών και όχι ενός.

Τέλος υπάρχουν κυρώσεις σε περιπτώσεις που κάποιοι αντισυμβαλλόμενοι δεν αποδώσουν στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες το ύψος των κεφαλαίων που απαιτείται για κράτηση και είναι συνήθως χρηματικές (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

## 6.2 Μη συμβατικά μέτρα

Σε περίπτωση που ο Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής παρεμποδίζεται εξαιτίας δυσλειτουργίας τμημάτων της αγοράς και τα μηνύματα που αποστέλλει η ΕΚΤ μέσω των επιτοκίων, δε μεταδίδονται ομοιόμορφα σε ολόκληρη τη Ζώνη του Ευρώ, η ΕΚΤ μπορεί να πραγματοποιεί διάφορες παρεμβάσεις (ΕΚΤ, 2013). Μια τέτοια δυσλειτουργία μπορεί να συμβαίνει σε περιόδους έκτακτων εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σε αυτές τις περιπτώσεις το Ευρωσύστημα μπορεί να χρησιμοποιεί κάθε μέσο που είναι συμβατό με τη Συνθήκη και που κρίνεται απαραίτητο για την επίτευξη των στόχων του. Το Ευρωσύστημα λοιπόν έχει τη δυνατότητα να αποφασίσει να αντιμετωπίσει τέτοιου είδους εντάσεις με τη λήψη έκτακτων, μη συμβατικών μέτρων. Αυτά τα μέτρα περιλαμβάνονται στο σύνολο των μέσων που διαθέτει το Ευρωσύστημα για την εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής του, αλλά έχουν εξ ορισμού έκτακτο και προσωρινό χαρακτήρα. Συνήθως, στοχεύουν στον τραπεζικό τομέα, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ στηρίζονται στην τραπεζική χρηματοδότηση (έναντι της χρηματοδότησης μέσω των αγορών κεφαλαίων). Τα κυριότερα μη συμβατικά μέτρα τα οποία μπορεί να λάβει το Ευρωσύστημα είναι:

- Η παροχή ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο και πλήρη κατανομή.
- Η διεύρυνση του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια.
- Η πιο μακροπρόθεσμη παροχή ρευστότητας.
- Η παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα
- Οι μεταβολές του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών
- Οι οριστικές αγορές συγκεκριμένων χρεογράφων.
- Οι οριστικές νομισματικές συναλλαγές (ΕΚΤ, 2013).

### 6.2.1 Παροχή ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο και πλήρη κατανομή

Υπό κανονικές συνθήκες όταν το Ευρωσύστημα διενεργεί πράξεις Ανοικτής Αγοράς, αξιολογεί τις συνολικές ανάγκες ρευστότητας του τραπεζικού τομέα και κατανέμει το αντίστοιχο ποσό στο πλαίσιο δημοπρασιών. Συνήθως, οι δημοπρασίες διενεργούνται

με ανταγωνιστικό επιτόκιο, δηλαδή οι τράπεζες δεσμεύονται να πληρώσουν τον τόκο που έχουν ορίσει στην προσφορά τους. Το Ευρωσύστημα μπορεί επίσης να διενεργεί τις δημοπρασίες του με σταθερό επιτόκιο. Στην περίπτωση αυτή, το επιτόκιο είναι προκαθορισμένο και οι τράπεζες υποβάλλουν προσφορές για το χρηματικό ποσό το οποίο επιθυμούν να τους κατανεμηθεί βάσει του σταθερού επιτοκίου.

Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, όπως η χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση δημόσιου χρέους, η ΕΚΤ μπορεί να αποφασίσει εκ των προτέρων να καταλείψει ολόκληρη την ποσότητα ρευστότητας που ζητούν οι τράπεζες, δηλαδή να ικανοποιήσει όλες τις προσφορές, με σταθερό επιτόκιο (ΕΚΤ, 2013).

### **6.2.2 Διεύρυνση του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια**

Το Ευρωσύστημα μπορεί να προσαρμόσει τις ελάχιστες απαιτήσεις σε σχέση με τις εξασφαλίσεις που καλούνται να παρέχουν οι τράπεζες όταν δανείζονται χρήματα από το Ευρωσύστημα. Σκοπός του μέτρου αυτού είναι να διευκολύνει την πρόσβαση των τραπεζών στις πράξεις παροχής ρευστότητας του Ευρωσυστήματος. Τα περιουσιακά στοιχεία που οι εμπορικές τράπεζες παρέχουν ως ασφάλεια για τις πράξεις αναχρηματοδότησης παραμένουν στον ισολογισμό της αντίστοιχης τράπεζας και δεν απεικονίζονται στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας (ΕΚΤ, 2013).

### **6.2.3 Πιο μακροπρόθεσμη παροχή ρευστότητας**

Σε κανονικές συνθήκες, το Ευρωσύστημα διενεργεί κάθε μήνα μία πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, διάρκειας τριών μηνών. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, το Ευρωσύστημα μπορεί να αυξήσει τη συχνότητα και τη διάρκεια των πράξεων αυτών (ΕΚΤ, 2013).

### **6.2.4 Παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα**

Εάν η πρόσβαση των τραπεζών σε ρευστότητα σε ξένο νόμισμα είναι περιορισμένη, το Ευρωσύστημα μπορεί να παράσχει την απαιτούμενη ρευστότητα σε συνεργασία με άλλες κεντρικές τράπεζες (ΕΚΤ, 2013).

### **6.2.5 Μεταβολές του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών**

Το Ευρωσύστημα μπορεί να αποφασίσει να μεταβάλει τον συντελεστή των ελάχιστων αποθεματικών που υποχρεούνται να τηρούν οι τράπεζες, προκειμένου να επηρεάσει τις ανάγκες του τραπεζικού συστήματος σε ρευστότητα (ΕΚΤ, 2013).

### **6.2.6 Οριστικές αγορές συγκεκριμένων χρεογράφων**

Προκειμένου να διασφαλιστεί η ορθή μετάδοση των κινήσεων της νομισματικής πολιτικής στην ευρύτερη οικονομία και, εν τέλει, στο γενικό επίπεδο τιμών, το Ευρωσύστημα μπορεί να παρεμβαίνει στις αγορές χρεογράφων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, στη Ζώνη του Ευρώ, αγοράζοντας οριστικά ορισμένα περιουσιακά στοιχεία, αντί να τα αποδέχεται απλώς ως ασφάλεια (ΕΚΤ, 2013).

### **6.2.7 Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές**

Οι Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές (ΟΝΣ) αποτελούν ήδη από το 1999 ένα από τα μέσα Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Ωστόσο, επειδή άρχισαν να χρησιμοποιούνται μόλις τον Ιούνιο του 2009, όταν η ΕΚΤ ξεκίνησε το πρώτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών<sup>14</sup>, μπορούν να θεωρούνται ως μη συμβατικό μέτρο.

Η ΕΚΤ μέσω των ΟΝΣ μπορούσε να παρεμβαίνει αγοράζοντας στη δευτερογενή αγορά, δηλαδή από τις τράπεζες και με τιμές της αγοράς, τους τίτλους τους οποίους αποδέχεται συνήθως ως ασφάλεια.

Σε αντίθεση με το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων, απαραίτητη προϋπόθεση των ΟΝΣ είναι η αυστηρή και αποτελεσματική τήρηση των όρων που έχουν τεθεί στο πλαίσιο ενδεδειγμένου προγράμματος της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας/του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΔΧΣ/ΕΜΣ), προκειμένου να διαφυλάσσεται ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ να

---

<sup>14</sup> Οι καλυμμένες ομολογίες (covered bonds) είναι ομολογιακοί τίτλοι, οι οποίοι παρέχουν στους επενδυτές μία πρόσθετη εξασφάλιση επί ενός σαφώς διαχωρισμένου, από τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία του πιστωτικού ιδρύματος, χαρτοφυλακίου υψηλής ποιότητας απαιτήσεων. Το εν λόγω χαρτοφυλάκιο, το οποίο αποτελεί το κάλυμμα της έκδοσης, απαρτίζεται κυρίως από ενυπόθηκα δάνεια και κρατικά ομόλογα (Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, 2013).



διατηρεί τη Σταθερότητα των Τιμών και να εξασφαλίζεται ότι οι κυβερνήσεις έχουν τα σωστά κίνητρα για την υλοποίηση των απαραίτητων δημοσιονομικών προσαρμογών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Μια άλλη διαφορά των ΟΝΣ σε σχέση με το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων είναι ότι οι ΟΝΣ είναι απεριόριστες και μπορούν να διενεργηθούν στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων με διάρκειες από ένα έως τρία έτη. Τέλος, η ΕΚΤ αποδέχεται την ίδια μεταχείριση με ιδιώτες ή άλλους πιστωτές για όλες τις ΟΝΣ που διακρατεί. Πρέπει δε να υπογραμμιστεί ότι η ΕΚΤ διακόπτει τις ΟΝΣ μόλις επιτυγχάνονται οι στόχοι τους ή σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με το αντίστοιχο πρόγραμμα.

Όπως και στην περίπτωση του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων, οι επιδράσεις της ρευστότητας που δημιουργείται μέσω των ΟΝΣ, θα εξουδετερώνονται πλήρως. Αυτό σημαίνει ότι το σύνολο της πρόσθετης ρευστότητας που έχει χορηγηθεί μέσω των ΟΝΣ έως μία συγκεκριμένη εβδομάδα, επαναπορροφάται από την αγορά την επόμενη εβδομάδα. Η εξουδετέρωση της ρευστότητας μπορεί να επιτευχθεί για παράδειγμα μέσω καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας στις οποίες μπορούν να προβούν οι τράπεζες στην κεντρική τράπεζα. Έτσι, η καθαρή επίδραση των αγορών και της εξουδετέρωσης στη συνολική ρευστότητα, εντός της διατραπεζικής αγοράς χρήματος, είναι ουδέτερη (ΕΚΤ, 2013).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής**

Προκειμένου να επιτευχθεί ο πρωταρχικός στόχος που έχει θέσει η ΕΚΤ, δηλαδή η Σταθερότητα των Τιμών, πρέπει να ασκηθεί η κατάλληλη Νομισματική Πολιτική η οποία και θα επηρεάσει το επίπεδο τιμών. Με ποιο τρόπο όμως αυτό μπορεί να επιτευχθεί; Αυτό το ερώτημα σχετίζεται με αυτό που οι οικονομολόγοι γενικά αποκαλούν «διαδικασία μετάδοσης», δηλαδή τη διαδικασία μέσω της οποίας οι ενέργειες της κεντρικής τράπεζας μεταδίδονται στην οικονομία και, τελικά, στις τιμές (Gerdesmeier, 2011).

Οι αποφάσεις για την πολιτική που θα ακολουθήσουν οι κεντρικές τράπεζες βασίζονται στην αξιολόγηση της κατάστασης της Νομισματικής Πολιτικής. Η Νομισματική Πολιτική επιδρά στη διαμόρφωση των επιτοκίων και των τιμών στην οικονομία μέσα από διάφορα κανάλια και έτσι επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό (ECB, 2000, 2001 & 2010a). Λειτουργεί δηλαδή ένας Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής στις αγορές χρήματος, στα επιτόκια καταθέσεων και στα επιτόκια δανεισμού (Αλεξιάκης, 2011).

Ως Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής ορίζεται λοιπόν η διαδικασία μέσω της οποίας η ΕΚΤ επιδιώκει να επηρεάζει την οικονομία γενικά και το επίπεδο των τιμών ειδικότερα, σε ολόκληρη τη Ζώνη του Ευρώ, μέσω των επιτοκίων (ΕΚΤ, 2013).

Κατ' αυτό τον τρόπο το μέσο που συνδέει τις αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ με το επίπεδο τιμών των χωρών της Ευρωζώνης είναι οι μεταβολές των επιτοκίων της χρηματαγοράς (Κατσικιώτη, 2009). Συγκεκριμένα, εξαιτίας του ότι μόνο η ΕΚΤ έχει το δικαίωμα να εκδίδει χρήμα, είναι σε θέση να επηρεάζει σημαντικά τις συνθήκες της χρηματαγοράς και κατά συνέπεια να κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (ΕΚΤ, 2013).

Η επίδραση αυτή του Μηχανισμού διέπεται από μεγάλες, μεταβλητές και αβέβαιες χρονικές καθυστερήσεις. Για το λόγο αυτό δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί με ευκολία, το πώς ακριβώς οι ενέργειες της Νομισματικής Πολιτικής θα επηρεάσουν την οικονομία και το επίπεδο των τιμών (ΕΚΤ, 2013). Οι μεταβολές των επίσημων

επιτοκίων μπορούν να επηρεάσουν το οριακό κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης των τραπεζών, αφού οι τράπεζες ζητούν χρήμα για να ικανοποιήσουν τη ζήτηση για νόμισμα σε κυκλοφορία, να εκκαθαρίσουν τα διατραπεζικά υπόλοιπα και για να εκπληρώσουν την Υποχρέωση Τήρησης Ελάχιστων Αποθεματικών (Κατσικιώτη, 2009), με διαφορετικούς τρόπους, ανάλογα με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας ή την κεφαλαιακή της θέση (ΕΚΤ, 2013). Στη συνέχεια επηρεάζονται, όπως είναι φυσικό και τα επιτόκια που ορίζουν οι τράπεζες για δάνεια και καταθέσεις.

Λόγω της επίδρασης που ασκεί η νομισματική πολιτική στις συνθήκες χρηματοδότησης, είναι δυνατόν να επηρεάσει και τις τιμές των χρηματοοικονομικών στοιχείων, όπως για παράδειγμα τις τιμές του χρηματιστηρίου (ECB, 2004). Οι μεταβολές των επιτοκίων και των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, επηρεάζουν με τη σειρά τους τις αποφάσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων για κατανάλωση, αποταμίευση, επενδύσεις. Για παράδειγμα, η άνοδος των επιτοκίων μπορεί να καταστήσει δυσκολότερη την αποπληρωμή των δανείων από τους δανειζόμενους. Οι τράπεζες μπορεί να περιορίσουν τα δάνεια που χορηγούν στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, γεγονός που έχει αντίκτυπο στην κατανάλωση και τις επενδύσεις (ΕΚΤ, 2013).

Οι μεταβολές στην κατανάλωση και τις επενδύσεις επηρεάζουν το μέγεθος της συνολικής ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες σε σχέση με το μέγεθος της συνολικής προσφοράς. Αν λοιπόν η ζήτηση υπερβαίνει την προσφορά, όταν όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί, εμφανίζονται ανοδικές πιέσεις και το αντίστροφο (ECB, 2004 ; Κατσικιώτη, 2012).

Η επίδραση των μεταβολών της Νομισματικής Πολιτικής στην προσφορά τραπεζικών δανείων είναι γνωστή ως *το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού* ενώ η επίδραση στις μεταβολές των επιτοκίων είναι γνωστή ως *το κανάλι των επιτοκίων* (Αλεξάκης, 2011).

Επίσης διαύλους μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής αποτελούν οι προσδοκίες και οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων (π.χ. οι τιμές στις χρηματιστηριακές αγορές) και η συναλλαγματική ισοτιμία (ΕΚΤ, 2013). Οι προσδοκίες για μελλοντικές μεταβολές των επίσημων επιτοκίων επηρεάζουν με τη σειρά τους τα μεσοπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια (ΕΚΤ, 2013), ενώ οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας επηρεάζουν τον πληθωρισμό δια μέσου των επιδράσεων της στις τιμές των εισαγωγών (Βαβούρας, 2005, όπ. αναφ. στο Κατσικιώτη, 2009).

Στην οικονομία της Ευρωζώνης έχουν λάβει χώρα τέσσερις σημαντικές εξελίξεις, από τις αρχές του 2000, οι οποίες είναι πιθανό να επιδρούν στο Μηχανισμό Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής (ECB, 2009): Πρώτον, η συνεχής διαδικασία διαρθρωτικής μεταρρύθμισης, ιδιαίτερα στις αγορές εργασίας και προϊόντων (McCallum & Smets, 2007). Δεύτερον, η είσοδος του ευρώ, η οποία έχει εξαλείψει κινδύνους συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των μελών της ευρωζώνης (Peersman & Smets, 2001 ; Boivin, Giannoni & Mojon, 2008). Τρίτον, ο ταχύς ρυθμός χρηματοπιστωτικών καινοτομιών και νέων χρηματοπιστωτικών εργαλείων για τη διαχείριση κινδύνων, καθώς και οι σημαντικές μεταβολές στο κανονιστικό πλαίσιο διακυβέρνησης των τραπεζών. Τέλος, αναφέρεται η τελευταία χρηματοπιστωτική κρίση που δημιούργησε απειλή στην ορθή λειτουργία του Μηχανισμού Μετάδοσης.

Οι πιο πάνω εξελίξεις είναι πιθανό να έχουν η κάθε μία οδηγήσει σε μεταβολές στον Μηχανισμό Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής. Ωστόσο, η επίδραση των μεταβολών των επιτοκίων στο προϊόν και στις τιμές ασκείται με διαφορετικούς και συχνά αντιμαχόμενους τρόπους. Από την εμπειρική ανάλυση προκύπτει ότι η μεταβολή στο συνολικό Μηχανισμό Μετάδοσης είναι αμφιλεγόμενη. Συγκρίνοντας τις επιδράσεις της Νομισματικής Πολιτικής στο πραγματικό ΑΕΠ και στον πληθωρισμό, πριν και μετά το ευρώ, συμπεραίνεται ότι οι διαφορές μεταξύ των δύο περιόδων δεν είναι στατιστικά σημαντικές (Weber, Gerke & Worms, 2009 ; Cecioni & Neri, 2011). Γι' αυτό το λόγο είναι δύσκολο λοιπόν να συμπεράνει κανείς ότι η συνολική επίδραση της Νομισματικής Πολιτικής στο προϊόν και στον πληθωρισμό έχει μεταβληθεί κατά την περασμένη δεκαετία (Αλεξάκης, 2011).

## ***ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 Μεταβολές μετά τη Χρηματοοικονομική κρίση του 2007***

## 8.1 Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης

Τον Αύγουστο του 2007, η κρίση που συνδεόταν με τη χορήγηση στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (sub-prime) στις ΗΠΑ, είχε ως αποτέλεσμα να ενταθούν σημαντικά οι αναταράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές και να αυξηθεί η αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο (ΕΚΤ, 2013). Μπροστά στον φόβο κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις ανά τον κόσμο, προχώρησαν σε συντονισμένες δράσεις παροχής ρευστότητας και στήριξης του τραπεζικού συστήματος αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας. Σε επίπεδο Ευρωζώνης, η ΕΚΤ έπαιξε έναν καθοριστικό ρόλο σε αυτή την προσπάθεια και η αντίδρασή της στις αυξανόμενες εντάσεις που παρατηρήθηκαν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα περιλάμβανε τόσο τη χρήση και προσαρμογή των συμβατικών εργαλείων Νομισματικής Πολιτικής όσο και τη δημιουργία καινοτόμων, μη συμβατικών μέσων.

Την περίοδο που ξέσπασε η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, στις αρχές Αυγούστου του 2007, η ΕΚΤ προσπαθούσε να πετύχει ανοδική τάση στα βασικά επιτόκια της πολιτικής της, η οποία είχε ήδη ξεκινήσει τον Δεκέμβριο του 2005. Μάλιστα, λίγο πριν την εκδήλωση της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές, τον Ιούνιο του 2007 η ΕΚΤ αύξησε τα επιτόκια της κατά 0,25% (25 μονάδες βάσης). Ο λόγος αύξησης των επιτοκίων είναι ότι η Ευρωζώνη είχε εισέρθει στη φάση μιας επιταχυνόμενης δραστηριότητας λόγω των αυξημένων πληθωριστικών πιέσεων. Έτσι, αυξάνοντας τα επιτόκια, η ΕΚΤ επικεντρώθηκε στη διατήρηση της μεσοπρόθεσμης σταθερότητας των τιμών, που είναι και ο βασικός της στόχος.

Στο πρώτο δεκαήμερο του Αυγούστου 2007, η αιφνίδια μείωση της ρευστότητας στη αγορά, είχε σαν αποτέλεσμα μια από τις μεγαλύτερες παγκόσμιες Τράπεζες, η BNP PARIBAS να ανακοινώσει τη διακοπή των ρευστοποιήσεων των επενδυτών από τρία αμοιβαία κεφάλαια της, τα οποία είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα, καθώς αδυνατούσε να τιμολογήσει αξιόπιστα την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους. Το γεγονός αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά να εκτοξευτούν προς τα πάνω (Ιορδανίδης, 2012).

Σχεδόν την ίδια χρονική περίοδο, ορισμένες ευρωπαϊκές τράπεζες δημοσιοποίησαν επίσης την άμεση και έμμεση έκθεσή τους στην αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας. Επιπλέον, υπήρξαν φήμες ότι αρκετές τράπεζες, κυρίως στην Ευρώπη, είχαν υποστεί σημαντικές ζημιές λόγω της έκθεσής τους σε τίτλους που εξασφαλίζονται με στεγαστικά δάνεια (ΕΚΤ, 2013).

Αποτέλεσμα αυτών ήταν να υπάρξει πρόβλημα ρευστότητας, αφού στη διατραπεζική αγορά κυριάρχησε ο φόβος για τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Πολλά πιστωτικά ιδρύματα απέφευγαν να χορηγούν διατραπεζικά δάνεια, φοβούμενα ότι οι δυνητικοί αντισυμβαλλόμενοι διακρατούσαν σημαντικά ποσά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014) και άρχισαν να έχουν σοβαρό πρόβλημα να εξασφαλίσουν τη βραχυχρόνια χρηματοδότησή που τους ήταν απαραίτητη για εξασφαλιστεί η λειτουργία τους (Ιορδανίδης, 2012). Καταγράφηκε διεύρυνση της διαφοράς μεταξύ, αφενός του επιτοκίου Euribor<sup>15</sup> και αφετέρου α) του σταθερού επιτοκίου στις συμφωνίες ανταλλαγής του επιτοκίου μιας ημέρας (overnight index swap) και β) του επιτοκίου στα διατραπεζικά δάνεια έναντι εξασφαλίσεων (Eurero) (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014d). Η ΕΚΤ παρενέβη άμεσα (Ιορδανίδης, 2012) χορηγώντας ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας στις διατραπεζικές αγορές χρήματος, μέσω μιας σειράς πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας, καθώς και επιπλέον ρευστότητα μέσω των τακτικών πράξεων της (ΕΚΤ, 2013). Σταθεροποιήθηκε κατ' αυτό τον τρόπο το επιτόκιο μιας ημέρας στη διατραπεζική αγορά (Eonia)<sup>16</sup> (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014d). Η «ένεση ρευστότητας» ανήλθε σε ύψος περίπου 95 δις. ευρώ και η ΕΚΤ τροποποιώντας την πολιτική της όσον αφορά τα επιτόκια, μείωσε το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης από 5% σε 4,25% (Ιορδανίδης, 2012).

Επιπλέον, προκειμένου να αντιμετωπίσει τα προβλήματα που προκλήθηκαν στη λειτουργία των ευρωπαϊκών αγορών χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, η ΕΚΤ στις 12

---

<sup>15</sup> Euribor (**E**uro **I**nter**b**ank **O**ffered **R**ate): Πρόκειται για το επιτόκιο που προσφέρεται για καταθέσεις μιας τράπεζας, σε άλλη τράπεζα, αναφορικά με ορισμένη διάρκεια (π.χ. μιας εβδομάδας ή ενός μηνός) σε ευρώ (Πηγή: Ελληνική Ένωση Τραπεζών).

<sup>16</sup> Eonia (**E**uro **O**ver**N**ight **I**ndex **A**verage): Πρόκειται για το επιτόκιο βάσει του οποίου οι τράπεζες παρέχουν δάνεια ή μία στην άλλη, στη ζώνη του ευρώ. Κατ' αυτή την έννοια το Eonia μπορεί να θεωρηθεί ως το επιτόκιο Euribor μιας ημέρας (Πηγή: Ελληνική Ένωση Τραπεζών).

Δεκεμβρίου του 2007 σύναψε με την Fed συμφωνία ανταλλαγής νομισμάτων (“swap line”). Στο πλαίσιο αυτής της πιστωτικής διευκόλυνσης (“US dollar term Auction Facility”) της Fed, το Ευρωσύστημα διοχέτευσε τη ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ που απέκτησε μέσω της “swap line”, προς τα πιστωτικά ιδρύματα της Ζώνης του Ευρώ, έναντι ασφαλειών αποδεκτών για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος. Η ΕΚΤ εισήγαγε επίσης λειτουργίες παροχής ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης και σε ελβετικά φράγκα μέσω σύναψης συμφωνίας με την Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας (Ιορδανίδης, 2012).

Στη συνέχεια, προκειμένου να μειώσει την ανησυχία των τραπεζών ως προς τις ανάγκες τους σε ρευστότητα, κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρηση αποθεματικών, η ΕΚΤ προχώρησε στην αναπροσαρμογή του χρονοδιαγράμματός της ούτως ώστε να παρέχει μεγαλύτερη ποσότητα χρήματος από αυτή που απαιτούνταν κανονικά κατά την έναρξη αυτής της περιόδου. Ακολουθώντας, προκειμένου να βελτιώσει την ιδιαίτερα δύσκολη κατάσταση, στη οποία είχε επέλθει η χρηματαγορά, στις 19 Δεκεμβρίου προχώρησε σε «ένεση» ρευστότητας ύψους περίπου 350 δις. ευρώ, ενώ τον Ιούλιο του 2008 αύξησε τα βασικά επιτόκια κατά 0,25%, ακολουθώντας πιο σφιχτή Νομισματική Πολιτική. Με αυτό τον τρόπο, η ΕΚΤ επικεντρώθηκε στη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση και με τη διαχείριση της ρευστότητας και τη σταθεροποίηση του επιτοκίου στην αγορά χρήματος, σε επίπεδο κοντά στο ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις κύριες πράξεις αναχρηματοδότησης, προσπάθησε να εγγυηθεί τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη Ζώνη του Ευρώ (Ιορδανίδης, 2012).

Αξίζει να σημειωθεί ότι στις αρχές του 2008 πολλά γεγονότα επέτειναν τις αναταράξεις, όπως η παραλίγο κατάρρευση της τράπεζας Bar Sterns στις ΗΠΑ στα μέσα Μαρτίου και η εξασθένηση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας των ειδικών οργανισμών στεγαστικής πίστης που τελούσαν υπό την αιγίδα της αμερικανικής κυβέρνησης (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014d). Η κατάσταση ξαφνικά επιδεινώθηκε στις χρηματαγορές τον Σεπτέμβριο του 2008. Η κατάρρευση της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 έδωσε δραματικές διαστάσεις στο ήδη υφιστάμενο πρόβλημα χρηματοδότησης. Οι επιδράσεις της χρεοκοπίας της εν λόγω τράπεζας μεταδόθηκαν με ταχύτατους ρυθμούς και στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, προκαλώντας ένα τεράστιο

πρόβλημα εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά, γεγονός που συνεπαγόταν την αναγκαστική μείωση της παροχής πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, σπρώχνοντας έτσι την ευρωπαϊκή οικονομία στην ύφεση (Ιορδανίδης, 2012).

Η αυξανόμενη αβεβαιότητα για την οικονομική ευρωστία σημαντικών τραπεζών παγκοσμίως, είχε ως αποτέλεσμα να κλονιστεί η δραστηριότητα σε πολλές χρηματοπιστωτικές αγορές. Λόγω της κατάρρευσης κατ' ουσία της αγοράς χρήματος, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν σε αφύσικα υψηλά επίπεδα. Τόσο εντός όσο και εκτός της ζώνης του ευρώ τα επιτοκιακά περιθώρια (spreads)<sup>17</sup> έφθασαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα (Αλεξάκης, 2011) Στη διάρκεια αυτής της περιόδου έντονης αβεβαιότητας, οι τράπεζες συγκέντρωσαν μεγάλα αποθέματα ρευστότητας, ενώ παράλληλα εξάλειψαν τους κινδύνους από τους ισολογισμούς τους και άρχισαν να χορηγούν δάνεια με πιο αυστηρούς όρους. Η κρίση άρχισε να διαχέεται και στην πραγματική οικονομία, ενώ οι οικονομικές συνθήκες στις περισσότερες σημαντικές οικονομίες επιδεινώθηκαν ραγδαία και συγχρονισμένα και οι παγκόσμιες εμπορικές συναλλαγές σημείωσαν ελεύθερη πτώση (ΕΚΤ, 2013).

Με την εξάλειψη της εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά και την περιέλευση σε μη λειτουργική της αγοράς χρήματος, ο Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής κατακερματίστηκε. Πράγματι, η πρώτη φάση της διαδικασίας μετάδοσης στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στη διαμεσολάβηση εντός του τραπεζικού τομέα. Σαν αποτέλεσμα, κατέστη πιο δύσκολο να εκτιμηθούν δύο σημαντικά στοιχεία:

- i) η προοπτική της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα, που στη συγκεκριμένη περίοδο αφορούσε και θέματα αποπληθωρισμού, και
- ii) η συνεισφορά της νομισματικής πολιτικής σε αυτή την προοπτική.

Μόνη η τυπική αντίδραση της Νομισματικής Πολιτικής, δηλαδή, να μειωθούν τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ, ίσως ήταν ανεπαρκής για τη διασφάλιση της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών. Προέκυψαν λοιπόν τρία κύρια ζητήματα τα οποία έπρεπε να αντιμετωπισθούν άμεσα (ECB, 2010b). Πρώτον, να μειωθούν οι εντάσεις στην αγορά

---

<sup>17</sup> Το επιτοκιακό περιθώριο (spread), είναι μια μονάδα μέτρησης που εκφράζει τη διαφορά (διασπορά) δύο τιμών ή δύο πραγμάτων. Όσον αφορά την οικονομία, με τον όρο spread εννοούμε τη διαφορά των τιμών των επιτοκίων δανεισμού μεταξύ δύο χωρών. Συνήθως η μία χώρα είναι αυτή που εξετάζουμε και η άλλη μία χώρα με ισχυρή και σταθερή οικονομία. Ως μονάδα μέτρησης ορίζεται η μονάδα βάσης. Διαφορά επιτοκίων 1%, σημαίνει 100 μονάδες βάσης. Στην Ευρωζώνη η πιο ισχυρή και σταθερή οικονομία είναι της Γερμανίας (Πηγή: Βικιπαίδεια).



χρήματος (η πρώτη διασύνδεση στην αλυσίδα μετάδοσης). Δεύτερον, να προσαρμοσθούν γρήγορα τα επιτόκια πολιτικής σε χαμηλά επίπεδα. Τρίτον, η κατάσταση στο τραπεζικό σύστημα απαιτούσε, επιπρόσθετα, μη συμβατικά μέτρα, συμπεριλαμβανομένων και των περιορισμών στα πιστωτικά πρότυπα από τις τράπεζες, για να παραμείνουν πλήρως λειτουργικές οι περαιτέρω διασυνδέσεις στην αλυσίδα μετάδοσης, από τις τράπεζες προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις (Αλεξιάκης, 2011).

Η ΕΚΤ λοιπόν, τον Οκτώβριο του 2008 (Ιορδανίδης, 2012) απάντησε με διάφορα μέτρα, από τα οποία το πλέον σημαντικό ήταν η εφαρμογή της πολιτικής πλήρους κατανομής και καθορισμένων επιτοκίων (ΕΚΤ, 2013).

Η διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή (απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας), σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης (“fixed rate full allotment”) αποσκοπούσε στη παροχή απεριόριστης ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα του Ευρωσυστήματος, εφόσον αυτά μπορούσαν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρα (“adequate collateral”). Με την υιοθέτηση αυτής της καινοτομίας στο λειτουργικό της πλαίσιο, η ΕΚΤ επεδίωξε να ενισχύσει την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των πιστωτικών ιδρυμάτων, μετριάζοντας έτσι τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την οικονομία (Ιορδανίδης, 2012).

Στην ουσία, η ΕΚΤ πήρε τη θέση της αγοράς χρήματος (ΕΚΤ, 2013). Στις 8 Οκτωβρίου του 2008, σε μια, χωρίς προηγούμενο, συντονισμένη κίνηση για τη μείωση των επιτοκίων, η ΕΚΤ συνεργάστηκε με την Fed, την Τράπεζα της Αγγλίας, την Κεντρική Τράπεζα της Σουηδίας και την Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας, προκειμένου να μειώσει το βασικό επιτόκιο κατά 0,5%. Έτσι, έχοντας αυξησει μόλις πριν από τρεις μήνες το βασικό επιτόκιο κατά 0,25%, στο 4,25%, η ΕΚΤ τώρα αποφασίζει να το μειώσει στο 3,75% στις 15 Οκτωβρίου του 2008 (Ιορδανίδης, 2012). Μέχρι το τέλος του 2008 το επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης μειώθηκε κατά 175 μονάδες βάσης (Τράπεζα Ελλάδος, 2010).

Μέχρι το Μάιο του 2009 συντελέστηκαν άλλες τέσσερις μειώσεις στο σταθερό επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης. Το Δεκέμβριο του 2008 το επιτόκιο έφτασε στο 2,5% και το Μάιο του 2009 μειώθηκε ακόμη κατά 150 μονάδες βάσης φτάνοντας στο 1%. Την περίοδο Ιουνίου 2009 – Απριλίου 2010 δεν υπήρξε

άλλη μείωση του επιτοκίου αλλά εφαρμόστηκαν πρόσθετα, μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής (Τράπεζα Ελλάδος, 2010).

Η ΕΚΤ συνεχίζει τη διαδικασία μείωσης των βασικών της επιτοκίων μέχρι τις 11 Ιουλίου του 2012, όταν το ποσοστό φτάνει στο 0,75% που αποτελεί και το χαμηλότερο επίπεδο μετά την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ. Το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων ορίστηκε στο 0,00% και το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 1,50% (Ιορδανίδης, 2012).

Από το φθινόπωρο του 2008, που η αναστάτωση εξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και προξένησε σφοδρή πτώση στην οικονομία της Ευρωζώνης, δημιουργήθηκε η ανάγκη για σημαντικότερα μέτρα διασφάλισης του Μηχανισμού Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής, καθώς η στενή σχέση μεταξύ βασικών επιτοκίων και επιτοκίων αγοράς χρήματος είχε λάβει μια διαφορετική και πιο περίπλοκη μορφή (Trichet, 2009). Με δεδομένη τη μεταβολή στην αξιολόγηση των κινδύνων σε ότι αφορά τη Σταθερότητα των Τιμών, τα επιπρόσθετα μέτρα χρειάζονταν ώστε να διαφυλάξουν περισσότερο ενάντια σε μια συστημική κρίση ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ευρωζώνης, να υποστηρίξουν τη μετάδοση των επιτοκιακών αποφάσεων της ΕΚΤ και να επαυξήσουν τη ροή πιστώσεων (Αλεξιάκης, 2011).

Καθώς οι εντάσεις στις αγορές χρήματος εμπόδισαν την ικανότητα των τραπεζών να παρέχουν χρηματοδότηση στην οικονομία, η μείωση των βασικών επιτοκίων πολιτικής θα ήταν λιγότερο αποτελεσματική αν υπήρχε απουσία επιπρόσθετων πολιτικών χρηματοπιστωτικής υποστήριξης. Έτσι αποφασίστηκε και η Επαυξημένη Πιστωτική Υποστήριξη (ΕΠΥ) που αποτελείται από μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της ροής πιστώσεων. Αυτά τα μέτρα προωθήθηκαν από την ανάγκη να διασφαλιστεί η συνεχής αποτελεσματικότητα της μετάδοσης της συμβατικής Νομισματικής Πολιτικής στην πραγματική οικονομία και τελικά στην εξέλιξη των τιμών, σε ένα περιβάλλον όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρισκόταν κάτω από σημαντική πίεση. Ήλθαν ως εκ τούτου να συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια, παρά να τα υποκαταστήσουν. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε για το επίπεδο των επιτοκίων που ήταν κατάλληλο για να εκπληρώσει την εντολή της σταθερότητας των τιμών και στη συνέχεια υλοποίησε μια σειρά μη συμβατικών μέτρων που απέβλεπαν

στη διασφάλιση ότι αυτή η κατάσταση της Νομισματικής Πολιτικής μεταδίδεται με επιτυχία στην οικονομία ως σύνολο. Η ΕΠΥ είχε άμεση επίδραση στα επιτόκια και στην προσφορά πιστώσεων, επιδιώκοντας κυρίως να αντιμετωπίσει τους κινδύνους ρευστότητας των τραπεζών και πρόσβασής τους σε ξένο νόμισμα. Ειδικότερα, η Επαυξημένη Πιστωτική Υποστήριξη αποτελείται από σειρά πέντε μέτρων (Αλεξάκης, 2011):

- i. Τον Οκτώβριο του 2008 η ΕΚΤ υιοθέτησε τη διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή - απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας - στο επιτόκιο πολιτικής της, σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Οι τράπεζες δανείζονται όση ρευστότητα επιθυμούν από το Ευρωσύστημα, εφόσον μπορούν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρο. Επεδίωξε να ενισχύσει τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών μετριάζοντας τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την οικονομία.
- ii. Επίσης τον Οκτώβριο του 2008 η ΕΚΤ επεξέτεινε την ήδη ευρεία λίστα αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, επαυξάνοντας την πρόσβαση των τραπεζών σε ρευστότητα κατά τη διάρκεια της κρίσης.
- iii. Το δεύτερο εξάμηνο του 2009, πέραν των εξαμηνιαίων μη κανονικών λειτουργιών που ίσχυαν ήδη, η ΕΚΤ αποφάσισε την ανάληψη τριών λειτουργιών αναχρηματοδότησης υπό σταθερό επιτόκιο με δωδεκάμηνη περίοδο λήξης. Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες πριν την κρίση, σε ένα έτος, οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών, βραχυπρόθεσμα. Επιπλέον η ΕΚΤ αύξησε τη διάρκεια των Πράξεων Αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες σε ένα χρόνο. Έτσι, ενώ πριν την εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης υπήρχε η πράξη Κύριας Αναχρηματοδότησης με διάρκεια μιας εβδομάδας και η Πράξη Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης με διάρκεια τριών μηνών, κατά τη διάρκεια της αναταραχής στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η ΕΚΤ αύξησε της συχνότητα των Πράξεων Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης και εισήγαγε νέες τέτοιες πράξεις διαρκείας ενός μηνός, έξι μηνών και δώδεκα μηνών (Ιορδανίδης, 2012). Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών

αναχρηματοδότησης οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων σε βραχυπρόθεσμη περίοδο (Αλεξιάκης, 2011).

- iv. Το πρώτο εξάμηνο του 2008 η ΕΚΤ επαύξησε την παροχή αναχρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, προσφέροντας απεριόριστη παροχή έναντι αποδεκτού ενέχυρου σε ευρώ. Επίσης, αύξησε τον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια που προσέφερε (μέχρι τρεις μήνες), ενώ εισήγαγε και λειτουργίες παροχής ρευστότητας σε ελβετικά φράγκα. Έτσι επιδιώχθηκε να αντιμετωπιστούν οι ανάγκες χρηματοδότησης περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα των τραπεζών της ευρωζώνης.
- v. Τον Ιούνιο του 2009 η ΕΚΤ ενεργοποίησε την αγορά καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται στην Ευρωζώνη. Η αγορά καλυμμένων ομολόγων αντιπροσωπεύει μια μείζονα πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών. Αυτό το μέτρο προήγαγε τις πρωτογενείς εκδόσεις και μείωσε τα ιδιαίτερα αυξημένα ανοίγματα αυτής της αγοράς, βοηθώντας στην αναγέννηση της ήδη πληγείσας αγοράς.

Όλα τα μέτρα διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της Ευρωζώνης, όπου οι τράπεζες αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία, αντίθετα με την οικονομία των ΗΠΑ, στην οποία το μέγιστο μέρος της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις βασίζεται στις αγορές. Αποδείχθηκαν καθοριστικά για την υποστήριξη του τραπεζικού συστήματος και έμμεσα των χρηματοπιστωτικών αγορών, βελτιώνοντας σημαντικά τη ρευστότητα της αγοράς και μειώνοντας τους κινδύνους χρηματοδότησης των τραπεζών. Αν και δεν εμπόδισαν μια σημαντική πτώση στις δανειοδοτήσεις του ιδιωτικού τομέα, χωρίς αυτά η μείωση θα ήταν πολύ ισχυρότερη, καθώς σχεδιάστηκαν ώστε να διατηρούν τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες και τις πιστωτικές ροές σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα που θα επιτυγχάνονταν μόνον μέσω μείωσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ (Αλεξιάκης, 2011).

Η ΕΚΤ έχει επανειλημμένως επισημάνει ότι η αξιολόγηση των συνθηκών στις αγορές αποτελεί το κριτήριο για τον περιορισμό ή ακόμα και την κατάργηση των μη συμβατικών μέτρων Νομισματικής Πολιτικής. Έτσι, στο τέλος του 2009, η παρατηρούμενη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην Ευρωζώνη οδήγησε την ΕΚΤ σε μια σταδιακή απόσυρση της πολιτικής Επαυξημένης Πιστωτικής Υποστήριξης. Οι λειτουργίες ανοιχτής αγοράς σε δολάρια ΗΠΑ και σε ελβετικά

φράγκα σταμάτησαν σταδιακά. Επίσης, καθώς η ζήτηση για τη μακροπρόθεσμη λειτουργία αναχρηματοδότησης μειώθηκε, σταμάτησαν και οι εξαμηνιαίες και οι ετήσιες πράξεις αναχρηματοδότησης. Αποφασίστηκε επίσης η επιστροφή στις διαδικασίες υποβολής προσφορών κυμαινόμενου επιτοκίου στις τριμηνιαίες λειτουργίες αναχρηματοδότησης (Ιορδανίδης, 2012). Ωστόσο, για όλες τις πράξεις αναχρηματοδότησης διάρκειας μιας εβδομάδας και ενός μήνα, η ΕΚΤ συνέχισε να παρέχει απεριόριστη ρευστότητα με σταθερό επιτόκιο. Η απόσυρση αντανάκλα την ανάγκη να αποφευχθεί ο κίνδυνος δυσμενών και παράπλευρων επιδράσεων και στρεβλώσεων από τα μη συμβατικά μέτρα, καθώς η παρατεταμένη εφαρμογή τους μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολική εξάρτηση, σε μη κανονική ρευστότητα της κεντρικής τράπεζας αλλά και στην υπερβολική ανάληψη κινδύνου από τα πιστωτικά ιδρύματα (Αλεξιάκης, 2011).

Στα τέλη Απριλίου-αρχές Μάιου του 2010 η διαδικασία απόσυρσης των μη συμβατικών μέτρων ανεστάλη, καθώς παρατηρήθηκαν εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι οποίες οφείλονταν και στις αυξανόμενες ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους. Η υποβάθμιση των ελληνικών ομολόγων σε «BB+» από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης Standard & Poors προκάλεσε νέο γύρο εντάσεων και ανησυχιών στις αγορές ως προς την ρευστότητα. Υπήρχε δηλαδή αυξανόμενος κίνδυνος τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου να μην γίνονται αποδεκτά ως ενέχυρα στις Πράξεις Αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, εφόσον πριν το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης η ελάχιστη αποδεκτή βαθμολογία για τις εμπράγματα ασφάλειες από την ΕΚΤ ήταν «Α-». Ως αποτέλεσμα, η ΕΚΤ αποφάσισε να αναβάλει επίσης και την απαίτηση της ελάχιστης πιστοληπτικής διαβάθμισης για τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που χρησιμοποιήθηκαν ως ενέχυρα στις Πράξεις Αναχρηματοδότησής της (Ιορδανίδης, 2012).

Τον Μάιο του 2010 λοιπόν, η ΕΚΤ αποφάσισε να θέσει σε εφαρμογή το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων, το οποίο είχε πλέον λήξει.

Συγκεκριμένα, στις 10 Μαΐου το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε:

α) Την αγορά κρατικών και ιδιωτικών χρεογράφων με σκοπό να διασφαλιστεί η απαραίτητη ρευστότητα στα τμήματα της αγορά που ήταν δυσλειτουργικά, (Ιορδανίδης, 2012). Στο πλαίσιο του Προγράμματος αυτού, η ΕΚΤ και οι ΕΘΝΚΤ της

Ζώνης του Ευρώ μπορούσαν, εντός των ορίων που είχε καθορίσει το Διοικητικό Συμβούλιο, να παρεμβαίνουν σε ορισμένες αγορές χρεογράφων, κατά κύριο λόγο στις αγορές κρατικών ομολόγων. Σύμφωνα με τη Συνθήκη, η οποία τους απαγορεύει να πραγματοποιούν αγορές απευθείας από κυβερνήσεις, επιτρεπόταν να πραγματοποιούν αγορές στη δευτερογενή αγορά (σε τιμές της αγοράς). Το συνολικό ποσό όλων των ομολόγων που έχουν αγοραστεί και δεν έχουν ακόμη λήξει επαναποροφάται κάθε εβδομάδα, ούτως ώστε οι συνολικές συνθήκες ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά χρήματος να μένουν ανεπηρέαστες (ΕΚΤ, 2013).

β) Την προσωρινή διακοπή της στρατηγικής εξόδου από τα μέτρα της Ενισχυμένης Πιστωτικής Υποστήριξης. Ειδικότερα, αποφασίστηκε να διεξαχθούν δύο τριμηνιαίες πράξεις αναχρηματοδότησης με κατανομή ολόκληρου ποσού με σταθερό επιτόκιο αλλά και μία πράξη εξαμηνιαίας διάρκειας για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό (Ιορδανίδης, 2012).

γ) Την εκ νέου διεξαγωγή τακτικών Πράξεων Ανοικτής Αγοράς για τη χορήγηση χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ από το Ευρωσύστημα προς τα πιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης (Ιορδανίδης, 2012).

Πρέπει να επισημανθεί, ότι, όσον αφορά την αγορά ιδιωτικών χρεογράφων, ο ρόλος της ΕΚΤ ως Δανειστής Ύστατης Προσφυγής (Lender of Last Resort) στην Ευρωζώνη είχε ήδη ενισχυθεί τον Ιούνιο του 2009 μέσα από το «Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών» (“Covered Bond Purchase Programme” CBPP) με σκοπό τη χρηματοδότηση τραπεζών (κυρίως) αλλά και επιχειρήσεων, τη μείωση των επιτοκίων στις χρηματαγορές, τη διευκόλυνση της πιστωτικής επέκτασης και τη βελτίωση της ρευστότητας στη σχετική αγορά η οποία είχε πληγεί από τη κρίση. Το CBPP ανήκει στις Διαρθρωτικές Πράξεις, ένα από τα μέσα της Νομισματικής Πολιτικής, στις οποίες περιλαμβάνονται και οι οριστικές αγορές συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια. Στο πλαίσιο του προγράμματος αυτού, το οποίο διήρκεσε από την 1η Ιουλίου 2009 μέχρι την 30η Ιουνίου 2010, αγοράστηκαν ομολογίες ονομαστικής αξίας 60 δις. ευρώ (Ιορδανίδης, 2012).

Όμως, την άνοιξη του 2010 αναζωπυρώθηκαν οι εντάσεις και σε κάποια τμήματα των χρηματοπιστωτικών αγορών, ιδίως σε ορισμένες αγορές κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης, επιπλέον της Ελληνικής, οι οποίες παρουσίασαν απότομη αύξηση των αποδόσεων και συρρίκνωση του όγκου συναλλαγών (Τράπεζα Ελλάδος, 2014d).

Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν κυρίως οι αυξημένες ανησυχίες των αγορών για τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών σε ορισμένες χώρες της Ζώνης του Ευρώ, εν όψει της αύξησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους (Ιορδανίδης, 2012). Στο πλαίσιο αυτό το Ευρωσύστημα αποφάσισε να εισαγάγει μια επιπρόσθετη διευκόλυνση, το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (Securities Market Programme, SMP), αγοράζοντας χρεόγραφα ώστε να εξασφαλίσει επαρκές βάθος στις αγορές τίτλων που παρουσίαζαν δυσλειτουργίες. Αυτό θεωρήθηκε αναγκαίο επειδή ετίθετο σε κίνδυνο η λειτουργία του Μηχανισμού Μετάδοσης της ενιαίας Νομισματικής Πολιτικής και ως εκ τούτου η επίτευξη του πρωταρχικού στόχου (Τράπεζα Ελλάδος, 2014d).

Οι όροι του Προγράμματος είναι:

α) Η απόκτηση κρατικών ομολόγων και των χρεογράφων των λοιπών δημόσιων φορέων από το Ευρωσύστημα γίνεται αποκλειστικά και μόνο μέσω των δευτερογενών αγορών δεδομένου ότι το σύμφωνα με το άρθρο 123 της ΣΛΕΕ και το άρθρο 21 του Καταστατικού του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της ΕΚΤ, απαγορεύεται η απόκτηση τίτλων του δημοσίου από την πρωτογενή αγορά.

β) Οι αυξητικές επιδράσεις στη ρευστότητα λόγω της αγοράς ομολογίων στα πλαίσια του SMP εξουδετερώνονται πλήρως με ειδικές πράξεις επαναπορρόφησης της ρευστότητας (sterilization) καθώς στόχος του προγράμματος δεν είναι η διοχέτευση πρόσθετης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.

γ) Το SMP, όπως και όλα τα μη συμβατικά μέτρα Νομισματικής Πολιτικής, έχει προσωρινό χαρακτήρα (Ιορδανίδης, 2012).

Στις αρχές του 2011 οι πληθωριστικές πιέσεις ενισχύθηκαν λόγω ανόδου των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Εξαιτίας της πολυετούς εφαρμογής μη συμβατικών μέτρων είχε συσσωρευτεί άφθονη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ, κάτι που ήταν δυνατόν να διευκολύνει την υλοποίηση δευτερογενών επιδράσεων. Αυτό είχε ως συνέπεια το Ευρωσύστημα να αυξήσει τα βασικά επιτόκια τον Απρίλιο και τον Ιούλιο κατά 50 μονάδες βάσης. Οι αυξήσεις αυτές όμως γρήγορα έγινε αναγκαίο να αντιστραφούν καθώς το καλοκαίρι του 2011 οι αγορές των κρατικών ομολόγων σε ορισμένες χώρες-μέλη επηρεάστηκαν εκ νέου από εντάσεις, ενώ δυσλειτουργίες παρουσιάστηκαν και στη διατραπεζική αγορά με αποτέλεσμα τη δυσμενή επίπτωση στις συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας. Το γεγονός αυτό

αποτελέσει τη βάση για την απόφαση του ΔΣ της ΕΚΤ να μειώσει τα επιτόκια το Νοέμβριο και το Δεκέμβριο κατά 50 μονάδες βάσης (Τράπεζα Ελλάδος, 2014d).

Καθώς η κρίση χρέους συνεχίζεται στις περιφερειακές χώρες της Ευρωζώνης, τον Αύγουστο του 2011 η ΕΚΤ ανακοινώνει ότι θα ενεργοποιήσει εκ νέου το πρόγραμμα, συνεχίζοντας έτσι την αγορά κρατικών ομολογιών στη δευτερογενή αγορά. Το Δ.Σ. της ΕΚΤ κατέληξε στην απόφαση να επαναφέρει το δεύτερο Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (SPP2) λαμβάνοντας υπόψη, μεταξύ άλλων, τη δέσμευση των κυβερνήσεων της Ευρωζώνης να εκπληρώσουν τους δημοσιονομικούς τους στόχους καθώς και τις ανακοινώσεις ορισμένων κυβερνήσεων σχετικά με μέτρα και μεταρρυθμίσεις που θα υιοθετηθούν στους τομείς της δημοσιονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής (Ιορδανίδης, 2012).

Πάντως, ακόμα και μετά την θέσπιση των δύο προγραμμάτων έως και τις αρχές του 2011 συνεχιζόταν η ένταση στις αγορές κρατικού χρέους των χωρών της Ευρωζώνης, καθώς τα δημοσιονομικά προβλήματα, παρά τις όποιες προσπάθειες αντιμετώπισής τους από τις κυβερνήσεις, διαχύθηκαν σε αρκετά κράτη μέλη. Για το λόγο αυτό, και με ενδεχόμενο την υπονόμηση της σταθερότητας της Ζώνης του Ευρώ, ακολούθησε η θεσμοθέτηση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stabilisation Mechanism - EFSM) και του Ευρωπαϊκού ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility - EFSF) με σκοπό να αυξήσουν να τα ποσά του δανεισμού και να επεκτείνουν την κάλυψη σε χρηματοδοτικές ανάγκες στις χώρες της Ευρωζώνης (Ιορδανίδης, 2012).

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι στις 6 Οκτωβρίου του 2011 το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε να πραγματοποιήσει νέο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP 2) επιδιωκόμενης ονομαστικής αξίας έως 40δισ. ευρώ (Ιορδανίδης, 2012).

Τον Δεκέμβριο του 2011, λόγω των σοβαρών εντάσεων στις αγορές που απειλούσαν τη λειτουργία της αγοράς χρήματος και τη ροή πιστώσεων από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις, η ΕΚΤ αποφάσισε να διενεργήσει δύο πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης διάρκειας 36 μηνών. Το επιτόκιο αυτών των πράξεων ορίστηκε ίσο με το μέσο επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης όπως διαμορφώνεται κατά τη διάρκεια της αντίστοιχης πράξης. Η πρώτη πράξη κατανεμήθηκε στις 21 Δεκεμβρίου 2011 και η δεύτερη στις 29 Φεβρουαρίου 2012. (ΕΚΤ, 2013).



Επιπλέον, η ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει τη διαθεσιμότητα ασφαλειών μειώνοντας το όριο πιστοληπτικής διαβάθμισης για ορισμένα προϊόντα τιτλοποίησης και παρέχοντας τη δυνατότητα στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, ως λύση προσωρινού χαρακτήρα, να αποδέχονται ως ασφάλεια πρόσθετες δανειακές απαιτήσεις (τραπεζικά δάνεια) οι οποίες πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια. Την ευθύνη για την αποδοχή τέτοιων δανειακών απαιτήσεων θα φέρουν οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες που επιτρέπουν τη χρήση τους (ΕΚΤ, 2013).

Τρίτον, η ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει τον συντελεστή Υποχρεωτικών Ελάχιστων Αποθεματικών, από 2%, σε 1%, αποδεσμεύοντας έτσι ασφάλειες και στηρίζοντας τη δραστηριότητα στην αγορά χρήματος (Τράπεζα Ελλάδος, 2014d).

Τον Σεπτέμβριο του 2012, προκειμένου να διασφαλίσει τον ενιαίο χαρακτήρα της Νομισματικής Πολιτικής της αλλά και την ομαλή μετάδοση της κατεύθυνσης της πολιτικής αυτής προς την οικονομία σε ολόκληρη την Ευρωζώνη, η ΕΚΤ ανακοίνωσε τη δυνατότητα διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (ΟΝΣ). Οι Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές, είναι συναλλαγές στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων, που σκοπό έχουν την αντιμετώπιση σοβαρών στρεβλώσεων στις αγορές αυτές, οι οποίες προκαλούνται ειδικότερα από τους αβάσιμους φόβους των επενδυτών περί αναστρεψιμότητας του ευρώ. Υπό τις κατάλληλες συνθήκες, οι Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές παρέχουν έναν καθόλα αποτελεσματικό ανασταλτικό μηχανισμό για την αποφυγή αυτοεκπληρούμενων καταστροφικών σεναρίων που συνεπάγονται δυνητικά σοβαρές προκλήσεις για τη Σταθερότητα των Τιμών στη Ζώνη του Ευρώ. Προκειμένου να διαφυλάσσεται ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών και να εξασφαλίζεται ότι οι κυβερνήσεις έχουν τα σωστά κίνητρα για την υλοποίηση των απαραίτητων δημοσιονομικών προσαρμογών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, απαραίτητη προϋπόθεση των ΟΝΣ είναι η αυστηρή και αποτελεσματική τήρηση των όρων που έχουν τεθεί στο πλαίσιο ενδεδειγμένων προγραμμάτων της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας/του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΔΧΣ/ΕΜΣ) (ΕΚΤ, 2013).

Τέλος, κατά τη διάρκεια του 2013, όπως εξάλλου και στις αρχές του 2014, περιορίστηκε η πλεονάζουσα ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά, καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα άσκησαν το δικαίωμα για πρόωρη εξόφληση της χρηματοδότησης με αρχική διάρκεια 36 μηνών που είχαν αντλήσει τα προηγούμενα

έτη. Η εξέλιξη αυτή φανερώνει διεύρυνση των δυνατοτήτων άντλησης πόρων από την αγορά, λόγω της προαναφερθείσας εξομάλυνσης των συνθηκών μετά από τη θεσμοθέτηση των Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Τράπεζα Ελλάδος, 2014d).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 Εξαγωγή Συμπερασμάτων**

### **9.1 Συζήτηση**

Η ΕΚΤ, όπως και άλλες κεντρικές τράπεζες, καλείται να αντιμετωπίσει, μεταξύ άλλων, τη σημαντική αβεβαιότητα η οποία χαρακτηρίζει τη φύση των οικονομικών διαταραχών που πλήττουν την οικονομία, την αξιοπιστία των οικονομικών δεικτών και τις επιδράσεις του Μηχανισμού Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής. Προκειμένου να εξασφαλιστεί η επιτυχία της Νομισματικής Πολιτικής της, πρέπει κατ' αρχήν να υπάρχει καλή λειτουργία του Μηχανισμού Μετάδοσης. Αυτό προϋποθέτει την εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρήματος αφού η αποτελεσματικότητα της μετάδοσης εξαρτάται από τη συμπεριφορά των τραπεζών και τη βούλησή τους να διασφαλίσουν ότι οι ανταλλαγές ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά διεξάγονται

ομαλά. Οι δυσλειτουργίες στις αγορές χρήματος μπορούν να περιορίσουν την επίδραση της Νομισματικής Πολιτικής στις προοπτικές για σταθερότητα των τιμών. Η Νομισματική Πολιτική πρέπει να ενεργεί προληπτικά, κατά τρόπο προσανατολισμένο στο μέλλον, αφού οι σημερινές μεταβολές της δε θα επηρεάσουν το επίπεδο των τιμών παρά μόνο έπειτα από κάποια τρίμηνα ή κάποια έτη. Για τον λόγο αυτό, επίκεντρο των σημερινών αποφάσεων και ενεργειών της ΕΚΤ πρέπει να είναι η επίδραση που θα ασκήσουν στη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών μελλοντικά. Η Νομισματική Πολιτική επίσης θα πρέπει να διατηρεί έναν μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό, προκειμένου να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη ενεργειών και η πρόκληση άσκοπης μεταβλητότητας στην πραγματική οικονομία. Η Νομισματική Πολιτική δεν μπορεί να αποτρέψει μια ορισμένη βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα των ρυθμών του πληθωρισμού, η οποία οφείλεται, για παράδειγμα, στις μεταβολές των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και θα πρέπει να επιδιώκει τη σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Για τον σκοπό αυτό, η ΕΚΤ οφείλει να καθορίζει τον πρωταρχικό της στόχο, να αναπτύσσει και να ακολουθεί μια συνεπή και συστηματική μέθοδο άσκησης της Νομισματικής Πολιτικής και να επικοινωνεί με το κοινό με σαφήνεια και ειλικρίνεια. Κατ' αυτόν τον τρόπο εδραιώνει την αξιοπιστία της, η οποία της είναι απαραίτητη για να μπορεί να επηρεάζει τις προσδοκίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Τέλος η Νομισματική Πολιτική πρέπει να στηρίζεται σε ευρεία βάση και να λαμβάνει υπόψη όλες τις συναφείς πληροφορίες ούτως ώστε να γίνονται κατανοητοί οι παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομία.

Στην πράξη όλα όσα αναφέρονται παραπάνω σχετικά με μια επιτυχημένη Νομισματική Πολιτική δοκιμάστηκαν και μάλιστα σε πολύ δύσκολες συνθήκες, κατά την περίοδο της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης από το 2007 μέχρι σήμερα.

Ο Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής στην Ευρωζώνη έχει ήδη επηρεαστεί από μια σειρά εξελίξεων, από την εισαγωγή του ευρώ, οι οποίες έχουν επεκτείνει τον ορίζοντα των δυνατοτήτων χρηματοδότησης των τραπεζών και έχουν αυξήσει τις επιλογές τους για την ανάληψη κινδύνων, ενισχύοντας τον δυνητικό επεκτατικό ρόλο του καναλιού ανάληψης κινδύνων της Νομισματικής Πολιτικής. Ωστόσο, η χρηματοπιστωτική αναστάτωση κατέδειξε ότι η κατάσταση μπορεί να

αντιστραφεί σε περιόδους χρηματοπιστωτικής καχεξίας, όταν οι επιλογές άντλησης χρηματοδότησης που βασίζονται στην αγορά συμπιέζονται.

Με την έλευση των υπερβολικών κινδύνων σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, η προοπτική για τη σταθερότητα των τιμών μεταβλήθηκε σημαντικά κατά την περίοδο της κρίσης. Η ΕΚΤ αντέδρασε μέσω δραστηκής μείωσης των βασικών επιτοκίων. Ωστόσο, οι ανεπαρκώς λειτουργούσες αγορές αποδυνάμωσαν την ικανότητα της Νομισματικής Πολιτικής να επιδράσει σε αυτή την προοπτική μόνο με συμβατικά μέτρα (π.χ. μέσω μείωσης επιτοκίων). Η διασύνδεση ανάμεσα στα βασικά επιτόκια πολιτικής της ΕΚΤ και στα διατραπεζικά επιτόκια αδυνάτησε σημαντικά. Προκειμένου να υποστηρίξει την αποτελεσματική μετάδοση της Νομισματικής Πολιτικής, την πρόσβαση των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ρευστότητα και αμβλύνοντας τον αντίκτυπο στη μεσοπρόθεσμη προοπτική για τον πληθωρισμό, αποφασίστηκε από την ΕΚΤ η Ενισχυμένη Πιστωτική Υποστήριξη που αποτελείται από μη συμβατικά μέτρα τα οποία ήλθαν να συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια.

Η εφαρμογή των μη συμβατικών μέτρων επέτρεψε σημαντική αύξηση της αντληθείσας, εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων, ρευστότητας, ενώ το σύνολο των μέτρων που υιοθετήθηκαν έχουν συνεισφέρει στην ομαλοποίηση των οικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών και στη ροή πιστώσεων στην οικονομία μέσω παραγόντων προσφοράς, ιδιαίτερα μειώνοντας τις πιέσεις άντλησης χρηματοδότησης στον τραπεζικό τομέα, αλλά και παραγόντων ζήτησης λόγω του πολύ χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων. Έχουν, ωστόσο, περιορισμούς σε ότι αφορά τις επιζητούμενες μεταρρυθμίσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα.

Ο πρωταρχικός στόχος της Σταθερότητας των Τιμών που έχει οδηγήσει στην άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής τόσο με συμβατικά όσο και με μη συμβατικά μέτρα, σε απάντηση των πιέσεων που παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης, επίσης σημαίνει ότι η επιστροφή σε ένα πλαίσιο ομαλότερης Νομισματικής Πολιτικής αποτελεί τον φυσικό σκοπό. Λόγω της έκτακτης φύσης τους, τα μη συμβατικά μέτρα θα πρέπει να αποσυρθούν σταδιακά όταν ομαλοποιηθεί η κατάσταση στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η μετάδοση της Νομισματικής Πολιτικής αρχίσει να λειτουργεί ξανά ομαλά.

Εν κατακλείδι τα μέτρα όπως ίσχυσαν και διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της Ευρωζώνης, όπου τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία, συνεισέφεραν σημαντικά στην ομαλοποίηση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διατηρώντας, σε τελική ανάλυση, τη Σταθερότητα των Τιμών, ενώ όσον αφορά στις προοπτικές του πληθωρισμού στη Ζώνη του Ευρώ, το Δ.Σ. της ΕΚΤ αναμένει ότι θα παραμείνει συγκρατημένος, δεδομένης της σταθερότητας των μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών και της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας και θα κυμανθεί το 2014 μεταξύ 0,6% και 2%.

## **9.2 Περιορισμοί της εργασίας – Συστάσεις για μελλοντική ερευνητική εργασία**

Οι ουσιαστικοί περιορισμοί της παρούσας εργασίας πηγάζουν από την ίδια τη φύση της και τη μεθοδολογία που επελέγη για την εκπόνησή της. Ως βιβλιογραφική, η συγκεκριμένη εργασία, δεν είχε τη δυνατότητα να θέσει ερευνητικούς στόχους, ώστε να εμβαθύνει περισσότερο σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τη Νομισματική Πολιτική της ΕΚΤ και την αποτελεσματικότητά της και δεν είχε τη δυνατότητα της σύγκρισης με τη Νομισματική Πολιτική που ασκείται από άλλες Κεντρικές Τράπεζες εντός ή εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επιπλέον βασίστηκε κυρίως στις απόψεις αυτών που υιοθέτησαν και έκαναν πράξη την ισχύουσα Νομισματική Πολιτική. Επίσης ως πτυχιακή εργασία εμπίπτει στους περιορισμούς σχετικά με τη χρονική διάρκεια αποπεράτωσης της και του όγκου που αυτή πρέπει να έχει.

Θα είχε λοιπόν επιστημονικό ενδιαφέρον να εκπονηθεί μία ποιοτική έρευνα με συνεντεύξεις από υψηλόβαθμα στελέχη της ΕΚΤ, των ΕθνΚΤ και άλλων αντίστοιχων παραγόντων, όπως στελέχη των υπουργείων οικονομικών των χωρών της Ευρωζώνης, ώστε να διερευνηθούν τα εναλλακτικά σχέδια έναντι των οποίων επιλέχθηκαν αυτά τα οποία ισχύουν τελικά όσον αφορά στην άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής,

καθώς και η αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα που αυτά θα είχαν αν είχαν προκριθεί.

## **Βιβλιογραφία**

### **Ξενόγλωσση**

- Boivin, J, Giannoni, M.P. & Mojon, B. (2008) "How has the euro changed the monetary transmission? ", *National Bureau of Economic Research, Working Paper series*, No. 14190.
- Cecioni, M. & Neri, S. (2001) "The monetary transmission mechanism in the euro area: has it changed and why?" *Banca D' Italia Working paper*, No. 808.

- ECB (2000) "Monetary policy transmission in the euro area", *Monthly Bulletin*, July, pp. 43.
- ECB (2001) "Monetary policy-making under uncertainty", *Monthly Bulletin*, January, pp. 43-55.
- ECB (2004) *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt, Executive Board of the ECB.
- ECB (2009): "The implementation of monetary policy since August 2007", *Monthly Bulletin*, pp. 75-89.
- ECB (2010a): "Monetary policy transmission in the euro Area, a decade after the introduction of the euro", *Monthly Bulletin*, May, pp. 85-97.
- ECB (2010b) "The ECB's monetary policy during the financial crisis", *Monthly Bulletin*, January, pp. 63-71.
- ECB (2014a) *Objective of monetary policy*, διαθέσιμο σε:  
<http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>  
 [ανακτήθηκε 15 Φεβρουαρίου 2014].
- ECB (2014b) *Monetary policy*, διαθέσιμο σε:  
<http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>  
 [ανακτήθηκε 15 Φεβρουαρίου 2014].
- McCallum A. & Smets F. (2007): "Real wages and monetary policy transmission in the euro area", *Kiel Working Paper*, No. 1360.
- Peersman, G. & Smets, F. (2001) "The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: more evidence from VAR analysis", *ECB Working Paper Series*, No. 91.
- Trichet, JC. (2009) "The ECB's Enhanced Credit Support", *CESifo Working paper*, No. 2833.
- Weber, A., Gerke, R. & Worms, A. (2009) "Has the monetary transmission process in the euro area? Evidence based on VAR estimates", *BIS Working paper*, No. 276.

## **Ελληνική**

- Αλεξάκης, Π. (2011) "Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα", *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Συλλογικός Τόμος, σελ. 177-189, Αθήνα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών.

- Αλογοσκούφης, Γ. (2013) *Διαχρονική Μακροοικονομική*, Κεφ. 12, Αθήνα, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
- Βάμβουκας, Γ. (2004) *Διεθνείς Οικονομικές Σχέσεις*, Αθήνα, Γ. Μπένου.
- Βικιπαίδεια (2014a) *Τζων Μέυναρντ Κέυνς*, διαθέσιμο σε:  
[http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A4%CE%B6%CF%89%CE%BD\\_%CE%9C%CE%AD%CF%85%CE%BD%CE%B1%CF%81%CE%BD%CF%84\\_%CE%9A%CE%AD%CF%85%CE%BD%CF%82](http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A4%CE%B6%CF%89%CE%BD_%CE%9C%CE%AD%CF%85%CE%BD%CE%B1%CF%81%CE%BD%CF%84_%CE%9A%CE%AD%CF%85%CE%BD%CF%82) [ανακτήθηκε 20 Φεβρουαρίου 2014].
- Βικιπαίδεια (2014b) *Μονεταρισμός*, διαθέσιμο σε:  
<http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9C%CE%BF%CE%BD%CE%B5%CF%84%CE%B1%CF%81%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82> [ανακτήθηκε 20 Φεβρουαρίου 2014].
- Βλιάμος, Σ. (2008) *Περιφερειακή – Τοπική Ανάπτυξη*, Αθήνα, Υπουργείο Εθνικής Παιδείας και Θρησκευμάτων.
- Begg, D., Fischer, S. & Dornbusch, R. (1998) *Εισαγωγή στην Οικονομική*, τόμος β', Αθήνα, Κριτική.
- Gerdesmeier, D. (2009) *Σταθερότητα των τιμών: Γιατί είναι σημαντική για σένα;* Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- Giddy, I. (1996) *Παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές*, Αθήνα, Παπαζήση.
- Δουγέκος, Θ. (2008) "Η Ανεξαρτησία και Εποπτεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας: Θεωρητική και Εμπειρική Διερεύνηση", *Διδακτορική Διατριβή*, Θεσσαλονίκη, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- ΕΚΤ (2002) *Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα*, Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2009) *Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – Το Ευρωσύστημα – Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών*, Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2011) "Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη Ζώνη του Ευρώ", *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2013) *Νομισματική Πολιτική*, διαθέσιμο σε:  
[http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp\\_001.el.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_001.el.html)  
[ανακτήθηκε 15 Φεβρουαρίου 2014].



- Ζαχαριάδης-Σούρας, Δ. (2002) *Χρήμα – Πίστη - Τράπεζες*, 2<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα, Σταμούλης.
- Ζαχαριάδης-Σούρας, Δ. (2004) *Διεθνείς Οικονομικοί Οργανισμοί*, 2<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα, Σταμούλης.
- Ιορδανίδης, Ι. (2012) "Ο Ρόλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών στη Διασφάλιση της Σταθερότητας του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Συστήματος", *Διπλωματική Εργασία*, Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
- Κατσικιώτη, Α. (2009) "Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και Νομισματική Πολιτική: η αποτελεσματικότητά της ως μέσο αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού στην ευρωζώνη" *Διπλωματική Εργασία*, Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
- Krugman, P.R. & Obstfeld, M. (2011) *Διεθνής Οικονομική – Θεωρία και Πολιτική*, Αθήνα, Κριτική.
- Παπαδόπουλος, Α. (2002) *Νομισματική Θεωρία και Πολιτική*, Ρέθυμνο, Αυτοέκδοση.
- Παπαηλίας, Θ. (2011) *Αγορά Εργασίας – Κράτος Πρόνοιας – Κοινωνική Ασφάλιση*, Αθήνα, ΤΕΙ Πειραιά.
- Πορφύρης, Ν. & Πέτσας, Κ. (χ.χ.) *Οι αγορές Χρήματος, Κεφαλαίου και Παραγώγων Προϊόντων και οι Επενδύσεις*, Αθήνα, Χρηματιστήριο Αθηνών.
- Scheller, H.K. (2006) *Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – Ιστορία, Καθήκοντα και Λειτουργίες*, 2<sup>η</sup> έκδοση, Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- Τράπεζα της Ελλάδος - Ευρωσύστημα (2010) *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.
- Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2013) *Νομισματική Πολιτική 2012 – 2013*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.
- Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2014a) *Νομισματική Πολιτική και Ευρωσύστημα*, διαθέσιμο σε:  
<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/default.aspx>  
 [ανακτήθηκε 15 Φεβρουαρίου 2014].
- Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2014b) *Νομισματική Πολιτική*, διαθέσιμο σε:  
<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/monetary.aspx>  
 [ανακτήθηκε 15 Φεβρουαρίου 2014].

- Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2014c) *Μέσα Άσκησης Νομισματικής Πολιτικής*, διαθέσιμο σε:  
<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/means/default.aspx> [ανακτήθηκε 15 Φεβρουαρίου 2014].
- Τράπεζα της Ελλάδος - Ευρωσύστημα (2014d) *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2013*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.