



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας
Τμήμα Λογιστικής

Νομισματική Πολιτική στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Πτυχιακή Εργασία : Παναγοπούλου Ευτυχία (6883)



Επιβλέπων : Αναπλ. Καθηγητής Σταματόπουλος Β. Θεόδωρος

ΗΡΑΚΛΕΙΟ
Σεπτέμβριος 2011

Ευχαριστίες

Στο σημείο αυτό είναι υποχρέωσή μου να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. **Σταματόπουλο Β. Θεόδωρο** για την πολύτιμη καθοδήγησή του.

Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους υπαλλήλους της Τράπεζας της Ελλάδος για τα στοιχεία και τις πληροφορίες που μου παρείχαν ώστε πραγματοποιήσω την εκπόνηση της παρούσας εργασίας.

Επιπρόσθετα, οφείλω να αφιερώσω την πτυχιακή μου εργασία στην οικογένειά μου που μου συμπαραστάθηκε όλα τα χρόνια της φοίτησής μου στο ΤΕΙ Κρήτης.

Περίληψη

Σκοπός της παρούσης πτυχιακής εργασίας είναι η παρουσίαση της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης. Στα πλαίσια της εργασίας παρουσιάζονται οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής καθώς και τα μέσα για την επίτευξή τους.

Παράλληλα εξετάζονται ακροθιγώς, καθώς τα όρια της εργασίας δεν επιτρέπουν διεξοδική ανάλυση, τα απορρέοντα προβλήματα από την ενιαία νομισματική πολιτική στο πλαίσιο της θεωρίας των άριστων οικονομικών περιοχών.

Περιεχόμενα

Περιεχόμενα.....	4
Εισαγωγή.....	6
Κεφάλαιο 1 ^ο	8
Το μεταπολεμικό διεθνές νομισματικό σύστημα	8
Κεφάλαιο 2 ^ο	12
Το θεσμικό πλαίσιο και τα θεσμικά όργανα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης	12
2.1 Το νομικό πλαίσιο για την εισαγωγή του Ευρώ	15
2.2 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).....	16
2.3 Το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών (ΕΣΚΤ) και το Ευρωσύστημα ..	16
2.4 Η Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή.....	17
2.5 Η ομάδα του ευρώ.....	17
2.6 Το Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων (Ecofin)	18
Κεφάλαιο 3 ^ο	19
Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)- Ευρωσύστημα – Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)	19
3.1 Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)	19
3.2 Ευρωσύστημα	20
3.2.1 Σκοπός Ευρωσυστήματος	21
3.2.2 Βασικά καθήκοντα του Ευρωσυστήματος.....	22
3.2.3 Δομή του Ευρωσυστήματος.....	23
3.3 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).....	24
3.3.1 Στόχος Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.....	26
3.3.2 Τα καθήκοντα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.....	27

3.3.3 Όργανα λήψης αποφάσεων	30
3.3.4 Τα μέσα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	31
Κεφάλαιο 4^ο	36
Είναι Άριστη Νομισματική Περιοχή η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση ;	
4.1 Στοιχεία Θεωρίας Άριστων Νομισματικών Περιοχών	36
4.1.1. Παραδοσιακά Κριτήρια.....	36
4.1.2. Σύγχρονα Κριτήρια	40
4.2 Σύγκριση Κόστους- Οφέλους Νομισματικής Ένωσης.....	41.
4.3 Μπορεί η Ευρωζώνη να χαρακτηριστεί Άριστη Νομισματική Περιοχή;.....	45
Κεφάλαιο 5^ο	46
Νομισματική Πολιτική Χωρών Μελών Ευρωζώνης.....	46
5.1 Σκοπός της Ε.Ν.Ε.....	47
5.2 Ο πρώτος πυλώνας της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής	47
5.3 Ο δεύτερος πυλώνας της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής.....	48
5.4 Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής Ε.Κ.Τ.	49
5.5 Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής.....	51
5.6 Η εμπειρία της Ελλάδας στην Ευρωζώνη κατά τη περίοδο 2000-2010.....	55
Συμπεράσματα	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
Βιβλιογραφία	72

Εισαγωγή

Στις αρχές Ιουνίου του 1998 ιδρύθηκαν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Από 1ης Ιανουαρίου 1999 το ΕΣΚΤ με πρωταγωνιστή την ΕΚΤ θα είναι υπεύθυνο για το σχεδιασμό και την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, την άσκηση της συναλλαγματικής πολιτικής, την αποτελεσματική λειτουργία των συστημάτων πληρωμών και τη συλλογή και ανάλυση σχετικών στατιστικών στοιχείων σε εναρμονισμένη βάση στη ζώνη του ευρώ.

Στα καθήκοντα του ΕΣΚΤ περιλαμβάνεται η εκτύπωση και έκδοση χαρτονομίσματος σε ευρώ, καθώς και η εναρμόνιση των λογιστικών στοιχείων (και προτύπων) των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Πρόκειται για ένα μοναδικό ιστορικό εγχείρημα: για πρώτη φορά η ευθύνη για το σχεδιασμό και την άσκηση της νομισματικής και εν μέρει της συναλλαγματικής πολιτικής μιας ομάδας ανεξάρτητων κρατών μεταφέρεται στην ΕΚΤ, που θα λειτουργεί σαν ανεξάρτητος "υπερεθνικός" αλλά ευρωπαϊκός οργανισμός, και θα πρέπει να συμβιβάζει τα συμφέροντα και τους στόχους των χωρών-μελών της ζώνης ευρώ.

Η παρούσα εργασία αποτελείται από τα εξής κεφάλαια:

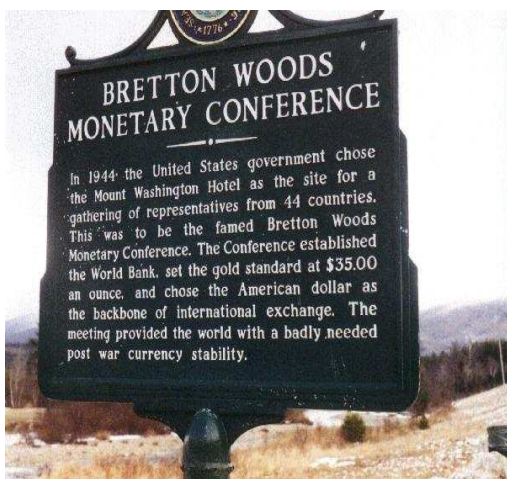
- Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το μεταπολεμικό διεθνές νομισματικό σύστημα.
- Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται το θεσμικό πλαίσιο και τα θεσμικά όργανα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

- Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), Ευρωσύστημα και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).
- Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται ανάπτυξη της θεωρίας των Άριστων Νομισματικών Περιοχών ,Σύγκριση κόστους – οφέλους της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης και εάν τελικά μπορεί να χαρακτηριστεί ως Α.Ν.Π.
- Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η Νομισματική Πολιτική Χωρών Μελών Ευρωζώνης, καθώς και οικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα τη πρώτη δεκαετία του 2000.

Κεφάλαιο 1^ο

Το μεταπολεμικό διεθνές νομισματικό σύστημα

Το σύστημα Bretton Woods αποτελεί το πρώτο ιστορικό παράδειγμα ενός διεθνούς νομισματικού συστήματος που ήταν καθ' ολοκληρίαν προϊόν διαπραγμάτευσης που σκοπό είχε την ρύθμιση των νομισματικών σχέσεων μεταξύ ανεξάρτητων και κυρίαρχων κρατών¹.



Τα θεμέλια του μεταπολεμικού διεθνούς νομισματικού συστήματος ετέθησαν πριν ακόμη την λήξη του δεύτερου παγκόσμιου πόλεμου, το καλοκαίρι του 1944, όταν, χωρίς την συμμετοχή των ηττημένων, οι αντιπρόσωποι των συμμαχικών δυνάμεων συναντήθηκαν σε μια διεθνή διαβούλευση στο ξενοδοχείο Mount Washington του Bretton Woods, New Hampshire. Την

συμφωνία ανέλαβαν να φέρουν εις πέρας δύο κυρίως πρόσωπα. Από την μία πλευρά ήταν ο Βρετανός οικονομολόγος John Maynard Keynes και από την άλλη ο υφυπουργός του υπουργείου οικονομικών των Ηνωμένων Πολιτειών Harry White.

Ο κύριος σκοπός της συμφωνίας ήταν η σταθεροποίηση των διεθνών ισοτιμιών νομισμάτων οι οποίες ήταν σε χαώδη κατάσταση μετά την μεγάλη ύφεση της

¹ Dermot McAleese (2005), Οικονομική για επιχειρησιακές σπουδές, Τυπωθήτω, Κεφάλαιο 22, επίσης Krugman, P., - Obstfeld, M., (2003), Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πολιτική, Κριτική ΑΕ, Κεφάλαιο 19, επίσης *Σύστημα του Bretton – Wood*, http://www.worldlingo.com/ma/enwiki/el/Bretton_Woods_system, τέλος Cameron G., Wallace C., (2002), *Macroeconomic Performance in the Bretton Woods Era and after*, Oxford Review of Economic Policy, 18.4: 479-94.

δεκαετίας του 1930 (Great Depression), όταν, αμφότερα τα νομίσματα της Αγγλίας και των Ηνωμένων Πολιτειών, αποσπάστηκαν από τον Χρυσό Κανόνα.

Συνοπτικά, τα κύρια σημεία της συμφωνίας Bretton Woods, περιελάμβανε τα εξής:

- (i) την ίδρυση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF)
- (ii) την ίδρυση της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank)
- (iii) τον σταθερό καθορισμό των διεθνών ισοτιμιών νομισμάτων σε σχέση με το δολάριο των Ηνωμένων Πολιτειών, το οποίο καθορίστηκε να έχει την σταθερή μετατρεψιμότητα των \$35 προς μία ουγκιά χρυσού. Με αυτή λοιπόν την τιμή οι κεντρικές τράπεζες είχαν την δυνατότητα να ανταλλάσσουν χρυσό με δολάρια.

Συνεπώς το Bretton Woods ήταν περισσότερο μια διεθνής επιβράβευση για την νίκη του συμμαχικού αγώνα και επιβεβαίωση αποδοχής της Αμερικής ως κεντρικού παίκτη στο διεθνές οικονομικό σύστημα. Σιωπηρά ο συλλογισμός που γινόταν ήταν ότι το δολάριο είναι το ίδιο καλό και σταθερό σαν νόμισμα όσο και ο χρυσός με αποτέλεσμα να αποτελεί και το μέτρο των υπολοίπων νομισμάτων καθώς και καταφύγιο συναλλαγματικού αποθεματικού νομίσματος. Η μνήμη της δεκαετίας του '30 όταν το χρυσό στέρεψε σε Αγγλία και Αμερική θα αποτελούσε συνεπώς παρελθόν αμετάκλητα, εξομαλύνοντας έτσι την διεθνή οικονομία.

Παράλληλα η συμφωνία του Bretton Woods θεράπευε και τους εφιάλτες της νομισματικής κερδοσκοπίας. Ήδη από την δημόσια διακήρυξη της συμφωνίας σκοπός των αρχιτεκτόνων της ήταν ο εκτοπισμός ή τουλάχιστον η περιστολή της ελευθερίας των διεθνών κερδοσκόπων. Οι τελευταίοι χρωματίζονταν με τα μελανότερα χρώματα. Ο λόγος είναι προφανής. Η σχετικά πρόσφατη κρίση του 30 με τα κοινωνικά παρεπόμενα πίεζαν για πολιτικές και διακηρύξεις τέτοιου τύπου. Οι κοινωνίες δεν μπορούσαν να ανεχτούν την απληστία των κερδοσκόπων που μεγιστοποιούν την κερδοφορία τους σε κρίσεις τις οποίες οι ίδιοι βοηθούν να δημιουργηθούν. Οι πολιτικοί ακολουθώντας το αίσθημα της κοινής γνώμης διακήρυτταν ότι οι ισοτιμίες των νομισμάτων καθώς επίσης και των προϊόντων δεν θα πρέπει να είναι αντικείμενο

της απληστίας των κερδοσκόπων οι οποίοι τζογάρουν (gamble) στο τι πρόκειται να συμβεί στο μέλλον.

Σύμφωνα με το σύστημα αυτό κάθε χώρα που συμμετείχε αναλάμβανε την υποχρέωση να ασκήσει τη νομισματική πολιτική εκείνη που της επέτρεπε να διατηρεί την συναλλαγματική της ισοτιμία σταθερή σε μια καθορισμένη τιμή, +/- 1% σε σχέση με τον χρυσό με σκοπό τη δημιουργία ενός ομαλού και προβλέψιμου διεθνούς κλίματος συναλλαγών. Καθότι όμως το βασικό αποταμιευτικό νόμισμα θα ήταν το δολάριο ουσιαστικά τα κράτη θα ρύθμιζαν την ισοτιμία τους αγοράζοντας ή πουλώντας δολάρια. Το αποτέλεσμα θα ήταν το δολάριο να αναλάβει τον ρόλο που είχε ο χρυσός στο παρελθόν. Ουσιαστικά το σύστημα ισοτιμιών του Bretton Woods έθετε τους ίδιους περιορισμούς στη νομισματική πολιτική της Fed σε σύγκριση με το κανόνα του χρυσού καθώς σε κάθε περίπτωση ο υψηλός πληθωρισμός ασκούσε πιέσεις στο δολάριο το οποίο η κεντρική τράπεζα στήριζε ανεβάζοντας τα επιτόκια

Φυσικά υπήρχε και η πρόβλεψη της θεμελιώδους ανισορροπίας. Εάν το ισοζύγιο πληρωμών μιας χώρας είχε σταθερά και μόνιμα ελλείμματα το νόμισμα αυτό είχε την δυνατότητα να ανατιμηθεί ή να υποτιμηθεί έναντι του δολαρίου. Οι αναπροσαρμογές είχαν δύο κλίμακες. Αυτές που είχαν ύψος μικρότερο από 10 % και ήταν στην διακριτική ευχέρεια της χώρας με πλεονασματικό ή ελλειμματικό ισοζύγιο και εκείνες που υπερέβαιναν το 10% και υπόκειντο στον έλεγχο του νεότευκτου ΔΝΤ. Συνεπώς οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν ορίζονταν αμετάκλητα, όσο υπήρχε περισσότερο ένας μηχανισμός προσαρμοσίμων ισοτιμιών. Παρότι οι ελλειμματικές χώρες συμμετείχαν στην διαμόρφωση του διεθνούς νομισματικού συστήματος ουσιαστικά οι πλεονασματικές χώρες δεν είχαν καμία συμμετοχή.

Η διαχείριση των ελλειμμάτων από το ΔΝΤ επιτυγχανόταν μέσω ενός σωρευμένου κεφαλαίου σε χρυσό και σε εθνικά νομίσματα από τις χώρες που συμμετείχαν στην συνδιάσκεψη. Συγκεκριμένα κατά την είσοδο στο ΔΝΤ μια χώρα δεχόταν και μια δεδομένη ποσόστωση που ουσιαστικά αντανακλούσε την σχετική οικονομική της δύναμη στο διεθνές σύστημα. Από αυτό προέκυπτε και ένα ποσό ανάλογο προς την ποσόστωσή της που έπρεπε να καταβάλλει κατά 25% σε χρυσό ή νόμισμα μετατρέψιμο σε χρυσό, όπως το δολάριο, καθότι, όπως είπαμε, ήταν το μόνο νόμισμα

που αναγνωριζόταν από τις κεντρικές τράπεζες ως άμεσα συνδεδεμένο με το χρυσό, και το υπόλοιπο 75 % στο εθνικό νόμισμα.

Το νέο αυτό σύστημα καθορισμού των συναλλαγματικών ισοτιμιών κατά την επόμενη δεκαετία του 1950 άρχισε να φέρνει τα αναμενόμενα αποτελέσματα με την μορφή της μεγάλης ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου, της οικονομικής ανάπτυξης και των επενδύσεων. Ταυτόχρονα όμως οι ΗΠΑ άρχισαν να εμφανίζουν σοβαρά ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών τους δημιουργώντας ένα αίσθημα νευρικότητας και έρπουσας ανησυχίας για το παρόν και κυρίως το μέλλον του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Το συνεχόμενα ελλειμματικό ισοζύγιο πληρωμών σήμαινε ότι όλο και μεγαλύτερη ποσότητα συναλλαγματικών αποθεμάτων των ΗΠΑ και χρυσού έφευγαν προς το εξωτερικό. Τα ελλείμματα αυτά καθώς συντηρούνταν επί σειρά ετών άρχισαν να δημιουργούν αμφιβολίες στις διεθνείς χρηματαγορές για την δυνατότητα που είχαν οι ΗΠΑ να συνεχίσουν να μετατρέπουν το δολάριο σε χρυσό.

Κεφάλαιο 2^ο

Το θεσμικό πλαίσιο και τα θεσμικά όργανα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης

Το θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, Ο.Ν.Ε., τέθηκε με τις διατάξεις της Συνθήκης της Ρώμης, όπως αυτή τροποποιήθηκε το 1992 με την ενσωμάτωση των διατάξεων της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, γνωστής ως **Συνθήκης του Μάαστριχτ**. Για πρακτικούς και ουσιαστικούς λόγους, η ευρωπαϊκή νομισματική μεταρρύθμιση αποφασίστηκε να μην ολοκληρωθεί αυτόματα, αλλά σε τρία στάδια. Η Συνθήκη περιέχει συγκεκριμένες ρυθμίσεις τόσο ως προς το χρονοδιάγραμμα έναρξης των σταδίων αυτών όσο και σχετικά με τις θεσμικές, μακροοικονομικές και ουσιαστικές προϋποθέσεις οι οποίες πρέπει να ικανοποιηθούν κατά τη διάρκειά τους. Υπενθυμίζεται ότι τα τρία στάδια της εν λόγω διαδικασίας είναι τα ακόλουθα:

Πίνακας 2.1: τα τρία στάδια της οικονομικής και νομισματικής ένωσης

Πρώτο στάδιο	1η Ιουλίου 1990 - 31η Δεκεμβρίου 1993
Δεύτερο στάδιο	1η Ιανουαρίου 1994 - 31η Δεκεμβρίου 1998
Τρίτο στάδιο	από 1ης Ιανουαρίου 1999

Το πρώτο στάδιο (το οποίο ήδη είχε αρχίσει την 1η Ιουλίου 1990, πριν από την υπογραφή της Συνθήκης), οι χώρες-μέλη του ΕΝΣ κατέργησαν όλου τους εναπομείναντες ελέγχους επί των κινήσεων κεφαλαίου. Η νομισματική συνεργασία ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες του ΕΝΣ ενισχύθηκε. Στη διάρκεια του πρώτου σταδίου, το οποίο διήρκεσε έως την 31η Δεκεμβρίου 1993, υπήρχε δυνατότητα επανευθυγραμμίσεων των συναλλαγματικά ισοτιμιών.

Το δεύτερο στάδιο ξεκίνησε την 1η Ιανουαρίου 1994. Δημιουργήθηκε ένα νέος θεσμός, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ινστιτούτο (ΕΝΙ). Αυτό λειτούργησε μόνο κατά

το δεύτερο στάδιο και κατά μία έννοια ήταν ο προπομπός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Οι λειτουργίες του ήταν περιορισμένες και αποσκοπούσαν κυρίως στην ενδυνάμωση της νομισματικής συνεργασίας ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες των διαφόρων χωρών.

Στην αρχή του τρίτου και τελευταίου σταδίου, τον Ιανουάριο του 1999 οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ανάμεσα στα εθνικά νομίσματα καθορίστηκαν αμετάκλητα. Επιπλέον, άρχισε να λειτουργεί η ΕΚΤ, η οποία εξέδωσε το ευρώ.

Στη Διάσκεψη Κορυφής των αρχηγών-κρατών στη Μαδρίτη, το Δεκέμβριο του 1995, επιτεύχθηκαν οι συμφωνίες σχετικά με το χαρακτήρα του τρίτου σταδίου το οποίο χωρίστηκε σε τρεις υποδιαίρεσεις:

- Από την 1η Ιανουαρίου 1999 έως την 31η Δεκεμβρίου 2001, τα εθνικά νομίσματα συνεχίζουν να βρίσκονται σε κυκλοφορία παράλληλα με το ευρώ, αν και με αμετάκλητα σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ωστόσο, οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιούν το ευρώ για όλες τις διατραπεζικές τους συναλλαγές. Οι ιδιώτες έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν το εθνικό τους νόμισμα, αλλά και να ανοίγουν λογαριασμούς σε ευρώ. (Να σημειωθεί ότι στη διάρκεια αυτής της περιόδου το ευρώ δεν υφίσταται με τη μορφή τραπεζογραμματίων και κερμάτων). Επιπλέον, όλες οι συναλλαγές ανάμεσα στην ΕΚΤ και στις εμπορικές τράπεζες γίνονται σε ευρώ. Τέλος, οι νέες εκδόσεις κρατικών ομολόγων γίνονται σε ευρώ και όχι σε εθνικά νομίσματα.
- Στο διάστημα από 1ης Ιανουαρίου μέχρι 1ης Ιουλίου 2002 το ευρώ θα αντικαταστήσει τα εθνικά νομίσματα, τα οποία θα χάσουν την αξία τους. Γι' αυτό στη διάρκεια αυτής της περιόδου θα οργανωθεί μια νομισματική μεταρρύθμιση.
- Από την 1η Ιουλίου 2002 και μετά, θα γίνει πράξη η νομισματική ένωση στην οποία το ευρώ θα είναι το μοναδικό νόμισμα που διαχειρίζεται μια κεντρική τράπεζα, η ΕΚΤ.

- Από το 1993 το πρωτογενές κοινοτικό δίκαιο άρχισε να συμπληρώνεται, σύμφωνα με τις διατάξεις της ίδιας της Συνθήκης, με την έκδοση Κανονισμών του Συμβουλίου, οι διατάξεις των οποίων έχουν άμεση δεσμευτικότητα σε όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Οι εν λόγω Κανονισμοί αφορούν σε τρεις μείζονος σημασίας θεματικές ενότητες:

- το νομικό καθεστώς του ενιαίου νομίσματος, του Ευρώ,
- την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής από τα κράτη-μέλη μετά την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ, και
- τη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών².

Επισημαίνεται, επίσης, η σπουδαιότητα του ψηφίσματος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του Άμστερνταμ τον Ιούνιο του 1997 στο οποίο εγκρίθηκε το "**Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης**" (**Stability and Growth Pact**). Πρόκειται για ένα πλαίσιο διατάξεων και κατευθυντήριων αρχών που περιέχονται σε τρεις κοινοτικές πράξεις για ενδυνάμωση της δημοσιονομικής συνεργασίας ανάμεσα στα συμμετέχοντα κράτη-μέλη και της εκ μέρους τους άσκησης αυστηρής δημοσιονομικής πειθαρχίας μετά την έναρξη του τρίτου σταδίου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Το Σύμφωνο περιέχει διατάξεις τόσο προληπτικού όσο και αποτρεπτικού χαρακτήρα, «για τη δημιουργία ενός μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών», ο οποίος θα αντικαταστήσει τον ισχύοντα Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος. Με το μηχανισμό αυτό θα ρυθμίζεται, μέσα σε συγκεκριμένα όρια, η διακύμανση των νομισμάτων των κρατών-μελών με παρέκκλιση προς το Ευρώ.

² **ΕΕΤ, (1998)**, «Το θεσμικό και νομικό πλαίσιο της ΟΝΕ και του Ευρώ», *Ευρώ, οι προσαρμογές και οι επιπτώσεις στον Ελληνικό τραπεζικό τομέα από την ΟΝΕ και την εισαγωγή του Ευρώ*.

2.1 Το νομικό πλαίσιο για την εισαγωγή του Ευρώ

Το νομικό πλαίσιο για την εισαγωγή του ευρώ στηρίζεται, εκτός από τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, κυρίως σε δυο πυλώνες³, τον Κανονισμό (ΕΚ) 1103/97 του Συμβουλίου της 17.6.1997 και τον Κανονισμό (ΕΚ) 974/98 του Συμβουλίου της 3.5.1998.

Στον Κανονισμό 1103/97 "σχετικά με ορισμένες διατάξεις που αφορούν την εισαγωγή του ευρώ" ορίζεται μεταξύ άλλων ότι την 1 η Ιανουαρίου 1999 το ευρώ θα καταστεί αυτοτελές νόμισμα και θα αντικαταστήσει το ECU χωρίς να μεταβάλει την εξωτερική ισοτιμία του τελευταίου (δηλαδή τη σχέση 1 ευρώ =1 ECU, ότι η καθιέρωση του ευρώ δεν μεταβάλλει τους όρους των νομικών πράξεων ούτε απαλλάσσει ούτε δικαιολογεί τη μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από νομικές πράξεις, ούτε παρέχει μονομερώς το δικαίωμα σε ένα συμβαλλόμενο να μεταβάλει ή να καταργήσει μια νομική πράξη (αρχή της συνέχειας των συμβάσεων). Επίσης περιλαμβάνονται και οι κανόνες που διέπουν τις μετατροπές από ευρώ σε εθνικές νομισματικές μονάδες και αντίστροφα⁴.

Ο Κανονισμός 974/98 "για την εισαγωγή του ευρώ" ορίζει ότι το ευρώ είναι από την 1η Ιανουαρίου 1999 το νόμισμα των συμμετεχόντων στη νομισματική ένωση κρατών-μελών. Νομισματική μονάδα είναι το ένα ευρώ, το οποίο υποδιαιρείται σε εκατό λεπτά. Το ευρώ υποδιαιρείται και στις εθνικές νομισματικές μονάδες σύμφωνα με τις τιμές μετατροπής. Θεσπίζεται η αρχή της μη απαγόρευσης-μη υποχρέωσης για τη χρήση του ευρώ στις συναλλαγές σε λογιστική μορφή. Τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα ευρώ θα τεθούν σε κυκλοφορία την 1η Ιανουαρίου 2002, ενώ τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα που είναι εκφρασμένα σε εθνικές νομισματικές μονάδες διατηρούν την ιδιότητα του νόμιμου χρήματος και μετά την 1η Ιανουαρίου 1999.

³ Μπρισίμης Σ., Παπαδοπούλου Δ., (2001), «Η εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή στην Ελλάδα», Οικ. Δελτίο, Τ.Ε., τεύχος 18

⁴ Σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΚ) 974/98 ως "εθνικές νομισματικές μονάδες" νοούνται οι μονάδες των νομισμάτων των συμμετεχόντων κρατών-μελών, όπως ορίζονται την παραμονή της ημέρας έναρξης του τρίτου σταδίου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Τα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης φέρουν την κύρια ευθύνη για τον καθορισμό της ευρωπαϊκής νομισματικής πολιτικής, τις αποφάσεις για την έκδοση του ευρώ και τη σταθερότητα των τιμών στην ΕΕ. Τα όργανα αυτά είναι η ΕΚΤ, το ΕΣΚΤ, η Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή, η ομάδα του ευρώ και το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών (Ecofin)⁵.

2.2 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)

Η ΕΚΤ ιδρύθηκε την 1η Ιουνίου 1998 και δεν είναι ευρωπαϊκό θεσμικό όργανο, διαθέτει όμως νομική προσωπικότητα (άρθρο 107 παράγραφος 2 της συνθήκης ΕΚ και άρθρο 9 του καταστατικού της ΕΚΤ). Η έδρα της βρίσκεται στη Φρανκφούρτη επί του Μάιν. Διευθύνεται από δύο όργανα λήψης αποφάσεων ανεξάρτητα από τα κοινοτικά όργανα και τις εθνικές αρχές, το συμβούλιο της ΕΚΤ και την εκτελεστική επιτροπή, καθώς και —για ορισμένα καθήκοντα— από το γενικό συμβούλιο, που δεν είναι όμως όργανο λήψης αποφάσεων του ΕΣΚΤ.

2.3 Το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών (ΕΣΚΤ) και το Ευρωσύστημα

Το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών μελών της ΕΕ (άρθρο 107 παράγραφος 1 της συνθήκης ΕΚ και άρθρο 1.2 του καταστατικού). Διευθύνεται από τα ίδια όργανα λήψης αποφάσεων με την ΕΚΤ (άρθρο 107 παράγραφος 2 της συνθήκης ΕΚ).

Το ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών της ευρωζώνης.

⁵ «Τα όργανα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης», http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/economic/institutions/article_7228_el.htm

2.4 Η Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή

Έχει έξι κατά μέγιστο μέλη, που ορίζονται κατά ένα τρίτο από τα κράτη μέλη, ένα τρίτο από την Επιτροπή και ένα τρίτο από την ΕΚΤ. Έχει τα ίδια καθήκοντα με εκείνα της Νομισματικής Επιτροπής, την οποία διαδέχθηκε την 1η Ιανουαρίου 1999, με μια σημαντική εξαίρεση: η ενημέρωση της Επιτροπής και του Συμβουλίου για την εξέλιξη της νομισματικής κατάστασης είναι πλέον αρμοδιότητα της ΕΚΤ.

2.5 Η ομάδα του ευρώ

Η ομάδα των υπουργών οικονομίας και οικονομικών της ευρωζώνης που ονομαζόταν προηγουμένως ομάδα «Euro-11» μετονομάστηκε το 1997 σε ομάδα του ευρώ. Αυτό το άτυπο συμβουλευτικό όργανο συνέρχεται τακτικά για να ασχοληθεί με θέματα της ομαλής λειτουργίας της ευρωζώνης και της ΟΝΕ. Στις συναντήσεις αυτές συμμετέχουν εκπρόσωποι της Επιτροπής και ενδεχομένως της ΕΚΤ. Στην άτυπη συνεδρίαση του Συμβουλίου Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων στις 10 Σεπτεμβρίου 2004 στο Scheveningen, εξελέγη πρόεδρος της ομάδας του ευρώ ο πρωθυπουργός και υπουργός οικονομικών του Λουξεμβούργου Jean-Claude Juncker. Ήταν έτσι ο πρώτος εκλεγμένος μόνιμος πρόεδρος με θητεία από την 1η Ιανουαρίου 2005 έως την 31η Δεκεμβρίου 2006. Τον Σεπτέμβριο του 2006, η θητεία του παρατάθηκε για δύο ακόμα έτη.

2.6 Το Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων (Ecofin)

Το Ecofin, στο οποίο ανήκουν οι υπουργοί οικονομικών των κρατών μελών της ΕΕ, είναι το όργανο λήψης αποφάσεων σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Μετά από ακρόαση της ΕΚΤ λαμβάνει αποφάσεις για τη συναλλαγματική πολιτική απέναντι στα μη κοινοτικά νομίσματα σύμφωνα με το στόχο της σταθερότητας των τιμών.

Στα παρακάτω κεφάλια αναλύονται τα δύο σπουδαιότερα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)- Ευρωσύστημα και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).

Κεφάλαιο 3^ο

Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)- Ευρωσύστημα- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα(ΕΚΤ)

3.1 Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)

Το ΕΣΚΤ αποτελείται από⁶:

- την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), και
- τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 27 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ).

Η "Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας" και το "Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας" (Καταστατικό του ΕΣΚΤ) αποτελούν τη νομική βάση για το ΕΣΚΤ. Η Συνθήκη ρυθμίζει την εκτέλεση των λειτουργιών κεντρικής τράπεζας για τη ζώνη του ευρώ από την ΕΚΤ και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ). Το Καταστατικό ορίζει ειδικότερα τα σχετικά καθήκοντα και λειτουργίες της ΕΚΤ και των ΕθνΚΤ.

Τα νομικά κείμενα που θεσπίζουν το ΕΣΚΤ – η "Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας" και το "Καταστατικό του ΕΣΚΤ" – συντάχτηκαν με γνώμονα ότι όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ θα υιοθετήσουν το ευρώ και, επομένως, το ΕΣΚΤ θα εκτελεί όλα τα καθήκοντα που απορρέουν από το ενιαίο νόμισμα. Ωστόσο, έως ότου όλες οι χώρες της ΕΕ εισαγάγουν το ευρώ, το Ευρωσύστημα έχει αναλάβει

⁶ «Νομισματική Πολιτική & Ευρωσύστημα»,

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/default.aspx>

τον ρόλο της νομισματικής αρχής. Ο όρος "Ευρωσύστημα" βοηθά να γίνει κατανοητή η διάρθρωση των κεντρικών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ.



Πηγή: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/default.aspx>

3.2 Ευρωσύστημα

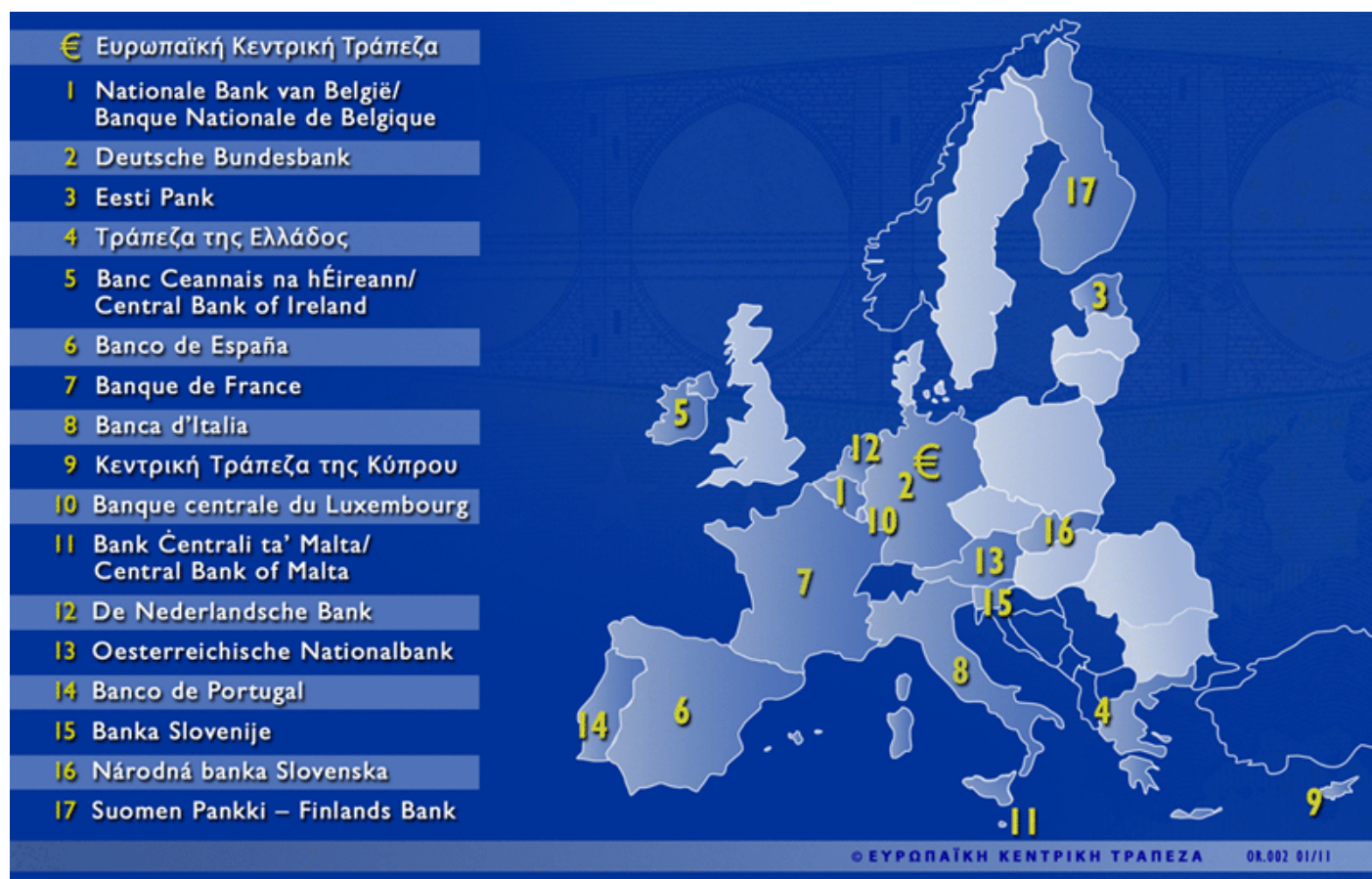
Το Ευρωσύστημα, που είναι το σύστημα κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ, περιλαμβάνει⁷:

- την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), και
- τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

⁷ «Νομισματική Πολιτική & Ευρωσύστημα»,

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/default.aspx>

Η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει σήμερα 17 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 και τη Φινλανδία.



Πηγή: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/default.aspx>

3.2.1 Σκοπός Ευρωσυστήματος

Σύμφωνα με το άρθρο 105, παράγραφος 1, της Συνθήκης, ο πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, που μεταφράζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) ως επίτευξη ρυθμών πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% σε μεσοπρόθεσμη βάση. Επίσης, χωρίς να επηρεάζεται ο στόχος της σταθερότητας των τιμών, το Ευρωσύστημα στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της ΕΕ και συμβάλλει στην υλοποίηση των στόχων της Κοινότητας (που περιλαμβάνουν υψηλό επίπεδο

απασχόλησης και αειφόρο οικονομική ανάπτυξη). Ενεργώντας ως χρηματοπιστωτική αρχή, το Ευρωσύστημα αποσκοπεί στη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την προώθηση της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης στην Ευρώπη.

3.2.2 Βασικά καθήκοντα του Ευρωσυστήματος

Η Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναθέτει στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) την αποστολή να εκτελεί λειτουργίες κεντρικής τράπεζας για τη ζώνη του ευρώ. Το άρθρο 105 παράγραφος 2 της Συνθήκης και το άρθρο 3.1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ εκχωρούν στο Ευρωσύστημα την αποκλειστική αρμοδιότητα να εκτελεί τα παρακάτω βασικά καθήκοντα:

1. να χαράσσει και να εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ,
2. να διενεργεί πράξεις συναλλάγματος,
3. να προωθεί την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών,
4. να κατέχει και να διαχειρίζεται τα επίσημα συναλλαγματικά διαθέσιμα των κρατών-μελών.

Ευρύτερα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος αποτελούν:

1. η έκδοση τραπεζογραμματίων ευρώ, τα οποία είναι τα μόνα τραπεζογραμμάτια που έχουν ισχύ νόμιμου χρήματος στη ζώνη του ευρώ,
2. η συλλογή των στατιστικών στοιχείων που απαιτούνται για την εκπλήρωση των καθηκόντων του Ευρωσυστήματος,
3. η συμβολή στον σχεδιασμό και την τροποποίηση των κανόνων που αφορούν στις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας,

4. η προώθηση ρυθμίσεων για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την αποτελεσματική διαχείριση χρηματοπιστωτικών κρίσεων,
5. η συνεργασία με διεθνείς φορείς σε θέματα όπως η παγκόσμια ανάπτυξη και η μακροοικονομική σταθερότητα.

3.2.3 Δομή του Ευρωσυστήματος

Το Ευρωσύστημα διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ.

Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελεί το κύριο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ και απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ, τα τέσσερα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους Διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών (ΕθνΚΤ) των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ (επί του παρόντος 17 Διοικητές). Έχει το δικαίωμα να λαμβάνει τις πλέον ουσιώδεις, από στρατηγικής άποψης, αποφάσεις για το Ευρωσύστημα: είναι αρμόδιο για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ (καθορισμός των βασικών επιτοκίων, υποχρεωτικών διαθεσίμων) και για τον καθορισμό των κατευθυντήριων γραμμών που πρέπει να ακολουθούν οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος κατά την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής.

Εκτελεστική Επιτροπή

Η Εκτελεστική Επιτροπή προετοιμάζει τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, θέτει σε εφαρμογή τις αποφάσεις του και διαχειρίζεται τις καθημερινές εργασίες της ΕΚΤ. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο και τέσσερα μέλη.

Γενικό Συμβούλιο

Το τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων σε επίπεδο ΕΣΚΤ είναι το Γενικό Συμβούλιο, το οποίο συνθέτουν ο Πρόεδρος και ο Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ και οι Διοικητές των ΕθνΚΤ των 27 κρατών-μελών της ΕΕ. Το Γενικό Συμβούλιο συμβάλλει στις συμβουλευτικές και συντονιστικές λειτουργίες της ΕΚΤ και στις προετοιμασίες για την εκάστοτε διεύρυνση της ζώνης του ευρώ. Μπορεί να θεωρηθεί ως μεταβατικό όργανο, καθώς εξακολουθεί να υφίσταται όσο υπάρχουν κράτη-μέλη της ΕΕ τα οποία δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ ως ενιαίο νόμισμα.

3.3 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα



Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ιδρύθηκε την 1η Ιουνίου 1998 με κεντρικά γραφεία στην Φρανκφούρτη. Από την 1η Ιανουαρίου 1999 είναι υπεύθυνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ – τη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο μετά τις Ηνωμένες Πολιτείες. Η ζώνη του ευρώ έγινε πραγματικότητα όταν η ευθύνη για την άσκηση νομισματικής πολιτικής εκχωρήθηκε από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 11 κρατών μελών της ΕΕ στην ΕΚΤ τον Ιανουάριο του 1999⁸.

Η Ελλάδα έγινε μέλος το 2001. Η δημιουργία της ζώνης του ευρώ και η ίδρυση ενός υπερεθνικού οργάνου, της ΕΚΤ, αποτέλεσε βασικό στάδιο στη μακρόχρονη και πολύπλοκη πορεία προς την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. Για να εκπληρώσει την αποστολή της, η ΕΚΤ χρησιμοποιεί το “Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών” (ΕΣΚΤ), το οποίο καλύπτει και τις 27 χώρες της ΕΕ. Ωστόσο, μόνον 17 από τις χώρες αυτές έχουν υιοθετήσει μέχρι σήμερα το ευρώ. Οι 17 αυτές χώρες αποτελούν τη “ζώνη του ευρώ” και οι κεντρικές τους τράπεζες, μαζί με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα απαρτίζουν το λεγόμενο “Ευρωσύστημα”. Προκειμένου να ενταχθούν στη

⁸ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ζώνη του ευρώ, οι 17 χώρες έπρεπε να πληρούν τα κριτήρια σύγκλισης , τα οποία είναι τα εξής , σύμφωνα με τη Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας:

1. Η εξέλιξη των τιμών

Σύμφωνα με το άρθρο 121 παράγραφος 1 πρώτη περίπτωση της Συνθήκης⁹, απαιτείται επίτευξη υψηλού βαθμού σταθερότητας τιμών· αυτό καταδεικνύεται από ένα ποσοστό πληθωρισμού του κράτους αυτού που προσεγγίζει το αντίστοιχο ποσοστό των τριών, το πολύ, κρατών μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών.

2. Οι δημοσιονομικές εξελίξεις

Σύμφωνα με το άρθρο 121 παράγραφος 1 δεύτερη περίπτωση της Συνθήκης απαιτείται σταθερότητα των δημόσιων οικονομικών· αυτό καταδεικνύεται από την επίτευξη δημοσιονομικής κατάστασης χωρίς υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα, κατά την έννοια του άρθρου 104 παράγραφος 6.

3. Η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Σύμφωνα με το άρθρο 121 παράγραφος 1 τρίτη περίπτωση της Συνθήκης απαιτείται τήρηση των κανονικών περιθωρίων διακύμανσης που προβλέπονται από το μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρωπαϊκού νομισματικού συστήματος επί δύο τουλάχιστον χρόνια, χωρίς υποτίμηση έναντι του νομίσματος οποιουδήποτε άλλου κράτους μέλους.

4. Η εξέλιξη των μακροπρόθεσμων επιτοκίων

Σύμφωνα με το άρθρο 121 παράγραφος 1 τέταρτη περίπτωση της Συνθήκης απαιτείται διάρκεια της σύγκλισης που θα έχει επιτευχθεί από το κράτος μέλος και της συμμετοχής του στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρωπαϊκού νομισματικού συστήματος, αντανακλώμενη στα επίπεδα των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

⁹ Συνθήκη του Μάαστριχτ

3.3.1 Στόχος ΕΚΤ

Ένα από τα κύρια έργα της ΕΚΤ και στόχος του Ευρωσυστήματος είναι η διατήρηση της **σταθερότητας των τιμών** στη ζώνη του ευρώ, ούτως ώστε η αγοραστική δύναμη του ευρώ να μην διαβρώνεται από τον πληθωρισμό. Στόχος της ΕΚΤ είναι να διασφαλίζει ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τιμών καταναλωτή είναι μεσοπρόθεσμα μικρότερος, αλλά κοντά στο 2%.

Η ΕΚΤ επιτυγχάνει το στόχο αυτό με δύο τρόπους:

- Πρώτο, **ελέγχει την προσφορά χρήματος**. Αν η προσφορά χρήματος είναι υπερβολικά μεγάλη συγκρινόμενη με την προσφορά αγαθών και υπηρεσιών, το αποτέλεσμα θα είναι πληθωρισμός.
- Δεύτερο, **παρακολουθεί τις τάσεις των τιμών** και αξιολογεί τον κίνδυνο που αυτές γεννούν για τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος σημαίνει, μεταξύ άλλων, τον καθορισμό των επιτοκίων για ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Αυτή είναι ίσως η πιο γνωστή δραστηριότητα της Τράπεζας.

Ο στόχος της ΕΚΤ γίνεται ιδιαίτερα σαφής στο άρθρο 105 της **Συνθήκης του Μάαστριχτ**, το οποίο αναφέρει:

«Η ΕΚΤ θα υποστηρίξει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της Κοινότητας με στόχο να συμβάλει στην επιδίωξη της Κοινότητας, όπως προβλέπεται στο άρθρο 2, δηλαδή ένα υψηλό ποσοστό απασχόλησης».

Επίσης, ότι αφορά την πολιτική ανεξαρτησία της ΕΚΤ, η Συνθήκη στο άρθρο 107 αναφέρει:

«Κατά την άσκηση της δικαιοδοσίας και κατά την εκτέλεση των καθηκόντων και εκπλήρωση των υποχρεώσεων που προβλέπονται από τη Συνθήκη ούτε η ΕΚΤ ούτε η

κεντρική τράπεζα κάποιας χώρας ούτε κανένα μέλος των οργάνων λήψης αποφάσεων θα επιδιώξει ή θα λάβει οδηγίες από κοινοτικά ιδρύματα ή φορείς, από καμία κυβέρνηση οποιασδήποτε χώρας-μέλους ή από κάποιον άλλο φορέα».

Η πολιτική ανεξαρτησία είναι μια αναγκαία συνθήκη για τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών διότι εάν δεν υπήρχε, η κεντρική τράπεζα μπορεί να υποχρεωθεί να εκτυπώσει χρήμα για να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού με αποτέλεσμα την αύξηση του πληθωρισμού. Για την αποφυγή αυτού το ενδεχομένου η Συνθήκη αναφέρει:

«Οι δυνατότητες για υπεραναλήψεις ή οποιαδήποτε άλλη μορφή δανειοληψείας από την ΕΚΤ ή από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών – μελών από κοινοτικά ιδρύματα ή φορείς, κεντρικές κυβερνήσεις, περιφερειακές ή τοπικές αρχές, δημόσιες αρχές απαγορεύονται, όπως και η αγορά χρεωστικών τίτλων απ' ευθείας από αυτούς τους φορείς εκ μέρους της ΕΚΤ ή των κεντρικών τραπεζών των χωρών – μελών»¹⁰.

3.3.2 Τα καθήκοντα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Σε αντίθεση με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ), η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) διενεργεί ελάχιστες μόνο πράξεις. Κύριο μέλημά της είναι να χαράσσει πολιτικές και να διασφαλίζει ότι οι αποφάσεις εφαρμόζονται με συνέπεια από τις ΕθνΚΤ.

Πιο συγκεκριμένα, η ΕΚΤ είναι υπεύθυνη για τα εξής:

- **να καθορίζει τις πολιτικές του Ευρωσυστήματος:** το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είναι αρμόδιο να ασκεί νομισματική πολιτική για το ενιαίο νόμισμα. Για παράδειγμα, ορίζει τη σταθερότητα των τιμών, τον τρόπο ανάλυσης των πληθωριστικών κινδύνων κ.λπ.

¹⁰ Συνθήκη του Μάαστριχτ, Άρθρο 104

- **να αποφασίζει, να συντονίζει και να παρακολουθεί τις πράξεις νομισματικής πολιτικής:** η ΕΚΤ παρέχει στις ΕθνΚΤ τις λεπτομέρειες για την εκτέλεση των απαιτούμενων πράξεων (αξία, χρόνος, ημερομηνία κ.λπ.) και ελέγχει αν έχουν εκτελεστεί με επιτυχία
- **να εκδίδει νομικές πράξεις:** εντός στενά καθορισμένων ορίων τα όργανα λήψης αποφάσεων έχουν την αρμοδιότητα να εκδίδουν δεσμευτικές νομικές πράξεις εντός του Ευρωσυστήματος, όπως κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες, για να διασφαλίζουν ότι οι αποκεντρωμένες πράξεις εκτελούνται με συνέπεια από τις ΕθνΚΤ. Επιπλέον, εντός καθορισμένων ορίων, μπορούν να εκδίδουν κανονισμούς και αποφάσεις, οι οποίες είναι δεσμευτικές εκτός του Ευρωσυστήματος
- **να εγκρίνει την έκδοση τραπεζογραμματίων:** αυτό το καθήκον αφορά το στρατηγικό σχεδιασμό και το συντονισμό της παραγωγής και της έκδοσης τραπεζογραμματίων ευρώ. Επιπλέον, η ΕΚΤ συντονίζει τις δραστηριότητες του Ευρωσυστήματος στους τομείς της έρευνας και ανάπτυξης, καθώς και τις δραστηριότητες που αφορούν την ασφάλεια και την ποιότητα της παραγωγής τραπεζογραμματίων ευρώ. Επίσης, η ΕΚΤ φιλοξενεί το Κέντρο Ανάλυσης Πλαστών που ασχολείται με την ανάλυση και την ταξινόμηση των πλαστών τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ, την κεντρική βάση δεδομένων για τα πλαστά τραπεζογραμμάτια ευρώ, καθώς και το Διεθνές Κέντρο για την Αποτροπή της Παραχάραξης, το οποίο προωθεί την παγκόσμια συνεργασία μεταξύ κεντρικών τραπεζών για την αποτροπή της παραχάραξης και τελεί υπό την αιγίδα των Διοικητών των Κεντρικών Τραπεζών της Ομάδας των 10 (G10)
- **να παρεμβαίνει στις αγορές συναλλάγματος:** εφόσον κρίνεται απαραίτητο, συνεργάζεται και με τις ΕθνΚΤ χωριστά. Αυτές οι παρεμβάσεις αφορούν την αγορά ή/και την πώληση τίτλων στις αγορές συναλλάγματος
- **να προωθεί τη διεθνή και ευρωπαϊκή συνεργασία:** προκειμένου να παρουσιάζει τις απόψεις της σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο, η ΕΚΤ συμμετέχει σε συνεδριάσεις διαφόρων διεθνών και ευρωπαϊκών φορέων. Το

Δεκέμβριο του 1998, η ΕΚΤ έγινε η μοναδική κεντρική τράπεζα στον κόσμο που έχει την ιδιότητα του παρατηρητή στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και σήμερα συμμετέχει σε όλες τις συνεδριάσεις της Εκτελεστικής Επιτροπής του ΔΝΤ για ζητήματα που αφορούν την Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Για το λόγο αυτόν, η ΕΚΤ δημιούργησε μόνιμη αντιπροσωπεία στην Ουάσιγκτον. Επιπλέον, η ΕΚΤ συμμετέχει σε συνεδριάσεις της Ομάδας των 7 (G7), της Ομάδας των 20 (G20) και της Διάσκεψης για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ προσκαλείται τακτικά σε συνεδριάσεις της Ομάδας Ευρώ (Eurogroup), τις μηνιαίες ανεπίσημες συναντήσεις των Υπουργών Οικονομικών της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, η ΕΚΤ μπορεί να συμμετέχει σε συνεδριάσεις του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης όποτε εξετάζονται ζητήματα που αφορούν τους στόχους και τα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είναι επίσης υπεύθυνη για τις εξής δραστηριότητες:

- **την έκδοση καταστατικών εκθέσεων:** οι υποχρεώσεις υποβολής εκθέσεων ορίζονται στο Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (άρθρο 15). Η ΕΚΤ δημοσιεύει Μηνιαίο Δελτίο, ενοποιημένη εβδομαδιαία λογιστική κατάσταση του Ευρωσυστήματος και Ετήσια Έκθεση
- **την παρακολούθηση των χρηματοπιστωτικών κινδύνων:** αξιολογεί τους κινδύνους που αφορούν τίτλους που είτε αγοράζονται στο πλαίσιο της επένδυσης των ίδιων κεφαλαίων και των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ είτε γίνονται αποδεκτοί ως ασφάλεια για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος
- **την άσκηση συμβουλευτικών λειτουργιών για τα κοινοτικά όργανα και τις εθνικές αρχές:** η ΕΚΤ εκδίδει "γνώμες" για σχέδια κοινοτικών και εθνικών νομοθετικών διατάξεων όταν εμπíπτουν στο πεδίο των αρμοδιοτήτων της
- **τον χειρισμό πληροφοριακών συστημάτων:** η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες έχουν θεσπίσει αρκετά κοινά λειτουργικά συστήματα για την πιο

εύκολη εκτέλεση πράξεων σε αποκεντρωμένη βάση. Τα συστήματα αυτά στηρίζουν "υλικοτεχνικά" τη λειτουργική ακεραιότητα του Ευρωσυστήματος. Σε αυτά περιλαμβάνονται πληροφοριακά συστήματα, εφαρμογές και διαδικασίες που οργανώνονται με βάση την "ακτινωτή" ρύθμιση, με κεντρικό κόμβο την ΕΚΤ

- **τη διαχείριση με στρατηγικό και τακτικό τρόπο των συναλλαγματικών της διαθεσίμων:** καθορίζει τις προτιμήσεις όσον αφορά τη σχέση κινδύνου-απόδοσης των συναλλαγματικών διαθεσίμων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα (στρατηγική κατανομή περιουσιακών στοιχείων), κατευθύνει τη σχέση κινδύνου-απόδοσης ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες που επικρατούν στην αγορά (τακτική κατανομή περιουσιακών στοιχείων), παρέχει κατευθυντήριες γραμμές για τις επενδύσεις και θεσπίζει ολόκληρο το λειτουργικό πλαίσιο.

3.3.3 Όργανα λήψης αποφάσεων Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Οι εργασίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας οργανώνονται γύρω από τα ακόλουθα όργανα λήψης αποφάσεων.

1) Η Εκτελεστική Επιτροπή

Απαρτίζεται από τον πρόεδρο της ΕΚΤ, τον αντιπρόεδρο και τέσσερα άλλα μέλη, οι οποίοι διορίζονται όλοι με κοινή συμφωνία από τους προέδρους ή πρωθυπουργούς των χωρών της ζώνης του ευρώ. Η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι οκταετής και μη ανανεώσιμη.

Έργο της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι να θέτει σε εφαρμογή τη νομισματική πολιτική, όπως χαράσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο (βλ. στη συνέχεια), και να δίδει τις σχετικές οδηγίες στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Προετοιμάζει επίσης τις

συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και είναι υπεύθυνη για την τρέχουσα διαχείριση της ΕΚΤ.

2) Το Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι το ανώτατο όργανο λήψης αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Απαρτίζεται από τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των 17 κεντρικών τραπεζών του ευρωσυστήματος, προεδρεύετε από τον πρόεδρο της ΕΚΤ. Πρωταρχική αποστολή του είναι η διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ και ιδίως ο καθορισμός των επιτοκίων δανεισμού που επιβάλλει η Κεντρική Τράπεζα στις εμπορικές τράπεζες.

3) Γενικό Συμβούλιο

Το Γενικό Συμβούλιο είναι το τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών και των 27 κρατών μελών της Ένωσης. Το Γενικό Συμβούλιο συμβάλλει στις συμβουλευτικές και συντονιστικές λειτουργίες της ΕΚΤ και στις προετοιμασίες για τη μελλοντική διεύρυνση της ζώνης του ευρώ.

3.3.4 Τα μέσα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Για να επιτυγχάνει τους σκοπούς του, το Ευρωσύστημα διαθέτει μια σειρά από μέσα νομισματικής πολιτικής. Διενεργεί πράξεις ανοικτής αγοράς, παρέχει πάγιες διευκολύνσεις και απαιτεί από τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά σε λογαριασμούς στο Ευρωσύστημα.

1) Πράξεις ανοικτής αγοράς

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς παίζουν σημαντικό ρόλο στη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος και αποσκοπούν στον επηρεασμό των επιτοκίων, τη διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά και τη σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Το Ευρωσύστημα διαθέτει πέντε είδη μέσων για τη διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς. Το σπουδαιότερο μέσο είναι οι **αντιστρεπτές συναλλαγές** (πράξεις βάσει συμφωνιών επαναγοράς ή δάνεια έναντι ενεχύρου). Το Ευρωσύστημα δύναται ακόμη να χρησιμοποιεί *οριστικές συναλλαγές, την έκδοση πιστοποιητικών χρέους, πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων και την αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας*. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς διενεργούνται με πρωτοβουλία της ΕΚΤ, η οποία αποφασίζει επίσης με ποιο μέσο και υπό ποιους όρους και προϋποθέσεις θα εκτελεστούν. Εκτελούνται με τακτικές δημοπρασίες, με έκτακτες δημοπρασίες ή με διμερείς διαδικασίες. Με βάση το σκοπό τους, το αν διενεργούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα ή εκτάκτως και τις διαδικασίες τους, οι πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες:

- **Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης** είναι τακτικές αντιστρεπτές συναλλαγές για την παροχή ρευστότητας, με συχνότητα μία φορά την εβδομάδα και διάρκεια συνήθως μίας εβδομάδας. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών. Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης αποτελούν βασικό άξονα για την επιδίωξη των σκοπών των πράξεων ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος.

- **Οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης** είναι αντιστρεπτές συναλλαγές για την παροχή ρευστότητας, με συχνότητα μία φορά το μήνα και διάρκεια συνήθως τριών μηνών. Σκοπός των πράξεων αυτών, που διενεργούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών, είναι να παρέχουν στους αντισυμβαλλομένους πρόσθετη πιο μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότηση. Με τις πράξεις αυτές το Ευρωσύστημα δεν αποσκοπεί, κατά κανόνα, να αποστείλει

μηνύματα στην αγορά και ως εκ τούτου συνήθως δέχεται προσφορές τιμών ή επιτοκίων.

- **Οι πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας** διενεργούνται εκτάκτως με σκοπό τη διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά και τον επηρεασμό των επιτοκίων, ιδίως για να εξομαλυνθούν οι επιπτώσεις στα επιτόκια που οφείλονται σε αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά. Οι πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας μπορούν να διενεργηθούν την τελευταία ημέρα της περιόδου τήρησης ελάχιστων αποθεματικών προκειμένου να αντιμετωπιστούν ανισορροπίες ρευστότητας που είχαν ενδεχομένως συσσωρευθεί μετά την κατανομή του ποσού της τελευταίας πράξης κύριας αναχρηματοδότησης. Διενεργούνται κυρίως ως αντιστρεπτές συναλλαγές, αλλά μπορούν επίσης να λάβουν τη μορφή πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων ή αποδοχής καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας. Τα μέσα και οι διαδικασίες που χρησιμοποιούνται για τη διενέργεια των πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας προσαρμόζονται ανάλογα με το είδος της συναλλαγής και τον εκάστοτε επιδιωκόμενο στόχο. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται συνήθως από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες με έκτακτες δημοπρασίες ή με διμερείς διαδικασίες. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί να αποφασίζει αν, σε εξαιρετικές περιπτώσεις, οι διμερείς πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας μπορούν να διενεργούνται από την ίδια την ΕΚΤ.

- Επιπλέον, το Ευρωσύστημα μπορεί να διενεργεί **διαρθρωτικές πράξεις** μέσω της έκδοσης πιστοποιητικών χρέους, αντιστρεπτών συναλλαγών και οριστικών συναλλαγών. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται όποτε η ΕΚΤ επιθυμεί να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα (είτε σε τακτά χρονικά διαστήματα είτε εκτάκτως). Οι διαρθρωτικές πράξεις με τη μορφή αντιστρεπτών συναλλαγών ή έκδοσης χρεογράφων διενεργούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών. Οι διαρθρωτικές πράξεις με τη μορφή οριστικών συναλλαγών διενεργούνται μέσω διμερών διαδικασιών.

2) Πάγιες διευκολύνσεις

Σκοπός των πάγιων διευκολύνσεων είναι η παροχή και απορρόφηση ρευστότητας με διάρκεια μίας ημέρας (μέχρι την επόμενη εργάσιμη ημέρα), η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και ο επηρεασμός των επιτοκίων της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας. Προβλέπονται δύο πάγιες διευκολύνσεις, τις οποίες οι αποδεκτοί αντισυμβαλλόμενοι χρησιμοποιούν με δική τους πρωτοβουλία, εφόσον πληρούν ορισμένες λειτουργικές προϋποθέσεις πρόσβασης:

- Οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν τη **διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης** για να αποκτήσουν ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες έναντι ασφάλειας με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων. 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. Το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης συνήθως οριοθετεί προς τα άνω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας.
- Οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν τη **διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων** για να πραγματοποιούν καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Υπό κανονικές συνθήκες, η πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στη διευκόλυνση δεν υπόκειται σε ποσοτικούς ή άλλους περιορισμούς. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων συνήθως οριοθετεί προς τα κάτω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας.

3) Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά

Το σύστημα υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών του Ευρωσυστήματος ισχύει για τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ και αποσκοπεί κυρίως στη σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και στη δημιουργία (ή τη διεύρυνση) διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας. Τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά κάθε ιδρύματος καθορίζονται με βάση ορισμένα στοιχεία του ισολογισμού του. Επιδιώκοντας τη 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 ελάχιστων αποθεματικών διαπιστώνεται με βάση τα μέσα ημερήσια υπόλοιπα κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης. Επί των υποχρεωτικών αποθεματικών τα οποία τηρούν τα ιδρύματα καταβάλλεται τόκος, με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.

Κεφάλαιο 4^ο

Είναι Άριστη Νομισματική Περιοχή η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση;

4.1 Στοιχεία Θεωρίας Άριστων Νομισματικών Περιοχών

Από τις αρχές του 1960 οι οικονομολόγοι στόχευαν στην επίλυση του προβλήματος της βελτιστοποίησης των νομισματικών περιοχών, διαμορφώνοντας έτσι τη θεωρία των Α.Ν.Π. , η οποία περιλαμβάνει τα κριτήρια που θα πρέπει να ισχύουν ώστε να δημιουργηθεί μια άριστη νομισματική περιοχή.

Τα κριτήρια τα οποία αφορούν τη διαδικασία αξιολόγησης τα διακρίνουμε σε Παραδοσιακά και Σύγχρονα.

4.1.1 Παραδοσιακά Κριτήρια

Η αρχική μορφή της θεωρίας των Άριστων Νομισματικών Περιοχών (Α.Ν.Ε.) προτείνεται στο άρθρο του **Robert A. Mundell** όπου και πρωτοδιατυπώνεται το ερώτημα ποιο είναι το κατάλληλο πεδίο μιας νομισματικής ζώνης;¹¹ Ο Robert A. Mundell αποδεικνύει το ατελέσφορο μιας κοινής οικονομικής ζώνης σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών με διαφορετικά νομίσματα¹² μέσω ενός παραδείγματος όπου δύο διαφορετικές χώρες ή γεωγραφικές περιοχές, έστω Α και Β, αδυνατούν να ισορροπήσουν σε μια τροπή της αγοραστικής προτίμησης από το Β στο Α, με την

¹¹ «What is the appropriate domain of a currency area?» Robert A. Mundell (Sep., 1961) A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4., pp. 657

¹² «The policy of surplus countries in restraining prices therefore imparts a recessive tendency to the world economy on fixed exchange rates or (more generally) to a currency area with many separate currencies» Robert A. Mundell (Sep., 1961) A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4., pp. 658

προϋπόθεση φυσικά ότι οι μισθοί και οι τιμές δεν μπορούν να μεταβληθούν προς τα κάτω.¹³

Στην περίπτωση από την άλλη μιας κοινής νομισματικής περιοχής η κατάσταση ανεργίας που πυροδοτείται στην οντότητα Β εξαιτίας της στροφής της αγοραστικής ζήτησης προς τα προϊόντα της Α μπορεί να αποτραπεί μέσω αύξησης της παρεχόμενης ρευστότητας από τις νομισματικές αρχές, στην περίπτωσή μας μιας κεντρικής τράπεζας, προς την οντότητα Β. Εντούτοις μια επεκτατική νομισματική πολιτική οδηγεί αυξάνει την ήδη υφιστάμενη πληθωριστική πίεση στην οντότητα Α. Συνεπώς κεντρικό θέμα για την ανάλυσή των άριστων νομισματικών περιοχών αναδεικνύεται είτε η επιλογή της ανεργίας σε μια ελλειμματική περιοχή είτε η επιλογή του πληθωρισμού σε μια πλεονασματική περιοχή.¹⁴ Αρχικό λοιπόν συμπέρασμα είναι ότι δεν υπάρχει δυνατότητα εκ παραλλήλου ελέγχου και της ανεργίας και του πληθωρισμού, καθώς και ότι η έκταση μιας άριστης νομισματικής περιοχής δεν είναι όλος ο πλανήτης.

Αφού ο Robert A. Mundell μελετά και την περίπτωση ελαστικών νομισματικών σχέσεων μεταξύ δύο χωρών, κάθε μία από τις οποίες διατηρεί το εθνικό της νόμισμα, όπου η συναλλαγματική ισοτιμία δηλαδή μπορεί να κυμαίνεται ελεύθερα, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η συγκεκριμένη λύση δεν επιλύει το πρόβλημα του διατοπικού, εντός όμως της ίδιας χώρας, διλήμματος ελέγχου και του πληθωρισμού και της ανεργίας σε συνθήκες διατοπικής ανισορροπίας.¹⁵ Αντίθετα μοναδική δυνατότητα εκ

¹³ To illustrate this difference consider a simple model of two entities (regions or countries), initially in full employment and balance-of-payments equilibrium, and see what happens when this equilibrium is disturbed by a shift of demand from the goods of entity B to the goods of entity A. Assume that money wages and prices cannot be reduced in the short run without causing unemployment, and that monetary authorities act to prevent inflation Robert A. Mundell (Sep., 1961) A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4., pp. 658

¹⁴ In a currency area comprising different countries with national currencies the pace of employment in deficit countries is set by the willingness of surplus countries to inflate. But in a currency area comprising many regions and a single currency, the pace of inflation is set by the willingness of central authorities to allow unemployment in deficit regions. Robert A. Mundell (Sep., 1961) A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4., pp. 659

¹⁵ The ileisible exchange rate system does not serve to correct the balance-of-payments situation between the two regions (which is the essential problem) although it will do so between the two

παραλλήλου καταπολέμησης και των δύο είναι η εφαρμογή ελεύθερων συναλλαγματικών ισοτιμιών με περιφερειακά νομίσματα.¹⁶

Μετά την ανασκόπηση από τον Robert A. Mundell της σύγχρονης του βιβλιογραφίας καταλήγει στο συμπέρασμα ότι είναι απαραίτητη εντός της περιφέρειας του κοινού νομίσματος η ελεύθερη διακίνηση του εργατικού δυναμικού. Εντούτοις η κινητικότητα αυτή, αποτέλεσμα τόσο γεωγραφικών όσο και βιομηχανικών χαρακτηριστικών της νομισματικής περιοχής, είναι δυνατό να αλλάζει τόσο εξαιτίας οικονομικών όσο και εξαιτίας πολιτικών λόγων. Μια πρώτη εκτίμηση αυτού του γεγονότος θα μπορούσε να οδηγήσει στην υιοθέτηση πολλών διαφορετικών νομισματικών περιοχών για τον καλύτερο, υποτίθεται, έλεγχο της ανεργίας μέσω της υψηλής δυνατότητας εργατικής κινητικότητας. Όμως αυτό θα προκαλούσε τεράστια κόστη μετατρεψιμότητας, ιδιαίτερα στην ακραία περίπτωση της ελεύθερης διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών.¹⁷

Παράλληλα ο αυξημένος αριθμός και η ανάλογη μικρή έκταση μιας κοινής νομισματικής περιοχής έχει και άλλα παρεπόμενα. Αρχικά ένας κατακερματισμός των κοινών νομισματικών περιοχών θα τις άφηνε έκθετες σε επιθέσεις από κερδοσκοπικά κεφάλαια, αναιρώντας ουσιαστικά τα όποια πλεονεκτήματα της νομισματικής ένωσης. Ένα άλλο επιχείρημα έχει κοινωνική βάση και χαρακτήρα. Έχει παρατηρηθεί ότι οι αλλαγές της αγοραστικής δύναμης ενός συνόλου ατόμων είναι περισσότερο αποδεκτές όταν οφείλονται σε αλλαγές συναλλαγματικών ισοτιμιών και όχι όταν οφείλονται σε πολιτικές περιστολής των μισθών και αύξησης των τιμών. Συνεπώς είναι πολιτικά πιθανότερο τα συνδικάτα να διεκδικούν μισθολογικές αυξήσεις έστω

countries; it is therefore not necessarily preferable to a common currency or national currencies connected by fixed exchange rates. Robert A. Mundell (Sep., 1961) A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4., pp. 660

¹⁶ Today, if the case for flexible exchange rates is a strong one, it is, in logic, a case for flexible exchange rates based on *regiofzal* currencies, not on national currencies. The optimum currency area is the region. Robert A. Mundell (Sep., 1961) A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4., pp. 660

¹⁷ Similarly, money in its role of medium of exchange is less useful if there are many currencies; although the costs of currency conversion are always present, they loom exceptionally large under inconvertibility or flexible exchange rates. Robert A. Mundell (Sep., 1961) A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4., pp. 662

και κατώτερες από την μέση αύξηση του κόστους ζωής και να θεωρούν τις αυξήσεις αυτές επιτυχείς διαπραγματεύσεις. Πρόκειται για ένα φαινόμενο που ονομάζεται ψευδαίσθηση του χρήματος (illusion of money). Εντούτοις όσο μια νομισματική περιοχή μικραίνει και ο συνακόλουθος όγκος των εισαγωγών αυξάνει είναι αναμενόμενο η ψευδαίσθηση του χρήματος να μειώνεται, εισάγοντας επομένως από την πίσω πόρτα ένα ανώτερο όριο στον αριθμό των κοινών νομισματικών περιοχών.¹⁸ Στο περιώνυμο άρθρο του ο Robert A. Mundell δεν εξετάζει την πιθανότητα ευελιξίας των μισθών. Είναι όμως λογικό ότι στο αρχικό μας παράδειγμα, όπου δύο διαφορετικές οντότητες A και B εντός μιας κοινής νομισματικής περιοχής αντιμετωπίζουν μια ασύμμετρη διαταραχή, εναλλακτική λύση της κινητικότητας της εργασίας να είναι η ευελιξία στους μισθούς. Συγκεκριμένα η περιοχή που αντιμετωπίζει την ύφεση, στο παράδειγμα η B, αν υιοθετήσει πολιτική ευελιξίας των μισθών, γεγονός πιθανό λόγω της αύξησης του αριθμού των ανέργων και επομένως της προσφοράς εργασίας, ενώ παράλληλα η περιοχή A λόγω της αύξησης της ζήτησης εργασίας, επακόλουθο της αυξημένης παραγωγής και εξαγωγής προϊόντων, οδηγηθεί σε μισθολογικές αυξήσεις θα μετακινήσει συνολικά το σύστημα σε μια νέα κατάσταση ισορροπίας, μειώνοντας την ζήτηση των προϊόντων της A και αυξάνοντας την ζήτηση των προϊόντων της B. Συνοψίζοντας μια ασύμμετρη διαταραχή μπορεί να αντιμετωπιστεί είτε με αυξημένη κινητικότητα της εργασίας είτε με αυξημένη μισθολογική ευελιξία.

¹⁸ The thesis of those who favor flexible exchange rates is that the community in question is not willing to accept variations in its real income through adjustments in its money wage rate or price level, but that it is willing to accept virtually the same changes in its real income through variations in the rate of exchange. In other words it is assumed that unions bargain for a money rather than a real wage, and adjust their wage demands to changes in the cost of living, if at all, only if the cost-of-living index excludes imports. Now as the currency area grows smaller and the proportion of imports in total consumption grows, this assumption becomes increasingly unlikely. It may not be implausible to suppose that there is some degree of money illusion in the bargaining process between unions and management (or frictions and lags having the same effects), but it is unrealistic to assume the extreme degree of money illusion that would have to exist in small currency areas. Since the necessary degree of money illusion becomes greater the smaller are currency areas, it is plausible to conclude that this also imposes an upper limit on the number of currency areas. Robert A. Mundell (Sep., 1961) A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4., pp. 663

Εν συνεχεία, ο **R. McKinnon** το 1963, υποστήριξε ότι το κριτήριο που θα έπρεπε να πληροί μια περιοχή για να συμμετέχει σε Α.Ν.Π. είναι αυτό του βαθμού ανοίγματος στο διεθνές εμπόριο. Για το λόγο αυτό μία οικονομία θα ωφεληθεί περισσότερο από το σύστημα σταθερών ισοτιμιών όταν είναι ανοιχτή.

Αργότερα και πιο συγκεκριμένα το 1967 και 1969 οι **Scitovsky** και **Ingram** αντίστοιχα, υποστήριξαν το τρίτο παραδοσιακό κριτήριο. Σύμφωνα με αυτό όσο μεγαλύτερη είναι η κίνηση κεφαλαίων μεταξύ των υποψηφίων χωρών, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το όφελος από τον σχηματισμό Α.Ν.Π. είτε ενιαίου νομίσματος. Έτσι οι χώρες θα είναι σε θέση να χρηματοδοτούν τα ελλείματά τους εξαιτίας της αυξημένης κινητικότητας των κεφαλαίων.

Τέλος, ο **Kenen** το 1969 υποστήριξε πως οι κατάλληλες υποψήφιες για τη δημιουργία νομισματικής ένωσης, είναι αυτές που διαφοροποιούνται σε μεγάλο βαθμό στην παραγωγή. Πιο συγκεκριμένα, όταν μία χώρα παράγει πολλά προϊόντα δεν είναι υποχρεωμένη να προβεί σε υποτίμηση του νομίσματος της στη περίπτωση που μειωθούν οι εξαγωγές της. Τα αποτελέσματα αυτού είναι η σταθερότητα του ισοζυγίου πληρωμών, η αύξηση των εξαγωγών διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος της.

4.1.2 Σύγχρονα Κριτήρια

Παρόλο που τα παραδοσιακά κριτήρια για το σχηματισμό μιας Α.Ν.Π. ήταν ανεπαρκή, οι Διεθνείς Οικονομολόγοι στηρίχτηκαν σε αυτά για την δημιουργία των σύγχρονων. Επικεντρώθηκαν, λοιπόν, στην *ομοιογένεια των προτιμήσεων* των χωρών-μελών της ένωσης.

Το 1973 ο **Bourguinat** υποστηρίζει τη χρήση ενός “δείκτη καταλληλότητας” και λαμβάνει υπ’ όψιν του δύο συνθήκες :

- την επικράτηση απ’ όλες τις χώρες – μέλη της ιδέας ότι η νομισματική τους ένωση συνιστά ένα κοινό “αποδεκτό περιουσιακό στοιχείο”

- την κοινή προσέγγιση των “εθνικών προτιμήσεων” σ’ ότι αφορά σημαντικές για την πορεία τους στην Α.Ν.Π. μακροοικονομικές μεταβλητές – στόχους .

Το 1977 ο **Cooper** υποστηρίζει πως η Νομισματική ή Τελωνειακή Ένωση αποτελεί ένα “συλλογικό αγαθό” και κατά τον **Kindleberger** το 1986 , εάν οι χώρες- μέλη μίας ένωσης έχουν έντονες χρηματοδοτικές και εμπορικές σχέσεις, καθώς και κοινές προτιμήσεις όσο αφορά τα εμπορευόμενα προϊόντα και συλλογικά αγαθά ,τότε είναι κατάλληλες για να σχηματίσουν νομισματική ένωση .

Οι περιπτώσεις που μπορούμε να διακρίνουμε σύμφωνα με την “ομοιογένεια ή σύγκλιση των προτιμήσεων” είναι οι εξής :

- α) Νομισματική Ένωση με Αυθόρμητη Ευθυγράμμιση της μικρής με τη μεγάλη χώρα
- β) Νομισματική Ένωση με Επιβεβλημένη Ευθυγράμμιση από την ηγέτιδα χώρα-μέλος , η οποία αποφασίζει και θεσπίζει με βάση τα δικά της συμφέροντα και
- γ) στη περίπτωση της ONE με Διαπραγματευτική Σύγκλιση.

Τα παραπάνω κριτήρια μπορούν να δημιουργήσουν της κατάλληλες συνθήκες για τον σχηματισμό Α.Ν.Π.

4.2 Σύγκριση Κόστους - Οφέλους Νομισματικής Ένωσης.¹⁹

Το κόστος μιας νομισματικής ένωσης προκύπτει από το γεγονός ότι όταν μια χώρα εγκαταλείπει το εθνικό της νόμισμα, παράλληλα παραιτείται από τη χρήση ενός εργαλείου οικονομικής πολιτικής, χάνοντας τη δυνατότητα εφαρμογής εθνικής νομισματικής πολιτικής. Αυτό σημαίνει ότι μια χώρα που εντάσσεται σε μια νομισματική ένωση δεν θα είναι πλέον σε θέση να αλλάζει την τιμή του νομίσματός

¹⁹ **Paul de Grauwe (2005)**, *Τα οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης*, Παπαζήση. Το βιβλίο αυτό αποτελεί και την βασική βιβλιογραφία. Στις περιπτώσεις που δανειζόμαστε στοιχεία από άλλα κείμενα ή βιβλία δηλώνεται με ειδική παραπομπή.

της (μέσω εκούσιων υποτιμήσεων ή εκούσιων ανατιμήσεων) ή να καθορίζει την ποσότητα του εθνικού της νομίσματος που βρίσκεται σε κυκλοφορία.

Υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις χώρες, οι οποίες δεν πρόκειται να εξαλειφθούν μέσα σε μια νομισματική ένωση. Πολλές, αν όχι οι περισσότερες, από τις διαφορές αυτές έχουν πολιτική και θεσμική προέλευση. Τα κράτη-μέλη, που σήμερα αποτελούν τη νομισματική ένωση στην Ευρώπη, έχουν διατηρήσει πολλές από τις εθνικές ιδιομορφίες τους.

Οι αγορές εργασίας συνεχίζουν να έχουν ειδικά, εθνικά, θεσμικά χαρακτηριστικά. Τα νομικά συστήματα δεν είναι πανομοιότυπα, δημιουργούν διαφορές στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών, των αγορών στέγης και πιθανότατα στη λειτουργία άλλων αγορών. Οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών της νομισματικής ένωσης χρησιμοποιούν διαφορετικά φορολογικά συστήματα και ακολουθούν διαφορετικές πολιτικές δαπανών. Η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση θα εξαλείψει μερικές από τις διαφορές αυτές, αλλά σίγουρα όχι όλες. Εκείνες που θα απομείνουν, κάποια μέρα θα οδηγήσουν σε αποκλίνουσες κινήσεις στην εθνική παραγωγή και στις τιμές, δημιουργώντας την ανάγκη για δύσκολες εθνικές προσαρμογές. Η απουσία πολιτικών για τη συναλλαγματική ισοτιμία, που θα βοηθούσαν σε αυτή τη διαδικασία προσαρμογής, θα «εισπραχθεί» τότε ως κόστος²⁰ της νομισματικής ένωσης. Υπ' αυτήν την έννοια, θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί ότι οι χώρες της Ε.Ε. που την 1η Ιανουαρίου 1999 εντάχθηκαν στην ΕΝΕ ανέλαβαν ένα συγκεκριμένο κίνδυνο.

Επίσης, η θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών²¹ συνεχίζει να έχει σημασία για τις χώρες εκείνες που εξετάζουν το ενδεχόμενο να ενταχθούν στην ΕΝΕ ή για τις

²⁰ **De Grauwe P., (2003)**, «Το κόστος ενός κοινού νομίσματος», Τα οικονομικά της Νομ. Ένωσης.

²¹ Βασική θέση της θεωρίας αυτής είναι ότι χώρες ή περιοχές που χαρακτηρίζονται από συχνά φαινόμενα ασύμμετρων διαταραχών χρειάζονται μεγάλη ευκαμψία στην αγορά εργασίας ή/και μεγάλα περιθώρια προσαρμογής της δημοσιονομικής πολιτικής προκειμένου να συμπήξουν νομισματική ένωση. Μ' άλλα λόγια, όσο περισσότερο διαφέρουν οι οικονομίες ως προς τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά τους, τόσο πιο αναγκαίο είναι να υπάρχει ευκαμψία στις αγορές εργασίας (συμπεριλαμβανομένης της υψηλής κινητικότητας της εργασίας) και δυνατότητα μεταβιβάσεων από έναν κεντρικό προϋπολογισμό, ώστε να είναι δυνατή η ομαλή λειτουργία της νομισματικής ένωσης. **Γκαργκάνας Ν., (1998)**, «Ελλάδα και ΟΝΕ, προκλήσεις και προοπτικές», *οικ. Δ.Τ.Ε.*, τεύχος 12, Δεκ.

χώρες από άλλες περιοχές του κόσμου που οδεύουν προς τη δημιουργία δικής τους νομισματικής ένωσης. Ο κίνδυνος του υψηλού κόστους προσαρμογής εν όψει των ασύμμετρων διαταραχών μπορεί να μειωθεί με την εφαρμογή δύο στρατηγικών: Η μία συνίσταται στο να γίνουν οι αγορές πιο ευέλικτες, έτσι ώστε να μπορούν οι ασύμμετρες διαταραχές να προσαρμοστούν καλύτερα. Η άλλη συνίσταται στην επιτάχυνση της διαδικασίας της πολιτικής ενοποίησης. Αυτό θα μειώσει τις εθνικές ιδιομορφίες και, συνεπώς, την εμφάνιση ασύμμετρων διαταραχών που έχουν πολιτική ή θεσμική προέλευση²².

Τα οφέλη ενός κοινού νομίσματος είναι τα εξής:

- Πρώτον, ένα κοινό νόμισμα στην Ευρώπη θα μειώσει το κόστος συναλλαγών και θα ενθαρρύνει την οικονομική ενοποίηση στην Ευρώπη.
- Δεύτερον, μείωση της αβεβαιότητας όσο αφορά τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αποτέλεσμα αυτού είναι η σταθερότητα των τιμών, αποτελεσματικότερη κατανομή των πόρων, δημιουργώντας έτσι ένα περιβάλλον σταθερότητας και ασφάλειας αλλά και ευημερίας.
- Τρίτον, η μεγαλύτερη διαφάνεια των τιμών που θα εξασφαλιστεί με τη χρησιμοποίηση ενός κοινού νομίσματος είναι πιθανό να αυξήσει τον ανταγωνισμό και να ωφελήσει τους καταναλωτές.
- Τέταρτον, αν το νέο κοινό νόμισμα αναδειχθεί σε πραγματικά παγκόσμιο νόμισμα, (διεθνές επενδυτικό μέσο & μέσο διακράτησης συναλλαγματικών αποθεμάτων), επιπρόσθετα οφέλη μπορούν να αποκομιστούν με τη μορφή κυβερνητικών εσόδων και μιας επέκτασης του χρηματιστηριακού κλάδου μέσα στην ένωση²³. Δεν πρέπει να αναμένουμε επιπλέον οικονομική ανάπτυξη από τη νομισματική ένωση. Τα οφέλη της νομισματικής ένωσης βρίσκονται αλλού και όχι στις υποτιθέμενες ενισχυτικές επιδράσεις της²⁴.

²² De Grauwe P., (2003), «Το κόστος ενός κοινού νομίσματος», Τα οικονομικά της Νομ. Ένωσης.

²³ Γκαργκάνας Ν., (1998), «Προβλέψεις επιπτώσεων από την εισαγωγή του Ευρώ», *Δελτίο Δ τριμήνου*, Ε.Ε.Τ.

²⁴ De Grauwe P., (2003), «Το κόστος ενός κοινού νομίσματος», Τα οικονομικά της Νομ. Ένωσης.

Τα επιχειρήματα που αναπτύχθηκαν, μας οδήγησαν στα εξής συμπεράσματα:

- Πρώτον, είναι απίθανο η Ευρωπαϊκή Ένωση να συνιστά στο σύνολο της μια άριστη νομισματική ένωση. Συνεπώς, η ανάλυση κόστους-οφέλους υποδηλώνει, ότι η νομισματική ενοποίηση στην Ευρώπη ταιριάζει καλύτερα στα οικονομικά συμφέροντα των διαφόρων χωρών, αν μπορούσε να προχωρήσει με διαφορετικές ταχύτητες, δηλαδή, αν κάποιες χώρες που αισθάνονταν ότι δεν τις συμφέρει να το πράξουν, είχαν την επιλογή να αναμένουν πριν ενταχθούν στην ένωση.
- Δεύτερον, ο αριθμός των χωρών που θα ωφεληθούν από τη νομισματική ένωση είναι πιθανότατα μεγάλος. Επίσης, ο αριθμός των χωρών που είναι πιθανόν να επωφεληθούν από τη νομισματική ένωση θα αυξηθεί. Συνεπώς μακροχρονίως, η νομισματική ένωση θα αποτελεί ελκυστική πρόταση για τις περισσότερες, αν όχι για όλες, τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Τρίτον, ακόμη και οι χώρες που σαφώς θα ωφεληθούν από μια νομισματική ένωση αναλαμβάνουν έναν κίνδυνο με την ένταξη τους στην ένωση. Ο κίνδυνος είναι ότι όταν συμβαίνουν μεγάλες διαταραχές, θα διαπιστώνουν ότι είναι πιο δύσκολο να προσαρμοστούν, αν έχουν εγκαταλείψει το εθνικό τους νόμισμα.

Οι χώρες μπορεί, επίσης, να αποφάσισαν να υιοθετήσουν ένα κοινό νόμισμα για πολιτικούς λόγους. Ένα κοινό νόμισμα μπορεί να είναι το πρώτο βήμα προς μια πολιτική ένωση που επιθυμούν να επιτύχουν. Ωστόσο, η οικονομική ανάλυση κόστους-οφέλους παραμένει χρήσιμη, επειδή δίνει μια ιδέα για το τίμημα που μερικές χώρες θα κληθούν να πληρώσουν για να επιτύχουν τους πολιτικούς τους στόχους.

4.3 Θα μπορούσε να χαρακτηριστεί η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση ως Άριστη Νομισματική Περιοχή

Σύμφωνα με τη θεωρία των Α.Ν.Π. μια χώρα για να συμμετέχει στη νομισματική ενοποίηση θα πρέπει να πληροί τις ακόλουθες προϋποθέσεις :

- 1) Ευέλικτες αγορές
- 2) Κινητικότητα παραγωγικών συντελεστών
- 3) Χαμηλή συχνότητα ασύμμετρων διαταραχών και
- 4) Κεντρική άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής

Γίνεται, λοιπόν κατανοητό ότι οι παραπάνω προϋποθέσεις δεν μπορούν να ισχύσουν για την Ευρωζώνη ,δεδομένου και της διαφορετικότητας των εθνικοτήτων , παραδόσεων , γλωσσών και των παραγωγικών δομών κάθε χώρας.

Κατά τον De Grauwe (1994) , η νομισματική ένωση των 12 χωρών δεν αποτελεί μια άριστη νομισματική περιοχή και ορισμένες χώρες που συμμετέχουν σε αυτή θα υποστούν απώλεια ευημερίας . Στην ΟΝΕ δεν υπάρχει ο αναγκαίος βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης στο εμπόριο και την κινητικότητα των συντελεστών παραγωγής ώστε τα οφέλη να είναι μεγαλύτερα από τα κόστη (Krugman και Obstfeld 1995) , αλλά ούτε καθαρή οικονομική αιτιολόγηση και η δημιουργία της ΟΝΕ προωθείται κυρίως από πολιτικούς λόγους (Eichengreen και Frieden 1993)

Άρα, η Ευρωζώνη δεν θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως Άριστη Νομισματική Περιοχή αφού η εμφάνιση των ασύμμετρων διαταραχών είναι υψηλή και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι παρουσιάζονται διαφορετικά θεσμικά και οικονομικά χαρακτηριστικά των εθνικών οικονομιών , δυσκαμψία στις αγορές προϊόντων και εργασίας αλλά και από την έλλειψη ενός κεντρικού μηχανισμού δημοσιονομικών μεταβιβάσεων.

Κεφάλαιο 5^ο

Νομισματική Πολιτική Χωρών - Μελών Ευρωζώνης

Η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση (Ε.Ν.Ε.) αποτελεί την ολοκλήρωση της ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς. Με αυτή η νομισματική πολιτική, μέχρι τότε προνόμιο των εθνικών κυβερνήσεων και των αντίστοιχων κεντρικών τραπεζών, περιέρχεται στην αποκλειστική αρμοδιότητα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (Ε.Σ.Κ.Τ.). Το Ε.Σ.Κ.Τ. απαρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.) και τις αντίστοιχες Κεντρικές Τράπεζες (Κ.Τ.) των κρατών μελών που συμμετέχουν στην Ε.Ν.Ε. Παρόλη την συμμετοχή των Κ.Τ. στο Ε.Σ.Κ.Τ. οι τελευταίες έχουν αποκλειστικά εκτελεστικό χαρακτήρα, χωρίς καμία δυνατότητα απόκλισης και διαφοροποίησης από τις κατευθυντήριες γραμμές που ορίζει η Ε.Κ.Τ.

Βάσει της Συνθήκης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (Ε.Κ.) ορίζεται η απόλυτη θεσμική ανεξαρτησία τόσο της Ε.Κ.Τ. όσο και των εθνικών Κ.Τ. στην άσκηση και εκτέλεση της νομισματικής πολιτικής της Ε.Ν.Ε. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται η αποτροπή εγκλωβισμού του Ε.Σ.Κ.Τ. σε μικροπολιτικές επιλογές και κομματικές δεσμεύσεις των εκάστοτε εθνικών κυβερνήσεων. Οφείλει να σημειωθεί ότι η ανεξαρτησία αυτή ισχύει και έναντι νομικών και φυσικών προσώπων της Ε.Κ.²⁵

Είναι σημαντικό να διευκρινιστεί ότι η πολιτική αυτή είναι σύντονη με τις διεθνείς εξελίξεις στις αγορές του χρήματος. Συγκεκριμένα η παγκοσμιοποίηση της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου καθιστά πρακτικώς αδύνατη την μονομερή από πλευράς ενός κράτους αντιμετώπιση των συναλλαγματικών διακυμάνσεων και των κερδοσκοπικών επιθέσεων. Εφόσον οι όποιες κρατικές ρυθμιστικές παρεμβάσεις είναι αδύνατες σε διεθνές επίπεδο, μόνη λύση είναι ακριβώς η σύμπληξη ενός κοινού

²⁵Ε.Κ.Τ.(2004),*Θεσμικές Διατάξεις*,<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbinstitutionalprovisions2004el.pdf>

μετώπου μέσω ενός υπερεθνικού οργανισμού για την άσκηση μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

5.1 Σκοπός της Ε.Ν.Ε.

Διακηρυγμένος σκοπός του Ευρωσυστήματος ήδη από άρθρο 105 της Συνθήκης ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας αποτελεί η κατά το δυνατόν μεγαλύτερη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών²⁶. Εφόσον αυτό επιτευχθεί σε μακροχρόνια βάση υπάρχει παράλληλη δυνατότητα στήριξης των γενικότερων οικονομικών πολιτικών της Ε.Κ. ενώ δεν υπάρχει η δυνατότητα στήριξης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ βάσει του καταστατικού της Ε.Κ.Τ.

Παράλληλα η Ε.Κ.Τ. έχει την δυνατότητα μονομερώς και αδέσμευτη να επιλέγει το είδος των στόχων της νομισματικής πολιτικής καθώς και τα μέσα που θα χρησιμοποιήσει για την επιτυχία τους (βλέπε παραπάνω σχετικά με την θεσμική ανεξαρτησία της Ε.Κ.Τ.). Καθότι ο βασικός μηχανισμός ελέγχου και σταθερότητας των τιμών είναι ο πληθωρισμός η Ε.Κ.Τ. έχει μονομερώς και αδέσμευτη την δυνατότητα να καθορίσει τον κατάλληλο στόχο για τον πληθωρισμό και την ανάλογη αντιπληθωριστική πολιτική.

5.2 Ο πρώτος πυλώνας της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής

Ο πρώτος πυλώνας της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ περιλαμβάνει την οικονομική ανάλυση. Στο επίκεντρό της βρίσκεται κυρίως η αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοπιστωτικών εξελίξεων, καθώς και των συνακόλουθων βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων κινδύνων για τη σταθερότητα

²⁶ Ε.Κ.Τ. (Νοέμβριος 2008), *Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη Ζώνη Του Ευρώ*, www.ecb.eu/udl.html?doc_id=gendoc_el, σελ.8

των τιμών. Οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές που αποτελούν αντικείμενο αυτής της ανάλυσης περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων: την εξέλιξη της συνολικής παραγωγής, τη συνολική ζήτηση και τις συνιστώσες της, τη φορολογική πολιτική, τις συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων και εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, της γενικής οικονομίας και του ισοζυγίου πληρωμών, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους ισολογισμούς τομέων της ζώνης του ευρώ. Όλοι αυτοί οι παράγοντες συμβάλλουν στη βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση της δυναμικής της πραγματικής δραστηριότητας και της πιθανής εξέλιξης των τιμών από τη σκοπιά της αλληλεπίδρασης μεταξύ προσφοράς και ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και παραγόντων.

5.3 Ο δεύτερος πυλώνας της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής

Ο δεύτερος πυλώνας της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ περιλαμβάνει τη νομισματική ανάλυση. Η ΕΚΤ απέδωσε έτσι, μέσα από το σύνολο των βασικών δεικτών που επελέγησαν για συστηματική παρατήρηση και εξέταση, ιδιαίτερο ρόλο στην προσφορά χρήματος. Αυτή η απόφαση ελήφθη δεδομένης της αναγνώρισης της στενής σχέσης που υφίσταται μεταξύ της προσφοράς χρήματος και του πληθωρισμού, τόσο μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Αυτή η ευρέως αποδεκτή σχέση εξασφαλίζει στη νομισματική πολιτική ένα ονομαστικό σημείο αναφοράς που ξεπερνά τους ορίζοντες που χρησιμοποιούνται συνήθως κατά την κατάρτιση προβλέψεων πληθωρισμού. Στην πραγματικότητα, μια κεντρική τράπεζα μπορεί να δει πέρα από τις προσωρινές επιπτώσεις των διάφορων διαταραχών και να αντισταθεί στον πειρασμό να χαράξει μια υπερβολικά δραστική πορεία μόνο εάν στηρίζει τις αποφάσεις της για τη νομισματική πολιτική και την αξιολόγηση των επιπτώσεών τους όχι μόνο σε βραχυπρόθεσμους δείκτες που συνάγονται από την ανάλυση της οικονομικής και χρηματοοικονομικής κατάστασης, αλλά και στην εξέταση της προσφοράς χρήματος και της κατάστασης ως προς τη ρευστότητα.

Για να προσφέρει ένα μέγεθος αναφοράς για την αξιολόγηση των νομισματικών εξελίξεων, η ΕΚΤ ανακοίνωσε μια τιμή αναφοράς για το νομισματικό μέγεθος M3.

Αυτή η τιμή αναφοράς αναφέρεται στο ρυθμό ετήσιας αύξησης του M3 που θεωρείται μεσοπρόθεσμα συμβατή με τη σταθερότητα των τιμών και ανέρχεται από την αρχή της ONE σε 4,5 %.

5.4 Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής Ε.Κ.Τ.

Ο σχεδιασμός της στρατηγικής της Ε.Κ.Τ. αναφορικά με την νομισματική πολιτική περιλαμβάνει αρχικά την συγκεκριμενοποίηση των μακροπρόθεσμων στόχων που έχουν τεθεί, τον ορισμό τους δηλαδή αλλά και την ποσοτικοποίηση τους. Εφόσον ο στόχος ήταν η σταθερότητα των τιμών η Ε.Κ.Τ. όφειλε να ορίσει τι εννοεί με αυτόν τον όρο. Πράγματι στη συνεδρίαση της 13ης Οκτωβρίου 1998 η σταθερότητα των τιμών ορίστηκε ως η ετήσια αύξηση του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2 %. Στις 8 Μαΐου του 2003 η πιο πάνω θέση επιβεβαιώθηκε εκ νέου με μια προσθήκη. Δηλώθηκε ότι η μεσοπρόθεσμη αύξηση τιμών εντός της ευρωζώνης οφείλει να είναι κάτω αλλά κοντά στο 2%. Το σκεπτικό λάμβανε υπόψη τον φόβο αποπληθωρισμού οπότε προέβλεπε ένα επαρκές, άρα και ασφαλές, περιθώριο προς τα κάτω. Παράλληλα το περιθώριο αυτό θα λειτουργούσε και σαν μαξιλάρι ασφαλείας σε περιπτώσεις σφαλμάτων κατά τον υπολογισμό του πληθωρισμού, αναθεώρησης στοιχείων και διαφορών που πιθανόν να εμφανιστούν.

Μετά τον ορισμό της σταθερότητας των τιμών σειρά έχει η συγκεκριμενοποίηση των παραγόντων που επιδρούν ακριβώς στο επίπεδο των τιμών. Σημαντική αναδείχθηκε η προσφορά χρήματος και αποφασίστηκε η δημιουργία δύο πυλώνων της νομισματικής πολιτικής.

1. Ο πρώτος πυλώνας στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής

Περιλαμβάνει την διεξοδική **οικονομική ανάλυση** και αξιολόγηση των εξελίξεων τόσο στον χρηματοπιστωτικό τομέα όσο και στον εν γένει οικονομικό τομέα. Σκοπός του είναι να προϋδεάζεται τις πιθανές αλλαγές και τους συνεπαγόμενους κινδύνους που προκύπτουν από αυτές για την μείζονα

επιλογή της σταθερότητας των τιμών. Για να το επιτύχει εξετάζει ένα σύνολο από μεταβλητές κυριότερες από τις οποίες είναι : η εξέλιξη της συνολικής παραγωγής, η συνολική ζήτηση και οι συνιστώσες της, η φορολογική πολιτική, οι συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων και εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, της γενικής οικονομίας και του ισοζυγίου πληρωμών, οι χρηματοπιστωτικές αγορές και τους ισολογισμούς τομέων της ζώνης του ευρώ. Η συσχέτιση όλων των αναφερομένων μεταβλητών υπό το πρίσμα της ανάλυσης προσφοράς – ζήτησης επιτρέπει την βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση της εξέλιξης των τιμών εντός της Ευρωζώνης.

2. Ο δεύτερος πυλώνας στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής

Ο δεύτερος πυλώνας αναδιπλώνεται στον τομέα της **νομισματικής ανάλυσης**. Η Ε.Κ.Τ., εκκινώντας από την αυταπόδεικτη σχέση που συνδέει τον πληθωρισμό με την προσφορά χρήματος, προσπαθεί να καταρτίσει ένα εργαλείο που να ξεπερνά τις βραχυπρόθεσμες παρατηρήσεις όπως αυτές προκύπτουν από τα στοιχεία που συνάγονται δια της εφαρμογής και ανάλυσης των μεταβλητών του πρώτου πυλώνα. Η Ε.Κ.Τ. ξεκινάει από την παραδοχή άλλωστε ότι υπάρχει μια μέσο-μακροπρόθεσμη σχέση ανάμεσα στον πληθωρισμό και στην προσφορά χρήματος. Σαν μέγεθος αναφοράς η Ε.Κ.Τ. εξετάζει το νομισματικό μέγεθος $M3$ ²⁷ και σαν τιμή αναφοράς προβλέπει ένα ρυθμό ετήσιας αύξησης 4,5%, τον οποίο και θεωρεί αρκετό σε μεσοπρόθεσμη βάση για την διατήρηση των τιμών.

²⁷ «Το $M3$ ορίζεται ως το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία και των ανεξόφλητων ποσών ορισμένων υποχρεώσεων των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (NXI) της ζώνης του ευρώ προς τους κατοίκους της, οι οποίες έχουν σε υψηλό βαθμό «χαρακτήρα χρήματος». Συγκεκριμένα, το $M3$ περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία, τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (εκτός της κεντρικής κυβέρνησης), τις καταθέσεις ταμειευτηρίου και υπό προειδοποίηση μέχρι τριών μηνών, τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια μέχρι δύο ετών, τις συμφωνίες επαναγοράς, τα μερίδια σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων (ΑΚΔ), καθώς και τα χρεόγραφα διάρκειας μέχρι δύο ετών». Για τον ορισμό βλέπε ΤτΕ (Μάιος 2003), *Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας*, Τεύχος 67 σελ. 5-6

5.5 Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής

Για την εφαρμογή της επιθυμητής πολιτικής και την επίτευξη των αντίστοιχων στόχων, τουτέστιν κυρίως την σταθερότητα των τιμών, η Ε.Κ.Τ. εφαρμόζει μια γκάμα μέσων νομισματικής πολιτικής:

A. Παροχή πιστωτικών διευκολύνσεων σε πιστωτικά ιδρύματα

B. Πράξεις Ανοιχτής Αγοράς

Γ. Επιβολή ελάχιστου ορίου διαθεσίμων σε πιστωτικά ιδρύματα

A. Παροχή πιστωτικών διευκολύνσεων σε πιστωτικά ιδρύματα. Το επιτόκιο οριακής αναχρηματοδότησης

Οι εμπορικές τράπεζες, πέραν των κατά το νόμο προβλεπόμενων ρευστών διαθεσίμων, είτε έχουν πλεονασματικά ρευστά διαθέσιμα είτε αναζητούν κεφάλαια για να θεραπεύσουν τα προβλήματα ρευστότητάς τους. Η Ε.Κ.Τ. στην περίπτωση ζήτησης κεφαλαίων χρεώνει τις εμπορικές τράπεζες με ένα επιτόκιο που ονομάζεται **επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης** (marginal lending rate) και αποτελεί το ανώτατο όριο χρηματοδότησης της διατραπεζικής αγοράς. Στην αντίθετη περίπτωση οι εμπορικές τράπεζες καταθέτουν στην Ε.Κ.Τ. τα ρευστά διαθέσιμά τους απολαμβάνοντας επιτοκίου που αποτελεί και το κατώτερο της διατραπεζικής αγοράς και ονομάζεται **επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων** (deposit rate). Αφορά καταθέσεις μίας ημέρας και η συναλλαγή πραγματοποιείται με την εθνική κεντρική τράπεζα.

Το **επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης** αφορά άμεση προσφορά ρευστότητας. Έχει επίσης απεριόριστο ύψος, συνεπώς μια τράπεζα μπορεί να αντλήσει απεριόριστο ύψος πιστωτικών διευκολύνσεων μόνο όμως στην περίπτωση που μπορεί να παράσχει επαρκείς εγγυήσεις. Οφείλει να υπομνησθεί ότι η ρευστότητα αυτή έχει διάρκεια μίας ημέρας, διενεργείται από την εθνική κεντρική τράπεζα, πρέπει δε οι τράπεζες να παρέχουν επαρκή περιουσιακά στοιχεία ως εξασφάλιση.

Μέσο αυτού του μηχανισμού η Ε.Κ.Τ. καθορίζει εμμέσως και το ύψος του **διατραπεζικού επιτοκίου**. Πρόκειται για το ύψος του επιτοκίου που αφορά μεταφορά ρευστότητας από μια τράπεζα σε μια άλλη με σκοπό, από την μία να διατεθούν τα πλεονάζοντα αποθεματικά και από την άλλη να θεραπευτεί το πρόβλημα ρευστότητας μιας άλλης τράπεζας. Είναι λογικό καμία τράπεζα να μην επιθυμεί να διαθέσει τα διαθέσιμά της με επιτόκιο χαμηλότερο του **επιτοκίου αποδοχής καταθέσεων**, ενώ καμία τράπεζα δεν είναι διαθέσιμη να δανειστεί με επιτόκιο μεγαλύτερο από το **επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης**.

B. Πράξεις Ανοιχτής Αγοράς Το βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης

Ένας βασικός μηχανισμός ελέγχου του πληθωρισμού και διατήρησής του σε χαμηλό επίπεδο είναι το **βασικό επιτόκιο χρηματοδότησης** (main refinancing rate). Πρόκειται για το επιτόκιο που προκύπτει από τις πράξεις κύριας χρηματοδότησης (main refinancing operations). Συγκεκριμένα η Ε.Κ.Τ. προσφέρει ενέσεις ρευστότητας μιας εβδομάδας προς εμπορικές τράπεζες. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για την λήψη του πακέτου ρευστότητας είναι το βασικό επιτόκιο χρηματοδότησης το οποίο και ισαπέχει τόσο από το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης (είναι 1% μικρότερο) όσο και από το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων (είναι 1% μεγαλύτερο).

Οι τράπεζες για την λήψη του δανείου μεταβιβάζουν για μια μόνο εβδομάδα από το χαρτοφυλάκιό τους ορισμένα περιουσιακά στοιχεία υψηλής ρευστότητας όπως για παράδειγμα κρατικά ομόλογα ή άλλα ελάχιστης επισφάλειας ομόλογα. Η διαδικασία χορήγησης των δανείων έχει μια ιδιαιτερότητα, μπορεί να αφορά την μεταβίβαση χρεογράφων σταθερού ή μεταβλητού επιτοκίου. Η Ε.Κ.Τ. ανακοινώνει το ελάχιστο επιτόκιο που μπορεί να αποδεχτεί ως επιτόκιο δανεισμού για τα ρευστά διαθέσιμα. Στην περίπτωση αυτή μιλάμε για χρεόγραφα με σταθερή προσφορά. Οι τράπεζες με την σειρά τους καταθέτουν προσφορές αναφορικά με το ύψος της δανειοδότησης παρέχοντας μια πρόσθετη ασφάλεια.

Στην εναλλακτική περίπτωση οι τράπεζες, ανάλογα με την σχετική τους δυνατότητα, πλειοδοτούν σε προσφορές αναφορικά με το επιτόκιο που οι ίδιες είναι πρόθυμες να επιβαρυνθούν για να αντλήσουν ρευστότητα καθώς το ύψος του ποσού που

επιθυμούν να αντλήσουν. Ακολούθως η Ε.Κ.Τ. ανάλογα με τις ληφθείσες προσφορές κατανέμει τα δάνεια σύμφωνα με τα προσφερόμενα από τις τράπεζες επιτόκια. Είναι λογικό ότι η Ε.Κ.Τ. θα χρησιμοποιήσει ως κατώτατο επιτόκιο έναρξης αποδοχής προσφορών το επιτόκιο των σταθερών χρεογράφων. Συνεπώς οι τράπεζες που επιθυμούν για κάποιους λόγους να αντλήσουν επιπλέον ρευστότητα μπορούν να το κάνουν πληρώνοντας φυσικά και το ανάλογο αντίτιμο. Πρόκειται για ένα ευέλικτο μηχανισμό ρευστότητας.

Το βραχυπρόθεσμο του χαρακτήρα του βασικού επιτοκίου χρηματοδότησης αποτελεί και ένα στρεσογόνο παράγοντα για τις τράπεζες που υποχρεώνονται να αντλούν και να αποδίδουν συνεχώς κεφάλαια. Συνεπώς συνιστά και ισχυρό ρυθμιστή του πληθωρισμού. Αν η πιστωτική επέκταση υπερβεί, κατά την γνώμη της Ε.Κ.Τ., τα προβλεπόμενα, κλείνουν οι κρουνοί ρευστότητας μέσω μη ανανέωσης των εβδομαδιαίων δανείων, με αποτέλεσμα τον έλεγχο του πληθωρισμού.

Με αυτόν το μηχανισμό η Ε.Κ.Τ. ελέγχει επίσης και ένα άλλο κλάδο της αγοράς χρήματος, αυτόν του **διατραπεζικού επιτοκίου** (euro overnight index average). Εάν παρατηρηθεί άνοιγμα την ψαλίδας διατραπεζικού επιτοκίου - βασικού επιτοκίου χρηματοδότησης τότε η Ε.Κ.Τ. αυξάνει την προσφορά χρήματος μέσω πράξεων κύριας χρηματοδότησης. Φυσικά και η αντίστροφη πορεία είναι δυνατή.

Στο πλαίσιο των πράξεων ανοιχτής αγοράς υπόκεινται και:

1. **οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.** Αυτές διενεργούνται μια φορά το μήνα και έχουν ορίζοντα διάρκειας συνήθως τριών μηνών. Εδώ η διαδικασία διαφοροποιείται, διενεργούνται μεν μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών δια τακτικών δημοπρασιών πλην η Ε.Κ.Τ. αποδέχεται προσφορές τιμών ή επιτοκίων.
2. **οι πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας.** Αφορούν επεμβάσεις που πυροδοτούνται από αιφνίδιες και εν πολλοίς μη αναμενόμενες διακυμάνσεις ρευστότητας στην αγορά με σκοπό να αποφευχθεί οποιαδήποτε αρνητική επίδραση στα επιτόκια. Εξαιτίας του ρόλου τους έχουν ευέλικτο χαρακτήρα. Δεν ακολουθούν συνεπώς ορισμένο

χρονικό τυπικό αλλά εκτελούνται με έκτακτες δημοπρασίες από τις εθνικές τράπεζες ενώ η διάρκειά τους ποικίλλει κατά περίπτωση.

3. **οι διαρθρωτικές αντιστρεπτέες πράξεις.** Σκοπό έχουν, σύμφωνα με την ίδια την Ε.Κ.Τ., την «προσαρμογή της διαρθρωτικής θέσης του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα».²⁸ Διακρίνονται σε:

- Οριστικές Συναλλαγές
- Έκδοση πιστοποιητικών χρέους της Ε.Κ.Τ.
- Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων

Γ. Ελάχιστο όριο διαθεσίμων

Ένα ακόμη μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής είναι ο καθορισμός του ύψους των ελάχιστων διαθεσίμων για τις τράπεζες. Είναι προφανές ότι η ενεργοποίηση αυτού του μηχανισμού οδηγεί άμεσα σε αλλαγή στην διαθεσιμότητα χρήματος στις αγορές χρήματος. Μια κατ' επιλογήν της Ε.Κ.Τ. αύξηση των ελάχιστων διαθεσίμων των τραπεζών οδηγεί σε συρρίκνωση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος και λειτουργεί αντιπληθωριστικά. Ανεξαρτήτως γεωγραφικής θέσης οι όροι για τα ελάχιστα αποθεματικά είναι ίδιοι για όλες τις χώρες της Ευρωζώνης.

Οφείλει να σημειωθεί ότι, καθότι η συντήρηση ελάχιστων διαθεσίμων θεωρήθηκε μιας μορφής ανταγωνιστικό μειονέκτημα των τραπεζών της Ευρωζώνης έναντι των άλλων τραπεζών (π.χ. Βρετανικών), η Ε.Κ.Τ. αποφάσισε να επιβραβεύει αυτό το ελάχιστο όριο διαθεσίμων. Επί των ελαχίστων αυτών αποθεματικών καταβάλλονται τόκοι με επιτόκιο ίσο με το επιτόκιο πράξεων κύριας χρηματοδότησης όπως αυτό καθορίζεται από την Ε.Κ.Τ. Τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά υπολογίζονται βάσει ενός αλγόριθμου των αποθεματικών των τραπεζών.

²⁸ Ε.Κ.Τ. (Νοέμβριος 2008), *Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη Ζώνη Του Ευρώ*, www.ecb.eu/udl.html?doc_id=gendoc_el, σελ.17

Είναι προφανές ότι η οποιαδήποτε αλλαγή στην ρευστότητα της αγοράς μπορεί μέσω αυτού του μηχανισμού να εξομαλυνθεί. Ο μηχανισμός εδράζεται στην παροχή κινήτρων προς τις τράπεζες, μέσω του επιτοκίου που απολαμβάνουν, να εξομαλύνουν τις όποιες διακυμάνσεις ρευστότητας με αποτέλεσμα την αντίστοιχη γενική σταθεροποίηση των επιτοκίων.

5.6 Η εμπειρία της Ελλάδας στην Ευρωζώνη κατά τη περίοδο 2000-2010

Όπως είναι γνωστό από την **1η Ιανουαρίου 2001**, η Ελλάδα, εντάχθηκε στη ζώνη του ευρώ και συμμετέχει στη διαμόρφωση και την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η οποία έχει, όπως πολλές φορές έχει ειπωθεί και αναλυθεί, ως πρωταρχικό σκοπό την επίτευξη και τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Η ενιαία νομισματική πολιτική αποτελεί ένα εργαλείο στήριξης και γνώμονα κατεύθυνσης των γενικών επιδιώξεων οικονομικής πολιτικής των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) σχετικά με τα βασικά της επιτόκια εντάσσονται σ' αυτό το πλαίσιο.

Σημαντικό στοιχείο στις νομισματικές εξελίξεις στην Ελλάδα το 2001 αποτελεί η σημαντική επιβράδυνση του **M3** το οποίο αποτελεί την Ελληνική συνιστώσα του νομισματικού μεγέθους M3 της ζώνης του ευρώ. Ο ρυθμός ανόδου το 2001 του M3 στην Ελλάδα παρουσίασε συρρίκνωση σταδιακά στο 7,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2001 από 12,8% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2000. Η σταδιακή υποχώρηση του ρυθμού ανόδου κατά το 2001 συνδέεται κυρίως με την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης. Παρά την επιβράδυνσή του, υπερέβαινε τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης της ζώνης του ευρώ μέχρι και τον Αύγουστο του 2001²⁹.

²⁹ Τράπεζα της Ελλάδος (Μάρτιος 2002), Νομισματική πολιτική 2001-2002, Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, σελ. 70

Κατά το 2001, τα **τραπεζικά επιτόκια** στην Ελλάδα παρουσίασαν πτωτική πορεία, καθώς επηρεάστηκαν από τη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ (συνολική μείωση εντός του 2001 κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα), ενώ συνέχισαν την περαιτέρω σύγκλιση τους προς τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ. Η μείωση των επιτοκίων λόγω της μετάβασης στην ενιαία νομισματική πολιτική είχε ευδιάκριτη επεκτατική επίδραση στη ζήτηση. Ειδικότερα, τα επιτόκια των καταθέσεων συνέκλιναν σχεδόν πλήρως προς τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ και το μέσο σταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων και των repos μειώθηκε κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες το 2001. Ανάλογες μειώσεις παρατηρήθηκαν και στα επιτόκια των τραπεζικών δανείων-χορηγήσεων τα οποία μειώθηκαν κατά 2,5 εκατοστιαίες μονάδες περίπου. Η διαφορά μεταξύ επιτοκίων χορηγήσεων και καταθέσεων υποχώρησε περαιτέρω κατά το προηγούμενο έτος, εξέλιξη που αντανακλά ενίσχυση του ανταγωνισμού και της αποτελεσματικότητας της τραπεζικής διαμεσολάβησης.³⁰

Η υπέρβαση αυτή αντανακλούσε την ταχύτερη πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα, σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ, ενώ συνδέεται και με τον σχετικά υψηλότερο ρυθμό ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ στην Ελλάδα καθώς και με τις μετατοπίσεις αποταμιευτικών κεφαλαίων του ιδιωτικού μη τραπεζικού τομέα από στοιχεία που δεν περιλαμβάνονται στο M3 σε στοιχεία που αποτελούν μέρος του M3. Από το Σεπτέμβριο έως και το Νοέμβριο του 2001, η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του M3 στη ζώνη του ευρώ, σε συνδυασμό με τη σημαντική επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης στην Ελλάδα, συνέβαλε ώστε ο ρυθμός αύξησης του M3 της ζώνης του ευρώ να υπερβεί τον αντίστοιχο ρυθμό του Ελληνικού M3.

Η συνολική πιστωτική επέκταση επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2001, καθώς διαμορφώθηκε σε 15,7%, έναντι 20,2% το 2000. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην περιορισμένη αύξηση των πιστώσεων προς τη γενική κυβέρνηση, ενώ μικρότερη επιβράδυνση παρουσίασε η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Από την πλευρά της ζήτησης τραπεζικών δανείων, η διατήρηση της υψηλής πιστωτικής επέκτασης συνδέεται με τη μείωση των επιτοκίων κατά περισσότερο από 2 εκατοστιαίες μονάδες στη διάρκεια του 2001, αλλά και με τον

³⁰ Τράπεζα της Ελλάδος (Μάρτιος 2002), Νομισματική πολιτική 2001-2002, Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, σελ. 76-78

υψηλό ρυθμό ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ από την πλευρά της προσφοράς δανείων συνδέεται με τη σταδιακή αποδέσμευση σημαντικού ύψους καταθέσεων των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος. Η αποδέσμευση αυτή αφορά ποσά σε δραχμές και συνάλλαγμα που διακρατούνταν στην Τράπεζα της Ελλάδος υπό μορφή προθεσμιακής κατάθεσης, ύστερα από την εναρμόνιση, κατά το 2000, του καθεστώτος υποχρεωτικών καταθέσεων στην Τράπεζα της Ελλάδος με το αντίστοιχο του Ευρωσυστήματος

Το 2001 ο **πληθωρισμός** ακολούθησε στην Ελλάδα γενικά την ίδια πορεία με τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, αν και διαμορφώθηκε σε υψηλότερα επίπεδα από ότι ο τελευταίος. Η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ήταν ίση με 1,2 εκατοστιαία μονάδα κατά μέσο όρο στη διάρκεια του έτους. Εξάλλου, με βάση το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε το 2001 στο 3,4%, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από ότι το 2000 (3,2%).

Η ενσωμάτωση από την Ελλάδα του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος, έχει μειώσει αισθητά τη σημασία του **ελλείμματος των τρεχουσών συναλλαγών** (και της χρηματοδότησής του), ως περιοριστικού παράγοντα κατά την άσκηση της οικονομικής πολιτικής³¹.

Το **2002** υπήρξε και το δεύτερο έτος κατά την διάρκεια του οποίου η Ελλάδα αποτέλεσε μόνιμο μέλλον του ευρωσυστήματος με αποτέλεσμα την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Η πολιτική αυτή οδήγησε σε περαιτέρω σημαντική συρρίκνωση, ως όφειλε άλλωστε, του ετήσιου ρυθμού αύξησης του νομισματικού μεγέθους **M3**. Εντούτοις ο ρυθμός αυτός έβαινε μειούμενος σταδιακά και το Δεκέμβριο ήταν για πρώτη φορά αρνητικός (-0,2%). Αν δούμε συνολικά τα πράγματα

³¹ Να σημειωθεί όμως ότι «ο σημαντικός περιορισμός των κινδύνων που συνδέονται με τη μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος αυξάνει τη σχετική σημασία των άλλων στοιχείων κινδύνου. Ο πιστωτικός κίνδυνος έχει ήδη καταστεί το πιο σημαντικό συστατικό τιμολόγησης των ομολόγων στη ζώνη του ευρώ» Τράπεζα της Ελλάδος (Ιούλιος 2010), ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ: ΑΙΤΙΕΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ, Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, σελ. 3-4

καθ' όλη την διάρκεια του έτους ο ρυθμός μεταβολής του M3 στην Ελλάδα κινήθηκε σε σημαντικά χαμηλά επίπεδα και αντιστοιχούσε στο 1/3 περίπου του αντίστοιχου ρυθμού αύξησης του συνολικού M3 της ζώνης του ευρώ. Αιτία αυτού του φαινομένου αποτέλεσε σύμφωνα με τους αναλυτές κυρίως η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, καθώς και προς τα νοικοκυριά. Συνέβαλε επίσης και η μετατόπιση από τα repos προς καταθέσεις μεγαλύτερης διάρκειας (που δεν περιλαμβάνονται στο M3), αλλά και προς τίτλους του Δημοσίου.

Στον τομέα των **τραπεζικών επιτοκίων** παρατηρήθηκε πτωτικά τάση το 2002. Η εξέλιξη αυτή εξηγείται με δύο τρόπους: κατά πρώτον από τις αυξημένες συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων και κατά δεύτερον από την κεντρική επιλογή της ΕΚΤ για μείωση των βασικών επιτοκίων στις 5 Δεκεμβρίου (κατά 0,50 της εκατοστιαίας μονάδας). Γενικά η μεταβολή των βασικών επιτοκίων πιστεύεται ότι με μικρή μόνο χρονική υστέρηση επηρεάζει τα τραπεζικά επιτόκια των χωρών του Ευρωσυστήματος.³²

Παρά την μείωση του M3 ο πληθωρισμός της Ελλάδος διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο τόσο σε σχέση με τον στόχο του 2% όσο και με τα επίπεδα των περισσότερων χωρών της Ευρωζώνης. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού στην Ελλάδα (με βάση το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή - ΔΤΚ) το 2002 διαμορφώθηκε στο 3,6%, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από ότι το 2001 (3,4%). Η σημαντική αυτή απόκλιση των πληθωρισμών είχε σαν αποτέλεσμα την σταδιακή υποβάθμιση της ελληνικής ανταγωνιστικότητας υπό το φως μάλιστα της χρόνιας

³² Σχετικά με τη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων, είναι χρήσιμο να τονιστεί ότι, μετά την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης των διεθνών συναλλαγών και της τραπεζικής αγοράς στα μέσα περίπου της προηγούμενης δεκαετίας, η νομισματική πολιτική ασκείται (μέχρι το τέλος του 2000 από την Τράπεζα της Ελλάδος και στη συνέχεια από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα) σε συνθήκες ανοικτής οικονομίας με ελεύθερο ανταγωνισμό. Στο πλαίσιο αυτό, δεν είναι δυνατή — ούτε και σκόπιμη — παρέμβαση της Τράπεζας της Ελλάδος για τον καθορισμό ανώτατων ή κατώτατων ορίων στα τραπεζικά επιτόκια, όπως κατά το παρελθόν. Τα τραπεζικά επιτόκια διαμορφώνονται με βάση τα διατραπεζικά επιτόκια, τα οποία επηρεάζονται από την εκάστοτε ασκούμενη νομισματική πολιτική. Τα επιτόκια αυτά είναι δυνατόν να διαφοροποιούνται (κατά τράπεζα και κατηγορία δανείων) ανάλογα με τα λειτουργικά έξοδα της κάθε τράπεζας, τους κινδύνους που αναλαμβάνονται σε κάθε συγκεκριμένη κατηγορία δανείων και τις συνθήκες ανταγωνισμού στους επιμέρους τομείς της τραπεζικής αγοράς.

απόκλισης του εγχώριου πληθωρισμού. Στη διατήρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού σε υψηλό επίπεδο και στη μικρή αύξησή του το 2002 συνέβαλαν διάφοροι παράγοντες όπως : οι τιμές των καυσίμων στην παγκόσμια αγορά, οι τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών, η εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ που οδήγησε, ιδιαίτερα τους πρώτους μήνες του 2002, σε στρογγυλοποιήσεις προς τα άνω.

Ο υψηλός βαθμός οικονομικής σταθερότητας και αξιοπιστίας που συνεπάγεται η συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ, έχουν συμβάλει καθοριστικά τα τελευταία χρόνια στην επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του **ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ)**, ο οποίος το 2002 διατηρήθηκε στο 4%

Αν και γενικά χαμηλότερο από την ζώνη του ευρώ το νομισματικό μέγεθος Μ3 σημείωσε άνοδο και μάλιστα με αυξητικό ρυθμό. Σαν αιτία εκτιμάται ότι οφείλεται:

- στα επίπεδα των επιτοκίων σε πολύ χαμηλά ιστορικά επίπεδα τόσο εντός Ελλάδος τόσο και στο πλαίσιο της Ευρωζώνης,
- στην αβεβαιότητα που κυριαρχούσε στο χρηματιστήριο στις αρχές ιδιαίτερα του 2003.

Οι παραπάνω παράγοντες οδήγησαν σε διαφορετική διασπορά των αποταμιεύσεων σε επιμέρους επενδυτικές επιλογές με αποτέλεσμα να καταγραφούν αποκλίνουσες τάσεις. Έτσι, οι καταθέσεις με μεγαλύτερη διάρκεια και οι τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς, ενώ αντίθετα οι τοποθετήσεις σε *repos* παρουσίασαν σημαντική μείωση. Οι κατηγορίες των καταθέσεων που, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, περιλαμβάνονται στο Μ3 αυξήθηκαν ως σύνολο με σχετικά χαμηλό ρυθμό στις αρχές του 2003 (πρώτο τρίμηνο 2003: 5,7%), στη συνέχεια όμως ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιταχύνθηκε και διαμορφώθηκε σε 12,1% το τέταρτο τρίμηνο από 9,2% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2002.

Η ακόμη μεγαλύτερη μείωση κατά 75 μονάδες βάσης το πρώτο εξάμηνο του 2003 των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ συμπάρεσσε σε πτωτική πορεία καθ' όλη την διάρκεια του 2003 όλα τα επιτόκια της αγοράς χρήματος εντός της Ευρωζώνης σαν

αποτέλεσμα αυτόματης ή και χρονικά επιβραδυμένης προσαρμογής στην ασκούμενη κεντρικά. Διαφορά εξακολούθησε να υπάρχει στα επιτόκια χορηγήσεων όπως άλλωστε και στα επιτόκια καταθέσεων μεταξύ Ελλάδος και των υπολοίπων χωρών του ευρώ. Ειδικότερα στην Ελλάδα παρέμειναν σε υψηλότερο επίπεδο από ότι κατά μέσον όρο τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, παρά τη συνεχιζόμενη σύγκλιση τους προς τα τελευταία. Οι μεγαλύτερες αποκλίσεις παρατηρήθηκαν στα καταναλωτικά δάνεια, ενώ μικρότερες είναι οι διαφορές στα μεγάλα επιχειρηματικά δάνεια. Στα στεγαστικά δάνεια, η διαφορά επιτοκίων μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ ήταν μικρότερη της μίας εκατοστιαίας μονάδας, αν και παρουσίασε ανοδική πορεία από την αρχή του 2003.

Το ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας αυξήθηκε κατά 4,2% το 2003, έναντι 3,9% το 2002. Με βάση τις εκτιμήσεις αυτές, ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν ο υψηλότερος μεταξύ των 15 χωρών της ΕΕ και των 30 χωρών του ΟΟΣΑ. Στην αύξηση του ΑΕΠ συνετέλεσε κυρίως η ισχυρή άνοδος της εγχώριας ζήτησης - τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, καθώς και της δημόσιας κατανάλωσης. Στη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας τα τελευταία χρόνια συνέβαλλε η βελτίωση των συνθηκών μακροοικονομικής σταθερότητας με την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που είχαν πραγματοποιηθεί, καθώς και η διατήρηση χαλαρών νομισματικών συνθηκών.

Σε πτωτική πορεία βρέθηκε ο εγχώριος πληθωρισμός καταγράφοντας μείωση στο επίπεδο του 3,4% έναντι 3,6% το έτος 2002 βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ). Το γεγονός αυτό αποτέλεσε λογικό επακόλουθο της ανατίμησης του ευρώ το οποίο και συγκράτησε τον εισαγόμενο πληθωρισμό σε μια χώρα με αρνητικό ισοζύγιο συναλλαγών όπως η Ελλάδα. Παράλληλα προς αυτή την κατεύθυνση συνέτεινε και η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Το γεγονός ότι ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παρέμεινε σχετικά υψηλός οφείλεται αφενός στην ύπαρξη συνθηκών υπερβάλλουσας ζήτησης σε σημαντικούς τομείς της οικονομίας και αφετέρου στις μη ικανοποιητικές συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές που δεν λειτουργούν αποτελεσματικά.

Τα εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια της Ελλάδος όσο και της ευρωζώνης οδήγησαν σε χαμηλό κόστος ευκαιρίας. Συνεπώς η διακράτηση χρήματος δεν αποτέλεσε δελεαστική επιλογή για τους επενδυτές. Το αποτέλεσμα ήταν η σημαντική ενίσχυση το 2004 του δείκτη ρευστότητας M3 τόσο στην Ελλάδα όσο και συνολικά στην Ευρωζώνη. Για την χώρα μας ειδικότερα συνέτρεχαν και άλλοι παράγοντες. Στην υψηλότερη θέση ιεραρχείται ο σημαντικός ρυθμός αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ καθώς και, δευτερευόντως, η υποκατάσταση στοιχείων εκτός M3 με επενδύσεις που αποτιμώνται στο M3. Επιπλέον όμως, η συνολική πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα ενισχύθηκε σημαντικά, καθώς οι δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης ήταν κατά πολύ υψηλότερες το 2004 από ότι το 2003.

Τα πραγματικά επιτόκια παρέμειναν το 2004 σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ενισχύοντας έτσι την ιδιωτική κατανάλωση και τις ιδιωτικές επενδύσεις, συναρτώμενα με τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ τα οποία έχουν παραμείνει αμετάβλητα από τον Ιούνιο του 2003. Όσον αφορά το επιτόκιο των νέων repos, αυτό παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο, χωρίς να διαφέρει από το μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ. Μεγαλύτερες μεταβολές σημειώθηκαν το 2004 στα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων, ιδίως στα επιτόκια των δανείων προς τα νοικοκυριά, στα οποία παρατηρήθηκαν σημαντικές μειώσεις, ενώ οριακές ήταν οι μεταβολές των επιτοκίων των επιχειρηματικών δανείων. Αν και μειώθηκαν, τα επιτόκια των δανείων στην Ελλάδα παραμένουν (όπως άλλωστε και τα περισσότερα επιτόκια καταθέσεων) σε υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με το μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ. Οι μεγαλύτερες αποκλίσεις παρατηρούνται στα δάνεια προς τα νοικοκυριά, ιδίως στα καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια, στα οποία κατατάσσονται και τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών, ενώ μικρότερες είναι οι διαφορές στα στεγαστικά και στα μεγάλα επιχειρηματικά δάνεια.

Παρότι το πρώτο εξάμηνο του 2004 η ανάπτυξη παρέμεινε στην Ελλάδα σε υψηλά επίπεδα κατά το δεύτερο εξάμηνο παρατηρήθηκε επιβράδυνση του αλματώδους ρυθμού για να κλείσει τελικά στο επίπεδο του 4,2%. Εκτιμάται ότι σημαντικό μερίδιο στην άνοδο του ΑΕΠ είχαν οι εξής παράγοντες : οι ευνοϊκές νομισματικές συνθήκες, οι δημοσιονομικές εξελίξεις και το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) υποχώρησε στο 3,0% το 2004 από 3,4% το 2003. Όσον αφορά τις πληθωριστικές πιέσεις που ασκούνται από την πλευρά της ζήτησης, ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμεινε υψηλός το 2004. Το παραγωγικό 'κενό' της Ελληνικής οικονομίας το οποίο ήταν θετικό την τριετία 2001-2003, συνέχισε να αυξάνεται και το 2004. Επομένως, και η υπερβάλλουσα ζήτηση συνέβαλε σε κάποιο βαθμό στη διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλό επίπεδο τα τελευταία χρόνια. Είναι επίσης γεγονός ότι, σε κάποιο βαθμό, οι πληθωριστικές επιδράσεις αμβλύθηκαν λόγω της ανατίμησης του ευρώ, η οποία συγκράτησε την επίδραση του εισαγόμενου πληθωρισμού.

Το 2005³³ παρουσιάστηκε για πρώτη φορά το φαινόμενο ο εγχώριος Μ3 να διαμορφώνεται σε επίπεδα χαμηλότερα εκείνου του μέσου όρου της Ευρωζώνης. Αυτό σημαίνει ότι εμφανίστηκε σημαντικός περιορισμός του ρυθμού ανόδου του Μ3 για πρώτη φορά την τελευταία διετία 2004-2005. Σαν κύρια αιτία της συμπεριφοράς αυτής ανιχνεύθηκε η σημαντική υποκατάσταση στοιχείων που αποτιμώνται στο Μ3 με στοιχεία εκτός Μ3, κυρίως σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού. Παράλληλα τον δείκτη επηρέασε και ο χαμηλότερος ρυθμός αύξησης του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, ο οποίος και εμμέσως προσδιορίζει το επίπεδο ζήτησης χρήματος για συναλλαγές.

Τα επιτόκια στην Ελλάδα το 2005 δεν παρουσίασαν ιδιαίτερες μεταβολές. Ειδικότερα η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά από τις εμπορικές τράπεζες παρουσίασε σημάδια κάμψης τόσο στην καταναλωτική όσο και στην στεγαστική πίστη. Τα επιτόκια όμως προς τις επιχειρήσεις, ανάλογα με τον τύπο τους, παρουσίασαν ανά τομέα ή αύξηση ή παρέμειναν αμετάβλητα. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα έγινε περισσότερο αισθητός, ιδιαίτερα στον τομέα της καταναλωτικής πίστης, με αποτέλεσμα τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων να μειωθούν περαιτέρω το Δεκέμβριο, παρά την αύξηση των βασικών επιτοκίων της

³³ Τράπεζα της Ελλάδος (Φεβρουάριος 2006), Νομισματική πολιτική 2005-2006, Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, σελ. 49-85

ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης στις αρχές Δεκεμβρίου του 2005. Οι διαφορές μεταξύ των επιτοκίων της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν όσον αφορά τα δάνεια προς τα νοικοκυριά κατά το 2005, ενώ σε ορισμένες κατηγορίες επιχειρηματικών δανείων αυξήθηκαν και σε άλλες παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα Ελληνικά επιτόκια, αν και υπερβαίνουν τα αντίστοιχα μέσα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, για ορισμένες κατηγορίες δανείων, π.χ. τις σημαντικότερες κατηγορίες επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων, δεν είναι τα υψηλότερα μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Το 2005 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές) επιβραδύνθηκε στο 3,7% από 4,7% το 2004 και 4,4% κατά μέσον όρο την τετραετία 2000-2003. Παρά την επιβράδυνση, η επίδοση της ελληνικής οικονομίας το 2005 κρίνεται ικανοποιητική, ιδιαίτερα αν ληφθεί υπόψη ότι η άνοδος επιτεύχθηκε σε συνθήκες δημοσιονομικής προσαρμογής, αλλά και σημαντικής αύξησης των διεθνών τιμών της ενέργειας. Το ευρώ υποχώρησε στις αγορές συναλλάγματος το 2005, μετά από τέσσερα έτη ανοδικής πορείας. Σε μέσα επίπεδα έτους, ο ευρύς δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, ο οποίος είχε αυξηθεί κατά 12,4% το 2003 και 4,1% το 2004, το 2005 υποχώρησε κατά 1,4%. Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας ακολούθησε παράλληλη πορεία με εκείνη του δείκτη της ονομαστικής ισοτιμίας. Η υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ εκτιμάται ότι θα ενισχύσει, με κάποια χρονική υστέρηση, την ανάκαμψη της οικονομίας.

Ο πληθωρισμός αυξήθηκε το 2005 στην Ελλάδα, κυρίως λόγω εξωγενών παραγόντων, όπως ήταν η επιτάχυνση της ανόδου της τιμής του αργού πετρελαίου και η αύξηση της έμμεσης φορολογίας. Συγκεκριμένα, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή αυξήθηκε στο 3,5% το 2005, από 3,0% το 2004.

Ο δείκτης ρευστότητας M3 παρουσίασε επιταχυνόμενη άνοδο κατά το 2006. Ιδιαίτερα όμως από το δεύτερο τρίμηνο του 2006³⁴ ξεπέρασε τον ρυθμό του αντίστοιχου μέσου ευρωπαϊκού δείκτη. Σαν κυριότερη αιτία θεωρείται η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Συγχρόνως παρατηρήθηκε και το γνώριμο φαινόμενο της μετακίνησης κεφαλαίων σε τοποθετήσεις που συνεκτιμώνται στον M3 από άλλες που βρίσκονται εκτός του δείκτη.

Η ήδη από τον Δεκέμβριο του προηγούμενου έτους η ΕΚΤ είχε αρχίσει να αυξάνει τα βασικά της επιτόκια με δευτερογενές αποτέλεσμα την κλιμάκωση αντίστοιχα τον επιτοκίων καταθέσεων καθώς και των περισσότερων κατηγοριών τραπεζικών δανείων σαν αποτέλεσμα φυσικά της αντίστοιχης κεντρικής αύξησης από την ΕΚΤ όπως ελέγχθη. Τα βασικά επιτόκια αυξήθηκαν έξι φορές έως το τέλος του 2006. Οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κρίθηκαν απαραίτητες προκειμένου να αποτραπούν οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ που διαπιστώθηκαν με βάση την οικονομική και νομισματική ανάλυση της ΕΚΤ. Με τον τρόπο αυτό, η ενιαία νομισματική πολιτική, εκτός του ότι διατήρησε το ρυθμό πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα, συνέχισε να συμβάλλει στη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης και στη δημιουργία θέσεων εργασίας στη ζώνη του ευρώ. Στο πλαίσιο της νομισματικής ανάλυσης, διαπιστώθηκαν πληθωριστικοί κίνδυνοι καθώς εξακολουθεί να υπάρχει μεγάλη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ.

Το 2006 η ελληνική οικονομία επέστρεψε σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης φτάνοντας στο αξιοσημείωτο 4,3%. Αυτό σημαίνει ότι τα χαρακτηριστικά της αυξημένης εγχώριας ζήτησης και της ενίσχυσης της παραγωγικής ικανότητας που αποτελούσαν στοιχεία των προηγούμενων ετών εξακολούθησαν να συντρέχουν. Παράλληλα οφείλει να υπομνησθεί ότι η συμμετοχή της χώρας στην ζώνη του ευρώ, λόγω του βάθους του νομίσματος και την συνολική εξασφάλιση της ελληνικής οικονομίας, μείωσε σημαντικά το κόστος δανεισμού με αποτέλεσμα την επέκταση της πιστωτικής πίστης και την άνοδο των επενδύσεων και της κατανάλωσης.

³⁴ Τράπεζα της Ελλάδος (Φεβρουάριος 2007), Νομισματική πολιτική 2006-2007, Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, σελ. 25-48

Ο πληθωρισμός υποχώρησε ελαφρά στο 3,3% (από 3,5% το 2005) παρά τη μεγάλη αύξηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών, καθώς το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε σε 2,6% του ΑΕΠ (από 5,5% το 2005), δηλαδή κάτω από την τιμή αναφοράς (3%) της Συνθήκης του Μάαστριχτ, ενώ το δημόσιο χρέος μειώθηκε στο 104,6% του ΑΕΠ (από 107,5% το 2005). Το ευρώ ενισχύθηκε το 2006 έναντι των κυριότερων διεθνών νομισμάτων.

Το 2007 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κινήθηκε στην κατεύθυνση της εκ νέου αύξησης των βασικών επιτοκίων στις 8 Μαρτίου και στις 6 Ιουνίου, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά. Το αποτέλεσμα ήταν στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης το επιτόκιο προσφοράς να φτάσει το 4% τον Ιούνιο του 2007. Αυτή η εξέλιξη ήταν αναμενόμενη καθότι το σκέλος της συγκέντρωσης και ανάλυσης οικονομικών δεδομένων, που αποτελεί και αντικείμενο της ΕΚΤ, οδηγήθηκε στο συμπέρασμα ότι οι πληθωριστικοί κίνδυνοι που έπληξαν τις οικονομίες της ευρωζώνης θα εμφανίσουν ενισχυτικές τάσεις. Η πιστωτική επέκταση στις χαμηλής εξασφάλισης στεγαστικά δάνεια των ΗΠΑ, η οποία είχε λάβει μεγάλες διαστάσεις τα προηγούμενα χρόνια, αύξανε τις επισφάλειες επηρεάζοντας τα οικονομικά αποτελέσματα όλων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων παγκοσμίως ενώ παράλληλα ασκούσε ανοδικές τάσεις στα διατραπεζικά επιτόκια στις αγορές χρήματος των ανεπτυγμένων οικονομιών. Ο αντίκτυπος της χρηματοπιστωτικής αναταραχής για την οικονομική δραστηριότητα και τις νομισματοπιστωτικές εξελίξεις, και συνεπώς για τις πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ, περιβαλλόταν από αβεβαιότητα.

Και το 2007 ο ετήσιος ρυθμός του νομισματικού μεγέθους M3 συνέχισε να κινείται σε καθεστώς υψηλότερο αυτό του αντίστοιχου μέσου όρου της ζώνης του ευρώ. Οι συνεχείς μετατοπίσεις κεφαλαίων από στοιχεία εκτός του νομισματικού μεγέθους M3 σε στοιχεία που αποτιμώνται στο M3, σαν προσπάθεια συνδυασμού αυξημένων αποδόσεων, γρήγορης δυνατότητας απεμπλοκής και ρευστοποίησης Λογικό επακόλουθο των δεδομένων αυτών ο ρυθμός ανόδου του μεγέθους M3 επιταχύνθηκε περαιτέρω το 2007 και το τέταρτο τρίμηνο διαμορφώθηκε σε 14,7%, έναντι 10,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2006.

Τα τραπεζικά επιτόκια συνέχισαν την ανοδική τους πορεία το 2007 σε όλες τις κατηγορίες καταθέσεων και στις περισσότερες κατηγορίες δανείων επηρεαζόμενα από την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ αλλά και την άνοδο των επιτοκίων στην αγορά χρήματος εξαιτίας της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές κατά το δεύτερο εξάμηνο.

Αυτές οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις έχουν επηρεάσει δυσμενώς τον πληθωρισμό και το ρυθμό ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε αισθητά από 4,2% το πρώτο εξάμηνο, σε 3,7% το δεύτερο εξάμηνο του 2007. Ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε σημαντικά τους τελευταίους μήνες, αντανακλώντας κυρίως την αύξηση του εισαγόμενου πληθωρισμού, (εν μέρει για συγκυριακούς και εν μέρει για μονιμότερους λόγους διαρθρωτικού χαρακτήρα) και σε μικρότερο βαθμό του κόστους παραγωγής. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε περαιτέρω και έφτασε το 14,1% του ΑΕΠ συντελώντας στην υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας. Όσον αφορά τις δημοσιονομικές εξελίξεις το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκε επί δεύτερο κατά σειρά έτος κάτω από 3% και το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 95%, το δεύτερο ψηλότερο στη ζώνη του ευρώ.

Ωστόσο, η αύξηση ήταν γενικά μικρότερη από ότι στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα να σημειωθεί στις περισσότερες περιπτώσεις περαιτέρω σύγκλιση των Ελληνικών επιτοκίων προς τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, λόγω του εντεινόμενου ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών, το 2007 τα επιτόκια στις δύο σπουδαιότερες κατηγορίες στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα παρέμειναν χαμηλότερα από τα αντίστοιχα στη ζώνη του ευρώ.

Προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι αρνητικές επιπτώσεις από η συνεχιζόμενη κρίση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, είναι απαραίτητο να ενισχυθεί η ανθεκτικότητα της Ελληνικής οικονομίας και ασφαλέστερος τρόπος γι' αυτό είναι να συνεχιστεί η προσπάθεια για τη βελτίωση των βασικών μεγεθών της οικονομίας. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να συνεχιστεί η δημοσιονομική εξυγίανση, με βάση το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2007-2010, ώστε να μηδενιστεί το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ έως το 2010

και να μειωθεί σημαντικά το δημόσιο χρέος. Επίσης, πρέπει να ενταθεί η προσπάθεια για την ενίσχυση του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας και τη συγκράτηση του κόστους παραγωγής, προκειμένου να εξαλειφθεί η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ ως συνόλου και να αποκατασταθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας ως προς τις τιμές. Η αύξηση της ανταγωνιστικότητας αλλά και η ενίσχυση της εθνικής αποταμίευσης είναι αναγκαίες για να μειωθεί το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η βελτίωση της παραγωγικότητας και της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας θα απαιτήσει συνέχιση των μεταρρυθμίσεων σε ευρύ φάσμα τομέων της οικονομίας

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους M3, μετά την επιτάχυνση που σημείωσε το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2008, επιβραδύνθηκε σε 12,3% το Δεκέμβριο του 2008, αλλά πάντως διατηρήθηκε σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ (Δεκέμβριος 2008: 6,6%). Η αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων καταθέσεων και οι αρνητικές αποδόσεις του συνόλου των αμοιβαίων κεφαλαίων κατά την εξεταζόμενη περίοδο ενίσχυσαν τις προτιμήσεις των επενδυτών για τοποθετήσεις που παρέχουν μεγαλύτερο βαθμό ασφάλειας και ρευστότητας και σχετικά υψηλότερες αποδόσεις. Αυτή η συμπεριφορά των επενδυτών συνέβαλε στη μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός M3 προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3 (ιδίως καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη). Η πρόσφατη επιβράδυνση του ρυθμού μεταβολής του M3 συνδέεται με την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας.³⁵

Λόγω της μεγάλης πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων, ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή – ΕνΔΤΚ) υποχώρησε ραγδαία, και πολύ περισσότερο από ό,τι αναμενόταν, τους τελευταίους μήνες του 2008 και το Δεκέμβριο διαμορφώθηκε στο 2,2%. Τους πρώτους επτά μήνες του 2008 όμως, όταν

³⁵ Τράπεζα της Ελλάδος (Φεβρουάριος 2009), Νομισματική πολιτική 2008-2009, Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, σελ. 107

οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου αυξάνονταν συνεχώς, ο πληθωρισμός είχε φθάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα (4,9% το Μάιο, τον Ιούνιο και τον Ιούλιο). Οι εξελίξεις αυτές συνετέλεσαν ώστε ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός να διαμορφωθεί το 2008 σε επίπεδο σημαντικά υψηλότερο από ό,τι το 2007 (4,2% έναντι 3,0%). Ωστόσο, ο πυρήνας του πληθωρισμού (που δεν περιλαμβάνει τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) εμφάνισε πολύ μικρότερη μεταβλητότητα.³⁶

Οι παράγοντες που επί μακρόν διασφάλιζαν τους υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης³⁷ της ελληνικής οικονομίας άρχισαν πλέον να αποδυναμώνονται ή ακόμη χειρότερα να μην συντρέχουν καθότι υπερέβαιναν επί μακρόν και κατά πολύ τους διατηρήσιμους ρυθμούς παραγωγικής ικανότητας της χώρας μας. Παράλληλα οι ρυθμοί ανάπτυξης σε παγκόσμιο επίπεδο παρουσίασαν υποχώρηση συμπαρασύροντας και την εγχώρια οικονομία. Η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της ελληνικής οικονομίας έγινε αισθητή από τα μέσα του 2007 και συνεχίστηκε το 2008. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ ήταν 3,3% τους πρώτους εννέα μήνες του 2008, έναντι 4,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2007. Το τρίτο τρίμηνο του 2008 το ΑΕΠ αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,1% (έναντι 4,1% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2007).

Στην Ελλάδα παρατηρήθηκε στα επιτόκια νέων καταθέσεων η εξής ιδιαίτερη συμπεριφορά. Παρότι η ΕΚΤ προέβη σε μείωση των βασικών επιτοκίων το τελευταίο τρίμηνο του 2008, κατά 175 μονάδες βάσης συνολικά, τα επιτόκια σημείωσα σημαντική αύξηση ενώ το επιτόκιο καταθέσεων ημέρας παρέμεινε αμετάβλητο. Η άνοδος αυτή, παρότι μη αναμενόμενη, αντικατόπτριζε το κλίμα ανησυχίας και αβεβαιότητας που κυριάρχησε μετά την κατάρρευση των διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών και των συνεπαγόμενων συνθηκών ρευστότητας

³⁶ Τράπεζα της Ελλάδος (Φεβρουάριος 2009), Νομισματική πολιτική 2008-2009, Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, σελ. 85-86

³⁷ Η οικονομική ανάπτυξη είναι ποιοτικός όρος της μακροοικονομίας ο οποίος αναφέρεται στην αύξηση της δυνατότητας ικανοποίησης των ατομικών και κοινωνικών αναγκών, με την πάροδο του χρόνου, στο εσωτερικό μίας οικονομίας. Σχετίζεται στενά με τον όρο οικονομική μεγέθυνση και συνήθως οι δύο όροι χρησιμοποιούνται εναλλάξ. Η οικονομική μεγέθυνση όμως είναι μία αυστηρά ποσοτική έννοια η οποία αναφέρεται στην αλλαγή του πραγματικού Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος με την πάροδο του χρόνου. Diulio, Eugene (2001). «Μακροοικονομική Ανάλυση». Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Τζιόλα. σελ. 11

όπως αυτές επιτείνονται στις διεθνείς αγορές. Συνεπώς οι τράπεζες επιχειρώντας να προσελκύσουν νέα κεφάλαια, με σκοπό να διασφαλίσουν την απρόσκοπτη πρόσβασή τους σε ρευστότητα πρόσφεραν ελκυστικούς όρους. Το επιτόκιο των καταθέσεων αυτών (που αποτελούν και τη σπουδαιότερη κατηγορία καταθέσεων) αυξήθηκε κατά 84 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκε σε 5,36% το Δεκέμβριο. Το εν λόγω επιτόκιο ήταν το Νοέμβριο (το υψηλότερο μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Το επιτόκιο των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο και διαμορφώθηκε σε 1,24% το Δεκέμβριο.³⁸

Το 2009 χαρακτηρίστηκε από σημαντική αντιστροφή και επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης και από μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Τα δεδομένα αυτά είχαν και την ανάλογη επίδραση στον δείκτη νομισματικής ρευστότητας M3. Τα σύννεφα της πτωτικής πορείας του M3 είχαν ήδη διαφανεί από το δ' τρίμηνο του 2008 για να καταλήξει στο ιστορικό χαμηλό του 4,8% το δ' τρίμηνο του 2009 έναντι 14,4% το αντίστοιχο περσινό τρίμηνο. Η πορεία αυτή συνεχίστηκε και τον Ιανουάριο όπου και διαμορφώθηκε στο οριακά θετικό 1,0%. Παρόλη την φαινομενικά φθίνουσα πορεία ο δείκτης, κατά τα ειωθότα, παρέμεινε σημαντικά υψηλότερος από τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό, ο οποίος από τον Οκτώβριο κινούνταν σε αρνητικά επίπεδα. Σε μικρότερο βαθμό σχετίζεται με τη μείωση των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων, η οποία κατέστησε τις τοποθετήσεις σε στοιχεία εντός του M3 λιγότερο ελκυστικές και συνέβαλε στη μετατόπιση αποταμιευτικών διαθεσίμων από στοιχεία του M3 (ιδίως από τις καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη) προς στοιχεία εκτός του M3. Η υποχώρηση του ρυθμού κατά τους τελευταίους μήνες του έτους ενδεχομένως συνδέεται επίσης με τη μετατόπιση αποταμιευτικών κεφαλαίων προς το εξωτερικό³⁹.

Συντονισμένη και συνεπής με την αγορά χρήματος στην ζώνη του ευρώ, όπου και συμμετέχει, η ελληνική αγορά χρήματος κινήθηκε το 2009, καθ' όλη την διάρκεια

³⁸ Τράπεζα της Ελλάδος (Φεβρουάριος 2009), Νομισματική πολιτική 2008-2009, Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, σελ. 109

³⁹ Τράπεζα της Ελλάδος (Μάρτιος 2010), Νομισματική Πολιτική 2009-2010, Τράπεζα της Ελλάδος Ευρωσύστημα, σελ. 78-85

του έτους και σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες, πτωτικά στα επιτόκια των βραχυπρόθεσμων νέων τραπεζικών καταθέσεων. Η υποχώρηση ξεκίνησε συντονισμένα τους πρώτους οκτώ μήνες με έντονη βιαιότητα για να παραμείνει πτωτική, έστω και επιβραδυμένα, προς το τέλος του έτους. Κίνηση αυτή είχε χαρακτήρα εξομάλυνσης τόσο λόγω της αύξησης που είχε παρουσιάσει το εν λόγω νομισματικό μέγεθος τα δύο προηγούμενα έτη όσο και λόγω της μείωσης των βασικών επιτοκίων της Ε.Κ.Τ. (κατά 150 μονάδες βάσης) η οποία πραγματοποιήθηκε στη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2009. Αναλυτικότερα, το επιτόκιο των νέων καταθέσεων μίας ημέρας των νοικοκυριών, διαμορφώθηκε σε 0,43% το Δεκέμβριο, δηλαδή όσο και το Νοέμβριο (Δεκέμβριος 2008: 1,24%), ενώ εκείνο των νέων καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια μέχρι ένα έτος από τα νοικοκυριά αυξήθηκε σε 2,10%, από 2,01% το Νοέμβριο⁴⁰.

Δείκτης της κρίσης και της συνεπακόλουθης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας αποτέλεσε το ΑΕΠ, το οποίο και διαμορφώθηκε στο -2,0% καταγράφοντας αύξουσα καθοδική πορεία -1,0% το πρώτο τρίμηνο, -1,9% το δεύτερο, -2,5% το τρίτο και το τέταρτο τρίμηνο και παραμένοντας, συνεπώς, αρνητικός καθ' όλο το 2009. Την ανάλογη υποχώρηση, παραμένοντας όμως σε θετικό πρόσημο, παρουσίασε ο πληθωρισμός βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή. Η πτωτική πορεία που ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2008 συνεχίστηκε έως και τον Σεπτέμβριο του 2009, όπου και κατέγραψε το χαμηλό του 0,7%. Ακολούθησε η άνοδος επηρεασμένος από την σημαντική αύξηση των τιμών των πετρελαιοειδών με αποτέλεσμα να φτάσει το Δεκέμβριο στο 2,6%. Συνολικά λοιπόν σε ετήσια βάση ο πληθωρισμός κινήθηκε μεσοσταθμικά σε ποσοστό 1,3%. Σύμφωνα με στοιχεία του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, το έλλειμμα του Κρατικού Προϋπολογισμού το 2009 ανήλθε σε 13,0% του ΑΕΠ έναντι αντίστοιχου ελλείμματος 6,1% το 2008 και αναθεωρημένου ετήσιου στόχου 5,0% του ΑΕΠ. Επίσης, το πρωτογενές έλλειμμα του Κρατικού Προϋπολογισμού διευρύνθηκε σε 7,8% του ΑΕΠ, από 1,4% το 2008⁴¹.

⁴⁰ Τράπεζα της Ελλάδος (Μάρτιος 2010), Νομισματική Πολιτική 2009-2010, Τράπεζα της Ελλάδος Ευρωσύστημα, σελ. 41

⁴¹ Τράπεζα της Ελλάδος (Μάρτιος 2010), Νομισματική Πολιτική 2009-2010, Τράπεζα της Ελλάδος Ευρωσύστημα, σελ. 69

Συμπεράσματα

Χωρίς αμφιβολία είναι εύκολο να συμπεράνουμε, πως τα πλεονεκτήματα ενός κοινού νομίσματος είναι πολλά και σημαντικά. Λόγω της απουσίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών, δίνεται περισσότερη ώθηση στις συναλλαγές, ενισχύοντας της επενδύσεις καθώς και την αύξηση του ΑΕΠ. Το κόστος των εμπορικών και χρηματοοικονομικών συναλλαγών θα είναι χαμηλότερο, αφού δεν θα υπάρξει το κόστος μετατροπής νομισμάτων, κάνοντας τη διακίνηση αγαθών, υπηρεσιών, κεφαλαίων και εργασίας ευκολότερη. Ακόμη, η διαφάνεια των τιμών θα τονώσει τον ανταγωνισμό και θα ωφελήσει τους καταναλωτές.

Φυσικά, στον αντίποδα, διακρίνουμε και τα μειονεκτήματα ενός κοινού νομίσματος. Το πιο σημαντικό από αυτά είναι ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι υπεύθυνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής των χωρών - μελών της ευρωζώνης, με αποτέλεσμα οι κεντρικές τράπεζες των χωρών να μη μπορούν να ασκούν καμία επιρροή στη προσφορά χρήματος και στα επιτόκια. Επίσης, η αδύνατη αντίδραση σε περίπτωση ασύμμετρων οικονομικών διαταραχών(ζήτησης⁴²) μεταξύ των χωρών-μελών λόγω της ενιαίας νομισματικής πολιτικής(ENE). Τα προβλήματα λοιπόν, που συναντούν οι χώρες στη προσαρμογή της οικονομίας τους είναι μεγάλα, καθιστώντας την νομισματική ολοκλήρωση στην Ευρωζώνη μη λειτουργική.

Στην παρούσα όμως φάση, το όραμα για ασφάλεια, σταθερότητα, ευημερία και ανάπτυξη από την ένταξη μας στην ΟΝΕ μοιάζει ανεκπλήρωτο, με τις σημερινές συνθήκες και τις πολιτικές σκοπιμότητες που επικρατούν. Η κατάσταση στην Ελλάδα είναι αρκετά απογοητευτική. Στην ουσία η χώρα μας συντηρείται με τις δόσεις του δανείου της Τρόικας. Οι δανειστές πιέζουν για ακόμη περισσότερα μέτρα λιτότητας, μεταρρυθμίσεις στην οικονομία, καταπολέμηση της φοροδιαφυγής, ορθή (κατά τη γνώμη-συμφέρον τους) διαχείριση των δημόσιων δαπανών. Βέβαια, κάτω από άλλες συνθήκες η κυβέρνηση θα μπορούσε να υποτιμήσει το εθνικό μας νόμισμα, αλλά αυτό είναι ανέφικτο μετά την εισαγωγή του ευρώ, έτσι προέβει σε "εσωτερική υποτίμηση", δηλαδή αντί να υποτιμηθεί το εθνικό νόμισμα μειώνονται οι μισθοί. Τα

⁴² Ενώ στις διαταραχές προσφοράς εξορισμού η ΕΚΤ δεν μπορεί να έχει καμία αποτελεσματικότητα επηρεασμού τους.

περισσότερα μέτρα από αυτά θα βοηθούσαν το κράτος στο μέλλον ,αλλά κάποια οδηγούν στην εξαθλίωση του λαού και οδηγούν τη χώρα ακόμα βαθύτερα στη κρίση.

Εάν δεν επικρατήσει η «κοινή λογική» ότι μόνο αν αναπτύσσεται-μεγεθύνεται μια οικονομία τότε από το πλεόνασμα του πλούτου που παράγεται μπορεί ακόμα και το σύνολό του να αποδοθεί για την εξόφληση των δανείων, είναι μαθηματικά βέβαιο ότι θα οδηγηθούμε σε στάση πληρωμών και άτακτη χρεοκοπία. Τελικά, οι διαρθρωτικές δυσκαμψίες προσαρμογής της Ελληνικής οικονομίας στο μεταβαλλόμενο ευρωπαϊκό περιβάλλον συνύπαρξής της, μεγέθυναν τις ούτως ή άλλως επιδράσεις του ανάπηρου «συστήματος ευρώ» στην εσωστρεφή μας καταρρέουσα παραγωγική δυναμικότητα. Οι αλλαγές είναι τώρα επιβεβλημένες, όχι απλά αναγκαίες κάποτε στο μέλλον.

Βιβλιογραφία

1. **Cameron, G., Wallace, C., (2002)**, «Macroeconomic Performance in the Bretton Woods Era and after», *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 18, Issue 4.
2. **Diulio, E., (2001)**, «Μακροοικονομική Ανάλυση», εκδόσεις Τζιόλα, Θεσσαλονίκη
3. **Ferguson, K., (2004)**, «Βασικές αρχές οικονομικής θεωρίας», εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.
4. **Krugman, P., Obstfeld, M., (2003)**, «Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πολιτική», εκδόσεις Κριτική ΑΕ, Αθήνα.
5. **McAleese, D., (2005)**, «Οικονομική για επιχειρησιακές σπουδές», εκδόσεις Τυπωθήτω, Αθήνα.
6. **Grauwe de P., (2003)**, «Το κόστος ενός κοινού νομίσματος», Τα οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα..
7. **Grauwe de P., (2005)**, «Τα οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης», εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
8. **Mundell, A.R., (1961)**, «A Theory of Optimum Currency Areas», *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4, September.
9. **Dornbush, R., Fischer S., (1990)**, «Μακροοικονομική», εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.
10. **Ανώνυμο, (2006)**, «Σύστημα του Bretton – Woods», αναρτήθηκε στο http://www.worldlingo.com/ma/enwiki/el/Bretton_Woods_system

11. **Γκαργκάνας Ν., (1998)**, «Ελλάδα και ΟΝΕ, προκλήσεις και προοπτικές», *Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας Ελλάδος*, τεύχος 12, Δεκέμβριος.
12. **Γκαργκάνας Ν., Ταβλάς Γ., (2002)**, «*Νομισματικά καθεστώτα & επιδόσεις ως προς τον πληθωρισμό*», Οικονομικές Επιδόσεις & προοπτικές της Ελλάδος, Τράπεζα Ελλάδος, Αθήνα.
13. **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, (2006)**, «*Κατευθυντήρια γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας*», 31 Αυγούστου, www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1_35220061213el00010090.pdf
14. **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, (2008)**, «*Εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ*», Νοέμβριος, www.ecb.eu/udl.html?doc_id=gendoc_el
15. **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, (2004)**, «*Θεσμικές Διατάξεις*», <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbinstitutionalprovisions2004el.pdf>
16. **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, (1998)**, «*Το θεσμικό και νομικό πλαίσιο της ΟΝΕ και του Ευρώ*», Ευρώ, οι προσαρμογές και οι επιπτώσεις στον Ελληνικό τραπεζικό τομέα από την ΟΝΕ και την εισαγωγή του Ευρώ.
17. **Θεοδωρόπουλος, Σ., (1997)**, «*Η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση*», Ευρωπαϊκή Οικονομική Ολοκλήρωση.
18. **Μούτος και Scarth, (n.d.)**, «*Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Άσκηση Νομισματικής Πολιτικής στην Ευρωζώνη*», αναρτήθηκε στο <http://www.aueb.gr/deos/MASTER-GR/moutos-scarth.pdf>
19. **Μπρισίμης Σ., Παπαδοπούλου Δ., (2001)**, «*Η εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή στην Ελλάδα*», *Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας Ελλάδος*, τεύχος 18.

20. «Νομισματική Πολιτική & Ευρωσύστημα», <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/default.aspx>
21. **Σαχινίδης Φ., (2006)**, «*Το συναλλαγματικό καθεστώς της Ελλάδας: Από την πρόσδεση της δραχμής στο δολάριο μέχρι την ΟΝΕ*», Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα.
22. «*Τα όργανα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης*», http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/economic/institutions/article_7228_el.htm
23. **Τράπεζα της Ελλάδος, (2003)**, «*Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας*», Τεύχος 67, Μάιος, Αθήνα.
24. **Τράπεζα της Ελλάδος, (2002)**, «*Νομισματική πολιτική 2001-2002*», Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Μάρτιος, Αθήνα.
25. **Τράπεζα της Ελλάδος, (2003)**, «*Νομισματική πολιτική 2002-2003*», Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Μάρτιος, Αθήνα.
26. **Τράπεζα της Ελλάδος, (2006)**, «*Νομισματική πολιτική 2005-2006*», Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Φεβρουάριος, Αθήνα.
27. **Τράπεζα της Ελλάδος, (2010)**, «*Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών Της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών Και Προτάσεις Πολιτικής*», Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Ιούλιος, Αθήνα.

28. **Τράπεζα της Ελλάδος, (2010)**, «*Νομισματική πολιτική 2002-2003*», Ίδρυμα εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Μάρτιος, Αθήνα.
29. **Τσακαλογιάννης Π., (2000)**, «*Νομισματικές κρίσεις & επιστροφή στην ΟΝΕ*», Ευρώ & Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση.
30. http://europa.eu/scadplus/constitution/introduction_el.htm
31. http://europa.eu/pol/emu/index_el.htm
32. http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_el.htm
33. http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/economic/monetary_policy/article_7229_el.htm