

**ΤΕΙ ΠΑΤΡΑΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**“Η Τράπεζα της Ελλάδος και η νομισματική πολιτική μέσα στα πλαίσια του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)”**



**Κούστα Μαριόλα  
Πάτσου Μανιόλα  
Χρονοπούλου Παναγιώτα**

**Εισηγητής Καθηγητής: Χριστίδης Ιωάννης**

**Πάτρα 2009**

## Πίνακας περιεχομένων

Συνοτομογραφία.....	4
Ευρετήριο .....	5
Εισαγωγή .....	10
<b>ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ .....</b>	<b>12</b>
ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑ ΑΣΚΗΣΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΟΝΕ	
<b>Κεφάλαιο 1.....</b>	<b>13</b>
<b>Ο ρόλος της Τράπεζας της Ελλάδος πριν το ευρώ</b>	
1.1.Γενικά.....	13
1.2 Ιστορικό.....	14
1.3 Η μορφή και οι συνθήκες λειτουργίας της Τράπεζας σήμερα .....	17
1.4 Οι λειτουργίες της Τράπεζας της Ελλάδος πριν ενταχθεί στο Ευρωσύστημα ..	19
<b>Κεφάλαιο 2.....</b>	<b>21</b>
<b>Η Τράπεζα της Ελλάδος σήμερα</b>	
2.1 Οργανόγραμμα της Τράπεζας της Ελλάδος και σημερινή διάρθρωση .....	21
2.2 Οι αρμοδιότητες της Τράπεζας μετά την ένταξή της στο Ευρωσύστημα .....	25
2.3 Εποπτεία .....	30
2.3.1 Εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων .....	31
2.3.2 Διαφάνεια συναλλαγών .....	33
<b>Κεφάλαιο 3.....</b>	<b>35</b>
<b>Νομισματική πολιτική της Τράπεζας της Ελλάδος</b>	
3.1 Εισαγωγικές έννοιες .....	35
3.2 Το θεωρητικό πλαίσιο για την άσκηση νομισματικής πολιτικής.....	36
3.3.Βασικά εργαλεία και μέσα νομισματικής πολιτικής .....	39

3.4 Νομισματική Επιτροπή και απελευθέρωση χρηματοπιστωτικού συστήματος .	45
3.5 Στρατηγική της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα της περιόδου 1990 - 2000.....	48
3.6. Προβλήματα για την Ελλάδα κατά την διάρκεια της μεταβατικής περιόδου ..	51

<b>Παράρτημα .....</b>	<b>53</b>
------------------------	-----------

<b>ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ .....</b>	<b>69</b>
----------------------------	-----------

ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ, ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ  
ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

<b>Κεφάλαιο 1.....</b>	<b>70</b>
------------------------	-----------

### **Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα**

1.1. Η αρχή του ΕΣΚΤ.....	70
1.2. Έναρξη εργασιών για την υλοποίηση της ONE .....	73
1.3. Κριτήρια συμμετοχής κράτους – μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο τρίτο στάδιο της ONE.....	75
1.4. Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Ευρωσύστημα .....	77
1.4.1. Στόχοι του ΕΣΚΤ.....	78
1.4.2 Βασικά καθήκοντα του ΕΣΚΤ.....	78
1.4.3 Διοικητικά όργανα του ΕΣΚΤ .....	80

<b>Κεφάλαιο 2.....</b>	<b>82</b>
------------------------	-----------

### **Νομισματική πολιτική του ΕΣΚΤ**

2.1. Βασικός στόχος νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ .....	82
2.2. Στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ .....	85
2.3 Τα μέσα άσκησης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.....	88

<b>Παράρτημα 1 .....</b>	<b>91</b>
--------------------------	-----------

<b>Παράρτημα 2 .....</b>	<b>94</b>
<b>Συμπεράσματα.....</b>	<b>98</b>
<b>Πίνακες και διαγράμματα .....</b>	<b>101</b>
<b>Βιβλιογραφία .....</b>	<b>112</b>

## ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΑ

<b>ΑΕΠ</b>	Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν
<b>ΕΕ</b>	Ευρωπαϊκή Ένωση
<b>ΕθνΚΤ</b>	Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες
<b>ΕΚ</b>	Ευρωπαϊκή Κοινότητα
<b>ΕΚΤ</b>	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
<b>ΕΣΚΤ</b>	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
<b>ΕΝΙ</b>	Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα
<b>ΕΟΚ</b>	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
<b>ΟΝΕ</b>	Οικονομική και Νομισματική Ένωση
<b>ΤτΕ</b>	Τράπεζα της Ελλάδος

## ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ

**ΑΝΟΙΧΤΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ:** Μια ανοιχτή συναλλαγή (οι οποία επίσης ονομάζεται ανοιχτή θέση) είναι μια συναλλαγή στην οποία ο επενδυτής αγόρασε ή πούλησε ένα συγκεκριμένο ζεύγος νομισμάτων, ενώ δεν έχει ακόμη πουλήσει ή αγοράσει ξανά το ισότιμο ποσό για να κλείσει τη θέση αυτή.

**ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ:** Είναι η διαδικασία κατά την οποία το γενικό επίπεδο των τιμών μειώνεται διαρκώς για μεγάλη χρονική περίοδο. Σε περίπτωση που συνεχίζεται αυτή η πτώση των τιμών, οι υποψήφιοι αγοραστές ενδέχεται αν καθυστερήσουν την απόκτηση αγαθών, αναμένοντας χαμηλότερες μελλοντικές τιμές. Μια περαιτέρω πτώση των τιμών που μπορεί να ακολουθήσει, θα έχει ως αποτέλεσμα να οδηγηθεί η οικονομία σε ύφεση.

**ΒΑΣΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΕΚΤ:** Είναι τα επιτόκια που εκδίδει η ΕΚΤ στα πλαίσια της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής της. Αυτά είναι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

**ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ:** Το ισοζύγιο πληρωμών είναι ένας λογαριασμός στον οποίο καταγράφονται όλες οι συναλλαγές μίας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμο, μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, όπως ένα έτος. Το ισοζύγιο πληρωμών, ή εξωτερικό ισοζύγιο αποτελείται από επί μέρους λογαριασμούς που ο καθένας τους έχει ιδιαίτερη σημασία. Μελετώντας την εξέλιξη του Ισοζυγίου μπορεί κανείς να εντοπίσει τους προβληματικούς τομείς της οικονομίας και να αντλήσει χρήσιμες πληροφορίες και συμπεράσματα για την πορεία της οικονομίας μίας χώρας. Το Ισοζύγιο Πληρωμών αποτελείται από τρεις βασικούς επί μέρους λογαριασμούς: το ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (CA από το Current Account), το Ισοζύγιο Κεφαλαίου (KA) και το Ισοζύγιο Επισήμων Συναλλαγών (ΔOR, το Δ συμβολίζει την μεταβολή και OR είναι τα αρχικά των Official Reserves).

**ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ:** Περιλαμβάνει το Εμπορικό Ισοζύγιο (TB από Trade Balance) και το Ισοζύγιο Αδήλων Πόρων. Στο **Εμπορικό Ισοζύγιο** καταγράφονται οι εισπράξεις και πληρωμές από

εξαγωγές και εισαγωγές, αντίστοιχα, αγαθών. Η ιδιαίτερη σημασία του προέρχεται από την εποχή του δόγματος της εμποροκρατίας. Τότε η προσοχή ήταν στραμμένη στην υπεροχή των εξαγωγών αγαθών σε σχέση με τις εισαγωγές. Ο λογαριασμός αυτός εξακολουθεί να έχει αξία, διότι δείχνει πως εξελίσσεται ο παραδοσιακός πρωτογενής τομέας και ο τομέας της μεταποίησης μίας χώρας σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο. Στο **Ισοζύγιο Αδήλων Πόρων** καταγράφονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές από πηγές που δεν είναι τόσο φανερές όσο οι εξαγωγές και οι εισαγωγές αγαθών.

**ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ (ΜΣΙ ΙΙ):** Με την παρούσα συμφωνία (μεταξύ του ευρώ και των συμμετεχόντων εθνικών νομισμάτων) θεσπίζεται ένας μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών που διαδέχεται το παλαιό Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) το οποίο έπαψε να ισχύει με την εισαγωγή του ευρώ. Στόχος του ΜΣΙ ΙΙ είναι να διατηρηθεί η σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ του ευρώ και των εθνικών νομισμάτων που συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ ώστε να αποφευχθούν υπερβολικές διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην εσωτερική αγορά.

**ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΊΔΡΥΜΑ (ΝΧΙ):** Ένα πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα που δραστηριοποιείται στην αποδοχή καταθέσεων ή στενών υποκατάστατων αυτών από το κοινό και για ίδιο λογαριασμό παρέχει πιστώσεις ή πραγματοποιεί επενδύσεις σε χρεόγραφα. αγορά χρήματος. Αγορά στην οποία πραγματοποιούνται αγορές και πωλήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων με λήξη μικρότερη του έτους.

**ECU (European Currency Unit):** Είναι η Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα της οποίας η αξία είναι ίση με το άθροισμα των σταθερών ποσών των νομισμάτων της Κοινότητας. Αποτελεί ένα από βασικότερα στοιχεία του Ευρωπαϊκού Συστήματος.

**EONIA:** Οι εμπορικές τράπεζες υποχρεούνται στην διατήρηση ενός ορισμένου ποσοστού των καταθέσεων τους ως ρευστά διαθέσιμα. Προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους, οι εμπορικές τράπεζες προσπαθούν να μην διατηρούν ρευστά διαθέσιμα περισσότερα από τα απαιτούμενα. Εν τούτοις οι καθημερινές μεταβολές στις αναλήψεις και καταθέσεις στις τράπεζες είναι αδύνατον να προβλέψουν με ακρίβεια, και πολλές φορές κάποιες τράπεζες αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας ενώ

κάποιες άλλες έχουν συσσωρεύσει περισσότερα ρευστά διαθέσιμα απ' ότι επιθυμούν. Για το λόγο αυτό, έχει αναπτυχθεί η διατραπεζική αγορά χρήματος, στην οποία προσδιορίζεται το διατραπεζικό επιτόκιο και το οποίο αναφέρεται στην σύναψη δανείων μιας ημέρας μεταξύ των τραπεζών. Αυτό το επιτόκιο είναι γνωστό ως overnight market interest rate και ονομάζεται Eonia (euro overnight index average). Το Eonia προσδιορίζεται έτσι ώστε να επέλθει ισορροπία στην αγορά ρευστών διαθεσίμων. Π.χ. Αν η προσφορά ρευστών διαθεσίμων από τις τράπεζες που έχουν υπερβάλλοντα ρευστά διαθέσιμα υπερβαίνει την ζήτηση τους από τις τράπεζες που έχουν λιγότερα απ' αυτά που θέλουν, τότε το διατραπεζικό επιτόκιο προσδιορίζεται προς τα κάτω.

**EUREPO:** Το Eurepo είναι το ποσοστό στο οποίο μία τράπεζα προσφέρει τα κεφάλαια σε ευρώ σε μία άλλη τράπεζα εάν στην ανταλλαγή η πρώτη τράπεζα λαμβάνει από την τελευταία την καλύτερη επιβοηθητική εγγύηση από την άποψη της εκτίμησης και της ρευστότητας. Είναι δηλαδή το ποσοστό συγκριτικής μέτρησης επιδόσεων της μεγάλης ευρωπαϊκής αγοράς repo που έχει προκύψει μετά από την εισαγωγή του ευρώ το 1999. Το Eurepo υποστηρίζεται από την ευρωπαϊκή τραπεζική ομοσπονδία (FBE), το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Repo (ERC) και από την Ευρωπαϊκή Ένωση των συνεταιριστικών τραπεζών και των ταμειωτηρίων.

**EURIBOR:** Είναι το βασικό επιτόκιο του Ευρώ στην Διατραπεζική αγορά χρήματος. Δηλαδή είναι μία σειρά επιτοκίων με τα οποία δανείζει η μια τράπεζα στην άλλη στη ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά και αποτελεί το επιτόκιο αναφοράς για πάρα πολλές συναλλαγές όπως δάνεια, ομόλογα και άλλες συμβάσεις. Καθορίζεται από την Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Τραπεζών και είναι ο μέσος όρος του επιτοκίου καταθέσεων που προσφέρει μια ομάδα περισσότερων από 50 ευρωπαϊκών τραπεζών. Αναλυτικά, η κάθε τράπεζα που λειτουργεί εντός της ζώνης του Ευρώ, είναι υποχρεωμένη να ανακοινώνει καθημερινά τα επιτόκια με τα οποία είναι διατεθειμένη να προσφέρει την πλεονάζουσα ρευστότητα που διαθέτει στις άλλες τράπεζες και για διαφορετικές διάρκειες, οι οποίες ξεκινούν από την μία ημέρα φθάνοντας τον ένα χρόνο. Ταυτόχρονα ανακοινώνει για τις ίδιες χρονικές περιόδους το επιτόκιο το οποίο είναι διατεθειμένη να καταβάλλει στις άλλες τράπεζες προκειμένου να αντλήσει ρευστότητα εφόσον την χρειαστεί. Ο



μέσος όρος των επιτοκίων αυτών αποτελεί το επιτόκιο Euribor για κάθε μια χρονική διάρκεια. Το Euribor, που υπολογίζεται με τρία δεκαδικά ψηφία, έχει ισχύ για τις συναλλαγές που θα γίνουν δύο ημέρες μετά από τον καθορισμό του, το fixing στην γλώσσα της αγοράς.

**FACTORING:** Είναι μια σύμβαση μεταξύ ενός πράκτορα επιχειρηματικών απαιτήσεων (Factor) και της αντισυμβαλλόμενης του επιχείρησης (προμηθευτής) ο οποίος πρέπει να είναι, κατά κύριο επάγγελμα, προμηθευτής αγαθών ή υπηρεσιών με την οποία ο Factor αναλαμβάνει την είσπραξη και παρακολούθηση των απαιτήσεων που διατηρεί ο προμηθευτής εναντίον τρίτων. Ο όρος Factoring αποδίδεται στα ελληνικά με τον όρο πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων.

**LEASING:** Είναι ένας σύγχρονος οικονομικός θεσμός, ο οποίος ξεκίνησε το 1952 στις ΗΠΑ και εφαρμόζεται σήμερα ευρύτατα σε όλες τις οικονομικά αναπτυγμένες χώρες. Ειδικότερα, είναι η σύμβαση η οποία καταρτίζεται μεταξύ μιας ειδικής εταιρείας και μιας επιχείρησης ή ενός επαγγελματία, με την οποία η πρώτη παραχωρεί, για ορισμένο χρόνο και έναντι μισθώματος, στον δεύτερο τη χρήση επιχειρησιακού ή επαγγελματικού εξοπλισμού. Του παρέχει όμως ταυτόχρονα το δικαίωμα είτε να αγοράσει το πράγμα μετά την πάροδο ορισμένου χρόνου, είτε να ανανεώσει τη μίσθωση για ορισμένο χρόνο.

**REPOS:** Είναι χρεόγραφο με συμφωνία επαναγοράς και αποτελούν ένα επενδυτικό εργαλείο για την διαχείριση διαθεσίμων. Οι συμφωνίες επαναγοράς είναι πωλήσεις ενός βραχυπρόθεσμου χρεογράφου με τον όρο μετά από μια συγκεκριμένη περίοδο ο αρχικός πωλητής θα επαναγοράσει σε μια προσυμφωνημένη τιμή. Η διάρκειά τους έχει συνήθως βραχυχρόνιο χαρακτήρα (είναι πολύ μικρή 1ας ημέρας) και βασίζεται στην βελτίωση της ρευστότητας του εκδότη με αντάλλαγμα μια ελκυστική επιτοκιακή απόδοση.

**TARGET (TRANS-EUROPEAN AUTOMATED REAL-TIME GROSS SETTLEMENT EXPRESS TRANSFER):** Είναι το σύστημα ηλεκτρονικών πληρωμών που αποτελεί μέσο αποφασιστικής σημασίας για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Επιτρέπει τη διασυνοριακή μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ τραπεζών σε άμεσο χρόνο και καθιστά δυνατή την εκτέλεση πληρωμών - ιδιαίτερα πληρωμών χρηματαγοράς - σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ σε χαμηλό κόστος με υψηλή

ασφάλεια και σύντομο χρόνο επεξεργασίας. Το TARGET συμβάλλει επίσης στην ανάπτυξη ορθών και αποτελεσματικών μηχανισμών πληρωμών στην Ενιαία Αγορά.

## Εισαγωγή

Η ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) τον Ιανουάριο του 2001 αποτελεί γεγονός μεγίστης οικονομικής σημασίας. Η αντικατάσταση της δραχμής από το Ευρώ, η εκχώρηση της νομισματικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και η αμετάκλητη υιοθέτηση των δημοσιονομικών κανόνων που προβλέπονται από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) έχουν αλλάξει δραστικά το περιβάλλον μέσα στο οποίο οι Ελληνικές αρχές καλούνται να ασκήσουν οικονομική πολιτική. Τα δημοσιονομικά κριτήρια της Συνθήκης του Μάαστριχ αλλά και οι ρυθμίσεις του Συμφώνου Σταθερότητας & Ανάπτυξης δημιουργούν ερωτήματα σχετικά με την άσκηση νομισματικής πολιτικής σε μία νομισματική ένωση. Οι αλλαγές αυτές, λειτουργώντας ως δομική αλλαγή μόνιμου χαρακτήρα, θα προκαλέσουν επιπτώσεις σε όλο το φάσμα του Ελληνικού μακροοικονομικού συστήματος. Ορισμένες από αυτές θα εμφανισθούν στον βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα και θα είναι ποσοτικά μετρήσιμες. Άλλες, όπως οι επιπτώσεις σε μεταβλητές που αναφέρονται στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, θα εμφανισθούν στον μεσοπρόθεσμο/μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα και θα είναι περισσότερο ποιοτικά παρά ποσοτικά προσεγγίσιμες.

Σε αυτό το πλαίσιο, επιδίωξη και στόχος της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει στο βαθμό που είναι εφικτό, τη διαδικασία και τα μέσα που οδήγησαν την ένταξη της Ελληνικής οικονομίας στην Ο.Ν.Ε. και το κατά πόσον είναι εφικτό να υπάρξει ένας διαχωρισμός όσον αφορά το στοιχείο του αιφνιδιασμού ή μη της αγοράς απέναντι σε μια νομισματική παρέμβαση του κράτους. Σε όλα τα κεφάλαια έχει καταβληθεί προσπάθεια ώστε να παρουσιαστούν και να διευκρινιστούν σημαντικές έννοιες και γεγονότα σχετικά με την Τράπεζα της Ελλάδος, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και τον τρόπο που ασκείτο πριν και μετά την ΟΝΕ η νομισματική πολιτική στην χώρα μας.

Χωρίζεται σε δυο μέρη:

Στο 1ο Μέρος κάνουμε μια σύντομη ιστορική αναδρομή στην Τράπεζα της Ελλάδος και στον ρόλο της στην Ελληνική οικονομία. Επίσης, κάνουμε μια

επισκόπηση της νομισματικής πολιτικής που ακολούθησε η Ελλάδα την περίοδο 1975 έως το 2000. Το πρώτο μέρος διαιρείται σε τρία κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία αναδρομή στο ιστορικό, στην μορφή και τις λειτουργίες της Τράπεζας της Ελλάδος από το έτος ίδρυσής της μέχρι σήμερα. Στο δεύτερο κεφάλαιο καθορίζεται η σημερινή διάρθρωση και οι αρμοδιότητες της Τράπεζας μετά την ένταξή της στο Ευρωσύστημα. Επίσης, γίνεται μια αναλυτική περιγραφή της εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων και της διαφάνειας συναλλαγών. Το τρίτο κεφάλαιο περιέχει το θεωρητικό πλαίσιο και τα βασικά μέσα νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, γίνεται μια αναφορά στην Νομισματική Επιτροπή και στη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής που ακολούθησε η Ελλάδα την δεκαετία 1990 – 2000.

Το 2ο Μέρος αποτελείται από δύο κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται στην προσπάθεια για κοινή νομισματική πολιτική, που ξεκινά από τα τέλη της δεκαετίας του '60 με την έκθεση Werner, στο Ευρωπαϊκό “φίδι”, και μετέπειτα στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα του '79 με κύρια στοιχεία το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, την Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (E.C.U.), στη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, καθώς και στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Επίσης, παρουσιάζεται μια εκτενής αναφορά στο πλαίσιο για την άσκηση νομισματικής πολιτικής από το Ευρωσύστημα. Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει τον βασικό στόχο, τη στρατηγική και τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής που ακολουθεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Η εργασία ολοκληρώνεται με τα συμπεράσματα τα οποία προκύπτουν από την έρευνα που διεξήχθη για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας.

Τέλος, τα παραρτήματα περιέχουν τις νομισματικές εξελίξεις στην Ελλάδα από το 2001 έως σήμερα, καθώς και κάποια οικονομικά στοιχεία που αφορούν την Ευρωπαϊκή Ένωση μετά την οικονομική κρίση. Επίσης περιλαμβάνονται στατιστικοί πίνακες με στοιχεία που αφορούν την ελληνική οικονομία και τις τιμές των επιτοκίων που εκδίδει η ΕΚΤ, οι οποίοι συνοδεύονται από τα σχετικά διαγράμματα.

## **ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ**

### **ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑ ΑΣΚΗΣΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΟΝΕ**

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

---

## Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΠΡΙΝ ΤΟ ΕΥΡΩ

### 1.1 Γενικά

Κεντρικές Τράπεζες δεν υπήρχαν πάντοτε. Στις πρώιμες οικονομίες οι κυβερνήσεις έκοβαν νομίσματα, λιώνοντας πολύτιμα μέταλλα και χαράζοντας επάνω τους τη σφραγίδα τους. Ανεξάρτητα από την φερεγγυότητα της εκάστοτε κυβέρνησης, η αξία του νομίσματος εξαρτιόταν από την αξία του πολύτιμου μετάλλου από το οποίο αυτό ήταν φτιαγμένο.

Κάθε νόμισμα, λοιπόν, είχε αξία ίση με το βάρος του αργύρου ή του χρυσού που το αποτελούσε, αφού πάντοτε ήταν δυνατό το λιώσιμο του νομίσματος και η ανάκτηση του βάρους του πολύτιμου μετάλλου. Επομένως, η αξία και η οικονομική ισχύς μιας χώρας εξαρτιόταν, σε μεγάλο βαθμό από τα αποθέματα χρυσού και αργύρου που διατηρούσε στο Εθνικό της Θησαυροφυλάκιο.

Στη συνέχεια, η δημιουργία χαρτονομίσματος κατά τη βιομηχανική επανάσταση, σήμαινε ότι αντί για χρυσό, τα μόνα αναγκαία μέσα για την παραγωγή περισσότερων τραπεζογραμματίων ήταν το χαρτί, το μελάνι και ένα τυπογραφικό πιεστήριο. Λόγω όμως της επιφυλακτικότητας που δημιούργησε σε όλους το χάρτινο νόμισμα, συνοδεύτηκε από “υπόσχεση πληρωμής” με την εμφάνιση του νομίσματος.

Παράλληλα, έχοντας επηρεαστεί από τη θεωρία του οικονομολόγου John Maynard Keynes (1883-1946), οι κυβερνήσεις συνειδητοποίησαν ότι η προσφορά χρήματος είχε αντίκτυπο στην οικονομική δραστηριότητα, γεγονός που οδήγησε τα κράτη να ιδρύσουν Κεντρικές Τράπεζες, προκειμένου να εδραιώσουν μια “νομισματική αρχή”.

Αυτό σήμαινε ότι αντί να δέχονται παθητικά τους παράγοντες που επηρέαζαν την προσφορά χρήματος, έπρεπε να προσπαθήσουν να επηρεάσουν ενεργά την

ποσότητα του διαθέσιμου χρήματος, πράγμα που θα οδηγούσε στην δημιουργία πιστώσεων και θα επηρέαζε την οικονομική δραστηριότητα στο σύνολό της.

Στις μέρες μας, η σύγχρονη νομισματική πολιτική δε βασίζεται σε μεγάλο βαθμό, στο χρυσό. Ήδη, από το 1968, οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής υπαναχώρησαν από την υπόσχεσή τους να πληρώνουν σε χρυσό, εξαιρώντας αυτόματα τη χώρα τους από τον λεγόμενο “κανόνα του χρυσού”. Με τον όρο “κανόνα του χρυσού” εννοούμε ένα θεσμό που αναφέρεται στη χρονική περίοδο από το 1870 έως το 1914. Στο σύστημα αυτό, οι κεντρικές τράπεζες εγγυώνται την εξαργύρωση τραπεζογραμμμάτων σε χρυσό, βάσει του καθορισμένου βάρους του, κατόπιν ζήτησης. Δηλαδή, χρησιμοποιείται ο χρυσός ως νόμισμα, η Κεντρική Τράπεζα ανταλλάσσει χαρτονομίσματα με χρυσό σε σταθερή ισοτιμία και το χρήμα που κυκλοφορεί συνδέεται με σταθερή σχέση με την ποσότητα χρυσού που φυλάσσει η Κεντρική Τράπεζα.

Έκτοτε, ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας κάθε χώρας περιορίστηκε στον έλεγχο της ποσότητας χρήματος και της πιστοληπτικής ικανότητας της οικονομίας της. Η πρακτική αυτή, αποσκοπεί στη διατήρηση της αγοραστικής δύναμης του νομίσματός της και της συγκριτικής του αξίας σε σχέση με τα νομίσματα των άλλων χωρών.

## 1.2 Ιστορικό

Η Τράπεζα Ελλάδος ιδρύθηκε το 1927 με βάση το νόμο 3424/7-2/1927 και άρχισε να λειτουργεί στις 14 Μαΐου του 1928. Οι όροι ίδρυσης υποβλήθηκαν από το Συμβούλιο της Κοινωνίας των Εθνών. Εκείνη την εποχή η ελληνική κυβέρνηση αντιμετώπιζε σοβαρά οικονομικά και δημοσιονομικά προβλήματα και κακή πιστωτική ικανότητα. Έπρεπε να παρθούν ριζικά μέτρα για τη δημοσιονομική εξυγίανση και για την νομισματική σταθερότητα. Ως λύση στο πρόβλημα φάνηκε να ήταν ο εξωτερικός δανεισμός. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να επιτευχθεί μόνο με την εγγύηση της κοινότητας των εθνών. Έτσι, εμπειρογνώμονες στάλθηκαν για να εξετάσουν λεπτομερώς την κατάσταση και ενημέρωσαν την Δημοσιονομική Επιτροπή από την οποία προτάθηκαν δυο εναλλακτικές λύσεις.

Το συμβούλιο της Κοινωνίας των Εθνών ενέκρινε την έκδοση δανείου ύψους 9.000.000 λιρών, το οποίο υπογράφηκε από την Ελληνική Κυβέρνηση στη Γενεύη στις 15 Σεπτεμβρίου του 1927. Ο όρος ήταν η Εθνική Τράπεζα (η οποία έως τότε εκπροσωπούσε την Ελλάδα στις διεθνείς συναλλαγές και σύμφωνα με την Κοινωνία των Εθνών υπήρχε ασυμβίβαστο για την άσκηση δημόσιας εξουσίας, όπως για παράδειγμα η έκδοση του χαρτονομίσματος, παράλληλα με τη δραστηριότητα εμπορικής τράπεζας) να σταματήσει να λειτουργεί και ως εμπορική τράπεζα ή να δημιουργηθεί μια νέα τράπεζα με την επωνυμία “Τράπεζα Ελλάδος”. Από τις δύο αυτές προτάσεις αποφασίστηκε η δεύτερη, και έτσι με σύμβαση μεταξύ της Εθνικής Τράπεζας και του Κράτους και του νόμου 3427/27, ιδρύθηκε η Τράπεζα Ελλάδος, η οποία έχει κεφάλαιο 4.000.000 δρχ. που διαιρούνται σε 80.000 μετοχές. Τα κεφάλαια τα κατέθεσε η Εθνική Τράπεζα η οποία ανέλαβε και τη διάθεση των μετοχών.

Τα πρώτα χρόνια της λειτουργίας της Τράπεζας της Ελλάδος συνέπεσαν με την βαθιά κρίση της δεκαετίας του '30 που έπληξε την παγκόσμια οικονομία. Κατάφερε να ανταποκριθεί στις περιστάσεις εκτελώντας το έργο της κάτω από δυσχερείς συνθήκες και με περιορισμένους πόρους. Επίσης, εκείνη την εποχή συντέλεσε ώστε η δραχμή να εγκαταλείψει ομαλά τον κανόνα χρυσού και αποδείχτηκε θεσμός ζωτικής σημασίας για τη διαχείριση της οικονομίας, υποβοηθώντας την προσέλκυση αποταμιεύσεων στο τραπεζικό σύστημα.

Την δεκαετία του '40, η Διοίκηση διέσωσε τα διαθέσιμά της σε συνάλλαγμα και χρυσό φυγαδεύοντας τα στη Νότια Αφρική, αλλά και η έδρα της Διοίκησης της Τράπεζας της Ελλάδος, μεταφέρθηκε στο Λονδίνο.

Η τότε διορισμένη κυβέρνηση, στην προσπάθεια της να καλύψει τα έξοδα για την συντήρηση των στρατευμάτων κατοχής και να φέρει τα βάρη των δαπανών του πολέμου στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, υποχρέωσε την Τράπεζα της Ελλάδος να καταφύγει στην έκδοση πληθωριστικού χρήματος, με αποτέλεσμα η χώρα να πληγεί από υπερπληθωρισμό. Με το πέρας της κατοχής, η Τράπεζα της Ελλάδος ενίσχυσε με τη δράση της την αποκατάσταση της νομισματικής και οικονομικής σταθερότητας. Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του '50, ο πληθωρισμός μειώθηκε κατακόρυφα και η δραχμή συνδέθηκε επιτυχώς με το δολάριο για είκοσι περίπου χρόνια.



Το 1946 ιδρύθηκε η Νομισματική Επιτροπή, η οποία ήταν αρμόδια για την άσκηση της νομισματικής, της πιστωτικής και της συναλλαγματικής πολιτικής.

Το 1982 όμως, καταργήθηκε η Νομισματική Επιτροπή και οι αρμοδιότητές της μεταβιβάστηκαν στην Τράπεζα της Ελλάδος. Συγκεκριμένα, οι αρμοδιότητες αυτές ήταν: η άσκηση της νομισματικής, πιστωτικής και συναλλαγματικής πολιτικής και η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Έτσι, εγκαινιάσθηκε μια νέα περίοδος για την Τράπεζα της Ελλάδος.

Με νέες, πιο διευρυμένες πλέον, αρμοδιότητες προχώρησε από τα μέσα της δεκαετίας του '80 και του '90, όπως όριζαν οι συνθήκες, στη σταδιακή απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στην πολιτική της “σκληρής δραχμής” για την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Οι πολιτικές αυτές διασφάλισαν τις προϋποθέσεις για την ομαλή ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, το 1998, και στην ΟΝΕ, την 1η Ιανουαρίου 2001.

Η πολιτική της “σκληρής δραχμής” σήμαινε σύνδεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής με άλλα νομίσματα χωρών με χαμηλό ρυθμό πληθωρισμού, καθιστώντας την αντιπληθωριστική πολιτική των νομισματικών αρχών περισσότερο αξιόπιστη.

Η συμμετοχή της Ελλάδος στην ΕΟΚ και η προοπτική της ενιαίας αγοράς καθιστούσαν αναγκαίο τον εκσυγχρονισμό του πιστωτικού συστήματος της χώρας. Αυτό ήταν απαραίτητο προκειμένου να αντιμετωπιστεί ο επερχόμενος ανταγωνισμός των ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων και οι συνέπειες της απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων.

Το Δεκέμβριο του 1997 ψηφίστηκε ο νόμος για την πολιτική και οικονομική ανεξαρτησία της Τράπεζας. Ήταν μια δέσμευση που είχε αναλάβει η ελληνική κυβέρνηση υπογράφοντας την Συνθήκη του Μάαστριχ το 1992.

Για να εξασφαλιστεί ο αναγκαίος δημοκρατικός έλεγχος, η Τράπεζα υποχρεώθηκε να υποβάλλει δύο φορές το χρόνο, έκθεση για τις νομισματικές εξελίξεις και τη νομισματική πολιτική στη Βουλή των Ελλήνων και στο Υπουργικό Συμβούλιο. Επιπλέον, ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος ενημερώνει την Εθνική Αντιπροσωπεία σχετικά με την κατάσταση της οικονομίας και τη νομισματική πολιτική, ενώπιον της διαρκούς επιτροπής οικονομικών υποθέσεων της Βουλής.

Το 2001 η Τράπεζα της Ελλάδος έγινε το δωδέκατο μέλος της ζώνης του ευρώ και έχει πλέον στη διάθεσή της πιο αποτελεσματικά και πιο ευέλικτα μέσα νομισματικού ελέγχου, τα οποία βασίζονται στους μηχανισμούς της αγοράς και την καθιστούν ικανή να αντιδρά έγκαιρα και αποτελεσματικά στις μεταβολές των οικονομικών συνθηκών. Από τότε ο Διοικητής της ΤτΕ συμμετέχει στο Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, το οποίο χαράσσει τη νομισματική και συναλλαγματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ. Η Τράπεζα πλέον είναι αρμόδια να εφαρμόζει τις πολιτικές αυτές στην Ελλάδα και έχει την ευθύνη να διασφαλίζει την ομαλή λειτουργία του συστήματος πληρωμών που είναι τμήμα του πανευρωπαϊκού συστήματος TARGET. Οι εποπτικές αρμοδιότητές της έχουν διαφοροποιηθεί, εξακολουθεί όμως να είναι υπεύθυνη για την εποπτεία του τραπεζικού συστήματος και για τη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η Τράπεζα πριν την ένταξή της στο Ευρωσύστημα φρόντιζε κυρίως για την τήρηση των πιστωτικών και συναλλαγματικών κανόνων. Μετά την ένταξη βασικό καθήκον της ΤτΕ είναι η παρακολούθηση και η αξιολόγηση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των δανείων και των άλλων τοποθετήσεων, της φερεγγυότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

### **1.3 Η μορφή και οι συνθήκες λειτουργίας της Τράπεζας σήμερα**

Η Τράπεζα Ελλάδος είναι μικτής φύσεως, ούτε καθαρά κρατική, ούτε ιδιωτική. Λειτουργεί με τη μορφή της Α.Ε. και οι μετοχές της κατέχονται από ιδιώτες και δημόσιους οργανισμούς. Πρωταρχικός σκοπός της δεν είναι η δημιουργία κέρδους αλλά, η διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών.

Όπως προαναφέρθηκε, από την 1η Ιανουαρίου 2001 η Τράπεζα της Ελλάδος ανήκει στο Ευρωσύστημα, το οποίο περιλαμβάνει την Ευρωπαϊκή Κεντρική τράπεζα και τις υπόλοιπες 16 εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως νόμισμά τους. Πλέον, είναι μέλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), στο οποίο ανήκουν η Ευρωπαϊκή

Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των 15 υπόλοιπων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η Τράπεζα της Ελλάδος διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο αποτελείται από το Διοικητή, 2 Υποδιοικητές και 9 Συμβούλους. Η εκλογή του Διοικητή υπόκειται και στην έγκριση της κυβέρνησης. Ανώτατο διοικητικό όργανο είναι η Γενική Συνέλευση των μετόχων της.

Η διάρκεια της Τράπεζας έχει αποφασιστεί από την Γενική Συνέλευση των μετόχων μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου του 2020, η οποία μπορεί να ανανεωθεί μετά από την σύμφωνη γνώμη της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων και εφόσον εγκριθεί Διάταγμα.

Πέρα από αρμοδιότητες και ευθύνες η Τράπεζα της Ελλάδος υπόκειται σε κάποιους περιορισμούς. Συγκεκριμένα δεν δικαιούται:

1. να μετέχει άμεσα σε οποιαδήποτε εμπορική, βιομηχανική ή άλλη επιχείρηση
2. να ανακτά ακίνητα που δεν προορίζονται για την εξυπηρέτηση των εργασιών της, με εξαίρεση την περίπτωση μην καταβολής του χρέους του οφειλέτη της και η ιδιοκτησία του ακινήτου να περιέλθει στην Τράπεζα<sup>1</sup>
3. να παρέχει τόκο στις καταθέσεις ή σε τρεχούμενους λογαριασμούς<sup>2</sup>
4. να αγοράζει μετοχές οποιασδήποτε άλλης Τράπεζας ή εταιρίας με εξαίρεση τις μετοχές της Τράπεζας των Διεθνών Διακανονισμών
5. να παρέχει άμεσα ή έμμεσα προκαταβολές στο Δημόσιο
6. να χορηγεί υπερβάσεις πιστώσεων ή ανασφάλιστους πιστωτές

---

<sup>1</sup> Η Τράπεζα είναι υποχρεωμένη το συγκεκριμένο ακίνητο να το εκποιήσει το συντομότερο με δημόσιο πλειστηριασμό ή με ιδιωτική πώληση.

<sup>2</sup> Όμως έχει δικαίωμα να αποδίδει τόκους στο Ελληνικό Δημόσιο και στις καταθέσεις των τραπεζών που βρίσκονται στην Ελλάδα. Επίσης, μπορεί να παρέχει τόκους σε εξωτερικό μετατρέψιμο συνάλλαγμα επί προθεσμιακών καταθέσεων τραπεζών ή νομικών προσώπων που εδρεύουν στο εξωτερικό.

## 1.4 Οι λειτουργίες της Τράπεζας της Ελλάδος πριν ενταχθεί στο Ευρωσύστημα.

Η Κεντρική Τράπεζα δημιουργήθηκε από το κράτος με στόχο την παρέμβασή του στην οικονομία αλλά και τη διεκπεραίωση των οικονομικών του συναλλαγών. Οι λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας, πριν γίνει μέλος του Ευρωσυστήματος, συνοψίζονται στα παρακάτω:

1. Αποκλειστικό δικαίωμα έκδοσης νέου χρήματος: Το εκδοτικό προνόμιο επιτρέπει στην Κεντρική Τράπεζα μιας χώρας να εκδώσει χαρτονομίσματα ή κέρματα και να αυξήσει τη νομισματική βάση στην οικονομία. Εξαιτίας αυτής της λειτουργίας η Κεντρική Τράπεζα ονομαζόταν και Εκδοτική Τράπεζα.
2. Άσκηση νομισματικής πολιτικής: Η Τράπεζα έλεγχε την ποσότητα χρήματος που υπήρχε στην οικονομία δηλαδή την προσφορά χρήματος. Σε περίπτωση που η οικονομία βρισκόταν στο στάδιο της ύφεσης η Τράπεζα ασκούσε επεκτατική (χαλαρή) νομισματική πολιτική, δηλαδή έπαιρνε μέτρα για να αυξηθεί η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορούσε στην οικονομία καθώς και για να αυξηθούν οι πιστώσεις ώστε να αναθερμανθεί η οικονομία. Αντίθετα, όταν αναμενόταν αύξηση στις τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών, ασκούσε περιοριστική (σφιχτή) νομισματική πολιτική, δηλαδή έπαιρνε μέτρα που μείωναν τις πιστώσεις και την ποσότητα του χρήματος στην οικονομία.
3. Άσκηση ειδικής πιστωτικής πολιτικής: Η Κεντρική Τράπεζα μπορούσε να καθορίσει διαφορετικά ποσοστά χρηματοδότησης σε ορισμένους κλάδους της οικονομίας για να στρέψει τα δάνεια που χορηγούν οι τράπεζες σε τοποθετήσεις που βοηθούν την ανάπτυξη της οικονομίας. Επίσης, ελέγχει τη χορήγηση πιστώσεων (π.χ. για καταναλωτικούς σκοπούς ) και το ύψος των επιτοκίων των εμπορικών τραπεζών ανάλογα με τις κατηγορίες χορηγήσεων. Για παράδειγμα, μπορούσε να καθορίσει χαμηλά επιτόκια για δάνεια που χορηγούνταν για επενδύσεις και υψηλά για κατανάλωση.
4. Άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής: Η Τράπεζα κατείχε και διαχειριζόταν τα επίσημα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας, στα οποία

περιλαμβάνονταν τα διαθέσιμα σε χρυσό και συνάλλαγμα της Τράπεζας και του Δημοσίου. Ασκούσε συναλλαγματική πολιτική όταν μετέβαλλε τη συναλλαγματική ισοτιμία του εγχωρίου νομίσματος και όταν προέβαινε σε αγοραπωλησίες των συναλλαγματικών της αποθεμάτων.

5. Δανειστής έσχατης ανάγκης: Η Τράπεζα είναι πάντοτε σε θέση να δανείσει τις εμπορικές τράπεζες ή άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς με ευνοϊκότερους όρους, όταν κάποιος πανικός απειλεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα (π.χ. κρίση ρευστότητας).

6. Εποπτεία: Η Τράπεζα ασκούσε και ασκεί προληπτική εποπτεία (έλεγχος) των πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων, έτσι ώστε τα τελευταία να ακολουθούν τους νόμους. Στόχοι της εποπτείας είναι να εξασφαλιστούν η εύρυθμη, ασφαλή και σταθερή λειτουργία του εγχωρίου χρηματοπιστωτικού συστήματος και η διαφάνεια των διαδικασιών και των όρων των συναλλαγών των υποκειμένων σ' αυτή.

7. Άσκηση ηθικής πίεσης: Η Τράπεζα καλεί τις διοικήσεις των εμπορικών τραπεζών να λάβουν εκείνες τα ενδεδειγμένα μέτρα για τη μεταβολή της προσφοράς χρήματος, υπό την έννοια ότι αν δεν το κάνουν αυτοί θα το κάνει η ίδια ή θα υπάρξουν κυρώσεις.

8. Ενέργειες ως ταμίας και εντολοδόχος: Το Δημόσιο μπορεί να αναθέτει στην ΤτΕ τη διεξαγωγή συναλλαγών στην Ελλάδα ή το εξωτερικό. Πιο συγκεκριμένα, λογαριασμοί και υπόλοιπα του Δημοσίου σε ευρώ, συμπεριλαμβανομένου και των λογαριασμών των Δημοσίων Επιχειρήσεων, μπορούν να τηρούνται στην Τράπεζα. Για τους προαναφερόμενους λογαριασμούς η Τράπεζα καταβάλλει τόκους. Το ύψος του επιτοκίου καθορίζεται με σύμβαση και αντανακλά πάντα τις συνθήκες και τους όρους της Αγοράς. Στην Τράπεζα ανατίθεται η έκδοση και η εξυπηρέτηση όλων των εσωτερικών δημοσίων δανείων με όρους που συμφωνούνται. Οι συμφωνούμενες αμοιβές για τις παρεχόμενες προς το Δημόσιο υπηρεσίες αντανakλούν επίσης τις συνθήκες και τους όρους της Αγοράς<sup>3</sup>.

---

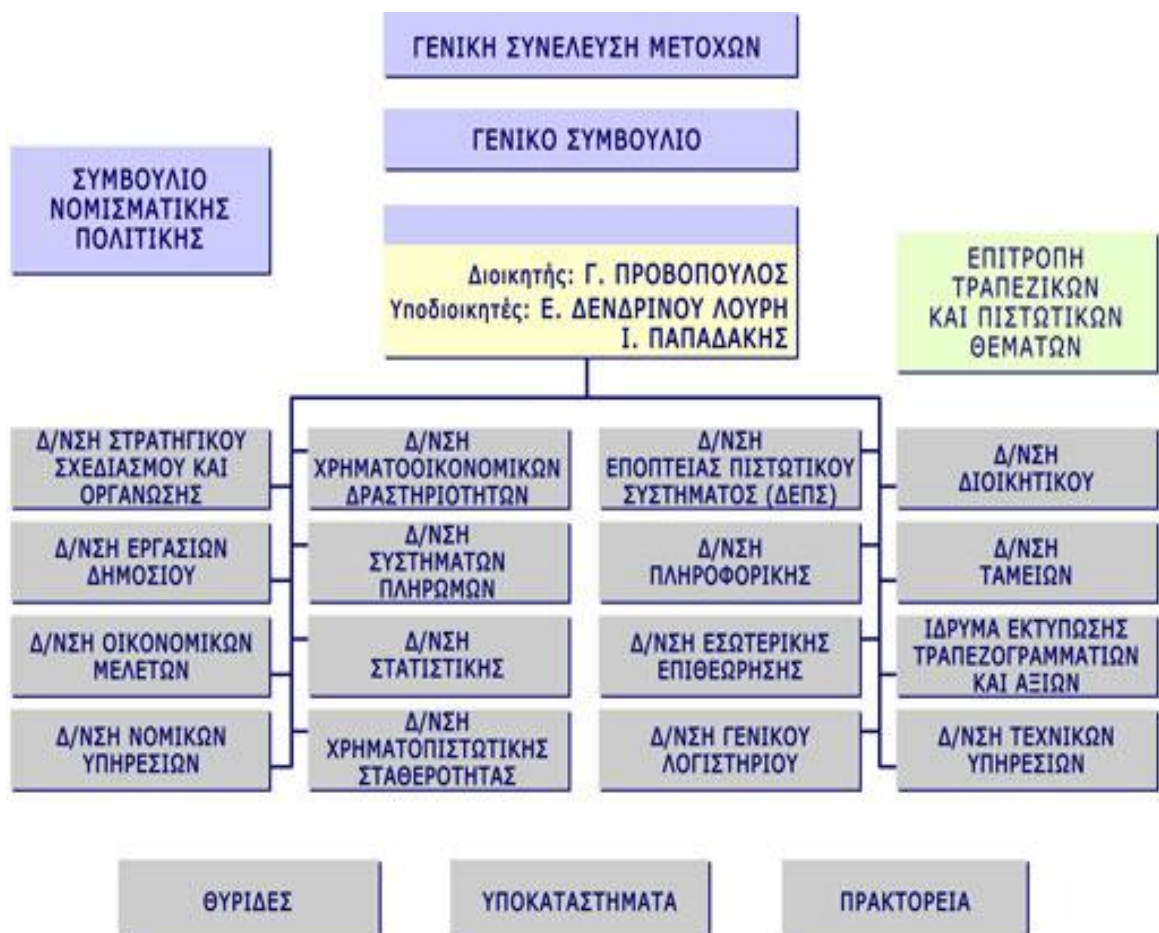
<sup>3</sup> Καταστατικό ΤτΕ, Άρθρο 45

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Η ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΣΗΜΕΡΑ

#### 2.1 Οργανόγραμμα της Τράπεζας της Ελλάδος και σημερινή διάρθρωση

Τα κύρια όργανα λήψεως αποφάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος είναι: η Γενική Συνέλευση, το Γενικό Συμβούλιο, το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής, ο Διοικητής και οι Υποδιοικητές, και η Επιτροπή Τραπεζικών και Πιστωτικών Θεμάτων.



## **- Γενική Συνέλευση**

Η Γενική Συνέλευση όπως καταρτίζεται σύμφωνα με το καταστατικό της Τράπεζας είναι το ανώτατο όργανό της. Εκπροσωπεί το σύνολο των μετόχων και οι αποφάσεις της υποχρεώνουν όλους τους μετόχους ακόμα και τους απόντες, τους ανίκανους και εκείνους που διαφωνούν.

Δικαίωμα συμμετοχής και ψήφου στις Γενικές Συνελεύσεις έχουν, οι κάτοχοι τουλάχιστον είκοσι πέντε μετοχών, οι οποίοι είναι εγγραμμένοι στο ειδικό βιβλίο της Τράπεζας, τρεις μήνες πριν από την Γενική Συνέλευση.

Η Γενική Συνέλευση συνέρχεται μία φορά το χρόνο και έχει την αποκλειστική αρμοδιότητα να αποφασίζει για την διεξαγωγή των εργασιών της καθώς και για τα ακόλουθα θέματα:

1. έγκριση της ετήσιας έκθεσης
2. έγκριση του Ισολογισμού κατόπιν εκθέσεως των ελεγκτών
3. καταβολές σε αποθεματικά και άλλα ειδικά κεφάλαια, προσδιορισμού του μερίσματος και διάθεσης των καθαρών κερδών
4. εκλογή ή ανάκληση των μελών του Γενικού Συμβουλίου και των ελεγκτών και καθορισμός των αμοιβών
5. απαλλαγή του Γενικού Συμβουλίου και των ελεγκτών από κάθε προσωπική ευθύνη
6. προτάσεις τροποποίησης καταστατικού οι οποίες υποβάλλονται στη Βουλή μέσω της Κυβέρνησης
7. προτάσεις για κάθε άλλο θέμα που υποβάλλεται στη Συνέλευση από το Γενικό Συμβούλιο

## **- Γενικό Συμβούλιο**

Το Γενικό Συμβούλιο είναι υπόλογο στην Γενική Συνέλευση και έχει ως αρμοδιότητα τη γενική διαχείριση των υποθέσεων της Τράπεζας. Το Γενικό Συμβούλιο αποτελείται από τον Διοικητή, τους δύο Υποδιοικητές, τα λοιπά (τρία) μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής και έξι Συμβούλους, από τους

οποίους οι τρεις τουλάχιστον θα εκλέγονται από τη βιομηχανία, το εμπόριο και τη γεωργία.

Το Συμβούλιο δικαιούται να λαμβάνει αποφάσεις και να ασκεί εξουσία, εντός των ορίων του Καταστατικού, για θέματα που δεν υπάγονται στην αρμοδιότητα της Γενικής Συνέλευσης ή του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής ή του Διοικητή.

Το Συμβούλιο μεταξύ των άλλων αποφασίζει και για τα παρακάτω θέματα:

1. τους γενικούς όρους και την έκταση των εργασιών που εκτελούνται, εκτός του πεδίου των καθηκόντων του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών
2. επιλογή των πιστωτών της Τράπεζας προς τους οποίους θα παρέχονται ευκολίες σε μορφή προεξοφλήσεων ή πιστώσεων και εγκρίσεων των προτεινόμενων όρων από τον Διοικητή γι' αυτές τις πιστώσεις
3. ζητήματα σχετικά με την απόκτηση ακινήτων αναγκαίων για τις εργασίες της Τράπεζας
4. την απόσβεση ενεργητικού της Τράπεζας
5. ζητήματα που αφορούν την εκκαθάριση επιχειρήσεων σε πτώχευση και χρεών οφειλομένων στη Τράπεζα
6. έγκριση της ετήσιας έκθεσης και του ισολογισμού που υποβάλλονται στην ετήσια Γενική Συνέλευση

#### **- Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής**

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής απαρτίζεται από:

1. το Διοικητή της Τράπεζας ως πρόεδρο,
2. δύο Υποδιοικητές,
3. τρία μέλη που διορίζονται με εξαετή θητεία με Προεδρικό Διάταγμα

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής είναι αρμόδιο για την εφαρμογή των οδηγιών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) σχετικά με την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής και αναλύει τις οικονομικές και



νομισματικές εξελίξεις. Επίσης, εξετάζει την επίδραση της νομισματικής πολιτικής που χαράσσεται στα πλαίσια του Ευρωσυστήματος.

#### **- Διοικητής και Υποδιοικητές**

Ο Διοικητής και οι δύο Υποδιοικητές διορίζονται για εξαετή θητεία με Προεδρικό Διάταγμα. Ο Διοικητής προεδρεύει των συνεδριάσεων του Γενικού Συμβουλίου και του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής, εκπροσωπεί την Τράπεζα ενώπιον των δικαστικών αρχών, ασκεί διαρκή έλεγχο επί της διαχείρισεως του ενεργητικού και των γενικών εργασιών της Τράπεζας και λαμβάνει αποφάσεις επί παντός θέματος, που δεν επιφυλάσσεται στο Γενικό Συμβούλιο ή το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής. Επίσης, συμμετέχει στο Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Με εξαίρεση θέματα που ανατίθενται στο Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής, ο Διοικητής αποφασίζει επί των λοιπών θεμάτων που εμπίπτουν στα καθήκοντα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Επιπλέον, ασκεί τις αρμοδιότητες, κυρίως τις εποπτικές, της πρώην Νομισματικής Επιτροπής, οι οποίες, μετά την κατάργησή της περιήλθαν στην Τράπεζα της Ελλάδος<sup>4</sup>. Ο Διοικητής μπορεί να αναθέτει οποιοδήποτε από τα καθήκοντά του στους Υποδιοικητές. Σε περίπτωση απουσίας ή κωλύματός του Διοικητή, ο αρχαιότερος Υποδιοικητής τον αναπληρώνει σε όλα τα καθήκοντά του.

#### **- Επιτροπή Τραπεζικών και Πιστωτικών Θεμάτων (ΕΤΠΘ)**

Οι εποπτικές αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος ασκούνται με Πράξεις του Διοικητή της ή εξουσιοδοτημένων από αυτόν οργάνων<sup>5</sup>. Στο πλαίσιο αυτό, με Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, έχουν ανατεθεί στην Επιτροπή Τραπεζικών και Πιστωτικών Θεμάτων οι ακόλουθες αρμοδιότητες:

1. Εκδίδουν αποφάσεις που αφορούν την ίδρυση, τους όρους λειτουργίας και την άσκηση των εργασιών των πιστωτικών και χρηματοδοτικών

---

<sup>4</sup> [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

<sup>5</sup> Άρθρο 55Α του Καταστατικού της ΤτΕ και άρθρο 25 του ν.3601/2007.

ιδρυμάτων. Ακόμα, λαμβάνουν μέτρα και επιβάλλουν κυρώσεων και πρόστιμα, σε νομικά και φυσικά πρόσωπα.

2. Εκδίδουν ειδική εγκριτική απόφαση για την αποδέσμευση διαθέσιμων των δημοσίων οργανισμών.

## **2.2 Οι αρμοδιότητες της Τράπεζας μετά την ένταξη της στο Ευρωσύστημα**

Με την ένταξη των κρατών-μελών στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών κάθε χώρας μέλους άλλαξε και πολλές από τις αρμοδιότητές τους μεταβιβάστηκαν στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Έτσι, οι κύριες αρμοδιότητες που ισχύουν σήμερα για την Τράπεζα της Ελλάδος θα μπορούσαν να χωριστούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες, σε αυτές που εντάσσονται στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και τις υπόλοιπες.

Οι αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος που εντάσσονται στα πλαίσια του Ευρωσυστήματος είναι<sup>6</sup>:

- 1. Συμμετέχει στη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ και την εφαρμογή της στην Ελλάδα, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).*** Η Τράπεζα διενεργεί πράξεις νομισματικής πολιτικής κατά τις οποίες κυρίως παρέχει ρευστότητα στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα (πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης). Επιπλέον, παρέχει πάγιες διευκολύνσεις οριακής χρηματοδότησης και αποδοχής καταθέσεων στα πιστωτικά ιδρύματα για τη χορήγηση και απορρόφηση ρευστότητας αντιστοίχως. Τέλος, διατηρεί τους λογαριασμούς στους οποίους κατατίθενται τα ελάχιστα αποθεματικά από τις τράπεζες που δραστηριοποιούνται στη χώρα.
- 2. Διαχειρίζεται για λογαριασμό της ΕΚΤ μέρος του συναλλαγματικού αποθέματος και χρυσού της τελευταίας σύμφωνα με τις οδηγίες της ΕΚΤ.***

---

<sup>6</sup> [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

**3. Ασκεί την επίβλεψη των συστημάτων και των μέσων πληρωμών, με σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας, της αξιοπιστίας και της αποδοτικότητάς τους.** Στην προσπάθειά της να εκτελέσει αποτελεσματικότερα τα καθήκοντά της που σχετίζονται με συστήματα πληρωμών, η Τράπεζα της Ελλάδος:

- i. παρακολουθεί τις εξελίξεις στο θεσμικό πλαίσιο
- ii. παρακολουθεί τις υποδομές μεταφοράς κεφαλαίων στις διεθνείς και ευρωπαϊκές αγορές, καθώς και στην εγχώρια αγορά
- iii. συγκεντρώνει, επεξεργάζεται και αναλύει στατιστικά στοιχεία για τις πληρωμές
- iv. καταρτίζει στατιστικά δελτία
- v. διερευνά τις δυνατότητες βελτίωσης των μεθόδων για την αντιμετώπιση των κινδύνων που συνδέονται με τα συστήματα πληρωμών και τη λειτουργία των υποδομών και τις αναθεωρεί εάν αυτό κρίνεται σκόπιμο.

Από τις 19 Μαΐου 2008 συμμετέχει στο Target. Το έργο της Τράπεζας της Ελλάδος επικεντρώνεται, μεταξύ άλλων, στην παρακολούθηση της ροής των πληρωμών και των αναγκών σε ενδοημερήσια ρευστότητα και στη συγκέντρωση και επεξεργασία στοιχείων που αφορούν στη διαχείριση του συστήματος Target.

**4. Είναι αρμόδια να παρακολουθεί και να εκδίδει Έκθεση για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα.** Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα αποσκοπεί στον εντοπισμό των παραγόντων που θα μπορούσαν να προκαλέσουν αστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη χώρα και αξιολογεί το βαθμό ανθεκτικότητάς του. Στα πλαίσια της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας προωθεί ρυθμίσεις για τη διατήρηση και την αποτελεσματική διαχείριση χρηματοπιστωτικών κρίσεων, σε συνεργασία με άλλες αρμόδιες αρχές της χώρας. Επίσης, για να είναι έτοιμη να αντιμετωπίσει δύσκολες συνθήκες, σχεδιάζει και αναπτύσσει ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για την αξιολόγηση των επιπτώσεων στο τραπεζικό σύστημα

και στην οικονομία. Ακόμα, παρακολουθεί τους τραπεζικούς κινδύνους, αναλύει τις εξελίξεις που τους επηρεάζουν και διαμορφώνει προτάσεις για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Τέλος, παρακολουθεί τις εξελίξεις στις ασφαλιστικές και επενδυτικές εταιρίες, καθώς και στους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων που δεν εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

**5. Η τράπεζα συλλέγει, επεξεργάζεται και δημοσιεύει στατιστικά στοιχεία.** Τα στατιστικά αυτά στοιχεία προέρχονται από τραπεζικά επιτόκια, δάνεια, καταθέσεις και λοιπά στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων. Η συλλογή στατιστικών στοιχείων σκοπό έχει την κάλυψη των αναγκών της ίδιας της Τράπεζας για στατιστική πληροφόρηση αλλά και στην εκπλήρωση των σχετικών υποχρεώσεων της προς την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και άλλους διεθνείς οργανισμούς, αλλά και στην πληροφόρηση του κοινού και των ερευνητών στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Έτσι λοιπόν, όταν γίνει η συγκέντρωση των στοιχείων στέλνονται στην ΕΚΤ και συνεκτιμώνται στον υπολογισμό του μέσου ύψους των τραπεζικών επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και στην κατάρτιση των συγκεντρωτικών νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών. Τα μεγέθη αυτά παρακολουθούνται στο πλαίσιο της νομισματικής ανάλυσης του Ευρωσυστήματος και η διαμόρφωσή τους επηρεάζει άμεσα τις αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής.

**6. Εκδίδει τραπεζογραμμάτια ευρώ, τα οποία κυκλοφορούν ως νόμιμο χρήμα, μετά από έγκριση της ΕΚΤ, και είναι αρμόδια για την κυκλοφορία και διαχείριση των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ στην Ελλάδα.** Φροντίζει για την προμήθεια των αναγκαίων ποσοτήτων καθώς και για την ασφαλή αποθήκευση, διακίνηση και την επανακυκλοφορία ή την καταστροφή τους. Ακόμη, μεριμνά για τη διασφάλιση απρόσκοπτων συναλλαγών στην αγορά και τον ομαλό εφοδιασμό των πιστωτικών ιδρυμάτων σε όλη την επικράτεια με τις εκάστοτε αναγκαίες ποσότητες τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ, μέσω του δικτύου της.

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει και κάποιες αρμοδιότητες που δεν υπάγονται στα πλαίσια του Ευρωσυστήματος. Αυτές είναι οι εξής<sup>7</sup>:

### **1. Συστήματα πληρωμών και διακανονισμού χρεογράφων**

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει:

- i. την ευθύνη για τη διαχείριση και τη λειτουργία του Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (Άυλοι Τίτλοι). Πρόκειται ουσιαστικά για το Σύστημα στο οποίο διακανονίζονται όλες οι συναλλαγές, που αφορούν σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά.
- ii. αναλάβει τον ταμειακό διακανονισμό των συναλλαγών των χρεογράφων του Χρηματιστηρίου Αξιών και του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών με σκοπό τον αξιόπιστο, ασφαλή και οριστικό διακανονισμό των συναλλαγών αυτών. Έτσι, όλες οι απαραίτητες χρεώσεις και πιστώσεις κεφαλαίων για τον διακανονισμό των χρηματιστηριακών συναλλαγών πραγματοποιούνται μέσω των λογαριασμών των εμπλεκομένων φορέων που τηρούνται στην Τράπεζα της Ελλάδος.
- iii. την ευθύνη της λειτουργίας της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ). Πρόκειται για την οργανωμένη δευτερογενή αγορά για τους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου.

### **2. Η Τράπεζα της Ελλάδος κατέχει και διαχειρίζεται τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας στα οποία περιλαμβάνονται τα σε συνάλλαγμα και χρυσό διαθέσιμα της Τράπεζας της Ελλάδος και του Ελληνικού Δημοσίου. Στόχοι αυτής της αρμοδιότητας είναι:**

- i. η διάθεση των αναγκαίων κεφαλαίων για τη συμμετοχή της χώρας σε διεθνείς οργανισμούς (π.χ. το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) και τη διαχείριση δολοημιών του Ελληνικού Δημοσίου σε ξένα νομίσματα, και
- ii. η εξασφάλιση της απαιτούμενης ετοιμότητας της Τράπεζας της Ελλάδος, στα πλαίσια του Ευρωσυστήματος, για την παροχή πρόσθετης ρευστότητας σε συνάλλαγμα προς την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, σε

---

<sup>7</sup> [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

περίπτωση που καταστεί αναγκαία η παρέμβασή της στις αγορές συναλλάγματος.

**3. Η Τράπεζα της Ελλάδος διατηρεί τρεχούμενους και προθεσμιακούς λογαριασμούς του Ελληνικού Δημοσίου και Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου (ΝΠΔΔ) σε ευρώ και συνάλλαγμα, αφενός για την ικανοποίηση εγχώριων αναγκών και αφετέρου για την εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους.** Ακόμα, εκτελεί εντολές πληρωμών και εισπράξεων του Ελληνικού Δημοσίου και ΝΠΔΔ που συνδέονται με ξένους αντισυμβαλλόμενους και παρέχει διαμεσολαβητικές υπηρεσίες για τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητές τους στον διεθνή χώρο.

**4. Καταρτίζει και δημοσιεύει στατιστικά στοιχεία που αφορούν στην ελληνική οικονομία και διενεργεί εξειδικευμένες στατιστικές έρευνες.** Η Τράπεζα καταρτίζει και δημοσιεύει τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη που αφορούν την ελληνική οικονομία καθώς και τα μέσα επιτόκια που τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα εφαρμόζουν στις διάφορες κατηγορίες καταθέσεων και χορηγήσεων. Η Τράπεζα της Ελλάδος, εκτός από τη συγκέντρωση των στοιχείων της νομισματικής στατιστικής, καταρτίζει το ισοζύγιο πληρωμών και τους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς της χώρας και γενικότερα, συλλέγει και δημοσιεύει στο “Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας” στοιχεία που αφορούν στην ελληνική οικονομία. Επιπλέον, διενεργεί εξειδικευμένες στατιστικές έρευνες για θέματα σχετικά με τις αρμοδιότητές της (π.χ. έρευνες για το βαθμό χρέωσης των ελληνικών νοικοκυριών).

**5. Έρευνα και Δημοσιεύσεις (δημοσίευση εκθέσεων και διεξαγωγή ερευνητικού έργου).** Στους σκοπούς της Τράπεζας της Ελλάδος περιλαμβάνεται η παρακολούθηση και ανάλυση της οικονομικής συγκυρίας και της νομισματικής πολιτικής. Για τον σκοπό αυτό, δημοσιεύεται, κάθε χρόνο στα τέλη Απριλίου, η Έκθεση του Διοικητή για την ελληνική οικονομία, προκειμένου να δώσει μια αντικειμενική και ολοκληρωμένη πληροφόρηση ως προς τις οικονομικές επιδόσεις και προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Επιπλέον, ετησίως δημοσιεύονται δύο εκθέσεις για τη νομισματική πολιτική, η Ετήσια Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής και η Ενδιάμεση Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής, που υποβάλλονται στη Βουλή

και στο Υπουργικό Συμβούλιο, οι οποίες περιγράφουν τη νομισματική πολιτική και τις οικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ.

**6. Εποπτεύει τα πιστωτικά ιδρύματα καθώς και ορισμένες κατηγορίες επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας.** Η εποπτεία ασκείται για τη νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας<sup>8</sup>. Η Τράπεζα της Ελλάδος καθορίζει επίσης κανόνες για τη διαφάνεια και σαφήνεια των όρων των συναλλαγών<sup>9</sup>.

## 2.3 Εποπτεία

Η κύρια αρμοδιότητα που έχει πλέον ΤτΕ είναι η εποπτεία του πιστωτικού συστήματος και των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Στόχος των εποπτικών αρχών είναι να εδραιώσουν την εμπιστοσύνη στο πιστωτικό σύστημα με τη διασφάλιση της οικονομικής ευρωστίας των επιμέρους πιστωτικών ιδρυμάτων και την ενίσχυση της ικανότητάς τους να αντιμετωπίζουν τις επιπτώσεις από τυχόν εξωγενείς διαταραχές, συμβάλλοντας στη σταθερότητα του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας.

Έτσι, η Τράπεζα δικαιοδοσία για εποπτεία έχει:

1. στα πιστωτικά ιδρύματα
2. στις εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης Leasing
3. στις εταιρείες πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων Factoring
4. στις εταιρείες αμοιβαίων εγγυήσεων
5. στα ταμεία εγγυήσεων
6. στα ανταλλακτήρια συναλλάγματος
7. στις εταιρείες διαμεσολάβησης στις διατραπεζικές αγορές
8. Ιδρυμάτων Ηλεκτρονικού Χρήματος

---

<sup>8</sup> Όπως ορίζεται στο νέο πλαίσιο της Βασιλείας II, όπως έχει ενσωματωθεί στην ελληνική νομοθεσία, καθώς και με κανόνες που μπορεί να θεσπίζει η Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>9</sup> Περισσότερη ανάλυση για αυτή την αρμοδιότητα υπάρχει στην παράγραφο 2.3.

9. παροχής υπηρεσιών διαμεσολάβησης στη μεταφορά κεφαλαίων διασυνοριακά ή εντός Ελλάδας
10. παροχής πιστώσεων

### **2.3.1 Εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων**

Για την υγιή ανάπτυξη της οικονομίας είναι πολύ σημαντική η εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η ανάγκη άσκησης εποπτείας στις τράπεζες προκύπτει από το διαμεσολαβητικό ρόλο που αυτές διαδραματίζουν μεταξύ καταθετών και δανειοληπτών.

Η εποπτεία αφορά κυρίως τα πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στην Ελλάδα καθώς και τα υποκαταστήματα αυτών σε αλλοδαπές χώρες, όπως και υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που βρίσκονται στην Ελλάδα αλλά εδρεύουν σε τρίτες χώρες εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Υπάρχει συνεργασία μεταξύ της Τράπεζας της Ελλάδος και των αντίστοιχων αρμόδιων αρχών των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε θέματα που αφορούν την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Οι βασικοί εποπτικοί κανόνες για τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν καθοριστεί με Πράξεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, με τις οποίες ενσωματώθηκαν αντίστοιχες οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η ΤτΕ ελέγχει τη φερεγγυότητα και την κεφαλαιακή επάρκεια, τη συγκέντρωση κινδύνων, τη ρευστότητα, το σύστημα εσωτερικού ελέγχου των τραπεζών και άλλους παράγοντες κινδύνου. Διασφαλίζει ότι λαμβάνουν άδεια και στη συνέχεια λειτουργούν ως τράπεζες, οι οποίες είναι οικονομικά δυνατές, δρουν έντιμα και συνετά και απασχολούν τα κατάλληλα πρόσωπα (μικρο-προληπτική εποπτεία). Έτσι, προστατεύονται οι καταθέτες που εμπιστεύονται τις τράπεζες και αναμένουν από αυτές την επιστροφή των χρημάτων τους στο ακέραιο.

Η ανάγκη για καλύτερη “περιφρούρηση” των τραπεζών προκύπτει από το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος του αποταμιευτικού κοινού, ιδίως οι “μικροί” καταθέτες, δεν διαθέτουν την γνώση που απαιτείται για να αξιολογήσουν τη φερεγγυότητα, τη ρευστότητα και, εν τέλει, την πιθανότητα επιστροφής της κατάθεσής τους. Όμως, πέραν από την περίπτωση αφερεγγυότητας μιας



μεμονωμένης τράπεζας, περιορίζεται και ο συστημικός κίνδυνος που μπορεί να προκύψει από τη μετάδοση του τυχόν προβλήματος αφερεγγυότητας μιας ή περισσότερων τραπεζών στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος (μακρο-προληπτική εποπτεία).

Κατά την διενέργεια της προληπτικής εποπτείας η Τράπεζα της Ελλάδος εξετάζει τα εξής στοιχεία:

1. τα ίδια κεφαλαία των πιστωτικών ιδρυμάτων
2. την φερεγγυότητα
3. την κεφαλαιακή επάρκεια
4. την συγκέντρωση κινδύνων
5. το σύστημα εσωτερικού ελέγχου των πιστωτικών ιδρυμάτων
6. τον κίνδυνο από ανοικτές συναλλαγματικές θέσεις
7. τις περιοδικές καταστάσεις των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των πιστωτικών ιδρυμάτων, προς κατοίκους εξωτερικού, ανά χώρα και ανά ευρύτερη οικονομική και γεωγραφική περιοχή<sup>10</sup>.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι στα πλαίσια της προληπτικής εποπτείας, η Τράπεζα μπορεί να διορίζει Επίτροπο (ή έναν ή περισσότερους εκκαθαριστές) και να ανακαλεί την άδεια λειτουργίας ενός πιστωτικού ιδρύματος. Αυτό μπορεί να συμβεί εάν το πιστωτικό ίδρυμα:

1. αρνείται ή δεν μπορεί να αυξήσει τα ίδια κεφάλαιά του
2. εμποδίζει με οποιονδήποτε τρόπο τον έλεγχο ή παραβιάζει διατάξεις νόμων, αποφάσεων ή κανονισμών των νομισματικών αρχών.

Επιπλέον, έχει την δυνατότητα όταν ένα πιστωτικό ίδρυμα παρουσιάζει σημαντικά μειωμένη ρευστότητα να παρατείνει το χρόνο εκπλήρωσης ορισμένων ή του συνόλου των ληξιπροθέσμων υποχρεώσεών του.

---

<sup>10</sup> Υποχρέωση υποβολής στοιχείων ισχύει εφόσον τα χρηματοδοτικά ανοίγματα του πιστωτικού ιδρύματος έναντι κατοίκων εξωτερικού υπερβαίνουν συνολικά τα 5 εκατ. ευρώ ή το άνοιγμα προς οποιαδήποτε χώρα υπερβαίνει τα 2 εκατ. ευρώ.

### 2.3.2 Διαφάνεια συναλλαγών

Η προληπτική εποπτεία είναι το κύριο μέσο για την προστασία των καταθετών, ενώ η εποπτεία της διαφάνειας των συναλλαγών<sup>11</sup> αποσκοπεί στο να περιορίσει την επίπτωση από τη διαφορά ως προς το επίπεδο πληροφόρησης και ως προς την ικανότητα αξιολόγησης μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και συναλλασσομένων και να ενισχύσει τη διαπραγματευτική δύναμη των τελευταίων. Η αρμοδιότητα αυτή είναι σημαντική γιατί δημιουργείται ανταγωνισμός που ωφελεί τους συναλλασσόμενους αλλά, δεν καλύπτει όλα τα θέματα που σχετίζονται με την προστασία των καταναλωτών και ούτε αυτά που αφορούν την τήρηση των κανόνων ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι υπεύθυνη μόνο για τους όρους διαφάνειας. Δεν έχει αρμοδιότητα να κανονίζει θέματα που αφορούν την εξισορρόπηση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων καταναλωτών και πιστωτικών ιδρυμάτων<sup>12</sup>.

Έτσι, από το 2007 η Τράπεζα της Ελλάδος έχει δικαίωμα να εκφράζει τη γνώμη της προς το Υπουργείο Ανάπτυξης για την επιβολή ποινής στα εποπτευόμενα από αυτήν ιδρύματα, μόνο σε θέματα προστασίας του καταναλωτή τραπεζικών προϊόντων, σε περίπτωση διαπίστωσης παράβασης των διατάξεων του νόμου. Προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι οι συναλλασσόμενοι θα μπορούν να λαμβάνουν αποφάσεις έχοντας πλήρη συνείδηση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεών τους, από το 1995 η Τράπεζα της Ελλάδος άρχισε να επιβάλλει στις τράπεζες ένα λεπτομερές πλαίσιο υποχρεώσεων για ενημέρωση των συναλλασσομένων.

---

<sup>11</sup> Αποτελεί μια από τις αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος. Πέρα από το άρθρο 55Α του Καταστατικού της, η αρμοδιότητα αυτή της Τράπεζας της Ελλάδος προβλέπεται στο άρθρο 25, παρ. 6, του Ν. 3601/2007 “για τη θέσπιση κανόνων από την Τράπεζα της Ελλάδος σχετικά με τις πληροφορίες και τα στοιχεία που τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να παρέχουν στους συναλλασσόμενους ως προς τους όρους των συναλλαγών για τη διασφάλιση της διαφάνειας και σαφήνειας”.

<sup>12</sup> Τέτοιου είδους θέματα εντάσσονται στο γενικό πλαίσιο προστασίας του καταναλωτή το οποίο, με νόμο του 2007 υπάγεται στην αρμοδιότητα του Υπουργείου Ανάπτυξης.

Για την διασφάλιση του ανταγωνισμού η Τράπεζα της Ελλάδος δημοσιεύει στην ιστοσελίδα της πίνακες με στοιχεία για τα επιτόκια και τις προμήθειες που χρεώνουν οι τράπεζες σε ορισμένες βασικές υπηρεσίες τους. Επίσης, μπορεί παρεμβαίνει για την αναστολή ή τροποποίηση διαφημίσεων, εφόσον αυτές δεν είναι σύμφωνες με τις αρχές διαφάνειας και σαφήνειας που έχει καθορίσει αλλά, δεν έχει δικαιοδοσία να τις εγκρίνει πριν αυτές δημοσιευτούν.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

---

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

### 3.1 Εισαγωγικές έννοιες

Η ποσότητα του χρήματος που είναι διαθέσιμη σε μια οικονομία, ονομάζεται *προσφορά χρήματος*. Το ερώτημα που ανακύπτει είναι πως οι οικονομολόγοι μετρούν την προσφορά (ποσότητα) του χρήματος. Το πιο προφανές περιουσιακό στοιχείο που περιλαμβάνεται στην ποσότητα του χρήματος είναι το νόμισμα - το άθροισμα των χαρτονομισμάτων και κερμάτων που κυκλοφορούν στην οικονομία. Ένας δεύτερος τύπος περιουσιακού στοιχείου που χρησιμοποιείται για τη διενέργεια συναλλαγών είναι οι καταθέσεις όψεως, δηλαδή τα κεφάλαια που οι άνθρωποι διακρατούν σε τραπεζικούς λογαριασμούς που κινούνται με επιταγές.

Όπως προαναφέρθηκε, όταν μετρούμε την ποσότητα του χρήματος, πρέπει να προσθέσουμε στο νόμισμα τις καταθέσεις όψεως. Τα κεφάλαια που έχουν κατατεθεί σε λογαριασμούς αποταμιεύσεων - ταμειευτηρίου, μπορούν εύκολα να μεταφερθούν σε καταθέσεις όψεως· τα κεφάλαια αυτά, λοιπόν, είναι εξίσου “βολικά” για τις συναλλαγές. Τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς επιτρέπουν στους επενδυτές να εκδώσουν επιταγές έναντι των λογαριασμών, αν και υπάρχουν περιορισμοί σχετικά με το ύψος ή τον αριθμό των επιταγών που μπορεί κανείς να εκδώσει. Επειδή δεν είναι σαφές ποια ακριβώς περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να συμπεριληφθούν στην προσφορά χρήματος, προτείνονται διάφορα μέτρα<sup>13</sup>.

Παρακάτω παρουσιάζουμε τα έξι μέτρα της προσφοράς χρήματος, μαζί με έναν κατάλογο των περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε καθένα από τα μέτρα αυτά. Ταξινομημένα από το μικρότερο προς το μεγαλύτερο, συμβολίζονται με C, M1, M2, M3, M4 και M4N. Τα μέτρα που χρησιμοποιούνται

---

<sup>13</sup> Mankiw N. G., 2001, “Χρήμα και πληθωρισμός”, *Μακροοικονομική θεωρία*, σελ.258

συχνότερα για τη μελέτη των επιπτώσεων του χρήματος στην Ελληνική οικονομία είναι το M3 και το M4N.

### **C** Νόμισμα

**M1** Περιλαμβάνει το σύνολο των χαρτονομισμάτων και κερμάτων που βρίσκονται στα χέρια του κοινού, δηλαδή έξω από το τραπεζικό σύστημα, και το σύνολο των καταθέσεων όψεως των ιδιωτών στις τράπεζες<sup>14</sup>.

**M2** Περιλαμβάνει το M1 και τις καταθέσεις (εκτός των καταθέσεων όψεως) που διατηρούνται στις τράπεζες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς (ταμειυτήρια κ.λ.π.) που χρησιμοποιούνται για την πραγματοποίηση των συναλλαγών.

**M3** Είναι ένας ευρύτερος ορισμός της ποσότητας (προσφοράς) χρήματος ο οποίος περιλαμβάνει: 1) το σύνολο M1, 2) τις καταθέσεις ταμειυτηρίου και προθεσμίας των ιδιωτών – περιλαμβανομένων και των τοποθετήσεων τους σε ομόλογα – στις διάφορες τράπεζες και λοιπά πιστωτικά ιδρύματα και οργανισμούς, 3) τις καταθέσεις όψεως και προθεσμίας των Δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών και 4) Repos<sup>15</sup>.

**M4-M4N** Περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία, τις ιδιωτικές καταθέσεις και συνάλλαγμα, καθώς και τις τοποθετήσεις των ιδιωτών σε repos, τραπεζικά ομόλογα, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων και τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου με διάρκεια μέχρι και ένα έτος.

## **3.2 Το Θεωρητικό Πλαίσιο για την άσκηση νομισματικής πολιτικής**

Η νομισματική θεωρία ορίζεται σαν το σύνολο των θεωριών που αφορούν την επίδραση της ποσότητας του χρήματος επί του οικονομικού συστήματος. Με τον όρο Νομισματική Πολιτική εννοούμε το σύνολο των μέτρων που λαμβάνει το κράτος και επηρεάζει τη ποσότητα του Χρήματος που κυκλοφορεί στην Αγορά.

---

<sup>14</sup> Στο χρήμα με τη στενή έννοια M1 δεν περιλαμβάνονται τα αποθέματα σε μετρητά (χαρτονομίσματα και κέρματα) καθώς και οι καταθέσεις όψεως που διατηρούν οι εμπορικές τράπεζες στην ΤτΕ.

<sup>15</sup> Δρ. Π. Α. Κιόχος – Δρ. Γ. Δ. Παπανικολάου, 2000, Χρήμα – Πίστη – Τράπεζες, Αθήνα, σελ. 58-60

Κύριος φορέας άσκησης της Νομισματικής πολιτικής σε κάθε χώρα είναι η Κεντρική Τράπεζα (Εκδοτική Τράπεζα). Η χάραξη της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη συμπεριφορά της συνάρτησης ζήτησης χρήματος και συγκεκριμένα από τη σταθερότητά της. Η έννοια της σταθερότητας συνδέεται με την ιδιότητα της συνάρτησης ζήτησης χρήματος να μη μεταβάλλεται διαχρονικά. Μια σταθερή συνάρτηση ζήτησης χρήματος εξασφαλίζει τη δυνατότητα πρόβλεψης της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος και κατά συνέπεια τον έλεγχο της συνολικής δαπάνης. Στην περίπτωση αυτή, ο συνδυασμός ενός απλού νομισματικού κανόνα (π.χ. μια σταθερή αύξηση στην προσφορά του από την Κεντρική Τράπεζα) οδηγεί στον έλεγχο του πληθωρισμού στην οικονομία, (Friedman, 1961) ή σε συνδυασμό με διαχρονική πολιτική μπορεί να επηρεάσει τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα τις πραγματικές μεταβλητές στην οικονομία. Επιπλέον, η κατάλληλη άσκηση νομισματικής πολιτικής σε συνδυασμό με την ύπαρξη μιας ασταθούς συνάρτησης ζήτησης χρήματος μπορεί να έχει πραγματικά αποτελέσματα στην οικονομία. Το αν είναι ασταθής ή σταθερή συνάρτηση ζήτησης χρήματος οδηγεί την Κεντρική Τράπεζα στην επιλογή μεταβλητής στόχου που κάτω από εναλλακτικές συνθήκες μπορεί να είναι η προσφορά χρήματος ή το επιτόκιο.

Η συνάρτηση της ζήτησης χρήματος είναι αναγκαία προϋπόθεση για την αναζήτηση των διαύλων επίδρασης της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής επί των πραγματικών και ονομαστικών μεταβλητών. Από τη μακροοικονομική ανάλυση γνωρίζουμε ότι αν η συνάρτηση ζήτησης του χρήματος είναι σταθερή, τότε η άσκηση της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής δημιουργεί γνωστά αποτελέσματα στην εξέλιξη του επιπέδου τιμών, της παραγωγής και του ισοζυγίου πληρωμών. Συγκεκριμένα, στο κλασικό υπόδειγμα της κλειστής οικονομίας και πλήρους απασχόλησης, η επεκτατική νομισματική πολιτική έχει μόνο βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα στην παραγωγή και άμεση επίδραση στις τιμές. Αντίθετα, στο Κεϋνσιανό υπόδειγμα όπου η συνάρτηση ζήτησης χρήματος είναι ασταθής οι επιπτώσεις αυτών των πολιτικών είναι κυρίως επί των πραγματικών μεταβλητών της οικονομίας. Επίσης, στο νομισματικό υπόδειγμα ανοικτής οικονομίας, η σταθερότητα της συνάρτησης ζήτησης χρήματος προσδιορίζει τις επιπτώσεις της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής στο ισοζύγιο πληρωμών ή τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Για να διαμορφώσουν τη νομισματική πολιτική, οι νομισματικές αρχές πρέπει να διαθέτουν αξιόπιστες πληροφορίες σχετικά με το πώς οι μεταβολές της εν λόγω πολιτικής επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα. Επομένως, η ακριβής πληροφόρηση για το μηχανισμό μετάδοσης είναι κρίσιμη για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής.

Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αποτελείται από τους διάφορους δίαυλους μέσω των οποίων οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής μεταδίδονται στο πραγματικό ΑΕΠ και τον πληθωρισμό. Μπορούμε να διακρίνουμε κυρίως δύο στάδια του μηχανισμού αυτού. Στο πρώτο στάδιο, οι μεταβολές της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής προκαλούν μεταβολές των συνθηκών που επικρατούν στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Στο δεύτερο στάδιο, οι μεταβολές των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές επηρεάζουν τις αποφάσεις των ατόμων και των επιχειρήσεων στην οικονομία που αφορούν τη δαπάνη, την αποταμίευση και τις επενδύσεις<sup>16</sup>.

Η νομισματική πολιτική είναι μέρος της οικονομικής πολιτικής μιας χώρας και στοχεύει στο να επηρεάσει το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας, μεταβάλλοντας την προσφορά χρήματος. Ορισμένοι από τους στόχους της νομισματικής πολιτικής είναι:

1. ο έλεγχος του πληθωρισμού,
2. η ισορροπία του ισοζυγίου εξωτερικών πληρωμών,
3. η πραγματοποίηση υψηλού επιπέδου απασχόλησης και
4. η αύξηση του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος.

Η νομισματική πολιτική μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί για τη σταθεροποίηση του εισοδήματος μιας οικονομίας στο επίπεδο πλήρους απασχόλησης χωρίς πληθωρισμό. Συγκεκριμένα, όταν οι νομισματικές αρχές μιας χώρας θέλουν να μεταβάλλουν το εισόδημα μπορούν να μεταβάλλουν την προσφορά του χρήματος. Αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα τη μεταβολή του επιτοκίου και της επένδυσης, η δε μεταβολή της επένδυσης θα μεταβάλλει το εισόδημα πολλαπλασιαστικά προς την ίδια κατεύθυνση.

---

<sup>16</sup> Ζόνζηλος Ν., 2001, “Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής” *Οικ. Δελτίο, ΤτΕ.*, τεύχος 18, σελ. 39-42

Υπάρχουν δύο είδη νομισματικής πολιτικής:

**1. Επεκτατική νομισματική πολιτική:** Όταν στην οικονομία υπάρχει ύφεση και ανεργία από ανεπαρκή συνολική ζήτηση για το προϊόν της οικονομίας η κεντρική τράπεζα μπορεί να αυξήσει την προσφορά χρήματος ώστε με δεδομένη τη ζήτηση για χρήμα, να μειωθεί η τιμή του χρήματος δηλαδή το επιτόκιο. Η μείωση του επιτοκίου θα έχει ως αποτέλεσμα την τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας καθώς και της ζήτησης για καταναλωτικά αγαθά και συνεπώς την τόνωση της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας, της παραγωγής, της απασχόλησης και του εισοδήματος.

**2. Περιοριστική νομισματική πολιτική:** Αν το πρόβλημα στην οικονομία είναι η υπερβολική ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες και ο πληθωρισμός, τότε η νομισματική πολιτική θα επιδιώξει να αυξήσει το επιτόκιο με περιορισμό της προσφοράς χρήματος, ώστε να αποθαρρυνθεί η λήψη επενδυτικών και καταναλωτικών δανείων για να περιοριστούν η συνολική ζήτηση και οι πληθωριστικές πιέσεις.

### **3.3 Βασικά εργαλεία και μέσα νομισματικής πολιτικής**

Τα δύο βασικά “εργαλεία” άσκησης νομισματικής πολιτικής είναι το επιτόκιο και η προσφορά χρήματος. Το πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι Νομισματικές Αρχές είναι ότι μπορούν να χρησιμοποιήσουν ως μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής είτε μεταβολές του επιτοκίου, είτε διαφοροποιήσεις της προσφοράς χρήματος, αλλά όχι και των δύο εργαλείων ταυτόχρονα. Συνεπώς, καλούνται να αποφασίσουν ποιο από τα δύο προσφερόμενα νομισματικά εργαλεία θα εξυπηρετήσει τους στόχους τους, όπως αυτοί περιγράφονται από συγκεκριμένες μακροοικονομικές μεταβλητές, π.χ. το επίπεδο τιμών, το επίπεδο απασχόλησης, η συναλλαγματική ισοτιμία κ.ά.

Όσον αφορά την προσφορά χρήματος, ο στόχος των νομισματικών αρχών είναι η εξίσωση του πραγματικού επιπέδου της προσφοράς χρήματος με το επιθυμητό της επίπεδο. Είναι γνωστό ότι η διαμόρφωση σημαντικών μακροοικονομικών μεταβλητών, όπως μεταξύ άλλων η αύξηση του Ακαθάριστου



Εγγώριου Προϊόντος, ο πληθωρισμός και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι άμεσα συνδεδεμένες με την αύξηση της προσφοράς του χρήματος.

Οι ασκούντες τη νομισματική πολιτική αποβλέπουν στον έλεγχο της ποσότητας του χρήματος επιδιώκοντας την πραγματοποίηση των απόστατων στόχων της Εθνικής οικονομίας. Για να είναι αποτελεσματική η νομισματική πολιτική πρέπει να ορισθεί η προσφορά του χρήματος κατά τέτοιο τρόπο ώστε να ικανοποιούνται τα παρακάτω κριτήρια:

1. Θα πρέπει να υπάρχει αντιστοιχία μεταξύ του θεωρητικού και εμπειρικού ορισμού της προσφοράς του χρήματος. Θα πρέπει δηλαδή τα επιλεγόμενα στοιχεία να προσδιορίζουν τον εμπειρικό ορισμό της προσφοράς του χρήματος, να προβλέπουν τη συμπεριφορά της οικονομίας σύμφωνα με το θεωρητικό υπόδειγμα.
2. Να υπάρχει δυνατότητα ελέγχου από τις νομισματικές αρχές του χρηματικού αποθέματος ώστε να κατευθύνεται η νομισματική πολιτική στους προδιαγεγραμμένους στόχους.
3. Να υπάρχει μια στενή και προβλέψιμη σχέση μεταξύ του εμπειρικού ορισμού και των μελλοντικών οικονομικών στόχων.

Οι οικονομολόγοι της κλασικής σχολής υποστηρίζουν ότι στον ορισμό της προσφοράς του χρήματος θα πρέπει να περιλαμβάνονται τα στοιχεία εκείνα που συνιστούν άμεσες πληρωμές, δηλαδή τη νομισματική κυκλοφορία και τις καταθέσεις σε λογαριασμούς τρεχούμενους ή όψεως. Αντίθετα, οι οικονομολόγοι που θεωρούν ότι η πλέον σημαντική λειτουργία του χρήματος είναι αυτή του μέσου διατήρησης της περιουσίας, υποστηρίζουν ότι στον ορισμό της προσφοράς χρήματος θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται και στοιχεία του ενεργητικού που έχουν βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα. Αυτά είναι οι καταθέσεις ταμειυτηρίου, προθεσμίας ή έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου.

Ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος από την Κεντρική Τράπεζα δεν μπορεί να είναι απόλυτα ακριβής. Υπάρχουν δύο σημαντικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η Κεντρική Τράπεζα

1. δεν ελέγχει το ποσό των χρημάτων που τα νοικοκυριά τοποθετούν σε καταθέσεις όψεως και

2. δεν ελέγχει το ποσό των χρημάτων που οι Τράπεζες αποφασίζουν να δανείσουν.

Οι νομισματικές αρχές θέλουν να επιτύχουν τον ακριβή έλεγχο του χρηματικού αποθέματος που είναι ο κυριότερος προσδιοριστικός παράγοντας μεταβολής του επιπέδου των τιμών. Μέσω της αναγγελίας συγκεκριμένων ρυθμών επέκτασης της προσφοράς χρήματος οι νομισματικές αρχές επιδιώκουν την αποφυγή δημιουργίας πληθωριστικών προσδοκιών. Με αυτόν τον τρόπο επιθυμούν να υποδείξουν ότι προτίθενται να χρηματοδοτήσουν μόνον ένα μέρος από την ονομαστική αύξηση της ζήτησης χρήματος, έτσι ώστε οι δυνατότητες των παραγωγών για αύξηση των τιμών των προϊόντων να είναι περιορισμένες και το δημοσιονομικό έλλειμμα να μην είναι δυνατό να χρηματοδοτηθεί μέσω αυξήσεων της προσφοράς χρήματος.

Το δεύτερο βασικό “εργαλείο” της κεντρικής τράπεζας για την άσκηση της νομισματικής της πολιτικής είναι το επιτόκιο. Με τη ρύθμιση και έλεγχο των επιτοκίων, η κεντρική τράπεζα μπορεί να ρυθμίζει και να ελέγχει:

1. τις χορηγήσεις δανείων (πιστώσεων) των εμπορικών τραπεζών στο εξωτραπεζικό κοινό.
2. τις χρηματοδοτήσεις των αναγκών του Δημοσίου τομέα. Παραδείγματος χάρη, η αύξηση των επιτοκίων κάνει πιο ελκυστικά τα έντοκα γραμμάτια του Δημόσιου και έτσι χρηματοδοτούνται οι δημόσιες δαπάνες.
3. τις τιμές του εξωτερικού συναλλάγματος και γενικότερα τις ροές της οικονομίας προς το εξωτερικό.

Για τον προσδιορισμό του επιπέδου του επιτοκίου αναπτύχθηκαν αρκετές θεωρίες από τις οποίες διακρίνεται η νομισματική θεωρία που βασίζεται στην ανάλυση του επιτοκίου, σαν αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης χρήματος. Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, σε μια ελεύθερη αγορά χρήματος το ύψος του επιτοκίου προσδιορίζεται από την εξισορρόπηση μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης χρήματος. Αν το επιτόκιο της αγοράς είναι υψηλότερο από το επιτόκιο ισορροπίας της αγοράς χρήματος, τότε η προσφορά του χρήματος θα είναι

μεγαλύτερη από τη ζήτηση και συνεπώς το επιτόκιο θα αυξηθεί. Αντίθετα, αν το επιτόκιο της αγοράς είναι χαμηλότερο από το επιτόκιο ισορροπίας της αγοράς, τότε η ζήτηση του χρήματος θα είναι μεγαλύτερη από τη προσφορά, και συνεπώς, το επιτόκιο θα μειωθεί.

Σύμφωνα με την κλασική θεωρία, η εξισορρόπηση μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης επιτυγχάνεται μέσω του επιτοκίου. Τόσο η αποταμίευση όσο και η επένδυση είναι συνάρτηση του επιτοκίου. Η αποταμίευση εξαρτάται από το επιτόκιο, με βάση την υπόθεση ότι όσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο, τόσο μεγαλύτερα ποσά θα αποταμιεύονται. Η υπόθεση αυτή στηρίζεται στο γεγονός ότι η οριακή χρησιμότητα της κατανάλωσης που εξαρτάται από την αποδοτικότητα των αποταμιεύσεων, βελτιώνεται με την αύξηση του επιτοκίου. Από την άλλη μεριά η επένδυση εξαρτάται από την αποδοτικότητα του κεφαλαίου για την οποία, αφού το χρήμα υποτίθεται ότι είναι ένα αγαθό, ισχύει ο νόμος της μη ανάλογης απόδοσης και συνεπώς κάθε παραπέρα χρησιμοποίησή του θα έχει σαν αποτέλεσμα την πτώση της οριακής παραγωγικότητας του κεφαλαίου<sup>17</sup>.

Τα τρία βασικά μέσα για την άσκηση νομισματικής πολιτικής, από μέρους της Κεντρικής Τράπεζας, είναι τα ακόλουθα:

1. **Μεταβολή του προεξοφλητικού επιτοκίου:** Το επιτόκιο με το οποίο οι εμπορικές τράπεζες μπορούν να δανειστούν χρήματα από την Κεντρική Τράπεζα για να αντεπεξεέλθουν σε πρόσκαιρες δυσχέρειες είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο. Ονομάζεται προεξοφλητικό επιτόκιο γιατί συνήθως οι εμπορικές τράπεζες δανείζονται χρήματα από την Κεντρική Τράπεζα προεξοφλώντας απαιτήσεις τους. Με τις παρεμβάσεις αυτές η Κεντρική Τράπεζα επηρεάζει και το διατραπεζικό επιτόκιο, δηλαδή το επιτόκιο με το οποίο δανείζονται οι εμπορικές τράπεζες μεταξύ τους. Πριν ασκήσει τη νομισματική πολιτική, η Κεντρική Τράπεζα καθορίζει το ύψος του προεξοφλητικού επιτοκίου, τις προϋποθέσεις με τις οποίες γίνονται δεκτά με προεξόφληση τα γραμμάτια των εμπορικών τραπεζών και το ανώτατο όριο προεξόφλησης για κάθε εμπορική τράπεζα. Όταν η Κεντρική Τράπεζα επιθυμεί να περιορίσει την προσφορά χρήματος, μπορεί να αυξήσει το

---

<sup>17</sup> Δρ. Π. Α. Κιόχος – Δρ. Γ. Δ. Παπανικολάου, Αθήνα 2000, , “Χρήμα - Πίστη - Τράπεζες”, σελ.144-146.

προεξοφλητικό επιτόκιο, οπότε οι εμπορικές τράπεζες γίνονται λιγότερο πρόθυμες να καταφύγουν σ' αυτήν για δανεισμό και επιπλέον αναγκάζονται να αυξήσουν το επιτόκιο με το οποίο χορηγούν οι ίδιες δάνεια. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση της ποσότητας χρήματος που ζητείται για δανεισμό από το κοινό και με τον τρόπο αυτό μειώνεται η ποσότητα χρήματος που διοχετεύεται στην οικονομία. Ο αντίστροφος μηχανισμός λειτουργεί στην περίπτωση που η Κεντρική Τράπεζα επιθυμεί να αυξήσει την προσφορά χρήματος.

**2. Πράξεις (πολιτική) ανοικτής αγοράς:** Οι πράξεις ανοικτής αγοράς συνιστώνται στην αγοραπωλησία κρατικών τίτλων από την Κεντρική Τράπεζα μέσω του χρηματιστηρίου. Εάν η Κεντρική Τράπεζα προβαίνει σε αγορές κρατικών ομολόγων καταβάλλοντας στους κατόχους τους χρήμα ίσο με την αξία των τίτλων, τότε αυξάνεται η προσφορά χρήματος (ποσότητα χρήματος που κυκλοφορεί). Όταν το χρήμα αυτό κατατεθεί στις εμπορικές τράπεζες, θα αυξηθούν τα ρευστά διαθέσιμα των τελευταίων και έτσι θα αρχίσει η πολλαπλασιαστική διαδικασία αύξησης της προσφοράς χρήματος μέσω των αυξημένων πιστώσεων που θα χορηγούν οι εμπορικές τράπεζες. Αντίθετα, όταν η Κεντρική Τράπεζα προβαίνει σε πωλήσεις κρατικών ομολόγων απορροφώντας από το κοινό ποσότητα χρήματος που αντιστοιχεί στην αξία των τίτλων, το αποτέλεσμα είναι να μειώνονται τα ρευστά διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών, η χορήγηση πιστώσεων (δανείων) και η προσφορά χρήματος. Η πώληση κρατικών ομολόγων της Κεντρικής Τράπεζας για λογαριασμό της κυβέρνησης δίνει τη δυνατότητα στην τελευταία να δανειστεί χρήμα για να πραγματοποιήσει π.χ. δημόσιες δαπάνες κ.ά. Αξιολογώντας το μέτρο αυτό επηρεασμού της προσφοράς χρήματος, θα λέγαμε ότι αφού δεν δημοσιεύεται είναι αρκετά ευέλικτο και δεν κλονίζει την εμπιστοσύνη του κοινού προς το τραπεζικό σύστημα και δεν δημιουργεί δυσμενής επιπτώσεις στην οικονομία. Ένα βασικό πλεονέκτημα της πολιτικής ανοικτής αγοράς είναι ότι ασκείται άμεση πολιτική, δηλαδή αυξάνεται η προσφορά χρήματος ( $M_s$ ) χωρίς να υπάρχει κάποια ενδιάμεση διαδικασία. Το μειονέκτημά της είναι ότι η μέγιστη επιτυχία της αύξησης του  $M_s$  εξαρτάται από τις διαθέσεις του κοινού (δηλαδή εξαρτάται αν το κοινό αποφασίσει να καταθέσει τα χρήματα στις εμπορικές τράπεζες).

3. **Μεταβολή του ποσοστού των υποχρεωτικών (ρευστών) διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζών.** Η Κεντρική Τράπεζα κάθε χώρας επιβάλλει στις εμπορικές τράπεζες την υποχρέωση να διατηρούν ένα ελάχιστο ποσοστό (ρευστών) διαθεσίμων προς καταθέσεις με τη μορφή μετρητών στα ταμεία τους ή άτοκων καταθέσεων στην Κεντρική Τράπεζα. Αυτό το κάνει για να εξασφαλιστεί η απαραίτητη ρευστότητα για την πραγματοποίηση των συναλλαγών των εμπορικών τραπεζών, αλλά κυρίως για να μπορούν οι τελευταίες να αντιμετωπίζουν φαινόμενα απόσυρσης καταθέσεων. Αν το ποσοστό των υποχρεωτικών αυτών (ρευστών) διαθεσίμων αυξηθεί, μετά από απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας, τότε οι εμπορικές τράπεζες έχουν λιγότερα ρευστά διαθέσιμα για δάνεια, με αποτέλεσμα η προσφορά χρήματος να μειώνεται. Αντίθετα, εάν μειωθεί το ποσοστό των υποχρεωτικών (ρευστών) διαθεσίμων, τότε θα αυξηθούν τα περιθώρια πιστώσεων των εμπορικών τραπεζών (δάνεια), άρα και η προσφορά χρήματος. Παρόλο που το μέτρο αυτό επηρεάζει αποτελεσματικά την προσφορά χρήματος, εμφανίζει σημαντικές αδυναμίες. Συγκεκριμένα, το μέτρο αυτό δεν είναι ευέλικτο, υπό την έννοια ότι δεν μπορεί συχνά να μεταβάλλεται διότι κλονίζεται η εμπιστοσύνη του κοινού προς το τραπεζικό σύστημα και επηρεάζει με τον ίδιο τρόπο όλες τις εμπορικές τράπεζες χωρίς να λαμβάνει υπόψη τα προβλήματα ρευστότητας και χρηματοδότησης που παρουσιάζει η καθεμία. Επιπλέον, αν η Κεντρική Τράπεζα επιθυμεί να γνωστοποιήσει στο κοινό τις μεταβολές στην προσφορά χρήματος, θα χρησιμοποιήσει το ποσοστό των υποχρεωτικών (ρευστών) διαθεσίμων.

Εκτός των παραπάνω βασικών μέτρων υπάρχουν και άλλα δευτερεύοντα μέτρα τα οποία η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να εφαρμόσει μεμονωμένα ή σε συνδυασμό μεταξύ τους.

1. **Μεταβολή των υποχρεωτικών καταθέσεων:** Οι εμπορικές τράπεζες είναι υποχρεωμένες να καταθέτουν άτοκα ή έντοκα στην Κεντρική Τράπεζα ένα ποσοστό από τις καταθέσεις των πελατών τους. Με τη μεταβολή του ποσοστού των υποχρεωτικών καταθέσεων η Κεντρική Τράπεζα επηρεάζει τις χορηγήσεις των εμπορικών τραπεζών.

2. *Μεταβολή του δημόσιου χρέους:* Όταν οι δαπάνες του δημόσιου τομέα ξεπερνούν τα έσοδά του και το δημόσιο δανειστεί από την κεντρική τράπεζα ποσό ίσο με το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού, και εάν το δάνειο καλυφτεί με την έκδοση νέου χρήματος αυξάνεται ισόποσα και η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί.

3. *Καθορισμός ανώτατου ορίου χρηματοδοτήσεων:* Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να επηρεάσει το μέγεθος της τραπεζικής χρηματοδότησης, καθορίζοντας ανώτατο ποσό ή ποσοστό ανόδου των χορηγήσεων των εμπορικών τραπεζών για κάθε περίοδο.

### **3.4 Νομισματική Επιτροπή και Απελευθέρωση Χρηματοπιστωτικού Συστήματος**

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής έχει υποστεί σημαντικές μεταβολές διεθνώς κατά τη διάρκεια των τελευταίων 60 ετών. Οι μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες και η αυξανόμενη αλληλεξάρτηση των οικονομιών και των χρηματοπιστωτικών αγορών έχουν επιβάλλει τον μετασχηματισμό του τρόπου άσκησης της νομισματικής πολιτικής.

Το τέλος του πολέμου βρήκε την Ελληνική οικονομία εξαντλημένη. Η νομισματική αστάθεια εκδηλωνόταν με τη μορφή υψηλού και ευμετάβλητου ρυθμού πληθωρισμού, υψηλή ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και χαμηλή εμπιστοσύνη του κοινού στη δραχμή. Μετά το 1946, η νομισματική πολιτική μεταβιβάστηκε σε μία νέα οντότητα, τη Νομισματική Επιτροπή. Η Επιτροπή περιλάμβανε τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας ως πρόεδρο, τέσσερεις άλλους Υπουργούς και τον Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος. Η θέση της Τράπεζας της Ελλάδος ήταν σημαντική, καθώς η Τράπεζα είχε την ευθύνη σχεδιασμού και πρότασης μέτρων πολιτικής που κατά κανόνα, υιοθετούνταν από την Επιτροπή.

Τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής με τα οποία η ΤτΕ επιχειρούσε να ελέγξει την προσφορά χρήματος ήταν το προεξοφλητικό επιτόκιο και οι μεταβολές των υποχρεωτικών διαθεσίμων τα οποία οι τράπεζες διατηρούσαν στην ΤτΕ. Παρότι αυτή η προσπάθεια ήταν πιο οργανωμένη, η θέση της νομισματικής

πολιτικής παρέμεινε χαλαρή, κυρίως λόγω της ανάγκης παροχής πιστώσεων για τη χρηματοδότηση της οικονομικής ανάκαμψης.

Στόχος της Επιτροπής ήταν η κατανομή των περιορισμένων κεφαλαίων σε συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας. Η πολιτική αυτή υπήρξε αρχικά επιτυχής. Σύντομα όμως, οι περιορισμοί μετέτρεψαν το πιστωτικό σύστημα της χώρας σε εκτελεστικό όργανο των αποφάσεων της Νομισματικής Επιτροπής. Την περίοδο από τον Ιούνιο του 1980 μέχρι το τέλος του 1982, εφαρμόστηκε μια πολιτική ελεγχόμενης υποτίμησης της δραχμής. Ο ρυθμός υποτίμησης σχεδιάζόταν με στόχο να διατηρεί την ανταγωνιστικότητα των Ελληνικών προϊόντων χωρίς να τροφοδοτούνται οι πληθωριστικές προσδοκίες. Παρ' όλα αυτά, ο πληθωρισμός παρέμεινε άνω του 20% έως και το 1985. Ο κύριος λόγος ήταν ότι δόθηκε προτεραιότητα σε οικονομικές πολιτικές αναδιανομής εισοδήματος, οι οποίες χρηματοδοτήθηκαν από δημόσιο δανεισμό. Αυτό οδήγησε σε επιδείνωση των ανισορροπιών του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, σε αυξήσεις του κατά μονάδα εργασίας κόστους προϊόντος που υπερέβαιναν αυτές της παραγωγικότητας, σε μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα και υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους.

Επιπροσθέτως, η καθιέρωση το 1982 της Αυτόματης Τιμαριθμικής Αναπροσαρμογής (ΑΤΑ), ενός συστήματος αυτόματης προσαρμογής των μισθών σε μεταβολές του πληθωρισμού (των προβλέψεων για τον πληθωρισμό από το 1986), συνέβαλε στην παγίωση των πληθωριστικών προσδοκιών. Η νομισματική πολιτική χαρακτηριζόταν από αστάθεια, ενώ η κατάσταση επιδεινώθηκε ως αποτέλεσμα δυσμενών διεθνών παραγόντων, κυρίως αυξήσεων στην τιμή του πετρελαίου και των πρώτων υλών.

Η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) είχε θέσει το τέλος του 1992 ως προθεσμία για την ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών αγορών και την απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίου. Οι Ελληνικές αρχές θεώρησαν ως πρώτο βήμα για την χρηματοοικονομική απελευθέρωση την κατάργηση της Νομισματικής Επιτροπής (1982), το Σώμα το οποίο ασκούσε τη νομισματική, πιστωτική και συναλλαγματική πολιτική. Υπό το σχήμα αυτό η Κυβέρνηση είχε την ευθύνη χάραξης της γενικής οικονομικής πολιτικής, ενώ η Τράπεζα της Ελλάδος ασκούσε τη νομισματική και συναλλαγματική πολιτική μέσα στα όρια του Καταστατικού της.

Με την κατάργηση της Νομισματικής Επιτροπής, το περίπλοκο σύστημα των πιστωτικών κανόνων και κανονισμών απλοποιήθηκε. Οι πολυάριθμες κατηγορίες επιτοκίων ενοποιήθηκαν σε τρία βασικά επιτόκια, των οποίων το επίπεδο ορίστηκε κοντά στο επίπεδο του πληθωρισμού. Οι επιδοτήσεις επιτοκίων εγκαταλείφθηκαν.

Το 1985 μειώθηκε το ποσό των ρευστών διαθέσιμων που υποχρεούνταν οι τράπεζες να τηρούν στην ΤτΕ. Επίσης, δόθηκε μεγαλύτερη ελευθερία στις τράπεζες να καθορίζουν τα επιτόκιά τους και να παρέχουν καινοτόμες τραπεζικές υπηρεσίες, όπως για παράδειγμα, οι προθεσμιακές καταθέσεις, τα πιστοποιητικά καταθέσεων και τα τραπεζικά ομόλογα, όλα με ελεύθερα διαπραγματεύσιμα επιτόκια. Έτσι, οι πιστώσεις κατανέμονταν περισσότερο βάσει των τραπεζικών κριτηρίων και λιγότερο από το κράτος με στόχο την υποστήριξη συγκεκριμένων τομέων της οικονομίας.

Η ΤτΕ άλλαξε το λειτουργικό στόχο της και επεδίωκε πλέον τη διατήρηση υψηλών πραγματικών επιτοκίων, έτσι ώστε να καταπολεμήσει τον πληθωρισμό και τις ανισορροπίες του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και να ελέγξει την πιστωτική επέκταση και τη ρευστότητα. Η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών επέτρεψε τη χρησιμοποίηση έμμεσων εργαλείων νομισματικού ελέγχου. Το εργαλείο το οποίο κυριάρχησε ήταν οι Πράξεις Ανοιχτής Αγοράς, το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο εργαλείο στις ανεπτυγμένες χρηματοοικονομικές αγορές για την αποτελεσματική και έγκαιρη άσκηση επίδρασης επί των επιτοκίων.

Ο έλεγχος των δανειοδοτικών δραστηριοτήτων των τραπεζών εγκαταλείφθηκε πλήρως το 1988. Στο νέο απελευθερωμένο πλαίσιο, η ΤτΕ ανέλαβε το ρόλο της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το πρόγραμμα σταθεροποίησης πέτυχε την τιθάσευση του πληθωρισμού και έτσι βελτίωσε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αν και το 1987 καταγράφηκε μια μείωση 2% στο πραγματικό ΑΕΠ. Παρ' όλα αυτά, το πρόγραμμα εγκαταλείφτηκε το 1987 εξαιτίας πολιτικών πιέσεων.

Η παραπάνω ανάλυση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, μέχρι και το τέλος της δεκαετίας του 1980, η ΤτΕ απέκλινε σημαντικά από τους νομισματικούς στόχους τους οποίους ανακοίνωνε. Οι σημαντικότεροι λόγοι αυτής της αποτυχίας ήταν:



1. Η έλλειψη ανεξαρτησίας στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, η οποία έως τότε υπηρέτούσε στο στόχο της χρηματοδότησης των μεγάλων και σχεδόν μόνιμων δημοσιονομικών ελλειμμάτων.
2. Η αστάθεια της ζήτησης για χρήμα και οι καινοτομίες στις χρηματοοικονομικές αγορές (τις οποίες ενέπνεαν οι υψηλοί ρυθμοί πληθωρισμού), τα οποία κατέληγαν σε δυσκολία να ελεγχθεί η νομισματική επέκταση.
3. Η έλλειψη έμμεσων εργαλείων νομισματικής πολιτικής, (μεταβολές επιτοκίων, Πράξεις Ανοικτής Αγοράς), η οποία σήμαινε ότι η νομισματική πολιτική διεξαγόταν σχεδόν αποκλειστικά με την επιβολή διοικητικών ελέγχων.
4. Η παράκαμψη από τους συναλλασσόμενους των ελέγχων, η οποία διάβρωνε την αποτελεσματικότητά τους.

Ως συνέπεια, από το 1988, η ΤτΕ υιοθέτησε ως στόχο ένα εύρος διακύμανσης των νομισματικών μεγεθών αντί για ακριβείς τιμές.

### **3.5 Στρατηγική της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα της περιόδου 1990 - 2000**

Η δεκαετία του '90 υπήρξε πολύ σημαντική για την Ελληνική οικονομία και χαρακτηρίστηκε ως “η δεκαετία της σύγκλισης”. Μία περίοδος κατά την οποία η Ελληνική οικονομία βελτίωσε εντυπωσιακά τις επιδόσεις της, ως προς τα περισσότερα οικονομικά μεγέθη, και επέτυχε κρινόμενη με αυστηρά κριτήρια, την ένταξη στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση. Επίσης, η Ελλάδα απέκτησε σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η Τράπεζα της Ελλάδος σύγχρονα μέσα και διαδικασίες άσκησης νομισματικής πολιτικής.

Σε σχέση με τις αρχές της δεκαετίας του '90, το έτος 1999 ο ρυθμός πληθωρισμού είχε μειωθεί κατά 18 εκατοστιαίες μονάδες. Από ρυθμό ετήσιας υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι του ECU άνω του 11%,

φθάσαμε στα πρόθυρα του “κλειδώματος” της δραχμής έναντι του ευρώ, ενώ το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης είχε περιοριστεί κατά 14 εκατοστιαίες μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ<sup>18</sup>.

Ο ρόλος της συναλλαγματικής πολιτικής άλλαξε, οπότε μεταξύ 1988 - 1998, χρονολογία ένταξης της δραχμής στο Μ.Σ.Ι., η αντίστοιχη πολιτική δεν αποσκοπούσε πλέον στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, αλλά στην καταπολέμηση των πληθωριστικών πιέσεων. Αυτό σήμαινε ότι το ποσοστό της ετήσιας διολίσθησης ήταν μικρότερο από τη διαφορά πληθωρισμού της Ελλάδος και των εμπορικών της εταίρων. Η πολιτική της συγκρατημένης διολίσθησης της δραχμής είχε θετικές επιπτώσεις στην οικονομία. Συνέβαλλε στην άμβλυνση των πληθωριστικών πιέσεων και γενικότερα, στην επιβολή πειθαρχίας στη μακροοικονομική πολιτική.

Επιπλέον, έχει συντελέσει στην επιτάχυνση της αναγκαίας διαρθρωτικής προσαρμογής της παραγωγικής βάσης για την ενίσχυση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας μας<sup>19</sup>

Η πολιτική αυτή έμεινε γνωστή ως πολιτική της “σκληρής” δραχμής σηματοδοτώντας την εγκατάλειψη των πολιτικών διαχείρισης της ζήτησης και στροφή προς άλλες, με προτεραιότητα την καταπολέμηση του πληθωρισμού και τη δημοσιονομική εξυγίανση. Έτσι, από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 και με μεγαλύτερη ένταση από τα μέσα της δεκαετίας, η συναλλαγματική πολιτική “σκληραίνει” ώστε να επιτευχθεί ο στόχος συμμετοχής της χώρας στην Ο.Ν.Ε<sup>20</sup>.

Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων το 1994 και η θετική εμπειρία από την επιτυχή αντιμετώπιση της νομισματικής αναταραχής οδήγησαν σε μεταβολή της στρατηγικής και του πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής στα επόμενα έτη.

Από το 1995 η νομισματική πολιτική υιοθέτησε ως κύριο ενδιάμεσο στόχο τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ECU και μετέπειτα του ευρώ.

---

<sup>18</sup>Βορίδης Η., Αγγελοπούλου Ε., Σκοτίδα Ι., 2003, “Η Νομισματική πολιτική μέσα από τα κεί μενα της ΤτΕ 1999 - 2000”, Οικ. Δελτίο, ΤτΕ., τεύχος 20, σελ.7-48.

<sup>19</sup>Παπαδήμος Α., 1995, “Ανάπτυξη με σταθερότητα: ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής”, Οικ. Δελτίο, ΤτΕ, τεύχος 5, σελ.49.

<sup>20</sup>Σαχινίδης Φ., 2006, “Το συναλλαγματικό καθεστώς της Ελλάδας: Από την πρόσδεση της δραχμής στο δολάριο μέχρι την ΟΝΕ”, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.

Στην τριετία 1995-1997 οι στόχοι για τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ECU επετεύχθησαν απολύτως, παρά τις πιέσεις που εκδηλώθηκαν κατά καιρούς στην αγορά συναλλάγματος, και ο πληθωρισμός υποχώρησε σημαντικά.

Η Ελληνική εμπειρία καταδεικνυε σαφώς ότι η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να αποδειχθεί αποτελεσματικό μέσο αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού<sup>21</sup>. Ωστόσο, η Τράπεζα υπογράμμιζε ότι η δραχμή θα μπορούσε και να ανατιμηθεί εφόσον τούτο απαιτηθεί για την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στη χώρα.

Η θέση αυτή επιβεβαιώθηκε το 1999, ενώ το 2000 επισημάνθηκε ότι τα επιτόκια και η συναλλαγματική ισοτιμία θα έπρεπε να αφεθούν σταδιακά να συγκλίνουν, στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του έτους, προς τα επίπεδα της ζώνης του ευρώ και τον (αμετάκλητο από την 1η Ιανουαρίου 2001) συντελεστή μετατροπής της δραχμής σε ευρώ αντίστοιχα.

Ο στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία συνυπήρχε με νομισματικούς στόχους καθώς και με στόχους για την πιστωτική επέκταση. Ωστόσο, από την αρχή της δεκαετίας, η Τράπεζα αναγνώρισε ότι η σχέση των νομισματικών (όπως εξάλλου και των πιστωτικών) μεγεθών με τον τελικό στόχο της νομισματικής πολιτικής ή με το συνολικό ονομαστικό εισόδημα υπόκειται σε αστάθεια. Η Τράπεζα απέδωσε την αστάθεια της ζήτησης χρήματος γενικά στην απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος ή ειδικότερα στην απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων καθώς και στις χρηματοοικονομικές καινοτομίες.

Για τους λόγους αυτούς, ενώ στην αρχή της δεκαετίας του '90, η Τράπεζα χαρακτήριζε ρητά το στόχο για το M3 ως “κεντρικό στόχο της νομισματικής πολιτικής” (1990), το επόμενο έτος (1991) θεώρησε αναγκαίο να προσθέσει ένα συμπληρωματικό δείκτη ρευστότητας, το M4. Το 1999, το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M4N<sup>22</sup> αντικατέστησε το M3 ως μεταβλητή - δείκτης.

---

<sup>21</sup> Παπαδήμος Α., 2000, “Από τη δραχμή στο ευρώ”, *Οικ. Δελτίο, Τ.Ε.*, τεύχος 15, σελ. 9

<sup>22</sup> Το M4N περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία, τις ιδιωτικές καταθέσεις σε δραχμές και συνάλλαγμα, καθώς και τις τοποθετήσεις των ιδιωτών σε *repos*, τραπεζικά ομόλογα, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων και τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου με διάρκεια μέχρι και ένα έτος.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι αν και τελικά η νομισματική πολιτική στέφθηκε με επιτυχία, αντιμετωπίστηκαν ποικίλες δυσκολίες σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του '90.

### **3.6 Προβλήματα για την Ελλάδα κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου**

Εν όψει των προπαρασκευαστικών ενεργειών για την ένταξη της δραχμής στη ζώνη του Ευρώ, η Τράπεζα της Ελλάδος λαμβάνει όλα τα αναγκαία μέτρα για την προσαρμογή της πολιτικής της προς τα πρότυπα που έχουν διαμορφωθεί για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Αυτό αφορά τόσο στη δυνατότητα τήρησης μιας αυστηρής νομισματικής πολιτικής, όσο και τη θεσμική προσαρμογή της Τράπεζας της Ελλάδος, για την αποτελεσματική άσκηση της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ. Υπήρχαν πάντως δύο προβλήματα για τα Ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία έπρεπε να αντιμετωπιστούν κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου:

*Το θέμα της σταδιακής αποκλιμάκωσης του ύψους των υποχρεωτικών δεσμεύσεων.* Η διατήρηση από την Τράπεζα της Ελλάδος υψηλών ποσοστών υποχρεωτικών δεσμεύσεων επί των καταθέσεων είναι ο επηρεασμός της διαρθρωτικής θέσης της αγοράς χρήματος με αποδόσεις χαμηλότερες της αγοράς, η οποία επηρεάζει σήμερα δυσμενώς την διεθνή ανταγωνιστικότητα των ελληνικών τραπεζών, δημιουργεί στρεβλώσεις στον τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό χώρο και επιβαρύνει το κόστος της λειτουργίας των τραπεζών<sup>23</sup>. Η ΕΚΤ έχει δυνατότητα προσφυγής σε αυτό το μέσο νομισματικής πολιτικής και θα πρέπει να θεωρείται δεδομένο ότι, λόγω της πρακτικής που επικρατεί στην πλειοψηφία των κεντρικών τραπεζών των κρατών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης:

- i. το μεν ύψος των υποχρεωτικών δεσμεύσεων θα είναι σημαντικά χαμηλότερο εκείνου που ισχύει σήμερα στην Ελλάδα, ενώ

---

<sup>23</sup>Κυριακόπουλος Π., Μόσχος Δ., Φιλιππίδης Α., 1995, “Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής από την τράπεζα της Ελλάδος”, Οικ. Δελτίο, Τ.Ε., τεύχος 6, σελ.63

ii. είναι πιθανό η σχετική δέσμευση να εκτοκίζεται σύμφωνα με τα επικρατούντα επιτόκια αγοράς.

Κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις καθίσταται αναγκαία, τόσο η σταδιακή μείωση του ισχύοντος ποσοστού βάσει ενός χρονοδιαγράμματος όσο και η καθιέρωση εκτοκισμού με βάση τα επιτόκια αγοράς, ώστε η μετάβαση να πραγματοποιηθεί ομαλά και χωρίς τη δημιουργία διαταράξεων στην αγορά χρήματος.

*Το θέμα της δυνατότητας χρησιμοποίησης των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου ως ενέχυρο.* Η δυνατότητα χρησιμοποίησης των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου ως ενέχυρο για τις πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ αποτελεί ένα ακόμη ζήτημα με ιδιαίτερη σημασία. Για όσο διάστημα συνεπώς η Ελλάδα παρέμενε εκτός της ζώνης του Ευρώ, θα πρέπει να ληφθεί μέριμνα, ώστε οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου να γίνονται αποδεκτοί ως ενέχυρο από το ΕΣΚΤ στις πράξεις ανοικτής αγοράς<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup>Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 1998, “Το πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής & συν/κής πολιτικής”, σελ.45-46.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

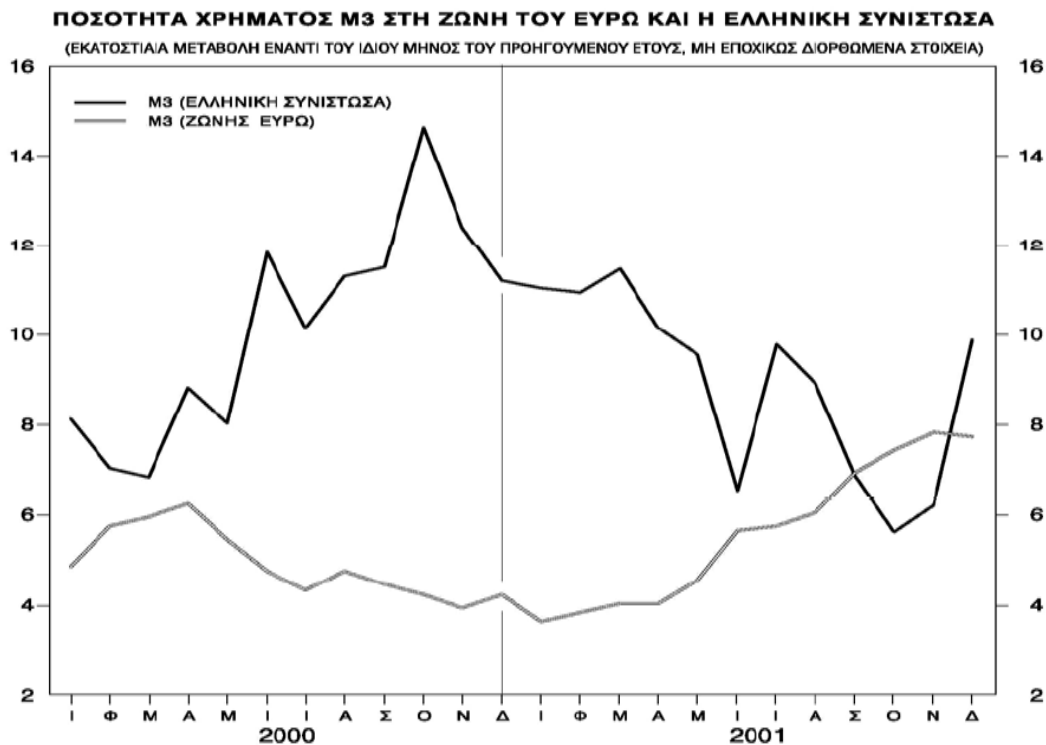
### Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2001)

Από την 1η Ιανουαρίου 2001, η Ελλάδα, όπως προαναφέρθηκε, υιοθέτησε το ευρώ και συμμετέχει στη χάραξη και την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η οποία έχει ως πρωταρχικό σκοπό την επίτευξη και τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Η ενιαία νομισματική πολιτική στηρίζει επιπλέον τις γενικές επιδιώξεις 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.

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 πολιτικής.

Οι νομισματικές εξελίξεις στην Ελλάδα το 2001 χαρακτηρίζονται από σημαντική επιβράδυνση του M3 το οποίο αποτελεί την Ελληνική συνιστώσα του νομισματικού μεγέθους M3 της ζώνης του ευρώ. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Ελληνικού M3 περιορίστηκε σταδιακά σε 6,7% 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 2001.



*Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ*

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 Μ3 σε στοιχεία που αποτελούν μέρος του Μ3. Από το Σεπτέμβριο έως και το Νοέμβριο του 2001, η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του Μ3 στη ζώνη του ευρώ, σε συνδυασμό με τη σημαντική επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης στην Ελλάδα, συνέβαλε ώστε ο ρυθμός αύξησης του Μ3 της ζώνης του ευρώ να υπερβεί τον αντίστοιχο ρυθμό του Ελληνικού Μ3.

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 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<sup>25</sup>.

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.

## **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2002)**

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%.

Το 2002 ήταν το δεύτερο έτος εφαρμογής στην Ελλάδα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Στα πλαίσια αυτής της πολιτικής συνεχίστηκε η σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του

---

<sup>25</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, 2001, “Έκθεση του Διοικητή”, Αθήνα



νομισματικού μεγέθους M3. Ο ρυθμός αυτός περιορίστηκε, σταδιακά και το Δεκέμβριο ήταν για πρώτη φορά αρνητικός (-0,2%). Σε όλη τη διάρκεια του έτους ο ρυθμός μεταβολής του M3 στην Ελλάδα κυμάνθηκε σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα και αντιστοιχούσε στο 1/3 περίπου του αντίστοιχου ρυθμού αύξησης του συνολικού M3 της ζώνης του ευρώ. Στην υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του M3 στην Ελλάδα συνέβαλε η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, καθώς και προς τα νοικοκυριά. Συνέβαλε επίσης και η μετατόπιση από τα γeros προς καταθέσεις μεγαλύτερης διάρκειας (που δεν περιλαμβάνονται στο M3), αλλά και προς τίτλους του Δημοσίου.

Ο πληθωρισμός διατηρήθηκε σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο των περισσότερων εταίρων μας στη ζώνη του ευρώ. 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 διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ, δεν αποκλείεται να χειροτερεύσει την ανταγωνιστικότητα της Ελληνικής οικονομίας.

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<sup>26</sup>.

Τα περισσότερα τραπεζικά επιτόκια κινήθηκαν πτωτικά το 2002. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν αφενός οι συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων και αφετέρου η μείωση στις 5 Δεκεμβρίου (κατά 0,50 της εκατοστιαίας μονάδας) των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Οι μεταβολές των τραπεζικών επιτοκίων επηρεάζουν με σχετικά μικρή χρονική υστέρηση τα τραπεζικά επιτόκια των χωρών της ζώνης του ευρώ.

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

---

<sup>26</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, “Νομισματική πολιτική 2002”, Αθήνα

δυνατή - ούτε και σκόπιμη - παρέμβαση της Τράπεζας της Ελλάδος<sup>27</sup> 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.

## **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (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.

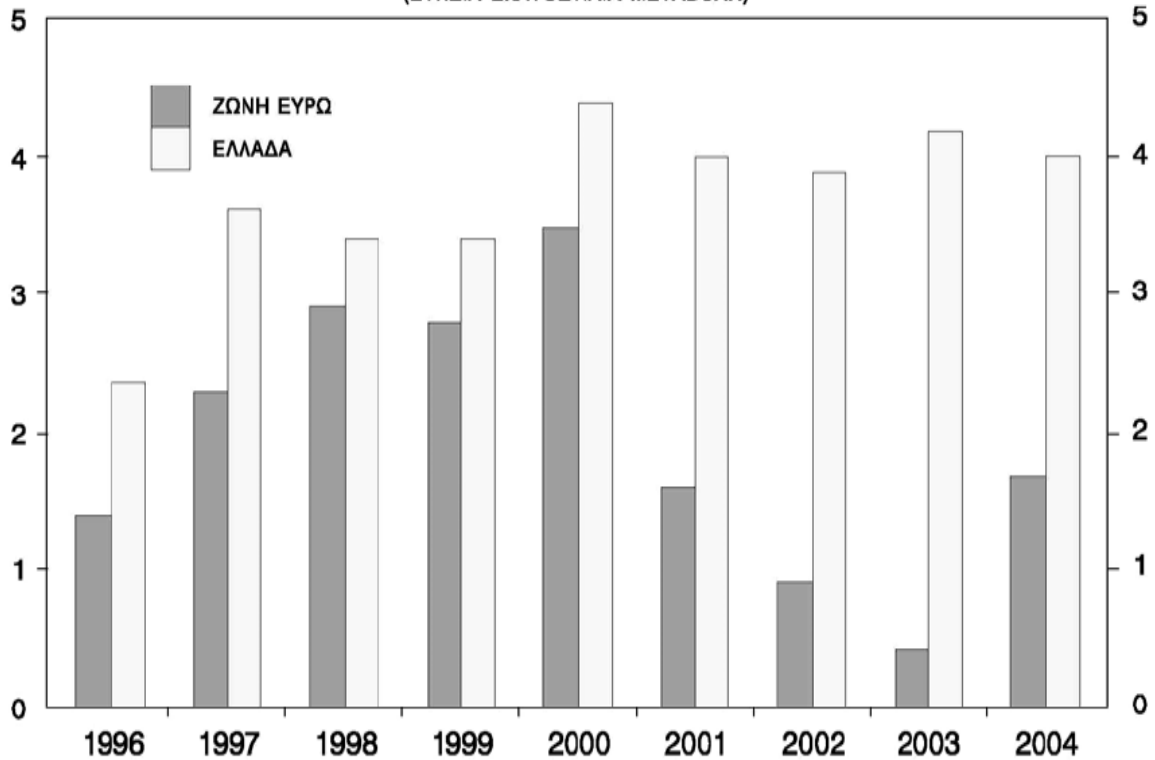
Στη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας τα τελευταία χρόνια έχει συμβάλει η βελτίωση των συνθηκών μακροοικονομικής σταθερότητας με την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έχουν πραγματοποιηθεί, καθώς και η διατήρηση χαλαρών νομισματικών συνθηκών.

---

<sup>27</sup> [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

## ΡΥΘΜΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ<sup>1</sup>

(ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΑΤΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ)



<sup>1</sup> Ρυθμός μεταβολής ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος σε σταθερές τιμές αγοράς.

**Πηγές:** Για την Ελλάδα: ΕΣΥΕ για την περίοδο 1996-2002, εκτιμήσεις Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών για το 2003 και προβλέψεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το 2004. Για τη ζώνη του ευρώ: Eurostat και, για το 2004, προβλέψεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Spring 2004 Economic Forecasts*).

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού στην Ελλάδα υποχώρησε στο 3,4% το 2003 (από 3,9% το 2002) βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή. Ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε περισσότερο εξαιτίας της ανατίμησης του ευρώ, η οποία συγκράτησε τον εισαγόμενο πληθωρισμό, καθώς και της επιβράδυνσης 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.

Το νομισματικό μέγεθος M3 αυξήθηκε στη διάρκεια του 2003 με επιταχυνόμενο ρυθμό (ο οποίος όμως ήταν γενικά χαμηλότερος από ότι στη ζώνη του ευρώ). Η υποχώρηση των επιτοκίων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στην Ελλάδα (όπως και στη ζώνη του ευρώ) καθώς και η χρηματιστηριακή αβεβαιότητα στις αρχές

του 2003 συνέβαλαν στην ανακατανομή των αποταμιευτικών κεφαλαίων στις επιμέρους συνιστώσες, με αποτέλεσμα να καταγραφούν διαφορετικές τάσεις.

Έτσι, οι καταθέσεις με μεγαλύτερη διάρκεια και οι τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς, ενώ αντίθετα οι τοποθετήσεις σε γερós παρουσίασαν σημαντική μείωση. Οι κατηγορίες των καταθέσεων που, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, περιλαμβάνονται στο M3 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<sup>28</sup>.

Τα τραπεζικά επιτόκια κινήθηκαν γενικώς πτωτικά στη διάρκεια του 2003, ακολουθώντας την πορεία των επιτοκίων στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ, καθώς τα τελευταία προσαρμόστηκαν προς νέα χαμηλότερα επίπεδα μετά τη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003 (συνολικά κατά 75 μονάδες βάσης). Τα επιτόκια χορηγήσεων, όπως άλλωστε και τα επιτόκια καταθέσεων, εξακολουθούν να διαφέρουν μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Στην Ελλάδα παραμένουν σε υψηλότερο επίπεδο από ότι κατά μέσον όρο τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, παρά τη συνεχιζόμενη σύγκλισή τους προς τα τελευταία. Οι μεγαλύτερες αποκλίσεις παρατηρούνται 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 είναι μικρότερη της μίας εκατοστιαίας μονάδας, αν και παρουσίασε ανοδική πορεία από την αρχή του 2003.

---

<sup>28</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, 2003, "Έκθεση του Διοικητή", Αθήνα

## Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2004)

Μετά τον ικανοποιητικό ρυθμό ανάπτυξης που σημείωσε η ελληνική οικονομία το 2003 (4,7%), η οικονομική δραστηριότητα άρχισε να επιβραδύνεται από το δεύτερο εξάμηνο του 2004 και ο μέσος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 4,2%. Στην άνοδο του ΑΕΠ το 2004 συνέβαλαν, από την πλευρά της ζήτησης, οι ευνοϊκές νομισματικές συνθήκες, οι δημοσιονομικές εξελίξεις<sup>29</sup> και το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή 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<sup>30</sup> 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.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 ενισχύθηκε σημαντικά κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2004. Η εξέλιξη αυτή του M3 στην Ελλάδα και την ζώνη του ευρώ επηρεάστηκε από το ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων (και επομένως το σχετικά μικρό κόστος ευκαιρίας που συνεπάγεται η διακράτηση χρήματος), το οποίο έστρεψε την προτίμηση των αποταμιευτών σε ρευστές τοποθετήσεις. Στην Ελλάδα όμως, ο μεγαλύτερος ρυθμός ανόδου του M3 επηρεάστηκε και από τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, αλλά και το διαφορετικό (σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ) βαθμό υποκατάστασης στοιχείων εκτός του M3 με στοιχεία του M3. Επιπλέον όμως, η συνολική πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα

---

<sup>29</sup> Οι δημοσιονομικές εξελίξεις ήταν ως ένα μεγάλο βαθμό απόρροια της διεξαγωγής των Ολυμπιακών αγώνων από τη χώρα μας

<sup>30</sup> Δηλαδή, το επίπεδο της τρέχουσας παραγωγής υπερέβαινε το επίπεδο της “δυναμικής”

ενισχύθηκε σημαντικά, καθώς οι δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης ήταν κατά πολύ υψηλότερες το 2004 από ότι το 2003<sup>31</sup>.

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.

## **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2005)**

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

---

<sup>31</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, “Εκθεση του Διοικητή 2004”, Αθήνα.

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 ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 περιορίστηκε σημαντικά κατά το 2005 και διαμορφώθηκε από τα μέσα του έτους (για πρώτη φορά στη διετία 2004-2005) σε χαμηλότερο επίπεδο από εκείνον του αντίστοιχου μεγέθους της ζώνης του ευρώ. Ο κυριότερος λόγος της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου του ελληνικού M3 ήταν η μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία του M3 προς τοποθετήσεις εκτός M3 (κυρίως σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού), ενώ σε μικρότερο βαθμό την εξέλιξη αυτή επηρέασε ο χαμηλότερος, σε σχέση με το 2004, ρυθμός αύξησης του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος σε τρέχουσες τιμές (που προσδιορίζει τη ζήτηση χρήματος για συναλλαγές).

Όσον αφορά τον ετήσιο ρυθμό αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια NXI παρουσίασε σημαντική επιτάχυνση το 2005. Οι μεταβολές των επιτοκίων των τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα ήταν μικρού μεγέθους κατά το 2005.

Τα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά (καταναλωτικών και στεγαστικών) μειώθηκαν κατά το 2005, ενώ τα επιτόκια των νέων επιχειρηματικών δανείων σε ορισμένες κατηγορίες αυξήθηκαν και σε άλλες παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, “Έκθεση του Διοικητή 2005”, Αθήνα

## **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2006)**

Η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) άλλαξε. 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.

Η Ελληνική οικονομία εξακολούθησε το 2006 να αναπτύσσεται με υψηλό ρυθμό, που έφθασε το 4,3%. Στους υψηλούς ρυθμούς ανόδου του ΑΕΠ τη δεκαετία 1997-2006 συνέβαλαν κυρίως η άνοδος της εγχώριας ζήτησης και η ενίσχυση της παραγωγικής ικανότητας της οικονομίας μέσω επενδύσεων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη δεκαετία του 1990 και στη συνέχεια η συμμετοχή της χώρας στη ζώνη του ευρώ οδήγησαν σε μεγάλη μείωση του κόστους δανεισμού, σε ταχεία επέκταση των πιστώσεων και τελικά σε άνοδο των επενδύσεων και της κατανάλωσης.

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.

Η αύξηση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος δεν ανέκοψε την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος M3. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του



M3 παρουσίασε επιτάχυνση στη διάρκεια του 2006. Από το δεύτερο τρίμηνο του 2006 ο ρυθμός αυτός υπερβαίνει εκείνον του αντίστοιχου μεγέθους της ζώνης του ευρώ. Ο κύριος παράγοντας μεταβολής του M3 ήταν η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Επίσης, παρατηρήθηκε μετατόπιση κεφαλαίων από τοποθετήσεις εκτός M3 (όπως μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3 (ιδίως προς καταθέσεις προθεσμίας έως δύο έτη) και εντός του M3, καθώς οι αποταμιευτές στράφηκαν από τις καταθέσεις με μεγάλο βαθμό ρευστότητας (όπως π.χ. καταθέσεις ταμειυτηρίου) προς τις καταθέσεις προθεσμίας έως δύο ετών, το επιτόκιο των οποίων αυξήθηκε πολύ περισσότερο<sup>33</sup>.

Τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα παρουσίασαν αυξητικές τάσεις το 2006, καθώς επηρεάστηκαν από τη σταδιακή αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία είχε αρχίσει από το Δεκέμβριο του 2005. Αύξηση σημείωσαν και τα επιτόκια στις περισσότερες κατηγορίες των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα, ακολουθώντας και αυτά σε σημαντικό βαθμό την πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Σε χαμηλότερα επίπεδα από τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ διαμορφώθηκαν επίσης τα επιτόκια στις δύο σημαντικότερες κατηγορίες στεγαστικών δανείων (δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος και δάνεια με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη), αντανακλώντας είτε μείωση των Ελληνικών επιτοκίων είτε αύξησή τους μικρότερη από εκείνη των αντίστοιχων επιτοκίων της ζώνης του ευρώ. Από τις εξελίξεις αυτές προκύπτει ότι γενικά τα επιτόκια στην Ελλάδα συγκλίνουν περαιτέρω προς τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ. Εντούτοις, το περιθώριο επιτοκίου παραμένει ακόμη υψηλότερο στην Ελλάδα από ότι στη ζώνη του ευρώ, αντανακλώντας την επίδραση ορισμένων παραγόντων σ' αυτούς περιλαμβάνεται και η διαφορετική σύνθεση τόσο των καταθέσεων όσο και των δανείων στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ.

---

<sup>33</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, “Νομισματική πολιτική 2006”, Αθήνα

## Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2007)

Η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος κατέστη σταδιακά λιγότερο διευκολυντική από τα τέλη του 2005. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε προοδευτικά μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Δεκεμβρίου του 2006 τα βασικά επιτόκια, συνολικά κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα, ενώ το 2007 αποφάσισε να αυξήσει εκ νέου τα βασικά επιτόκια στις 8 Μαρτίου και στις 6 Ιουνίου, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά. Έτσι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε στο 4% τον Ιούνιο του 2007<sup>34</sup>.

Οι ανωτέρω αυξήσεις στα βασικά επιτόκια το πρώτο εξάμηνο του 2007 κρίθηκαν αναγκαίες με βάση την οικονομική και νομισματική ανάλυση που προέβλεπε ότι οι πληθωριστικοί κίνδυνοι ενισχύονταν. Η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή άρχισε να ασκεί ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια στις αγορές χρήματος των ανεπτυγμένων οικονομιών, ενώ πλήθαιναν οι ενδείξεις ότι οι επισφάλειες στα στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ θα επηρέαζαν τα αποτελέσματα των πιστωτικών ιδρυμάτων σε όλο τον κόσμο. Επίσης, ο ρυθμός αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων επιταχύνθηκε σημαντικά, ενώ τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη εξακολούθησαν να εμφανίζουν μεγάλη αύξηση. 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<sup>35</sup>.

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

---

<sup>34</sup> Έναντι του ιστορικά χαμηλού 2% που ίσχυε πριν από την έναρξη της παρούσας φάσης αύξησης των επιτοκίων, δηλ. την περίοδο από τον Ιούνιο του 2003 έως και το Νοέμβριο του 2005.

<sup>35</sup> Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, “Ετήσια έκθεση 2007”.

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.

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.

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.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του μεγέθους Μ3 επιταχύνθηκε περαιτέρω το 2007 και το τέταρτο τρίμηνο διαμορφώθηκε σε 14,7%, έναντι 10,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2006. Έτσι, συνεχίστηκε με εντονότερο ρυθμό η μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός του Μ3 προς στοιχεία που περιλαμβάνονται στο Μ3, καθώς οι επενδυτές προτίμησαν τις ανωτέρω τοποθετήσεις, οι οποίες χαρακτηρίζονταν από ελκυστικότερο συνδυασμό απόδοσης, ρευστότητας και ασφάλειας. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Ελληνικού Μ3 συνέχισε να κινείται σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο του αντίστοιχου μεγέθους 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 σύνολου 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.

## **Νομισματικές εξελίξεις, αγορές χρήματος και πιστώσεων στην Ελλάδα της ζώνης του ευρώ (2008)**

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας το τρέχον έτος προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει ελαφρά από το υψηλό επίπεδο του 2007, αλλά θα εξακολουθήσει να υπερβαίνει σημαντικά το ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ. Η Τράπεζα της Ελλάδος προβλέπει ότι το ΑΕΠ θα αυξηθεί με ρυθμό γύρω στο 3,7% το 2008, έναντι περίπου 4% το 2007 και 4,3% κατά μέσον όρο την επταετία 2001 -2007. Η πρόβλεψη αυτή λαμβάνει υπόψη, μεταξύ άλλων, ότι το 2008 οι συνθήκες χρηματοδότησης, παρά την αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ μέχρι σήμερα και την αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, θα εξακολουθήσουν να στηρίζουν την ανάπτυξη, ενώ η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής θα είναι περιοριστική. Ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να επιβραδυνθεί ελαφρά στο 3,0%, αλλά θα εξακολουθήσει να είναι βασικός προωθητικός παράγοντας της εγχώριας ζήτησης.

Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα είναι υψηλότερος από ότι πέρυσι. Αυτή η αναμενόμενη εξέλιξη αντανακλά κυρίως την προβλεπόμενη αύξηση της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (κατά 10-13,5% το 2008, θα ασκήσει στο γενικό επίπεδο των τιμών, και θα διαμορφωθούν γύρω στους αντίστοιχους μέσους

όρους της επταετίας 2001-2007 (οι οποίοι ήταν υψηλότεροι από τα αντίστοιχα μεγέθη στη ζώνη του ευρώ). Ο υψηλός ρυθμός ανόδου της εγχώριας ζήτησης, η περαιτέρω απόλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές λόγω του σχετικά υψηλού πληθωρισμού, καθώς και η αύξηση της τιμής του αργού πετρελαίου, ενδέχεται να συμβάλουν σε περαιτέρω διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστού του ΑΕΠ το 2008 από το ήδη εξαιρετικά υψηλό επίπεδο του προηγούμενου έτους. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο εκτιμάται ότι τελικά έφθασε περίπου το 14% του αναθεωρημένου ΑΕΠ το 2007, ενδέχεται να αυξηθεί περαιτέρω το 2008.

Το πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης την τρέχουσα δεκαετία έχει βασιστεί, σε σημαντικό βαθμό, σε άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης η οποία κατά μεγάλο μέρος στηρίχθηκε στη συνεχή αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών και τη συνακόλουθη διαμόρφωση της ιδιωτικής αποταμίευσης σε πολύ χαμηλό επίπεδο. Καθώς όμως οι υψηλοί ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης που στηρίζουν την ιδιωτική κατανάλωση (και τις επενδύσεις σε κατοικίες) θα εξακολουθήσουν να μειώνονται σταδιακά, ο συνολικός δανεισμός των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ (ο οποίος παραμένει χαμηλότερος από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ) θα αυξάνεται με πολύ βραδύ ρυθμό ή θα τείνει να σταθεροποιηθεί. Η επιβράδυνση μάλιστα θα μπορούσε να είναι πιο απότομη σε περίπτωση δυσμενών μεταβολών των όρων τραπεζικού δανεισμού ή των συνθηκών στην αγορά ακινήτων. Συνεπώς, η στήριξη, σε σημαντικό βαθμό, της οικονομικής ανάπτυξης στο δανεισμό (που συνεπάγεται χαμηλό επίπεδο αποταμίευσης των νοικοκυριών) δεν διασφαλίζει τις μακροχρόνιες αναπτυξιακές προοπτικές της Ελληνικής οικονομίας.

## **ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ**

# **ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ, ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ**

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

---

## ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

### 1.1 Η αρχή του ΕΣΚΤ

Η συνθήκη της Ρώμης (25 Μαρτίου 1957), δεν προέβλεπε τη νομισματική ενοποίηση της Ευρώπης με συγκεκριμένο περιεχόμενο και οργάνωση. Αποβλέποντας όμως στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της Κοινής Αγοράς, έθεσε τις πρώτες βάσεις και την εμπλοκή της στον τομέα της μακροοικονομικής και ιδιαίτερα της Νομισματικής πολιτικής.

Στη Σύνοδο της Χάγης το 1969, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων, συμφώνησαν κατ' αρχήν στη δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Επικεφαλής της ομάδας εργασίας που θα συνέτασσε την έκθεση για την εγκαθίδρυση της Ο.Ν.Ε., ήταν ο πρωθυπουργός του Λουξεμβούργου Werner. Η τελική έκθεση της Ομάδας Werner, εγκρίθηκε από το Συμβούλιο το Φεβρουάριο του 1971, προτείνοντας την δημιουργία της Νομισματικής Ένωσης σε τρία στάδια.

Η δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης κατέστη δυνατή τον Μάρτιο του 1971 όταν τα κράτη μέλη, σε πλήρη συμφωνία αποφάσισαν να δημιουργήσουν ένα κοινοτικό σύστημα του οποίου τελικός στόχος ήταν ο αμετάκλητος καθορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η κατάργηση των περιθωρίων διακύμανσης και η ελεύθερη κυκλοφορία εμπορευμάτων, υπηρεσιών, προσώπων και κεφαλαίων.

Η αρχή της δεκαετίας του 1970 χαρακτηρίζεται από σημαντική νομισματική αστάθεια, με διακυμάνσεις των νομισμάτων τέτοιας έκτασης που δημιουργούσαν σοβαρά προβλήματα στην λειτουργία του ενδοκοινοτικού εμπορίου. Προκειμένου να περιοριστούν οι διακυμάνσεις αυτές, το Συμβούλιο Υπουργών της Κοινότητας ζήτησε απ' τις νομισματικές αρχές των χωρών - μελών να ακολουθήσουν το περιθώριο διακύμανσης των νομισμάτων τους  $\pm 2,25\%$ , σε σχέση με το Αμερικάνικο δολάριο, και ακόμη να περιορίσουν το μέγεθος των διακυμάνσεων

μεταξύ των αντίστοιχων νομισμάτων. Έτσι δημιουργήθηκε το λεγόμενο “Ευρωπαϊκό Φίδι” που εκφράζει κοινό όριο διακύμανσης. Το “Φίδι μέσα στο τούνελ του δολαρίου”, αποτελούνταν από Κοινοτικά νομίσματα που όλα μαζί ισχυρότερα και ασθενέστερα, θα κινούνταν σε ζώνες με εύρος διακύμανσης  $\pm 2,25\%$  έναντι του δολαρίου αλλά και μεταξύ τους.

Από το 1973 το “τούνελ του δολαρίου” καταργήθηκε. Τα διάφορα νομίσματα της Κοινότητας εγκατέλειπαν και επέστρεφαν στο σύστημα με αρκετή συχνότητα, γεγονός που αποτελούσε σοβαρό εμπόδιο τόσο στη διασφάλιση του επιπέδου οικονομικής ολοκλήρωσης που είχε επιτευχθεί, όσο και στην πραγματοποίηση πρόσθετης προόδου στον τομέα αυτόν.

Για το σκοπό αυτό, η δημιουργία μιας ζώνης νομισματικής σταθερότητας στον Ευρωπαϊκό χώρο, αποτελούσε μια βασική προϋπόθεση. Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος Ε.Ν.Σ. (European Monetary System E.M.S.) που τέθηκε σε ισχύ το Μάρτιο του 1979 εξυπηρετούσε αυτήν ακριβώς την αναγκαιότητα, να επιτύχει τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, μέσω της στενότερης συνεργασίας στον τομέα της νομισματικής πολιτικής. Τα δύο πλέον σημαντικά στοιχεία του Ε.Ν.Σ., είναι ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών Μ.Σ.Ι. (Exchange Rate Mechanism E.R.M.) και η Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα Ε.Σ.Υ. (European Currency Unit).

Οι χώρες που συμμετέχουν στο Μ.Σ.Ι., αποφασίζουν ένα επίσημο δίκτυο αμοιβαία σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αποφασίζουν δηλαδή, μια επίσημη συναλλαγματική ισοτιμία (κεντρική ισοτιμία) για κάθε νόμισμα, σε σχέση με τα άλλα νομίσματα και την ΕΣΥ, καθώς και μια ζώνη γύρω από την οποία οι κεντρικές αυτές ισοτιμίες μπορούν ελεύθερα να κυμαίνονται. Τα περιθώρια διακύμανσης της ζώνης αυτής (στενή ζώνη), με τα νομίσματα των χωρών που συμμετέχουν στο Μ.Σ.Ι. τέθηκαν στο  $\pm 2,25\%$ . Μέσα στα περιθώρια αυτά, θα κυμαίνονται οι κεντρικές ισοτιμίες των περισσότερων χωρών που συμμετέχουν στο Μ.Σ.Ι.

Μετά τις ισχυρές κερδοσκοπικές επιθέσεις τον Αύγουστο του 1993, σχεδόν όλες οι ζώνες του Ε.Ν.Σ. διευρύνθηκαν στο  $\pm 15\%$ . Όταν η διακύμανση της ισοτιμίας ενός νομίσματος σε σχέση με κάποιο άλλο, τείνει να φθάσει το ανώτατο ή το κατώτατο όριο διακύμανσης της ζώνης, απαιτείται υποχρεωτικά η παρέμβαση σε ένα απ' τα δύο εθνικά νομίσματα της μιας Κεντρικής Τράπεζας.



Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, το άλλο σημαντικό στοιχείο του Ε.Ν.Σ. είναι η Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (Ε.Σ.Υ.), η οποία κατέχει κεντρικό ρόλο σ' αυτό και εκφράζει την ανάγκη δημιουργίας ενός Ευρωπαϊκού Νομίσματος. Η Ε.Σ.Υ. ορίζεται σαν ένα “καλάθι” νομισμάτων τα οποία συμμετέχουν στο ΕΝΣ - ομάδα ευρύτερη απ' το ΜΣΙ - και αντανακλά με τον τρόπο αυτό τη νομισματική ταυτότητα της Ευρώπης.

Τα νομίσματα των κρατών μελών συμμετέχουν με καθορισμένες αναλογίες στη διαμόρφωση μιας Ε.Σ.Υ., ενώ το “καλάθι” αυτό είναι έτοιμο να δεχθεί τα νομίσματα των νέων κρατών - μελών που εντάσσονται στην Ένωση. Το “μερίδιο” και το μέγεθος συμβολής του κάθε νομίσματος για τη διαμόρφωση της Ε.Σ.Υ., καθορίζεται σύμφωνα με ορισμένα κριτήρια, όπως η οικονομική σημασία της χώρας μέλους με βάση το Α.Ε.Π., το μερίδιό της στο ενδοκοινοτικό εμπόριο και την ποσοστιαία συμμετοχή στο σύστημα βραχυχρόνιας νομισματικής στήριξης. Το “βάρος” του κάθε νομίσματος μπορεί να αλλάζει κάθε πέντε χρόνια.

Αξιολογώντας σε γενικές γραμμές το Ε.Ν.Σ., μπορούμε να πούμε πως συνέβαλλε ικανοποιητικά στη σταθερότητα των ισοτιμιών, στην αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής, στην ενίσχυση και την διευκόλυνση του ενδοκοινοτικού εμπορίου και το αντιπληθωριστικό οικονομικό περιβάλλον. Επιτυγχάνοντας σε ικανοποιητικό βαθμό τους πλέον σημαντικούς στόχους του, αποτέλεσε ένα μεγάλο και καθοριστικό βήμα στη συνέχιση της πορείας προς τη νομισματική ολοκλήρωση της Ευρώπης.

Αν και το ΕΝΣ αποτέλεσε μια επιτυχημένη προσπάθεια συντονισμού των νομισματικών πολιτικών, οι δυνατότητες του στην αύξηση σύγκλισης των οικονομικών και δημοσιονομικών πολιτικών ήταν περιορισμένες καθώς ορισμένα από τα συμμετέχοντα μέλη αντιμετώπιζαν συνεχώς υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα.

Οι προσπάθειες των κρατών μελών στην οικονομική και νομισματική ένωση συνεχίστηκαν με την υπογραφή της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης η οποία τέθηκε σε ισχύ τον Ιούλιο του 1987 και καθόρισε έναν επιπλέον στόχο για την κοινότητα. Ο στόχος αυτός ήταν η δημιουργία μιας Ενιαίας Αγοράς χωρίς εσωτερικά σύνορα η οποία θα μπορούσε να συνεισφέρει σημαντικά στις εθνικές οικονομίες.

Το όραμα ενός ενιαίου νομίσματος σταδιακά γινόταν πραγματικότητα και τον Ιούνιο του 1988 επιβεβαιώνεται με την σύσταση μιας επιτροπής υπό την

προεδρία του Jaques Delors της οποίας έργο ήταν ο προσδιορισμός συγκεκριμένων σταδίων που θα οδηγούσαν στην ΟΝΕ.

Αποτέλεσμα των εργασιών της επιτροπής αυτής ήταν η “Έκθεση Delors” στις 17 Απριλίου του 1989, η οποία για πρακτικούς και ουσιαστικούς λόγους καθόρισε τρία στάδια για την επίτευξη της οικονομικής και νομισματικής ένωσης. 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. Τα στάδια αυτά είναι τα εξής:

1. *1<sup>η</sup> Ιουλίου 1990 – 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 1993*: Επίκεντρο του πρώτου σταδίου θα ήταν η ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς, ο περιορισμός των αποκλίσεων μεταξύ των οικονομικών πολιτικών των κρατών - μελών, καθώς και η κατάργηση όλων των εμποδίων για την νομισματική ενοποίηση.
2. *1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1994 – 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 1998*: Το δεύτερο στάδιο ήταν ουσιαστικά μια μεταβατική περίοδος προς το τελικό στάδιο και αφορούσε την προετοιμασία των βασικών οργάνων και την οργανωτική δομή της ΟΝΕ.
3. *1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999*: Στο τρίτο στάδιο θα γινόταν ανάθεση των νομισματικών και οικονομικών αρμοδιοτήτων στα διάφορα όργανα και τους οργανισμούς της κοινότητας. Σε αυτό το στάδιο θα πραγματοποιείτο ο αμετάκλητος καθορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

## **1.2 Έναρξη εργασιών για την υλοποίηση της ΟΝΕ**

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.

Το πρώτο στάδιο (το οποίο ήδη είχε αρχίσει την 1η Ιουλίου 1990, πριν από την υπογραφή της Συνθήκης), οι χώρες-μέλη του ΕΝΣ κατήργησαν όλους 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 Δεκέμβριο 1993, υπήρχε δυνατότητα επανευθυγραμμίσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Το δεύτερο στάδιο ξεκίνησε την 1η Ιανουαρίου 1994. Δημιουργήθηκε ένας νέος θεσμός, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ινστιτούτο (ENI) το οποίο συστήθηκε ως μεταβατικό όργανο για την διεκπεραίωση του προπαρασκευαστικού έργου για το τρίτο στάδιο της ONE. Αυτό λειτούργησε μόνο κατά το δεύτερο στάδιο και κατά μία έννοια ήταν ο προπομπός τη Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Οι λειτουργίες του ήταν περιορισμένες και αποσκοπούσαν κυρίως στην ενδυνάμωση της νομισματικής συνεργασίας ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες των διαφόρων χωρών. Τα κύρια καθήκοντα του ENI ήταν:

1. Η ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών.
2. Η διεκπεραίωση των απαραίτητων προετοιμασιών για την ίδρυση του ΕΣΚΤ, την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και τη δημιουργία ενιαίου νομίσματος στο τρίτο στάδιο της ONE. Επίσης, προώθησε εναρμονισμένες μεθόδους για την συλλογή, επεξεργασία και διανομή στατιστικών στοιχείων για τη ζώνη του ευρώ που αφορούσαν το ισοζύγιο πληρωμών καθώς και άλλα νομισματικά, τραπεζικά και χρηματοοικονομικά στοιχεία.

Παράλληλα οι εθνικές αρχές ασκούσαν ακόμα κατ' αποκλειστική αρμοδιότητα την νομισματική και συναλλαγματική πολιτική.

Στην αρχή του τρίτου και τελευταίου σταδίου, τον Ιανουάριο του 1999 οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ανάμεσα στα εθνικά νομίσματα καθορίστηκαν αμετάκλητα.

Τον Ιούνιο του 1998 ιδρύεται η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα η οποία κληρονόμησε ολοκληρωτικά το έργο του ENI καθώς και το σύνολο υποδομής του. Το γεγονός αυτό βοήθησε την ΕΚΤ ώστε να καταστήσει λειτουργικό το Ευρωσύστημα εγκαίρως για την έναρξη του Τρίτου Σταδίου . Με την έναρξη λειτουργίας της ΕΚΤ εκδόθηκε το ευρώ.

Η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος αποφασίστηκε ομόφωνα από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τον Μάιο του 1998, για 11 κράτη μέλη που

πληρούσαν τις απαραίτητες προϋποθέσεις. Οι χώρες αυτές ήταν το Βέλγιο, Γερμανία, Ισπανία, Γαλλία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Αυστρία, Πορτογαλία και Φινλανδία. 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:

1. Από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999 έως την 31<sup>η</sup> 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<sup>36</sup>. 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.
2. Στο διάστημα από 1<sup>ης</sup> Ιανουαρίου μέχρι 1<sup>ης</sup> 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.
3. 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.

### **1.3 Κριτήρια συμμετοχής κράτους - μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ**

Η μετάβαση προς το τελικό στάδιο της νομισματικής ένωσης θα υλοποιούνταν κάτω από σειρά “κριτηρίων σύγκλισης”. Μια χώρα μπορεί να ενταχθεί στην ένωση αν:

---

<sup>36</sup> Να σημειωθεί ότι στη διάρκεια αυτής της περιόδου το ευρώ δεν υφίσταται με τη μορφή τραπεζογραμματίων και κερμάτων

1. Το ύψος του πληθωρισμού της δεν υπερβαίνει κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 1,5% το μέσο όρο των τριών χαμηλότερων επιπέδων πληθωρισμού σε χώρες-μέλη του ΕΝΣ.
2. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια δεν υπερβαίνουν κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 2% το μέσο όρο των αντίστοιχων επιτοκίων στις χώρες-μέλη με τα τρία χαμηλότερα επίπεδα πληθωρισμού.
3. Έχει ενταχθεί στο μηχανισμό συναλλαγματικής ισοτιμίας του ΕΝΣ και δεν έχει προβεί σε υποτίμηση μέσα στα δύο χρόνια πριν από την ένταξη της στην Ένωση.
4. Το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού δεν υπερβαίνει κατά ποσοστό υψηλότερο του 3% του ΑΕΠ της<sup>37</sup>.
5. Το δημόσιο χρέος της δεν υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ<sup>38</sup>

Το Μάιο του 1998 η Ελλάδα δεν ικανοποιούσε τα κριτήρια αυτά, όμως τα ικανοποίησε αργότερα με αποτέλεσμα να ενταχθεί κι αυτή πριν από το 2002. Γενικότερα, η ικανοποίηση των κριτηρίων σύγκλισης απαιτεί όχι μόνο αυστηρούς στόχους και αδιάκοπη προσπάθεια μεγιστοποίησης της μακροπρόθεσμης αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής, αλλά και σχεδιασμό δράσης ώστε να αντιμετωπιστούν τυχόν δυσμενείς εξελίξεις<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> σε τέτοια περίπτωση, πρέπει να σημειώνει συνεχή και ουσιαστική μείωση και να πλησιάζει στο όριο, το 3%, ή, εναλλακτικά, η απόκλιση από το ύψος αναφοράς (3%) πρέπει να γίνεται σε εξαιρετικές περιπτώσεις και προσωρινά και να παραμένει κοντά στην τιμή αναφοράς

<sup>38</sup> αν το υπερβαίνει πρέπει να μειώνεται επαρκώς και να προσεγγίζει το ύψος αναφοράς (60% με ικανοποιητικό ρυθμό)

<sup>39</sup> Χαρδούβελης Γ., 1998, "ΟΝΕ, πόσο δύσκολη η επίτευξη των κριτηρίων εισόδου για την Ελλάδα", Δελτίο Δ' τριμήνου, ΕΕΤ.

## 1.4 Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Ευρωσύστημα

Μετά την εισαγωγή του Ευρώ ως ενιαίο νόμισμα, τα κράτη μέλη της ΕΕ που εντάχθηκαν στην Νομισματική Ένωση δεν είχαν πλέον κυριαρχική αρμοδιότητα όσον αφορά την νομισματική πολιτική τους. Τον ρόλο αυτό πλέον αναλαμβάνει το ΕΣΚΤ, το οποίο όμως λόγω έλλειψης δικής του νομισματικής προσωπικότητας έχει ως πυρήνες την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ. Καθώς το ΕΣΚΤ περιλαμβάνει και τις ΕθνΚΤ των χωρών οι οποίες δεν έχουν υιοθετήσει το Ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο του ΕΣΚΤ αποφάσισε τον Νοέμβρη του 1998 να υιοθετήσει τον όρο Ευρωσύστημα ο οποίος θα αναφέρεται στα κράτη μέλη που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Ενώ θα μπορούσε να αναρωτηθεί κανείς γιατί δεν δημιουργήθηκε μια ενιαία κεντρική τράπεζα για την εκτέλεση των καθηκόντων της κεντρικής τράπεζας, αλλά ένα σύστημα κεντρικών τραπεζών, την απάντηση σε αυτό την δίνουν πολιτικοί και οικονομικοί λόγοι:

1. Για πολιτικούς λόγους δεν έγινε δεκτή η συγκέντρωση των λειτουργιών και εργασιών των κεντρικών τραπεζών σε μια ενιαία κεντρική τράπεζα.
2. Οι ΕθνΚΤ διαθέτουν εμπειρία και εξειδικευμένη γνώση, στοιχεία τα οποία είναι απαραίτητα κατά την προσέγγιση του Ευρωσυστήματος.
3. Καθώς η ζώνη του Ευρώ καλύπτει μια αρκετά μεγάλη γεωγραφική περιοχή, η πρόσβαση των πιστωτικών ιδρυμάτων θα γινόταν αρκετά δύσκολη εάν υπήρχε ένα και μόνο σημείο άσκησης δραστηριοτήτων κεντρικής τράπεζας.

Ωστόσο, οι ΕθνΚΤ της Ευρωζώνης πλέον έχουν ως βασική αρμοδιότητα την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

### 1.4.1 Στόχοι του ΕΣΚΤ

Το ΕΣΚΤ έχει σαν πρωταρχικό στόχο την συμβολή στην υλοποίηση των στόχων της Κοινότητας και ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό. Στα πλαίσια του στόχου αυτού και με την επιφύλαξη του, το ΕΣΚΤ έχει ως πρωταρχικό σκοπό την διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Τον Οκτώβρη του 1998 το ΔΣ της ΕΚΤ έδωσε τον παρακάτω ορισμό για την σταθερότητα των τιμών: “Σταθερότητα των τιμών είναι η ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη τιμών του καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για την ζώνη του Ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%”, προσθέτοντας ότι, “η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα”.

Συντρέχουν βασικοί λόγοι για τους οποίους η Συνθήκη των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων ανέθεσε την διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στο ΕΣΚΤ των οποίων ο πιο σημαντικός είναι ο παρακάτω: Με την διαρκή διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, η νομισματική πολιτική μπορεί να συνεισφέρει στο μέγιστο βαθμό όσον αφορά την άνοδο του βιοτικού επιπέδου των πολιτών. Με αυτόν τον τρόπο μια νομισματική πολιτική προσανατολισμένη στην σταθερότητα των τιμών δημιουργεί ένα σταθερό περιβάλλον για την εφαρμογή άλλων πολιτικών με τον καλύτερο αποτελεσματικό τρόπο.

### 1.4.2 Βασικά καθήκοντα του ΕΣΚΤ

Σύμφωνα με το καταστατικό του ΕΣΚΤ τα βασικά καθήκοντά του είναι:

1. Η χάραξη και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στην ζώνη του Ευρώ. Η ικανότητα του ΕΣΚΤ να χαράζει και να εφαρμόζει μια ενιαία νομισματική πολιτική εξασφαλίζεται από τον πλήρη έλεγχο που η ίδια ασκεί επί της νομισματικής βάσης.
2. Η διενέργεια των πράξεων συναλλάγματος, η οποία αποτελεί σημαντική λειτουργία της άσκησης νομισματικής πολιτικής. Οι πράξεις συναλλάγματος επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και την

ρευστότητα, οι οποίες αποτελούν καθοριστικές μεταβλητές της νομισματικής πολιτικής.

3. Η κατοχή και η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών<sup>40</sup>

4. Η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμής. Η ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμής είναι ύψιστης σημασίας για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής άλλα και για το σύνολο της οικονομίας.

5. Η έκδοση τραπεζογραμματίων Ευρώ: Το αποκλειστικό δικαίωμα να εγκρίνει την έκδοση τραπεζογραμματίων ευρώ εντός της ζώνης του Ευρώ το διαθέτει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

6. Η συλλογή των στατιστικών στοιχείων που απαιτούνται για την εκπλήρωση των καθηκόντων του Ευρωσυστήματος.

Πέρα από τα βασικά καθήκοντα, το ΕΣΚΤ έχει ως επιπλέον αρμοδιότητα την ομαλή άσκηση πολιτικών που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος<sup>41</sup> και την εκτέλεση των λειτουργιών του ENI, καθώς δεν έχουν υιοθετήσει όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ το ευρώ. Τα δύο βασικά καθήκοντα που ανέλαβε η ΕΚΤ από το ENI είναι:

1. Η ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ του Ευρωσυστήματος και των ΕθνΚΤ εκτός ζώνης του Ευρώ.

2. Η ολοκλήρωση των απαραίτητων προετοιμασιών για την συμμετοχή των ΕθνΚΤ των νέων κρατών μελών στο ΕΣΚΤ και την τελική ένταξή τους στο Ευρωσύστημα.

---

<sup>40</sup> Το καθήκον της διατήρησης και διαχείρισης των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων της ζώνης του Ευρώ αποτελεί συμπλήρωμα και λογική συνέπεια της αρμοδιότητας του ΕΣΚΤ όσον αφορά την διενέργεια των πράξεων συναλλάγματος

<sup>41</sup> Άρθρο 105, παράγραφος 5, της συνθήκης του ΕΚ



### **1.4.3 Διοικητικά όργανα του ΕΣΚΤ**

Το ΕΣΚΤ διοικείται από τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ τα οποία είναι:

#### **- Το Διοικητικό Συμβούλιο**

Το ΔΣ αποτελεί το βασικό όργανο λήψης αποφάσεων του ΕΣΚΤ και λαμβάνει τις πιο σημαντικές αποφάσεις για το Ευρωσύστημα. Η σύνθεσή του αποτελείται από τους διοικητές των ΕθνΚΤ των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το Ευρώ και από τα έξι μέλη της εκτελεστικής επιτροπής. Και τα δύο μέρη, και τα μέλη της εκτελεστικής επιτροπής και οι διοικητές των ΕθνΚΤ, συμμετέχουν στην διαδικασία λήψης αποφάσεων με τα ίδια δικαιώματα. Οι βασικές αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου είναι:

1. Η λήψη όλων των αποφάσεων, εκτός εκείνων που προορίζονται ρητά για την Εκτελεστική επιτροπή.
2. Είναι αρμόδιο για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής της Ζώνης του Ευρώ. Στα πλαίσια αυτής της αρμοδιότητας, το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει την στρατηγική της νομισματικής πολιτικής, λαμβάνει τις απαραίτητες αποφάσεις όσον αφορά τα επιτόκια της ΕΚΤ και προσδιορίζει το πλαίσιο στο οποίο θα κινούνται οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος κατά την εκτέλεση των πράξεων της νομισματικής πολιτικής.

#### **- Εκτελεστική Επιτροπή**

Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελεί το λειτουργικό όργανο λήψης αποφάσεων που πρέπει να λαμβάνονται σε καθημερινή βάση. Απαρτίζεται από τα έξι μέλη τα οποία είναι πρόσωπα με επαγγελματική πείρα όσον αφορά θέματα νομισματικής πολιτικής και τραπεζικής φύσεως. Οι κύριες αρμοδιότητες της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι:

1. Να προετοιμάζει τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.

2. Να εφαρμόζει την νομισματική πολιτική στην Ζώνη του Ευρώ σύμφωνα με τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, δίνοντας τις απαραίτητες οδηγίες στις ΕθνΚΤ της ζώνης του Ευρώ.
3. Η διαχείριση των καθημερινών εργασιών της ΕΚΤ.
4. Η άσκηση ορισμένων αρμοδιοτήτων κανονιστικής φύσεως που της έχει εκχωρήσει το Διοικητικό Συμβούλιο.

### **-Γενικό Συμβούλιο**

Ο ρόλος του Γενικού Συμβουλίου είναι αυτός του Θεσμικού Συνδέσμου μεταξύ του Ευρωσυστήματος και των Εθν.ΚΤ. Ωστόσο η ύπαρξη του θα υφίσταται έως ότου όλα τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης εισαχθούν στην Νομισματική Ένωση. Το Γενικό Συμβούλιο αποτελείται από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους διοικητές όλων των ΕθνΚΤ της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η κύρια αρμοδιότητα του είναι η εκτέλεση των καθηκόντων του ΕΝΙ τα οποία καθήκοντα πρέπει να συνεχιστούν να εκτελούνται από την ΕΚΤ στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ καθώς το Ευρώ δεν έχει υιοθετηθεί από όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

---

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

### 2.1. Βασικός στόχος της νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, ο πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, όπως ορίζεται στο άρθρο 105 της Συνθήκης. Ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών έχει μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό, δεδομένου ότι είναι αδύνατον για μια κεντρική τράπεζα να διατηρήσει συγκεκριμένο προκαθορισμένο ρυθμό πληθωρισμού κάθε στιγμή ή να τον επαναφέρει σε επιθυμητό επίπεδο μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα, ενώ είναι δυνατόν να επιτευχθεί κάτι τέτοιο σε μεσοπρόθεσμη βάση.

Ο μεσοπρόθεσμος προσανατολισμός της στρατηγικής της ΕΚΤ για τη νομισματική πολιτική παρέχει επίσης ένα σαφές πλαίσιο για τη διάκριση μεταξύ των προσωρινών καθοδικών αποκλίσεων του μετρούμενου πληθωρισμού από τα επίπεδα που συνάδουν με την σταθερότητα των τιμών και των επίμονων καθοδικών κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών οι οποίοι, αν δεν συγκρατηθούν οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό, μπορεί να προκαλέσουν αποπληθωρισμό.

Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού είναι μια διαδικασία πτώσης των ρυθμών πληθωρισμού (δηλ. επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του γενικότερου επιπέδου των τιμών) που μπορεί ακόμη και να οδηγήσει προσωρινά σε αρνητικό πληθωρισμό. Προκύπτει συχνά από εξελίξεις λόγω εξοικονόμησης κόστους από την πλευρά της προσφοράς. Ενδεικτικά, αναφέρονται έντονες βελτιώσεις της συνολικής παραγωγικότητας που δεν ακολουθούν την αναλογική αύξηση των μισθών, περικοπές των δασμών, κανονιστικές μεταρρυθμίσεις για την ενίσχυση του ανταγωνισμού και βελτιώσεις των όρων εμπορίου που οφείλονται π.χ. στην πτώση των τιμών του πετρελαίου. Οι παράγοντες αυτού του είδους στηρίζουν την οικονομική δραστηριότητα γιατί ενισχύουν το πραγματικό εισόδημα. Ωστόσο, η

βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα των ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού δεν σχετίζεται με αυτήν την εξέλιξη, από πλευράς νομισματικής πολιτικής.

Στόχος του μεσοπρόθεσμου προσανατολισμού της στρατηγικής της ΕΚΤ για τη νομισματική πολιτική είναι να εξασφαλίσει ότι η βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα του πληθωρισμού δεν θα προκαλέσει αστάθεια των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Στη ζώνη του ευρώ, ο στόχος του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ να διατηρεί τον πληθωρισμό κάτω αλλά πλησίον του 2% συγκρατεί τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό συμβάλλοντας στην προστασία από τον αποπληθωρισμό. Κατά την επιδίωξη των σκοπών του το Ευρωσύστημα οφείλει να ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων.

Η σταθερότητα των τιμών προσφέρει τα εξής οφέλη:

1. προσδίδει διαφάνεια στην νομισματική πολιτική,
2. παρέχει ένα σαφές κριτήριο για τους Ευρωπαίους πολίτες με το οποίο η ΕΚΤ καθίσταται υπεύθυνη και
3. παρέχει πληροφορίες στο ευρύ κοινό σχετικά με τις εξελίξεις των τιμών προκειμένου να διαμορφώσουν τις μελλοντικές τους προσδοκίες.

Ο όρος σταθερότητα των τιμών εμπεριέχει και τον πληθωρισμό και τον αντιπληθωρισμό. Ο πληθωρισμός αναφέρεται σε μια γενική αύξηση στις τιμές διάθεσης της κατανάλωσης και μετριέται από έναν δείκτη που έχει εναρμονιστεί σε όλα τα κράτη μέλη της Ε.Ε. και ονομάζεται Εναρμονισμένος Δείκτης των Τιμών Καταναλωτή (HICP). Ο HICP είναι το μέτρο του πληθωρισμού που η Διευθύνουσα Επιτροπή χρησιμοποιεί για να καθορίσει και να αξιολογήσει την σταθερότητα των τιμών στην περιοχή του ευρώ.

Η σταθερότητα των τιμών συμβάλλει στα υψηλά επίπεδα επίτευξης της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης κατά των παρακάτω:

1. Βελτίωση της διαφάνειας του μηχανισμού των τιμών. Με την σταθερότητα των τιμών οι άνθρωποι μπορούν να αναγνωρίσουν τις μεταβολές στις σχετικές τιμές (δηλαδή τις τιμές μεταξύ των διαφορετικών αγαθών), χωρίς σύγχυση από τις γενικές μεταβολές στο γενικό επίπεδο των

τιμών. Οι πληροφορίες αυτές τους βοηθάνε έτσι ώστε να λάβουν τις σωστές αποφάσεις σχετικά με την κατανάλωση και τις επενδύσεις, καθώς και να καταλογίσουν τους πόρους τους αποτελεσματικότερα.

2. Μείωση των ασφάλιστρων του κινδύνου του πληθωρισμού στα επιτόκια. Αυτό μειώνει τα πραγματικά επιτόκια και αυξάνει τα κίνητρα των επενδύσεων.

3. Αποφυγή των μη παραγωγικών επενδύσεων.

4. Μειώνει τις διαστρεβλώσεις του πληθωρισμού ή του αντιπληθωρισμού. Οι διαστρεβλώσεις αυτές μπορούν να έχουν σοβαρό αντίκτυπο στην οικονομία όσων αφορά τον φόρο και τα Εθνικά Συστήματα Ασφαλείας.

5. Παρεμπόδιση της άνισης κατανομής του πλούτου και του εισοδήματος ως αποτέλεσμα του πληθωρισμού ή του αντιπληθωρισμού.

Η ικανότητα της νομισματικής πολιτικής να διασφαλίζει την σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα βασίζεται στην εξάρτηση του τραπεζικού συστήματος από το χρήμα που εκδίδει η κεντρική τράπεζα.

Όσον αφορά την δημιουργία νομισματικής βάσης, το Ευρωσύστημα είναι αποκλειστικά αρμόδιο για αυτό και είναι σε θέση να επιδρά αποφασιστικά στις συνθήκες της χρηματαγοράς και συνεπώς να επηρεάζει τα επιτόκιά της. Αυτή η διαδικασία η οποία ονομάζεται “μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής”, έχει σαν αποτέλεσμα να επηρεαστεί η εξέλιξη των οικονομικών μεταβλητών όπως η παραγωγή και οι τιμές.

Η πολιτική του καθορισμού των βασικών επιτοκίων, όπως αλλιώς ονομάζεται η νομισματική πολιτική, ασκείται από το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), ενώ οι αποφάσεις για την νομισματική πολιτική λαμβάνονται συνήθως στην πρώτη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου κάθε μήνα και κοινοποιούνται στην συνέντευξη Τύπου του Προέδρου της ΕΚΤ. Το Ευρωσύστημα έχει στη διάθεση του ένα σύνολο εργαλείων της νομισματικής πολιτικής προκειμένου να επιτευχθεί ο κύριος στόχος του.

Στα πλαίσια των εργαλείων της νομισματικής πολιτικής η ΕΚΤ:

1. Κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος με την διαχείριση ρευστότητας στην αγορά χρήματος.

2. Σηματοδοτεί τις προθέσεις της νομισματικής πολιτικής της μέσω του καθορισμού των βασικών επιτοκίων

3. Προωθεί την λειτουργική αποδοτικότητα και βοηθά τα πιστωτικά ιδρύματα να ικανοποιήσουν με ομαλό τρόπο τις ανάγκες ρευστότητας.

Η νομισματική πολιτική συνήθως χρειάζεται αρκετό χρόνο για να επηρεάσει τις εξελίξεις στις τιμές, ωστόσο οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι μακροπρόθεσμα μια μεταβολή της ποσότητας χρήματος στην οικονομία (ενώ όλοι οι υπόλοιποι παράγοντες παραμένουν σταθεροί) θα προκαλέσει μεταβολή του γενικού επιπέδου των τιμών και όχι μόνιμες μεταβολές των πραγματικών μεταβλητών όπως η πραγματική μεταβολή ή η ανεργία.

Ενώ, παράγοντες όπως οι διακυμάνσεις της συνολικής ζήτησης, οι τεχνολογικές αλλαγές και οι διαταραχές των τιμών των εμπορευμάτων μπορούν σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο να μεταβάλλουν την εξέλιξη των τιμών. Μεσοπρόθεσμα, οι επιδράσεις τους μπορούν να αντισταθμιστούν ως ένα βαθμό με την προσαρμογή στην ποσότητα χρήματος. Έτσι οι μακροπρόθεσμες τάσεις των τιμών ή του πληθωρισμού μπορούν να ελεγχθούν από την κεντρική τράπεζα.

Συνεπώς, ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής εμπεριέχει ποικίλες οικονομικές αλληλεπιδράσεις και οι κεντρικές τράπεζες έχουν να αντιμετωπίσουν μακροχρόνιες και αβέβαιες καταστάσεις κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Ακόμα μεγαλύτερη αβεβαιότητα έχει να αντιμετωπίσει η ΕΚΤ καθώς είναι αρμόδια για μια πολυεθνική νομισματική ζώνη με πρόσφατο ξεκίνημα το έτος 1999.

## **2.2 Στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ**

Η ΕΚΤ έχει διαμορφώσει τη στρατηγική που θα ακολουθήσει για να καθορίσει τις νομισματικές πολιτικές στη ζώνη του ευρώ και χρησιμοποιεί δυο προοπτικές ανάλυσης (γνωστές ως οι δυο πυλώνες) ως βάση της προσέγγισης της για την οργάνωση, αξιολόγηση και διασταύρωση των πληροφοριών που

σχετίζονται με την εκτίμηση των κινδύνων για την σταθερότητα των τιμών. Οι δύο αναλυτικές αυτές προσεγγίσεις είναι:

### *Οικονομική ανάλυση*

Αξιολογεί τις τρέχουσες οικονομικές και χρηματοοικονομικές εξελίξεις και τις συνέπειες τους για τον πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα έως μεσοπρόθεσμα. Δηλαδή, επικεντρώνεται στους βραχυπρόθεσμους παράγοντες που προσδιορίζουν την εξέλιξη των τιμών. Εξετάζει όλους τους παράγοντες οι οποίοι είναι χρήσιμοι για την αξιολόγηση της πιθανής εξέλιξης των τιμών όσων αφορά την αλληλεπίδραση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και εργασίας.

Η οικονομική ανάλυση λαμβάνει υπόψη την ανάγκη να προσδιορίζονται η φύση των προβλημάτων που πλήττουν την οικονομία, οι επιδράσεις τους στο κόστος και την τιμολογιακή συμπεριφορά, καθώς και οι πιθανότητες εξάπλωσής τους βραχυπρόθεσμα. Προκειμένου να λαμβάνει τις κατάλληλες αποφάσεις το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να έχει μια ολοκληρωμένη εικόνα της οικονομικής κατάστασης που επικρατεί και να γνωρίζει την ιδιαίτερη φύση και το μέγεθος των οικονομικών διαταραχών που απειλούν την σταθερότητα των τιμών.

Η ΕΚΤ εξετάζει τακτικά τις εξελίξεις στις συνολικές συνθήκες παραγωγής, της ζήτησης και της αγοράς εργασίας, ένα ευρύ φάσμα δεικτών τιμών και κόστους, την δημοσιονομική πολιτική και το ισοζύγιο πληρωμών για την ζώνη του ευρώ. Παρακολουθείται επίσης στενά και η εξέλιξη των δεικτών χρηματοπιστωτικών αγορών και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Οι μεταβολές των τιμών των περιουσιακών στοιχείων ενδέχεται να επηρεάσουν την εξέλιξη των τιμών λόγω της εισοδηματικής επίδρασης και της επίδρασης πλούτου. Για παράδειγμα, καθώς ανεβαίνουν οι τιμές των μετοχών, τα νοικοκυριά που διαθέτουν μετοχές γίνονται πλουσιότερα και επιλέγουν ενδεχομένως να καταναλώσουν περισσότερα. Αυτό αυξάνει την καταναλωτική ζήτηση και ενδέχεται να τροφοδοτήσει πληθωριστικές πιέσεις στο εσωτερικό της οικονομίας.

Αντίθετα, εάν οι τιμές των μετοχών υποχωρήσουν, τα νοικοκυριά ενδέχεται να περιορίσουν τις καταναλωτικές δαπάνες. Από τις τιμές των περιουσιακών

στοιχείων και τις χρηματοοικονομικές αποδόσεις προκύπτουν πληροφορίες σχετικά με τις προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών, συμπεριλαμβανομένης της προσδοκώμενης μελλοντικής εξέλιξης των τιμών.

Η ΕΚΤ μπορεί να εξάγει συμπεράσματα από την ανάλυση των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σχετικά με τις έμμεσες προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές εξελίξεις.

Ένας άλλος παράγοντας που αξιολογείται επίσης σημαντικά είναι η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας λόγω της επίδρασης της στην σταθερότητα των τιμών. Οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας επιδρούν άμεσα στην εξέλιξη των τιμών, καθώς επηρεάζουν τις τιμές των εισαγόμενων. Οι διακυμάνσεις αυτές ενδεχομένως να μεταβάλλουν και την ανταγωνιστικότητα των τιμών των αγαθών που παράγονται εγχώρια στις διεθνείς αγορές, επηρεάζοντας κατά συνέπεια τις συνθήκες της ζήτησης και πιθανότατα, τις προοπτικές για τις τιμές. Εάν αυτές οι επιδράσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταβάλλουν τις προσδοκίες και την συμπεριφορά των φορέων καθορισμού των τιμών και των μισθών, ενδέχεται να εμφανιστούν δευτερογενείς επιδράσεις.

### *Νομισματική ανάλυση*

Αξιολογεί τις γενικότερες συνθήκες ρευστότητας βάσει πληροφοριών και τους παράγοντες μεταβολής της ποσότητας χρήματος, με στόχο την διασταύρωση των ενδείξεων που προκύπτουν από την οικονομική ανάλυση σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Η νομισματική ανάλυση της ΕΚΤ στηρίζεται στην στενή σχέση μεταξύ της νομισματικής επέκτασης και του πληθωρισμού σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η απόδοση πρωταγωνιστικού ρόλου στο χρήμα στηρίζει τον μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής. Έτσι, η λήψη αποφάσεων πολιτικής βάσει των συλλογισμών για την ποσότητα χρήματος και την ρευστότητα, δίνει στην ΕΚΤ την δυνατότητα να μην περιορίζεται στις παροδικές επιδράσεις των διαφόρων διαταραχών και να μην παρασύρεται προς την ανάληψη πιο επιθετικών ενεργειών.



Οι νομισματικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές που αναλύονται από την ΕΚΤ για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής της είναι ο ρυθμός αύξησης του M3 σε σχέση με την τιμή αναφοράς του<sup>42</sup>.

Συμπερασματικά, η ανάλυση αυτή παρέχει μια ευρεία εικόνα των συνθηκών ρευστότητας στην οικονομία και των συνεπειών τους σχετικά με τους κινδύνους για την σταθερότητα των τιμών.

## 2.3 Τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ

Προκειμένου να πετύχει τον σκοπό του το Ευρωσύστημα διαθέτει μια σειρά από μέσα νομισματικής πολιτικής. Τα μέσα αυτά είναι η διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς, η παροχή πάγιων διευκολύνσεων και η απαίτηση από τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν ελάχιστα αποθεματικά σε λογαριασμούς στο Ευρωσύστημα. Αναλυτικότερα:

*Πράξεις ανοικτής αγοράς:* Οι πράξεις ανοικτής αγοράς είναι το πιο σημαντικό εργαλείο νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Αφορούν σε αγορά και πώληση χρεογράφων με σκοπό την αύξηση ή τη μείωση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς μπορούν να γίνουν με πολλούς τρόπους. Η ΕΚΤ μπορεί να προβεί σε απευθείας αγορά ή πώληση χρεογράφων στην “ανοιχτή αγορά”. Αυτές είναι παρεμβάσεις στην ανοιχτή αγορά με την παραδοσιακή έννοια. Όμως, η κυριότερη τεχνική που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ δεν είναι αυτές οι απευθείας συναλλαγές, αλλά οι αντίστροφες συναλλαγές, χρησιμοποιώντας χρεόγραφα. Η ΕΚΤ τις αποκαλεί κύριες παρεμβάσεις

---

<sup>42</sup> Για να σηματοδοτήσει την δέσμευσή του στην νομισματική ανάλυση και να παράσχει ένα σημείο αναφοράς για την αξιολόγηση των νομισματικών εξελίξεων, η ΕΚΤ ανακοίνωσε μια τιμή αναφοράς για την αύξηση του ευρέως νομισματικού μεγέθους M3. Αυτή η τιμή αναφοράς αναφέρεται στον ρυθμό αύξησης του M3. Το Δεκέμβριο του 1998 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να ορίσει αυτή την τιμή αναφοράς στο 4,5% ετησίως. Η τιμή αυτή βασίζεται στον ορισμό για την σταθερότητα των τιμών και στις μεσοπρόθεσμες υποθέσεις για την δυνητική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ με ρυθμό 2 - 2,5% και την μείωση κυκλοφορίας του χρήματος με ρυθμό 0,5 - 1% ετησίως.

επαναχρηματοδότησης. Όμως, ας περιγράψουμε αυτήν την τεχνική, επειδή παράλληλα αποκαλύπτει και το ρόλο που παίζει το επιτόκιο ως εργαλείο νομισματικής πολιτικής. Η πρώτη κρίσιμης σημασίας απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου είναι να καθορίσει το επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί στις κύριες παρεμβάσεις επαναχρηματοδότησης.

Στη συνέχεια, η ΕΚΤ ανακοινώνει μια διαδικασία αγοραπωλησίας χρεογράφων. Αυτή η διαδικασία μπορεί να αφορά σε αγοραπωλησία χρεογράφων με σταθερή ή μεταβλητή προσφορά. Το επιτόκιο που επιλέγει το Διοικητικό Συμβούλιο ισχύει για τα χρεόγραφα με σταθερή προσφορά. Στη δεύτερη διαδικασία, τα ιδιωτικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα καλούνται να υποβάλουν προσφορά για να αποκτήσουν συγκεκριμένη ποσότητα ρευστότητας με αντάλλαγμα μια πρόσθετη ασφάλεια. Αυτές τις προσφορές τις συγκεντρώνουν οι κεντρικές τράπεζες των χωρών και τις θέτουν υπόψη της ΕΚΤ, η οποία αποφασίζει για το συνολικό ποσό που θα διατεθεί και το διανέμει στα μέρη που υπέβαλαν προσφορά αναλογικά με το μέγεθος της προσφοράς τους. Η ΕΚΤ μπορεί, επίσης, να χρησιμοποιήσει χρεόγραφα με μεταβλητή προσφορά. Αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες που κάνουν προσφορά για τα ποσά ρευστότητας που επιθυμούν, θέλουν να αγοράσουν σε διαδοχικά επιτόκια. Σε αυτήν την περίπτωση το επιτόκιο που χρησιμοποιείται στα χρεόγραφα με σταθερή προσφορά θα λειτουργήσει ως κατώτατο όριο, δηλαδή, υπό κανονικές συνθήκες, η ΕΚΤ δεν θα προσφέρει ρευστότητα μέσω χρεογράφων με μεταβλητή προσφορά σε συνθήκες πιο ευνοϊκές από ότι μέσω της σταθερής προσφοράς χρεογράφων. Τα χρεόγραφα με μεταβλητή προσφορά προσθέτουν ευελιξία στην προσφορά ρευστότητας. Οι τράπεζες οι οποίες χρειάζονται επιπλέον ρευστότητα μπορούν να την εξασφαλίσουν σε υψηλότερη τιμή από εκείνη των χρεογράφων με σταθερή προσφορά<sup>43</sup>. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι παρεμβάσεις στην ανοιχτή αγορά είναι τα κυριότερα εργαλεία με τα οποία μπορεί η ΕΚΤ να επηρεάσει τις νομισματικές συνθήκες. Αυξάνοντας ή μειώνοντας το επιτόκιο στις κύριες χρηματοδοτικές της παρεμβάσεις, επηρεάζει τα επιτόκια της αγοράς. Επιπλέον, μεταβάλλοντας το μέγεθος των προσφορών, επηρεάζει άμεσα την έκταση της ρευστότητας.

---

<sup>43</sup>De Grauwe P., 2003, "Η νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ", *Τα οικονομικά της Νομ. Ένωσης* σελ.282

*Πάγιες Διευκολύνσεις:* Οι πιστώσεις αυτές αποσκοπούν να προσφέρουν και να απορροφήσουν τη ρευστότητα άμεσα. Οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις οριακές πιστωτικές διευκολύνσεις για να εξασφαλίσουν άμεση ρευστότητα από την κεντρική τράπεζα της χώρας τους. Το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει το επιτόκιο δανεισμού. Οι τράπεζες μπορούν να δανείζονται από τις πιστωτικές αυτές διευκολύνσεις χωρίς όριο, αλλά υπό την προϋπόθεση ότι θα παρέχουν επαρκείς εγγυήσεις. Το δανειστικό επιτόκιο λειτουργεί ως ανώτατο όριο για το επιτόκιο άμεσων συναλλαγών. Ομοίως, οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις καταθετικές διευκολύνσεις για να κάνουν ημερήσιες καταθέσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει το επιτόκιο για τις καταθετικές διευκολύνσεις. Αυτό το επιτόκιο λειτουργεί ως κατώτατο όριο για το επιτόκιο άμεσων συναλλαγών. Οι δύο αυτές δυνατότητες αξιοποιούνται από την κεντρική τράπεζα μιας χώρας κατά βούληση. Μεταβάλλοντας το επιτόκιο στις δύο αυτές δυνατότητες, το Διοικητικό Συμβούλιο επηρεάζει τα όρια της δομής των επιτοκίων.

*Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά:* Το τρίτο εργαλείο νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι ο καθορισμός ελάχιστου ορίου διαθεσίμων για τις τράπεζες. Η ΕΚΤ με επεμβάσεις στο ελάχιστο όριο διαθεσίμων μπορεί να επηρεάσει τις συνθήκες στην αγορά χρήματος. Μια αύξηση, για παράδειγμα, στο ελάχιστο όριο διαθεσίμου αυξάνει την έλλειψη ρευστότητας και τείνει να μειώσει την προσφορά χρήματος. Η χρησιμοποίηση του ελάχιστου ορίου διαθεσίμων προωθήθηκε πολύ από την Bundesbank, αλλά αν δράσουν έντονα οι εμπορικές τράπεζες, οι οποίες έκριναν ότι αυτό θα αποτελούσε ανταγωνιστικό μειονέκτημα έναντι των ξένων (π.χ., των βρετανικών) τραπεζών, οι οποίες δεν υπόκεινται σε τέτοιες προϋποθέσεις. Για να αμβλυνηθεί αυτό το πρόβλημα αποφασίστηκε η ΕΚΤ να ανταμείβει αυτό το ελάχιστο όριο διαθεσίμων. Δεν είναι σαφές αν η χρησιμοποίηση του ελάχιστου ορίου διαθεσίμων αυξάνει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Συνεπώς, στο μέλλον δεν αποκλείεται η ΕΚΤ να μειώσει ή ακόμη και να εγκαταλείψει τη χρησιμοποίησή του.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

### Η Ευρωπαϊκή Ένωση μετά την Οικονομική Κρίση

Από τον Αύγουστο του 2007, η παγκόσμια κοινότητα βιώνει τη μεγαλύτερη οικονομική κρίση των τελευταίων ογδόντα χρόνων. Μια κρίση που πολλοί παρομοιάζουν με το μεγάλο κραχ του 1929. Τα πάντα στην παγκόσμια οικονομία έχουν αλλάξει προς το χειρότερο. Μία κρίση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει μεταδοθεί στην πραγματική οικονομία, δημιουργώντας συνθήκες γενικευμένης ύφεσης και αύξησης της ανεργίας. Τα παραδοσιακά εργαλεία της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής αποδεικνύονται ανεπαρκή για την πρόληψη και αντιμετώπιση της κατάστασης. Παρά την μεγάλη διοχέτευση ρευστότητας εκ μέρους των κεντρικών τραπεζών, παρά τη μείωση των επιτοκίων και παρά τη διεύρυνση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, η παγκόσμια οικονομία έχει βυθισθεί σε βαθιά ύφεση.

Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 27 αναμένεται να συρρικνωθεί κατά 4% το 2009, έναντι αύξησης μόλις κατά 0,7% το 2008. Το ποσοστό ανεργίας στην ΕΕ, από το 7% του 2008 αναμένεται να εκτοξευθεί στο 9,4% του εργατικού δυναμικού το 2009 και στο 10,9% το 2010.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ενεργοποιήθηκε έντονα από το καλοκαίρι του 2007 για να παράσχει ρευστότητα, αν και για αρκετούς μήνες η νομισματική πολιτική ήταν προσανατολισμένη στον περιορισμό των πληθωριστικών προσδοκιών.

Είναι αλήθεια ότι τόσο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, όσο και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αλλά και οι εθνικές κυβερνήσεις αρχικά απέτυχαν να προβλέψουν τις πραγματικές διαστάσεις της κρίσης στην ευρωπαϊκή οικονομία. Η πρώτη εκτίμηση στις αρχές του 2008 ήταν ότι η ευρωπαϊκή οικονομία θα απέφευγε τα χειρότερα. Η εκτίμηση αυτή άρχισε να αναθεωρείται πλήρως και η Ευρώπη ανέλαβε πρωτοβουλίες για τον συντονισμό της αντίδρασης σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έσπευσε να αναθεωρήσει ορισμένους λογιστικούς

κανόνες που αφορούν τις τράπεζες. Επιπλέον, με απόφαση του Συμβουλίου Ecofin, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων κινητοποίησε συμπληρωματικές πιστώσεις 30 δις. Ευρώ, για τη στήριξη των ευρωπαϊκών μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Ωστόσο, ο συντονισμός των μέτρων στήριξης και μεταρρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών δεν επαρκεί για να αντιμετωπιστούν οι επιπτώσεις της κρίσης στην πραγματική οικονομία. Χρειάζονται πολλά περισσότερα, δεδομένου ότι ήδη από το 2009 η Ευρώπη αντιμετωπίζει τον εφιάλτη μιας μεγάλης ύφεσης, που θα επηρεάσει τα εισοδήματα, την απασχόληση και ίσως την κοινωνική συνοχή.

Σε διαδοχικά συμβούλια Ecofin και Συνόδους Κορυφής από τον περασμένο Σεπτέμβριο υιοθετήθηκαν σημαντικές αποφάσεις, που οδήγησαν στη συντονισμένη στήριξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Αποφασίστηκε ότι η στήριξη θα γίνει με βάση συγκεκριμένους άξονες οι οποίοι συνοψίζονται στους εξής:

1. Προσωρινή στήριξη για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από τα κράτη-μέλη, ώστε να αποφευχθούν τα χειρότερα.
2. Στήριξη που να λαμβάνει υπόψη το συμφέρον των φορολογουμένων.
3. Πλήρης ανάληψη των συνεπειών των παρεμβάσεων από τους μετόχους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
4. Δυνατότητα των κυβερνήσεων να επιφέρουν αλλαγές στη Διοίκηση των προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
5. Εκλογίκευση των συστημάτων αμοιβών των στελεχών και περιορισμοί στο ύψος τους.
6. Προστασία των νομίμων συμφερόντων των ανταγωνιστών κατά τη διάρκεια της εφαρμογής των κανόνων κρατικής βοήθειας.
7. Στενός συντονισμός ώστε να αποφευχθεί η μετάδοση αρνητικών επιπτώσεων από τη μια χώρα στην άλλη.

Ο αρχικός στόχος ήταν να διασφαλισθεί η επαρκής κεφαλαιοποίηση και ρευστότητα των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που επηρεάστηκαν από την κρίση καθώς και να υπάρξει επαρκής ρευστότητα στην Ευρώπη, προκειμένου να αποφευχθεί η πιστωτική ασφυξία.

Κατά τη συνεδρίαση που πραγματοποίησε στις 5 Μαρτίου 2009, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε, βάσει της τακτικής οικονομικής και νομισματικής ανάλυσης που διενεργεί, να μειώσει περαιτέρω τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 50 μονάδες βάσης. Συνολικά, οι ρυθμοί πληθωρισμού υποχώρησαν σημαντικά και πλέον αναμένεται ότι θα παραμείνουν αρκετά κάτω του 2% το 2009 και το 2010. Αυτές οι προοπτικές για τον πληθωρισμό οφείλονται στην πτώση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και στην εξασθένηση των εγχώριων πιέσεων στις τιμές και το κόστος, εξελίξεις που αντανακλούν σοβαρή κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας.

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2**

### **ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΠΡΑΞΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ 12 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2008 ΕΩΣ ΤΙΣ 10 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2009**

Στη διάρκεια αυτής της περιόδου η ΕΚΤ συνέχισε να εφαρμόζει τα περισσότερα από τα μέτρα που εισήχθησαν τον Οκτώβριο του 2008 με αφορμή την κλιμάκωση της αναταραχής στη χρηματοπιστωτική αγορά. Ειδικότερα, όλες οι πράξεις αναχρηματοδότησης σε ευρώ και δολάρια ΗΠΑ συνέχισαν να διεξάγονται με σταθερό επιτόκιο (ίσο με το επιτόκιο πολιτικής της ΕΚΤ όσον αφορά τις πράξεις σε ευρώ) και πλήρη κατανομή (δηλ. καλύφθηκαν όλες οι προσφορές). Επιπλέον, έγινε προσωρινά δεκτή μια ευρύτερη ομάδα ασφαλειών για τις πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος. Το Δεκέμβριο του 2008, σε συνεργασία με άλλες κεντρικές τράπεζες, η ΕΚΤ παρέτεινε έως το τέλος του α΄ τριμήνου του 2009 την παροχή δολαρίων ΗΠΑ σε αντισυμβαλλομένους μέσω του Term Auction Facility του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ (αρχικά μέσω και συμφωνιών επαναγοράς όσο και συμφωνιών ανταλλαγής νομισμάτων). Η ΕΚΤ παρέτεινε επίσης την παροχή φράγκων Ελβετίας (μέσω πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων) έως το τέλος Απριλίου του 2009. Εξαιτίας των χαμηλών επιπέδων της ζήτησης, οι πράξεις ανταλλαγής δολαρίων ΗΠΑ διακόπηκαν στο τέλος Ιανουαρίου του 2009, ενώ η δυνατότητα αναχρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ παρέχεται έκτοτε μόνο μέσω συμφωνιών επαναγοράς. Τον Οκτώβριο του 2008, την περίοδο που είχε πληγεί ιδιαίτερα η αγορά χρήματος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ περιόρισε προσωρινά το εύρος του “διαδρόμου” που ορίζουν τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων γύρω από το βασικό επιτόκιο πολιτικής σε 100 μονάδες βάσης. Το Δεκέμβριο του 2008, προσπαθώντας κυρίως να αναζωογονήσει τη διατραπεζική αγορά, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να διευρύνει πάλι το “διάδρομο”, επαναφέροντάς τον στις 200 μονάδες βάσης από 21ης Ιανουαρίου 2009

## Οι ανάγκες του τραπεζικού συστήματος σε ρευστότητα

Μεταξύ 12ης Νοεμβρίου 2008 και 10ης Φεβρουαρίου 2009 οι μέσες ημερήσιες ανάγκες των τραπεζών σε ρευστότητα για την τήρηση των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών ανήλθαν συνολικά σε 219,5 δισεκ. ευρώ, ενώ εκείνες που οφείλονται σε αυτόνομους παράγοντες ανήλθαν σε 372,7 δισεκ.5 ευρώ. Όπως και τις προηγούμενες περιόδους τήρησης, οι αυτόνομοι παράγοντες περιλαμβάνουν επίσης την επίδραση ρευστότητας στο ευρώ που οφείλεται στις πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων που διεξάγονται σε συνεργασία με άλλες κεντρικές τράπεζες. Τα μέσα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά ήταν κατά 4,7 δισεκ. ευρώ υψηλότερα, ενώ τα μέσα πλεονάζοντα αποθεματικά ήταν κατά 0,5 δισεκ. ευρώ χαμηλότερα (1,3 δισεκ. ευρώ). Παρά τις ενδείξεις βελτίωσης στην αγορά χρήματος, πολλές τράπεζες συνέχισαν να αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην άντληση χρηματοδότησης από τη διατραπεζική αγορά στη διάρκεια των επισκοπούμενων τριών περιόδων τήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Ως εκ τούτου, συνέχισαν να καλύπτουν τις ανάγκες τους σε ρευστότητα μέσω των πράξεων αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Η πολιτική πλήρους κατανομής δημιούργησε μεγάλα ποσά πλεονάζουσας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα συνολικά, με αποτέλεσμα τη σημαντική χρήση της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Η μέση ημερήσια καθαρή προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων διαμορφώθηκε σε 220,6 δισεκ. ευρώ στη διάρκεια των περιόδων τήρησης που έληξαν στις 9 Δεκεμβρίου 2008 και 20 Ιανουαρίου 2009, δηλαδή σημαντικά υψηλότερα από οποιαδήποτε άλλη περίοδο. Την περίοδο τήρησης που ξεκίνησε στις 21 Ιανουαρίου 2009, δηλ. μετά τη νέα διεύρυνση του “διαδρόμου” που ορίζουν τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων, η χρήση της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων περιορίστηκε κάπως και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 173,4 δισεκ. ευρώ ημερησίως.



## Προσφορά ρευστότητας και επιτόκια

Λόγω των έκτακτων μέτρων που υιοθετήθηκαν τον Οκτώβριο του 2008, ο όγκος των εκκρεμών πράξεων ανοικτής αγοράς συνέχισε να αυξάνεται έως τις αρχές Ιανουαρίου 2009 και στη συνέχεια υποχώρησε ελαφρά. Το συνολικό ύψος των εκκρεμών πράξεων αναχρηματοδότησης κορυφώθηκε στο τέλος του έτους, φθάνοντας στο ιστορικά υψηλό επίπεδο των 857 δισεκ. ευρώ. Την περίοδο τήρησης που έληξε στις 20 Ιανουαρίου 2009 οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης αναλογούσαν στο 25% των συνολικών εκκρεμών πράξεων αναχρηματοδότησης, δηλαδή μειώθηκαν σημαντικά από το 40% που παρατηρήθηκε μεταξύ Αυγούστου και Νοεμβρίου του 2008. Μετά τη νέα διεύρυνση του “διαδρόμου” που ορίζεται από τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων στις 21 Ιανουαρίου 2009, το επίπεδο των εκκρεμών πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης υποχώρησε κάπως, με αποτέλεσμα το σύνολο των εκκρεμών πράξεων ανοικτής αγοράς να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 770 δισεκ. ευρώ περίπου την περίοδο τήρησης που έληξε στις 10 Φεβρουαρίου 2009. Εξαιτίας των σημαντικών ποσών ρευστότητας που ζητούν οι αντισυμβαλλόμενοι λόγω της κατάστασης δυσλειτουργίας της αγοράς χρήματος, ο δείκτης EONIA παρέμεινε μεταξύ του επιτοκίου κύριας αναχρηματοδότησης (δηλ. του επιτοκίου πολιτικής) και του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων τις τρεις επισκοπούμενες περιόδους τήρησης. Μετά τη μείωση του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε επίπεδο 100 μονάδες βάσης κάτω από το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης, η διαφορά ανάμεσα στο δείκτη EONIA και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σταθεροποιήθηκε γύρω από τις 20 μονάδες βάσης, συμβαδίζοντας με το μέσο όρο της προηγούμενης περιόδου τήρησης. Ο δείκτης EONIA εμφάνισε εποχικές επιδράσεις καθ’ όλη την υπό εξέταση περίοδο. Διαμορφώθηκε σε αυξημένο επίπεδο την τελευταία ημέρα κάθε μήνα και προς το τέλος του έτους. Ήταν επίσης υψηλότερος στην αρχή κάθε περιόδου τήρησης, καθώς και την τελευταία ημέρα της περιόδου τήρησης, κατά την οποία η ΕΚΤ διεξήγαγε πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η ΕΚΤ, όπως κάθε σύγχρονη κεντρική τράπεζα, έχει στη διάθεση της μεγάλη γκάμα εργαλείων άσκησης νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, πρόσεξε ιδιαίτερα να υπάρχει κάποιος καταμερισμός έργων με τις κεντρικές τράπεζες των διαφόρων χωρών, χωρίς να θέσει σε κίνδυνο την ενότητα της νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, μερικοί αμφιβάλλουν σε κάποιο βαθμό για το αν μπορεί να διατηρηθεί ο σημερινός καταμερισμός έργων. Είναι πιθανό ότι, καθώς οι χρηματαγορές στη ζώνη του ευρώ ενοποιούνται περαιτέρω, οι πραγματικές παρεμβάσεις στις χρηματαγορές θα γίνονται μέσω ενός όλο και πιο κεντρικού φορέα. Ένα σενάριο σε αυτήν τη διαδικασία λήψης μέτρων από κάποιον κεντρικό φορέα είναι ότι η κεντρική τράπεζα μιας χώρας εμφανίζεται ως η πλέον σημαντική, έτσι που οι περισσότερες παρεμβάσεις στις χρηματαγορές να γίνονται από τη συγκεκριμένη κεντρική τράπεζα.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην σύγχρονη οικονομία η λειτουργία των κεντρικών τραπεζών έχει αποκτήσει ένα θεμελιώδη ρόλο καθώς η πολιτική που ασκούν είναι καθοριστικής σημασίας για την εξέλιξη των μακροοικονομικών μεγεθών. Η παρούσα εργασία για την στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος, αποτέλεσε μια ουσιαστική προσπάθεια ανάλυσης και περιγραφής των προσαρμογών που έπρεπε να γίνουν και των επιπτώσεων που σημειώθηκαν στην Ελληνική οικονομία κατά την διάρκεια της προετοιμασίας αλλά και μετά την ένταξη στην Νομισματική Ένωση και το Ευρωσύστημα. Χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία, αποφάσεις οργάνων και προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της ΤτΕ, αναλύθηκαν και αξιολογήθηκαν οι διαδικασίες λήψης των αποφάσεων για την νομισματική πολιτική.

Μια βασική διαπίστωση της μελέτης, είναι ότι κατά τις δεκαετίες '80-'90, παρατηρούμε ότι η Ελλάδα είναι μια οικονομία με ιστορικό υψηλού πληθωρισμού και τεραστίων δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Αυτό μπορούμε να το αποδώσουμε στο γεγονός ότι τα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής που ασκούσε η ΤτΕ δεν ανταποκρινόντουσαν στις προθέσεις και τον προγραμματισμό της. Ο κύριος λόγος ήταν η υποταγή της νομισματικής πολιτικής στο στόχο της χρηματοδότησης των μεγάλων και μόνιμων δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Από τη μελέτη προκύπτουν επίσης συμπεράσματα και για τις προκλήσεις μετά την είσοδο στην Ευρωζώνη. Οι πολιτικές επίτευξης των κριτηρίων του Maastricht προσέδωσαν πειθαρχία και αξιοπιστία στη νομισματική πολιτική, διότι η συμμετοχή στην Ευρωζώνη υπόσχονταν μακροχρόνια νομισματική σταθερότητα, η οποία ήταν αναγκαία για την επίτευξη διατηρήσιμης ανάπτυξης. Καρπός της αξιοπιστίας της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι τα επιτόκια τα οποία βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα σε όλες τις χώρες – μέλη της ζώνης του ευρώ.

Συγκεκριμένα όσον αφορά την ελληνική οικονομία, από την περίοδο 2001 που εντάχθηκε στην Ευρωζώνη έως το 2006, τα επιτόκια παρουσίαζαν σταδιακή μείωση, ακολουθώντας την πορεία των επιτοκίων της ΕΚΤ. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αυξημένη ζήτηση δανείων, άρα την επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας. Οι λόγοι για τους οποίους μειώθηκαν τα επιτόκια στην Ελλάδα

είναι ότι αυξήθηκαν οι συνθήκες ανταγωνισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων και, όπως αναφέραμε, μειώθηκαν τα επιτόκια της ΕΚΤ. Η μείωση των επιτοκίων δημιούργησε ευνοϊκές προϋποθέσεις για ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης, καθώς ευνόησε τις ιδιωτικές επενδύσεις. Σε γενικές γραμμές την περίοδο αυτή, παρατηρήθηκε μια αύξηση του ΑΕΠ, αύξηση της εγχώριας ζήτησης, αύξηση στις συνολικές επενδύσεις παγίων κεφαλαίου και γενικώς μια βελτίωση των συνθηκών μακροοικονομικής ρευστότητας.

Η συμμετοχή σε μια Οικονομική και Νομισματική Ένωση, αποτελεί από μόνο του ένα πλεονέκτημα, καθώς αυξάνεται η αξιοπιστία και προστίθεται υψηλός βαθμός οικονομικής σταθερότητας, το δε ευρώ ως ενιαίο νόμισμα συμβάλλει στην αύξηση της διαφάνειας των συναλλαγών. Η οικονομική σταθερότητα είναι ύψιστης σημασίας, τόσο επειδή προστατεύει την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων, ιδίως των οικονομικά ασθενέστερων ομάδων του πληθυσμού, όσο και επειδή αποτελεί προϋπόθεση για την διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη και τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Ως εκ τούτου ενισχύεται ο ανταγωνισμός στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής.

Επιπλέον, η χρήση ενιαίου νομίσματος μπορεί να προαγάγει το εμπόριο και την ανάπτυξη πολύ περισσότερο από ένα καθεστώς σύνδεσης επιμέρους νομισμάτων με σταθερές νομισματικές ισοτιμίες. Όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, τα στοιχεία δείχνουν ότι η υιοθέτηση του ευρώ έχει ήδη αυξήσει τον όγκο των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των μελών της ΟΝΕ.

Η νομισματική ένωση όμως εμπεριέχει και κόστος το οποίο 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 ισοτιμία του νομίσματός της (μέσω εκούσιων υποτιμήσεων ή εκούσιων ανατιμήσεων) ή να καθορίζει την ποσότητα του εθνικού της νομίσματος που βρίσκεται σε κυκλοφορία. Επιπλέον, ειδικά για την Ελληνική οικονομία, την ένταξη στην ένωση ακολούθησε και μια αύξηση του κόστους ζωής, η οποία εκδηλώθηκε με την μορφή υψηλού πληθωρισμού. Αυτό οφειλόταν κυρίως στην αύξηση του ανά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας, αλλά και στην ελλιπή προετοιμασία της Ελλάδας.

Παρατηρώντας την πρώτη δεκαετία του ευρώ, το πρώτο και βασικό συμπέρασμα είναι ότι περισσότερα θετικά έχουμε να παρατηρήσουμε παρά αρνητικά από την συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ. Δυνητικά οφέλη, όσον αφορά την ελληνική οικονομία, και όχι μόνο, είναι η σταθεροποίηση του πληθωρισμού, η μείωση των επιτοκίων, η διευκόλυνση της χρηματοδότησης του δημόσιου και του εξωτερικού χρέους της χώρας, η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου στις συναλλαγές με τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και των κερδοσκοπικών επιθέσεων, και η τόνωση του ενδοευρωπαϊκού εμπορίου.

Τέλος, η νομισματική και η συναλλαγματική πολιτική δεν σχεδιάζονται πλέον με βάση τις εθνικές ιδιαιτερότητες αλλά τις πανευρωπαϊκές ανάγκες. Το γεγονός ότι οι αποφάσεις της ΕΚΤ κατάφεραν να βάλουν “ φρένο” στην καθοδική πορεία των οικονομιών και στην δυσλειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ευρωζώνης, λόγω της κρίσης που οι παγκόσμιες οικονομίες διανύουν τα δυο τελευταία χρόνια, αποτελεί ένδειξη ότι ένα κεντρικό όργανο άσκησης νομισματικής πολιτικής σε μία ένωση κρατών – μελών είναι πιο αποτελεσματικό για την αντιμετώπιση μιας ύφεσης.

## ΠΙΝΑΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

### Συγκρίσεις Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, περιόδου 2001-2009 (Σεπτέμβριος 2009)

Έτος και μήνας	Γενικός δείκτης	Μεταβολή(%) από μήνα σε μήνα	Μεταβολή(%) με αντίστοιχο δείκτη προηγούμενου έτους	Αναπροσαρμογή μισθωμάτων (75%)	Μεταβολή(%) με δείκτη προηγούμενου Δεκεμβρίου	Μέσος δείκτης δωδεκαμήνου
2001 : 1	85,41	-1,6	3,4	2,6	-1,6	84,86
2	85,33	-0,1	3,5	2,6	-1,7	85,10
3	87,00	2,0	3,0	2,3	0,2	85,31
4	87,82	0,9	3,5	2,6	1,2	85,56
5	88,19	0,4	3,6	2,7	1,6	85,82
6	88,09	-0,1	3,9	2,9	1,5	86,10
7	86,56	-1,7	3,9	2,9	-0,3	86,37
8	86,58	0,0	3,8	2,9	-0,3	86,63
9	88,23	1,9	3,6	2,7	1,7	86,89
10	88,51	0,3	2,8	2,1	2,0	87,09
11	88,61	0,1	2,4	1,8	2,1	87,26
12	89,44	0,9	3,0	2,3	3,0	87,48
2002 : 1	89,20	-0,3	4,4	3,3	-0,3	87,80
2	88,26	-1,1	3,4	2,6	-1,3	88,04
3	90,49	2,5	4,0	3,0	1,2	88,33
4	91,18	0,8	3,8	2,9	2,0	88,61
5	91,17	0,0	3,4	2,6	1,9	88,86
6	91,01	-0,2	3,3	2,5	1,8	89,10
7	89,45	-1,7	3,3	2,5	0,0	89,34
8	89,65	0,2	3,5	2,6	0,2	89,60
9	91,34	1,9	3,5	2,6	2,1	89,86
10	91,81	0,5	3,7	2,8	2,7	90,13
11	91,83	0,0	3,6	2,7	2,7	90,40
12	92,47	0,7	3,4	2,6	3,4	90,65
2003 : 1	92,00	-0,5	3,1	2,3	-0,5	90,89
2	92,09	0,1	4,3	3,2	-0,4	91,21
3	94,18	2,3	4,1	3,1	1,8	91,51
4	94,26	0,1	3,4	2,6	1,9	91,77
5	94,66	0,4	3,8	2,9	2,4	92,06
6	94,48	-0,2	3,8	2,9	2,2	92,35
7	92,66	-1,9	3,6	2,7	0,2	92,62
8	92,62	0,0	3,3	2,5	0,2	92,87
9	94,39	1,9	3,3	2,5	2,1	93,12
10	94,73	0,4	3,2	2,4	2,4	93,36
11	94,90	0,2	3,3	2,5	2,6	93,62
12	95,31	0,4	3,1	2,3	3,1	93,86

Πηγή: Γενική Γραμματεία Στατιστικής Υπηρεσίας της Ελλάδας

Έτος και μήνας	Γενικός δείκτης	Μεταβολή(%) από μήνα σε μήνα	Μεταβολή (%) με αντίστοιχο δείκτη προηγούμενου έτους	Αναπροσαρ- μογή μισθωμάτων (75%)	Μεταβολή (%) με δείκτη προηγούμενου Δεκεμβρίου	Μέσος δείκτης δωδεκαμήνου
2004 : 1	94,69	-0,7	2,9	2,2	-0,7	94,08
2	94,40	-0,3	2,5	1,9	-1,0	94,27
3	96,73	2,5	2,7	2,0	1,5	94,49
4	97,01	0,3	2,9	2,2	1,8	94,71
5	97,43	0,4	2,9	2,2	2,2	94,95
6	97,15	-0,3	2,8	2,1	1,9	95,17
7	95,38	-1,8	2,9	2,2	0,1	95,39
8	95,14	-0,2	2,7	2,0	-0,2	95,60
9	97,05	2,0	2,8	2,1	1,8	95,83
10	97,79	0,8	3,2	2,4	2,6	96,08
11	97,89	0,1	3,1	2,3	2,7	96,33
12	98,26	0,4	3,1	2,3	3,1	96,58
2005 : 1	98,51	0,3	4,0	3,0	0,3	96,89
2	97,32	-1,2	3,1	2,3	-1,0	97,14
3	99,53	2,3	2,9	2,2	1,3	97,37
4	100,29	0,8	3,4	2,6	2,1	97,64
5	100,58	0,3	3,2	2,4	2,4	97,91
6	100,37	-0,2	3,3	2,5	2,1	98,18
7	99,14	-1,2	3,9	2,9	0,9	98,49
8	98,70	-0,4	3,7	2,8	0,4	98,79
9	100,87	2,2	3,9	2,9	2,7	99,10
10	101,54	0,7	3,8	2,9	3,3	99,42
11	101,33	-0,2	3,5	2,6	3,1	99,70
12	101,82	0,5	3,6	2,7	3,6	100,00
2006 : 1	101,70	-0,1	3,2	2,4	-0,1	100,27
2	100,47	-1,2	3,2	2,4	-1,3	100,53
3	102,82	2,3	3,3	2,5	1,0	100,80
4	103,57	0,7	3,3	2,5	1,7	101,08
5	103,73	0,2	3,1	2,3	1,9	101,34
6	103,62	-0,1	3,2	2,4	1,8	101,61
7	102,95	-0,6	3,8	2,9	1,1	101,93
8	102,19	-0,7	3,5	2,6	0,4	102,22
9	103,82	1,6	2,9	2,2	2,0	102,46
10	104,40	0,6	2,8	2,1	2,5	102,70
11	104,30	-0,1	2,9	2,2	2,4	102,95
12	104,78	0,5	2,9	2,2	2,9	103,20

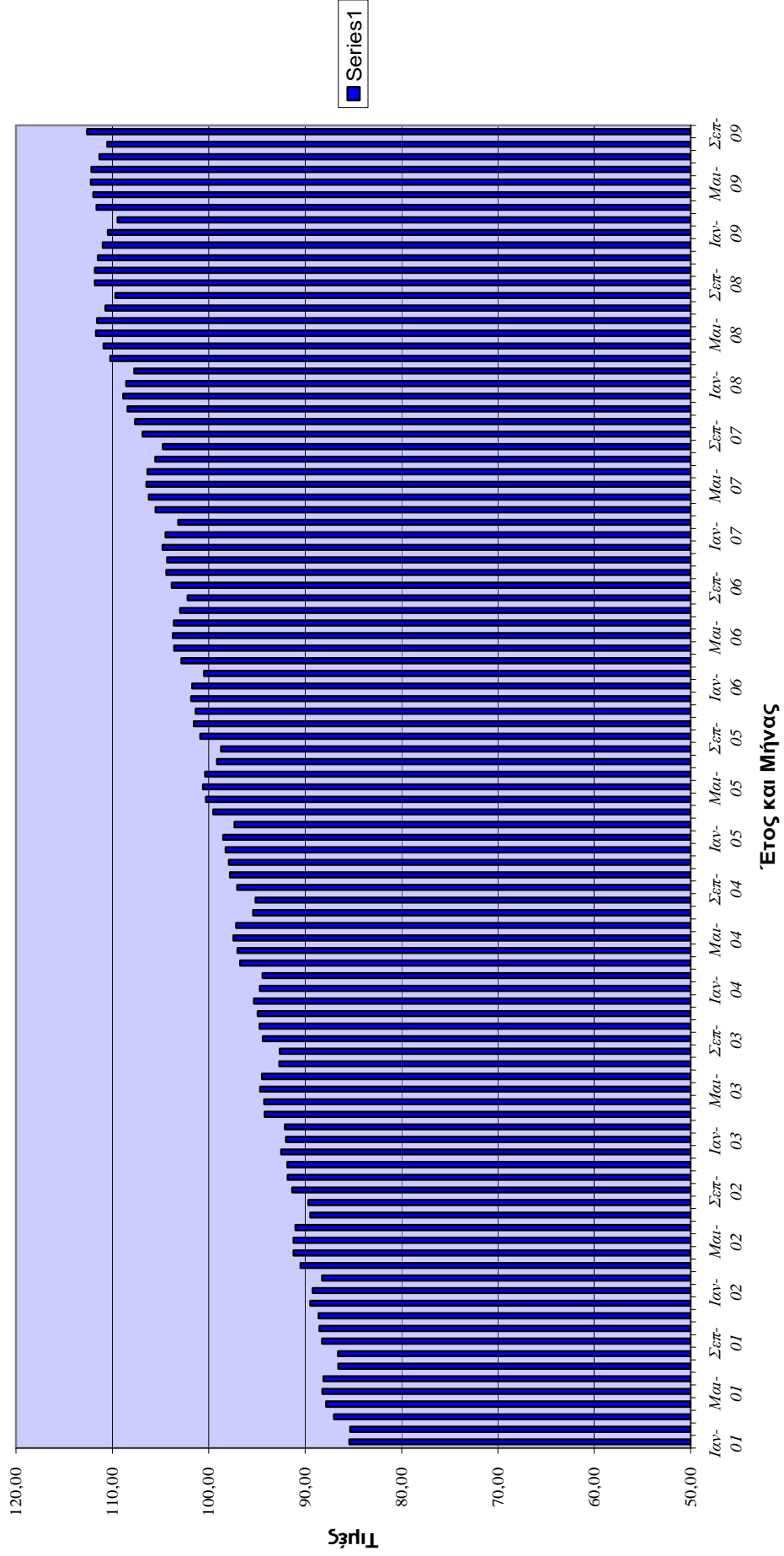
Πηγή: Γενική Γραμματεία Στατιστικής Υπηρεσίας της Ελλάδας

Έτος και μήνας	Γενικός δείκτης	Μεταβολή( %) από μήνα σε μήνα	Μεταβολή (%) με αντίστοιχο δείκτη προηγούμενου έτους	Αναπροσαρ- μογή μισθωμάτων (75%)	Μεταβολή (%) με δείκτη προηγούμενου Δεκεμβρίου	Μέσος δείκτης δωδεκαμήνου
2007 : 1	104,48	-0,3	2,7	2,0	-0,3	103,43
2	103,15	-1,3	2,7	2,0	-1,6	103,65
3	105,52	2,3	2,6	2,0	0,7	103,88
4	106,19	0,6	2,5	1,9	1,3	104,09
5	106,45	0,2	2,6	2,0	1,6	104,32
6	106,35	-0,1	2,6	2,0	1,5	104,55
7	105,55	-0,8	2,5	1,9	0,7	104,77
8	104,77	-0,7	2,5	1,9	0,0	104,98
9	106,86	2,0	2,9	2,2	2,0	105,23
10	107,63	0,7	3,1	2,3	2,7	105,50
11	108,40	0,7	3,9	2,9	3,5	105,84
12	108,85	0,4	3,9	2,9	3,9	106,18
2008 : 1	108,55	-0,3	3,9	2,9	-0,3	106,52
2	107,73	-0,8	4,4	3,3	-1,0	106,90
3	110,20	2,3	4,4	3,3	1,2	107,29
4	110,90	0,6	4,4	3,3	1,9	107,69
5	111,68	0,7	4,9	3,7	2,6	108,12
6	111,57	-0,1	4,9	3,7	2,5	108,56
7	110,70	-0,8	4,9	3,7	1,7	108,99
8	109,66	-0,9	4,7	3,5	0,7	109,39
9	111,81	2,0	4,6	3,5	2,7	109,81
10	111,81	0,0	3,9	2,9	2,7	110,16
11	111,51	-0,3	2,9	2,2	2,4	110,41
12	110,99	-0,5	2,0	1,5	2,0	110,59
2009 : 1	110,46	-0,5	1,8	1,4	-0,5	110,75
2	109,45	-0,9	1,6	1,2	-1,4	110,90
3	111,63	2,0	1,3	1,0	0,6	111,01
4	111,97	0,3	1,0	0,8	0,9	111,10
5	112,23	0,2	0,5	0,4	1,1	111,15
6	112,16	-0,1	0,5	0,4	1,1	111,20
7	111,33	-0,7	0,6	0,5	0,3	111,25
8	110,51	-0,7	0,8	0,6	-0,4	111,32
9	112,61	1,9	0,7	0,5	1,5	111,39

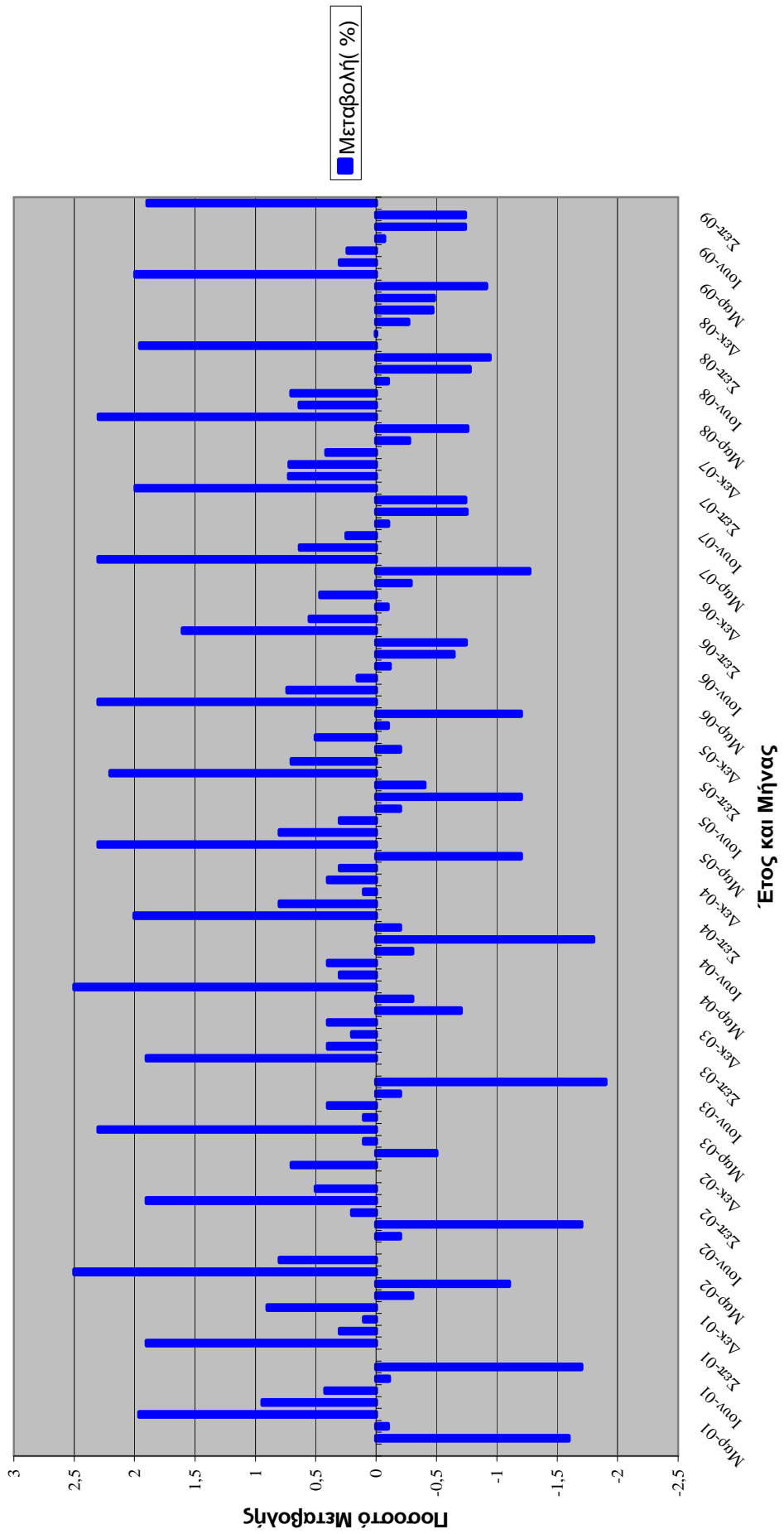
Πηγή: Γενική Γραμματεία Στατιστικής Υπηρεσίας της Ελλάδας



# Γενικός Δείκτης Πληθωρισμού



Μεταβολή Πληθωρισμού (%)



## Συγκρίσεις Γενικού Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή περιόδου 2001-2009

Έτος και μήνας	Γενικός Εν. ΔTK	Μεταβολή % από μήνα σε μήνα	Μεταβολή % με αντίστοιχο δείκτη προηγούμενου έτους	Μέσος δείκτης δωδεκαμήνου	Μεταβολή % μέσου δείκτη δωδεκαμήνου με αντίστοιχο δείκτη προηγούμενου δωδεκαμήνου
2001 : 1	84,89	-1,8	3,2	84,40	3,0
2	84,75	-0,2	3,5	84,63	3,0
3	86,71	2,3	3,2	84,86	3,1
4	87,66	1,1	3,7	85,12	3,2
5	88,09	0,5	3,9	85,40	3,3
6	88,02	-0,1	4,5	85,71	3,5
7	86,27	-2,0	4,2	86,00	3,6
8	86,27	0,0	4,0	86,28	3,7
9	88,09	2,1	4,0	86,56	3,8
10	88,38	0,3	3,2	86,79	3,8
11	88,46	0,1	2,9	87,00	3,7
12	89,47	1,1	3,5	87,26	3,7
2002 : 1	88,96	-0,6	4,8	87,59	3,8
2	87,95	-1,1	3,8	87,86	3,8
3	90,49	2,9	4,4	88,18	3,9
4	91,22	0,8	4,1	88,47	3,9
5	91,44	0,2	3,8	88,75	3,9
6	91,22	-0,2	3,6	89,02	3,9
7	89,40	-2,0	3,6	89,28	3,8
8	89,55	0,2	3,8	89,55	3,8
9	91,44	2,1	3,8	89,83	3,8
10	91,87	0,5	3,9	90,12	3,8
11	91,94	0,1	3,9	90,41	3,9
12	92,60	0,7	3,5	90,67	3,9
2003 : 1	91,87	-0,8	3,3	90,92	3,8
2	91,65	-0,2	4,2	91,22	3,8
3	93,98	2,5	3,9	91,52	3,8
4	94,20	0,2	3,3	91,76	3,7
5	94,63	0,5	3,5	92,03	3,7
6	94,49	-0,1	3,6	92,30	3,7
7	92,53	-2,1	3,5	92,56	3,7
8	92,53	0,0	3,3	92,81	3,6
9	94,42	2,0	3,3	93,06	3,6
10	94,78	0,4	3,2	93,30	3,5
11	94,92	0,1	3,2	93,55	3,5
12	95,51	0,6	3,1	93,79	3,4

Πηγή: Γενική Γραμματεία Στατιστικής Υπηρεσίας της Ελλάδας

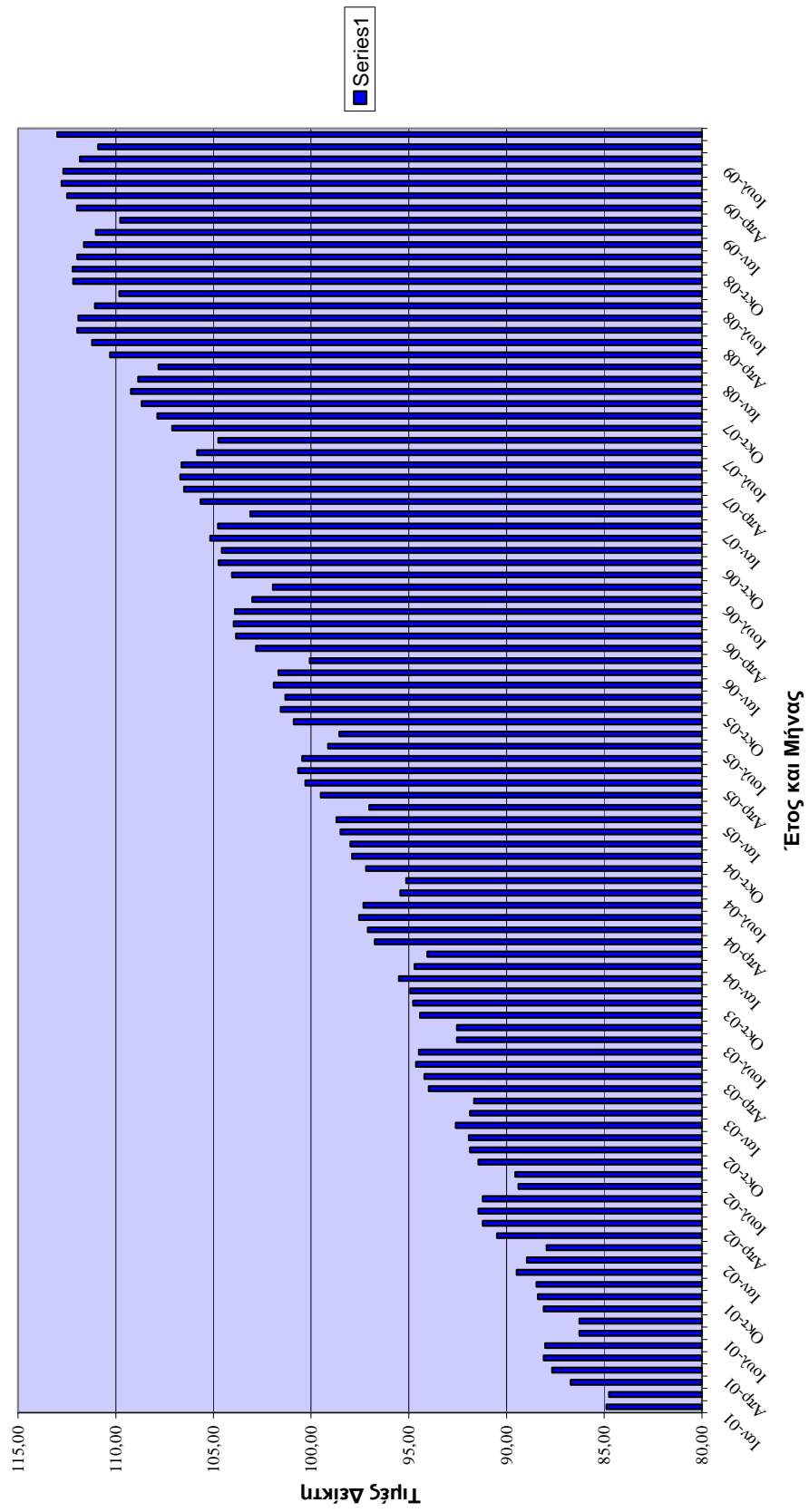
Έτος και μήνας	Γενικός Εν. ΔTK	Μεταβολή % από μήνα σε μήνα	Μεταβολή % με αντίστοιχο δείκτη προηγούμενου έτους	Μέσος δείκτης δωδεκαμήνου	Μεταβολή % μέσου δείκτη δωδεκαμήνου με αντίστοιχο δείκτη προηγούμενου δωδεκαμήνου
2004 : 1	94,71	-0,8	3,1	94,03	3,4
2	94,05	-0,7	2,6	94,23	3,3
3	96,74	2,9	2,9	94,46	3,2
4	97,10	0,4	3,1	94,70	3,2
5	97,54	0,5	3,1	94,94	3,2
6	97,32	-0,2	3,0	95,18	3,1
7	95,43	-1,9	3,1	95,42	3,1
8	95,14	-0,3	2,8	95,64	3,0
9	97,18	2,1	2,9	95,87	3,0
10	97,90	0,7	3,3	96,13	3,0
11	97,98	0,1	3,2	96,38	3,0
12	98,49	0,5	3,1	96,63	3,0
2005 : 1	98,70	0,2	4,2	96,96	3,1
2	97,03	-1,7	3,2	97,21	3,2
3	99,50	2,5	2,9	97,44	3,2
4	100,30	0,8	3,3	97,71	3,2
5	100,67	0,4	3,2	97,97	3,2
6	100,45	-0,2	3,2	98,23	3,2
7	99,14	-1,3	3,9	98,54	3,3
8	98,56	-0,6	3,6	98,83	3,3
9	100,88	2,4	3,8	99,13	3,4
10	101,54	0,7	3,7	99,44	3,4
11	101,32	-0,2	3,4	99,72	3,5
12	101,90	0,6	3,5	100,00	3,5
2006 : 1	101,67	-0,2	3,0	100,25	3,4
2	100,07	-1,6	3,1	100,50	3,4
3	102,82	2,7	3,3	100,78	3,4
4	103,84	1,0	3,5	101,07	3,4
5	103,96	0,1	3,3	101,35	3,4
6	103,90	-0,1	3,4	101,63	3,5
7	103,02	-0,8	3,9	101,96	3,5
8	101,96	-1,0	3,4	102,24	3,5
9	104,05	2,0	3,1	102,50	3,4
10	104,73	0,7	3,1	102,77	3,4
11	104,57	-0,2	3,2	103,04	3,3
12	105,16	0,6	3,2	103,31	3,3

Πηγή: Γενική Γραμματεία Στατιστικής Υπηρεσίας της Ελλάδας

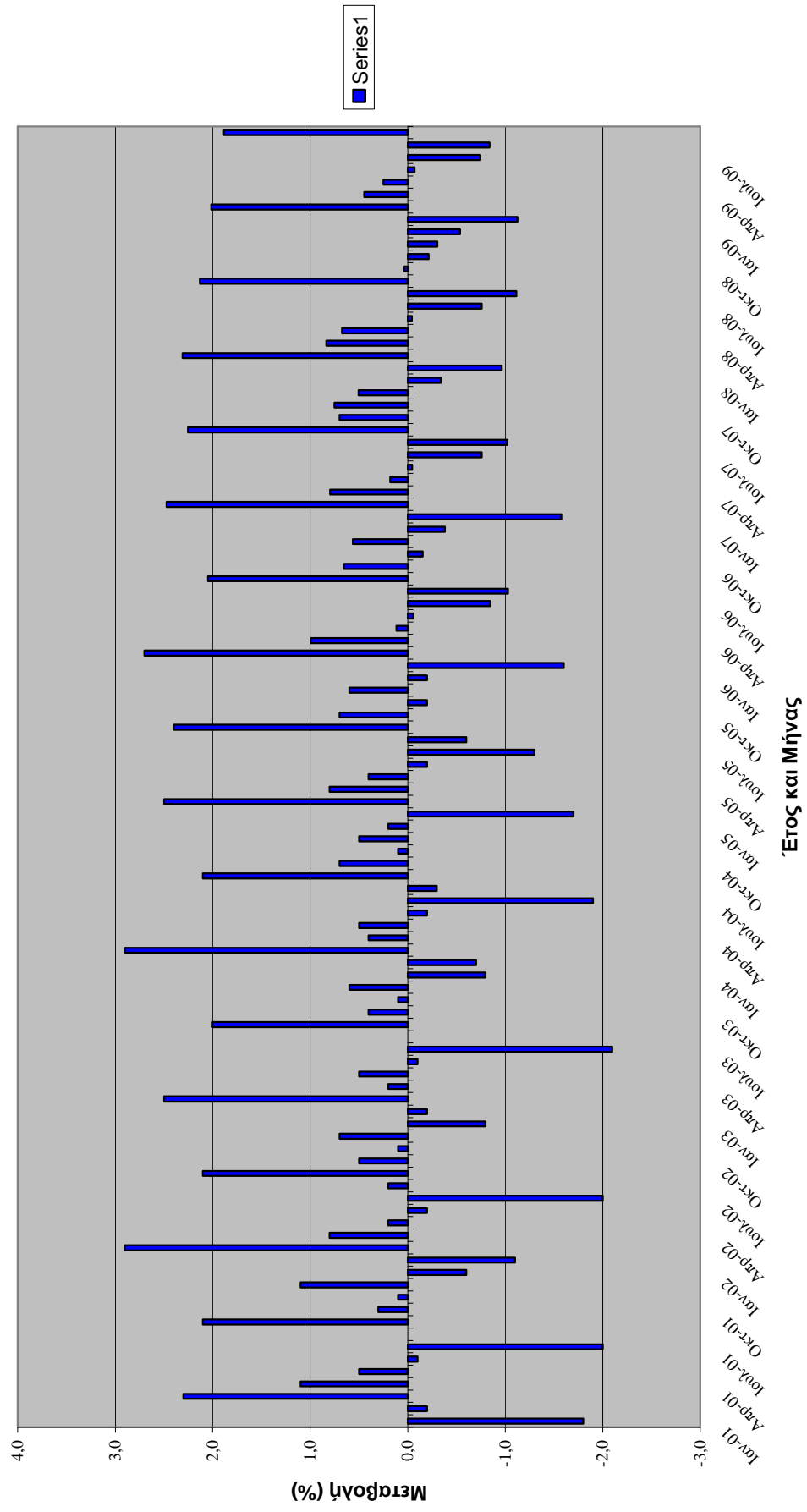
Έτος και μήνας	Γενικός Εν. ΔTK	Μεταβολή % από μήνα σε μήνα	Μεταβολή % με αντίστοιχο δείκτη προηγούμενου έτους	Μέσος δείκτης δωδεκαμήνου	Μεταβολή % μέσου δείκτη δωδεκαμήνου με αντίστοιχο δείκτη προηγούμενου δωδεκαμήνου	
2007 :	1	104,76	-0,4	3,0	103,57	3,3
	2	103,11	-1,6	3,0	103,82	3,3
	3	105,66	2,5	2,8	104,06	3,3
	4	106,50	0,8	2,6	104,28	3,2
	5	106,69	0,2	2,6	104,51	3,1
	6	106,64	0,0	2,6	104,74	3,1
	7	105,83	-0,8	2,7	104,97	3,0
	8	104,75	-1,0	2,7	105,20	2,9
	9	107,11	2,3	2,9	105,46	2,9
	10	107,86	0,7	3,0	105,72	2,9
	11	108,67	0,8	3,9	106,06	2,9
	12	109,22	0,5	3,9	106,40	3,0
2008 :	1	108,85	-0,3	3,9	106,74	3,1
	2	107,80	-1,0	4,5	107,13	3,2
	3	110,29	2,3	4,4	107,52	3,3
	4	111,21	0,8	4,4	107,91	3,5
	5	111,96	0,7	4,9	108,35	3,7
	6	111,91	0,0	4,9	108,79	3,9
	7	111,06	-0,8	4,9	109,22	4,1
	8	109,82	-1,1	4,8	109,65	4,2
	9	112,16	2,1	4,7	110,07	4,4
	10	112,20	0,0	4,0	110,43	4,5
	11	111,96	-0,2	3,0	110,70	4,4
	12	111,62	-0,3	2,2	110,90	4,2
2009 :	1	111,02	-0,5	2,0	111,08	4,1
	2	109,77	-1,1	1,8	111,25	3,8
	3	111,98	2,0	1,5	111,39	3,6
	4	112,48	0,4	1,1	111,50	3,3
	5	112,76	0,2	0,7	111,56	3,0
	6	112,68	-0,1	0,7	111,63	2,6
	7	111,84	-0,7	0,7	111,69	2,3
	8	110,90	-0,8	1,0	111,78	1,9
	9	112,99	1,9	0,7	111,85	1,6

Πηγή: Γενική Γραμματεία Στατιστικής Υπηρεσίας της Ελλάδας

# Γενικός Εν.ΔΤΚ



**Μεταβολή του Εν.ΔΤΚ (%)**



## Πίνακας Επιτοκίων της ΕΚΤ

Χρονιά	Ημερομηνία	Επιτόκιο Καταθέσεων	Επιτόκιο Χορηγήσεων
1999	1-Ιαν	2	4,25
	4-Ιαν	2,75	4,5
	22-Ιαν	2	4,75
	9-Απρ	1,5	5,25
	5-Νοε	2	5,25
2000	4-Φεβ	2,25	5,5
	17-Μαρ	2,5	5,75
	28-Απρ	2,75	5,5
	9-Ιουν	3,25	5,75
	28-Ιουν	3,25	5,5
	1-Σεπ	3,5	5,25
	6-Οκτ	3,75	4,75
2001	11-Μαΐ	3,5	4,25
	31-Αυγ	3,25	3,75
	18-Σεπ	2,75	3,5
2001	9-Νοε	2,25	3
2002	6-Δεκ	1,75	3,25
2003	7-Μαρ	1,5	3,5
2005	6-Ιαν	1	3
	6-Δεκ	1,25	3,25
2006	8-Μαρ	1,5	3,5
	15-Ιουν	1,75	3,75
	9-Αυγ	2	4
	11-Οκτ	2,25	4,25
	13-Δεκ	2,5	4,5
2007	14-Μαρ	2,75	4,75
	13-Ιουν	3	5
2008	9-Ιουλ	3,25	5,25
	8-Οκτ	2,75	4,75
	9-Οκτ	3,25	4,25
	15-Οκτ	3,25	4,25
	12-Νοε	2,75	3,75
	10-Δεκ	2	3
2009	21-Ιαν	1	3
	11-Μαρ	0,5	2,5
	8-Απρ	0,25	2,25
	13-Μαΐ	0,25	1,75



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### Ελληνική

**Αλεξιάκη Π.**, 1994, *Ευρωπαϊκή και Οικονομική Ένωση*, Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα

**Άλκης Ν. Αναγνωστόπουλος**, 2005, “*Εμπορικό Δίκαιο*”, Εκδόσεις ΔΚ, Πάτρα

**Αργεΐτης Γ.**, 2002, “*Παγκοσμιοποίηση - ΟΝΕ & Οικονομική Προσαρμογή*”, Εκδόσεις ΤΥΠΟΘΗΤΟ, Αθήνα

**Βορίδης Η.- Αγγελοπούλου Ε.- Σκοτίδα Ι.**, 2003, “*Η Νομισματική πολιτική μέσα από τα κείμενα της ΤτΕ 1999 - 2000*”, *Οικ. Δελτίο, ΤτΕ.*, τεύχος 20

**Ζόνζηλος Ν.**, 2001, “*Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής*”, *Οικ. Δελτίο Τ.Ε.*, τεύχος 18

**Θεοδωρόπουλος Σ.**, 1997, *Ευρωπαϊκή Οικονομική Ολοκλήρωση*, Εκδόσεις ΣΤΑΜΟΥΛΗ, Αθήνα

**Κατσέλη Α. – Μαγούλα Χ.**, 2005, *Μακροοικονομική Ανάλυση & Ελληνική Οικονομία*, Εκδόσεις ΤΥΠΩΘΕΤΟ, Αθήνα

**Δρ. Π. Α. Κιόχος – Δρ. Γ. Δ. Παπανικολάου**, 2000, “*Χρήμα – Πίστη – Τράπεζες*”, Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, Αθήνα

**Κυριακόπουλος Π. - Μόσχος Δ. - Φιλιππίδης Α.**, 1995, “*Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής από την τράπεζα της Ελλάδος*”, *Οικ. Δελτίο, Τ.Ε.*, τεύχος 6

**Μουρμούλας Ι.**, 2003, *Νέες προκλήσεις της οικονομικής πολιτικής στην εποχή του ευρώ*, Εκδόσεις ΚΡΙΤΙΚΗ, Αθήνα

**Σαχινίδης Γ.**, 2006, “*Το Συναλλαγματικό καθεστώς στην Ελλάδα: Από την πρόσδεση της δραχμής στο δολάριο μέχρι την ΟΝΕ*”, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα

**Τσακαλογιάννης Π.**, 2000, *Ευρώ και ευρωπαϊκή πολιτική ολοκλήρωση*, Εκδόσεις ΣΤΑΜΟΥΛΗ, Αθήνα

**Χαρδούβελης Γ.**, 1998, “*ΟΝΕ, πόσο δύσκολη η επίτευξη των κριτηρίων εισόδου για την Ελλάδα*”, *Δελτίο Δ τριμήνου, ΕΕΤ*

## Ξένη

**De Grauwe P.**, 2003, “*Τα οικονομικά της νομισματικής ένωσης*”, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ, Αθήνα

**Mankiw N. G.**, 2001, “*Μακροοικονομική θεωρία*”, Εκδόσεις GUTENBERG, Αθήνα

## Ειδικές Εκδόσεις και Εργασίες

**Ένωση Ελληνικών Τραπεζών**, 1998, “*Το πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής & συν/κής πολιτικής*”, Αθήνα

**Ένωση Ελληνικών Τραπεζών**, 1998, “*Ευρώ – Οι προσαρμογές και επιπτώσεις στο ελληνικό τραπεζικό τομέα από την Οικονομική και Νομισματική Ένωση και την εισαγωγή του ευρώ*” Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα

**Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα**, “*Ετήσια έκθεση 2007*”, ΕΕΤ, Αθήνα

**Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα**, 2009, “*Μηνιαίο Δελτίο Μαρτίου*”, Αθήνα

**Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα**, 2008, “*Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στην ζώνη του ευρώ*”

**Eurobank EFG Δρ. Αναστασάτος Τάσος**, 2009, “*Η ελληνική νομισματική πολιτική και τα διδάγματα για της χώρες της Νέας Ευρώπης*”, Αθήνα

**Τράπεζα Ελλάδος**, “*Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος*”, 2000, Έκδοση Θ’, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 2000, “*Έκθεση του Διοικητή*”, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 2001, “*Έκθεση του Διοικητή*”, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 2002, “*Νομισματική πολιτική*”, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 2003, “*Έκθεση του Διοικητή*”, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 2004, “*Έκθεση του Διοικητή*”, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 2005, “*Έκθεση του Διοικητή 2005*”, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 2006, “*Νομισματική πολιτική 2006*”, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 1995, “*Οικονομικό Δελτίο*”, τεύχος 5, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 1995, “*Οικονομικό Δελτίο*”, τεύχος 6, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 2000, “*Οικονομικό Δελτίο*”, τεύχος 15, Αθήνα

**Τράπεζα της Ελλάδος**, 2001, “*Οικονομικό Δελτίο*”, τεύχος 18, Αθήνα

Τράπεζα της Ελλάδος, 2003, “Οικονομικό Δελτίο”, τεύχος 20, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2007, “Οικονομικό Δελτίο”, τεύχος 28, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2007, “Οικονομικό Δελτίο”, τεύχος 29, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2008, “Οικονομικό Δελτίο”, τεύχος 30, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2008, “Οικονομικό Δελτίο”, τεύχος 31, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2009 “Οικονομικό Δελτίο”, τεύχος 32, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2006, “Νομισματική Πολιτική 2005-2006”, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2007, “Νομισματική Πολιτική 2006-2007”, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2008, “Νομισματική Πολιτική 2007-2008”, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2009, “Νομισματική Πολιτική 2008-2009”, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2009, “Η Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική 2008-2009”, Αθήνα  
Τράπεζα της Ελλάδος, 2002, “Οικονομικές Επιδόσεις & Προοπτικές της Ελλάδος”, the Brookings Institution, Αθήνα

### Ιστοσελίδες

Τράπεζα της Ελλάδος: [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

Ευρωπαϊκή Ένωση: [www.eu.int](http://www.eu.int)

Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας: [www.mnec.gr](http://www.mnec.gr)

Εθνική Στατιστική Υπηρεσία: [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr)

Ελληνική Ένωση Τραπεζών: [www.hba.gr](http://www.hba.gr)

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών: [www.eueb.gr](http://www.eueb.gr)