

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ (LLM)

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Ανδρέας Τσεκούρας, Δ.Τ.: 807245

Αρ. φοιτητικής ταυτότητας: 1133407988

Δεκέμβριος, 2014

Ευχαριστίες

Στο σημείο αυτό είναι υποχρέωσή μου να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. **Κωνσταντίνο Αθανασόπουλο** για την πολύτιμη καθοδήγησή και ανεκτικότητα του.

Επιπρόσθετα, οφείλω να αφιερώσω την μεταπτυχιακή μου μελέτη στην οικογένειά μου που μου συμπαραστάθηκε όλα αυτά τα χρόνια των σπουδών μου.

Περίληψη:-

Η παγκόσμια οικονομία έχει διανύσει την τελευταία τετραετία την μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση από τη δεκαετία του ’30. Η τρέχουσα κρίση ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007, με το σκάσιμο μιας κερδοσκοπικής φούσκας σε ένα τμήμα της αγοράς ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ, η οποία συνοδεύτηκε από στεγαστική φούσκα και στη συνέχεια είδαμε να εκφυλίζεται σε πλανητική τραπεζική κρίση προκαλώντας απόλυτο χάος στο διεθνή χρηματοπιστωτικό χώρο.

Σκοπός λοιπόν της παρούσας μεταπτυχιακής διπλωματικής εργασίας είναι να μελετηθεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ενώ παράλληλα θα γίνει παρουσίαση της, ως θεσμικό όργανο της ΕΕ. Θα αναλυθούν η δομή, ο σκοπός καθώς και οι αρμοδιότητές της για τη χάραξη και την εφαρμογή της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής της Ένωσης.

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

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

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

Abstract:-

The global economy has come in the last four years the biggest financial and economic crisis since the 30s. The current crisis broke out in August 2007, with the bursting of a speculative bubble in a segment of US mortgage, which was accompanied by a housing bubble and then saw degenerates into global banking crisis causing absolute chaos in international finance.

Therefore, the aim of this dissertation is to study the European Central Bank while i will show, as an EU institution. It will analyze the structure, purpose and the responsibilities for the formulation and implementation of economic and monetary policy the Union.

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

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

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

Ευρετήριο συντομεύσεων

ΑΕΠ: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

ΔΝΤ: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

ΕΕ: Ευρωπαϊκή Ένωση

ΕθνΚΤ: Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες

ΕΚΤ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΕνΔΤΚ: Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή

ΕΝΜ: Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα

ΕΝΣ: Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα

ΕΟΚ: Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα

ΕΠΥ: Επαυξημένη Πιστωτική Υποστήριξη

ΕΣΚΤ: Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών

ΜΣΙ: Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

ΟΝΕ: Οικονομική και Νομισματική Ένωση

ΟΝΣ: Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές

ΟΟΣΑ: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης

ΣΑΣ: Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας

ΤΔΔ: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών

ΤτΕ: Τράπεζα της Ελλάδος

CBPP: Covered Bond Purchase Programme

ECB: European Central Bank

ECU: European Currency Unit

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

Πίνακας Περιεχομένων

1. Εισαγωγή 8

1.1 Σκοπός 8-9

1.2 Αρμοδιότητες 9

1.3 Δομή 9-10

1.4 Καθήκοντα 10

1.5 Στόχοι 10-11

1.6 Βασικά καθήκοντα 11

1.7 Περαιτέρω καθήκοντα 12

1.7.1 Τραπεζογραμμάτια 12

1.7.2 Στατιστικά στοιχεία 12-13

1.7.3 Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εποπτεία 13-15

1.8 Τα μέσα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας 15

1.8.1 Πράξεις ανοικτής αγοράς 15-17

1.8.2 Πάγιες διευκολύνσεις 17

1.8.3 Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά 18

2. Το θεσμικό πλαίσιο και τα θεσμικά όργανα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης 18-21

2.1 Το νομικό πλαίσιο για την εισαγωγή του Ευρώ 21-22

2.2 Το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών (ΕΣΚΤ) και το Ευρωσύστημα 22

2.3 Η Οικονομική και δημοσιονομική Επιτροπή 22

2.4 Η ομάδα του ευρώ 23

2.5 Το Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων (Ecofin) 23

3. Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας 24

3.1 Ο ρόλος της Στρατηγικής Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας 24-25

3.2 Η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων 25

3.2.1 Η Νομισματική Ανάλυση 25-26

3.2.2 Οικονομική Ανάλυση 26-27

3.2.3 Διασταύρωση πληροφοριών από τους δύο πυλώνες 28

4. Πεδίο και έκταση της Νομισματικής Πολιτικής 29

4.1 Βραχυπρόθεσμη επιρροή της Νομισματικής Πολιτικής 29

4.2 Μακροπρόθεσμη επιρροή της Νομισματικής Πολιτικής 30-31

4.3 Πληθωρισμός: ένα νομισματικό φαινόμενο 31

5. Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής 32-34

6. Μεταβολές μετά τη Χρηματοοικονομική κρίση του 2007 35

6.1 Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης .. 35-48

7. Συμπεράσματα / Επίλογος 49-51

Βιβλίογραφία 52-55

1. Εισαγωγή:-

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

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

Εδρεύει στη Φρανκφούρτη της Γερμανίας, διαχειρίζεται το ευρώ, δηλαδή το ενιαίο νόμισμα της ΕΕ, και διαφυλάσσει τη σταθερότητα των τιμών στην ΕΕ. Είναι επίσης αρμόδια για τη χάραξη και την εφαρμογή της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής της Ένωσης. Είναι ένας νεοσύστατος θεσμός της Ευρωπαϊκής Ένωσης που λειτουργεί πλήρως από τον Ιανουάριο του 1999.

1.1 Σκοπός:-

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είναι ένα από τα θεσμικά όργανα της ΕΕ. Κύριοι στόχοι της είναι:

- Η διαφύλαξη της σταθερότητας των τιμών (μέσω της διατήρησης του πληθωρισμού υπό έλεγχο), ιδίως σε χώρες που χρησιμοποιούν το ευρώ,
- Η διαφύλαξη της σταθερότητας του δημοσιονομικού συστήματος– διασφαλίζοντας την κατάλληλη εποπτεία των κεφαλαιαγορών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Η ΕΚΤ συνεργάζεται με τις Κεντρικές Τράπεζες και των 28 κρατών μελών της ΕΕ, στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ).

Ηγείται επίσης της στενής συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών της ευρωζώνης, δηλαδή των 18 χωρών της ΕΕ που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Η συνεργασία στο πλαίσιο αυτής της μικρότερης ομάδας τραπεζών αποκαλείται "ευρωσύστημα".

1.2 Αρμοδιότητες:-

Στις αρμοδιότητες της ΕΚΤ συγκαταλέγονται οι εξής:

- Καθορισμός βασικών επιτοκίων για την ευρωζώνη και ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος
- Διαχείριση των συναλλαγματικών αποθεματικών της ευρωζώνης και η αγορά ή πώληση νομισμάτων όταν κρίνεται αναγκαία για τη διατήρηση της ισορροπίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών
- Συμβολή στη διασφάλιση της κατάλληλης εποπτείας των κεφαλαιαγορών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τις εθνικές αρχές, καθώς και της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών
- Παροχή άδειας στις κεντρικές τράπεζες της ευρωζώνης να εκδίδουν χαρτονομίσματα του ευρώ
- Παρακολούθηση των τάσεων των τιμών και η αξιολόγηση του κινδύνου που αυτές συνεπάγονται για τη σταθερότητα των τιμών στην ευρωζώνη.

1.3 Δομή:-

Τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ είναι τα εξής:

- **Εκτελεστική Επιτροπή**, η οποία παρακολουθεί τη διαχείριση των τρεχουσών υποθέσεων της τράπεζας. Απαρτίζεται από 6 μέλη (1 πρόεδρο, 1 αντιπρόεδρο και 4 άλλα μέλη) που διορίζονται για 8 χρόνια από τους ηγέτες των χωρών της ευρωζώνης.

- **Διοικητικό Συμβούλιο**, το οποίο διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική της ευρωζώνης και καθορίζει τα επιτόκια δανεισμού που επιβάλλει η ΕΚΤ στις εμπορικές τράπεζες. Απαρτίζεται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και από τους διοικητές των 18 κεντρικών τραπεζών των χωρών της ευρωζώνης.

- **Γενικό Συμβούλιο**, το οποίο συμμετέχει στις συμβουλευτικές και συντονιστικές λειτουργίες της ΕΚΤ και στην προετοιμασία της προσχώρησης νέων χωρών στην ευρωζώνη. Απαρτίζεται από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών και των 28 κρατών μελών της ΕΕ.

Η ΕΚΤ είναι απολύτως ανεξάρτητη. Η Τράπεζα, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες του ευρωσυστήματος, αλλά και όλα τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεών τους δεν μπορούν να ζητούν ή να δέχονται υποδείξεις από οποιονδήποτε άλλον οργανισμό. Όλα τα θεσμικά όργανα της ΕΕ και οι εθνικές κυβερνήσεις οφείλουν επίσης να σέβονται αυτήν την αρχή.

1.4 Καθήκοντα:-

Τα καθήκοντα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και του Ευρωσυστήματος καθορίζονται στη Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και προσδιορίζονται στο Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Το καταστατικό είναι πρωτόκολλο προσαρτημένο στη Συνθήκη.

Η Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναφέρεται γενικώς στο ΕΣΚΤ και όχι στο Ευρωσύστημα, καθώς το κείμενο αυτό συντάχθηκε βάσει του συλλογισμού ότι όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ θα υιοθετήσουν τελικά το ευρώ. Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) των κρατών μελών της ΕΕ που έχουν ως νόμισμα το ευρώ, ενώ το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ όλων των κρατών μελών (άρθρο 282 παράγραφος 1 της Συνθήκης). Όσο υπάρχουν κράτη μέλη της ΕΕ τα οποία δεν έχουν ως νόμισμα το ευρώ, θα πρέπει να γίνεται διάκριση μεταξύ του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ.

1.5 Στόχοι:-

Το άρθρο 127 παράγραφος 1 της Συνθήκης ορίζει τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος ως εξής:

"Πρωταρχικός στόχος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών […] είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών".

Και συνεχίζει ως εξής: "Με την επιφύλαξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Ένωση, προκειμένου να συμβάλει στην υλοποίηση των στόχων της Ένωσης, που ορίζονται στο άρθρο 3 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση."

Η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει πολλαπλούς στόχους (άρθρο 3 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση), οι οποίοι περιλαμβάνουν την αειφόρο ανάπτυξη της Ευρώπης με γνώμονα την ισόρροπη οικονομική ανάπτυξη και τη σταθερότητα των τιμών, καθώς και την άκρως ανταγωνιστική κοινωνική οικονομία της αγοράς, με στόχο την πλήρη απασχόληση και την κοινωνική πρόοδο. Συνεπώς, η σταθερότητα των τιμών δεν αποτελεί μόνο πρωταρχικό στόχο της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, αλλά και στόχο του συνόλου της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έτσι, η Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση ορίζουν σαφώς ιεραρχημένους σκοπούς για το Ευρωσύστημα, καθιστώντας σαφές ότι η σταθερότητα των τιμών είναι η σημαντικότερη συμβολή της νομισματικής πολιτικής στην επίτευξη ευνοϊκού οικονομικού περιβάλλοντος και υψηλού επιπέδου απασχόλησης.

1.6 Βασικά καθήκοντα:-

Σύμφωνα με το άρθρο 127 παράγραφος 2 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα βασικά καθήκοντα του Ευρωσυστήματος είναι:

- η χάραξη και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής για τη ζώνη του ευρώ,
- η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος,
- η κατοχή και η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών της ζώνης του ευρώ (διαχείρηση χαρτοφυλακίων),
- η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών.

Επιπλέον, σύμφωνα με το άρθρο 127 παράγραφος 6 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1024/2013 του Συμβουλίου (ο «κανονισμός για τον ΕΕΜ»), η ΕΚΤ έχει την αρμοδιότητα για συγκεκριμένα καθήκοντα που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία είναι εγκατεστημένα σε συμμετέχοντα κράτη μέλη. Εκτελεί τα καθήκοντα αυτά στο πλαίσιο Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού αποτελουμένου από την ΕΚΤ και τις αρμόδιες εθνικές αρχές.

1.7 Περαιτέρω καθήκοντα:-

- ***1.7.1 Τραπεζογραμμάτια*:** η ΕΚΤ διατηρεί το αποκλειστικό δικαίωμα να εγκρίνει την έκδοση τραπεζογραμματίων εντός της ζώνης του ευρώ. Από νομική άποψη, δικαίωμα έκδοσης τραπεζογραμματίων ευρώ έχουν τόσο η ΕΚΤ όσο και οι ΕθνΚΤ. Στην πράξη όμως, μόνο οι ΕθνΚΤ εκδίδουν και αποσύρουν από την κυκλοφορία τα τραπεζογραμμάτια ευρώ. Η ΕΚΤ δεν διαθέτει ταμεία και δεν διενεργεί ταμειακές συναλλαγές. Όσον αφορά τα κέρματα ευρώ, οι μόνοι νόμιμοι εκδότες είναι οι χώρες της ζώνης του ευρώ. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συντονίζει όλα τα θέματα που αφορούν τα κέρματα σε επίπεδο ζώνης ευρώ.

  Αρμοδιότητα της ΕΚΤ είναι η επίβλεψη των δραστηριοτήτων των ΕθνΚΤ και η προώθηση της περαιτέρω εναρμόνισης των υπηρεσιών ταμειακών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ, ενώ οι ΕθνΚΤ είναι αρμόδιες για τη λειτουργία των συστημάτων διανομής χρήματος στις χώρες τους. Οι ΕθνΚΤ θέτουν σε κυκλοφορία τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα μέσω του τραπεζικού συστήματος και, σε μικρότερο βαθμό, του λιανικού εμπορίου. Η ΕΚΤ δεν μπορεί να εκτελέσει αυτές τις εργασίες, καθώς δεν διαθέτει αντίστοιχες τεχνικές υπηρεσίες (μονάδες διανομής, μονάδες επεξεργασίας τραπεζογραμματίων, θησαυροφυλάκια, κ.λπ.).

- ***1.7.2 Στατιστικά στοιχεία*:** σε συνεργασία με τις ΕθνΚΤ, η ΕΚΤ συλλέγει τις στατιστικές πληροφορίες που είναι αναγκαίες για την εκπλήρωση των καθηκόντων του ΕΣΚΤ, είτε από τις εθνικές αρχές είτε απευθείας από οικονομικούς φορείς.

  Με την κατάρτιση στατιστικών στοιχείων, η ΕΚΤ αποσκοπεί στην παροχή όλων των δεδομένων που είναι απαραίτητα για την εκπλήρωση των καθηκόντων του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών. Μολονότι η βασική αποστολή είναι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής για τη ζώνη του ευρώ, τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ χρησιμεύουν επίσης στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου για τη μακροπροληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επιπλέον, η ΕΚΤ καθιστά διαθέσιμα τα εν λόγω στατιστικά στοιχεία, καθώς και τις πληροφορίες βάσει των οποίων καταρτίζονται, τόσο στο ευρύ κοινό όσο και στους συμμετέχοντες στην αγορά.

Οι αρμοδιότητες της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (δηλ. της Eurostat) όσον αφορά την κατάρτιση οικονομικών και χρηματοπιστωτικών στατιστικών στοιχείων σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν καθοριστεί με μνημόνιο συνεννόησης:

- η ΕΚΤ έχει την κύρια ευθύνη για την κατάρτιση νομισματικών και χρηματοπιστωτικών στατιστικών στοιχείων, στατιστικών στοιχείων για τα διεθνή διαθέσιμα του Ευρωσυστήματος και στατιστικών στοιχείων για τις ονομαστικές και τις πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες του ευρώ·
- η Eurostat έχει την κύρια ευθύνη για τα γενικά οικονομικά στατιστικά στοιχεία·
- η ΕΚΤ και η Eurostat φέρουν από κοινού την ευθύνη για τα στατιστικά στοιχεία που αφορούν το ισοζύγιο πληρωμών και τους χρηματοπιστωτικούς και μη χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς ανά θεσμικό τομέα.

❖ ***1.7.3 Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εποπτεία:*** το Ευρωσύστημα συμβάλλει στην ομαλή άσκηση πολιτικών που προωθούν οι αρμόδιες αρχές αναφορικά με την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα διαδραματίζει καίριο ρόλο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα και την οικονομία ως σύνολο, όπως δείχνει η τρέχουσα κρίση. Και καθώς σήμερα όλο και πιο πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δραστηριοποιούνται σε δύο ή περισσότερες χώρες ή ηπείρους, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική σταθερότητα έχει γίνει ακόμη πιο σημαντική.

Πίνακας 1: Λειτουργίες των χρηματοπιστωτικών συστημάτων



- ***Συνεργασία σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο:*** η ΕΚΤ διατηρεί σχέσεις συνεργασίας με αντίστοιχα όργανα, οργανισμούς και φορείς εντός της ΕΕ, αλλά και διεθνώς, σχετικά με τα καθήκοντα που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα.

  Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις διεθνείς οικονομικές και χρηματοπιστωτικές σχέσεις. Είναι το θεσμικό όργανο που ασκεί τη νομισματική πολιτική για τη ζώνη του ευρώ και αποτελεί, μαζί με τις κεντρικές τράπεζες των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ, το Ευρωσύστημα. Εγκρίνει την έκδοση του δεύτερου πιο διαδεδομένου νομίσματος στον κόσμο.

  Το ευρώ αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της παγκόσμιας οικονομίας. Η ευημερία και οι προοπτικές της ζώνης του ευρώ εξαρτώνται από το διεθνές περιβάλλον. Επομένως, η καλή γνώση της παγκόσμιας οικονομίας είναι ουσιώδης για τη χάραξη οικονομικών πολιτικών στη ζώνη του ευρώ που εγγυώνται τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και προάγουν την ευημερία. Οι οικονομικές εξελίξεις και πολιτικές στη ζώνη του ευρώ μπορούν να επηρεάσουν με τη σειρά τους την παγκόσμια οικονομία, για παράδειγμα μέσω των εμπορικών συναλλαγών, των επιτοκίων, των κεφαλαιακών ροών και των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η ΕΚΤ ασκεί πολύ μεγάλη επιρροή σε παγκόσμιο επίπεδο, επειδή είναι η κεντρική τράπεζα της δεύτερης μεγαλύτερης οικονομίας του κόσμου και μέρος του Ευρωσυστήματος και επειδή εκδίδει το δεύτερο πιο διαδεδομένο νόμισμα παγκοσμίως.

1.8 Τα μέσα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας:-

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

1.8.1 Πράξεις ανοικτής αγοράς

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς παίζουν σημαντικό ρόλο στη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος και αποσκοπούν στον επηρεασμό των επιτοκίων, τη διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά και τη σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Το Ευρωσύστημα διαθέτει πέντε είδη μέσων για τη διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς. Το σπουδαιότερο μέσο είναι οι αντιστρεπτέες συναλλαγές (πράξεις βάσει συμφωνιών επαναγοράς ή δάνεια έναντι ενεχύρου). Το Ευρωσύστημα δύναται ακόμη να χρησιμοποιεί οριστικές συναλλαγές, την έκδοση πιστοποιητικών χρέους**,** πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων και την αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας**.**

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς διενεργούνται με πρωτοβουλία της ΕΚΤ, η οποία αποφασίζει επίσης με ποιο μέσο και υπό ποιους όρους και προϋποθέσεις θα εκτελεστούν. Εκτελούνται με τακτικές δημοπρασίες, με έκτακτες δημοπρασίες ή με διμερείς διαδικασίες. Με βάση το σκοπό τους, το αν διενεργούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα ή εκτάκτως και τις διαδικασίες τους, οι πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες:

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

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

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

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

1.8.2 Πάγιες διευκολύνσεις

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

- Οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν τη ***διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης*** για να αποκτούν ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες έναντι ασφάλειας με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων. Υπό κανονικές συνθήκες, η πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στη διευκόλυνση δεν υπόκειται σε ποσοτικούς ή άλλους περιορισμούς, εκτός από την υποχρέωση να παρέχουν ως ασφάλεια επαρκή περιουσιακά στοιχεία. Το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης συνήθως οριοθετεί προς τα άνω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας.

- Οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν τη ***διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων*** για να πραγματοποιούν καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Υπό κανονικές συνθήκες, η πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στη διευκόλυνση δεν υπόκειται σε ποσοτικούς ή άλλους περιορισμούς. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων συνήθως οριοθετεί προς τα κάτω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας.

1.8.3 Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά

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

2. Το θεσμικό πλαίσιο και τα θεσμικά όργανα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης:-

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

Πίνακας 2.1: τα τρία στάδια της οικονομικής και νομισματικής ένωσης

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

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

Το δεύτερο στάδιο ξεκίνησε την 1η Ιανουαρίου 1994. Δημιουργήθηκε ένα νέος θεσμός, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ινστιτούτο (ΕΝΙ). Αυτό λειτούργησε μόνο κατά το δεύτερο στάδιο και κατά μία έννοια ήταν ο προπομπός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Οι λειτουργίες του ήταν περιορισμένες και αποσκοπούσαν κυρίως στην ενδυνάμωση της νομισματικής συνεργασίας ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες των διαφόρων χωρών.

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

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

- Από την 1η Ιανουαρίου 1999 έως την 31η Δεκεμβρίου 2001, τα εθνικά νομίσματα συνεχίζουν να βρίσκονται σε κυκλοφορία παράλληλα με το ευρώ, αν και με αμετάκλητα σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ωστόσο, οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιούν το ευρώ για όλες τις διατραπεζικές τους συναλλαγές. Οι ιδιώτες έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν το εθνικό τους νόμισμα, αλλά και να ανοίγουν λογαριασμούς σε ευρώ. (Να σημειωθεί ότι στη διάρκεια αυτής της περιόδου το ευρώ δεν υφίσταται με τη μορφή τραπεζογραμματίων και κερμάτων). Επιπλέον, όλες οι συναλλαγές ανάμεσα στην ΕΚΤ και στις εμπορικές τράπεζες γίνονται σε ευρώ. Τέλος, οι νέες εκδόσεις κρατικών ομολόγων γίνονται σε ευρώ και όχι σε εθνικά νομίσματα.

- Στο διάστημα από 1η Ιανουαρίου μέχρι 1η Ιουλίου 2002 το ευρώ θα αντικαταστήσει τα εθνικά νομίσματα, τα οποία θα χάσουν την αξία τους. Γι' αυτό στη διάρκεια αυτής της περιόδου θα οργανωθεί μια νομισματική μεταρρύθμιση.

- Από την 1η Ιουλίου 2002 και μετά, θα γίνει πράξη η νομισματική ένωση στην οποία το ευρώ θα είναι το μοναδικό νόμισμα που διαχειρίζεται μια κεντρική τράπεζα, η ΕΚΤ.

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

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

- το νομικό καθεστώς του ενιαίου νομίσματος, του Ευρώ,

- την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής από τα κράτη-μέλη μετά την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ, και

- τη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών[2].

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

---

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

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

2.1 Το νομικό πλαίσιο για την εισαγωγή του Ευρώ

Το νομικό πλαίσιο για την εισαγωγή του ευρώ στηρίζεται, εκτός από τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, κυρίως σε δυο πυλώνες[3], τον Κανονισμό (ΕΚ) 1103/97 του Συμβουλίου της 17.6.1997 και τον Κανονισμό (ΕΚ) 974/98 του Συμβουλίου της 3.5.1998.

Στον Κανονισμό 1103/97 "σχετικά με ορισμένες διατάξεις που αφορούν την εισαγωγή του ευρώ" ορίζεται μεταξύ άλλων ότι την 1 η Ιανουαρίου 1999 το ευρώ θα καταστεί αυτοτελές νόμισμα και θα αντικαταστήσει το ECU χωρίς να μεταβάλει την εξωτερική ισοτιμία του τελευταίου (δηλαδή τη σχέση 1 ευρώ =1 ECU, ότι η καθιέρωση του ευρώ δεν μεταβάλλει τους όρους των νομικών πράξεων ούτε απαλλάσσει ούτε δικαιολογεί τη μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από νομικές πράξεις, ούτε παρέχει μονομερώς το δικαίωμα σε ένα συμβαλλόμενο να μεταβάλει ή να καταργήσει μια νομική πράξη (αρχή της συνέχειας των συμβάσεων). Επίσης περιλαμβάνονται και οι κανόνες που διέπουν τις μετατροπές από ευρώ σε εθνικές νομισματικές μονάδες και αντίστροφα[4].

Ο Κανονισμός 974/98 "για την εισαγωγή του ευρώ" ορίζει ότι το ευρώ είναι από την 1η Ιανουαρίου 1999 το νόμισμα των συμμετεχόντων στη νομισματική ένωση κρατών-μελών. Νομισματική μονάδα είναι το ένα ευρώ, το οποίο υποδιαιρείται σε εκατό λεπτά. Το ευρώ υποδιαιρείται και στις εθνικές νομισματικές μονάδες σύμφωνα με τις τιμές μετατροπής. Θεσπίζεται η αρχή της μη απαγόρευσης-μη υποχρέωσης για τη χρήση του

---

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

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

ευρώ στις συναλλαγές σε λογιστική μορφή. Τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα ευρώ θα τεθούν σε κυκλοφορία την 1η Ιανουαρίου 2002, ενώ τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα που είναι εκφρασμένα σε εθνικές νομισματικές μονάδες διατηρούν την ιδιότητα του νόμιμου χρήματος και μετά την 1 η Ιανουαρίου 1999.

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

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

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

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

2.3 Η Οικονομική και δημοσιονομική Επιτροπή

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

---

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

2.4 Η ομάδα του ευρώ

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

2.5 Το Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων (Ecofin)

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

3. Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

3.1 Ο ρόλος της Στρατηγικής Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

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

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

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

Τα πιο πάνω στοιχεία, δηλαδή η Νομισματική και η Οικονομική Ανάλυση, θεωρούνται από την ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα τόσο σημαντικά, ώστε να χαρακτηρίζονται στα θεσμικά κείμενα της ΕΕ ως Πυλώνες (Pillars) πάνω στους οποίους βασίζονται ο κεντρικός στόχος που είναι η Σταθερότητα των Τιμών και η Νομισματική Πολιτική που εφαρμόζεται προκειμένου αυτός ο στόχος να επιτευχθεί (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

3.2 Η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων

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

3.2.1 Η Νομισματική Ανάλυση

Η Νομισματική Ανάλυση επικεντρώνεται σε έναν μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, εκμεταλλευόμενη τη μακροχρόνια σχέση μεταξύ χρήματος και τιμών (ΕΚΤ, 2013). Η ΕΚΤ είναι πολύ σαφής ως προς τη μονεταριστική αφετηρία της θέσης της για τον πρωταγωνιστικό ρόλο του χρήματος μέσα στην οικονομία. Πράγματι το M_3[6] ως η προσφορά χρήματος με τον ευρύ ορισμό της, επηρεάζει το επίπεδο τιμών και τη νομισματική σταθερότητα που επιδιώκει η ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Ο μεσομακροπρόθεσμος χαρακτήρας της νομισματικής προοπτικής υποδηλώνει επίσης ότι δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων νομισματικών εξελίξεων και των αποφάσεων Νομισματικής Πολιτικής.

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

---

6 Το M1 (Στενός Ορισμός) ορίζεται ως το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία και των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας. Το M2 (Ενδιάμεσος Ορισμός) περιλαμβάνει το M1, τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο ετών και τις καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών. Το M3 (Ευρύς Ορισμός) περιλαμβάνει το M2, τις συμφωνίες επαναγοράς (repos), τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τα χρεόγραφα διάρκειας έως και δύο ετών (Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Εκπαιδευτικό υλικό, Νομισματική Πολιτική, 2013).

Τέλος, η ανάλυση του χρήματος και των χορηγήσεων μπορεί, υπό ορισμένες συνθήκες, να παρέχει έγκαιρη πληροφόρηση για επικείμενη χρηματοπιστωτικήαστάθεια. Οι πληροφορίες αυτές έχουν σημασία για τη Νομισματική Πολιτική, επειδή η εμφάνιση χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών ή η υπερβολική αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε να λειτουργήσει αποσταθεροποιητικά για την οικονομική δραστηριότητα και, σε τελική ανάλυση, για τις τιμές μεσοπρόθεσμα (ΤτΕ, 2013).

Ορθά λοιπόν η ΕΚΤ χρησιμοποιεί το Μ3 ως μέσο άντλησης πληροφοριών για την πορεία του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα. Εξάλλου έχει αποδειχθεί ότι πολλές υφέσεις ή άνοδοι στην οικονομία είναι συνέπεια της ποσότητας των κεφαλαίων που βρίσκονται στη διάθεση των επενδυτών και ιδίως των πιστώσεων που είναι διαθέσιμες (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

3.2.2 Οικονομική Ανάλυση

Ενώ το χρήμα, το Μ3, θεωρείται ως ο κυριότερος παράγοντας που επηρεάζει τον πληθωρισμό, έχει τη δυνατότητα να επιδρά στο επίπεδο των τιμών μόνομεσομακροπρόθεσμα. Προκειμένου λοιπόν να υπάρχει πρόβλεψη για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών πρέπει η ΕΚΤ να έχει στη διάθεσή της και άλλα στοιχεία που θα τη βοηθούν προς αυτή την κατεύθυνση παρακολουθώντας και ερμηνεύοντας ένα αρκετά μεγάλο πλήθος δεικτών. Τα στοιχεία αυτά τα λαμβάνει μέσω της Οικονομικής Ανάλυσης (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 &2004).

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

ευρώ. Όλοι αυτοί οι παράγοντες είναι χρήσιμοι για την αξιολόγηση της δυναμικής της πραγματικής δραστηριότητας και της πιθανής εξέλιξης των τιμών (Gerdesmeier, 2011).

Στο πλαίσιο της οικονομικής ανάλυσης, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι μακροοικονομικές προβολές[7]. Οι προβολές, που καταρτίζονται από εμπειρογνώμονες, συμβάλλουν στη συγκέντρωση και τη σύμπτυξη μεγάλου αριθμού οικονομικών στοιχείων και διασφαλίζουν τη συνέπεια μεταξύ διαφορετικών πηγών οικονομικών δεδομένων (Δουγέκος, 2008). Κατ' αυτό τον τρόπο, η ΕΚΤ εξετάζει τακτικά την εξέλιξη του συνολικού προϊόντος, τη ζήτηση και τις συνθήκες στις αγορές εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, τη δημοσιονομική πολιτική και το ισοζύγιο πληρωμών για τη Ζώνη του Ευρώ (ΕΚΤ, 2013).

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

[7] Οι προβολές εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος είναι τα αποτελέσματα αναλύσεων που διεξάγονται από εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος, με σκοπό την πρόβλεψη πιθανών μελλοντικών μακροοικονομικών εξελίξεων στη Ζώνη του Ευρώ ως μέρος της Οικονομικής Ανάλυσης.

3.2.3 Διασταύρωση πληροφοριών από τους δύο πυλώνες

Όσον αφορά στις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου για την ενδεδειγμένη κατεύθυνση της Νομισματικής Πολιτικής, η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων επιτρέπει τη διασταύρωση των ενδείξεων που απορρέουν από την πιο βραχυπρόθεσμη Οικονομική Ανάλυση με τις ενδείξεις που απορρέουν από την πιο μακροπρόθεσμη Νομισματική Ανάλυση (ΕΚΤ, 2013). Αυτή η διασταύρωση στοιχείων, μέσα από προσεκτική παρακολούθηση και ανάλυση, εξασφαλίζει ότι η Νομισματική Πολιτική δεν παραβλέπει σημαντικές πληροφορίες σχετικές με την αξιολόγηση μελλοντικών τάσεων των τιμών και δίνει στην ΕΚΤ τη δυνατότητα να διαμορφώνει τα επιτόκιά της στο επίπεδο εκείνο όπου εξυπηρετείται καλύτερα η διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών (ΕΚΤ, 2002).

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

4. Πεδίο και έκταση της Νομισματικής Πολιτικής

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

Η ΕΚΤ είναι ο μοναδικός εκδότης των τραπεζογραμματίων και των αποθεματικών των τραπεζών. Αυτό σημαίνει ότι είναι ο μονοπωλιακός προμηθευτής της *νομισματικής βάσης*[8]. Με αυτό το μονοπώλιο, μπορεί να θέσει τους όρους σύμφωνα με τους οποίους δανείζει τις τράπεζες και να κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (Gerdesmeier, 2011). Ως εκ τούτου, μπορεί επίσης να επηρεάσει τους όρους με τους οποίους οι τράπεζες συναλλάσσονται μεταξύ τους στην αγορά χρήματος (ECB, 2014b).

4.1 Βραχυπρόθεσμη επιρροή της Νομισματικής Πολιτικής

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

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

4.2 Μακροπρόθεσμη επιρροή της Νομισματικής Πολιτικής

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

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

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

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

Όπως αναφέρθηκε προηγούμενα, μια Νομισματική Πολιτική η οποία διατηρεί με αξιόπιστο τρόπο τη Σταθερότητα των Τιμών ασκεί σημαντική θετική επίδραση στην ευημερία και την πραγματική δραστηριότητα. Πέρα από αυτή τη θετική επίδραση της Σταθερότητας των Τιμών, το πραγματικό εισόδημα ή το επίπεδο της απασχόλησης στην

οικονομία ουσιαστικά καθορίζεται από πραγματικούς παράγοντες (από την πλευρά της προσφοράς) σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και δεν μπορεί να ενισχυθεί από επεκτατική Νομισματική Πολιτική (Gerdesmeier, 2011).

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

4.3 Πληθωρισμός: ένα νομισματικό φαινόμενο

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

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

5. Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής

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

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

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

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

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

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

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

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

Η επίδραση των μεταβολών της Νομισματικής Πολιτικής στην προσφορά τραπεζικών δανείων είναι γνωστή ως *το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού* ενώ η επίδραση στις μεταβολές των επιτοκίων είναι γνωστή ως *το κανάλι των επιτοκίων* (Αλεξάκης, 2011). Επίσης διαύλους μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής αποτελούν οι προσδοκίες και οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων (π.χ. οι τιμές στις χρηματιστηριακές αγορές) και η συναλλαγματική ισοτιμία (ΕΚΤ, 2013). Οι προσδοκίες για μελλοντικές μεταβολές των επίσημων επιτοκίων επηρεάζουν με τη σειρά τους τα μεσοπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια (ΕΚΤ, 2013), ενώ οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας

επηρεάζουν τον πληθωρισμό δια μέσου των επιδράσεων της στις τιμές των εισαγωγών (Βαβούρας, 2005, όπ. αναφ. στο Κατσικιώτη, 2009).

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

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

6. Μεταβολές μετά τη Χρηματοοικονομική κρίση του 2007

6.1 Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης

Τον Αύγουστο του 2007, η κρίση που συνδεόταν με τη χορήγηση στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (5υ6-ρπηθ) στις ΗΠΑ, είχε ως αποτέλεσμα να ενταθούν σημαντικά οι αναταράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές και να αυξηθεί η αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο (ΕΚΤ, 2013). Μπροστά στον φόβο κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις ανά τον κόσμο, προχώρησαν σε συντονισμένες δράσεις παροχής ρευστότητας και στήριξης του τραπεζικού συστήματος αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας. Σε επίπεδο Ευρωζώνης, η ΕΚΤ έπαιξε έναν καθοριστικό ρόλο σε αυτή την προσπάθεια και η αντίδρασή της στις αυξανόμενες εντάσεις που παρατηρήθηκαν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα περιλάμβανε τόσο τη χρήση και προσαρμογή των συμβατικών εργαλείων Νομισματικής Πολιτικής όσο και τη δημιουργία καινοτόμων, μη συμβατικών μέσων. Την περίοδο που ξέσπασε η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, στις αρχές Αυγούστου του 2007, η ΕΚΤ προσπαθούσε να πετύχει ανοδική τάση στα βασικά επιτόκια της πολιτικής της, η οποία είχε ήδη ξεκινήσει τον Δεκέμβριο του 2005. Μάλιστα, λίγο πριν την εκδήλωση της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές, τον Ιούνιο του 2007 η ΕΚΤ αύξησε τα επιτόκια της κατά 0,25% (25 μονάδες βάσης). Ο λόγος αύξησης των επιτοκίων είναι ότι η Ευρωζώνη είχε εισέρθει στη φάση μιας επιταχυνόμενης δραστηριότητας λόγω των αυξημένων πληθωριστικών πιέσεων. Έτσι, αυξάνοντας τα επιτόκια, η ΕΚΤ επικεντρώθηκε στη διατήρηση της μεσοπρόθεσμης σταθερότητας των τιμών, που είναι και ο βασικός της στόχος.

Στο πρώτο δεκαήμερο του Αυγούστου 2007, η αιφνίδια μείωση της ρευστότητας στη αγορά, είχε σαν αποτέλεσμα μια από τις μεγαλύτερες παγκόσμιες Τράπεζες, η BNP PAKIBA5 να ανακοινώσει τη διακοπή των ρευστοποιήσεων των επενδυτών από τρία αμοιβαία κεφάλαια της, τα οποία είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα, καθώς αδυνατούσε να τιμολογήσει αξιόπιστα την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους. Το γεγονός αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά να εκτοξευτούν προς τα πάνω (Ιορδανίδης, 2012).

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

Αποτέλεσμα αυτών ήταν να υπάρξει πρόβλημα ρευστότητας, αφού στη διατραπεζική αγορά κυριάρχησε ο φόβος για τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Πολλά πιστωτικά ιδρύματα απέφευγαν να χορηγούν διατραπεζικά δάνεια, φοβούμενα ότι οι δυνητικοί αντισυμβαλλόμενοι διακρατούσαν σημαντικά ποσά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014) και άρχισαν να έχουν σοβαρό πρόβλημα να εξασφαλίσουν τη βραχυχρόνια χρηματοδότησή που τους ήταν απαραίτητη για εξασφαλιστεί η λειτουργία τους (Ιορδανίδης, 2012). Καταγράφηκε διεύρυνση της διαφοράς μεταξύ, αφενός του επιτοκίου Euribor[9] και αφετέρου α) του σταθερού επιτοκίου στις συμφωνίες ανταλλαγής του επιτοκίου μιας ημέρας (overnight index swap) και β) του επιτοκίου στα διατραπεζικά δάνεια έναντι εξασφαλίσεων (Eurepo) (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014d). Η ΕΚΤ παρενέβη άμεσα (Ιορδανίδης, 2012) χορηγώντας ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας στις διατραπεζικές αγορές χρήματος, μέσω μιας σειράς πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας, καθώς και επιπλέον ρευστότητα μέσω των τακτικών πράξεών της (ΕΚΤ, 2013). Σταθεροποιήθηκε κατ' αυτό τον τρόπο το επιτόκιο μιας ημέρας στη διατραπεζική αγορά (Eonia)[10] (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014d). Η «ένεση ρευστότητας» ανήλθε σε ύψος περίπου 95 δις. ευρώ και η ΕΚΤ τροποποιώντας την πολιτική της όσον αφορά τα επιτόκια, μείωσε το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης από 5% σε 4,25% (Ιορδανίδης, 2012).

[9] Euribor (**Eur**o **I**nter**b**ank **O**ffered **R**ate): Πρόκειται για το επιτόκιο που προσφέρεται για καταθέσεις μιας τράπεζας, σε άλλη τράπεζα, αναφορικά με ορισμένη διάρκεια (π.χ. μιας εβδομάδας ή ενός μηνός) σε €υρώ (Πηγή: Ελληνική Ένωση Τραπεζών).

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

Επιπλέον, προκειμένου να αντιμετωπίσει τα προβλήματα που προκλήθηκαν στη λειτουργία των ευρωπαϊκών αγορών χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, η ΕΚΤ στις 12 Δεκεμβρίου του 2007 σύναψε με την Fed συμφωνία ανταλλαγής νομισμάτων ("swap line"). Στο πλαίσιο αυτής της πιστωτικής διευκόλυνσης ("US dollar term Auction Facility") της Fed, το Ευρωσύστημα διοχέτευσε τη ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ που απέκτησε μέσω της "swap line", προς τα πιστωτικά ιδρύματα της Ζώνης του Ευρώ, έναντι ασφαλειών αποδεκτών για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος. Η ΕΚΤ εισήγαγε επίσης λειτουργίες παροχής ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης και σε ελβετικά φράγκα μέσω σύναψης συμφωνίας με την Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας (Ιορδανίδης, 2012).

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

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

λόγω τράπεζας μεταδόθηκαν με ταχύτατους ρυθμούς και στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, προκαλώντας ένα τεράστιο πρόβλημα εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά, γεγονός που συνεπαγόταν την αναγκαστική μείωση της παροχής πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, σπρώχνοντας έτσι την ευρωπαϊκή οικονομία στην ύφεση (Ιορδανίδης, 2012).

Η αυξανόμενη αβεβαιότητα για την οικονομική ευρωστία σημαντικών τραπεζών παγκοσμίως, είχε ως αποτέλεσμα να κλονιστεί η δραστηριότητα σε πολλές χρηματοπιστωτικές αγορές. Λόγω της κατάρρευσης κατ' ουσία της αγοράς χρήματος, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν σε αφύσικα υψηλά επίπεδα. Τόσο εντός όσο και εκτός της ζώνης του ευρώ τα επιτοκιακά περιθώρια (spreads)[11] έφθασαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα (Αλεξάκης, 2011) Στη διάρκεια αυτής της περιόδου έντονης αβεβαιότητας, οι τράπεζες συγκέντρωσαν μεγάλα αποθέματα ρευστότητας, ενώ παράλληλα εξάλειψαν τους κινδύνους από τους ισολογισμούς τους και άρχισαν να χορηγούν δάνεια με πιο αυστηρούς όρους. Η κρίση άρχισε να διαχέεται και στην πραγματική οικονομία, ενώ οι οικονομικές συνθήκες στις περισσότερες σημαντικές οικονομίες επιδεινώθηκαν ραγδαία και συγχρονισμένα και οι παγκόσμιες εμπορικές συναλλαγές σημείωσαν ελεύθερη πτώση (ΕΚΤ, 2013).

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

i) η προοπτική της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα, που στη συγκεκριμένη περίοδο αφορούσε και θέματα αποπληθωρισμού, και

ii) η συνεισφορά της νομισματικής πολιτικής σε αυτή την προοπτική. Μόνη η τυπική αντίδραση της Νομισματικής Πολιτικής, δηλαδή, να μειωθούν τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ, ίσως ήταν ανεπαρκής για τη διασφάλιση της διατήρησης της σταθερότητας των

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

τιμών. Προέκυψαν λοιπόν τρία κύρια ζητήματα τα οποία έπρεπε να αντιμετωπισθούν άμεσα (ECB, 2010b). Πρώτον, να μειωθούν οι εντάσεις στην αγορά χρήματος (η πρώτη διασύνδεση στην αλυσίδα μετάδοσης). Δεύτερον, να προσαρμοσθούν γρήγορα τα επιτόκια πολιτικής σε χαμηλά επίπεδα. Τρίτον, η κατάσταση στο τραπεζικό σύστημα απαιτούσε, επιπρόσθετα, μη συμβατικά μέτρα, συμπεριλαμβανομένων και των περιορισμών στα πιστωτικά πρότυπα από τις τράπεζες, για να παραμείνουν πλήρως λειτουργικές οι περαιτέρω διασυνδέσεις στην αλυσίδα μετάδοσης, από τις τράπεζες προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις (Αλεξάκης, 2011).

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

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

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

Μέχρι το Μάιο του 2009 συντελέστηκαν άλλες τέσσερεις μειώσεις στο σταθερό επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης. Το Δεκέμβριο του 2008 το επιτόκιο έφτασε στο 2,5% και το Μάιο του 2009 μειώθηκε ακόμη κατά 150 μονάδες βάσης φτάνοντας στο 1%. Την περίοδο Ιουνίου 2009 – Απριλίου 2010 δεν υπήρξε άλλη μείωση του επιτοκίου αλλά εφαρμόστηκαν πρόσθετα, μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής (Τράπεζα Ελλάδος, 2010).

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

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

Καθώς οι εντάσεις στις αγορές χρήματος εμπόδισαν την ικανότητα των τραπεζών να παρέχουν χρηματοδότηση στην οικονομία, η μείωση των βασικών επιτοκίων πολιτικής θα ήταν λιγότερο αποτελεσματική αν υπήρχε απουσία επιπρόσθετων πολιτικών χρηματοπιστωτικής υποστήριξης. Έτσι αποφασίστηκε και η Επαυξημένη Πιστωτική Υποστήριξη (ΕΠΥ) που αποτελείται από μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της ροής πιστώσεων. Αυτά τα μέτρα προωθήθηκαν από την ανάγκη να διασφαλιστεί η συνεχής αποτελεσματικότητα της μετάδοσης της συμβατικής Νομισματικής Πολιτικής στην πραγματική οικονομία και τελικά στην

εξέλιξη των τιμών, σε ένα περιβάλλον όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρισκόταν κάτω από σημαντική πίεση. Ήλθαν ως εκ τούτου να συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια, παρά να τα υποκαταστήσουν. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε για το επίπεδο των επιτοκίων που ήταν κατάλληλο για να εκπληρώσει την εντολή της σταθερότητας των τιμών και στη συνέχεια υλοποίησε μια σειρά μη συμβατικών μέτρων που απέβλεπαν στη διασφάλιση ότι αυτή η κατάσταση της Νομισματικής Πολιτικής μεταδίδεται με επιτυχία στην οικονομία ως σύνολο. Η ΕΠΥ είχε άμεση επίδραση στα επιτόκια και στην προσφορά πιστώσεων, επιδιώκοντας κυρίως να αντιμετωπίσει τους κινδύνους ρευστότητας των τραπεζών και πρόσβασής τους σε ξένο νόμισμα. Ειδικότερα, η Επαυξημένη Πιστωτική Υποστήριξη αποτελείται από σειρά πέντε μέτρων (Αλεξάκης, 2011):

i. Τον Οκτώβριο του 2008 η ΕΚΤ υιοθέτησε τη διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή - απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας – στο επιτόκιο πολιτικής της, σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Οι τράπεζες δανείζονται όση ρευστότητα επιθυμούν από το Ευρωσύστημα, εφόσον μπορούν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρο. Επεδίωξε να ενισχύσει τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών μετριάζοντας τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την οικονομία.

ii. Επίσης τον Οκτώβριο του 2008 η ΕΚΤ επεξέτεινε την ήδη ευρεία λίστα αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, επαυξάνοντας την πρόσβαση των τραπεζών σε ρευστότητα κατά τη διάρκεια της κρίσης.

iii. Το δεύτερο εξάμηνο του 2009, πέραν των εξαμηνιαίων μη κανονικών λειτουργιών που ίσχυαν ήδη, η ΕΚΤ αποφάσισε την ανάληψη τριών λειτουργιών αναχρηματοδότησης υπό σταθερό επιτόκιο με δωδεκάμηνη περίοδο λήξης. Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες πριν την κρίση, σε ένα έτος, οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών, βραχυπρόθεσμα. Επιπλέον η ΕΚΤ αύξησε τη διάρκεια των Πράξεων Αναχρηματοδότησης από τρείς μήνες σε ένα χρόνο. Έτσι, ενώ πριν την εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης υπήρχε η πράξη Κύριας Αναχρηματοδότησης με διάρκεια μιας εβδομάδας και η Πράξη Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης με

διάρκεια τριών μηνών, κατά τη διάρκεια της αναταραχής στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η ΕΚΤ αύξησε της συχνότητα των Πράξεων Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης και εισήγαγε νέες τέτοιες πράξεις διαρκείας ενός μηνός, έξι μηνών και δώδεκα μηνών (Ιορδανίδης, 2012). Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων σε βραχυπρόθεσμη περίοδο (Αλεξάκης, 2011).

iv. Το πρώτο εξάμηνο του 2008 η ΕΚΤ επαύξησε την παροχή αναχρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, προσφέροντας απεριόριστη παροχή έναντι αποδεκτού ενέχυρου σε ευρώ. Επίσης, αύξησε τον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια που προσέφερε (μέχρι τρεις μήνες), ενώ εισήγαγε και λειτουργίες παροχής ρευστότητας σε ελβετικά φράγκα. Έτσι επιδιώχθηκε να αντιμετωπιστούν οι ανάγκες χρηματοδότησης περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα των τραπεζών της ευρωζώνης.

v. Τον Ιούνιο του 2009 η ΕΚΤ ενεργοποίησε την αγορά καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται στην Ευρωζώνη. Η αγορά καλυμμένων ομολόγων αντιπροσωπεύει μια μείζονα πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών. Αυτό το μέτρο προήγαγε τις πρωτογενείς εκδόσεις και μείωσε τα ιδιαίτερα αυξημένα ανοίγματα αυτής της αγοράς, βοηθώντας στην αναγέννηση της ήδη πληγείσας αγοράς.

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

Η ΕΚΤ έχει επανειλημμένως επισημάνει ότι η αξιολόγηση των συνθηκών στις αγορές αποτελεί το κριτήριο για τον περιορισμό ή ακόμα και την κατάργηση των μη συμβατικών μέτρων Νομισματικής Πολιτικής. Έτσι, στο τέλος του 2009, η παρατηρούμενη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην Ευρωζώνη οδήγησε την ΕΚΤ σε μια σταδιακή απόσυρση της πολιτικής Επαυξημένης Πιστωτικής Υποστήριξης. Οι λειτουργίες ανοιχτής αγοράς σε δολάρια ΗΠΑ και σε ελβετικά φράγκα σταμάτησαν σταδιακά. Επίσης, καθώς η ζήτηση για τη μακροπρόθεσμη λειτουργία αναχρηματοδότησης μειώθηκε, σταμάτησαν και οι εξαμηνιαίες και οι ετήσιες πράξεις αναχρηματοδότησης. Αποφασίστηκε επίσης η επιστροφή στις διαδικασίες υποβολής προσφορών κυμαινόμενου επιτοκίου στις τριμηνιαίες λειτουργίες αναχρηματοδότησης (Ιορδανίδης, 2012).

Ωστόσο, για όλες τις πράξεις αναχρηματοδότησης διάρκειας μιας εβδομάδας και ενός μήνα, η ΕΚΤ συνέχισε να παρέχει απεριόριστη ρευστότητα με σταθερό επιτόκιο. Η απόσυρση αντανακλά την ανάγκη να αποφευχθεί ο κίνδυνος δυσμενών και παράπλευρων επιδράσεων και στρεβλώσεων από τα μη συμβατικά μέτρα, καθώς η παρατεταμένη εφαρμογή τους μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολική εξάρτηση, σε μη κανονική ρευστότητα της κεντρικής τράπεζας αλλά και στην υπερβολική ανάληψη κινδύνου από τα πιστωτικά ιδρύματα (Αλεξάκης, 2011).

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

Τον Μάιο του 2010 λοιπόν, η ΕΚΤ αποφάσισε να θέσει σε εφαρμογή το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων, το οποίο είχε πλέον λήξει. Συγκεκριμένα, στις 10 Μαΐου το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε:

α) Την αγορά κρατικών και ιδιωτικών χρεογράφων με σκοπό να διασφαλιστεί η απαραίτητη ρευστότητα στα τμήματα της αγορά που ήταν δυσλειτουργικά, (Ιορδανίδης, 2012). Στο πλαίσιο του Προγράμματος αυτού, η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ της Ζώνης του Ευρώ μπορούσαν, εντός των ορίων που είχε καθορίσει το Διοικητικό Συμβούλιο, να παρεμβαίνουν σε ορισμένες αγορές χρεογράφων, κατά κύριο λόγο στις αγορές κρατικών ομολόγων. Σύμφωνα με τη Συνθήκη, η οποία τους απαγορεύει να πραγματοποιούν αγορές απευθείας από κυβερνήσεις, επιτρεπόταν να πραγματοποιούν αγορές στη δευτερογενή αγορά (σε τιμές της αγοράς). Το συνολικό ποσό όλων των ομολόγων που έχουν αγοραστεί και δεν έχουν ακόμη λήξει επαναπορροφάται κάθε εβδομάδα, ούτως ώστε οι συνολικές συνθήκες ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά χρήματος να μένουν ανεπηρέαστες (ΕΚΤ, 2013).

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

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

Πρέπει να επισημανθεί, ότι, όσον αφορά την αγορά ιδιωτικών χρεογράφων, ο ρόλος της ΕΚΤ ως Δανειστής Ύστατης Προσφυγής (Lender of Last Report) στην Ευρωζώνη είχε ήδη ενισχυθεί τον Ιούνιο του 2009 μέσα από το «Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών» (“Covered Bond Purchase Programme” CBPP) με σκοπό τη χρηματοδότηση τραπεζών (κυρίως) αλλά και επιχειρήσεων, τη μείωση των επιτοκίων στις χρηματαγορές, τη διευκόλυνση της πιστωτικής επέκτασης και τη βελτίωση της ρευστότητας στη σχετική αγορά η οποία είχε πληγεί από τη κρίση. Το CBPP ανήκει στις Διαρθρωτικές Πράξεις,

ένα από τα μέσα της Νομισματικής Πολιτικής, στις οποίες περιλαμβάνονται και οι οριστικές αγορές συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια. Στο πλαίσιο του προγράμματος αυτού, το οποίο διήρκεσε από την 1η Ιουλίου 2009 μέχρι την 30η Ιουνίου 2010, αγοράστηκαν ομολογίες ονομαστικής αξίας 60 δις. ευρώ (Ιορδανίδης, 2012).

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

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

Οι όροι του Προγράμματος είναι:

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

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

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

Στις αρχές του 2011 οι πληθωριστικές πιέσεις ενισχύθηκαν λόγω ανόδου των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Εξαιτίας της πολυετούς εφαρμογής μη συμβατικών μέτρων είχε συσσωρευτεί άφθονη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ, κάτι που ήταν δυνατόν να διευκολύνει την υλοποίηση δευτερογενών επιδράσεων. Αυτό είχε ως συνέπεια το Ευρωσύστημα να αυξήσει τα βασικά επιτόκια τον Απρίλιο και τον Ιούλιο κατά 50 μονάδες βάσης. Οι αυξήσεις αυτές όμως γρήγορα έγινε αναγκαίο να αντιστραφούν καθώς το καλοκαίρι του 2011 οι αγορές των κρατικών ομολόγων σε ορισμένες χώρες-μέλη επηρεάστηκαν εκ νέου από εντάσεις, ενώ δυσλειτουργίες παρουσιάστηκαν και στη διατραπεζική αγορά με αποτέλεσμα τη δυσμενή επίπτωση στις συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας. Το γεγονός αυτό αποτέλεσε τη βάση για την απόφαση του ΔΣ της ΕΚΤ να μειώσει τα επιτόκια το Νοέμβριο και το Δεκέμβριο κατά 50 μονάδες βάσης (Τράπεζα Ελλάδος, 2014d).

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

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

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

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

Επιπλέον, η ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει τη διαθεσιμότητα ασφαλειών μειώνοντας το όριο πιστοληπτικής διαβάθμισης για ορισμένα προϊόντα τιτλοποίησης και παρέχοντας τη δυνατότητα στις ΕθνΚΤ, ως λύση προσωρινού χαρακτήρα, να αποδέχονται ως ασφάλεια πρόσθετες δανειακές απαιτήσεις (τραπεζικά δάνεια) οι οποίες πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια. Την ευθύνη για την αποδοχή τέτοιων δανειακών απαιτήσεων θα φέρουν οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες που επιτρέπουν τη χρήση τους (ΕΚΤ, 2013). Τρίτον, η ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει τον συντελεστή Υποχρεωτικών Ελάχιστων Αποθεματικών, από 2%, σε 1%, αποδεσμεύοντας έτσι ασφάλειες και στηρίζοντας τη δραστηριότητα στην αγορά χρήματος (Τράπεζα Ελλάδος, 2014d).

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

Τέλος, κατά τη διάρκεια του 2013, όπως εξάλλου και στις αρχές του 2014, περιορίστηκε η πλεονάζουσα ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά, καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα άσκησαν το δικαίωμα για πρόωρη εξόφληση της χρηματοδότησης με αρχική διάρκεια 36 μηνών που είχαν αντλήσει τα προηγούμενα έτη. Η εξέλιξη αυτή φανερώνει διεύρυνση των δυνατοτήτων άντλησης πόρων από την αγορά, λόγω της προαναφερθείσας εξομάλυνσης των συνθηκών μετά από τηθεσμοθέτηση των Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Τράπεζα Ελλάδος, 2014d).

7. Συμπεράσματα / Επίλογος:-

Η ΕΚΤ, όπως και άλλες κεντρικές τράπεζες, καλείται να αντιμετωπίσει, μεταξύ άλλων, τη σημαντική αβεβαιότητα η οποία χαρακτηρίζει τη φύση των οικονομικών διαταραχών που πλήττουν την οικονομία, την αξιοπιστία των οικονομικών δεικτών και τις επιδράσεις του Μηχανισμού Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής. Προκειμένου να εξασφαλιστεί η επιτυχία της Νομισματικής Πολιτικής της, πρέπει κατ' αρχήν να υπάρχει καλή λειτουργία του Μηχανισμού Μετάδοσης. Αυτό προϋποθέτει την εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρήματος αφού η αποτελεσματικότητα της μετάδοσης εξαρτάται από τη συμπεριφορά των τραπεζών και τη βούλησή τους να διασφαλίσουν ότι οι ανταλλαγές ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά διεξάγονται ομαλά. Οι δυσλειτουργίες στις αγορές χρήματος μπορούν να περιορίσουν την επίδραση της Νομισματικής Πολιτικής στις προοπτικές για σταθερότητα των τιμών. Η Νομισματική Πολιτική πρέπει να ενεργεί προληπτικά, κατά τρόπο προσανατολισμένο στο μέλλον, αφού οι σημερινές μεταβολές της δε θα επηρεάσουν το επίπεδο των τιμών παρά μόνο έπειτα από κάποια τρίμηνα ή κάποια έτη. Για τον λόγο αυτό, επίκεντρο των σημερινών αποφάσεων και ενεργειών της ΕΚΤ πρέπει να είναι η επίδραση που θα ασκήσουν στη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών μελλοντικά. Η Νομισματική Πολιτική επίσης θα πρέπει να διατηρεί έναν μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό, προκειμένου να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη ενεργειών και η πρόκληση άσκοπης μεταβλητότητας στην πραγματική οικονομία. Η Νομισματική Πολιτική δεν μπορεί να αποτρέψει μια ορισμένη βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα των ρυθμών του πληθωρισμού, η οποία οφείλεται, για παράδειγμα, στις μεταβολές των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και θα πρέπει να επιδιώκει τη σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Για τον σκοπό αυτό, η ΕΚΤ οφείλει να καθορίζει τον πρωταρχικό της στόχο, να αναπτύσσει και να ακολουθεί μια συνεπή και συστηματική μέθοδο άσκησης της Νομισματικής Πολιτικής και να επικοινωνεί με το κοινό με σαφήνεια και ειλικρίνεια. Κατ' αυτόν τον τρόπο εδραιώνει την αξιοπιστία της, η οποία της είναι απαραίτητη για να μπορεί να επηρεάζει τις προσδοκίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Τέλος η Νομισματική Πολιτική πρέπει να στηρίζεται σε ευρεία βάση και να λαμβάνει υπόψη όλες τις συναφείς πληροφορίες ούτως ώστε να γίνονται κατανοητοί οι παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομία.

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

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

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

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

μεταρρυθμίσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα.

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

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

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση

- **Boivin. J, Giannoni, M.P. & Mojon, B. (2008)** "How has the euro changed the monetary transmission? ", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper series, No. 14190.
- **Cecioni, M. & Neri, S. (2001)** "The monetary transmission mechanism in the euro area: has it changed and why?" *Banca D' Italia Working paper,* No. 808.
- **ECB (2000)** "Monetary policy transmission in the euro area", *Monthly Bulletin*, July, pp. 43.
- **ECB (2001)** "Monetary policy-making under uncertainty", *Monthly Bulletin*, January, pp. 43-55.
- **ECB (2004)** *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt, Executive Board of the ECB.
- **ECB (2009)** "The implementation of monetary policy since August 2007", *Monthly Bulletin*, pp. 75-89.
- **ECB (2010a)** "Monetary policy transmission in the euro Area, a decade after the introduction of the euro", *Monthly Bulletin*, May, pp. 85-97.
- **ECB (2010b)** "The ECB's monetary policy during the financial crisis", *Monthly Bulletin*, January, pp. 63-71.
- **ECB (2014a)** *Objective of monetary policy,* διαθέσιμο σε: http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html
- **ECB (2014b)** M*onetary policy,* διαθέσιμο σε: http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html
- **McCallum A. & Smets F. (2007)** "Real wages and monetary policy transmission in the euro area", *Kiel Working Paper*, No. 1360.
- **Peersman, G. & Smets, F. (2001)** "The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: more evidence from VAR analysis", *ECB Working Paper Series*, No. 91.
- **Trichet, JC. (2009)** "The ECB's Enhanced Credit Support", *CESifo Working paper,*No. 2833.
- **Weber, A., Gerke, R. & Worms, A. (2009)** "Has the monetary transmission process in the euro area? Evidence based on VAR estimates", *BIS Working paper*, No. 276.

Ελληνική

- **Αλεξάκης, Π. (2011)** "Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα", *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα,* Συλλογικός Τόμος, σελ. 177-189, Αθήνα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών.
- **Αλογοσκούφης, Γ. (2013)** *Διαχρονική Μακροοικονομική*, Κεφ. 12, Αθήνα, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
- **Βάμβουκας, Γ. (2004)** *Διεθνείς Οικονομικές Σχέσεις,* Αθήνα, Γ. Μπένου.
- **Μπρισίμης Σ., Παπαδοπούλου ,., (2001)** «Η εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή στην Ελλάδα», *Οικονομικό _ελτίο Τράπεζας Ελλάδος,* τεύχος 18.
- **Βικιπαίδεια (2014a)** *Τζων Μέυναρντ Κέυνς*, διαθέσιμο σε: http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A4%CE%B6%CF%89%CE%BD_%CE%9C%CE%AD%CF%85%CE%BD%CE%B1%CF%81%CE%BD%CF%84_%CE%9A%CE%AD%CF%85%CE%BD%CF%82
- **Βικιπαίδεια (2014b)** *Μονεταρισμός*, διαθέσιμο σε: http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9C%CE%BF%CE%BD%CE%B5%CF%84%CE%B1%CF%81%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82
- **Βλιάμος, Σ. (2008)** *Περιφερειακή – Τοπική Ανάπτυξη*, Αθήνα, Υπουργείο Εθνικής Παιδείας και Θρησκευμάτων.
- **Begg, D., Fischer, S. & Dornbusch, R. (1998)** *Εισαγωγή στην Οικονομική,* τόμος β΄, Αθήνα, Κριτική.
- **Gerdesmeier, D. (2009)** *Σταθερότητα των τιμών: Γιατί είναι σημαντική για σένα;* Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- **Giddy, I. (1996)** *Παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές,* Αθήνα, Παπαζήση.
- **Δουγέκος, Θ. (2008)** "Η Ανεξαρτησία και Εποπτεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας: Θεωρητική και Εμπειρική Διερεύνηση", *Διδακτορική Διατριβή,* Θεσσαλονίκη, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, (1998)** «*Το θεσμικό και νομικό πλαίσιο της ΟΝΕ και του Ευρώ*», Ευρώ, οι προσαρμογές και οι επιπτώσεις στον Ελληνικό τραπεζικό τομέα από την ΟΝΕ και την εισαγωγή του Ευρώ.
- **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2002)** *Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα*, Φραγκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

- **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2009)** *Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – Το Ευρωσύστημα – Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών,* Φραγκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2011)** "Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη Ζώνη του Ευρώ", *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης,* Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2013)** *Νομισματική Πολιτική*, διαθέσιμο σε: http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_001.el.html.
- **Ζαχαριάδης-Σούρας, Δ. (2002)** *Χρήμα – Πίστη - Τράπεζες,* 2η έκδοση, Αθήνα, Σταμούλης.
- **Ζαχαριάδης-Σούρας, Δ. (2004)** *Διεθνείς Οικονομικοί Οργανισμοί,* 2η έκδοση, Αθήνα, Σταμούλης.
- **Ιορδανίδης, Ι. (2012)** "Ο Ρόλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών στη Διασφάλιση της Σταθερότητας του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Συστήματος", *Διπλωματική Εργασία,* Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
- **Κατσικιώτη, Α. (2009)** "Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και Νομισματική Πολιτική: η αποτελεσματικότητά της ως μέσο αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού στην ευρωζώνη" *Διπλωματική Εργασία,* Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
- **Krugman, P.R. & Obstfeld, M. (2011)** *Διεθνής Οικονομική – Θεωρία και Πολιτική,* Αθήνα, Κριτική.
- **Παπαδόπουλος, Α. (2002)** *Νομισματική Θεωρία και Πολιτική*, Ρέθυμνο, Αυτοέκδοση.
- **Παπαηλίας, Θ. (2011)** *Αγορά Εργασίας – Κράτος Πρόνοιας – Κοινωνική Ασφάλιση,* Αθήνα, ΤΕΙ Πειραιά.
- **Πορφύρης, Ν. & Πέτσας, Κ. (χ.χ.)** *Οι αγορές Χρήματος, Κεφαλαίου και Παραγώγων Προϊόντων και οι Επενδύσεις*, Αθήνα, Χρηματιστήριο Αθηνών.
- **Scheller, H.K. (2006)** *Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – Ιστορία, Καθήκοντα και Λειτουργίες,* 2η έκδοση, Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- **Τράπεζα της Ελλάδος - Ευρωσύστημα (2010)** *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009,* Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.
- **Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2013)** *Νομισματική Πολιτική 2012 – 2013*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.

- **Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2014a)** *Νομισματική Πολιτική και Ευρωσύστημα*, διαθέσιμο σε: http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/default.aspx
- **Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2014b)** *Νομισματική Πολιτική*, διαθέσιμο σε: http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/monetary.aspx.
- **Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2014c)** *Μέσα Άσκησης Νομισματικής Πολιτικής*, διαθέσιμο σε: http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosystem/means/default.aspx.
- **Τράπεζα της Ελλάδος - Ευρωσύστημα (2014d)** *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2013,* Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.
- «*Τα όργανα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης»,* διαθέσιμο σε: http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/economic/institutions/article_7228_el.htm

«Άφησέ με ελεύθερο να εκδίδω και να ελέγχω τα χρήματα ενός έθνους και δε με ενδιαφέρει ποιος ψηφίζει τους νόμους του»

M.A. Rothschild.