

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
(THESIS)

ΘΕΜΑ:

“Η Νομισματική Πολιτική και η εφαρμογή της από το
Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών”

Επιβλέπων Καθηγητής: Κωνσταντίνος Καρφάκης



ΕΛΒΑΝΙΔΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 2000

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

σελ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ: ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

1. Σημασία του χρήματος και της Νομισματικής Πολιτικής.....	1
1.1. Χρήμα και οικονομικοί κύκλοι.....	1
1.2. Χρήμα και πληθωρισμός.....	1
1.3. Χρήμα και επιτόκια.....	1
2. Στόχοι της Νομισματικής Πολιτικής.....	3
2.1. Χαμηλή Ανεργία.....	3
2.2. Οικονομική Ανάπτυξη.....	3
2.3. Σταθερότητα των τιμών.....	4
2.4. Σταθερότητα των επιτοκίων.....	4
2.5. Σταθερότητα των αγορών χρήματος.....	4
2.6. Σταθερότητα στην αγορά συναλλάγματος.....	5
2.7. Μη συμβατότητα μεταξύ ορισμένων στόχων της νομισματικής πολιτικής.....	5
3. Μηχανισμοί μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.....	7
3.1. Επενδύσεις των επιχειρήσεων.....	7
3.1.1. Το κανάλι των επιτοκίων (The interest rate channel).....	7
3.1.2. Η θεωρία του λόγου q του Tobin (Tobin's q theory).....	8
3.1.3. Το χρηματοπιστωτικό κανάλι (The credit channel).....	9
3.1.4. Επιπτώσεις των αποτελεσμάτων της Ασυμμετρίας Πληροφοριών (Asymmetric Information Effects).....	9
3.2. Έξοδα καταναλωτών.....	11
3.2.1. Επίδραση των επιτοκίων (Interest rate effects).....	11
3.2.2. Επίδραση του πλούτου (The wealth effects).....	12
3.2.3. Επίδραση της ρευστότητας (Liquidity effects).....	13
3.3. Το κανάλι των συναλλαγματικών ισοτιμιών.....	14
4. Η διαδικασία της προσφοράς χρήματος.....	15
4.1. Καθορισμός της προσφοράς χρήματος: το απλό μοντέλο.....	15
4.2. Καθορισμός της προσφοράς χρήματος: το βασικό μοντέλο.....	21
4.2.1. Ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας στην προσφορά χρήματος.....	24
4.2.2. Ο ρόλος του κοινού στην προσφορά χρήματος.....	25
4.2.3. Ο ρόλος των εμπορικών τραπεζών στην προσφορά χρήματος.....	27
4.2.4. Αλληλεπίδραση μεταξύ των ρυθμιστών της προσφοράς χρήματος.....	28
5. Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής.....	30
5.1. Πράξεις ανοικτής αγοράς.....	30
5.2. Καθορισμός επιτοκίου δανεισμού των εμπορικών τραπεζών από την κεντρική.....	32
5.3. Ποσοστό υποχρεωτικών δεσμεύσεων.....	35
6. Στρατηγική άσκησης νομισματικής πολιτικής.....	37

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ: ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ
ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

7. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ).....	41
7.1. Η δομή του ΕΣΚΤ.....	41
7.2. Ανεξαρτησία και λογοδοσία του ΕΣΚΤ.....	42
7.3. Εξουσίες της ΕΚΤ.....	44
8. Η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών.....	46
8.1. Το πλαίσιο για την επιλογή στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ και οι προτάσεις του ΕΝΙ.....	46
8.1.1. Η στρατηγική του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου.....	48
8.1.2. Η στρατηγική του πληθωριστικού στόχου.....	51
8.2. Οι αποφάσεις του ΕΣΚΤ.....	53
9. Εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στο ΕΣΚΤ.....	57
9.1. Το πλαίσιο άσκησης νομισματικής πολιτικής.....	57
9.1.1. Πράξεις ανοικτής αγοράς (Open market operations).....	57
9.1.2. Πάγιες διευκολύνσεις (Standing facilities).....	61
9.1.3. Υποχρεωτικές καταθέσεις (Minimum reserves).....	62
9.2. Εκτέλεση της νομισματικής πολιτικής: Οι αντισυμβαλλόμενοι και τα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται δεκτά.....	65
9.3. Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής τους πρώτους πέντε μήνες....	68

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΑΞΕΩΝ ΑΣΚΗΣΗΣ
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΕΚ ΜΕΡΟΥΣ ΤΟΥ ΕΣΚΤ

Παράδειγμα 1.....	71
Παράδειγμα 2.....	72
Παράδειγμα 3.....	74
Παράδειγμα 4.....	76
Παράδειγμα 5.....	78

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια γίνεται πολύς λόγος στη χώρα μας για τη νομισματική πολιτική, κυρίως λόγω της ιδιαίτερα επιτυχημένης αντιπληθωριστικής πολιτικής που ασκήθηκε από την Ελληνική Κυβέρνηση με αιχμή του δόρατος την νομισματική πολιτική που άσκησε το κεντρικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, η Τράπεζα της Ελλάδος.

Σκοπός της παρούσης εργασία είναι η κατά το δυνατό ευρεία παρουσίαση του θεσμικού πλαισίου της νομισματικής πολιτικής. Η εργασία χωρίζεται σε δύο κύρια μέρη και σε ένα παράρτημα.

Στο πρώτο μέρος συζητιούνται γενικά στοιχεία νομισματικής πολιτικής, όπως οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής, οι μηχανισμοί μετάδοσής της, τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής και οι στρατηγικές. Στο πρώτο μέρος περιλήφθηκε και ένα κεφάλαιο σχετικό με τη διαδικασία της προσφοράς του χρήματος που θεωρήσα απαραίτητο για την κατανόηση όλων των άλλων.

Στο δεύτερο μέρος γίνεται μια σχετικά λεπτομερής αναφορά στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, το οποίο είναι το όργανο που ασκεί την νομισματική πολιτική της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE), κάτι που θεωρήθηκε ιδιαίτερα χρήσιμο ενόψει και της ένταξης της χώρας μας στο τρίτο στάδιο της ONE. Στο τμήμα αυτό της εργασίας αναφέρονται η δομή του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), η στρατηγική του και τα μέσα που χρησιμοποιεί.

Τέλος στο παράρτημα παρατίθεται μια σειρά παραδειγμάτων σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο το ΕΣΚΤ εκτελεί πράξεις άσκησης νομισματικής πολιτικής, με σκοπό την πληρέστερη κατανόηση του θεσμικού πλαισίου άσκησης νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ.

Εν τέλη θέλω να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου Κωνσταντίνο Καρφάκη που μου εμπιστεύτηκε αυτό το ιδιαίτερα ενδιαφέρον θέμα, καθώς επίσης και για τις πολύτιμες συμβουλές του και την έγκυρη βιβλιογραφία που μου πρότεινε.

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

1. Σημασία του χρήματος και της Νομισματικής Πολιτικής.

Σαν χρήμα ορίζεται οτιδήποτε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών ή στην αποπληρωμή χρεών. Η ποσότητα του χρήματος που υπάρχει σε μία οικονομία έχει ιδιαίτερη σημασία, μια και συνδέεται με μεταβολές σημαντικών οικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν άμεσα την υγεία της οικονομίας. Τέτοιοι βασικοί οικονομικοί παράγοντες που επηρεάζονται από την προσφορά χρήματος είναι: (1) οι οικονομικοί κύκλοι (2) ο πληθωρισμός (3) τα επιτόκια.

1.1. Χρήμα και οικονομικοί κύκλοι.

Υπάρχουν ενδείξεις που οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές στην ποσότητα του χρήματος παίζουν σημαντικό ρόλο στην δημιουργία οικονομικών κύκλων, στην αύξηση ή τη μείωση δηλαδή του παραγόμενου προϊόντος μιας οικονομίας. Στις Η.Π.Α έχει αποδειχθεί εμπειρικά ότι κάθε οικονομικής ύφεσης στον 20^ο αιώνα προηγήθηκε μείωση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας του χρήματος. Αν και αυτό δεν συνέβη σε κάθε περίπτωση οικονομικής ύφεσης, εντούτοις είναι ενδεικτικό της ιδιαίτερης σημασίας που έχει η προσφορά χρήματος στους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας.

1.2. Χρήμα και πληθωρισμός.

Ο πληθωρισμός, η συνεχής αύξηση του επιπέδου των τιμών, θεωρείται γενικά ένα από τα σημαντικότερα οικονομικά προβλήματα. Ένας από τους παράγοντες που θεωρείται ότι προκαλούν το φαινόμενο είναι και η αύξηση της ποσότητας του χρήματος, κάτι το οποίο στηρίζεται από εμπειρικά δεδομένα. Την περίοδο 1983-1993 χώρες με ψηλά επίπεδα πληθωρισμού παρουσίαζαν και τους υψηλότερους ρυθμούς αύξησης της ποσότητας του χρήματος (π.χ Αργεντινή), ενώ αντίθετα χώρες με τα χαμηλότερα επίπεδα πληθωρισμού είχαν τους χαμηλότερους ρυθμούς στην αύξηση της ποσότητας του χρήματος (π.χ Γερμανία). Τέτοια φαινόμενα οδήγησαν τον νομπελίστα οικονομολόγο Milton Friedman στη διατύπωση ότι ο πληθωρισμός είναι παντού και πάντα ένα νομισματικό φαινόμενο¹.

1.3. Χρήμα και επιτόκια.

Αν και η σχέση μεταξύ χρήματος και επιτοκίων είναι λιγότερο σαφής εν συγκρίσει με τους δύο προηγούμενους παράγοντες, εν τούτοις θεωρείται ότι μαζί με άλλους

¹ Milton Friedman, Dollars and Deficits (Englewood Cliffs, N.J. : Prentice Hall, 1968), p.39.

παράγοντες η ποσότητα του χρήματος παίζει σημαντικό ρόλο στον καθορισμό των επιτοκίων.

Επειδή, όπως έχει ήδη αναφερθεί, η ποσότητα του χρήματος που υπάρχει στο οικονομικό σύστημα επηρεάζει σημαντικούς οικονομικούς παράγοντες που συνδέονται άμεσα με την πρόοδο και την ευημερία των κρατών και των πολιτών τους, οι εκάστοτε κυβερνήσεις δίνουν ιδιαίτερη σημασία στην πρέπουσα άσκηση νομισματικής πολιτικής, στη διαχείριση δηλαδή ουσιαστικά της ποσότητας του χρήματος και των επιτοκίων.

2. Στόχοι της Νομισματικής Πολιτικής.

Όπως αναφέρεται παραπάνω, μέσω της νομισματικής πολιτικής οι εκάστοτε νομισματικές αρχές μπορούν να επηρεάσουν και να κατευθύνουν μια σειρά παραγόντων με απώτερο σκοπό την επίτευξη ορισμένων βασικών οικονομικών στόχων που συντελούν στην ευημερία κράτους και πολιτών. Οι στόχοι που ως επί το πλείστον τίθενται από τις νομισματικές αρχές είναι οι εξής: (1) χαμηλή ανεργία, (2) οικονομική ανάπτυξη, (3) σταθερότητα τιμών, (4) σταθερότητα επιτοκίων, (5) σταθερότητα στις αγορές χρήματος, (6) σταθερότητα στην αγορά συναλλάγματος.

2.1. Χαμηλή Ανεργία.

Η χαμηλή ανεργία είναι ένας από τους σημαντικούς στόχους που επιδιώκεται στα πλαίσια της άσκησης νομισματικής πολιτικής. Στην περίπτωση υψηλών ποσοστών ανεργίας ο κοινωνικός ιστός αποσυντίθεται και δημιουργούνται νοσηρά κοινωνικά φαινόμενα (αλκοολισμός, εγκληματικότητα κ.α), ενώ ταυτοχρόνως η οικονομία δεν παράγει στο μέγιστο των δυνατοτήτων της μια και αφήνεται ανεκμετάλλευτο μέρος των παραγωγικών συντελεστών. Κατά συνέπεια η καταπολέμηση της ανεργίας είναι πραγματικά ένας από του σημαντικότερους στόχους που τίθενται από τις νομισματικές αρχές.

Το πρόβλημα που τίθεται σε αυτήν την περίπτωση είναι ο καθορισμός του επιδιωκόμενου ποσοστού ανεργίας, μια και είναι γενικότερα αποδεκτό στις τάξεις των οικονομολόγων ότι μηδενικό ποσοστό ανεργίας είναι ανέφικτο χωρίς τη δημιουργία πληθωριστικών πιέσεων². Κατά συνέπεια το ζητούμενο είναι η ανεργία να περιορίζεται στο φυσικό ποσοστό, που τοποθετείται από τους περισσότερους στο 5%-6% του εργατικού δυναμικού, αν και αυτό είναι αντικείμενο σημαντικής αμφισβήτησης.

2.2. Οικονομική Ανάπτυξη.

Ο στόχος της σταθερής οικονομικής ανάπτυξης συνδέεται άμεσα με το στόχο της χαμηλής ανεργίας διότι είναι πιο πιθανό οι επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε επενδύσεις στην περίπτωση που το ποσοστό ανεργίας θα είναι χαμηλό. Αντιθέτως είναι μάλλον ασύμφορο από την πλευρά των επιχειρήσεων να προβούν σε επενδύσεις στην περίπτωση που υπάρχει αχρησιμοποίητος πάγιος εξοπλισμός λόγω υψηλής ανεργίας.

² Gregory Mankiw, Principles of Economics, (The Dryden Press, 1998), p.738-745.

Συνδέεται επίσης άμεσα και με το θέμα των επιτοκίων, μια και τα χαμηλά επιτόκια προτρέπουν τις επιχειρήσεις να προβούν σε επενδύσεις και τους καταναλωτές να αυξήσουν την κατανάλωση, διαδικασίες που λογικά οδηγούν στην αύξηση του παραγόμενου προϊόντος.

2.3. Σταθερότητα των Τιμών.

Η σταθερότητα των τιμών είναι ένας από τους σημαντικότερους στόχους της νομισματικής πολιτικής. Η σταθερότητα των τιμών είναι επιθυμητή, επειδή ένα συνεχώς αυξανόμενο επίπεδο τιμών (πληθωρισμός), προκαλεί ανησυχία και προβληματισμό σε καταναλωτές, επιχειρήσεις και κυβερνήσεις, καθιστά προβληματικό το μελλοντικό σχεδιασμό, ενώ αποσυνθέτει τον κοινωνικό ιστό μια και κάθε κοινωνική ομάδα προσπαθεί να εξασφαλίσει για τον εαυτό της την προσαρμογή των απολαβών της στα νέα επίπεδα τιμών. Το πιο ακραίο παράδειγμα αστάθειας τιμών είναι ο υπερπληθωρισμός, φαινόμενο που αντιμετώπισε η Γερμανία την περίοδο 1921-1923 και που οδήγησε τη χώρα σε ραγδαία ύφεση της οικονομικής της δραστηριότητας εξαιτίας του κόστους που επιβάλλει το συνεχώς αυξανόμενο επίπεδο τιμών στην οικονομία. Δεν είναι τυχαίο λοιπόν πως πρωταρχική δέσμευση και στόχος της Bundesbank κατά την άσκηση νομισματικής πολιτικής είναι η επίτευξη σταθερότητας των τιμών. Παρόμοια δέσμευση έχει αναλάβει και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η οποία έχει θέση σαν πρωταρχικό της στόχο την σταθερότητα των τιμών.

2.4. Σταθερότητα των Επιτοκίων.

Η σταθερότητα των επιτοκίων είναι επίσης ένας από τους σημαντικούς στόχους που θέτει η νομισματική πολιτική. Αστάθεια στα επιτόκια προκαλεί προβληματισμό τόσο στην πλευρά των καταναλωτών οι οποίοι δύσκολα προχωρούν στη σύναψη δανείων για καταναλωτικούς σκοπούς, όσο και στις επιχειρήσεις που δυσκολεύονται στον προγραμματισμό των δραστηριοτήτων και της χρηματοδότησής τους. Επίσης, όπως αναφέρεται και παρακάτω, αστάθεια των επιτοκίων προκαλεί ανασφάλεια στις διάφορες αγορές.

2.5. Σταθερότητα των αγορών χρήματος.

Οι σταθερότητα στις διάφορες αγορές (κεφαλαιαγορά- χρηματαγορά), είναι ένας από τους σημαντικότερους στόχους των κεντρικών τραπεζών. Μέσω δανείων που αυτές παρέχουν σε πιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας (lender of last resort), οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να αποτρέψουν

προβλήματα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα τα οποία μπορούν να οδηγήσουν σε πανικό και μεγάλα προβλήματα για την οικονομία. Η σταθερότητα στις αγορές αυτές εξασφαλίζεται επίσης μέσω της σταθερότητας των επιτοκίων, μια και οι διακυμάνσεις στα επιτόκια προκαλούν μεγάλη αναστάτωση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έτσι σημαντικές άνοδοι στα επιτόκια προκαλούν μεγάλες κεφαλαιακές απώλειες σε μακροπρόθεσμα ομόλογα και παρεμφερή χρεόγραφα, απώλειες που μπορούν να οδηγήσουν σε κατάρρευση επενδυτικών οίκων και πανικό στις αγορές. Έτσι η παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών μέσω της νομισματικής πολιτικής κρίνεται απαραίτητη για τη διατήρηση ήπιου κλίματος στις αγορές αυτές και κατά συνέπεια στην εν γένη οικονομία.

2.6. Σταθερότητα στην αγορά συναλλάγματος.

Με το άνοιγμα των αγορών και την επέκταση του διεθνούς εμπορίου, η σταθερότητα της ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος σε σχέση με τα κυριότερα νομίσματα αποκτά ιδιαίτερη σημασία και αποτελεί σημαντικό στόχο των κεντρικών τραπεζών και της νομισματικής πολιτικής. Υψηλή ισοτιμία (υπερτιμημένο εθνικό νόμισμα), καθιστά τα εγχώρια προϊόντα ακριβά στις διεθνείς αγορές με αποτέλεσμα να πλήττονται οι εξαγωγές, ενώ χαμηλή ισοτιμία (υποτιμημένο εθνικό νόμισμα) μπορεί να προκαλέσει πληθωριστικές πιέσεις μέσω του εισαγόμενου πληθωρισμού. Επίσης σημαντικές διακυμάνσεις στις ισοτιμίες προκαλούν προβληματισμό τόσο στις εισαγωγικές όσο και στις εξαγωγικές επιχειρήσεις οι οποίες δεν μπορούν να προγραμματίσουν εύκολα τις μελλοντικές τους δραστηριότητες. Για τους παραπάνω λόγους, η διατήρηση σταθερών ισοτιμιών θεωρείται ένας από του σημαντικούς στόχους της νομισματικής πολιτικής.

2.7. Μη συμβατότητα μεταξύ ορισμένων στόχων της Νομισματικής Πολιτικής.

Παρά το γεγονός ότι ορισμένοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής είναι συμβατοί μεταξύ τους - οικονομική ανάπτυξη και χαμηλή ανεργία, σταθερότητα των επιτοκίων και σταθερότητα στις αγορές χρήματος - εντούτοις κάποιοι από τους στόχους που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο είναι ασύμβατοι μεταξύ τους. Για παράδειγμα, ο στόχος της σταθερότητας των τιμών αντιτίθεται με τον στόχο της σταθερότητας των επιτοκίων και της χαμηλής ανεργίας βραχυπρόθεσμα. Έτσι όταν η οικονομία επεκτείνεται και η ανεργία πέφτει, τόσο ο πληθωρισμός όσο και τα επιτόκια μπορεί να αρχίσουν να αυξάνονται. Σε περίπτωση που η κεντρική τράπεζα θελήσει να αποτρέψει την αύξηση των επιτοκίων αγοράζοντας ομόλογα προκειμένου

να ανεβάσει την τιμή τους και να μειώσει τα επιτόκια, θα δώσει ρευστότητα στο σύστημα αυξάνοντας τη νομισματική βάση και την προσφορά χρήματος, δίνοντας ώθηση σε πληθωριστικές τάσεις. Αν η κεντρική τράπεζα μειώσει την προσφορά χρήματος πουλώντας χρεόγραφα προκειμένου να αντλήσει ρευστότητα με σκοπό να αντιμετωπίσει πιθανή αύξηση του πληθωρισμού, βραχυχρόνια τόσο τα επιτόκια όσο και η ανεργία θα αυξηθούν.

Κατά συνέπεια η ασυμβατότητα μεταξύ των διαφορετικών στόχων της νομισματικής πολιτικής προκαλεί σημαντικά προβλήματα στις κεντρικές τράπεζες, οι οποίες συχνά καλούνται να επιλέξουν μεταξύ των στόχων αυτών.

3. Μηχανισμοί μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής.

Για να μπορεί η νομισματική πολιτική να είναι επιτυχημένη πετυχαίνοντας τους εκάστοτε στόχους που ορίζει, θα πρέπει οι νομισματικές αρχές να μπορούν να εκτιμήσουν με σχετική ακρίβεια τις επιπτώσεις που έχουν τα διάφορα χρησιμοποιούμενα μέσα στην οικονομία. Για να καταστεί αυτό δυνατό θα πρέπει πρώτα να γίνουν κατανοητοί οι μηχανισμοί μέσω των οποίων η νομισματική πολιτική (η διαχείριση ουσιαστικά της ποσότητας του χρήματος που υπάρχει σε ένα οικονομικό σύστημα), επηρεάζει την πραγματική οικονομία.

Οι μηχανισμοί μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που αναφέρονται στην βιβλιογραφία μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις κατηγορίες, ανάλογα με τον το αν λειτουργούν διαμέσω των επενδύσεων των επιχειρήσεων, των εξόδων των καταναλωτών, ή του διεθνούς εμπορίου.

3.1. Επενδύσεις των Επιχειρήσεων.

Επειδή ο Κέυνς αρχικά τόνισε το ρόλο των επενδύσεων στη δημιουργία οικονομικών κύκλων, οι πρώτες θεωρίες σχετικά με τους μηχανισμούς μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής επικεντρώθηκαν στο ρόλο των επενδύσεων.

3.1.1. Το κανάλι των επιτοκίων (*The interest Rate Channel*)

Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής μέσα από τον μηχανισμό των επιτοκίων αποτελεί την άποψη της κεϋνσιανής θεωρίας σχετικά με το θέμα, και είναι γνωστή στη βιβλιογραφία για περισσότερα από 50 χρόνια. Η κλασική κεϋνσιανή άποψη για τον τρόπο με τον οποίο μεταφέρεται μια νομισματική επέκταση στην πραγματική οικονομία μπορεί να δοθεί με το παρακάτω σχηματικό διάγραμμα:

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

όπου $M \uparrow$ υπονοεί μια επεκτατική νομισματική πολιτική που οδηγεί σε πτώση των πραγματικών επιτοκίων ($i \downarrow$) η οποία με τη σειρά της μειώνει το κόστος κεφαλαίου προκαλώντας αύξηση των επενδύσεων ($I \uparrow$) η οποία εν τέλει προκαλεί αύξηση της συνολικής ζήτησης και του παραγόμενου προϊόντος.

Είναι αρκετοί αυτοί που πιστεύουν ότι υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ επιτοκίων και επενδύσεων, και κατά συνέπεια θεωρούν ότι το κανάλι των επιτοκίων είναι ένας ισχυρός μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Είναι αρκετοί όμως και οι επικριτές της θεωρίας αυτής, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι εμπειρικές μελέτες δεν έχουν δείξει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ επιτοκίων και επενδύσεων, δίνοντας έτσι το

έναυσμα για περαιτέρω έρευνα σχετικά με τους μηχανισμούς μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

3.1.2. Η θεωρία του λόγου q του Tobin (*Tobin's q theory*)

Η θεωρία του λόγου q του Tobin (*Tobin's q theory*), δίνει έναν μηχανισμό βάση του οποίου η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία μέσω της επίδρασης που έχει στην αποτίμηση των μετοχών. Ο Tobin (1969) ορίζει το q ως την αγοραία αξία των επιχειρήσεων προς το κόστος αντικατάστασης (*replacement cost of capital*). Αν ο λόγος q είναι μεγάλος, η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι μεγάλη σε σχέση με το κόστος αντικατάστασης και κατά συνέπεια το κόστος απόκτησης καινούργιων εγκαταστάσεων και εξοπλισμού είναι μικρό σε σχέση με την αγοραία αξία της επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση οι εταιρίες μπορούν να εκδώσουν νέες μετοχές και να τις προσφέρουν σε υψηλές τιμές σε σχέση με τις εγκαταστάσεις και τον εξοπλισμό που προτίθενται να αγοράσουν. Κατά αυτόν τον τρόπο οι επενδύσεις θα αυξηθούν, εφόσον οι επιχειρήσεις μπορούν να αγοράσουν μεγάλες ποσότητες εξοπλισμού με μικρές μόνο εκδόσεις μετοχών.

Αντίθετα, όταν ο λόγος q είναι χαμηλός οι επιχειρήσεις θα αποφεύγουν να αγοράζουν εξοπλισμό, μια και το κόστος του θα είναι υψηλό σχετικά με την αγοραία αξία της επιχείρησης. Αν οι επιχειρήσεις θελήσουν να αποκτήσουν εξοπλισμό όταν το q είναι χαμηλό, θα προτιμήσουν να αγοράσουν φθηνά μια άλλη εταιρία αποκτώντας έτσι τον εξοπλισμό αυτής. Το ύψος των επενδύσεων στην περίπτωση αυτή θα είναι χαμηλό.

Το συμπέρασμα των παραπάνω είναι ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του λόγου q του Tobin και των επενδύσεων. Η νομισματική πολιτική υπεισέρχεται στη θεωρία αυτή με την επίδραση που θεωρητικά έχει στις τιμές των μετοχών. Σύμφωνα με τους μονεταριστές, όταν η προσφορά χρήματος αυξάνεται τότε ο κόσμος έχει περισσότερα χρήματα από όσα επιθυμεί και κατά συνέπεια αυξάνει την κατανάλωση. Μέρος της υπερβάλλουσας ρευστότητας πηγαίνει και στο χρηματιστήριο για αγορά μετοχών, με αποτέλεσμα να αυξάνουν οι τιμές τους. Η κεϋνσιανή άποψη, με το ίδιο όμως αποτέλεσμα, είναι ότι μια επεκτατική νομισματική πολιτική θα αυξήσει τις τιμές των ομολόγων με αποτέλεσμα να μειωθούν οι αναμενόμενες αποδόσεις τους γεγονός που θα κάνει τους επενδυτές να στραφούν στην αγορά μετοχών προκαλώντας έτσι αύξηση των τιμών αυτών.

Ανεξάρτητα όμως από τον μηχανισμό που οδηγεί στην αύξηση των τιμών των μετοχών, η αύξηση αυτή (P_s) οδηγεί σε αυξημένο q που συνεπάγεται περισσότερες επενδύσεις και κατά συνέπεια αύξηση του παραγόμενου προϊόντος. Παρακάτω δίνεται σχηματικά ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που περιγράφεται παραπάνω:

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

3.1.3. Το χρηματοπιστωτικό κανάλι (*The Credit Channel*)

Ο μηχανισμός αυτός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής έχει να κάνει με τα τραπεζικά ιδρύματα και το ρόλο που αυτά διαδραματίζουν στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Έτσι μια επεκτατική νομισματική πολιτική αυξάνει τα αποθέματα των τραπεζών που με τη σειρά τους μπορούν να αυξήσουν τις χορηγήσεις τους, γεγονός που επηρεάζει τις επενδύσεις και κατά συνέπεια τη ζήτηση και το παραγόμενο προϊόν. Σχηματικά έχουμε:

$$M \uparrow \Rightarrow \text{τραπεζικά δάνεια} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Τα τελευταία χρόνια έχουν διατυπωθεί αμφιβολίες σχετικά με τη σημασία του μηχανισμού αυτού. Η δυνατότητα που έχουν οι μεγαλύτερες εταιρίες να αντλούν απευθείας κεφάλαια από τις αγορές (χρηματιστήριο-αγορά ομολόγων), περιορίζει το ρόλο των τραπεζών και την ισχύ του συγκεκριμένου καναλιού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, που περιορίζεται πλέον μόνο στις μικρότερες εταιρίες οι οποίες δεν μπορούν να έχουν πρόσβαση σε χρηματοδότηση παρά μόνο μέσω των τραπεζών.

3.1.4. Επιπτώσεις των αποτελεσμάτων της Ασυμμετρίας Πληροφοριών (*Asymmetric Information Effects*)

Ένας άλλος μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που σχετίζεται άμεσα με το χρηματοπιστωτικό κανάλι προκύπτει από το φαινόμενο της ασυμμετρίας των πληροφοριών στις αγορές.

Το φαινόμενο της ασυμμετρίας των πληροφοριών (*Asymmetric Information*) στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι ένα σημαντικό φαινόμενο που προκύπτει από την αδυναμία της μιας συμβαλλόμενης σε μια συναλλαγή πλευράς να έχει όσες πληροφορίες έχει η άλλη πλευρά. Πιο συγκεκριμένα στην περίπτωση του δανεισμού, ο δανειστής δεν μπορεί να έχει όλες τις πληροφορίες που διαθέτει ο δανειζόμενος, τόσο σχετικά με το σκοπό του δανεισμού, όσο και ως προς τον χαρακτήρα του

δανειζομένου. Αυτή η ασυμμετρία των πληροφοριών οδηγεί σε δύο σημαντικά προβλήματα: (1) Στο πρόβλημα της δυσμενής επιλογής (Adverse Selection Problem) και (2) στο πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (Moral Hazard Problem).

Το πρόβλημα της δυσμενής επιλογής υφίσταται πριν την συναλλαγή και η ουσία του είναι ότι αυτοί που έχουν τις περισσότερες πιθανότητες να προκαλέσουν ένα δυσμενές αποτέλεσμα (αποτυχία του εγχειρήματος και μη αποπληρωμή του δανείου), είναι αυτοί που πιο ενεργά προσπαθούν να αποσπάσουν ένα δάνειο. Επειδή το πρόβλημα της δυσμενής επιλογής αυξάνει τις πιθανότητες δημιουργίας επισφαλειών, οι δανειστές μπορεί να αποφασίσουν να μη δανείζουν ακόμα και αν υπάρχουν αυξημένες πιθανότητες αποπληρωμής του δανείου.

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου υφίσταται μετά τη συναλλαγή. Η ουσία του προβλήματος είναι ότι ο δανειστής διατρέχει τον κίνδυνο να εμπλακεί ο δανειζόμενος σε διαδικασίες ανεπιθύμητες από τη δική του πλευρά, διότι μια τέτοια εμπλοκή καθιστά πολύ πιθανή τη μη αποπληρωμή του δανείου. Για παράδειγμα, από τη στιγμή που ο δανειζόμενος λαμβάνει το δάνειο μπορεί να εμπλακεί σε επιχειρηματικές δραστηριότητες που πιθανόν να έχουν πολύ υψηλές αποδόσεις αλλά ενέχουν και σημαντικό κίνδυνο αποτυχίας, μια και λειτουργεί με ξένο κεφάλαιο. Επειδή το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου αυξάνει τις πιθανότητες μη αποπληρωμής του δανείου, οι δανειστές μπορεί να αποφασίσουν να αποφύγουν να δανείσουν τα κεφάλαιά τους.

Ένας τρόπος για να αμβλυνθεί η οξύτητα των παραπάνω προβλημάτων είναι η παροχή εγγυήσεων από την πλευρά του δανειζομένου, ότι σε περίπτωση μη αποπληρωμής του δανείου μέρος της περιουσίας του θα περάσει στην κυριότητα του δανειστή προκειμένου αυτός να τη ρευστοποιήσει και να εισπράξει τα χρήματά του ή μέρος αυτών. Είναι αυτονόητο ότι όσο μεγαλύτερη περιουσία διαθέτει ο δανειζόμενος τόσο περισσότερες εγγυήσεις μπορεί να προσφέρει.

Είναι γνωστό ότι η περιουσία μιας επιχείρησης είναι τα ίδια κεφάλαιά της. Υψηλότερη αξία ιδίων κεφαλαίων στην πραγματικότητα σημαίνει ότι η επιχείρηση μπορεί να προσφέρει περισσότερες εγγυήσεις για τα δάνειά της, γεγονός που συνεπάγεται μείωση του μεγέθους του προβλήματος της δυσμενούς επιλογής για τους δανειστές. Έτσι η επιχείρηση μπορεί να εξασφαλίσει περισσότερα δάνεια για επενδύσεις που προκαλούν αύξηση της ζήτησης και του παραγόμενου προϊόντος.

Η υψηλότερη αξία ιδίων κεφαλαίων αμβλύνει και την οξύτητα του προβλήματος του ηθικού κινδύνου. Έτσι όσο μεγαλύτερη είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων, τόσο μεγαλύτερη είναι η συμμετοχή του ιδιοκτήτη στην επιχείρηση, γεγονός που τον κάνει να αποφεύγει την εμπλοκή με δραστηριότητες που ενέχουν σημαντικούς επιχειρηματικούς κινδύνους, με αποτέλεσμα να μειώνεται το μέγεθος του προβλήματος του ηθικού κινδύνου και να αυξάνονται οι πιθανότητες αποπληρωμής των δανείων. Έτσι και από αυτήν την άποψη, η αύξηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων αυξάνει τις δανειοδοτήσεις και κατά συνέπεια τις επενδύσεις και άρα τη συνολική ζήτηση και το παραγόμενο προϊόν:

Η νομισματική πολιτική επηρεάζει την αξία των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρίας μέσω της τιμής της μετοχής της. Κατά συνέπεια η παραπάνω ανάλυση μας οδηγεί στον εξής μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής

$$M \uparrow \Rightarrow P, \uparrow \Rightarrow \text{αξία ιδίων κεφαλαίων} \uparrow \Rightarrow \text{προβλήματα δυσμενούς επιλογής \& ηθικού κινδύνου} \downarrow \Rightarrow \text{δάνεια} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Για τον συγκεκριμένο μηχανισμό θα μπορούσε να δοθεί και μία εναλλακτική διατύπωση η οποία εστιάζει στην σχέση μεταξύ επιτοκίων και χρηματοροών. Έτσι σχηματικά έχουμε:

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{χρηματοροές} \uparrow \Rightarrow \text{προβλήματα δυσμενούς επιλογής \& ηθικού κινδύνου} \downarrow \Rightarrow \text{δάνεια} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

3.2. Έξοδα καταναλωτών.

Αν και αρχικά η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής είχε συνδεθεί με τον τρόπο που αυτή επηρέαζε τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων, εντούτοις στη συνέχεια διατυπώθηκε η άποψη ότι η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει και κατά συνέπεια να μεταδοθεί διαμέσω των καταναλωτικών αποφάσεων των νοικοκυριών.

3.2.1. Επίδραση των επιτοκίων (*Interest Rate Effects*)

Ένα μέρος της κατανάλωσης των νοικοκυριών αφορά διαρκή καταναλωτικά αγαθά (π.χ αυτοκίνητα, οικιακές συσκευές κ.λπ.). Επειδή η αγορά διαρκών καταναλωτικών αγαθών συχνά χρηματοδοτείται με δανεισμό, είναι λογικό να εξεταστεί η σχέση μεταξύ επιτοκίων και των εξόδων που γίνονται για την αγορά τέτοιων προϊόντων.

Έτσι διατυπώνεται η άποψη ότι τα χαμηλότερα επιτόκια μειώνουν το κόστος χρηματοδότησης, με αποτέλεσμα να αυξάνονται τα έξοδα των καταναλωτών για την αγορά διαρκών καταναλωτικών αγαθών. Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που δείχνει πως αυτή εν τέλει επηρεάζει την συνολική ζήτηση και το παραγόμενο προϊόν δίνεται σχηματικά ως εξής:

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{έξοδα για διαρκή καταναλωτικά αγαθά} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Παρόλα αυτά το μέγεθος της επίδρασης βρέθηκε να είναι πρακτικά μικρό, δίνοντας το έναυσμα για περαιτέρω έρευνα επί του τρόπου με τον οποίο η νομισματική πολιτική θα μπορούσε να επηρεάσει το μέγεθος της κατανάλωσης.

3.2.2. Επίδραση του πλούτου (*The Wealth Effects*)

Ένα εναλλακτικό κανάλι μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής διαμέσω της επίδρασης που μπορεί αυτή να έχει στην κατανάλωση, έχει προταθεί από τον Franco Modigliani³. Στο μοντέλο αυτό ο ορισμός της κατανάλωσης διαφέρει από τον προηγούμενο και αναφέρεται σε έξοδα των νοικοκυριών για μη διαρκή αγαθά. Σύμφωνα με τον Modigliani, το μέγεθος της κατανάλωσης δεν εξαρτάται μόνο από το τρέχον εισόδημα των καταναλωτών, αλλά και από άλλες δυνητικές πηγές εισοδήματος που κατέχουν οι καταναλωτές κατά τη διάρκεια της ζωής τους. Σημαντικό μέρος των πηγών αυτών αποτελεί ο χρηματοοικονομικός πλούτος, μέρος του οποίου είναι οι κοινές μετοχές. Όταν οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν, αυξάνει ο χρηματοοικονομικός πλούτος των καταναλωτών και ταυτόχρονα αυξάνει το δυνητικό τους εισόδημα, γεγονός που οδηγεί στην αύξηση της κατανάλωσης και του παραγόμενου προϊόντος. Εφόσον, όπως είδαμε πιο πάνω, μια επεκτατική νομισματική πολιτική οδηγεί σε αύξηση των τιμών των μετοχών ($P_s \uparrow$), έχουμε έναν ακόμα μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής ο οποίος σχηματικά δίνεται παρακάτω:

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow \text{πλούτος} \uparrow \Rightarrow \text{δυνητικό εισόδημα} \uparrow \Rightarrow \text{κατανάλωση} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Έρευνες του Modigliani έχουν δείξει ότι πρόκειται για έναν ιδιαίτερα ισχυρό μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που παρέχει σημαντικές δυνατότητες.

³ Franco Modigliani, "Monetary Policy and Consumption", (Federal Reserve Bank of Boston, 1971), p. 9-84.

Νεότερες έρευνες δείχνουν επίσης ότι η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής διαμέσω του επηρεασμού της κατανάλωσης, λόγω της μεταβολής των τιμών περιουσιακών στοιχείων, δεν περιορίζεται μόνο στην περίπτωση κινητών αξιών (π.χ μετοχών) αλλά επεκτείνεται και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία όπως για παράδειγμα στις μεταβολές που προκαλεί στις τιμές της ακίνητης περιουσίας. Η Ιαπωνική εμπειρία από τις δεκαετίες του 80 και 90, δείχνουν ότι η νομισματική πολιτική είχε σημαντική επιρροή στην πραγματική οικονομία διαμέσω των επιδράσεων που είχε στην αξία της γης και των ακινήτων εν γένη.

Ο μηχανισμός του Modigliani που περιγράφηκε παραπάνω στηρίζει αντίστοιχα και αυτά τα δεδομένα. Έτσι, μια επεκτατική νομισματική πολιτική οδηγεί στην αύξηση της αξίας των ακινήτων η οποία προκαλεί αύξηση του πλούτου των νοικοκυριών με συνέπεια την αύξηση της κατανάλωσης και του παραγόμενου προϊόντος. Κατά ανάλογο τρόπο και η θεωρία του Tobin μπορεί να ερμηνεύσει τα δεδομένα. Επεκτατική νομισματική πολιτική προκαλεί αύξηση στις τιμές των ακινήτων, αυξάνει το λόγο q της αγοραίας τιμής τους προς το κόστος αντικατάστασης και κατά συνέπεια προκαλεί αύξηση των δαπανών για ακίνητη περιουσία και άρα αύξηση του παραγόμενου προϊόντος.

3.2.3. Επίδραση της ρευστότητας (*Liquidity Effects*)

Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό τα νοικοκυριά μειώνουν ή αυξάνουν τα έξοδά τους για διαρκή καταναλωτικά αγαθά, ανάλογα με τον κίνδυνο που διατρέχουν να βρεθούν σε κατάσταση χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (*financial distress*). Σε περίπτωση λοιπόν τέτοιου κινδύνου, τα νοικοκυριά θα προτιμήσουν να κρατούν λιγότερα τέτοια περιουσιακά στοιχεία. Ο λόγος είναι ότι αυτά δύσκολα ρευστοποιούνται και σε περίπτωση ρευστοποίησής τους σε κατάσταση χρηματοοικονομικής δυσπραγίας τα νοικοκυριά δεν θα μπορέσουν να πάρουν το σύνολο της αξίας τους, αλλά μέρος αυτής. Σε αντίθεση, χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως τραπεζικές καταθέσεις, μετοχές ή ομόλογα μπορούν να ρευστοποιηθούν ευκολότερα και στο σύνολο της αξίας τους προκειμένου να αντληθεί η επιθυμητή ρευστότητα.

Η παραπάνω λογική οδηγεί σε έναν ακόμα μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που λειτουργεί διαμέσω της σχέσης της ποσότητας του χρήματος και των τιμών των μετοχών που έχει ήδη αναλυθεί παραπάνω. Έτσι αύξηση της ποσότητας του χρήματος οδηγεί σε αύξηση των τιμών των μετοχών και

του χρηματοοικονομικού πλούτου των νοικοκυριών. Το γεγονός αυτό απομακρύνει τον κίνδυνο χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, και κατά συνέπεια τα νοικοκυριά αυξάνουν τα έξοδά τους για κατανάλωση διαρκών καταναλωτικών αγαθών με τελικό αποτέλεσμα την αύξηση της συνολικής ζήτησης. Σχηματικά έχουμε:

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow \text{αξία χρεογράφων} \uparrow \Rightarrow \text{πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας} \downarrow \\ \Rightarrow \text{έξοδα για διαρκή καταναλωτικά αγαθά} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Η παραπάνω λογική ισχύει και για τη ζήτηση σπιτιών, μια και όπως τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά, έτσι και τα σπίτια είναι περιουσιακά στοιχεία δύσκολα ρευστοποιήσιμα. Έτσι αντίστοιχα έχουμε:

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow \text{αξία χρεογράφων} \uparrow \Rightarrow \text{πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας} \downarrow \\ \Rightarrow \text{έξοδα για στέγαση} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

3.3. Το κανάλι των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η διεθνοποίηση των οικονομιών και η ρευστότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, έχουν οδηγήσει στη δημιουργία ενός άλλου μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, ο οποίος λειτουργεί μέσω της επίδρασης των συναλλαγματικών ισοτιμιών στο εμπορικό ισοζύγιο. Στο μηχανισμό αυτό εμπλέκεται και η μεταβολή των επιτοκίων. Έτσι πτώση των πραγματικών εγχώριων επιτοκίων κάνει πιο αποδοτικές τις καταθέσεις σε συνάλλαγμα σε σχέση με τις καταθέσεις σε εγχώριο νόμισμα. Έτσι η ζήτηση συναλλάγματος αυξάνεται, γεγονός που προκαλεί μείωση της αξίας του εγχώριου νομίσματος σε σχέση με το νόμισμα της αλλοδαπής. Το γεγονός αυτό όμως καθιστά ακριβότερα τα ξένα προϊόντα στην εγχώρια αγορά, και φθηνότερα τα εγχώρια προϊόντα στην ξένη αγορά. Αποτέλεσμα είναι η αύξηση των καθαρών εξαγωγών (καθαρές εξαγωγές = εμπορικό ισοζύγιο = εξαγωγές - εισαγωγές), της συνολικής ζήτησης και του παραγόμενου προϊόντος. Σχηματικά ο παραπάνω μηχανισμός έχει ως εξής:

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

4. Η διαδικασία της προσφοράς χρήματος.

Όπως είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσης εργασίας, η προσφορά χρήματος είναι μια ιδιαίτερα σημαντική μεταβλητή που επηρεάζει μια σειρά άλλων μεταβλητών με αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία. Χρήζει λοιπόν ιδιαίτερης προσοχής ο έλεγχος και ο καθορισμός της προσφοράς χρήματος σε ένα οικονομικό σύστημα. Κάτι τέτοιο όμως απαιτεί τη γνώση της διαδικασίας βάση της οποίας καθορίζεται η προσφορά του χρήματος και των παραγόντων που την επηρεάζουν, γεγονός που θα οδηγήσει και στον προσδιορισμό των μέσων εκείνων που εν τέλη θα χρησιμοποιηθούν προκειμένου να καταστεί δυνατός ο έλεγχός της. Προκειμένου να γίνει κατανοητή η διαδικασία αυτή, παρατίθενται δύο μοντέλα τα οποία αντλούνται από τη βιβλιογραφία.

4.1. Καθορισμός της προσφοράς χρήματος: το απλό μοντέλο.

Έχουμε ήδη ορίσει σαν “χρήμα” καθετί που είναι αποδεκτό στις συναλλαγές αγαθών και υπηρεσιών ή στην αποπληρωμή χρεών. Υπό αυτήν την έννοια μπορούμε να συμπεριλάβουμε στον ορισμό του χρήματος: α) τα κέρματα, β) τα τραπεζογραμμάτια και γ) τις καταθέσεις όψεως. Τα παραπάνω στοιχεία αποτελούν τον M1 ορισμό της προσφοράς του χρήματος, και μολονότι υπάρχουν ευρύτεροι ορισμοί που χρησιμοποιούνται περισσότερο για την άσκηση νομισματικής πολιτικής, η χρήση του M1 στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι προτιμότερη για λόγους απλότητας αλλά και γιατί ότι ισχύει για τον M1 ισχύει κατά αναλογία και για τους ευρύτερους ορισμούς της προσφοράς χρήματος.

Επίσης είναι γνωστό ότι το σύγχρονο εμπορικό τραπεζικό σύστημα έχει την ικανότητα να μεταβάλλει την ποσότητα του χρήματος όπως την ορίσαμε πιο πάνω, μεταβάλλοντας το μέγεθος των καταθέσεων όψεως. Έτσι μια αύξηση των διαθεσίμων του τραπεζικού συστήματος (ΔR) από την πλευρά της κεντρικής τράπεζας, οδηγεί σε πολλαπλάσια αύξηση των καταθέσεων όψεως.

Για να γίνει κατανοητό πως το εμπορικό τραπεζικό σύστημα μπορεί να μεταβάλλει την ποσότητα της προσφοράς χρήματος μεταβάλλοντας το μέγεθος των καταθέσεων όψεως, παρατίθεται ένα απλό παράδειγμα.

Υποθέτουμε ότι η κεντρική τράπεζα αυξάνει τα διαθέσιμα του τραπεζικού συστήματος, είτε εκτελώντας μια πράξη ανοικτής αγοράς (αγορά χρεογράφων), είτε παρέχοντας κάποιο δάνειο στην τράπεζα Α. Στην προκείμενη περίπτωση, και αν

θεωρήσουμε ότι η αύξηση της ρευστότητας πραγματοποιείται με μια πράξη ανοικτής αγοράς κατά την οποία η κεντρική τράπεζα αγοράζει από την τράπεζα Α χρεόγραφα αξίας 100.000 δρχ., η περιουσιακή κατάσταση της τράπεζας Α θα έχει ως εξής⁴:

Τράπεζα Α		
Ενεργητικό		Παθητικό
Χρεόγραφα	-100.000 δρχ.	
Διαθέσιμα	+100.000 δρχ.	

Επειδή το μέγεθος των καταθέσεων όψεως της τράπεζας Α δεν μεταβλήθηκε, τα απαιτούμενα διαθέσιμα (required reserves) παραμένουν αμετάβλητα (κάθε τράπεζα υποχρεούται να διατηρεί ένα ποσοστό των καταθέσεων όψεως υπό τη μορφή διαθεσίμων, ποσοστό που ορίζεται από την εκάστοτε κεντρική τράπεζα), και η τράπεζα βρίσκεται με 100.000 δρχ. πλεοναζόντων διαθεσίμων (excess reserves). Η τράπεζα Α που αποβλέπει στη μεγιστοποίηση των κερδών της, έχει κάθε λόγο να δανείσει το σύνολο των χρημάτων αυτών. Όταν η τράπεζα πραγματοποιεί το δάνειο, εκδίδει ένα βιβλιάριο επιταγών για τον δανειζόμενο και πιστώνει τα χρήματα στο λογαριασμό του. Με αυτόν τον τρόπο ο απλοποιημένος ισολογισμός της τράπεζας Α μεταβάλλεται και γίνεται:

Τράπεζα Α			
Ενεργητικό		Παθητικό	
Χρεόγραφα	-100.000 δρχ.	Καταθέσεις Όψεως	+100.000 δρχ.
Διαθέσιμα	+100.000 δρχ.		
Δάνεια	+100.000 δρχ.		

Με την πράξη του δανεισμού η τράπεζα δημιούργησε καταθέσεις όψεως. Επειδή οι καταθέσεις όψεως είναι μέρος της προσφοράς χρήματος όπως έχει ήδη αναφερθεί, η τράπεζα με την πράξη αυτή στην ουσία δημιούργησε χρήμα.

⁴ Για λόγους απλότητας παραβλέπονται όλα τα άλλα ενεργητικά και παθητικά στοιχεία της τράπεζας Α.

Αν και στην παρούσα φάση η τράπεζα Α διαθέτει ακόμα πλεονάζοντα διαθέσιμα, εντούτοις δεν είναι ασφαλές να πραγματοποιήσει επιπλέον δάνεια μια και ο δανειζόμενος με τα χρήματα του δανείου θα προβεί σε καταναλωτικές δαπάνες με αποτέλεσμα τα χρήματα τελικά να φύγουν από τα ταμεία της τράπεζας και να καταλήξουν υπό την μορφή καταθέσεων όψεως σε άλλες τράπεζες (στο σημείο αυτό πραγματοποιείται η υπόθεση ότι όλες οι επιταγές που εκδίδονται κατατίθενται σε τράπεζες και δεν μετατρέπονται σε ρευστό διότι το κοινό δεν επιθυμεί να κρατά επιπλέον ρευστό). Η τελική μορφή του απλοποιημένου ισολογισμού της τράπεζας Α θα είναι:

Τράπεζα Α		
Ενεργητικό		Παθητικό
Χρεόγραφα	-100.000 δρχ.	
Δάνεια	+100.000 δρχ.	

Τελικά οι 100.000 δρχ. που διοχέτευσε η κεντρική τράπεζα υπό τη μορφή διαθέσιμων στο τραπεζικό σύστημα μετατράπηκαν σε 100.000 δρχ. δάνεια της τράπεζας Α συν 100.000 δρχ. καταθέσεις όψεως σε κάποια άλλα τραπεζικά ιδρύματα. Για λόγους απλότητας υποθέτουμε ότι όλα αυτά τα χρήματα κατατέθηκαν στην τράπεζα Β, της οποίας ο απλοποιημένος ισολογισμός θα έχει ως εξής:

Τράπεζα Β		
Ενεργητικό		Παθητικό
Διαθέσιμα	+100.000 δρχ.	Καταθέσεις Όψεως +100.000 δρχ.

Επειδή οι καταθέσεις όψεως της τράπεζας Β αυξήθηκαν κατά 100.000 δρχ., αυτή είναι υποχρεωμένη από την κεντρική τράπεζα να αυξήσει το μέγεθος των απαιτούμενων διαθεσίμων της. Έτσι αν υποθέσουμε ότι το απαιτούμενο ποσοστό διατήρησης διαθεσίμων που επιβάλλεται από την κεντρική τράπεζα είναι 10%, τότε η τράπεζα Β θα πρέπει να διατηρήσει $100.000 \cdot 10\% = 10.000$ δρχ. υπό τη μορφή διαθεσίμων, ενώ εφόσον δεν επιθυμεί να διατηρήσει πλεονάζοντα διαθέσιμα θα έχει

κάθε λόγο να δανείσει τις υπόλοιπες 90.000 δρχ. Ο απλοποιημένος ισολογισμός της θα γίνει:

Τράπεζα Β			
Ενεργητικό		Παθητικό	
Διαθέσιμα	+100.000 δρχ.	Καταθέσεις Όψεως	+190.000 δρχ.
Δάνεια	+90.000 δρχ.		

Όταν ο δανειζόμενος θα ξοδέψει τα χρήματα που δανείστηκε, τόσο οι καταθέσεις όψεως όσο και τα διαθέσιμα της τράπεζας θα μειωθούν κατά 90.000 δρχ., και η τελική μορφή του απλοποιημένου ισολογισμού της τράπεζας Β θα είναι:

Τράπεζα Β			
Ενεργητικό		Παθητικό	
Διαθέσιμα	+10.000 δρχ.	Καταθέσεις Όψεως	+100.000 δρχ.
Δάνεια	+90.000 δρχ.		

Με την ίδια λογική που αναπτύχθηκε παραπάνω οι 90.000 δρχ. του δανείου θα καταλήξουν στην τράπεζα Γ η οποία θα κρατήσει τις 9.000 δρχ. και θα δανείσει τις 81.000 δρχ. με αποτέλεσμα η τελική μορφή του απλοποιημένου ισολογισμού της να είναι η παρακάτω:

Τράπεζα Γ			
Ενεργητικό		Παθητικό	
Διαθέσιμα	+9.000 δρχ.	Καταθέσεις Όψεως	+90.000 δρχ.
Δάνεια	+81.000 δρχ.		

Μέχρις αυτού του σημείου οι 100.000 δρχ. αύξηση των διαθεσίμων από πλευράς της κεντρικής τράπεζας οδήγησαν σε συνολική αύξηση 271.000 δρχ. (= 100.000 + 90.000 + 81.000) των καταθέσεων όψεως και άρα της ποσότητας της προσφοράς χρήματος.

Συνεχίζοντας με την ίδια λογική καταλήγουμε στα αποτελέσματα που παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα 1:

Πίνακας 1.			
Δημιουργία καταθέσεων Όψεως στο τραπεζικό σύστημα (υποθέτοντας 10% απαιτούμενο ποσοστό διατήρησης διαθεσίμων και αρχική αύξηση διαθεσίμων 100.000 δρχ.)			
Τράπεζα	Αύξηση Καταθέσεων (δρχ.)	Αύξηση Δανείων (δρχ.)	Αύξηση Διαθεσίμων (δρχ.)
A	0	100.000	0
B	100.000	90.000	10.000
Γ	90.000	81.000	9.000
Δ	81.000	72.900	8.100
E	72.900	65.610	7.290
ΣΤ	65.610	59.050	6.560
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
Τραπεζικό Σύστημα	1.000.000	1.000.000	100.000

Η συνολική αύξηση των καταθέσεων όψεως είναι δεκαπλάσια της αρχικής αύξησης των διαθεσίμων, το αντίστροφο δηλαδή του απαιτούμενου ποσοστού διατήρησης διαθεσίμων. Η μαθηματική διατύπωση της παραπάνω έκφρασης έχει ως εξής:

$$\Delta D = \frac{1}{r_d} * \Delta R$$

όπου:

ΔD = η μεταβολή του μεγέθους των καταθέσεων όψεως (checkable deposits),

ΔR = η μεταβολή του μεγέθους των διαθεσίμων του τραπεζικού συστήματος (reserves),

r_d = το απαιτούμενο ποσοστό διατήρησης διαθεσίμων επί των καταθέσεων όψεως (required reserve ratio),

$1/r_d$ = ο πολλαπλασιαστής καταθέσεων (simple deposit multiplier).

Πρέπει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι το φαινόμενο αυτό λειτουργεί και αντίστροφα, δηλαδή μια μείωση των διαθεσίμων του τραπεζικού συστήματος από πλευράς της κεντρικής τράπεζας οδηγεί σε πολλαπλάσια μείωση των καταθέσεων όψεως στο τραπεζικό σύστημα, η οποία δίνεται από τον παραπάνω τύπο.

Το μοντέλο που περιγράφηκε παραπάνω υπονοεί ότι η εκάστοτε κεντρική τράπεζα μπορεί να ελέγξει το μέγεθος των καταθέσεων όψεως ελέγχοντας το απαιτούμενο ποσοστό διατήρησης διαθεσίμων (r_d) και το μέγεθος των διαθεσίμων στο τραπεζικό σύστημα (R). Κάτι τέτοιο όμως δεν ισχύει, διότι στην πολλαπλασιαστική αυτή διαδικασία εμπλέκονται με τις αποφάσεις τους τόσο το κοινό, όσο και οι εμπορικές τράπεζες.

Αν στο παραπάνω παράδειγμα οι 90.000 δρχ. του δανείου της τράπεζας Β δεν καταλήγουν σε κάποια άλλη τράπεζα υπό τη μορφή καταθέσεων αλλά παραμένουν στα χέρια του κοινού με τη μορφή ρευστού, η διαδικασία του πολλαπλασιασμού των καταθέσεων σταματά στο σημείο αυτό και η συνολική αύξησή τους είναι 100.000 δρχ. αντί για 1.000.000 δρχ. που προβλέπεται από το μοντέλο. Κατά συνέπεια η απόφαση του κοινού σχετικά με το αν θα κρατά μέρος του ενεργητικού του σε ρευστό αντί να το τοποθετεί υπό την μορφή καταθέσεων όψεως σε κάποια τράπεζα, παίζει σημαντικό ρόλο στη δημιουργία χρήματος στο τραπεζικό σύστημα.

Ένα δεύτερο σημείο το οποίο μπορεί να διακόψει την πολλαπλασιαστική διαδικασία και κατά συνέπεια εμποδίζει την κεντρική τράπεζα να έχει πλήρη έλεγχο επί αυτής, είναι η συμπεριφορά των τραπεζών σχετικά με τη διατήρηση πλεοναζόντων διαθεσίμων. Στο παράδειγμα, αν η τράπεζα Β για οποιονδήποτε λόγο αποφάσιζε να μην δανείσει τις 90.000 δρχ. πλεονάζοντα διαθέσιμα, αλλά να τις κρατήσει, και σε αυτήν την περίπτωση η διαδικασία του πολλαπλασιασμού θα σταματούσε και η αύξηση των καταθέσεων θα ήταν 100.000 δρχ. αντί για 1.000.000 δρχ. Έτσι, εάν οι τράπεζες αποφασίσουν να κρατήσουν το σύνολο ή μέρος των πλεοναζόντων διαθεσίμων, η αύξηση των καταθέσεων δεν είναι ανάλογη των προβλέψεων του παραπάνω μοντέλου.

Τα παραπάνω υποδεικνύουν ότι η κεντρική τράπεζα, αν και είναι ο βασικός, δεν είναι ο μοναδικός παίκτης που επηρεάζει το μέγεθος των καταθέσεων και κατά

συνέπεια την προσφορά χρήματος. Σημαντικό ρόλο παίζουν τόσο οι τράπεζες, όσο και οι καταθέτες μέσω των αποφάσεών τους. Είναι φανερό λοιπόν ότι αν και το απλό μοντέλο δείχνει τον τρόπο με τον οποίο το τραπεζικό σύστημα δημιουργεί χρήμα, εντούτοις υπερεκτιμά το μέγεθος των καταθέσεων, αφού δεν λαμβάνει υπόψη τις αποφάσεις των καταθετών και των τραπεζών. Κατά συνέπεια είναι χρήσιμο μόνο για διδακτικούς σκοπούς και όχι για την άσκηση πολιτικής, αφού η λογική του είναι μακριά από τα πραγματικά δεδομένα.

Το ζητούμενο λοιπόν είναι ένα μοντέλο που θα συνδέει την προσφορά χρήματος με κάποιο ελεγχόμενο από την κεντρική τράπεζα μέγεθος, και στο οποίο θα λαμβάνεται υπόψη οι συμπεριφορά όλων των παραγόντων που με τη στάση τους μπορούν να επηρεάσουν την προσφορά χρήματος. Παρακάτω γίνεται προσπάθεια να αναπτυχθεί ένα τέτοιο μοντέλο.

4.2. Καθορισμός της προσφοράς χρήματος: το βασικό μοντέλο.

Όπως αναφέρεται ήδη πιο πάνω, το ζητούμενο είναι η σύνδεση της προσφοράς χρήματος (και σε αυτήν την περίπτωση αναφερόμαστε στον M1 ορισμό της ποσότητας του χρήματος) με μια ανεξάρτητη μεταβλητή, το μέγεθος της οποίας κατά το δυνατό θα καθορίζεται από τις νομισματικές αρχές, προκειμένου να ασκείται έλεγχος και στην εξαρτημένη μεταβλητή. Το μοντέλο λοιπόν θα πρέπει να είναι της μορφής:

$$Y = \alpha * X$$

όπου:

Y = η προσφορά του χρήματος (M1),

X = η ανεξάρτητη μεταβλητή που κατά το δυνατό θα καθορίζεται από τις νομισματικές αρχές,

α = ο συντελεστής που θα δείχνει την μεταβολή που θα προκαλείται στην ποσότητα του χρήματος από μεταβολή μιας μονάδας στην ανεξάρτητη μεταβλητή.

Αν και στο απλό μοντέλο θεωρούσαμε σαν ανεξάρτητη μεταβλητή το μέγεθος των διαθεσίμων του τραπεζικού συστήματος, εντούτοις στη διαμόρφωση του μεγέθους των διαθεσίμων πέρα από την κεντρική τράπεζα παίζουν σημαντικό ρόλο και οι καταθέτες. Για παράδειγμα, αν κάποιος καταθέτης αποφασίσει να αποσύρει τις καταθέσεις του και να τις διατηρήσει σε ρευστό, αυτόματα μειώνονται τα διαθέσιμα του τραπεζικού συστήματος, χωρίς η κεντρική τράπεζα να έχει παίξει κάποιο ρόλο στη μείωση αυτή. Κατά συνέπεια, είναι προτιμότερο να χρησιμοποιηθεί στο μοντέλο

κάποια μεταβλητή που να υπόκειται περισσότερο από τα διαθέσιμα στον έλεγχο της κεντρικής τράπεζας.

Μια τέτοια μεταβλητή είναι η νομισματική βάση (monetary base). Η νομισματική βάση ισούται με το άθροισμα των διαθεσίμων του τραπεζικού συστήματος (reserves) συν τα ρευστά διαθέσιμα (κέρματα και τραπεζογραμμάτια) στα χέρια του κοινού (currency in circulation):

$$MB = C + R$$

Στο προηγούμενο παράδειγμα, αν και η απόφαση του καταθέτη για απόσυρση των χρημάτων από το τραπεζικό σύστημα προκαλεί μείωση των διαθεσίμων, η νομισματική βάση μένει ανεπηρέαστη διότι προκαλείται ισόποση αύξηση των ρευστών διαθεσίμων στα χέρια του κοινού.

Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η κεντρική τράπεζα μπορεί να ασκήσει καλύτερο έλεγχο επί της νομισματικής βάσης, σε σχέση με τον έλεγχο που μπορεί να ασκήσει επί των διαθεσίμων του τραπεζικού συστήματος. Επομένως στο μοντέλο είναι προτιμότερο να χρησιμοποιηθεί σαν ανεξάρτητη μεταβλητή η νομισματική βάση (MB).

Και σε αυτήν την περίπτωση όμως θα πρέπει να σημειωθεί ότι αν και η κεντρική τράπεζα μπορεί να ασκήσει καλύτερο έλεγχο επί της νομισματικής βάσης, ο έλεγχος αυτός δεν μπορεί να είναι πλήρης. Η κεντρική τράπεζα μπορεί να μεταβάλει το μέγεθος της νομισματικής βάσης είτε με πράξεις ανοικτής αγοράς, είτε μέσω δανείων προς τις εμπορικές τράπεζες. Ενώ το μέγεθος των πράξεων ανοικτής αγοράς βρίσκεται υπό τον πλήρη έλεγχο της κεντρικής τράπεζας, το μέγεθος του δανεισμού των εμπορικών τραπεζών δεν μπορεί να καθοριστεί επακριβώς. Αυτό διότι η κεντρική τράπεζα θέτει το επιτόκιο και στη συνέχεια οι εμπορικές τράπεζες αποφασίζουν αν θα δανειστούν ή όχι. Άρα και σε αυτήν την περίπτωση η κεντρική τράπεζα δεν είναι ο μοναδικός ρυθμιστής της ανεξάρτητης μεταβλητής του μοντέλου, αλλά και οι εμπορικές τράπεζες παίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό του μεγέθους της. Για το λόγο αυτό είναι προτιμότερο να διακρίνουμε τη νομισματική βάση σε δύο μέρη· σε αυτό που προέρχεται από τις πράξεις ανοικτής αγοράς και ελέγχεται πλήρως από την κεντρική τράπεζα, και σε αυτό που προέρχεται από τον δανεισμό των τραπεζικών ιδρυμάτων και ελέγχεται μόνο εν μέρη από αυτήν:

$$MB = MB_n + DL$$

όπου

MB = η νομισματική βάση (monetary base),

MB_n = το τμήμα της νομισματικής βάσης που προέρχεται από πράξεις ανοικτής αγοράς (nonborrowed monetary base),

DL = το τμήμα της νομισματικής βάσης που προέρχεται από δανεισμό των εμπορικών τραπεζών από την κεντρική τράπεζα (discount loans).

Το ζητούμενο μοντέλο λοιπόν μπορεί να είναι της μορφής:

$$M = m \cdot (MB_n + DL)$$

Το μέγεθος m είναι ο πολλαπλασιαστής χρήματος (money multiplier), και μας δίνει το μέγεθος της μεταβολής της ποσότητας του χρήματος που προκαλείται από τη μεταβολή μιας μονάδας στη νομισματική βάση. Στο μέγεθος αυτό θα πρέπει να αντικατοπτρίζονται όλοι οι άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά του χρήματος πέρα από την νομισματική βάση.

Από την ανάλυση του απλού μοντέλου που προηγήθηκε γνωρίζουμε ότι οι παράγοντες αυτοί είναι: α) το απαιτούμενο ποσοστό διατήρησης διαθεσίμων επί των καταθέσεων όψεως (r_d), β) η απόφαση του κοινού σχετικά με το τι μέρος του ενεργητικού του θα κρατά με τη μορφή ρευστών και γ) η απόφαση των τραπεζών σχετικά με την διακράτηση πλεοναζόντων διαθεσίμων.

Προκειμένου να έχουμε μια μαθηματική έκφραση των δύο τελευταίων παραγόντων που θα μπορούσαμε να ενσωματώσουμε στο ζητούμενο μοντέλο, λαμβάνουμε τόσο το λόγο των ρευστών διαθεσίμων στα χέρια του κοινού όσο και των πλεοναζόντων διαθεσίμων προς το μέγεθος των καταθέσεων όψεως, και θεωρούμε τους δύο αυτούς λόγους σταθερούς:

$$[C/D] = \text{currency ratio}$$

$$[ER/D] = \text{excess reserve ratio}$$

Ουσιαστικά θεωρούμε ότι το μέγεθος των ρευστών διαθεσίμων και των πλεοναζόντων διαθεσίμων μεταβάλλονται σε αναλογία με το μέγεθος των καταθέσεων όψεως.

Εφόσον ορίσαμε τα παραπάνω, μπορούμε να προχωρήσουμε στον καθορισμό του πολλαπλασιαστή του χρήματος:

$$R = RR + ER$$

και επειδή:

$$RR = r_d \cdot D$$

προκύπτει ότι:

$$R = (r_d \cdot D) + ER$$

Προσθέτοντας και στα δύο μέρη της εξίσωσης το C, έχουμε:

$$MB = R + C = (r_d \cdot D) + ER + C$$

Αντικαθιστώντας όπου C το $[C/D] \cdot D$ και όπου ER το $[ER/D] \cdot D$, έχουμε:

$$\begin{aligned} MB &= (r_d \cdot D) + ([ER/D] \cdot D) + ([C/D] \cdot D) \Rightarrow \\ MB &= (r_d + [ER/D] + [C/D]) \cdot D \Rightarrow \\ D &= \frac{MB}{(r_d + [ER/D] + [C/D])} \quad (1) \end{aligned}$$

Η προσφορά χρήματος όπως την έχουμε ορίσει (M1), γνωρίζουμε ότι είναι:

$$\begin{aligned} M &= D + C \Rightarrow \\ M &= D + ([C/D] \cdot D) \Rightarrow \\ M &= (1 + [C/D]) \cdot D \end{aligned}$$

και αντικαθιστώντας στην εξίσωση (1) προκύπτει το τελικό μοντέλο που έχει ως εξής:

$$M = \frac{1 + [C/D]}{r_d + [ER/D] + [C/D]} \cdot (MB_n + DL)$$

Στο παραπάνω μοντέλο αντικατοπτρίζεται η συμπεριφορά όλων των ρυθμιστών της προσφοράς χρήματος, δηλαδή της κεντρικής τράπεζας, των εμπορικών τραπεζών και του κοινού. Παρακάτω αναλύονται οι τρόποι με τους οποίους κάθε ένας από αυτούς μπορεί να επηρεάσει το μέγεθος της προσφοράς χρήματος, καθώς επίσης και οι παράγοντες που καθορίζουν την συμπεριφορά τους.

4.2.1. Ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας στην προσφορά χρήματος

Η κεντρική τράπεζα είναι ο σημαντικότερος ρυθμιστής της προσφοράς του χρήματος. Οι μεταβλητές που βρίσκονται υπό τον πλήρη έλεγχο της είναι το απαιτούμενο ποσοστό διατήρησης διαθεσίμων επί των καταθέσεων όψεως (r_d), και το μέρος της νομισματικής βάσης που προέρχεται από πράξεις ανοικτής αγοράς (MB_n). Υπό τον μερικό έλεγχο της είναι το μέγεθος του δανεισμού προς τις εμπορικές τράπεζες (DL), μια και θέτει το ύψος του βασικού επιτοκίου βάση του οποίου μπορούν οι εμπορικές τράπεζες να δανείζονται από αυτήν. Αναλυτικότερα,

κάθε μία από τις παραπάνω μεταβλητές επηρεάζει ως εξής την προσφορά χρήματος, θεωρώντας όλες τις άλλες μεταβλητές σταθερές (*ceteris paribus*):

I. Αύξηση του r_d από μέρους της κεντρικής τράπεζας σημαίνει ότι οι τράπεζες θα πρέπει να αυξήσουν τα απαιτούμενα διαθέσιμα επί των καταθέσεων, με αποτέλεσμα να μειωθούν τα δάνεια και άρα και οι δημιουργούμενες καταθέσεις. Τελικό αποτέλεσμα είναι η μείωση της ποσότητας της προσφοράς χρήματος. *Συνεπώς, η προσφορά χρήματος είναι αρνητική συνάρτηση του ποσοστού διατήρησης διαθεσίμων επί των καταθέσεων (r_d).*

II. Αύξηση του MB_n (λόγω μιας αγοράς χρεογράφων από μέρους της κεντρικής τράπεζας), προκαλεί αύξηση της νομισματικής βάσης που είναι διαθέσιμη για τη στήριξη ρευστού και καταθέσεων, με αποτέλεσμα την αύξηση της προσφοράς χρήματος. Αντίθετα μείωση του MB_n (πώληση χρεογράφων από την κεντρική τράπεζα), οδηγεί σε μείωση της προσφοράς χρήματος. *Συνεπώς, η προσφορά χρήματος είναι θετική συνάρτηση του τμήματος της νομισματικής βάσης που προέρχεται από πράξεις ανοικτής αγοράς της κεντρικής τράπεζας (MB_n).*

III. Όπως ήδη αναφέρθηκε, η κεντρική τράπεζα δεν ρυθμίζει απόλυτα το μέγεθος των δανείων προς τις εμπορικές τράπεζες, αλλά το ελέγχει εμμέσως και εν μέρη με τον έλεγχο του βασικού επιτοκίου i_d με το οποίο οι εμπορικές τράπεζες δανείζονται από αυτήν. Αύξηση του i_d σημαίνει ότι το κόστος δανεισμού θα είναι μεγαλύτερο για τις εμπορικές τράπεζες, με αποτέλεσμα αυτές να περιορίσουν τον δανεισμό τους ($DL \downarrow$). Αυτό συνεπάγεται σε μείωση της νομισματικής βάσης που είναι διαθέσιμη για τη στήριξη ρευστών και καταθέσεων, με τελικό αποτέλεσμα τη μείωση της προσφοράς χρήματος. *Συνεπώς η προσφορά χρήματος είναι αρνητική συνάρτηση του βασικού επιτοκίου που καθορίζει η κεντρική τράπεζα.*

4.2.2. Ο ρόλος του κοινού στην προσφορά χρήματος

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το κοινό επηρεάζει το μέγεθος της προσφοράς του χρήματος με την απόφασή του σχετικά με το τι μέρος του ενεργητικού του θα κρατά έξω από το τραπεζικό σύστημα με την μορφή ρευστού. Ο ρόλος του κοινού στο μαθηματικό μοντέλο που διατυπώθηκε, περιγράφεται με την μεταβλητή $[C/D]$, η οποία επηρεάζει το μέγεθος του πολλαπλασιαστή του χρήματος. Πρακτικά αύξηση του $[C/D]$ σημαίνει ότι οι καταθέτες ρευστοποιούν μέρος των καταθέσεών τους. Έτσι έχουμε διαρροή από το τμήμα της προσφοράς χρήματος το οποίο έχει

πολλαπλασιαστική ισχύ μέσα στο τραπεζικό σύστημα (καταθέσεις όψεως), προς το τμήμα της προσφοράς χρήματος το οποίο δεν έχει αυτό το χαρακτηριστικό (ρευστά διαθέσιμα στα χέρια του κοινού). Τελικό αποτέλεσμα είναι η μείωση του πολλαπλασιαστή χρήματος και *ceteris paribus* και της προσφοράς χρήματος. Συνεπώς η προσφορά χρήματος είναι αρνητική συνάρτηση του λόγου $[C/D]$.

Προκειμένου να έχουμε μια πιο ολοκληρωμένη άποψη σχετικά με το τι θα μπορούσε να υποκινήσει τους καταθέτες σε ρευστοποίηση των καταθέσεών τους και άρα σχετικά με το τι προκαλεί μεταβολή του λόγου $[C/D]$, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τέσσερις παράγοντες: α) τον πλούτο, β) την παράνομη δραστηριότητα, γ) τα επιτόκια των καταθέσεων όψεως και δ) τους τραπεζικούς πανικούς.

I. Όταν αυξάνεται ο πλούτος, τότε τα άτομα επιθυμούν να κρατούν λιγότερα ρευστά και να έχουν περισσότερες καταθέσεις, με αποτέλεσμα ο λόγος $[C/D]$ να μειώνεται. Επειδή η προσφορά χρήματος είναι αρνητική συνάρτηση του λόγου $[C/D]$, η πτώση του προκαλεί αύξηση στην προσφορά χρήματος. *Συνεπώς, η προσφορά χρήματος είναι θετική συνάρτηση του πλούτου.*

II. Επειδή οι καταθέσεις κάνουν την παράνομη δραστηριότητα πιο εύκολα ανιχνεύσιμη, όταν υπάρχει έξαρση της παράνομης δραστηριότητας (π.χ αύξηση στο εμπόριο ναρκωτικών), είναι λογικό να υπάρχει μετατόπιση από τις καταθέσεις σε ρευστό. Αυτό προκαλεί αύξηση του λόγου $[C/D]$ και κατά συνέπεια πτώση της προσφοράς χρήματος. *Συνεπώς μπορούμε να πούμε ότι η προσφορά χρήματος είναι αρνητική συνάρτηση της παράνομης δραστηριότητας.*

III. Όταν τα επιτόκια των καταθέσεων όψεως αυξάνονται, τότε λογικά το κοινό σπεύδει να εκμεταλλευτεί την συγκυρία και καταθέτει τα ρευστά διαθέσιμά του. Έτσι προκαλείται ροή από ρευστά σε καταθέσεις και ο λόγος $[C/D]$ μειώνεται. Η μείωσή του επηρεάζει ως γνωστόν θετικά την προσφορά χρήματος. *Συνεπώς η προσφορά χρήματος είναι θετική συνάρτηση των επιτοκίων των καταθέσεων όψεως.*

IV. Όταν παρατηρούνται τραπεζικές αναταραχές, τότε οι καταθέτες σπεύδουν να ρευστοποιήσουν τις καταθέσεις τους προκειμένου να διασφαλιστούν από πιθανές απώλειες. Αυτό έχει σαν συνέπεια την αύξηση του λόγου $[C/D]$ και τη μείωση της προσφοράς χρήματος. Αντίθετα, όταν ο τραπεζικός πανικός υποχωρεί και ο κόσμος επανακτά την εμπιστοσύνη του στο τραπεζικό σύστημα, τότε οι καταθέσεις αυξάνουν, ο λόγος $[C/D]$ μειώνεται και η προσφορά χρήματος αυξάνει. *Συνεπώς η*

προσφορά χρήματος μειώνεται σε καιρό τραπεζικού πανικού και αυξάνεται όταν αυτός υποχωρεί.

4.2.3. Ο ρόλος των εμπορικών τραπεζών στην προσφορά χρήματος

Ο ρόλος των εμπορικών τραπεζών στον καθορισμό της προσφοράς χρήματος είναι διττός, διότι αυτές καθορίζουν τόσο το μέγεθος των πλεοναζόντων διαθεσίμων επηρεάζοντας έτσι το μέγεθος του πολλαπλασιαστή, όσο και εν μέρη το μέγεθος του δανεισμού τους από την κεντρική τράπεζα (DL) επηρεάζοντας έτσι το μέγεθος της νομισματικής βάσης.

Όταν οι τράπεζες αυξάνουν τα πλεονάζοντα διαθέσιμά τους σε σχέση με τις καταθέσεις όψεως ($[ER/D]^\uparrow$), τότε πρακτικά το τραπεζικό σύστημα έχει λιγότερα διαθέσιμα που μπορεί να δανείσει και κατά συνέπεια μπορεί να δημιουργήσει λιγότερες καταθέσεις όψεως. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι με δεδομένο το μέγεθος της νομισματικής βάσης, αύξηση των πλεοναζόντων διαθεσίμων του τραπεζικού συστήματος προκαλεί μείωση του πολλαπλασιαστή χρήματος και κατά συνέπεια και της προσφοράς χρήματος.

Αν θέλαμε και σε αυτήν την περίπτωση να εντοπίσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τις τράπεζες σχετικά με την απόφασή τους για διακράτηση πλεοναζόντων διαθεσίμων, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τους εξής: α) αναμονή για απόσυρση καταθέσεων και β) το επιτόκιο της αγοράς.

I. Όταν οι τράπεζες αναμένουν σημαντικές αποσύρσεις καταθέσεων, τότε προκειμένου να διασφαλιστούν έναντι των πελατών τους είναι λογικό να κρατούν πλεονάζοντα διαθέσιμα. Αυτό προκαλεί αύξηση του λόγου $[ER/D]$ και άρα μείωση της προσφοράς χρήματος. Συνεπώς η προσφορά χρήματος είναι αρνητική συνάρτηση της αναμονής εκ μέρους των τραπεζών αποσύρσεων καταθέσεων.

II. Όταν το επιτόκιο της αγοράς i αυξάνεται⁵, τότε το κόστος ευκαιρίας από τη διακράτηση πλεοναζόντων διαθεσίμων αυξάνεται για τις τράπεζες, και κατά συνέπεια αυτές μειώνουν τα πλεονάζοντα διαθέσιμά τους, με αποτέλεσμα να μειωθεί ο λόγος $[ER/D]$. Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, μείωση του λόγου $[ER/D]$ συνεπάγεται αύξηση του πολλαπλασιαστή και αύξηση της προσφοράς χρήματος.

⁵ Στην αγορά υπάρχουν πολλά επιτόκια, αλλά εδώ για λόγους απλότητας υποθέτουμε ότι υπάρχει ένα επιτόκιο i .

Το μέγεθος του επιτοκίου της αγοράς (i) δεν επηρεάζει μόνο το μέγεθος του λόγου $[ER/D]$, αλλά και την ποσότητα του δανεισμού των εμπορικών τραπεζών από την κεντρική τράπεζα. Έτσι, όταν το επιτόκιο της αγοράς αυξάνεται, και αν υποθέσουμε ότι το βασικό επιτόκιο δανεισμού i_d από την κεντρική τράπεζα παραμένει σε χαμηλότερα επίπεδα, η διαφορά μεταξύ των δύο επιτοκίων $i - i_d$ (spread) καθιστά συμφέρουσα πρακτική τον δανεισμό των εμπορικών τραπεζών από την κεντρική τράπεζα, αφού μπορούν στη συνέχεια είτε να δανείσουν τα χρήματα αυτά είτε να αγοράσουν χρεόγραφα και να καρπωθούν τη διαφορά των επιτοκίων. Κατά αυτόν τον τρόπο αυξάνεται το μέγεθος του δανεισμού (DL) με αποτέλεσμα την αύξηση της νομισματικής βάσης και της προσφοράς χρήματος. *Συνεπώς η προσφορά χρήματος είναι θετική συνάρτηση του επιτοκίου της αγοράς.*

4.2.4. Αλληλεπίδραση μεταξύ των ρυθμιστών της προσφοράς χρήματος

Η ανάλυση που προηγήθηκε παρουσίασε τον τρόπο με τον οποίο κάθε ένας από τους ρυθμιστές της προσφοράς του χρήματος την επηρεάζει ανεξάρτητα από τους άλλους. Μια προσεκτικότερη όμως εξέταση υποδεικνύει ότι η συμπεριφορά καθενός από αυτούς επηρεάζει και επηρεάζεται από την συμπεριφορά των άλλων.

Το κοινό, όπως είδαμε, επηρεάζει την προσφορά του χρήματος μέσω της επίδρασης που έχει στον λόγο $[C/D]$, η οποία εξαρτάται από τον πλούτο, την παράνομη δραστηριότητα, τα επιτόκια καταθέσεων και τους τραπεζικούς πανικούς. Οι εμπορικές τράπεζες επηρεάζουν την στάση του κοινού και κατά συνέπεια και το λόγο $[C/D]$ μέσω του καθορισμού των επιτοκίων καταθέσεων, αλλά και μέσω των δειγμάτων πανικού που μπορούν να μεταφέρουν στους καταθέτες.

Ο λόγος $[ER/D]$ καθορίζεται από τις εμπορικές τράπεζες με βάση τις προσδοκίες που έχουν για μαζικές αποσύρσεις καταθέσεων, αλλά και με βάση το επιτόκιο της αγοράς (i). Η συμπεριφορά των καταθετών επηρεάζει τις προσδοκίες των τραπεζών για μαζικές αποσύρσεις και κατά συνέπεια υπάρχει αλληλεπίδραση κοινού-τραπεζών σχετικά με την απόφαση των εμπορικών τραπεζών για διακράτηση πλεοναζόντων διαθεσίμων. Τέλος, στον καθορισμό του επιτοκίου της αγοράς (i) που ως γνωστόν εξαρτάται από τη ζήτηση και την προσφορά χρήματος, αλληλεπιδρούν και οι τρεις ρυθμιστές της προσφοράς χρήματος, αλλά και οι δανειζόμενοι οι οποίοι καθορίζουν τη ζήτηση χρήματος. Με τον τρόπο αυτό και οι δανειζόμενοι επηρεάζοντας με τη συμπεριφορά τους το (i) εμπλέκονται εμμέσως και στον καθορισμό της προσφοράς

χρήματος, η οποία όπως ήδη έχει αναλυθεί επηρεάζεται από το (i) μέσω του λόγου [ER/D] αλλά και μέσω του μεγέθους των δανείων από την κεντρική τράπεζα (DL).

Όλα όσα αναφέρονται παραπάνω σχετικά με το συγκεκριμένο μοντέλο καθορισμού της προσφοράς του χρήματος (M1) και τους παράγοντες που το καθορίζουν, παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα 2:

Πίνακας 2				
Το βασικό μοντέλο του καθορισμού της προσφοράς χρήματος (M1)				
Ρυθμιστής	Μεταβλητή	Αλλαγή στη Μεταβλητή	Επίδραση στην προσφορά χρήματος	Αιτιολογία
Κεντρική Τράπεζα				
	r_d	↑	↓	Μικρότερος Πολλαπλασιαστής Χρήματος
	MB_n	↑	↑	Μεγαλύτερη Νομισματική Βάση
	Βασικό επιτόκιο (i_d)	↑	↓	Μείωση του DL και άρα της Νομισματικής Βάσης
Καταθέτες				
	Πλούτος	↑	↑	[C/D]↓ και άρα μεγαλύτερος Πολλαπλασιαστής Χρήματος
	Παράνομη δραστηριότητα	↑	↓	[C/D]↑ και άρα μικρότερος Πολλαπλασιαστής Χρήματος
Καταθέτες και Εμπορικές Τράπεζες				
	Επιτόκια καταθέσεων	↑	↑	[C/D]↓ και άρα μεγαλύτερος Πολλαπλασιαστής Χρήματος
	Τραπεζικοί πανικοί	↑	↓	[C/D]↑ και άρα μικρότερος Πολλαπλασιαστής Χρήματος
	Αναμονή αποσύρσεων καταθέσεων	↑	↓	[ER/D]↑ και άρα λιγότερα διαθέσιμα για τη δημιουργία καταθέσεων
Δανειζόμενοι από τράπεζες και οι άλλοι τρεις ρυθμιστές	Επιτόκιο αγοράς (i)	↑	↑	[ER/D]↓ και άρα περισσότερα διαθέσιμα για τη δημιουργία καταθέσεων και (DL)↑ με συνέπεια μεγαλύτερη νομισματική βάση

5. Μέσα άσκησης Νομισματικής Πολιτικής.

Στο προηγούμενο κεφάλαιο όπου αναλύθηκε η διαδικασία καθορισμού της προσφοράς χρήματος, αναφέρθηκε ότι η κεντρική τράπεζα είναι ο κυριότερος ρυθμιστής της προσφοράς του χρήματος. Αναφέρθηκε επίσης ότι στο πλαίσιο της άσκησης νομισματικής πολιτικής, η εκάστοτε κεντρική τράπεζα έχει στη διάθεσή της τρία μέσα με τη χρήση των οποίων μπορεί να επηρεάσει την ποσότητα της προσφοράς χρήματος: α) τις πράξεις ανοικτής αγοράς, β) τον καθορισμό του επιτοκίου δανεισμού των εμπορικών τραπεζών από αυτήν και γ) το ποσοστό των υποχρεωτικών διαθεσίμων που πρέπει να τηρούν τα τραπεζικά ιδρύματα.

Λόγω της καθοριστικής επίδρασης που ασκεί η χρήση των μέσων αυτών εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας στην εν γέννη οικονομική δραστηριότητα, στο κεφάλαιο αυτό εξετάζονται αναλυτικότερα κάθε ένα από αυτά, ενώ αναφέρεται και ο τρόπος με τον οποίο η Τράπεζα της Ελλάδος τα χρησιμοποιεί στο πλαίσιο της υλοποίησης της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα.

5.1. Πράξεις ανοικτής αγοράς.

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς είναι το σημαντικότερο μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής που έχει στην διάθεσή της η εκάστοτε κεντρική τράπεζα. Αν και όπως αναφέρθηκε είναι αρκετοί οι παράγοντες που επηρεάζουν το μέγεθος της προσφοράς χρήματος, εντούτοις αποδεικνύεται εμπειρικά ότι τα 3/4 της διακύμανσης που παρουσιάζει μπορούν να αποδοθούν στις πράξεις ανοικτής αγοράς που εκτελούν οι κεντρικές τράπεζες, οι οποίες εν τέλη καθορίζουν το μέγεθος της μη δανειακής νομισματικής βάσης (MB_n). Συνεπώς, οι πράξεις ανοικτής αγοράς και ιδιαίτερα οι παρεμβάσεις με συμφωνίες επαναγοράς (*repos*), αποτελούν σήμερα το βασικό μέσο παρέμβασης σε όλες τις ανεπτυγμένες χρηματαγορές.

Προϋπόθεση για την αποτελεσματική χρησιμοποίηση μέσων εμμέσου επηρεασμού της ρευστότητας και των επιτοκίων της αγοράς αποτελεί η ύπαρξη σχετικά ανεπτυγμένων αγορών χρήματος και κεφαλαίου, ώστε να είναι δυνατή η μετάδοση των επιδιώξεων της κεντρική τράπεζας με ταχύτητα και διαφάνεια σε όλα τα πιστωτικά ιδρύματα. Η ύπαρξη “κρίσιμης μάζας” χρεογράφων που κατέχουν αξιόλογη θέση στη σύνθεση των χαρτοφυλακίων, είναι ουσιαστικά στοιχεία τα οποία συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα των πράξεων αυτών.

Τα πλεονεκτήματα των πράξεων ανοικτής αγοράς έναντι των υπολοίπων μέσω που έχει στη διάθεσή της η κεντρική τράπεζα και τα οποία καθιστούν τις πράξεις ανοικτής αγοράς το δημοφιλέστερο μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής είναι τα εξής:

I. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς πραγματοποιούνται αποκλειστικά με πρωτοβουλία της κεντρικής τράπεζας η οποία έχει τον πλήρη έλεγχο τόσο του χρόνου διεξαγωγής τους, όσο και του όγκου τους.

II. Είναι ευπροσάρμοστες όσον αφορά τον όγκο των συναλλαγών και ακριβής όσον αφορά το αποτέλεσμα. Έτσι όταν η κεντρική τράπεζα αποφασίσει να πραγματοποιήσει πράξεις ανοικτής αγοράς προκειμένου να αυξήσει ή να μειώσει τη ρευστότητα, μπορεί να το κάνει ανεξάρτητα από το πόσο μεγάλη ή μικρή είναι η ζητούμενη μεταβολή, με ακρίβεια στο ζητούμενο αποτέλεσμα.

III. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς αντιστρέφονται εύκολα. Έτσι σε περίπτωση που η κεντρική τράπεζα θεωρήσει ότι πραγματοποίησε υπερβολικό όγκο αγορών με αποτέλεσμα η προσφορά χρήματος να αυξάνεται με μεγαλύτερο από το ζητούμενο ρυθμό, μπορεί άμεσα να αντιστρέψει τη θέση της πραγματοποιώντας πωλήσεις.

IV. Οι πράξεις μπορούν να διενεργηθούν σχετικά γρήγορα (η Τράπεζα της Ελλάδος προβλέπει την ολοκλήρωση της διαδικασίας εντός 2-3 ωρών), με ασφάλεια (οι πράξεις καλύπτονται με τίτλους) και με διαφάνεια (είναι γνωστοί εκ των προτέρων οι γενικοί κανόνες των δημοπρασιών).

Στην Ελλάδα όπου όπως είναι γνωστό τη νομισματική πολιτική ασκεί η Τράπεζα της Ελλάδος, οι πράξεις ανοικτής αγοράς περιλαμβάνουν εβδομαδιαίες δημοπρασίες για αποδοχή καταθέσεων ή για συμφωνίες επαναγοράς τίτλων (gepos) με διάρκεια 14 ημερών. Οι δημοπρασίες διενεργούνται κάθε Τετάρτη και αποτελούν το κύριο μέσο για τον επηρεασμό της ρευστότητας και των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά, χωρίς όμως να αποκλείονται σε ειδικές περιπτώσεις παρέμβασης σε διαφορετικές ημέρες και διάρκειες. Ανάλογα με τις επικρατούσες νομισματικές συνθήκες, οι δημοπρασίες είναι είτε σταθερού επιτοκίου (η Τράπεζα της Ελλάδος καθορίζει εξαρχής το επιτόκιο και τα συναλλασσόμενα πιστωτικά ιδρύματα στη συνέχεια καταθέτουν το μέγεθος των προσφορών τους), είτε πολλαπλών επιτοκίων (τα πιστωτικά ιδρύματα προτείνουν τόσο το επιτόκιο όσο και το μέγεθος των κεφαλαίων βάση των οποίων θέλουν να συναλλαχθούν με την Τράπεζα της Ελλάδος). Επιπλέον

η Τράπεζα της Ελλάδος διενεργεί σε ορισμένες περιπτώσεις πράξεις ανταλλαγής ξένων νομισμάτων έναντι δραχμών (swaps) και σχετικά περιορισμένου μεγέθους αγοραπωλησίες κρατικών τίτλων.

5.2. Καθορισμός επιτοκίου δανεισμού των εμπορικών τραπεζών από την κεντρική.

Η κεντρική τράπεζα παρέχει στα πιστωτικά ιδρύματα την πάγια διευκόλυνση να αντλούν ή να καταθέτουν την πλεονάζουσα ρευστότητά τους με δική τους πρωτοβουλία. Ο κυριότερος στόχος που εξυπηρετεί η πρακτική αυτή είναι η ύπαρξη της δυνατότητας άντλησης ρευστότητας εκ μέρους πιστωτικών ιδρυμάτων που αντιμετωπίζουν πρόβλημα, προκειμένου να αποφεύγονται επικίνδυνα τραπεζικά φαινόμενα. Επίσης, ο καθορισμός του επιτοκίου δανεισμού των εμπορικών τραπεζών από την κεντρική, σηματοδοτεί και την γενικότερη κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Παρά την ιδιαίτερη σημασία που έχει το μέσο αυτό, ιδιαίτερα σε δύσκολες περιόδους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, παρουσιάζει κάποια σημαντικά μειονεκτήματα:

I. Όταν η κεντρική τράπεζα θέτει σε συγκεκριμένο ύψος το επιτόκιο δανεισμού των εμπορικών τραπεζών από αυτήν, τότε είναι δυνατόν να υπάρχουν σημαντικές διακυμάνσεις της διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου της αγοράς (i) και του εν λόγω επιτοκίου (spread), γεγονός που όπως ήδη αναφέρθηκε προκαλεί διακυμάνσεις στο μέγεθος του δανεισμού των εμπορικών τραπεζών και άρα και στο μέγεθος της προσφοράς χρήματος. Η δυνατότητα λοιπόν που έχουν τα πιστωτικά ιδρύματα να αντλούν ρευστότητα με δική τους πρωτοβουλία, καθιστά δυσκολότερο τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας.

II. Η χρησιμοποίηση του μέσου αυτού για σηματοδότηση της γενικότερης κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένες εκτιμήσεις. Για παράδειγμα, η κεντρική τράπεζα μπορεί να αυξήσει το επιτόκιο δανεισμού των εμπορικών τραπεζών προκειμένου να δηλώσει την πρόθεσή της να ακολουθήσει μια πιο συσταλτική νομισματική πολιτική. Αν υποθέσουμε όμως ότι ο λόγος για τον οποίο η κεντρική τράπεζα αυξάνει το επιτόκιο είναι η μείωση του spread και κατά συνέπεια ο περιορισμός του μεγέθους δανεισμού των τραπεζών, η κίνηση αυτή μπορεί να ερμηνευτεί λανθασμένα από τις αγορές σαν μία απόφαση της

κεντρικής τράπεζας να ακολουθήσει συσταλτική πολιτική, χωρίς όμως στην πράξη η κεντρική τράπεζα να έχει τέτοια πρόθεση. Συνεπώς το φαινόμενο αυτό το οποίο είναι γνωστό στη βιβλιογραφία ως *announcement effect*, είναι ένα ακόμα μειονέκτημα του μηχανισμού αυτού.

III. Επειδή ο μηχανισμός αυτός ενεργοποιείται με πρωτοβουλία των πιστωτικών ιδρυμάτων, λειτουργεί μεν εξομαλυντικά αλλά σε αντίθεση με τις πράξεις ανοικτής αγοράς δεν αποτελεί μέσο πολιτικής που χρησιμοποιείται κατά ευέλικτο τρόπο από τις νομισματικές αρχές.

Τα μειονεκτήματα του μηχανισμού των παγίων διευκολύνσεων προκάλεσαν την κριτική των οικονομολόγων. Ένα μέρος αυτών, μεταξύ των οποίων και ο Milton Friedman, πρότειναν την πλήρη κατάργησή του, πρόταση όμως που δέχτηκε οξεία κριτική, μια και η δυνατότητα που παρέχει ο συγκεκριμένος μηχανισμός για άμεση διοχέτευση κεφαλαίων στα πιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας, έχει προστατέψει σε αρκετές περιπτώσεις την καλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στις Η.Π.Α για παράδειγμα, η κεντρική τράπεζα Federal Reserve Bank δάνεισε τον Ιούλιο του 1984 μέσω του σχετικού μηχανισμού που διαθέτει πάνω από \$5 δισ. στην Continental Illinois National Bank, η οποία αντιμετώπιζε προβλήματα, προκειμένου να αποφευχθεί η διόγκωση του προβλήματος σε τραπεζικό πανικό. Στην Ελλάδα ο μηχανισμός αυτός χρησιμοποιήθηκε σε ευρεία έκταση κατά τη διάρκεια της συναλλαγματικής αναταραχής του Μαΐου του 1994.

Μια εναλλακτική πρόταση, που έχει πολλούς υποστηρικτές, είναι η σύνδεση του επιτοκίου πιστωτικής διευκόλυνσης με κάποιο από τα επιτόκια της αγοράς. Η επικρατούσα εκδοχή αυτής της πρότασης, είναι η οριοθέτηση του επιτοκίου αυτού μερικές μονάδες πάνω από το επιτόκιο της αγοράς. Με αυτόν τον τρόπο:

α) θα εξαλειφθούν οι διακυμάνσεις του spread με αποτέλεσμα να μειωθεί η διακύμανση του μεγέθους του δανεισμού των εμπορικών τραπεζών από την κεντρική,

β) επειδή το επιτόκιο δανεισμού από την κεντρική τράπεζα θα είναι υψηλότερο από τα άλλα, τα πιστωτικά ιδρύματα θα σταματήσουν να δανείζονται για κερδοσκοπικούς λόγους,

γ) επειδή το επιτόκιο δανεισμού από την κεντρική τράπεζα θα κινείται με βάση κάποιο επιτόκιο της αγοράς, δεν θα σηματοδοτεί την κατεύθυνση της νομισματικής

πολιτικής, με αποτέλεσμα την πλήρη απαλοιφή του announcement effect από τις αγορές και

δ) οι εμπορικές τράπεζες θα συνεχίσουν να έχουν τη δυνατότητα άντλησης ρευστότητας με δική τους πρωτοβουλία στις περιπτώσεις που υπάρχει ανάγκη κεφαλαίων, για την οποία όμως θα υφίστανται πρόστιμο με τη μορφή του αυξημένου επιτοκίου.

Στην Ελλάδα, η Τράπεζα της Ελλάδος παρέχει πάγιες διευκολύνσεις με τις οποίες παρέχεται η απορροφάται ρευστότητα με την πρωτοβουλία των τραπεζών. Περιλαμβάνονται μια μόνιμη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και δύο πιστωτικές διευκολύνσεις. Με την πρώτη οι τράπεζες διευκολύνονται να καταθέτουν στην Τράπεζα της Ελλάδος την πλεονάζουσα ημερήσια ρευστότητά τους σε δύο κλιμάκια καταθέσεων με προκαθορισμένα διαφορετικά επιτόκια. Ειδικότερα, το πρώτο κλιμάκιο καταθέσεων, στο οποίο αντιστοιχεί το υψηλότερο επιτόκιο (στις 21 Ιουνίου 2000: 8%), έχει οριστεί σε 300 δισ. δραχμές για το σύνολο των τραπεζών και κατανέμεται στις επιμέρους τράπεζες ανάλογα με το μερίδιο της συνολικής δραστηριότητας της καθεμιάς στην εγχώρια αγορά. Στο δεύτερο κλιμάκιο, στο οποίο αντιστοιχεί χαμηλότερο επιτόκιο (στις 21 Ιουνίου του 2000: 7,5%), κατατίθενται ποσά που υπερβαίνουν το κατά τράπεζα όριο του πρώτου κλιμακίου, χωρίς ποσοτικό περιορισμό.

Όσον αφορά τις πιστωτικές διευκολύνσεις, οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτηθούν από την Τράπεζα της Ελλάδος έναντι ενεχύρου τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (Lombard) και σε εξαιρετικές περιπτώσεις μέσω υπεραναλήψεων από τον τρεχούμενο λογαριασμό τους στην Τράπεζα της Ελλάδος. Με τη διευκόλυνση Lombard, οι τράπεζες μπορούν να αντλήσουν ρευστότητα από την Τράπεζα της Ελλάδος μέχρι ενός ορισμένου συνολικού ποσού (150 δισ. δραχμές) που κατανέμεται στις τράπεζες ανάλογα με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων τους, με επιτόκιο υψηλότερο από εκείνο της διατραπεζικής αγοράς (στις 21 Ιουνίου του 2000: 9,5%), προκειμένου να αντιμετωπίσουν προσωρινά προβλήματα ρευστότητας. Σε περίπτωση ιδιαίτερα αυξημένων αναγκών για ρευστότητα, που υπερβαίνουν τα κεφάλαια που είναι διαθέσιμα μέσω της διευκόλυνσης Lombard, οι τράπεζες μπορούν να αντλήσουν επιπλέον χρηματοδότηση μέσω υπεραναλήψεων από τον τρεχούμενο λογαριασμό τους στην κεντρική τράπεζα, αλλά με σημαντικά υψηλότερο επιτόκιο και πάντοτε έναντι ενεχύρου τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου.

5.3. Ποσοστό υποχρεωτικών δεσμεύσεων.

Το ποσοστό των υποχρεωτικών δεσμεύσεων μέρους του παθητικού των εμπορικών τραπεζών είναι το τρίτο μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής εκ μέρους των νομισματικών αρχών. Όπως ήδη αναφέρθηκε, μία μεταβολή επί του ποσοστού αυτού επηρεάζει το μέγεθος του πολλαπλασιαστή χρήματος και κατά αυτόν τον τρόπο και την προσφορά χρήματος.

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα του μέσου αυτού είναι ότι επηρεάζει όλα τα πιστωτικά ιδρύματα κατά τρόπο παρόμοιο. Πρέπει να σημειωθεί όμως ότι λόγω της ιδιαίτερης ισχύς που παρουσιάζει το μέσο αυτό (μικρές μεταβολές του ποσοστού των υποχρεωτικών δεσμεύσεων προκαλούν σημαντικές μεταβολές στην προσφορά χρήματος), δεν χρησιμοποιείται στη διεθνή πρακτική για τον βραχυχρόνιο έλεγχο της ρευστότητας. Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική, τα ποσοστά δεσμεύσεως επί των καταθέσεων μεταβάλλονται κατά αραιά διαστήματα και η βασική λειτουργία που εξυπηρετούν είναι ο επηρεασμός της διαρθρωτικής θέσης της διατραπεζικής αγοράς χρήματος μέσω της *ex post* διεύρυνσης της ζήτησης για διαθέσιμα.

Η επιβολή ποσοστών δεσμεύσεων επί των τραπεζικών καταθέσεων ισχύει κυρίως σε χώρες όπου η αγορά χρήματος βρίσκεται *ex ante* σε πλεονασματική θέση, δηλαδή όπου η διαρθρωτική ζήτηση για διαθέσιμα υπολείπεται της αντίστοιχης προσφοράς πόρων στην αγορά χρήματος. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, σύμφωνα με στοιχεία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος, οι πέντε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης που είχαν κατά το 1994 τις μεγαλύτερες δεσμεύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν ταυτόχρονα οι χώρες με διαρθρωτικό πλεόνασμα ρευστότητας την ίδια περίοδο. Αντίθετα, στις χώρες που είχαν διαρθρωτικό έλλειμμα ρευστότητας, οι δεσμεύσεις ήταν πολύ μικρές έως ασήμαντες.

Η επιβολή ποσοστού δεσμεύσεως επί των καταθέσεων, εάν αυτό είναι αρκετά υψηλό, συμβάλλει στη δημιουργία *ex post* διαρθρωτικής ελλειμματικότητας στη διατραπεζική αγορά. Στην περίπτωση αυτή, ο επηρεασμός της ρευστότητας και των επιτοκίων εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας γίνεται με τη χρήση μέσων που συμβάλλουν στην ενίσχυση της τραπεζικής ρευστότητας (γeros, απευθείας αγορά χρεογράφων από την κεντρική τράπεζα κ.λπ.). Αντίθετα, υπό συνθήκες διαρθρωτικής πλεονασματικότητας στην αγορά χρήματος, η κεντρική τράπεζα θα ήταν υποχρεωμένη να ασκεί πολιτική ελέγχου της ρευστότητας και των επιτοκίων χρησιμοποιώντας συστηματικά μέσα άντλησης ρευστότητας (αντίστροφα γeros,

άντληση καταθέσεων, έκδοση χρεογράφων κεντρικής τράπεζας ή πώληση χρεογράφων του Δημοσίου κ.λπ.). Κατά παράδοση, οι νομισματικές αρχές προτιμούν να δημιουργούν συνθήκες έλλειψης ρευστότητας, ώστε να διευκολύνονται στη χρήση μέσων ενίσχυσης ρευστότητας, προκειμένου να είναι σε θέση να ελέγχουν κατά άμεσο τρόπο τους όρους και το ύψος της προσφοράς νομισματικής βάσης.

Στην Ελλάδα, με τις υποχρεωτικές δεσμεύσεις οι τράπεζες υποχρεούνται να καταθέτουν στην Τράπεζα της Ελλάδος ένα ποσοστό (12%) των καταθέσεών τους σε δραχμές και συνάλλαγμα και ορισμένων άλλων στοιχείων του παθητικού τους που θεωρούνται υποκατάστατα των καταθέσεων. Το μισό από το κατατεθειμένο ποσό είναι έντοκο και το άλλο μισό άτοκο. Όπως αναφέρθηκε, το μέσο αυτό αποβλέπει στην απορρόφηση ρευστότητας η οποία έχει περισσότερο διαρθρωτικό χαρακτήρα. Η τήρηση των υποχρεωτικών δεσμεύσεων γίνεται σε μέσα μηνιαία επίπεδα, δίνοντας στις τράπεζες τη δυνατότητα να καλύπτουν προσωρινές ανάγκες ρευστότητας με την άντληση κεφαλαίων από το λογαριασμό κατάθεσής τους, τα οποία όμως πρέπει να αναπληρώσουν τις επόμενες ημέρες. Το σύστημα αυτό τήρησης υποχρεωτικών δεσμεύσεων λειτουργεί σταθεροποιητικά και μειώνει την ένταση και τη συχνότητα των παρεμβάσεων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

6. Στρατηγική άσκησης Νομισματικής Πολιτικής.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της παρούσης εργασίας αναφέρθηκε ότι οι στόχοι που επί το πλείστον τίθενται από τις νομισματικές αρχές είναι: α) χαμηλή ανεργία, β) οικονομική ανάπτυξη, γ) σταθερότητα τιμών, δ) σταθερότητα επιτοκίων, ε) σταθερότητα στις αγορές χρήματος και στ) σταθερότητα στην αγορά συναλλάγματος. Αναφέρθηκε επίσης ότι υπάρχει ασυμβατότητα μεταξύ ορισμένων από αυτούς τους στόχους με αποτέλεσμα οι νομισματικές αρχές να είναι συχνά αναγκασμένες να επιλέξουν μεταξύ των στόχων αυτών.

Το πρόβλημα που έχει να αντιμετωπίσει το σύνολο των κεντρικών τραπεζών εφόσον επιλέξει κάποιον πρωταρχικό σκοπό (π.χ. σταθερότητα των τιμών), είναι ότι δεν μπορεί να τον επηρεάσει άμεσα. Κάθε κεντρική τράπεζα έχει στη διάθεσή της συγκεκριμένα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής (πράξεις ανοικτής αγοράς, πάγιες διευκολύνσεις και ποσοστό δέσμευσης διαθεσίμων) που μπορούν να επηρεάσουν τον πρωταρχικό σκοπό έμμεσα και κατόπιν παρελεύσεως σημαντικού χρονικού διαστήματος (συνήθως περισσότερο από ένα χρόνο). Αν η κεντρική τράπεζα εκτελέσει κάποιες πράξεις και περιμένει ένα χρόνο για να δει το αποτέλεσμά τους και να κάνει τυχόν διορθωτικές κινήσεις, το πιο πιθανό είναι τα λάθη να είναι αμετάκλητα.

Για το λόγο αυτό οι κεντρικές τράπεζες υιοθετούν κάποια στρατηγική άσκησης νομισματικής πολιτικής. Ως στρατηγική της νομισματικής πολιτικής ορίζεται το σύνολο των διαδικασιών που καθορίζουν τις ενέργειες της κεντρικής τράπεζας προκειμένου να επιτευχθεί ο πρωταρχικός της σκοπός.

Κατά βάση οι κεντρικές τράπεζες στοχεύουν σε στόχους που βρίσκονται μεταξύ του πρωταρχικού τους στόχου και των μέσων που έχουν στη διάθεσή τους. Οι στόχοι αυτοί ονομάζονται ενδιάμεσοι στόχοι, και τέτοιοι είναι τα νομισματικά μεγέθη (M1, M2, M3), τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια, η συναλλαγματική ισοτιμία κ.α. Από θεωρητικής άποψης, η στρατηγική του ενδιάμεσου στόχου θεμελιώνεται πάνω στην υπόθεση ότι υπάρχει μια προβλέψιμη σχέση ανάμεσα στον ενδιάμεσο στόχο και στον πρωταρχικό σκοπό, έτσι ώστε να είναι δυνατή η επίτευξη του πρωταρχικού στόχου με την επίτευξη του ενδιάμεσου.

Όμως και οι ενδιάμεσοι στόχοι δεν υπόκεινται στον απόλυτο έλεγχο των κεντρικών τραπεζών. Για παράδειγμα η προσφορά χρήματος (M1) δεν επηρεάζεται

μόνο από την άσκηση νομισματικής πολιτικής από την κεντρική τράπεζα, αλλά και από άλλους παράγοντες, όπως αναλύθηκε στο τέταρτο κεφάλαιο. Για το λόγο αυτό οι κεντρικές τράπεζες στοχεύουν στους λεγόμενους λειτουργικούς στόχους, όπως είναι τα διαθέσιμα του τραπεζικού συστήματος, η νομισματική βάση, το επιτόκιο παρέμβασης ή το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων, που βρίσκονται υπό τον άμεσο έλεγχό τους προκειμένου να επηρεάσουν τον ενδιάμεσο στόχο και εν τέλη τον πρωταρχικό.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η κεντρική τράπεζα δεν μπορεί να επιδιώξει ταυτόχρονα δύο ενδιάμεσους στόχους, ειδικά αν πρόκειται για νομισματικό μέγεθος και επιτόκιο, διότι είναι ασύμβατοι μεταξύ τους. Τα κριτήρια επιλογής ενδιάμεσου στόχου που συνήθως εξετάζουν οι κεντρικές τράπεζες είναι τα παρακάτω:

I. Μετρησιμότητα: Γρήγορη και ακριβής μέτρηση του ενδιάμεσου στόχου είναι απαραίτητη, διότι ο ενδιάμεσος στόχος είναι χρήσιμος μόνο στην περίπτωση που προειδοποιεί για την πορεία της νομισματικής πολιτικής πριν από τον πρωταρχικό σκοπό. Στατιστικά στοιχεία για τα νομισματικά μεγέθη είναι διαθέσιμα με καθυστέρηση δύο εβδομάδων, ενώ τα στοιχεία για τα επιτόκια είναι άμεσα διαθέσιμα. Επίσης η μέτρηση του επιτοκίου δεν υπόκειται σε λάθη, ενώ η μέτρηση των νομισματικών μεγεθών είναι δυνατό να υπόκειται. Έτσι εκ πρώτης όψεως φαίνεται ότι με βάση το κριτήριο της μετρησιμότητας τα επιτόκια υπερέχουν των νομισματικών μεγεθών ως ενδιάμεσοι στόχοι. Αυτό όμως δεν αληθεύει, διότι το επιτόκιο που είναι εύκολα μετρήσιμο είναι το ονομαστικό επιτόκιο και όχι το πραγματικό κόστος δανεισμού που αντιπροσωπεύεται από το πραγματικό επιτόκιο. Το πραγματικό επιτόκιο, το οποίο ισούται με το ονομαστικό μείων τον αναμενόμενο πληθωρισμό, είναι εξαιρετικά δύσκολο να μετρηθεί μια και δεν υπάρχει ασφαλής τρόπος μέτρησης του αναμενόμενου πληθωρισμού. Κατά συνέπεια και τα νομισματικά μεγέθη αλλά και τα επιτόκια έχουν πρόβλημα μετρησιμότητας και άρα δεν είναι σαφές ποιος ενδιάμεσος στόχος πρέπει να επιδιωχθεί.

II. Ελεγχιμότητα: Η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να ασκεί έλεγχο σε μια μεταβλητή, αν πρόκειται αυτή να είναι χρήσιμη. Αν η κεντρική τράπεζα δεν μπορεί να ελέγξει έναν ενδιάμεσο στόχο, το γεγονός ότι γνωρίζει ότι αυτός έχει ξεφύγει από τα όρια δεν ωφελεί ιδιαίτερα. Στο τέταρτο κεφάλαιο όπου αναλύθηκε η διαδικασία της προσφοράς του χρήματος, αναφέρθηκε ότι η κεντρική

τράπεζα μπορεί να ασκήσει σημαντική επιρροή στην προσφορά χρήματος, αν και ο έλεγχος που της ασκεί δεν είναι απόλυτος. Είναι γνωστό επίσης ότι η κεντρική τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει τις πράξεις ανοικτής αγοράς για να θέσει άμεσα το επιτόκιο, καθορίζοντας τις τιμές των χρεογράφων. Επειδή η κεντρική τράπεζα θέτει το επιτόκιο άμεσα, ενώ δεν έχει πλήρη έλεγχο επί της προσφοράς χρήματος, αρχικά φαίνεται ότι με βάση το κριτήριο της ελεγχιμότητας τα επιτόκια υπερτερούν των νομισματικών μεγεθών. Και σε αυτήν την περίπτωση όμως η κεντρική τράπεζα μπορεί να θέσει μόνο το ονομαστικό επιτόκιο και όχι το πραγματικό, αφού δεν μπορεί να ελέγξει τις πληθωριστικές προσδοκίες.

III. Προβλεψιμότητα επίδρασης στον πρωταρχικό σκοπό: Το βασικότερο χαρακτηριστικό ενός ενδιάμεσου στόχου είναι να έχει προβλέψιμη επίδραση στον πρωταρχικό σκοπό. Το αν τα επιτόκια ή η προσφορά χρήματος έχουν πιο στενή σχέση με τους πρωταρχικούς σκοπούς που προαναφέρθηκαν είναι ένα θέμα που απασχολεί ιδιαίτερα των κόσμο της οικονομίας. Στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας συζητήθηκαν οι μηχανισμοί μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, οι τρόποι δηλαδή που η μεταβολή στην προσφορά του χρήματος επηρεάζει το παραγόμενο προϊόν.

Σε περίπτωση που επιλεγεί ένας ενδιάμεσος στόχος, η επιλογή του λειτουργικού στόχου είναι εύκολη υπόθεση. Έτσι αν ως ενδιάμεσος στόχος επιλεγεί ένα επιτόκιο, τότε είναι προτιμότερο σαν λειτουργικός στόχος να τεθεί επίσης ένα επιτόκιο ενώ στην αντίθετη περίπτωση που σαν ενδιάμεσος στόχος επιλέγεται ένα νομισματικό μέγεθος είναι προτιμότερο να επιλεγεί ένα μέγεθος όπως για παράδειγμα η νομισματική βάση για λειτουργικός στόχος (κάτι το οποίο γίνεται και στο βασικό μοντέλο της προσφοράς χρήματος που συζητιέται στο τέταρτο κεφάλαιο της παρούσης εργασία).

Στην Ελλάδα, η στρατηγική της Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με το καταστατικό της, ορίζει ως πρωταρχικό στόχο τη σταθερότητα του γενικού επιπέδου των τιμών. Ο στόχος της σταθερότητας των τιμών απαιτεί συγκράτηση του πληθωρισμού σε επίπεδο που να μην υπερβαίνει το 2%.

Η ισοτιμία της δραχμής αποτελεί ενδιάμεσο στόχο της νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα η Τράπεζα της Ελλάδος παρακολουθεί δείκτες που παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν την εξέλιξη του πληθωρισμού και ιδιαίτερα την πορεία του πυρήνα του πληθωρισμού. Ειδικότερα

παρακολουθεί δείκτες που παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με τις συνθήκες στην αγορά εργασίας και τη συνολική προσφορά και ζήτηση, όπως το ποσοστό ανεργίας και ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού. Η Τράπεζα της Ελλάδος προσδιορίζει επίσης ενδεικτικά όρια για το ρυθμό μεταβολής του M3.

Η πολιτική των επιτοκίων της Τράπεζας της Ελλάδος αποτελεί το κύριο μέσο για την επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού καθώς και του ενδιάμεσου στόχου για την συναλλαγματική ισοτιμία.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

**ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

7. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ).

Με την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών καθίσταται υπεύθυνο για τη χάραξη και άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ. Το έργο που καλείται να επιτελέσει το ΕΣΚΤ είναι από πολλές απόψεις πολύ πιο σύνθετο από αυτό άλλων κεντρικών τραπεζών. Οι ιδιαιτερότητες έγκεινται στο γεγονός ότι το ΕΣΚΤ κατά τη λήψη των αποφάσεών του για την πρέπουσα πολιτική στη ζώνη του ευρώ θα πρέπει να συνεκτιμήσει τη δημοσιονομική και μισθολογική πολιτική που θα ακολουθήσουν όχι μία αλλά έντεκα χώρες. Επιπρόσθετα, θα πρέπει να λάβει υπόψη αφενός ότι οι οικονομίες των χωρών της ζώνης διαφέρουν ως προς τη δομή και το βαθμό ανοίγματος και αφετέρου την ύπαρξη σημαντικών διαφορών στη δομή και στο βαθμό ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος των χωρών αυτών.

Στο κεφάλαιο αυτό της παρούσας εργασίας εξετάζεται η οργανωτική δομή του ΕΣΚΤ, καθώς επίσης και οι βασικές αρχές και εξουσίες που σηματοδοτούν το ρόλο του ως αποκλειστικό όργανο χάραξης και υλοποίησης της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ.

7.1. Η δομή του ΕΣΚΤ.

Το ΕΣΚΤ αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) που εδρεύει στην Φρανκφούρτη και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ) των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συμμετέχουν στο Τρίτο Στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Οι αποφάσεις σχετικά με τον σχεδιασμό της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ λαμβάνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο (Governing Council) της ΕΚΤ, το οποίο αποτελείται από τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των συμμετεχόντων χωρών και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής (Executive Board) της ΕΚΤ, από τους οποίους κάθε ένας έχει μια ισότιμη ψήφο. Οι διοικητές των ΕθνΚΤ εκλέγονται σε εθνικό επίπεδο, με βάση τη σχετική εθνική νομοθεσία, με τον περιορισμό όμως η θητεία τους (η οποία είναι ανανεώσιμη) να μην είναι μικρότερη από 5 έτη. Η Εκτελεστική Επιτροπή, τα μέλη της οποίας εκτός από την συμμετοχή τους στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι επιφορτισμένα και με την καθημερινή άσκηση της νομισματικής πολιτικής, αποτελείται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τέσσερα άλλα μέλη. Όλα τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής εκλέγονται με ομόφωνη απόφαση του Ευρωπαϊκού

Συμβουλίου μετά από πρόταση του ECOFIN και η εκλογή τους επικυρώνεται από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Η θητεία τους στην Εκτελεστική Επιτροπή είναι οκταετή και μη ανανεώσιμη.

Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ κατέχει σημαντικές εξουσίες. Προεδρεύει στις συνεδριάσεις τόσο του Διοικητικού Συμβουλίου όσο και της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, ενώ σε περίπτωση ισοψηφίας έχει τον τελευταίο λόγο. Επίσης εκπροσωπεί την ΕΚΤ στις εξωτερικές υποχρεώσεις της, αφού είναι αυτός που παρουσιάζει την ετήσια επισκόπηση της ΕΚΤ στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Μολαταύτα, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ δεν έχει πλήρη έλεγχο επί του προσωπικού που στελεχώνει την ΕΚΤ. Κάθε μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι υπεύθυνο για ένα συγκεκριμένο τομέα δραστηριότητας της ΕΚΤ. Το τμήμα Οικονομικών και Έρευνας το οποίο στελεχώνεται με την πλειονότητα των επαγγελματιών οικονομολόγων που διαθέτει η ΕΚΤ, δεν λογοδοτεί στον Πρόεδρο αλλά σε κάποιο άλλο μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής.

7.2. Ανεξαρτησία και λογοδοσία του ΕΣΚΤ.

Το ΕΣΚΤ είναι ίσως η πλέον ανεξάρτητη νομισματική αρχή στον κόσμο. Οι παράγοντες που συντελούν στην ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ ποικίλουν. Αρχικά, το γεγονός ότι το καταστατικό του ΕΣΚΤ είναι μια διεθνής συνθήκη η οποία μπορεί να τροποποιηθεί μόνο με την ομόφωνη απόφαση όλων των μερών που την έχουν υπογράψει, καθιστά πολύ δύσκολη την άσκηση πολιτικής πίεσης στο ΕΣΚΤ. Επιπλέον, η συνθήκη του Μάαστριχτ κάνει σαφείς τις σχέσεις μεταξύ του ΕΣΚΤ και των πολιτικών αρχών της ΕΕ. Το σχετικό άρθρο της συνθήκης παρατίθεται ως έχει στην αγγλική γλώσσα:

When exercising the powers and carrying out the tasks and duties conferred upon them by this Treaty and the Statute of the ESCB, neither the ECB, nor a national central bank, nor any member of their decision-making bodies shall seek or take instructions from Community institutions or bodies, from any government of a Member State or from any other body. The Community institutions and bodies and the governments of the Member States undertake to respect this principle and not to seek to influence the members of the decision-making bodies of the ECB or of the national central banks in the performance of their tasks. (Maastricht Treaty, Article 107)

Ο λόγος για την παραχώρηση ισχυρής ανεξαρτησίας στο ΕΣΚΤ, είναι τα εμπειρικά δεδομένα που δείχνουν ότι οι ανεξάρτητες νομισματικές αρχές τείνουν να έχουν

καλύτερα αποτελέσματα στην επίτευξη σταθερότητας των τιμών (η σταθερότητα των τιμών έχει τεθεί ως βασικός στόχος της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ) χωρίς κόστος σε θέματα αύξησης του πραγματικού προϊόντος και της ανεργίας.

Άλλα σημεία της συνθήκης του Μάαστριχ ενισχύουν περαιτέρω την ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ. Τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και οι διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών εκλέγονται για σχετικά μεγάλα χρονικά διαστήματα, γεγονός που ενισχύει την ανεξαρτησία τους. Επίσης στο άρθρο 104 της συνθήκης του Μάαστριχ δηλώνεται ρητά ότι απαγορεύεται η οποιαδήποτε μορφής πιστωτική διευκόλυνση εκ μέρους της ΕΚΤ ή των ΕθνΚΤ προς Κοινοτικά όργανα, κεντρικές κυβερνήσεις, τοπικές αρχές και άλλα κέντρα πολιτικής εξουσίας.

Σύμφωνα με τον Stanley Fischer (1994), υπάρχουν δύο μορφές ανεξαρτησία για μία κεντρική τράπεζα: α) ανεξαρτησία στόχου και β) ανεξαρτησία μέσων. Με βάση τον διαχωρισμό του, οι νομισματικές αρχές απολαμβάνουν ανεξαρτησία στόχου, όταν οι στόχοι τους δεν είναι σαφώς διατυπωμένοι. Τον Οκτώβριο του 1998 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι ως σταθερότητα τιμών (πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ σύμφωνα με το καταστατικό της) ορίζεται η ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή για την περιοχή του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%. Ανακοίνωσε επίσης ότι ο χρονικός ορίζοντας επίτευξης του παραπάνω στόχου είναι μεσοπρόθεσμος, χωρίς να ορίσει όμως σαφώς τι εννοεί. Με αυτήν την ένια και σύμφωνα με την προσέγγιση του Fischer, το ΕΣΚΤ απολαμβάνει σημαντική ανεξαρτησία στόχου.

Οι νομισματικές αρχές χαρακτηρίζονται από ανεξαρτησία μέσων, όταν έχουν πλήρη ελευθερία και εξουσία να χειριστούν την νομισματική πολιτική κατά τρόπο τέτοιο ώστε να εξασφαλίσουν την επίτευξη των στόχων τους. Εξορισμού λοιπόν το ΕΣΚΤ απολαμβάνει πλήρη ανεξαρτησία μέσων.

Το μοναδικό σημείο που περιορίζει κατά κάποιον τρόπο την ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ, είναι το γεγονός ότι η πολιτική όσον αφορά την συναλλαγματική ισοτιμία παραμένει στον έλεγχο του ECOFIN, το οποίο μπορεί να καθορίσει τον γενικό προσανατολισμό της πολιτικής των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αν και η συνθήκη προβλέπει ότι οι αποφάσεις σχετικά με την πολιτική των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν θα πρέπει να έρχονται σε αντιπαράθεση με τον κύριο στόχο της σταθερότητας των τιμών, εντούτοις υπάρχει πιθανότητα μια πολιτική απόφαση για επιδίωξη στόχου συναλλαγματικής ισοτιμίας να αμφισβητήσει την ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ και τη

δυνατότητα να ασκεί νομισματική πολιτική με κύριο στόχο τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Για το λόγο αυτό, μέρος των οικονομολόγων θεωρεί ότι η ανεξαρτησία της ΕΚΤ είναι μεν αναγκαία αλλά όχι και ικανή συνθήκη για να επιτευχθεί σταθερότητα τιμών στη ζώνη του ευρώ. Η πολιτική συναίνεση είναι μια επίσης απαραίτητη συνθήκη προκειμένου να αφηθεί το ΕΣΚΤ να ασκήσει νομισματική πολιτική η οποία θα οδηγήσει στην επίτευξη του πρωταρχικού στόχου.

Πέρα από το θέμα της ανεξαρτησίας, ένα δεύτερο σημαντικό θέμα είναι αυτό της λογοδοσίας. Όπως αναφέρθηκε το ΕΣΚΤ είναι η πιο ανεξάρτητη νομισματική αρχή του κόσμου. Δεν είναι λίγοι όμως αυτοί που υποστηρίζουν ότι οι ανεξάρτητες νομισματικές αρχές είναι ασύμβατες με τους κανόνες της δημοκρατίας.

Η συνθήκη του Μάαστριχ επιβάλλει ελάχιστες υποχρεώσεις λογοδοσίας στο ΕΣΚΤ, απαιτώντας μόνο να υποβάλει μια ετήσια επισκόπηση στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στο ECOFIN, την Commission και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Επίσης σημειώνει ότι η ΕΚΤ μπορεί να αποφασίσει να δημοσιεύσει τις αποφάσεις, προτάσεις και απόψεις της, χωρίς όμως να είναι υποχρεωμένη να το πράξει. Τέλος εξασφαλίζει ότι ο Πρόεδρος της ΕΚΤ και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής θα συμμετέχουν και θα λογοδοτούν σε αρμόδιες επιτροπές του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

7.3. Εξουσίες της ΕΚΤ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σχεδιάζει τη νομισματική πολιτική του ΕΣΚΤ, και προσδιορίζει τις απαραίτητες κατευθυντήριες γραμμές για την υλοποίησή της. Η Εκτελεστική Επιτροπή υλοποιεί τη νομισματική πολιτική και εκδίδει τις απαραίτητες οδηγίες στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες. Το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει επίσης το ύψος των υποχρεωτικών δεσμεύσεων και ρυθμίζει την έκδοση των τραπεζογραμματίων.

Παρά το γεγονός ότι η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής πραγματοποιείται σε αποκεντρωμένη βάση από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, η ΕΚΤ μπορεί να εκτελέσει ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών πράξεων από μόνη της. Κατά αυτόν τον τρόπο μπορεί:

- να εκτελεί άμεσες συναλλαγές στις χρηματαγορές, τόσο spot όσο και προθεσμίας, να πραγματοποιεί συμφωνίες επαναγοράς (repos) και να δανείζεται ή να δανείζει

περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα είτε σε κάποιο ευρωπαϊκό νόμισμα είτε όχι, καθώς επίσης και να πραγματοποιεί αγοροπωλησίες πολύτιμων μετάλλων.

- να πραγματοποιεί πιστωτικές πράξεις με πιστωτικά ιδρύματα και άλλους συντελεστές της αγοράς, οι οποίες θα καλύπτονται από επαρκή ενέχυρα.

8. Η στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών.

Μεταξύ των υποχρεώσεων που ανέλαβε το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα (ΕΝΙ) ήταν και η προεπιλογή υποψήφιων στρατηγικών νομισματικής πολιτικής του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), αφού η οριστικά απόφαση για τη στρατηγική μπορούσε να ληφθεί μόνο από το ΔΣ του ΕΣΚΤ. Το ΕΝΙ έθεσε προς επιλογή δύο στρατηγικές: του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου, που με συνέπεια ακολουθούσε από το 1975 η Bundesbank, και τη στρατηγική του πληθωριστικού στόχου, που πρόσφατα υιοθέτησαν αρκετές ευρωπαϊκές κεντρικές τράπεζες.

Το παρόν κεφάλαιο στοχεύει στην αξιολόγηση των δύο αυτών στρατηγικών και στη σύγκρισή τους με τη στρατηγική που τελικά επέλεξε το ΕΣΚΤ. Στην πρώτη ενότητα παρουσιάζονται οι προτάσεις του ΕΝΙ για τις υποψήφιες στρατηγικές και οι αρχές με βάση τις οποίες οι δύο τελικά στρατηγικές προεπιλέγησαν ως κατάλληλες για το ΕΣΚΤ. Στη δεύτερη ενότητα συζητούνται οι τελικές αποφάσεις του ΔΣ του ΕΣΚΤ και οι λόγοι που καθόρισαν την επιλογή μιας ευέλικτης ενδιάμεσης στρατηγικής που συνδυάζει χαρακτηριστικά των δύο προκριθεισών στρατηγικών.

8.1. Το πλαίσιο για την επιλογή στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ και οι προτάσεις του ΕΝΙ.

Ένα από τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα της δεκαετίας του 1990 αναφορικά με το σκοπό της νομισματικής πολιτικής, αποτελεί η σχεδόν ομοφωνία τόσο σε ακαδημαϊκούς όσο και σε πολιτικούς κύκλους ότι ο πρωταρχικός σκοπός της θα πρέπει να είναι η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. Παρά την επιτευχθείσα σύγκλιση απόψεων, οι κεντρικές τράπεζες αντιμετωπίζουν δυσκολίες στον άμεσο έλεγχο του επιπέδου των τιμών με τα εργαλεία που έχουν στη διάθεσή τους. Οι κεντρικές τράπεζες βρίσκονται αντιμέτωπες με έναν πολύπλοκο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, ο οποίος χαρακτηρίζεται από την αλληλεπίδραση των καναλιών μέσα από τα οποία λειτουργεί, γεγονός που καθιστά δύσκολο το έργο τους.

Οι δυσκολίες αυτές εξηγούν σε σημαντικό βαθμό τις έντονες συζητήσεις που διεξήχθησαν τα τελευταία χρόνια αναφορικά με τη στρατηγική που θα πρέπει να ακολουθήσει το ΕΣΚΤ, όπου ως στρατηγική της νομισματικής πολιτικής ορίζεται το

σύνολο των διαδικασιών που καθορίζουν τις ενέργειες της κεντρικής τράπεζας προκειμένου να επιτευχθεί ο πρωταρχικός στόχος, που είναι η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών.

Υπό το πρίσμα αυτών των σκέψεων, το ΕΝΙ προέβη στην αξιολόγηση πέντε εναλλακτικών στρατηγικών για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ): α) τη στρατηγική καθορισμού στόχου για την συναλλαγματική ισοτιμία, β) τη στρατηγική καθορισμού στόχου για το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ σε ονομαστικούς όρους, γ) τη στρατηγική καθορισμού στόχου για το επιτόκιο, δ) τη στρατηγική υιοθέτησης ενδιάμεσου νομισματικού στόχου και ε) τη στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό.

Η αξιολόγηση των εναλλακτικών στρατηγικών έγινε στη βάση των ακόλουθων αρχών:

- **Αποτελεσματικότητα (Effectiveness):** Η στρατηγική θα πρέπει να είναι αποτελεσματική στην επίτευξη του τελικού σκοπού της σταθερότητας των τιμών.
- **Λογοδοσία (Accountability):** Οι στόχοι που υιοθετούνται θα πρέπει να διευκολύνουν τον έλεγχο της Κεντρικής Τράπεζας, η οποία οφείλει να λογοδοτεί για τις ενέργειές της.
- **Διαφάνεια (Transparency):** Η διαδικασία καθορισμού στόχων και λήψης αποφάσεων θα πρέπει να είναι σαφής στο ευρύτερο κοινό.
- **Μεσοπρόθεσμη προοπτική (Medium Term Orientation):** Η στρατηγική θα πρέπει να διασφαλίζει την επίτευξη του τελικού στόχου μεσοπρόθεσμα προσφέροντας αφενός μια άγκυρα για τις προσδοκίες σχετικά με την εξέλιξη του πληθωρισμού και αφετέρου την ευχέρεια στην Κεντρική Τράπεζα να ενεργεί κατά τον καταλληλότερο τρόπο όταν παρατηρούνται αποκλίσεις από τον στόχο που έχει τεθεί.
- **Συνέχεια (Continuity):** Η στρατηγική της ΕΚΤ θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη την εμπειρία των εθνικών κεντρικών τραπεζών κατά το παρελθόν.
- **Συνέπεια με την ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ (Consistency with the independence of the ESCCB):** Η στρατηγική θα πρέπει να είναι συνεπής με την ανεξαρτησία της ΕΚΤ και να την ενισχύει όσο το δυνατόν περισσότερο.

Από τις πέντε εναλλακτικές στρατηγικές οι τρεις αποκλείστηκαν για διάφορους λόγους. Η στρατηγική του στόχου της συναλλαγματικής ισοτιμίας αποκλείστηκε

γιατί κρίθηκε ότι για μια μεγάλη οικονομική ζώνη με μικρό βαθμό ανοίγματος (οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ αποτελούν μόνο το 10% του ΑΕΠ της ζώνης), όπως αυτή του ευρώ, η συγκεκριμένη στρατηγική δεν είναι αποτελεσματική στην επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Η στρατηγική καθορισμού ενδιάμεσου στόχου για το επιτόκιο αποκλείστηκε λόγω της αντικειμενικής δυσκολίας στον προσδιορισμό ενός πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας το οποίο θα ήταν συμβατό με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Τέλος, η στρατηγική καθορισμού στόχου για τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ σε ονομαστικούς όρους αποκλείστηκε για πολλούς λόγους. Πρώτον, λόγω της αδυναμίας του ΕΣΚΤ να ελέγξει το ρυθμό μεταβολής του ονομαστικού εισοδήματος. Δεύτερον, επειδή μπορεί να δημιουργήσει σύγχυση για το ποιος είναι ο πρωταρχικός σκοπός του ΕΣΚΤ. Τρίτον, γιατί τα στατιστικά στοιχεία για το ΑΕΠ υπόκεινται σε συνεχή αναθεωρήσεις. Αυτό σημαίνει ότι είναι δύσκολη η αποδόμηση της μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ σε αύξηση του ΑΕΠ σε πραγματικούς όρους και στον πληθωρισμό, με κίνδυνο τη δημιουργία αβεβαιότητας για το ρυθμό πληθωρισμού στην οικονομία. Επιπρόσθετα, ελήφθη υπόψη ότι καμιά από τις χώρες της ΕΕ δεν ακολουθεί τη στρατηγική αυτή.

Έτσι, το ΕΝΙ περιόρισε τις εναλλακτικές στρατηγικές σε δύο: α) τη στρατηγική υιοθέτησης ενδιάμεσου στόχου νομισματικής πολιτικής και β) τη στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό. Αξίζει εδώ να σημειωθεί πως, αν και θεωρητικά οι δύο στρατηγικές διαφέρουν, όσον αφορά στην εφαρμογή τους η διάκρισή τους είναι εξαιρετικά δύσκολη. Άλλωστε, αρκετές χώρες έχουν υιοθετήσει παραλλαγές που ενσωματώνουν στοιχεία και από τις δύο στρατηγικές.

8.1.1. Η στρατηγική του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου

Η στρατηγική του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου περιλαμβάνει τον καθορισμό από την κεντρική τράπεζα ενός ενδιάμεσου στόχου όπως είναι ο ρυθμός μεταβολή ενός νομισματικού μεγέθους ή το εύρος διακύμανσής του (π.χ. του M3 ή του M4). Στη συνέχεια, οι νομισματικές αρχές χρησιμοποιούν τα μέσα νομισματικής πολιτικής ώστε να επιτύχουν τον ενδιάμεσο στόχο.

Στην πράξη, οι κεντρικές τράπεζες που ακολουθούν στρατηγική ενδιάμεσου νομισματικού στόχου υιοθετούν μια πιο πραγματιστική και ευέλικτη πολιτική, όπου πέρα από την ανακοίνωση ενός εύρους διακύμανσης του νομισματικού μεγέθους, η τράπεζα παρακολουθεί ταυτόχρονα και ένα σύνολο από άλλες οικονομικές μεταβλητές, όπως ο πυρήνας του πληθωρισμού, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα

μακροπρόθεσμα επιτόκια κ.α. Η παρακολούθηση και ανάλυση αυτών των μεταβλητών, επιτρέπει στην κεντρική τράπεζα να διαπιστώσει εάν οι αποκλίσεις στο ρυθμό μεταβολής του νομισματικού μεγέθους από το στόχο που έχει τεθεί απειλούν τον πρωταρχικό σκοπό της σταθερότητας των τιμών ή είναι προσωρινού χαρακτήρα.

Από θεωρητικής πλευράς, η στρατηγική του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου θεμελιώνεται επάνω στις ακόλουθες βασικές υποθέσεις:

- Η ποσοτική θεωρία του χρήματος ισχύει μακροχρόνια, δηλαδή με δεδομένη την καμπύλη συνολικής προσφοράς της οικονομίας, ο πληθωρισμός αποτελεί νομισματικό φαινόμενο.
- Υπάρχει μια σταθερή, η τουλάχιστον προβλέψιμη σχέση, ανάμεσα στα νομισματικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται σαν ενδιάμεσοι στόχοι και τον πληθωρισμό, έτσι ώστε να είναι δυνατή η επίτευξη της σταθερότητας των τιμών μέσω του ελέγχου της νομισματικής επεκτάσεως.
- Οι νομισματικές αρχές διαθέτουν τα απαραίτητα μέτρα νομισματικής πολιτικής με τα οποία μπορούν να ελέγχουν την πορεία των νομισματικών μεγεθών.

Βέβαια, η υιοθέτηση αυτής της στρατηγικής προϋποθέτει ότι στη ζώνη του ευρώ υπάρχει μια σταθερή συνάρτηση ζήτησης χρήματος και ότι τα στατιστικά στοιχεία των επιμέρους χωρών που θα χρησιμοποιηθούν για την κατάρτιση του νομισματικού μεγέθους που θα τεθεί ως στόχος θα είναι αξιόπιστα και δεν θα παρουσιάζουν υψηλή μεταβλητότητα, γεγονός που θα έθετε σε κίνδυνο την αξιοπιστία της ΕΣΚΤ.

Ένα πλεονέκτημα της στρατηγικής του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου είναι ότι στις υποχρεώσεις της κεντρικής τράπεζας περιλαμβάνεται η παρακολούθηση της πορείας των νομισματικών μεγεθών τα οποία ως ένα βαθμό επηρεάζονται από την πολιτική της. Επιπρόσθετα, τα μεγέθη αυτά είναι γνωστά στο ευρύτερο κοινό και είναι εύκολη η παρακολούθησή τους. Ένα πρόσθετο χαρακτηριστικό της στρατηγικής αυτής είναι ότι την ακολουθούσαν μέχρι πρόσφατα αρκετές ευρωπαϊκές χώρες (Γερμανία, Γαλλία, Ελλάδα και Ιταλία). Τα κύρια χαρακτηριστικά της στρατηγικής του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου που ακολουθήθηκε από τις παραπάνω χώρες παρατίθενται στον πίνακα 3 που παρατίθεται στην επόμενη σελίδα.

Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι πολλές χώρες αναγκάστηκαν να εγκαταλείψουν την πολιτική ενδιάμεσου νομισματικού στόχου γιατί διάφορες

χρηματοοικονομικές καινοτομίες συντελούσαν στην αύξηση των διακυμάνσεων της προσφοράς χρήματος.

Πίνακας 3				
Κύρια χαρακτηριστικά της στρατηγικής στις χώρες με ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους				
	Γερμανία	Γαλλία	Ιταλία	Ελλάδα
Έτος Προσδιορισμού Στόχου	1998	1998	1998	1997
Νομισματικό Μέγεθος	M3	M3	M2	M3
Ετήσιος Νομισματικός Στόχος	3%-6%	5% ¹	5%	6%-9%
Επιθυμητός Πληθωρισμός	1,5%-2%	2%	2%	<4,5%
Πρόσθετοι Ενδιάμεσοι Στόχοι ή Βασικοί Δείκτες	–	συναλλαγματική ισοτιμία, M1, M2, M3+P1 ² , συνολικό εγχώριο χρέος	συναλλαγματική ισοτιμία, πρόσθετοι δείκτες	συναλλαγματική ισοτιμία, M4, εγχώρια πιστωτική επέκταση

Σημειώσεις:

1. Μεσοπρόθεσμος ρυθμός μεταβολής της τάσης.
2. Το P1 περιλαμβάνει πρόσθετα ρευστά στοιχεία.

Η Bundesbank είναι η μόνη τράπεζα που από το 1975 έως το 1998 ακολούθησε στρατηγική ενδιάμεσου νομισματικού στόχου. Τα πρώτα χρόνια η Bundesbank έθετε ένα συγκεκριμένο στόχο για το ρυθμό μεταβολής ενός νομισματικού μεγέθους. Το νομισματικό μέγεθος που χρησιμοποιήθηκε μεταξύ 1975 και 1987 ήταν ένα μέγεθος γνωστό ως central bank money (αποτελείται από το χρήμα σε κυκλοφορία συν τα υποχρεωτικά διαθέσιμα). Το 1988, η τράπεζα στράφηκε προς το M3 ως συνέπεια των τεχνολογικών καινοτομιών, της απελευθέρωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος, αλλά και της υπερβάλλουσας ζήτησης για χαρτονομίσματα που οδηγούσε σε γρήγορους ρυθμούς αύξησης του χρήματος σε κυκλοφορία. Τέλος, από το 1989 η Bundesbank επέλεξε αντί ενός συγκεκριμένου στόχου για το ρυθμό

μεταβολής του M3 να οριοθετεί ένα επιτρεπτό εύρος διακύμανσης του ρυθμού επέκτασης του παραπάνω μεγέθους. Η επιτυχία της Bundesbank είναι σχετική αφού από το 1975 έως το 1996 μόνο σε 11 από τις 22 περιπτώσεις κατάφερε να ικανοποιήσει το στόχο της. Η προσήλωσή της όμως στη στρατηγική του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου οφείλεται στην σχετικά επιτυχημένη αντιπληθωριστική πολιτική που ακολούθησε κατά την προαναφερθείσα περίοδο.

Αναφορικά με τη συμβατότητα της στρατηγικής του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου με το κριτήριο της αποτελεσματικότητας, διαφαίνεται ότι η στρατηγική είναι αποτελεσματική στην επίτευξη σταθερότητας των τιμών, ενώ παράλληλα διευκολύνει την ΕΚΤ στο θέμα της λογοδοσίας, αφού την καθιστά υπεύθυνη μόνο για τις πληθωριστικές πιέσεις που έχουν ως αφετηρία την αύξηση της προσφοράς του χρήματος και όχι κάποια εξωτερική διαταραχή της οικονομίας. Η στρατηγική είναι επίσης διαφανής, ειδικά αν η σχέση του νομισματικού μεγέθους και του πρωταρχικού σκοπού μπορεί να παρουσιαστεί στο κοινό κατά τρόπο κατανοητό και αν οι παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας μπορούν να δικαιολογηθούν με βάση τις αποκλίσεις των μεταβολών των νομισματικών μεγεθών από το στόχο τους, ενώ έχει μεσοπρόθεσμη προοπτική και μπορεί να υποστηριχτεί ότι ενισχύει την ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ.

8.1.2. Η στρατηγική του πληθωριστικού στόχου.

Η δεύτερη εναλλακτική στρατηγική που προτάθηκε από το ENI είναι σχετικά πρόσφατη. Αυτή στοχεύει άμεσα στον πληθωρισμό, χωρίς τη χρήση ενδιάμεσης μεταβλητής ως στόχου. Στο βαθμό που η νομισματική πολιτική επιδρά στο επίπεδο τιμών με χρονική υστέρηση, οι ενέργειες των νομισματικών αρχών στα πλαίσια της συγκεκριμένης στρατηγικής προσδιορίζονται με βάση την απόκλιση ανάμεσα στην πρόβλεψη για τον πληθωρισμό και τον πληθωριστικό στόχο. Οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό λαμβάνουν υπόψη τους τις εξελίξεις σε μια σειρά οικονομικών και χρηματοοικονομικών μεταβλητών οι οποίες χρησιμοποιούνται ως μεταβλητές πρόβλεψης (information variables). Σε αρκετές χώρες που ακολουθούν στρατηγική πληθωριστικού στόχου, τα νομισματικά μεγέθη παίζουν καθοριστικό ρόλο ως προβλεπτική μεταβλητή, με αποτέλεσμα η καθημερινή άσκηση της νομισματικής πολιτικής στο πλαίσιο μιας στρατηγικής πληθωριστικού στόχου να μην διαφέρει ουσιαστικά από αυτήν που ασκείται στο πλαίσιο μιας στρατηγικής ενδιάμεσου νομισματικού στόχου.

Στην Ευρώπη, η στρατηγική του πληθωριστικού στόχου υιοθετήθηκε πρόσφατα από αρκετές ευρωπαϊκές κεντρικές τράπεζες (την Τράπεζα της Αγγλίας το 1992, της Σουηδίας και της Φινλανδίας το 1993, της Ισπανίας το 1994), κυρίως ως αποτέλεσμα της αποτυχίας άλλων στρατηγικών. Τα βασικά χαρακτηριστικά της στρατηγικής σε χώρες που ακολουθούν στρατηγική πληθωριστικού στόχου παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 4				
Κύρια χαρακτηριστικά της στρατηγικής σε χώρες που ακολουθούν στρατηγική πληθωριστικού στόχου				
	Ην. Βασίλειο	Σουηδία	Φινλανδία	Ισπανία
Υιοθέτηση Στρατηγικής	Οκτώβριος 1992	Ιανουάριος 1993	Φεβρουάριος 1993	Νοέμβριος 1994
Στόχος Πληθωρισμού	1998: 2,5%	1998: 2% [(+/-) 1%]	1998: 2%	1998: 2%
Ορισμός Στόχου Πληθωρισμού	Δείκτης τιμών λιανικής χωρίς τις πληρωμές τόκων για στεγαστικά δάνεια	Γενικός δείκτης τιμών καταναλωτή	Γενικός δείκτης τιμών καταναλωτή ¹	Γενικός δείκτης τιμών καταναλωτή
Πρόσθετοι Ενδιάμεσοι Στόχοι και Βασικοί Δείκτες	Νομισματικά μεγέθη, στεγαστικά δάνεια	—	Συναλλαγματικά ισοτιμία	Συναλλαγματική ισοτιμία, νομισματικό μέγεθος ALP
Δημοσιεύσεις ως προς τις Προοπτικές σχετικά με τον Πληθωρισμό	Τριμηνιαία έκθεση για τον πληθωρισμό	Τριμηνιαία έκθεση για τον πληθωρισμό	Τριμηνιαία έκθεση για τον πληθωρισμό	Εξαμηνιαία έκθεση για τον πληθωρισμό
Υπεύθυνος για Προσδιορισμό του Στόχου	Κυβέρνηση	Κεντρική Τράπεζα	Κεντρική Τράπεζα	Κεντρική Τράπεζα

Σημείωση:

1. Χωρίς τις επιπτώσεις των επιδοτήσεων, των έμμεσων φόρων και του κόστους εξυπηρέτησης στεγαστικών δανείων.

Η σχετικά σύντομη εμπειρία που υπάρχει σχετικά με τη συγκεκριμένη στρατηγική δεν επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων για το βαθμό αποτελεσματικότητάς της ώστε να συγκριθεί με αυτή του ενδιάμεσου νομισματικού στόχου. Βέβαια, το γεγονός ότι στοχεύει στον πληθωρισμό την κάνει αποτελεσματική στο βαθμό που παρέχει “άγκυρα” για τις προσδοκίες για το μελλοντικό πληθωρισμό. Από την άλλη

πλευρά η επιτυχία της σε μεγάλο βαθμό εξαρτάται από την ικανότητα της κεντρικής τράπεζας να προβλέπει σωστά το μελλοντικό πληθωρισμό, αλλά και να ελέγχει άμεσα τις μεταβολές του επιπέδου των τιμών.

Αναφορικά με το κριτήριο της λογοδοσίας, η στρατηγική αυτή έχει ένα πλεονέκτημα γιατί στοχεύει άμεσα στη σταθερότητα των τιμών. Στο θέμα της διαφάνειας πιθανώς να υστερεί, αφού δεν είναι πάντα εύκολο να εξηγηθεί με απλό τρόπο. Η στρατηγική του πληθωριστικού στόχου έχει μεσοπρόθεσμη προοπτική, ικανοποιεί το κριτήριο της συνέχειας αφού είχε υιοθετηθεί από αρκετές χώρες της Ε.Ε., ενώ παράλληλα ενισχύει την ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, οι δύο στρατηγικές παρουσιάζουν αρκετά κοινά σημεία. Η διαφορά τους έγκειται στο ρόλο που αποδίδουν στα νομισματικά μεγέθη. Τέλος, κρινόμενες στη βάση των κατευθυντήριων αρχών δεν είναι δυνατό να προκριθεί η μια σε βάρος της άλλης στρατηγικής.

8.2. Οι αποφάσεις του ΕΣΚΤ.

Όπως αναφέρθηκε, η οριστική απόφαση για τη στρατηγική του ΕΣΚΤ μπορούσε να ληφθεί μόνο από το ΔΣ του ΕΣΚΤ. Αυτό επέλεξε μια ευέλικτη στρατηγική νομισματικής πολιτικής που συνδυάζει ένα νομισματικό στόχο με χαρακτηριστικά ενός πληθωριστικού στόχου, ενώ στηρίζεται ταυτόχρονα στη χρήση και άλλων δεικτών με προβλεπτική ικανότητα. Τον Οκτώβριο του 1998 το ΔΣ του ΕΣΚΤ αποφάσισε ποια είναι τα κύρια στοιχεία που θα έχει η στρατηγική νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ. Τα στοιχεία αυτά αφορούν:

- τον ποσοτικό προσδιορισμό του πρωταρχικού σκοπού της ενιαίας νομισματικής πολιτικής,
- τον εξέχοντα ρόλο που θα αποδίδεται στο χρήμα με την καθιέρωση τιμής αναφοράς για την αύξηση ενός νομισματικού μεγέθους, και
- την αξιολόγηση, σε ευρεία βάση, των προοπτικών για την εξέλιξη των τιμών.

Αναφορικά με τον όρο “σταθερότητα των τιμών”, που αποτελεί τον πρωταρχικό σκοπό της ΕΚΤ σύμφωνα με το καταστατικό της, το ΔΣ υιοθέτησε τον ακόλουθο ορισμό: “Ως σταθερότητα τιμών ορίζεται η ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για την περιοχή του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%”.

Ο ορισμός του ανώτατου επιτρεπτού ορίου στο 2% και όχι σε κάποιο χαμηλότερο επίπεδο κρίνεται ικανοποιητικός. Ο λόγος είναι ότι ένα χαμηλότερο επίπεδο θα οδηγούσε σε περίπτωση στατιστικών σφαλμάτων στη λήψη μέτρων που θα είχαν ως αποτέλεσμα τον αποπληθωρισμό. Τέλος, ο ορισμός αντανακλά και τις απόψεις της Bundesbank και της Banque de France που είχαν ορίσει τη σταθερότητα των τιμών ως πληθωρισμό μεταξύ 1,5%-2% και κάτω από 2% αντίστοιχα.

Ο χρονικός ορίζοντας επίτευξης του πρωταρχικού στόχου της ΕΚΤ είναι ικανοποιητικός, με την έννοια ότι δεν υποβάλλει την τράπεζα στην ανάγκη άμεσης λήψης πρωτοβουλιών σε περίπτωση απόκλισης από το στόχο, αφού ορίζεται ότι η σταθερότητα των τιμών θα πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα. Αυτό σημαίνει ότι η τράπεζα αναγνωρίζει ότι δεν θα μπορέσει να κρατήσει σε όλες τις περιπτώσεις τον πληθωρισμό κάτω από 2%, μια και με δεδομένη την μεταβλητότητα των τιμών βραχυπρόθεσμα, θα ήταν σφάλμα της τράπεζας να αναλάβει την ευθύνη να αντιδρά άμεσα σε περιπτώσεις προσωρινής υπέρβασης του ορίου. Αλλά και αντίστροφα, αν παρατηρηθούν φαινόμενα αποπληθωρισμού για ένα ή δύο μήνες, αυτό δεν θα πρέπει να προκαλέσει την αντίδραση της τράπεζας.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η γεωγραφική αναφορά του ορισμού περιλαμβάνει το σύνολο της ζώνης του ευρώ. Αυτό σημαίνει ότι οι εξελίξεις σε μια χώρα δεν πρόκειται να επηρεάσουν την ΕΚΤ στις αποφάσεις της.

Όπως φαίνεται, η ΕΚΤ εξασφάλισε μεγάλο βαθμό ελευθερίας, αφού σε αντίθεση με άλλες κεντρικές τράπεζες που έχουν υιοθετήσει στρατηγική πληθωριστικού στόχου, δεν προτίθεται να ανακοινώνει τις προβλέψεις της για τον πληθωρισμό. Έτσι δεν θα είναι υποχρεωμένη να λογοδοτεί για αποκλίσεις μεταξύ των προβλέψεων και των πραγματικών δεδομένων. Η επιλογή της μη δημοσίευσης προβλέψεων για τον πληθωρισμό στηρίζεται στο θεωρητικό επιχειρήμα της αυτοπραγματοποίησης (self-fulfilling prophecy), δηλαδή στο ενδεχόμενο οι οικονομικοί παράγοντες με τις επιλογές τους να ωθήσουν τον πληθωρισμό στο επίπεδο της δημοσιευμένης πρόβλεψης. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί, για παράδειγμα, στην περίπτωση που η ΕΚΤ προβλέπει πληθωρισμό πάνω από 2% και τα εργατικά συνδικάτα διεκδικούν αυξήσεις μισθών συμβατές με τις προβλέψεις του πληθωρισμού.

Επιπρόσθετα, το ΔΣ συμφώνησε να υιοθετήσει στρατηγική νομισματικής πολιτικής, η οποία θα αποτελείται από δύο θεμελιώδη στοιχεία:

α) Το πρώτο στοιχείο είναι η υιοθέτηση ποσοτικής τιμής αναφοράς για την αύξηση ενός ευρύτερου νομισματικού μεγέθους που με μεταγενέστερη απόφαση αποφασίστηκε να είναι το M3. Η τιμή αναφοράς θα προκύπτει κατά τρόπο που θα είναι συνεπής με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών.

Σύμφωνα με το ΕΣΚΤ, παρά το γεγονός ότι αποκλίσεις της τρέχουσας νομισματικής επέκτασης από την τιμή αναφοράς πιθανόν να σηματοδοτούν κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών, το ΕΣΚΤ δεν προτίθεται να περιορίσει βραχυπρόθεσμες αποκλίσεις από τον στόχο. Το ΕΣΚΤ θα παρακολουθεί τις νομισματικές εξελίξεις σε σχέση με την τιμή αναφοράς με βάση τους κινητούς μέσους τριών μηνών των μηνιαίων δωδεκάμηνων ρυθμών αύξησης του M3. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζεται ότι απότομες διακυμάνσεις μηνιαίων στοιχείων δεν θα στρεβλώνουν αδικαιολόγητα τις πληροφορίες που περιέχονται στο νομισματικό μέγεθος.

Ο στόχος για το ρυθμό μεταβολής του συγκεκριμένου νομισματικού μεγέθους ήταν 4,5% για το 1999. Διαπιστώνεται ότι σύμφωνα με την ποσοτική θεωρία του χρήματος και τις προβλέψεις της ΕΚΤ, ο στόχος αυτός είναι συμβατός με πληθωρισμό κάτω του 2%. Η ποσοτική θεωρία του χρήματος είναι γνωστό ότι συνδέει το ονομαστικό εισόδημα, την ποσότητα του χρήματος και την ταχύτητα κυκλοφορίας του με τις τιμές, σύμφωνα με τη σχέση

$$MV=PY$$

όπου M συμβολίζει την ποσότητα του χρήματος, V την ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος, P το επίπεδο τιμών και Y το δυνητικό προϊόν. Η σχέση αυτή μπορεί να γραφεί και σε όρους ποσοστιαίων μεταβολών:

$$m+v=\pi+y$$

όπου m είναι ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας του χρήματος, v η ποσοστιαία μεταβολή της ταχύτητας χρήματος, π το ποσοστό πληθωρισμού και y ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος. Οι προβλέψεις της ΕΚΤ για το ρυθμό ανόδου του δυνητικού προϊόντος είναι 2%-2,5% κατά έτος, ενώ για τη μεταβολή της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος είναι τάση μείωσης με ετήσιο ρυθμό 0,5%-1%. Με βάση την παραπάνω εξίσωση και τις προβλέψεις της ΕΚΤ, διαπιστώνουμε ότι ικανοποιείται η επιδίωξη του ΕΣΚΤ για πληθωρισμό από 0%-2% σε μεσοπρόθεσμη διάρκεια.

β) Το δεύτερο στοιχείο της στρατηγικής που υιοθετείται από το ΕΣΚΤ, είναι η αξιολόγηση των προοπτικών σχετικά με την εξέλιξη των τιμών και των κινδύνων που ενδέχεται να απειλήσουν τη σταθερότητα των τιμών στην περιοχή του ευρώ. Η αξιολόγηση αυτή θα γίνεται με ένα ευρύ φάσμα από οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν ως δείκτες της μελλοντικής εξέλιξης των τιμών.

Η ανακοίνωση της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τις ιδιαίτερες συνθήκες λειτουργίας του ΕΣΚΤ. Το ΕΣΚΤ δηλώνει με σαφήνεια ότι θεωρεί ως κύρια ευθύνη του τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος στα πρότυπα της Bundesbank, χωρίς όμως αυτός να γίνεται μηχανιστικά ώστε να υποχρεώνεται το ΕΣΚΤ να αντιδρά σε βραχυχρόνιες αποκλίσεις του Μ3 από τη ζώνη διακύμανσης και χωρίς να απορρίπτεται η στρατηγική του πληθωριστικού στόχου.

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι το ΕΣΚΤ εξασφάλισε υψηλούς βαθμούς ελευθερίας όσον αφορά το σύνολο των διαδικασιών που καθορίζουν τις ενέργειές της, δεδομένης της χαμηλής ποιότητας των στατιστικών στοιχείων για τα νομισματικά μεγέθη και της πιθανότητας να παρουσιάσουν υψηλή μεταβλητότητα στην αφετηρία της νομισματικής ένωσης.

9. Εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στο ΕΣΚΤ.

9.1. Το πλαίσιο άσκησης νομισματικής πολιτικής.

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναφέρθηκε ότι κύριος σκοπός του ΕΣΚΤ και της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, είναι η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Για την επίτευξη των επιδιώξεών του το ΕΣΚΤ έχει στη διάθεσή του μια σειρά μέσων νομισματικής πολιτικής που περιλαμβάνει:

- πράξεις ανοικτής αγοράς
- δύο πάγιες διευκολύνσεις
- απαίτηση από τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν υποχρεωτικές καταθέσεις σε λογαριασμούς στις εθνικές τράπεζες.

9.1.1. Πράξεις ανοικτής αγοράς (*Open market operations*)

Με τις πράξεις ανοικτής αγοράς, το ΕΣΚΤ στοχεύει στον επηρεασμό των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, τον έλεγχο της ρευστότητας στην χρηματαγορά και τη σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Το ΕΣΚΤ έχει στη διάθεσή του πέντε διαφορετικά μέσα πολιτικής για την πραγματοποίηση των πράξεων ανοικτής αγοράς:

- **Αντίστροφες συναλλαγές (reverse transactions)**

Πρόκειται για συναλλαγές με τις οποίες το ΕΣΚΤ αγοράζει (ή πωλεί) τίτλους με συμφωνία επαναπώλησης (ή επαναγοράς) ή πραγματοποιεί δάνεια με ενέχυρο. Στην πρώτη περίπτωση το ιδιοκτησιακό καθεστώς μεταφέρεται στο δανειστή με την προϋπόθεση η συναλλαγή να επαναληφθεί αντίστροφα. Στη δεύτερη περίπτωση, η ιδιοκτησία του ενέχυρου παραμένει στο δανειζόμενο υπό την προϋπόθεση ότι θα εξοφλήσει το δάνειο. Η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και πώλησης του τίτλου αντικατοπτρίζει το επιτόκιο του δανείου. Η βάση ημερών για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων τόκων είναι ο αριθμός των πραγματικών ημερών προς το ημερολογιακό έτος 360 ημερών (Act/360).

- **Άμεσες συναλλαγές (outright transactions)**

Στις συναλλαγές αυτές το ΕΣΚΤ αγοράζει ή πωλεί άμεσα περιουσιακά στοιχεία. Από νομική άποψη, μια άμεση συναλλαγή συνεπάγεται και τη μεταφορά της ιδιοκτησίας από τον πωλητή στον αγοραστή. Οι συναλλαγές αυτές πραγματοποιούνται κατά κανόνα μέσω διμερών διαδικασιών από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Τα

περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται ανήκουν αποκλειστικά στην πρώτη βαθμίδα (tier 1).

- **Έκδοση χρεογράφων (issuance of debt certificates)**

Η ΕΚΤ μπορεί να προβεί σε έκδοση χρεογράφων, προκειμένου να προσαρμόσει την διαρθρωτική θέση του ΕΣΚΤ έναντι του χρηματοοικονομικού τομέα έτσι ώστε να δημιουργήσει ή να διευρύνει έλλειμμα ρευστότητας. Τα χρεόγραφα συνιστούν χρέος της ΕΚΤ έναντι του κατόχου τους. Εκδίδονται σε άυλη μορφή, φυλάσσονται σε θεματοφύλακες τίτλων στη ζώνη του ευρώ και η διάρκειά τους δεν μπορεί να υπερβαίνει τους 12 μήνες. Είναι μεταβιβάσιμα, εκδίδονται σε τιμή χαμηλότερη της ονομαστικής και στη λήξη τους εξοφλούνται στην ονομαστική τους τιμή. Η διαφορά μεταξύ της τιμής έκδοσης και της ονομαστικής τιμής δίνει το επιτόκιο του ποσού, στο χρόνο διάρκειας του χρεογράφου. Η βάση ημερών για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων τόκων είναι ο αριθμός των πραγματικών ημερών προς 360.

- **Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων (FX Swaps)**

Οι συναλλαγές αυτές περιλαμβάνουν ταυτόχρονες πράξεις spot και προθεσμιακές σε συνάλλαγμα (ευρώ έναντι ξένων νομισμάτων). Στις περιπτώσεις αυτές το ΕΣΚΤ αγοράζει (ή πωλεί) ευρώ στη spot αγορά συναλλάγματος και πωλεί (ή αγοράζει) το ποσό στην προθεσμιακή αγορά σε συγκεκριμένη τιμή. Το ΕΣΚΤ προβαίνει σε πράξεις ανταλλαγής μόνο σε ευρέως εμπορεύσιμα νομίσματα και στη βάση των καθιερωμένων κανόνων αγοράς. Σε κάθε τέτοια συναλλαγή το ΕΣΚΤ και οι αντισυμβαλλόμενοι συμφωνούν τις μονάδες swap, οι οποίες προκύπτουν από τη διαφορά μεταξύ της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην προθεσμιακή και τη spot αγορά.

- **Αποδοχή προθεσμιακών καταθέσεων**

Το ΕΣΚΤ μπορεί να αποδέχεται από τους αντισυμβαλλόμενους μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών καταθέσεις με σταθερό επιτόκιο και προκαθορισμένη διάρκεια. Η βάση ημερών για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων τόκων είναι ο αριθμός των πραγματικών ημερών προς 360. Η καταβολή των δεδουλευμένων τόκων γίνεται στη λήξη της κατάθεσης.

Σχετικά με το στόχο, τη συχνότητα και τις διαδικασίες, οι πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ διακρίνονται στις ακόλουθες τέσσερις κατηγορίες:

1. Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης: Πρόκειται για την πιο σημαντική πράξη ανοικτής αγοράς που διεξάγεται από το ΕΣΚΤ. Με την πράξη αυτή το ΕΣΚΤ επηρεάζει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς και αναχρηματοδοτεί το τραπεζικό σύστημα. Πραγματοποιείται μέσω εβδομαδιαίας δημοπρασίας που αφορά πράξεις διάρκειας συνήθως δύο εβδομάδων. Με τις πράξεις αυτές παρέχεται ρευστότητα αλλά δεν απορροφάται. Πραγματοποιείται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες με αντίστροφες συναλλαγές (στη βάση συμφωνιών επαναγοράς ή δανείων με ενέχυρο). Η διαδικασία μέσω της οποίας πραγματοποιείται η πράξη της κύριας αναχρηματοδότησης είναι αυτή της τυποποιημένης δημοπρασίας. Στις πράξεις αυτές μετέχουν όλα τα ιδρύματα που υπόκεινται στο καθεστώς των υποχρεωτικών καταθέσεων.

2. Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: Αυτές είναι μηνιαίες δημοπρασίες με τρίμηνη διάρκεια. Διεξάγονται την πρώτη Τετάρτη μετά την 24^η ημερολογιακή ημέρα του μήνα και παρέχουν μόνο ρευστότητα. Πραγματοποιούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες σε τυποποιημένες δημοπρασίες με αντίστροφες συναλλαγές (στη βάση συμφωνιών επαναγοράς ή δανείων με ενέχυρο). Με αυτή τη δραστηριότητα το ΕΣΚΤ δεν επιθυμεί να δώσει μηνύματα στην αγορά αλλά παρέχει ρευστότητα και αποδέχεται τα επιτόκια όπως διαμορφώνονται στην αγορά χρήματος. Για το λόγο αυτό οι μηνιαίες δημοπρασίες πραγματοποιούνται συνήθως με δημοπρασίες μεταβλητού επιτοκίου. Στην περίπτωση αυτή η δημοπρασία μπορεί να είναι είτε ολλανδικού τύπου (η κατανομή των ποσών πραγματοποιείται στο οριακό επιτόκιο), είτε αμερικάνικου τύπου (η κατανομή των ποσών πραγματοποιείται στο επιτόκιο προσφοράς).

3. Παρεμβάσεις ανοικτής αγοράς για την εξομάλυνση βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (Fine-tuning Operations): Το ΕΣΚΤ μπορεί να πραγματοποιήσει μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών παρεμβάσεις με στόχο τον έλεγχο της ρευστότητας (προσφορά ή απορρόφηση ρευστότητας) στην αγορά και τον επηρεασμό των επιτοκίων. Ιδιαίτερα επιδιώκεται η εξομάλυνση των επιπτώσεων στα επιτόκια που προκαλούνται από μη αναμενόμενες διακυμάνσεις στη ρευστότητα. Πραγματοποιούνται κυρίως με αντίστροφες συναλλαγές, αλλά μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθούν άμεσες συναλλαγές, πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων και αποδοχή προθεσμιακών καταθέσεων. Για την πραγματοποίησή τους χρησιμοποιούνται ταχείες

δημοπρασίες ή διμερής διαδικασίες. Μπορεί να πραγματοποιηθούν και από την ίδια την ΕΚΤ κατόπιν απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου.

4. Διαρθρωτικές πράξεις (Structural Operations): Πραγματοποιούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες με την έκδοση χρεογράφων είτε με αντίστροφες συναλλαγές (μέσω τυποποιημένων δημοπρασιών) είτε με άμεσες συναλλαγές (μέσω διμερών διαδικασιών). Αυτές οι παρεμβάσεις πραγματοποιούνται όταν η ΕΚΤ επιθυμεί να επηρεάσει τη θέση της διαρθρωτικής ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος, αφού προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση του ΕΣΚΤ σε σχέση με το χρηματοπιστωτικό τομέα.

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς βασίζονται κατά κανόνα σε δημοπρασίες. Μόνο οι άμεσες πράξεις (outright transactions) και τα είδη πράξεων που χρησιμοποιούνται από το ΕΣΚΤ για τη ρύθμιση βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (fine tuning), μπορούν να διενεργούνται μέσω διμερών διαδικασιών. Για τις κύριες πράξεις αναχρηματοδότησης και τις πιο μακροπρόθεσμες πράξεις αναχρηματοδότησης, το ΕΣΚΤ χρησιμοποιεί τις τυποποιημένες δημοπρασίες (Standard Tenders). Οι δημοπρασίες αυτές εκτελούνται σε 24 ώρες από την αναγγελία τους. Το ΕΣΚΤ ανακοινώνει τα αποτελέσματα μέσα σε δύο περίπου ώρες αφότου λήξει η προθεσμία υποβολής προσφορών από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Για τις πράξεις που αποβλέπουν στη ρύθμιση βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας διενεργούνται οι ταχείες δημοπρασίες (Quick Tenders), οι οποίες ολοκληρώνονται σε μια ώρα από την αναγγελία τους.

Αν και οι ημέρες αργίας δεν συμπίπτουν, στα κράτη μέλη υπάρχει πρόβλεψη για τον ορισμό των ημερομηνιών των τακτικών δημοπρασιών έτσι ώστε να διασφαλίζεται ότι όλοι οι αντισυμβαλλόμενοι στην περιοχή του ευρώ θα μπορούν να λαμβάνουν μέρος στις κύριες και στις πιο μακροπρόθεσμες πράξεις αναχρηματοδότησης που θα διενεργεί το ΕΣΚΤ. Το ημερολόγιο των δημοπρασιών δημοσιεύεται τουλάχιστον τρεις μήνες προ της έναρξής του έτους για το οποίο ισχύει. Για τις διαρθρωτικές πράξεις που στηρίζονται σε τυποποιημένες δημοπρασίες δεν υπάρχει προκαθορισμένο ημερολόγιο.

Το ΕΣΚΤ έχει τη δυνατότητα να πραγματοποιήσει δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου (fixed rate tenders), και δημοπρασίες μεταβλητού επιτοκίου (variable rate tenders). Στις δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου, η ΕΚΤ καθορίζει προκαταβολικά το επιτόκιο (ή τα swap points στην περίπτωση πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων) για

του αντισυμβαλλόμενου, οι οποίοι με τη σειρά τους υποβάλλουν τις προσφορές τους. Στη δεύτερη περίπτωση, οι αντισυμβαλλόμενοι υποβάλλουν στην ΕΚΤ τις προσφορές επιτοκίου (ή swap points) καθώς και τα ποσά που αντιστοιχούν στα επιτόκια.

Ο διακανονισμός των πράξεων ανοικτής αγοράς, που στηρίζονται σε τυποποιημένες δημοπρασίες, διενεργείται την πρώτη εργάσιμη ημέρα μετά την ημερομηνία συναλλαγής. Αντίθετα, οι πράξεις ανοικτής αγοράς που αποβλέπουν στη ρύθμιση βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας διακανονίζονται αυθημερόν έτσι ώστε να διασφαλίζεται ότι οι πράξεις αυτές θα επηρεάζουν άμεσα τη ρευστότητα. Για τις απευθείας συναλλαγές και τις πράξεις ανταλλαγής ξένων νομισμάτων το ΕΣΚΤ εφαρμόζει ημερομηνίες διακανονισμού σύμφωνα με την πρακτική της αγοράς.

9.1.2. Πάγιες διευκολύνσεις (Standing Facilities)

Στο ΕΣΚΤ προβλέπεται η παροχή παγίων διευκολύνσεων. Στόχος των παγίων διευκολύνσεων που διατίθενται στις τράπεζες για να διασφαλιστεί η παροχή ή η απορρόφηση ρευστότητας στη διάρκεια μίας ημέρας είναι η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και η διαμόρφωση μιας ζώνης εντός της οποίας θα κινούνται τα επιτόκια μίας ημέρας σε κανονικές συνθήκες.

- **Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης:** Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να χρησιμοποιήσουν αυτή τη διευκόλυνση για να αποκτήσουν ρευστότητα, έναντι ενέχυρου, στη διάρκεια μίας ημέρας. Σε κανονικές συνθήκες δεν υπάρχουν όρια ή άλλοι περιορισμοί στους αντισυμβαλλομένους. Η μόνη απαίτηση είναι η παρουσίαση περιουσιακών στοιχείων τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο. Το επιτόκιο σε αυτό το μέσο συνήθως αποτελεί την οροφή για το αντίστοιχο διατραπεζικό επιτόκιο μίας ημέρας (EONIA).
- **Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων:** Σε κανονικές συνθήκες δεν υπάρχουν όρια για το ύψος αυτών των καταθέσεων. Το επιτόκιο τους προσδιορίζει το κατώτατο όριο επιτοκίων της ζώνης εντός της οποίας θα κινείται σε κανονικές συνθήκες το επιτόκιο μίας ημέρας.

Η χρήση των δύο διευκολύνσεων επηρεάζεται από τις διαδικασίες κλεισίματος της ημέρας στο ΕΣΚΤ (ESCB's end of day procedures) και είναι ιδιαίτερης σημασίας για

τη λειτουργία της χρηματαγοράς. Το TARGET⁶ κλείνει στις 6 μ.μ. ώρα ΕΚΤ. Εκείνη την ώρα όλες οι χρεωστικές θέσεις των συμμετεχόντων θεωρούνται αυτόματα ως αίτηση προσφυγής στην οριακή διευκόλυνση χρηματοδότησης. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες αρχίζουν τις διαδικασίες κλεισίματος ημέρας στις 6:30 μ.μ. ώρα ΕΚΤ. Η ώρα αυτή είναι και η προθεσμία για αιτήσεις πρόσβασης στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του ΕΣΚΤ.

Στην περίπτωση των πάγιων διευκολύνσεων η πρωτοβουλία χρήσης τους ανήκει σε εκείνα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αποτελούν τους αντισυμβαλλόμενους του ΕΣΚΤ. Οι πάγιες διευκολύνσεις είναι διαθέσιμες στα πιστωτικά ιδρύματα από τις 4 Ιανουαρίου 1999.

Οι πάγιες διευκολύνσεις και οι πράξεις ανοικτής αγοράς που μπορεί να εκτελεί το ΕΣΚΤ παρατίθενται συγκεντρωτικά στον πίνακα 5 στην επόμενη σελίδα.

9.1.3. Υποχρεωτικές καταθέσεις (*Minimum reserves*).

Η Συνθήκη του Μάαστριχ προβλέπει τη δυνατότητα χρήσης του συστήματος των υποχρεωτικών καταθέσεων. Το σύστημα αυτό είναι διαθέσιμο και εφαρμόζεται στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ, με στόχο τη σταθεροποίηση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος (σταθεροποιητική λειτουργία της νομισματικής πολιτικής) και τη δημιουργία (ή την αύξηση) ενός διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας (διευρυντική λειτουργία της νομισματικής πολιτικής).

Όσον αφορά την σταθεροποιητική λειτουργία, η καθιέρωση του συστήματος του μέσου όρου, σύμφωνα με το οποίο οι υποχρεωτικές καταθέσεις θα πρέπει να τηρούνται κατά μέσο όρο κατά τη διάρκεια της μηνιαίας περιόδου τήρησης και όχι σε ημερήσια βάση, ενισχύει την ευελιξία της καθημερινής διαχείρισης της ρευστότητας από τα πιστωτικά ιδρύματα, επιτρέποντάς τους να εκμεταλλεύονται ευκαιρίες βραχυπρόθεσμου arbitrage στην αγορά χρήματος. Κατά τον τρόπο αυτό, αναμένεται ότι το σύστημα του μέσου όρου θα συμβάλλει στην σταθεροποίηση του επιτοκίου μιας ημέρας κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης. Αυτό με τη σειρά του θα μειώσει την ανάγκη παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών να εξομαλύνουν τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις της ρευστότητας και συνεπώς θα επιτρέψει στο ΕΣΚΤ να αντλεί χρήσιμες πληροφορίες για τις εξελίξεις στην αγορά.

⁶ TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) system: το ευρωπαϊκό σύστημα διευθέτησως τραπεζικών πληρωμών που συνδέει τα διάφορα εθνικά συστήματα μεταξύ τους.

Πίνακας 5					
Α. Πράξεις Ανοιχτής Αγοράς					
Πράξεις Νομισματικής Πολιτικής	Είδος Συναλλαγής		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία
	Παροχή Ρευστότητας	Απορρόφηση Ρευστότητας			
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	<ul style="list-style-type: none"> • Αντίστροφες συναλλαγές 	—	<ul style="list-style-type: none"> • Δύο εβδομάδες 	<ul style="list-style-type: none"> • Μια φορά την εβδομάδα 	<ul style="list-style-type: none"> • Τυποποιημένες δημοπρασίες
Πιο μακροπρόθεσμες πράξεις αναχρηματοδότησης	<ul style="list-style-type: none"> • Αντίστροφες συναλλαγές 	—	<ul style="list-style-type: none"> • Τρεις μήνες 	<ul style="list-style-type: none"> • Μια φορά τον μήνα 	<ul style="list-style-type: none"> • Τυποποιημένες δημοπρασίες
Παρεμβάσεις ανοιχτής αγοράς για την εξομάλυνση βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας	<ul style="list-style-type: none"> • Αντίστροφες συναλλαγές • Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων 	<ul style="list-style-type: none"> • Αντίστροφες συναλλαγές • Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων • Αποδοχή καταθέσεων προθεσμίας 	<ul style="list-style-type: none"> • Μη τυποποιημένη 	<ul style="list-style-type: none"> • Μη τακτική 	<ul style="list-style-type: none"> • Ταχείες δημοπρασίες • Διμερής διαδικασίες
	<ul style="list-style-type: none"> • Άμεσες αγορές 	<ul style="list-style-type: none"> • Άμεσες πωλήσεις 		<ul style="list-style-type: none"> • Μη τακτική 	<ul style="list-style-type: none"> • Διμερής διαδικασίες
Διαρθρωτικές πράξεις	<ul style="list-style-type: none"> • Αντίστροφες συναλλαγές 	<ul style="list-style-type: none"> • Έκδοση χρεογράφων 	<ul style="list-style-type: none"> • Τυποποιημένη/Μη τυποποιημένη 	<ul style="list-style-type: none"> • Τακτική και μη τακτική 	<ul style="list-style-type: none"> • Τυποποιημένες δημοπρασίες
	<ul style="list-style-type: none"> • Άμεσες αγορές 	<ul style="list-style-type: none"> • Άμεσες πωλήσεις 	—	<ul style="list-style-type: none"> • Μη τακτική 	<ul style="list-style-type: none"> • Διμερής διαδικασίες
Β. Πάγιες Διευκολύνσεις					
Πράξεις Νομισματικής Πολιτικής	Είδος Συναλλαγής		Διάρκεια	Διαδικασία	
	Παροχή Ρευστότητας	Απορρόφηση Ρευστότητας			
Οριακή αναχρηματοδότηση	<ul style="list-style-type: none"> • Αντίστροφη συναλλαγή 	—	<ul style="list-style-type: none"> • Μια ημέρα 	<ul style="list-style-type: none"> • Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια του αντισυμβαλλομένου του ΕΣΚΤ 	
Αποδοχή καταθέσεων	—	<ul style="list-style-type: none"> • Καταθέσεις 	<ul style="list-style-type: none"> • Μια ημέρα 	<ul style="list-style-type: none"> • Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια του αντισυμβαλλομένου του ΕΣΚΤ 	

Όσον αφορά τη διευρυντική λειτουργία, η ύπαρξη ενός αρκετά μεγάλου ελλείμματος διαρθρωτικής ρευστότητας εντός του τραπεζικού συστήματος ενισχύει την ικανότητα του ΕΣΚΤ να λειτουργεί αποτελεσματικά ως προμηθευτής ρευστότητας.

Σε έκθεση που δημοσίευσε η ΕΚΤ (Σεπτέμβριος 1998) παρουσιάζονται τα ακριβή χαρακτηριστικά του συστήματος και προσδιορίζονται σαφώς η βάση υπολογισμού τους και ο τύπος υπολογισμού του τόκου των σχετικών κεφαλαίων. Η βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών καταθέσεων, ορίζεται από στοιχεία του παθητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων στο τέλος κάθε μήνα. Για τα πιστωτικά ιδρύματα με μικρό μέγεθος, τα οποία δεν έχουν τη δυνατότητα μέτρησης των στοιχείων που απαιτεί η κεντρική τράπεζα σε μηνιαία βάση, χρησιμοποιείται ο ισολογισμός στο τέλος του τριμήνου.

Η ΕΚΤ τον Οκτώβριο 1998, ανακοίνωσε ότι καθιερώνει ποσοστό καταθέσεων 2% που θα αφορά τα εξής στοιχεία της βάσης υπολογισμού των ελάχιστων καταθέσεων (κανονισμός αριθ. 2431/98 του Συμβουλίου της 23^{ης} Νοεμβρίου σχετικά με την εφαρμογή ελάχιστων υποχρεωτικών καταθέσεων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα):

- καταθέσεις μιας ημέρας,
- καταθέσεις ορισμένης διάρκειας μέχρι 2 έτη,
- καταθέσεις υπό προειδοποίηση μέχρι 2 έτη,
- χρεόγραφα που εκδίδει το ίδρυμα ορισμένης διάρκειας με αρχική λήξη μέχρι 2 έτη, και
- τίτλους της χρηματαγοράς.

Τέλος, συντελεστής 0% εφαρμόζεται στις παρακάτω υποχρεώσεις:

- καταθέσεις (προθεσμίας και υπό προειδοποίηση) άνω των δύο ετών,
- συμφωνίες επαναγοράς (repos),
- χρεόγραφα διάρκειας άνω των δύο ετών.

Ένα πιστωτικό ίδρυμα εκπληρώνει τις υποχρεώσεις του στο πλαίσιο του συστήματος ελάχιστων υποχρεωτικών καταθέσεων του ΕΣΚΤ, εφόσον οι μέσες ημερήσιες καταθέσεις που τηρεί, όπως υπολογίζονται για μια περίοδο τήρησης που συνήθως αρχίζει την 24^η ημέρα κάθε μήνα και τελειώνει την 23^η ημέρα του επόμενου μήνα, είναι τουλάχιστον ίσες με το ποσό των ελάχιστων υποχρεωτικών καταθέσεων. Η ΕΚΤ επιτρέπει την αφαίρεση από τις υποχρεωτικές καταθέσεις κάθε ιδρύματος ενός εφάπαξ ποσού ίσου με 100.000 ευρώ.

Τα ιδρύματα που υπόκεινται σε υποχρεωτικές δεσμεύσεις είναι τα πιστωτικά ιδρύματα, όπως αυτά ορίζονται στις τραπεζικές οδηγίες (77/780/EEC και

89/646/EEC). Υποκαταστήματα ξένων τραπεζών που λειτουργούν στη ζώνη του ευρώ υποβάλλονται στο καθεστώς των υποχρεωτικών καταθέσεων, ενώ υποκαταστήματα των τραπεζών της ζώνης του ευρώ που βρίσκονται εκτός ζώνης δεν υπάγονται στο καθεστώς των υποχρεωτικών δεσμεύσεων. Η ΕΚΤ τηρεί κατάλογο με τα πιστωτικά ιδρύματα που υπόκεινται σε υποχρεωτικές καταθέσεις και τον οποίο μπορεί να ανανεώνει και να ανακοινώνει την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε μήνα. Ανακοινώνει επίσης τα ιδρύματα που έχουν εξαιρεθεί από το καθεστώς. Κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου κανένα πιστωτικό ίδρυμα δεν εξαιρείτο από το καθεστώς των υποχρεωτικών καταθέσεων.

Σε περίπτωση μη τήρησης ή μερικής τήρησης των υποχρεωτικών καταθέσεων κατά την περίοδο τήρησης, η ΕΚΤ μπορεί να επιβάλλει τις ακόλουθες ποινές:

- πληρωμή έως 5 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από το οριακό επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης στο ποσό κατά το οποίο υπολείπονται οι δεσμεύσεις που όφειλε να τηρεί το συγκεκριμένο ίδρυμα,
- πληρωμή έως δύο φορές το οριακό επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης στο ποσό κατά το οποίο υπολείπονται οι δεσμεύσεις που όφειλε να τηρεί το συγκεκριμένο ίδρυμα,
- άτοκη κατάθεση στο ΕΣΚΤ ποσότητας διαθεσίμων έως τρεις φορές το ποσό κατά το οποίο υπολείπονται οι δεσμεύσεις που όφειλε να τηρεί το συγκεκριμένο ίδρυμα.

Το ΕΣΚΤ έχει τη δυνατότητα να επιβάλλει και άλλες κυρώσεις στις τράπεζες που δεν συμμορφώνονται πλήρως με τους κανόνες, καθώς και να αναστείλει την πρόσβασή τους στις πάγιες διευκολύνσεις.

9.2. Εκτέλεση της νομισματικής πολιτικής: Οι αντισυμβαλλόμενοι και τα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται δεκτά.

Προκειμένου να εξασφαλιστούν ενιαία κατεύθυνση νομισματικής πολιτικής και ίσοι όροι για τους αντισυμβαλλόμενους στην ζώνη του ευρώ, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα (ΕΝΙ) επεξεργάστηκε κοινά κριτήρια επιλογής τόσο για τους αντισυμβαλλόμενους όσο και για τα περιουσιακά στοιχεία που θα χρησιμοποιούν στις συναλλαγές με το ΕΣΚΤ.

α) Οι αντισυμβαλλόμενοι: Επιδιώκεται η ευρύτερη δυνατή συμμετοχή. Έτσι, ιδρύματα που υπόκεινται στο καθεστώς των υποχρεωτικών δεσμεύσεων έχουν

πρόσβαση στις πάγιες διευκολύνσεις και στις πράξεις ανοικτής αγοράς που θα πραγματοποιούνται, όπως προαναφέρθηκε, με τυποποιημένες διαδικασίες.

Το ΕΣΚΤ μπορεί να επιλέξει έναν περιορισμένο αριθμό αντισυμβαλλομένων για να συμμετέχουν στις παρεμβάσεις ανοικτής αγοράς για την εξομάλυνση βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (fine-tuning operations). Για άμεσες συναλλαγές δεν υπάρχει περιορισμός στην επιλογή του εύρους των αντισυμβαλλομένων.

Στις πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων που πραγματοποιούνται στα πλαίσια άσκησης της νομισματικής πολιτικής, αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να είναι πιστωτικά ιδρύματα που συμμετέχουν ενεργά στην αγορά συναλλάγματος, είναι εγκατεστημένα στις χώρες της ζώνης του ευρώ και έχουν επιλεγεί από το ΕΣΚΤ.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να έχουν πρόσβαση στις πάγιες διευκολύνσεις ή τις πράξεις ανοικτής αγοράς μόνο μέσω της κεντρικής τράπεζας της χώρας όπου εδρεύουν. Αν ένα ίδρυμα έχει πρόσβαση σε περισσότερες από μία χώρες της ζώνης του ευρώ, τότε κάθε παράρτημα έχει δικαίωμα πρόσβασης σε αυτές τις πράξεις μέσω της κεντρικής τράπεζας της χώρας στην οποία είναι εγκατεστημένο. Σημειώνεται ότι προσφορές στις δημοπρασίες του ΕΣΚΤ μπορούν να υποβάλλονται μόνο από κάποιο παράρτημα ή τα κεντρικά γραφεία ενός πιστωτικού ιδρύματος.

Οι αντισυμβαλλόμενοι θα πρέπει να είναι φερέγγυοι και συνεπής ως προς τις υποχρεώσεις τους, που απορρέουν από τους διεθνείς εναρμονισμένους εποπτικούς κανόνες, και να ικανοποιούν όλα τα λειτουργικά κριτήρια που καθορίζει η εθνική κεντρική τους τράπεζα. Σε διαφορετική περίπτωση το ΕΣΚΤ μπορεί να τους στερήσει τη δυνατότητα πρόσβασης στις πράξεις.

Ο κατάλογος των ιδρυμάτων δημοσιεύθηκε μέσω του διαδικτύου τον Οκτώβριο του 1998. Από τα πιστωτικά ιδρύματα, πάνω από 4000 έχουν πρόσβαση στις δύο πάγιες διευκολύνσεις του ΕΣΚΤ, ενώ σχεδόν 3000 έχουν πρόσβαση στις πράξεις αναχρηματοδότησης.

β) Περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εξασφαλίσεις:

Όλες οι λειτουργίες παροχής ρευστότητας που πραγματοποιούνται από το ΕΣΚΤ πρέπει να βασίζονται σε επαρκή ενέχυρα. Ένας ευρύς κύκλος περιουσιακών στοιχείων γίνεται δεκτός από το ΕΣΚΤ ως ενέχυρο. Γίνεται η διάκριση μεταξύ δύο βαθμίδων αποδεκτών τίτλων: Η πρώτη βαθμίδα (tier one) αποτελείται από εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία πληρούν τα ομοιόμορφα κριτήρια

επιλογής που ισχύουν σε όλη τη ζώνη του ευρώ και έχουν οριστεί από την ΕΚΤ. Η δεύτερη βαθμίδα (tier two) συνίσταται από πρόσθετα περιουσιακά στοιχεία, εμπορεύσιμα και μη, τα οποία είναι ιδιαίτερης σημασίας για τις εθνικές χρηματοπιστωτικές αγορές και τα εθνικά τραπεζικά συστήματα. Τα κριτήρια επιλογής των στοιχείων της δεύτερης βαθμίδας προσδιορίζονται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες και εγκρίνονται από την ΕΚΤ (στον πίνακα 6 στην επόμενη σελίδα παρουσιάζονται τα κύρια χαρακτηριστικά των στοιχείων της πρώτης και της δεύτερης βαθμίδας).

Καμία διάκριση δεν γίνεται μεταξύ των δύο αυτών κατηγοριών τίτλων όσον αφορά την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων και την αποδοχή τους για τους διαφόρους τύπους των παρεμβάσεων νομισματικής πολιτικής από το ΕΣΚΤ. Η μόνη διαφορά είναι ότι τα στοιχεία που εντάσσονται στη δεύτερη βαθμίδα δεν χρησιμοποιούνται από το ΕΣΚΤ για άμεσες συναλλαγές. Τα κριτήρια αποδοχής των περιουσιακών στοιχείων για τις λειτουργίες της νομισματικής πολιτικής από το ΕΣΚΤ είναι τα ίδια με τα κριτήρια αποδοχής περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται ως ενέχυρο για την παροχή ρευστότητας στην διάρκεια της ημέρας στα πλαίσια του TARGET. Επιπλέον, οι αντισυμβαλλόμενοι με το ΕΣΚΤ μπορούν να χρησιμοποιήσουν αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία σε διασυννοριακή βάση, δηλαδή να δανειστούν από την κεντρική τράπεζα του κράτους-μέλους στο οποίο είναι εγκατεστημένοι, με τη χρήση περιουσιακών στοιχείων που φυλάσσονται σε άλλο κράτος μέλος.

Ο κατάλογος των περιουσιακών στοιχείων που μπορούν να γίνουν δεκτά για τις πιστωτικές πράξεις του ΕΣΚΤ κοινοποιήθηκε στο διαδίκτυο τον Οκτώβριο του 1998. Το υπόλοιπο των περιουσιακών στοιχείων που μπορούσαν να γίνουν δεκτά κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου ήταν ελαφρώς υψηλότερο από το ποσό των 5000 δισεκατομμυρίων ευρώ. Τα περιουσιακά αυτά στοιχεία ανήκαν κατά 98% στην πρώτη βαθμίδα. Περίπου 75% αντιστοιχούσε σε χρεόγραφα του Δημοσίου, το 18% σε χρεόγραφα εκδοθέντα από πιστωτικά ιδρύματα, το 4% σε χρεόγραφα εκδοθέντα από εταιρίες και το υπόλοιπο σε χρεόγραφα εκδοθέντα από κεντρικές τράπεζες.

Πίνακας 6		
Χαρακτηριστικά περιουσιακών στοιχείων που γίνονται δεκτά ως ενέχυρο από την ΕΚΤ		
Κριτήρια	Πρώτη Βαθμίδα	Δεύτερη Βαθμίδα
Είδος Περιουσιακού Στοιχείου	<ul style="list-style-type: none"> Χρεόγραφο του ΕΣΚΤ Άλλες εμπορεύσιμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις 	<ul style="list-style-type: none"> Εμπορεύσιμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις Μη εμπορεύσιμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις Μετοχές διακινούμενες σε αγορά που υπόκειται σε διοικητικούς περιορισμούς
Διαδικασίες Διακανονισμού	<ul style="list-style-type: none"> Τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να έχουν κατατεθεί σε κεντρικό επίπεδο με λογιστική μορφή, στις εθνικές κεντρικές τράπεζες ή σε ένα Κεντρικό Αποθετήριο το οποίο πληροί τις ελάχιστες προδιαγραφές της ΕΚΤ 	<ul style="list-style-type: none"> Τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να επιτρέπουν την πρόσβαση από πλευράς της εθνικής κεντρικής τράπεζας, η οποία τα έχει συμπεριλάβει στον κατάλογο της δεύτερης βαθμίδας
Κατηγορία Εκδότη	<ul style="list-style-type: none"> ΕΣΚΤ Δημόσιος Τομέας Ιδιωτικός Τομέας Διεθνή και Υπερεθνικά Ιδρύματα 	<ul style="list-style-type: none"> Δημόσιος Τομέας Ιδιωτικός Τομέας
Οικονομική Ευρωστία	<ul style="list-style-type: none"> Ο εκδότης (εγγυητής) πρέπει να είναι οικονομικά εύρωστος 	<ul style="list-style-type: none"> Ο εκδότης/οφειλέτης (εγγυητής) πρέπει να είναι οικονομικά εύρωστος
Έδρα Εκδότη	<ul style="list-style-type: none"> ΕΟΧ¹ 	<ul style="list-style-type: none"> Ζώνη του ευρώ Έδρα σε άλλη χώρα του ΕΟΧ μπορεί να γίνει δεκτή εφόσον το εγκρίνει η ΕΚΤ
Τόπος όπου βρίσκεται το περιουσιακό στοιχείο	<ul style="list-style-type: none"> Ζώνη του ευρώ 	<ul style="list-style-type: none"> Ζώνη του ευρώ Περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται σε άλλες χώρες του ΕΟΧ μπορούν να γίνουν δεκτά εφόσον το εγκρίνει η ΕΚΤ
Νόμισμα	<ul style="list-style-type: none"> ευρώ² 	<ul style="list-style-type: none"> ευρώ Άλλα νομίσματα του ΕΟΧ ή ευρέως διακινούμενα νομίσματα μπορούν να γίνουν δεκτά εφόσον το εγκρίνει η ΕΚΤ

Σημειώσεις:

1. Η προϋπόθεση να έχουν έδρα στον ΕΟΧ δεν ισχύει προκειμένου για εθνικά και υπερεθνικά ιδρύματα. Ο ΕΟΧ εκτός από τις χώρες της ΕΕ περιλαμβάνει την Ισλανδία, το Λιχτενστάϊν και τη Νορβηγία.
2. Ευρώ ή τα εθνικά νομίσματα στα οποία θα εκφράζεται το ευρώ.

9.3. Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής τους πρώτους πέντε μήνες.

Μεταξύ 5 Ιανουαρίου και 11 Μαΐου του 1999, το ΕΣΚΤ πραγματοποίησε 19 πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Όλες οι πράξεις διεξήχθησαν με δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου. Ο αριθμός των αντισυμβαλλόμενων κυμάνθηκε μεταξύ 302 κι

1068. Κατά μέσο όρο 809 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα υπέβαλλαν προσφορές, δηλαδή ποσοστό 32,6% επί των δικαιούμενων αντισυμβαλλομένων να συμμετάσχουν (2481). Η κατανομή των ποσών των δημοπρασιών ως ποσοστού επί των προσφορών έχει παρουσιάσει υψηλή μεταβλητότητα κυμαινόμενη από 6,1% και 100%, ενώ ο μέσος όρος κυμαίνεται στο 16,1%. Σε ορισμένες χώρες, όπως στην Ισπανία και τη Φιλανδία, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν ήταν εξοικειωμένα με τις δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τα ιδρύματα των χωρών αυτών να αντιμετωπίσουν κάποιες δυσκολίες στην απόκτηση ρευστότητας.

Το μεγαλύτερο πρόβλημα που αντιμετώπισε το ΕΣΚΤ αναφορικά με τις δημοπρασίες είναι το φαινόμενο των υπερπροσφορών. Πιο συγκεκριμένα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διεκδικούν περισσότερη ρευστότητα από όση χρειάζονται, με την ελπίδα ότι στην κατανομή η ρευστότητα που θα τους χορηγηθεί θα βρίσκεται πιο κοντά στο ποσό που επιθυμούν. Οι υπερπροσφορές φαίνεται να διογκώνονται καθώς αυξάνει η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου μιας ημέρας και του βασικού επιτοκίου του ΕΣΚΤ (spread). Η προσδοκία των τραπεζών ότι το επιτόκιο μιας ημέρας θα διαμορφωθεί σε υψηλότερο επίπεδο από το βασικό επιτόκιο παρέμβασης, εξωθεί τις τράπεζες στο να διεκδικούν περισσότερη ρευστότητα, γεγονός που καθιστά τη χρηματοδότησή τους φθηνότερη. Έτσι, τους δύο πρώτους μήνες λειτουργίας του ΕΣΚΤ το επιτόκιο μιας ημέρας διαμορφωνόταν σε υψηλότερα επίπεδα από το επιτόκιο της κύριας πράξης αναχρηματοδότησης και η κατανομή των ποσών έπεσε σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Αυτό όμως δημιούργησε ιδιαίτερα προβλήματα αφού στη ζώνη του ευρώ η κατανομή των τίτλων που γίνονται δεκτοί ως ενέχυρο δεν είναι ομοιόμορφη. Το 42% των ενεχύρων που διαπραγματεύονται σε κάποια αγορά βρίσκεται στη Γερμανία, το 20% στην Ιταλία και το 15% στη Γαλλία. Η άνιση κατανομή αντανακλά αφενός τις διαφορές στο μέγεθος του δημοσίου χρέους των χωρών και αφετέρου τη διαφορά στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επίσης σε διαφορετικές χώρες το ποσό των ενεχύρων που έχουν στη διάθεσή τους τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διαφέρει. Έτσι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ιταλίας έχουν στην κατοχή τους μόνο το 11% των εγχώριων τίτλων αφού μεγάλος όγκος τίτλων που έχει εκδώσει το Ιταλικό Δημόσιο κρατείται από ιδιώτες, θεσμικούς επενδυτές ή επενδυτές εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, τα αυστριακά ιδρύματα κατέχουν το 86% από τους εγχώριους τίτλους. Αποτέλεσμα των

παραπάνω είναι τράπεζες που έχουν επάρκεια σε τίτλους να έχουν ένα συγκριτικό πλεονέκτημα στην υποβολή προσφορών.

Οι εξελίξεις αυτές ωθούν το ΕΣΚΤ σε αναζήτηση λύσης του προβλήματος. Οι προτεινόμενες λύσεις είναι οι ακόλουθες:

- χρήση δημοπρασιών μεταβλητού επιτοκίου,
- τροποποίηση από την ΕΚΤ των ισχυόντων κανόνων σύμφωνα με τους οποίους οι αντισυμβαλλόμενοι πρέπει να προσκομίζουν τα ενέχυρα κατά το διακανονισμό των δημοπρασιών,
- ικανοποίηση της αιτούμενης ρευστότητας στο 100% σε δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου,
- μείωση της διαφοράς (spread) μεταξύ του επιτοκίου μίας ημέρας και του επιτοκίου κύριας χρηματοδότησης μέσω της αύξησης των ποσών που κατανέμονται.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

**ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΑΞΕΩΝ ΑΣΚΗΣΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΕΚ ΜΕΡΟΥΣ
ΤΟΥ ΕΣΚΤ**

Παράδειγμα 1

Αντίστροφη συναλλαγή με δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για την παροχή ρευστότητας.

Η ΕΚΤ αποφασίζει να δώσει ρευστότητα στο σύστημα μέσω μίας αντίστροφης συναλλαγής η οποία πραγματοποιείται με δημοπρασία σταθερού επιτοκίου.

Τρία αντισυμβαλλόμενα ιδρύματα υποβάλλουν προσφορές:

Αντισυμβαλλόμενος	Προσφορές (εκ. ευρώ)
Τράπεζα 1	30
Τράπεζα 2	40
Τράπεζα 3	70
Σύνολο	140

Η ΕΚΤ αποφασίζει να καταλείψει ένα σύνολο 105 εκ. ευρώ.

Το ποσοστό κατανομής είναι:

$$\frac{105}{(30+40+70)} = 75\%$$

Η κατανομή των ποσών στα αντισυμβαλλόμενα μέλη θα είναι:

Αντισυμβαλλόμενος	Προσφορές (εκ. ευρώ)	Κατανομή (εκ. ευρώ)
Τράπεζα 1	30	22,5
Τράπεζα 2	40	30,0
Τράπεζα 3	70	52,5
Σύνολο	140	105,0

Παράδειγμα 2

Αντίστροφη συναλλαγή με δημοπρασία μεταβλητού επιτοκίου για την παροχή ρευστότητας.

Η ΕΚΤ αποφασίζει να δώσει ρευστότητα στο σύστημα μέσω μίας αντίστροφης συναλλαγής η οποία πραγματοποιείται με δημοπρασία μεταβλητού επιτοκίου.

Τρία αντισυμβαλλόμενα ιδρύματα υποβάλλουν τις εξής προσφορές:

Επιτόκιο (%)	Τράπεζα 1 (εκ. ευρώ)	Τράπεζα 2 (εκ. ευρώ)	Τράπεζα 3 (εκ. ευρώ)	Συνολικές προσφορές (εκ. ευρώ)	Αθροιστικές προσφορές (εκ. ευρώ)
3,15	0	0	0	0	0
3,10	0	5	5	10	10
3,09	0	5	5	10	20
3,08	0	5	5	10	30
3,07	5	5	10	20	50
3,06	5	10	15	30	80
3,05	10	10	15	35	115
3,04	5	5	5	15	130
3,03	5	0	10	15	145
Σύνολο	30	45	70	145	

Η ΕΚΤ αποφασίζει να κατανείμει ένα σύνολο 94 εκ. ευρώ υπονοώντας οριακό επιτόκιο 3,05%.

Όλες οι αιτήσεις χρηματοδότησης με επιτόκιο πάνω από 3,05% ικανοποιούνται πλήρως (ένα σύνολο 80 εκ. ευρώ), ενώ για το υπόλοιπο ποσό το ποσοστό κατανομής είναι:

$$\frac{94-80}{35} = 40\%$$

35

Το ποσό με το οποίο θα χρηματοδοτηθεί η τράπεζα 1 στο οριακό επιτόκιο είναι:

$$0,4 * 10 = 4 \text{ εκ. ευρώ}$$

ενώ το σύνολο της χρηματοδότησης που αντλεί είναι:

$$5+5+4=14 \text{ εκ. ευρώ}$$

Η κατανομή των ποσών στα αντισυμβαλλόμενα μέλη θα είναι τελικά:

Αντισυμβαλλόμενος	Τράπεζα 1	Τράπεζα 2	Τράπεζα 3	Σύνολο
Συνολικές προσφορές (εκ. ευρώ)	30,0	45,0	70,0	145
Συνολική κατανομή (εκ. ευρώ)	14,0	34,0	46,0	94

Αν η κατανομή των ποσών γίνεται με βάση το οριακό επιτόκιο (δημοπρασία Ολλανδικού τύπου), το επιτόκιο που καλούνται να καταβάλλουν οι αντισυμβαλλόμενοι για το σύνολο του ποσού είναι το οριακό επιτόκιο δηλαδή 3,05%.

Αν η κατανομή των ποσών γίνεται με βάση μεταβλητού επιτοκίου (δημοπρασία Αμερικάνικου τύπου), δεν καταβάλλεται ένα συγκεκριμένο επιτόκιο. Για παράδειγμα η τράπεζα 1 λαμβάνει 5 εκ. ευρώ με επιτόκιο 3,07%, 5 εκ. ευρώ με επιτόκιο 3,06% και 4 εκ. ευρώ με επιτόκιο 3,05%.

Παράδειγμα 3

Έκδοση χρεογράφων εκ μέρους της ΕΚΤ με δημοπρασία μεταβλητού επιτοκίου.

Η ΕΚΤ αποφασίζει να απορροφήσει ρευστότητα από την αγορά εκδίδοντας χρεόγραφα, με δημοπρασία μεταβλητού επιτοκίου

Τρία αντισυμβαλλόμενα μέλη υποβάλλουν τις ακόλουθες προσφορές:

Επιτόκιο (%)	Τράπεζα 1 (εκ. ευρώ)	Τράπεζα 2 (εκ. ευρώ)	Τράπεζα 3 (εκ. ευρώ)	Συνολικές προσφορές (εκ. ευρώ)	Αθροιστικές προσφορές (εκ. ευρώ)
3,00	0	0	0	0	0
3,01	5	0	5	10	10
3,02	5	5	5	15	25
3,03	5	5	5	15	40
3,04	10	5	10	25	65
3,05	20	40	10	70	135
3,06	5	10	10	25	160
3,08	5	0	10	15	175
3,10	0	5	0	5	180
Σύνολο	55	70	55	180	

Η ΕΚΤ αποφασίζει να εκδόσει χρεόγραφα ονομαστικής αξίας 124,5εκ. ευρώ υπονοώντας οριακό επιτόκιο 3,05%.

Όλες οι προσφορές με επιτόκιο κάτω από 3,05% ικανοποιούνται πλήρως (ένα σύνολο 65 εκ. ευρώ), ενώ για το υπόλοιπο ποσό το ποσοστό κατανομής είναι:

$$\frac{124,5-65}{70} = 85\%$$

70

Η ονομαστική αξία των χρεογράφων που θα κατανεμηθεί στην τράπεζα 1 στο οριακό επιτόκιο είναι:

$$0,85 * 20 = 17 \text{ εκ. ευρώ}$$

ενώ το σύνολο της αξίας των χρεογράφων που της κατανέμονται είναι:

$$5+5+5+10+17=42 \text{ εκ. ευρώ}$$

Η κατανομή των χρεογράφων στα αντισυμβαλλόμενα μέλη θα είναι τελικά:

Αντισυμβαλλόμενος	Τράπεζα 1	Τράπεζα 2	Τράπεζα 3	Σύνολο
Συνολικές προσφορές (εκ. ευρώ)	55,0	70,0	55,0	180,0
Συνολική κατανομή (εκ. ευρώ)	42,0	49,0	33,5	124,5

Παράδειγμα 4

Αντληση ρευστότητας με πράξη ανταλλαγής νομισμάτων (foreign exchange swap) με δημοπρασία μεταβλητής ισοτιμίας.

Η ΕΚΤ αποφασίζει να απορροφήσει ρευστότητα από την αγορά εκτελώντας πράξη ανταλλαγής νομισμάτων στην συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου με δημοπρασία μεταβλητής ισοτιμίας (το ευρώ στο παράδειγμα αυτό διαπραγματεύεται με premium στην προθεσμιακή αγορά).

Τρία αντισυμβαλλόμενα μέλη υποβάλλουν τις ακόλουθες προσφορές:

Swap points (X 10.000)	Τράπεζα 1 (εκ. ευρώ)	Τράπεζα 2 (εκ. ευρώ)	Τράπεζα 3 (εκ. ευρώ)	Συνολικές προσφορές (εκ. ευρώ)	Αθροιστικές προσφορές (εκ. ευρώ)
6,84	0	0	0	0	0
6,80	5	0	5	10	10
6,76	5	5	5	15	25
6,71	5	5	5	15	40
6,67	10	10	5	25	65
6,63	25	35	40	100	165
6,58	10	20	10	40	205
6,54	5	10	10	25	230
6,49	0	5	0	5	235
Σύνολο	65	90	80	235	

Η ΕΚΤ αποφασίζει να αντλήσει 158 εκ. ευρώ υπονοώντας οριακή διαφορά μεταξύ ισοτιμίας όψεως και προθεσμιακής ισοτιμίας (swap points) 6,63.

Όλες οι προσφορές κάτω από 6,63 swap points ικανοποιούνται πλήρως (ένα σύνολο 65 εκ. ευρώ), ενώ για το υπόλοιπο ποσό το ποσοστό κατανομής είναι:

$$\frac{158-65}{100} = 93\%$$

Από την τράπεζα 1 στην οριακή τιμή των 6,63 swap points θα αντληθούν :

$$0,93 * 25 = 23,5 \text{ εκ. ευρώ}$$

ενώ το σύνολο του ποσού που θα αντληθεί από την τράπεζα 1 είναι:

$$5+5+5+10+23,5=48,5 \text{ εκ. ευρώ}$$

Συνολικά η αντλούμενη ρευστότητα κατανέμεται ως εξής:

Αντισυμβαλλόμενος	Τράπεζα 1	Τράπεζα 2	Τράπεζα 3	Σύνολο
Συνολικές προσφορές (εκ. ευρώ)	65,0	90,0	80,0	235,0
Συνολική κατανομή (εκ. ευρώ)	48,5	52,5	57,0	158,0

Η ΕΚΤ ρυθμίζει την ισοτιμία όψεως ευρώ/δολαρίου στο 1,1300 (δολάρια ανά ευρώ). Αν η κατανομή των ποσών γίνεται με Ολλανδικού τύπου διαδικασίες, την ημέρα κατά την οποία εκτελείται η πρώτη φάση της πράξης το ΕΣΚΤ αγοράζει 158.000.000 εκ. ευρώ και πωλεί \$178.540.000. Την ημέρα λήξης της πράξης, το ΕΣΚΤ πωλεί 158.000.000 εκ. ευρώ και αγοράζει \$178.644.754 (η προθεσμιακή ισοτιμία στην οποία έγινε η πράξη είναι $1,1300+0,000663=1,130663$).

Αν η κατανομή ακολουθεί διαδικασίες Αμερικάνικου τύπου, το ΕΣΚΤ πραγματοποιεί τις ανταλλαγές ευρώ-δολαρίου σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα:

Πράξεις Όψεως			Πράξεις Προθεσμίας		
Ισοτιμία	Αγορά ευρώ	Πώληση \$	Ισοτιμία	Πώληση ευρώ	Αγορά \$
1,1300			1,130684		
1,1300	10,000,000	11,300,000	1,130684	10,000,000	11,306,800
1,1300	15,000,000	16,950,000	1,130684	15,000,000	16,960,140
1,1300	15,000,000	16,950,000	1,130684	15,000,000	16,960,065
1,1300	25,000,000	28,250,000	1,130684	25,000,000	28,266,675
1,1300	93,000,000	105,090,000	1,130684	93,000,000	105,151,659
1,1300			1,130684		
1,1300			1,130684		
1,1300			1,130684		
Σύνολο	158,000,000	178,540,000		158,000,000	178,645,339

Παράδειγμα 5

Παροχή ρευστότητας με πράξη ανταλλαγής νομισμάτων (foreign exchange swap) με δημοπρασία μεταβλητής ισοτιμίας.

Η ΕΚΤ αποφασίζει να δώσει ρευστότητα στην αγορά εκτελώντας πράξη ανταλλαγής νομισμάτων στην συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου με δημοπρασία μεταβλητής ισοτιμίας (το ευρώ στο παράδειγμα αυτό διαπραγματεύεται με premium στην προθεσμιακή αγορά).

Τρία αντισυμβαλλόμενα μέλη υποβάλλουν τις ακόλουθες προσφορές:

Swap points (X 10.000)	Τράπεζα 1 (εκ. ευρώ)	Τράπεζα 2 (εκ. ευρώ)	Τράπεζα 3 (εκ. ευρώ)	Συνολικές προσφορές (εκ. ευρώ)	Αθροιστικές προσφορές (εκ. ευρώ)
6,23	0	0	0	0	0
6,27	5	0	5	10	10
6,32	5	0	5	10	20
6,36	10	5	5	20	40
6,41	10	10	20	40	80
6,45	20	40	20	80	160
6,49	5	20	10	35	195
6,54	5	5	10	20	215
6,58	0	5	0	5	220
Σύνολο	60	85	75	220	

Η ΕΚΤ αποφασίζει να παράσχει 197 εκ. ευρώ υπονοώντας οριακή διαφορά μεταξύ ισοτιμίας όψεως και προθεσμιακής ισοτιμίας (swap points) 6,54.

Όλες οι προσφορές κάτω από 6,63 swap points ικανοποιούνται πλήρως (ένα σύνολο 65 εκ. ευρώ), ενώ για το υπόλοιπο ποσό το ποσοστό κατανομής είναι:

$$\frac{197-195}{20} = 10\%$$

20

Η τράπεζα 1 στην οριακή τιμή των 6,63 swap points θα χρηματοδοτηθεί με :

$$0,10 * 5 = 0,5 \text{ εκ. ευρώ}$$

ενώ το σύνολο του ποσού που θα αντλήσει η τράπεζα 1 είναι:

$$5+5+10+10+20+5+0,5=55,5 \text{ εκ. ευρώ}$$

Συνολικά η προσφερόμενη ρευστότητα κατανέμεται ως εξής:

Αντισυμβαλλόμενος	Τράπεζα 1	Τράπεζα 2	Τράπεζα 3	Σύνολο
Συνολικές προσφορές (εκ. ευρώ)	60,0	85,0	75,0	220
Συνολική κατανομή (εκ. ευρώ)	55,5	75,5	66,0	197

Η ΕΚΤ ρυθμίζει την ισοτιμία όψεως ευρώ/δολαρίου για την πράξη στο 1,1300 (δολάρια ανά ευρώ).

Αν η κατανομή των ποσών γίνεται με Ολλανδικού τύπου διαδικασίες, την ημέρα κατά την οποία εκτελείται η πρώτη φάση της πράξης το ΕΣΚΤ πωλεί 197.000.000 εκ. ευρώ και αγοράζει \$222.610.000. Την ημέρα λήξης της πράξης, το ΕΣΚΤ αγοράζει 197.000.000 εκ. ευρώ και πωλεί \$222.738.838 (η προθεσμιακή ισοτιμία στην οποία έγινε η πράξη είναι $1,1300+0,000654=1,130654$).

Αν η κατανομή ακολουθεί διαδικασίες Αμερικάνικου τύπου, το ΕΣΚΤ πραγματοποιεί τις ανταλλαγές ευρώ-δολαρίου σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα:

Πράξεις Όψεως			Πράξεις Προθεσμίας		
Ισοτιμία	Πώληση ευρώ	Αγορά \$	Ισοτιμία	Αγορά ευρώ	Πώληση \$
1,1300			1,130623		
1,1300	10,000,000	11,300,000	1,130627	10,000,000	11,306,270
1,1300	10,000,000	11,300,000	1,130632	10,000,000	11,306,320
1,1300	20,000,000	22,600,000	1,130636	20,000,000	22,612,720
1,1300	40,000,000	45,200,000	1,130641	40,000,000	45,225,640
1,1300	80,000,000	90,400,000	1,130645	80,000,000	90,451,600
1,1300	35,000,000	39,550,000	1,130649	35,000,000	39,572,715
1,1300	2,000,000	2,260,000	1,130654	2,000,000	2,261,308
1,1300			1,130658		
Σύνολο	197,000,000	222,610,000		197,000,000	222,736,573

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. Ελληνική

- Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος. (1999), *Ετήσια Οικονομική Επισκόπηση 1998-1999*, Τεύχος 2, Απρίλιος 1999, pp.26-36.
- Κυριακόπουλος Ε. Παναγιώτης, Μόσχος Μ. Δημήτριος, Φίλιππίδης Αθ. Αναστάσιος. (1995), “Μέσα Άσκησης Νομισματικής Πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος”, *Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο 6* , Νοέμβριος 1995, pp.63-72.
- Μπένος Ε. Θεοφάνης, Λιανός Π. Θεόδωρος. (1992), *Μακροοικονομική Ανάλυση & Δημοσιονομική Πολιτική*, 5^η Έκδοση, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα.
- Σαχινίδης Δ. Φίλιππος. (1999), “Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στο Ευρωσύστημα”, *Ευρωνέα: Περιοδική ενημερωτική έκδοση για το Ευρώ της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος*, Τεύχος 4, Ιούνιος 1999, pp. 8-21.
- Σαχινίδης Δ. Φίλιππος. (1999), “Η Στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών”, *Ευρωνέα: Περιοδική ενημερωτική έκδοση για το Ευρώ της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος*, Απρίλιος 1999, pp.11-21.

Β. Ξένα

- Baker C. James. (1999), “The European Central Bank: Powers, Policies and Problems”, *Managerial Finance*, Vol. 25, Issue 11. pp.9-15.
- European Central Bank. (1998), *The Single Monetary Policy in Stage Three: General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures*, September 1998.
- Kenen B. Peter. (1998), “Monetary Policy in Stage Three: A Review of the Framework Proposed by the European Monetary Institute”, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 3, pp.3-12.
- Mankiw N. Gregory. (1998), *Principles of Economics*, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers.
- Mishkin S. Frederic. (1995), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 4th Edition, Harper Collins College Publishers.
- Wynne A. Mark. (1999), “The European System of Central Banks”, *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, First Quarter 1999, pp.2-14.