

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ



ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ Η
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ 2009-
2015**

ΚΟΚΚΑΛΑ ΝΙΚ. ΕΥΓΓΕΛΙΑ

ΠΑΠΑΣΤΕΦΑΝΟΥ ΑΠΟΣΤ. ΜΑΡΙΑ

ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΓΚΟΛΦΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2018

Περίληψη

Η νομισματική πολιτική αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους τρόπους άσκησης οικονομικής πολιτικής. Στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η άσκηση της νομισματικής πολιτικής γίνεται μέσω των ευρωπαϊκών θεσμών, προεξάρχοντας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής τράπεζας. Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα είχε ως αποτέλεσμα της την μείωση της προσφοράς χρήματος, η οποία με την σειρά της δημιούργησε περαιτέρω προβλήματα στην ελληνική οικονομία. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική τράπεζα, μετά από μια περίοδο κατά την οποία φαινόταν να μην είχε αποφασίσει τον ρόλο που ήθελε να παίξει και κυρίως μετά την ανάληψη των καθηκόντων του ως πρόεδρος της, από τον Μάριο Ντράγκι, έλαβε σημαντικές πρωτοβουλίες, με αποκορύφωμα την πολιτική της Ποσοτικής χαλάρωσης για να τονώσει την αγορά χρήματος της Ευρώπης. Στο πλαίσιο αυτό, συνεχίζεται και μετά το πέρας της κρίσης, η προσπάθεια ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης των ευρωπαϊκών κρατών.

Abstract

Monetary policy is one of the most important ways of pursuing economic policy. Within the framework of the European Union, the exercise of monetary policy takes place through the European institutions, of which the prerogative is the European Central Bank. The financial crisis in Greece has resulted in a decline in money supply, which in turn has created further problems for the Greek economy, the European Central Bank, after a period in which it seemed not to have decided the role it wanted to play, and especially after taking office as chairman, by Mario Draggi, he took important initiatives, culminating in the policy of Quantitative Easing to stimulate the money market in Europe. Against this backdrop, the European integration effort of the European states continues after the crisis.

Εισαγωγή

Αποτελεί κοινή παραδοχή πως η δημιουργία και η έννοια του χρήματος σηματοδότησε κατά την διάρκεια της ιστορίας την εξέλιξη των κοινωνιών και του ανθρώπινου είδους. Από την πρώτη φορά που εμφανίστηκε, πρώτα με τη μορφή του χειροπιαστού φυσικού αγαθού που λειτουργούσε ως μέσο συναλλαγής μέχρι τη μετεξέλιξη σε κάθε είδους νομίσματα, το χρήμα διαδραμάτισε τον σπουδαιότερο, ίσως, ρόλο στην εξέλιξη της ανθρώπινης σκέψης και της ζωής. Τα αγαθά της γης, τα ζώα, οι πολύτιμοι λίθοι αποτέλεσαν τα πρώτα είδη χρήματος, που αρχικά κάλυπταν τις πρώτες ανάγκες των κοινωνιών. Η αποδοχή από τις κατά καιρούς κοινωνίες του χρήματος ως μέσου συναλλαγής και η μετάλλαξη του, ανάλογα με τις ανάγκες της συναλλαγής μεταξύ των ανθρώπων, καθώς και η επίδραση του στην ανθρώπινη δράση, το κατέστησε ως μέσο προσδιορισμού της αξίας στην κοινωνία γενικότερα.

Στην παρούσα εργασία θα παρουσιαστεί η προσφορά του χρήματος και η νομισματική πολιτική στην Ελλάδα το χρονικό διάστημα 2009-2015. Αρχικά, στο 1^ο Κεφάλαιο, θα παρουσιαστεί μια ανασκόπηση της έννοιας του χρήματος και των ιδιοτήτων του. Μετά από σύντομη ιστορική ανασκόπηση της παρουσίας του στην ανθρώπινη ιστορία, θα αναλυθούν τα είδη και το περιεχόμενο του χρήματος καθώς και οι βασικές λειτουργίες του. Στη συνέχεια, στο 2^ο Κεφάλαιο, θα αναλυθεί η διαδικασία της δημιουργίας του χρήματος από το τραπεζικό σύστημα, δίνοντας έμφαση στο ρόλο των τραπεζών και της Κεντρικής Τράπεζας. Μετά θα παρουσιαστεί η προσφορά του χρήματος και ο βαθμός ρευστότητας ανάλογα με τις μορφές τους.

Στο επόμενο κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την έννοια της Νομισματικής Πολιτικής στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και συγκεκριμένα με την άσκηση της στο Ευρώ-σύστημα. Ακολούθως, στο επόμενο κεφάλαιο, και εν συνεχεία θα ακολουθήσει η παρουσίαση της προσφοράς του χρήματος στην Ελλάδα το χρονικό διάστημα 2009-2015. και μετά, στο 5^ο Κεφάλαιο, θα ακολουθήσει η διασύνδεση της με την οικονομική κρίση. Εδώ, μετά την παρουσίαση του χρονικού της κρίσης των αιτιών και των επιπτώσεων της, θα διατυπωθούν οι συγκεκριμένες δράσεις που η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ανέλαβε προκειμένου να αντιμετωπίσει το φαινόμενο.

Τέλος, στο 6^ο Κεφάλαιο, θα δούμε τα συμπεράσματα που προκύπτουν από αυτή την ανάλυση και θα ολοκληρώσουμε την παρουσίαση της χρησιμοποιούμενης βιβλιογραφίας.

1. Το χρήμα και τα χαρακτηριστικά του.

1.1. Η έννοια του χρήματος, οι ιδιότητες και οι βασικές λειτουργίες του

1.1.1. Η έννοια του χρήματος

Δεν έχει υπάρξει ίσως πιο ενδιαφέρουσα εξελικτική διαδικασία από αυτή του χρήματος, που σαν έννοια, προϊόν και συστατικό της ανθρώπινης κοινωνίας έχει περάσει από πολλά και ενδιαφέροντα στάδια. Η εξέλιξη του χρήματος έπαιξε ουσιαστικό ρόλο και στην εξέλιξη του ανθρώπου και ειδικά η εξέλιξη της πίστωσης και του χρέους, που θεωρείται τόσο σημαντική όσο και κάθε τεχνολογική καινοτομία στην ανοδική πορεία του πολιτισμού (Ferguson, 2011)¹. Η κλασική μορφή του νομίσματος, όπως εμείς χρησιμοποιούμε, είτε από χαρτί είτε από μέταλλο είτε σε οποιαδήποτε άλλη μορφή, δεν ήταν η αρχική και σίγουρα δεν θα μπορούσε να παραμείνει στο αρχικό στάδιο των πρωτόγονων κοινωνιών, δηλαδή στις ανταλλαγές προϊόντων και ζώων.

Η ανταλλακτική αυτή οικονομία, που προηγήθηκε των σύγχρονων οικονομιών, στηριζόταν στην άμεση ανταλλαγή αγαθών αλλά και υπηρεσιών σε καθημερινή βάση. Τα μέλη των πρωτόγονων κοινωνιών παρήγαγαν μόνοι τους τα προϊόντα που είχαν ανάγκη αλλά σίγουρα δεν παρήγαγαν τα πάντα. Έτσι, έπρεπε να βρουν άλλα μέλη από τα οποία θα μπορούσαν να προμηθευτούν ό,τι είχαν ανάγκη και δεν παρήγαγαν οι ίδιοι, για να ανταλλάξουν προϊόντα. Στο αρχικό αυτό στάδιο, οι όροι της συναλλαγής ορίζονταν άμεσα από τους εκάστοτε συμβαλλόμενους έτσι π.χ. ένα ρούχο αντιστοιχούσε σε 1 κιλό φρούτα. Αυτή η εμπράγματη διάσταση των πρώτων οικονομιών όμως δεν μπορούσε να συνεχιστεί διότι οι επιθυμίες των 2 μερών της συναλλαγής να ταυτίζονται δηλαδή, δεν ήταν αρκετό να θέλει κάποιος ένα συγκεκριμένο προϊόν και να προσφέρει κάτι δικό του, αλλά την ίδια στιγμή θα έπρεπε

¹ Ferguson, N. (2011). *The Ascent of Money*. New York: Penguin Books Ltd

να βρεθεί κάποιος άλλος ο οποίος θα ήθελε το αγαθό αυτό και ταυτόχρονα να προσφέρει το αντίστοιχο.

Ήταν μονόδρομος, λοιπόν, να αλλάξει μορφή όλη αυτή η δύσκολη και χρονοβόρα διαδικασία των πρώτων στιγμών των ανθρώπινων κοινωνιών και να βρεθεί ένα μέσο το οποίο θα ήταν άμεσα αποδεκτό από όλα τα μέλη και θα χρησιμοποιούταν για την διευκόλυνση των οικονομικών συναλλαγών. Πιο συγκεκριμένα, με τον όρο «**χρήμα**» εννοούμε ό, τι γίνεται αποδεκτό ως μέσο συναλλαγής μεταξύ οικονομικών μονάδων, που λειτουργεί σαν μέτρο για τον υπολογισμό της οικονομικής αξίας και ως αποθεματικό αυτής (Κορλίρας, 2006).

Όταν μιλάμε για γενική αποδοχή του χρήματος ως μέσο συναλλαγής, εννοούμε ότι για να χαρακτηριστεί ως τέτοιο θα πρέπει όλα τα μέλη μιας κοινωνίας να το αποδέχονται ως πληρωμή σε κάθε αγοραπωλησία προϊόντων και υπηρεσιών (Κιόχος & Παπανικολάου², 2000). Επίσης, η παράμετρος της ιδιότητας του χρήματος ως μέσου υπολογισμού της οικονομικής αξίας σημαίνει ουσιαστικά ότι η αξία αυτών που ανταλλάσσονται χαρακτηρίζεται από μια κοινή μονάδα μέτρησης, το χρήμα ή τις χρηματικές μονάδες και όχι τις μονάδες άλλων προϊόντων, όπως συνέβαινε στην ανταλλακτική οικονομία των πρώτων σταδίων, γεγονός που έκανε την αξία κάθε αγαθού μετρήσιμη. Συνεπώς, είχε και αποθεματική αξία αφού μπορούσε, εκτός από την άμεση χρήση του, να φυλαχθεί, να αποταμιευθεί για να χρησιμοποιηθεί στο μέλλον, χωρίς κόστη συντήρησης ή αποθήκευσης, διαδικασία που δεν θα μπορούσε να υλοποιηθεί στο εμπράγματο, ανταλλακτικό περιβάλλον.

1.1.2. Οι λειτουργίες του χρήματος

Οι **βασικές λειτουργίες** που το χρήμα προσφέρει μπορούν να συνοψιστούν και να αναλυθούν ως εξής:

² Παπανικολάου, Γ., Κιόχος, Α. (2000). *Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες*. Αθήνα: Ελληνικά Γράμματα.

- Γενικά αποδεκτό μέσο συναλλαγών: όλα τα μέλη μιας κοινωνίας αποδέχονται καθολικά το χρήμα ως μέσο συναλλαγής, το οποίο μεταφέρεται εύκολα, δεν φθείρεται με την πάροδο του χρόνου και έχει εύκολη μεταφορά.
- Μέτρο υπολογισμού των οικονομικών αξιών: το χρήμα αποτελεί μια κοινή μονάδα μέτρησης, έναν κοινό παρονομαστή της αξίας αγαθών και υπηρεσιών καθιστώντας εφικτή και εύκολη την σύγκριση.
- Απόθεμα αξίας: η δυνατότητα να αποθηκεύεται και να φυλάσσεται κάνει το χρήμα μέσο αποταμίευσης για μελλοντική χρήση, χωρίς να επιβαρύνεται με κόστη συντήρησης, φύλαξης κ.α.

1.1.3. Οι ιδιότητες του χρήματος

Η επίτευξη των παραπάνω λειτουργιών καθώς και η ομαλή κυκλοφορία και χρήση του χρήματος προϋποθέτει την ύπαρξη συγκεκριμένων **ιδιοτήτων**. Έτσι, το χρήμα πρέπει:

1. Να είναι φορητό. Η μη φορητότητα είναι απαγορευτική για την ευρεία και εύκολη χρήση του.
2. Να είναι ανθεκτικό. Η συνεχής χρήση και ανταλλαγή του επιβάλλει την κατασκευή του από ανθεκτική ύλη ώστε να μην αλλοιώνεται ούτε και η ανταλλακτική του αξία.
3. Να διαιρείται εύκολα. Χωρίς να χάνει την συνολική του αξία, πρέπει να μπορεί να διαιρείται σε μικρότερες μονάδες ώστε και να μπορούν να διενεργούνται συναλλαγές μικρής αξίας αλλά και πιο πολύπλοκες που απαιτούν ακρίβεια.
4. Να είναι τυποποιημένο. Η ομοιογένεια και η τυποποίηση εξασφαλίζουν ακρίβεια και αξιοπιστία.
5. Να είναι αναγνωρίσιμο. Όποιος το λαμβάνει, στο πλαίσιο μιας συναλλαγής, πρέπει να είναι σίγουρος ότι είναι γνήσιο.

1.2. Ιστορική αναδρομή

Η ιστορία του χρήματος ξεκινά από την αρχαιότητα και από την ανάγκη των ανθρώπων να ανταλλάξουν πράγματα που είχαν με άλλα που χρειαζόνταν. Στο αρχικό αυτό στάδιο, διάφορα αγαθά όπως το λάδι, τα μέταλλα, τα ζώα, το σιτάρι κ.α. αποτελούσαν μέσο ανταλλαγής και η οικονομία εκείνης της περιόδου χαρακτηρίζεται ως **οικονομία του αντιπραγματισμού** ή **ανταλλακτική οικονομία**. Η βασική της αρχή, η αμοιβαιότητα, ήταν και το μεγάλο μειονέκτημα στη φάση αυτή.

Η εξέλιξη και η εξάπλωση των συναλλαγών μεταξύ των μελών των κοινωνιών οδήγησε στην αναμενόμενη διαπίστωση ότι έπρεπε η κατάσταση να διευκολυνθεί με τη χρήση ενός κοινά αποδεκτού, αναλλοίωτου στο χρόνο και στις συνθήκες, εύκολα μεταφερόμενου και διαιρετού μέσου. Έτσι, το επόμενο βήμα ήταν η υιοθέτηση των μετάλλων, του σιδήρου αρχικά και κατόπιν του χρυσού και του ασημιού ως μονάδες χρήματος και στη συνέχεια η δημιουργία των πιο κατεργασμένων και ομοιόμορφων κομματιών, των νομισμάτων.

Η μακροχρόνια εξέλιξη όλης της οικονομίας κατέληξε στο κατακύρωση του χρυσού ως της βασικής μορφής χρήματος και τον 19^ο αιώνα, στα περισσότερα κράτη του κόσμου, αυτός ήταν που εκπλήρωνε αυτό το ρόλο. Το αμέσως επόμενο στάδιο είναι η εμφάνιση του **παραστατικού χρήματος**, δηλαδή του χρήματος εκείνου του οποίου η αξία χρήσης είναι μικρότερη από την νομισματική του αξία. Για την εδραίωση αυτής της μορφής χρήματος ευθύνονται οι χρυσοχόοι οι οποίοι εξέδιδαν αποδεικτικούς τίτλους, χαρτιά, κατάθεσης του πολύτιμου μετάλλου που οι άνθρωποι είχαν καταθέσει σε αυτούς. Για πρακτικούς λόγους, όσοι ήθελαν να προβούν σε μια συναλλαγή χρησιμοποιώντας την ποσότητα των μετάλλων που είχαν καταθέσει στον χρυσοχόο, έδιναν το χαρτί αυτό, το αποδεικτικό κατάθεσης στον εκάστοτε αντισυμβαλλόμενο και αυτό αντιπροσώπευε μέρος της αξίας της εκάστοτε συναλλαγής σε ποσότητα του μετάλλου.

Οι χρυσοχόοι συνειδητοποίησαν αρκετά γρήγορα ότι οι συναλλαγές θα διεξάγονταν ακόμα πιο εύκολα με την χρήση των αποδεικτικών χαρτιών και μόνο. Έτσι, οι χάρτινοι αυτοί τίτλοι απέκτησαν μεγάλη αποδοχή από την κοινωνία με

αποτέλεσμα η πλειοψηφία των συναλλαγών να γίνεται μόνο με αυτούς. Παράλληλα, τα περισσότερα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις της εποχής, έχοντας αναπτύξει τις ανάγκες τους, ήταν διατεθειμένα να δανειστούν προκειμένου να τις εκπληρώσουν, καθιστώντας τους χρυσοχόους τους πρώτος τραπεζίτες της εποχής, από τους οποίους δανείζονταν ουσιαστικά τα αποδεικτικά χαρτιά τους και όχι πραγματικούς οικονομικούς πόρους. Έτσι, οι χρυσοχόοι δέχονται καταθέσεις σε χρυσό και εκδίδουν δάνεια με τη μορφή των χάρτινων τίτλων αποδεικτικών που προαναφέρθηκαν.

Η επόμενη φάση σηματοδοτείται από την ανάγκη των νοικοκυριών να τοποθετούν τα οικονομικά τους στοιχεία στους χρυσοχόους έναντι κάποιας αμοιβής, του επονομαζόμενου **τόκου**. Έτσι δημιουργούνται σιγά-σιγά οι πρώτες τράπεζες, τα νομικά εκείνα πρόσωπα που δέχονται να δίνουν δάνεια ή να δέχονται καταθέσεις έναντι ενός τόκου χορηγήσεων ή καταθέσεων και αυτομάτως επεκτείνονται οι δραστηριότητες τους, συμβάλλοντας στην είσοδο της εποχής του **τραπεζικού χρήματος**. Αυτή η μετάβαση έγινε αρκετά γρήγορα και χαρακτηρίστηκε από την ύπαρξη της «επιταγής», που εκπροσωπούσε το μέρος των οικονομικών πόρων και των καταθέσεων που είχε κάποιος σε μια τράπεζα. Επιπλέον, η εποχή του τραπεζικού χρήματος χαρακτηρίζεται από την κρατική εμπλοκή αφού έπρεπε να λαμβάνεται με κάποιο τρόπο η πρόνοια ότι ο καθένας δεν μπορεί να παράγει και να διανέμει χρήμα πρωτογενές, δηλαδή νομίσματα και γραμμάτια τράπεζας.

1.3. Τα είδη του χρήματος σήμερα

Στις σύγχρονες οικονομίες παρατηρούμε τα εξής είδη χρήματος:

- Μεταλλικό χρήμα (νομίσματα/ κέρματα):

Αφορά περιεκτικό χρήμα και χρησιμοποιείται για διευκόλυνση κυρίως των καθημερινών, απλών συναλλαγών.

- Χαρτονομίσματα:

Αφορούν παραστατικό χρήμα και είναι υποχρεωτικό μέσο συναλλαγών που εκδίδει η Κεντρική Τράπεζα.

- Πιστωτικό χρήμα:

Έχει κυρίως 2 μορφές:

-*Επιταγή* : εντολή προς τράπεζα για πληρωμή του αναφερόμενου σε αυτή ποσό στον δικαιούχο, το οποίο ποσό πρέπει να υπάρχει στον λογαριασμό που έχει ο εκδότης της.

-*Συναλλαγματική* : ρύθμιση πληρωμής σε ιδιωτικό επίπεδο μεταξύ 2 συναλλασσόμενων όπου ο οφειλέτης υπόσχεται ότι θα πληρώσει στον δικαιούχο, σε συγκεκριμένη ημερομηνία, το ποσό που φέρει η συναλλαγματική.

- Πιστωτικές κάρτες:

Το επονομαζόμενο και ως «**πλαστικό χρήμα**» εκδίδεται από τις τράπεζες και δίνει τη

δυνατότητα στο χρήστη της να μην πληρώσει σε μετρητά αμέσως αλλά να πληρώσει αργότερα στην τράπεζα το ποσό των αγορών που έκανε με αυτές. Σε περίπτωση που ο χρήστης δεν επιθυμεί να πληρώσει το σύνολο των οφειλών του μπορεί να πληρώσει μέρος αυτών αλλά επιβαρύνεται με τόκους για το υπόλοιπο ποσό.

1.4. Η «στενή» και η «ευρεία» έννοια του χρήματος

Κάθε κοινωνία και κάθε οικονομική πολιτική θεωρία δίνει διαφορετική έννοια και ορισμό στο τι είναι το χρήμα και τι όχι. Κάθε στοιχείο περιουσίας που άμεσα μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να πραγματοποιηθεί μια συναλλαγή ανήκει στο **στενό περιεχόμενο** του χρήματος. Υπό το ίδιο πρίσμα, κάθε τέτοιο στοιχείο που δεν μπορεί άμεσα να δαπανηθεί για οποιαδήποτε συναλλαγή (π.χ. αγορά προϊόντων ή υπηρεσιών), θα ανήκει στο **ευρύ περιεχόμενο** του χρήματος (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002). Σε επόμενα κεφάλαια, όπου θα αναλυθεί η έννοια της νομισματικής πολιτικής θα παρουσιαστούν οι νομισματικοί δείκτες στενού και ευρέως μεγέθους.

Έτσι, όπως σημειώθηκε παραπάνω, η στενή έννοια του χρήματος είναι μια κατηγορία προσφοράς χρήματος που περιλαμβάνει όλα τα φυσικά χρήματα, όπως τα χαρτονομίσματα και τα κέρματα, οι καταθέσεις όψεως και άλλα ρευστά περιουσιακά στοιχεία που κατέχει η κεντρική τράπεζα, με άλλα λόγια, είναι η M1. Το όνομα αυτό

αναφέρεται στο ότι στην M1 περιλαμβάνονται οι στενότερες ή πιο περιοριστικές μορφές χρήματος, που αποτελούν τη βάση για το μέσο ανταλλαγής μέσα στην οικονομία. Αυτή η κατηγορία χρημάτων θεωρείται ότι είναι η πιο άμεσα διαθέσιμη για συναλλαγές και εμπόριο.

Η στενή προσφορά χρήματος περιέχει μόνο τα πιο ρευστά διαθέσιμα. Αυτά τα κεφάλαια πρέπει να είναι προσβάσιμα κατόπιν αιτήσεως των ενδιαφερόμενων. Οι πιο προσιτοί λογαριασμοί, όπως οι λογαριασμοί αποταμίευσης και ο έλεγχος των καταθετικών λογαριασμών, χαρακτηρίζονται ως «στενό χρήμα». Τα κεφάλαια στους λογαριασμούς θεωρούνται προσβάσιμα κατόπιν αιτήσεως, ακόμη και αν για τη συναλλαγή χρησιμοποιούνται μηχανισμοί διαφορετικοί από το φυσικό νόμισμα. Αυτό περιλαμβάνει συνήθως τα κεφάλαια που καταβάλλονται είτε με συναλλαγές χρεωστικών καρτών είτε με ποικίλους ελέγχους.

Από την άλλη πλευρά, η προσφορά χρήματος M2 και M3 χαρακτηρίζεται ως ευρύ χρήμα και το M4 αντιπροσωπεύει τη μεγαλύτερη έννοια της προσφοράς χρήματος. Τα χρήματα με την ευρεία έννοια του όρου, μπορεί να περιλαμβάνουν διάφορους λογαριασμούς που βασίζονται σε καταθέσεις και θα χρειαστούν περισσότερες από 24 ώρες για να φτάσουν στη λήξη τους και να θεωρηθούν προσβάσιμοι. Αυτές συχνά αναφέρονται ως μακροπρόθεσμες προθεσμιακές καταθέσεις επειδή η δραστηριότητά τους περιορίζεται από μια συγκεκριμένη απαίτηση χρόνου.

2. Η Δημιουργία χρήματος από το τραπεζικό σύστημα και ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας.

2.1. Η προσφορά χρήματος. Εισαγωγικά στοιχεία

Αρχικά, θα πρέπει να σημειωθούν οι θεσμοί, οι οποίοι συμμετέχουν στην διαδικασία της προσφοράς χρήματος. Αυτοί είναι οι εξής (Wrightsmann³, 1976):

1. Η κεντρική τράπεζα η οποία επιβλέπει το τραπεζικό σύστημα και είναι υπεύθυνη για τη διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής.
2. Οι τράπεζες (τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα) και οι υπόλοιποι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που δέχονται καταθέσεις από ιδιώτες και ιδρύματα και έχουν την δυνατότητα να χορηγούν δάνεια
3. Οι καταθέτες ιδιώτες και τα ιδρύματα που κατέχουν καταθέσεις σε τράπεζες

Από τους τρεις αυτούς θεσμούς, η κεντρική τράπεζα, είναι η πιο σημαντική. Η συμπεριφορά της στη νομισματική πολιτική συνεπάγεται ενέργειες που επηρεάζουν τον ισολογισμό της (στοιχεία ενεργητικού και παθητικού), στα οποία γίνεται αναφορά στην συνέχεια

2.2. Τα σημαντικότερα στοιχεία του ισολογισμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

³ Wrightsmann, D. (1976). An introduction to monetary theory and policy. London: Free Press Editions.

Η λειτουργία της ΕΚΤ και η νομισματική πολιτική της περιλαμβάνουν ενέργειες που επηρεάζουν τον ισολογισμό της, την κατοχή περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της. Χάριν απλούστευσης και προκειμένου να είναι περισσότερο κατανοητά τα σημαντικά θέματα που είναι ανάγκη να σημειωθούν, παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί μια απλουστευμένη μορφή του ισολογισμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η οποία περιλαμβάνει μόνο τέσσερα καίρια στοιχεία που είναι απαραίτητα για την κατανόηση της διαδικασίας μέσα από την οποία λαμβάνει χώρα η προσφορά χρήματος

Πίνακας 1. Βασικά στοιχεία του Ισολογισμού της ΕΚΤ

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Κρατικά χρεόγραφα ✓ Προκαταβολές σε τράπεζες 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία ✓ Αποθεματικά

Πηγή: ECB, 2011.

Στην συνέχεια, δίνονται κάποιες πληροφορίες για τα συγκεκριμένα στοιχεία.

2.2.1. Στοιχεία Παθητικού

Οι δύο υποχρεώσεις στον ισολογισμό της ΕΚΤ που σημειώνονται, τα τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία και τα αποθεματικά αναφέρονται συχνά ως οι νομισματικές υποχρεώσεις της Κεντρικής Τράπεζας. Είναι ένα σημαντικό μέρος της συνολικής προσφοράς χρήματος, διότι οι αυξήσεις σε ένα από αυτά ή και στα δύο θα

οδηγήσουν σε αύξηση της προσφοράς χρήματος (όταν όλα τα άλλα μεγέθη είναι σταθερά).

Το άθροισμα των νομισματικών υποχρεώσεων της Τράπεζας (τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία και τα αποθεματικά) και των νομισματικών υποχρεώσεων του νομισματοκοπείου (κέρματα σε κυκλοφορία) ονομάζεται νομισματική βάση. Στην συνέχεια, που θα λάβει χώρα μια περισσότερο διεξοδική αναφορά στην νομισματική βάση, θα επικεντρωθούν οι αναφορές μόνο στις νομισματικές υποχρεώσεις της ΕΚΤ επειδή οι νομισματικές υποχρεώσεις του νομισματοκοπείου αντιπροσωπεύουν ένα πολύ μικρό τμήμα της νομισματικής βάσης (Mishikin & Serletis, 2011)⁴.

1. Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία. Η ΕΚΤ εκδίδει τα γνωστά χαρτονομίσματα που απεικονίζουν μια συγκεκριμένη αξία εκφρασμένη σε ευρώ.
2. Αποθεματικά. Όλες οι τράπεζες που συμμετέχουν στο Ευρωσύστημα έχουν λογαριασμό στην ΕΚΤ στην οποία διατηρούν καταθέσεις.

2.2.2. Στοιχεία Ενεργητικού

Τα δύο στοιχεία ενεργητικού του ισολογισμού της ΕΚΤ είναι σημαντικά για δύο λόγους (Mishikin & Serletis, 2011).

- ✓ Πρώτον, οι μεταβολές στα στοιχεία του ενεργητικού οδηγούν σε μεταβολές στα αποθεματικά και συνεπώς σε μεταβολές στην προσφορά χρήματος.
- ✓ Δεύτερον, επειδή τα περιουσιακά στοιχεία (κρατικά χρεόγραφα και προκαταβολές σε τράπεζες) κερδίζουν τόκο, σε αντίθεση με τις υποχρεώσεις.

1. *Κρατικά χρεόγραφα.* Αυτή η κατηγορία περιουσιακών στοιχείων καλύπτει τις συμμετοχές της ΕΚΤ σε τίτλους που εκδίδονται από τα κράτη- μέλη. Όπως θα

⁴ Mishikin, F., Serletis, A. (2011). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Toronto: Pearson Canada.

σημειωθεί και στην συνέχεια, αυτός είναι ένας τρόπος με τον οποίο η ΕΚΤ μπορεί να παρέχει αποθεματικά στο τραπεζικό σύστημα μέσω της αγοράς κρατικών τίτλων, αυξάνοντας έτσι την κατοχή των εν λόγω στοιχείων ενεργητικού. Πράγματι, το συνολικό ποσό των χρεογράφων ελέγχεται από πράξεις ανοικτής αγοράς (αγορά και πώληση των εν λόγω κινητών αξιών από την Τράπεζα). Τα κρατικά χρεόγραφα είναι μακράν η μεγαλύτερη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων της Τράπεζας, αντιπροσωπεύοντας πάνω από το 80% του ισολογισμού της

2. *Προκαταβολές.* Ο δεύτερος τρόπος με τον οποίο η ΕΚΤ μπορεί να προσφέρει αποθεματικά στο τραπεζικό σύστημα είναι η παροχή προκαταβολών (δανείων) σε τράπεζες. Για τις τράπεζες, οι προκαταβολές της ΕΚΤ που έχουν ληφθεί αναφέρονται ως δανεισμός από αυτήν ή, εναλλακτικά, ως αποθεματικά δανεισμού. Υπάρχει μια μεγάλη διαφορά μεταξύ των κανονικών προκαταβολών και των έκτακτων προκαταβολών που δόθηκαν από την ΕΚΤ σε προβληματικές τράπεζες για την αποτροπή τραπεζικών και οικονομικών κρίσεων. Οι κανονικές προκαταβολές είναι πλήρως εξασφαλισμένες και γενικά καθ' όλη τη διάρκεια του οικονομικού έτους. Το επιτόκιο που χρεώνουν οι τράπεζες για αυτά τα δάνεια ονομάζεται τραπεζικό επιτόκιο.

2.3. Η Νομισματική Βάση

Η νομισματική βάση ισούται με τα συνολικά χρήματα που βρίσκονται σε κυκλοφορία συν τα συνολικά αποθεματικά που διακρατούν τα τραπεζικά ιδρύματα στην κεντρική τράπεζα. Η ΕΚΤ ασκεί τον έλεγχο της νομισματικής βάσης μέσω της αγοράς ή της πώλησης κρατικών τίτλων στην ελεύθερη αγορά, οι οποίες αποκαλούνται πράξεις ανοικτής αγοράς, και μέσω της επέκτασης των δανείων προς τις τράπεζες. Στην συνέχεια, θα γίνει μια σύντομη αναφορά στις πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ.

2.3.1. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ

Ο κύριος τρόπος με τον οποίο η ΕΚΤ μπορεί να προκαλέσει αλλαγές στη νομισματική βάση είναι μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς. Η αγορά ομολόγων από την Τράπεζα ονομάζεται αγορά ανοικτής αγοράς και η πώληση ομολόγων από την Τράπεζα ονομάζεται πώληση ανοικτής αγοράς.

2.3.1.1. Αγορά Ανοικτής Αγοράς από μια τράπεζα

Ας υποθεθεί ότι η ΕΚΤ αγοράζει ομόλογα αξίας 100 ευρώ από μια τράπεζα και την πληρώνει με μια επιταγή ισόποσης αξίας. Η τράπεζα είτε θα καταθέσει την επιταγή στο λογαριασμό της στην ΕΚΤ (αυξάνοντας κατ'αυτόν τον τρόπο τα υπόλοιπα διακανονισμού) είτε θα την εξοφλήσει για να εισπράξει το ποσό σε χρήμα, αυξάνοντας έτσι, την νομισματική κυκλοφορία.

Προκειμένου να γίνει περισσότερο κατανοητή η όλη διαδικασία η μελέτη αυτής της περίπτωσης εξετάζεται στην συνέχεια μέσω των κινήσεων των βασικών λογαριασμών του ισολογισμού της ΕΚΤ, όπως αυτοί είχαν σημειωθεί νωρίτερα. Έτσι, σε σχέση με την αρχική θέση του ισολογισμού, παρατηρούνται μόνο οι αλλαγές που εμφανίζονται στα στοιχεία του ισολογισμού.

Έτσι, η ενέργεια αυτή θα έχει ως αποτέλεσμα, είτε την αύξηση κατά 100 ευρώ της αξίας των προκαταβολών της, είτε την μείωση κατά 100 ευρώ της αξίας των κρατικών χρεογράφων της, όπως φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί

Πίνακας 2. Οι μεταβολές στο τραπεζικό σύστημα

Τραπεζικό σύστημα	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>

Χρεόγραφα -100 ευρώ	
Προκαταβολές +100 ευρώ	

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Η ΕΚΤ, εν τω μεταξύ, διαπιστώνει ότι οι υποχρεώσεις της έχουν αυξηθεί κατά τα επιπλέον 100 ευρώ, ενώ τα περιουσιακά της στοιχεία έχουν αυξηθεί και αυτά κατά το ίδιο ποσό.

Πίνακας 3. Οι μεταβολές στην ΕΚΤ

ΕΚΤ	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>
Χρεόγραφα +100 ευρώ	Υποχρεώσεις +100 ευρώ

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Έτσι, το καθαρό αποτέλεσμα αυτής της αγοράς ανοικτής αγοράς το οποίο είναι ότι τα αποθεματικά αυξήθηκαν κατά 100 ευρώ, που αντιστοιχούν στο ποσό της ανοικτής αγοράς. Επειδή τα συναλλαγματικά αποθέματα αυξήθηκαν και δεν υπήρξε μεταβολή του νομίσματος σε κυκλοφορία, η νομισματική βάση αυξήθηκε επίσης κατά 100 δολάρια.

2.4. Η Δημιουργία χρήματος από το τραπεζικό σύστημα

Στην προηγούμενη παράγραφο έγινε αναφορά στον τρόπο με τον οποίο είναι δυνατόν να επέμβει η κεντρική τράπεζα στην προσφορά χρήματος, μέσω ενός απλού παραδείγματος εφαρμογής των πράξεων ανοικτής αγοράς. Στην παρούσα παράγραφο αντίστοιχα, θα λάβει χώρα η σύντομη παρουσίαση του τρόπου με τον οποίο είναι δυνατόν να δημιουργηθεί χρήμα από την λειτουργία των εμπορικών τραπεζών. Η ανάλυση αυτή θα τερματίσει με τον προσδιορισμό του τρόπου εξαγωγής και λειτουργίας του τραπεζικού πολλαπλασιαστή.

Ας υποθεθεί ότι η πράξη ανοικτής αγοράς των 100 ευρώ που περιγράφηκε ωρίτερα έγινε από την τράπεζα Α. Αφού η ΕΚΤ αγόρασε το δάνειο των 100 ευρώ από την τράπεζα Α, η τράπεζα διαπιστώνει ότι έχει αύξηση των αποθεμάτων της κατά 100 ευρώ. Για να αναλυθεί ο τρόπος δράσης της τράπεζας αυτής με αυτά τα πρόσθετα αποθεματικά, ας υποθεθεί ότι η τράπεζα δεν θέλει να κρατήσει περισσότερα αποθεματικά επειδή δεν κερδίζει κάποιον τόκο με αυτήν την (μη) πράξη. Η ανάλυση ξεκινά από τον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 4. Οι μεταβολές στην τράπεζα Α, μετά την χορήγηση δανείου από την ΕΚΤ

Τράπεζα Α	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>
Χρεόγραφα -100 ευρώ	
Αποθεματικά +100ευρώ	

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Επειδή μετά την μεταβολή αυτή η τράπεζα έχει στην διάθεσή της επιπλέον αποθεματικά, η τράπεζα είναι πολύ πιθανό να αποφασίσει να αυξήσει τον δανεισμό της προς το κοινό, προσδοκώντας να αποκομίσει κέρδη από το επιτόκιο δανεισμού.

Ας υποθεθεί ότι η τράπεζα αποφασίζει να καταβάλει δάνειο ίσο με την αύξηση των πλεονασματικών αποθεματικών κατά 100 ευρώ. Όταν η τράπεζα πραγματοποιήσει το δάνειο, δημιουργεί μια απαίτηση από τον οφειλέτη και τοποθετεί το προϊόν του δανείου στον λογαριασμό των πελατών της. Με τον τρόπο αυτό, η τράπεζα αλλάζει τον ισολογισμό της αυξάνοντας τα στοιχεία του παθητικού της με 100 ευρώ καταθέσεις και ταυτόχρονα αυξάνοντας τα περιουσιακά της στοιχεία με το δάνειο των 100 ευρώ. Ο προκύπτων λογαριασμός σε σχήμα T είναι ως εξής:

Πίνακας 5. Οι μεταβολές στην τράπεζα Α, μετά την χορήγηση δανείου από την ΕΚΤ

Τράπεζα Α	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>
Χρεόγραφα -100 ευρώ	Καταθέσεις +100 ευρώ
Αποθεματικά +100ευρώ	
Δάνεια +100 ευρώ	

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Με αυτήν την πράξη, η τράπεζα έχει καταφέρει να δημιουργήσει αναγνωρισμένες απαιτήσεις από τους πελάτες της ύψους 100 ευρώ, μέσα από την διαδικασία δανεισμού. Μέσω αυτής της διαδικασίας, και καθώς οι καταθέσεις αυτές αποτελούν τμήμα της νομισματικής βάσης, η εμπορική τράπεζα Α έχει καταφέρει να δημιουργήσει ουσιαστικά, αύξηση της προσφοράς χρήματος, μέσω της δημιουργίας χρήματος, όπως περιγράφηκε παραπάνω.

Στη τρέχουσα κατάσταση του ισολογισμού της, η τράπεζα Α εξακολουθεί να έχει πλεόνασμα αποθεματικών και έτσι μπορεί να θέλει να πραγματοποιήσει πρόσθετα δάνεια. Ωστόσο, αυτά τα αποθεματικά δεν θα παραμείνουν στην τράπεζα για πολύ καιρό. Ο δανειολήπτης έλαβε το δάνειο από την τράπεζα Α όχι για να

αφήσει τα 100 ευρώ σε αδράνεια ως καταθέσεις, αλλά για να αγοράσει αγαθά και υπηρεσίες από άλλα άτομα και εταιρείες. Όταν ο δανειολήπτης κάνει αυτές τις αγορές με την χρήση επιταγών, θα πραγματοποιήσει καταθέσεις σε άλλες τράπεζες και τα 100 ευρώ αποθεματικών θα εγκαταλείψουν την τράπεζα Α. Μια τράπεζα δεν μπορεί ασφαλώς να κάνει δάνεια για ένα ποσό μεγαλύτερο από το πλεόνασμα των αποθεματικών που έχει πριν συνάψει το δάνειο.

Έτσι, τελικά, ο ισολογισμός της τράπεζας Α θα έχει την παρακάτω μορφή

Πίνακας 6. Οι μεταβολές στην τράπεζα Α, μετά την χορήγηση δανείου στην αγορά

Τράπεζα Α	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>
Χρεόγραφα -100 ευρώ	
Δάνεια +100 ευρώ	

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Η αύξηση των αποθεματικών των 100 ευρώ έχουν πλέον μετατραπεί σε πρόσθετα δάνεια ύψους 100 ευρώ από την τράπεζα Α, καθώς και επιπλέον 100 δολάρια καταθέσεων που έχουν μεταφερθεί σε άλλες τράπεζες. (Όλες οι επιταγές που έχουν εγγραφεί σε λογαριασμούς στην Τράπεζα Α κατατίθενται σε τράπεζες αντί να μετατραπούν σε μετρητά, διότι σε αυτό το σενάριο, το κοινό δεν θέλει να κρατήσει κανένα επιπλέον νόμισμα.) Στην συνέχεια, παρουσιάζεται με συντομία η περιγραφή του φαινομένου στις υπόλοιπες τράπεζες.

2.4.1. Η δημιουργία καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα

Για να απλοποιηθεί η ανάλυση, υποτίθεται ότι τα 100 ευρώ των καταθέσεων που δημιουργήθηκαν από το δάνειο της τράπεζας Α έχουν κατατεθεί στην Τράπεζα Β και ότι αυτή η τράπεζα και όλες οι άλλες τράπεζες δεν κατέχουν πλεονάζοντα αποθεματικά. Ο λογαριασμός σε μορφή T της Τράπεζας Β γίνεται

Πίνακας 7. Οι μεταβολές στην τράπεζα Β

Τράπεζα Β	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>
Αποθεματικά +100 ευρώ	Καταθέσεις +100 ευρώ

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Εάν το επιθυμητό επιτόκιο δανεισμού είναι 10%, αυτή η τράπεζα θα βρεθεί τώρα με μια αύξηση των επιθυμητών αποθεματικών της κατά 10 ευρώ, αφήνοντάς της περίσσεια αποθεματικών ύψους 90 ευρώ. Επειδή η Τράπεζα Β (όπως και η τράπεζα Α) δεν θέλει να κρατήσει υπερβολικά αποθεματικά, θα πραγματοποιήσει δάνεια για ολόκληρο αυτό το επιπλέον ποσό. Τα δάνεια και οι καταθέσεις που μπορούν να εξαργυρωθούν θα αυξηθούν στη συνέχεια κατά 90 ευρώ, αλλά όταν ο δανειολήπτης ξοδέψει τα 90 ευρώ των καταθέσεων αυτών με την μορφή επιταγών, τα αποθεματικά της Τράπεζας Β θα μειωθούν κατά το ίδιο ποσό. Το καθαρό αποτέλεσμα είναι ότι ο Ισολογισμός σε μορφή T της τράπεζας Β θα είναι

Πίνακας 8. Οι μεταβολές στην τράπεζα Β μετά την χορήγηση δανείου στην αγορά

Τράπεζα Β

<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>
Χρεόγραφα +10 ευρώ	Καταθέσεις +100
Δάνεια +90 ευρώ	

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Με το ίδιο σκεπτικό, οι μεταβολές στην τράπεζα Γ μετά την επανάληψη της ίδιας διαδικασίας εκ μέρους της τράπεζας Β, με αυτήν που ακολουθήθηκε νωρίτερα από την τράπεζα Α, θα είναι αρχικά

Πίνακας 9. Οι μεταβολές στην τράπεζα Γ

Τράπεζα Γ	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>
Αποθεματικά +90 ευρώ	Καταθέσεις +90 ευρώ

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Και τελικά,

Πίνακας 10. Οι μεταβολές στην τράπεζα Γ μετά την χορήγηση δανείου στην αγορά

Τράπεζα Γ	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>

Χρεόγραφα +9 ευρώ	Καταθέσεις +90
Δάνεια +81 ευρώ	

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Με αυτήν την διαδικασία, προκύπτει ο συνολικός πίνακας που ακολουθεί

Πίνακας 11. Η Δημιουργία καταθέσεων με υποθετικό επιτόκιο 10%

Τράπεζα	Αύξηση Καταθέσεων	Αύξηση δανείων	Αύξηση αποθεματικών
<i>A</i>	0	100	0
<i>B</i>	100	90	10
<i>Γ</i>	90	81	9
<i>Δ</i>	81	72,9	8,1
<i>E</i>	72,9	65,61	7,29
....
Σύνολο	1000	1000	100

Πηγή: Mishikin & Serletis, 2011.

Από αυτήν την διαδικασία προκύπτει και η έννοια του τραπεζικού πολλαπλασιαστή, που θα αναλυθεί στην συνέχεια.

2.5. Ο πολλαπλασιαστής καταθέσεων

Η συνεχής αύξηση των καταθέσεων που προκύπτει από την αύξηση των αποθεματικών του τραπεζικού συστήματος ονομάζεται απλός πολλαπλασιαστής καταθέσεων. Στο παραπάνω παράδειγμα, με τον επιθυμητό επιτόκιο που διαμορφώθηκε στο 10%, ο απλός πολλαπλασιαστής καταθέσεων είναι 10. Γενικότερα, ο απλός πολλαπλασιαστής καταθέσεων ισούται το αντίστροφο του επιθυμητού επιτοκίου, ήτοι στο συγκεκριμένο παράδειγμα με $1/0,1 = 10$. Γενικότερα, ο τύπος είναι (Mishkin, 2018)⁵

$$\Delta D = \Delta R * 1/r$$

Όπου ΔD είναι η συνολική μεταβολή στις καταθέσεις των τραπεζών

r είναι το επιθυμητό επιτόκιο και

ΔR είναι η συνολική μεταβολή στα αποθεματικά των τραπεζών

Ο τύπος αυτός μπορεί επίσης να προκύψει απευθείας χρησιμοποιώντας την άλγεβρα. Είναι δυνατόν να προκύψει η ίδια απάντηση για τη σχέση μεταξύ της μεταβολής των καταθέσεων και της μεταβολής των αποθεματικών, αλλά πιο γρήγορα. Η παραδοχή ότι οι τράπεζες δεν διατηρούν περίσσεια αποθεματικών σημαίνει ότι το συνολικό ποσό των επιθυμητών αποθεμάτων για το τραπεζικό σύστημα DR θα ισούται με το συνολικό αποθεματικό του τραπεζικού συστήματος R , ήτοι (Mishkin, 2018)

$$DR = R$$

Η συνολική ποσότητα των επιθυμητών αποθεμάτων ισούται με το επιθυμητό επιτόκιο r επί το συνολικό ποσό των καταθέσεων που δημιουργούνται D , ήτοι

$$DR = r * D$$

Αντικαθιστώντας το γινόμενο rD με το DR στην πρώτη εξίσωση, και διαιρώντας και τις δύο πλευρές της προηγούμενης εξίσωσης από το r προκύπτει

⁵ Mishkin, F. (2018). *Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York: Pearson

$$r^*D=R$$

και μετά τις πράξεις, προκύπτει ότι

$$D= R^* 1/r$$

Αυτή η αλγεβρική προσέγγιση παρέχει έναν άλλο τρόπο εξέτασης του πολλαπλασιαστική καταθέσεων, διότι μέσω αυτής της προσέγγισης, είναι δυνατόν να μελετάται απευθείας το τραπεζικό σύστημα και όχι μεμονωμένα, τα τραπεζικά ιδρύματα. Για το τραπεζικό σύστημα στο σύνολό του, η δημιουργία καταθέσεων θα σταματήσει μόνο όταν εξαντληθούν όλα τα πλεονάζοντα αποθεματικά του τραπεζικού συστήματος. Με άλλα λόγια, το τραπεζικό σύστημα θα είναι σε ισορροπία όταν το συνολικό ποσό των επιθυμητών αποθεμάτων ισούται με το συνολικό ποσό των αποθεμάτων, όπως φαίνεται από την εξίσωση $DR=R$.

Όταν το $r^* D$ υποκαθιστά το DR , η προκύπτουσα εξίσωση $R= r^*D$ δηλώνει το ύψος των καταθέσεων προκειμένου τα επιθυμητά αποθεματικά να ισούνται με τα συνολικά αποθεματικά. Κατά συνέπεια, ένα δεδομένο επίπεδο αποθεμάτων στο τραπεζικό σύστημα καθορίζει το επίπεδο των καταθέσεων όταν το τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε ισορροπία (όταν τα πλεονάζοντα αποθέματα, ER είναι ίσα με 0).

Με άλλα λόγια, ένα δεδομένο επίπεδο αποθεματικών υποστηρίζει ένα δεδομένο επίπεδο καταθέσεων που μπορούν να δημιουργηθούν. Στο παράδειγμά που χρησιμοποιήθηκε παραπάνω, ο επιθυμητός συντελεστής αποθεματικών (επιτόκιο καταθέσεων) είναι 10%. Αν τα αποθέματα αυξάνονται κατά 100 ευρώ, οι καταθέσεις πρέπει να ανέλθουν σε 1000 ευρώ, ώστε τα συνολικά επιθυμητά αποθεματικά να αυξηθούν κατά 100 ευρώ. Εάν η αύξηση των αποδεκτών καταθέσεων είναι μικρότερη από αυτή, για παράδειγμα 900 ευρώ, τότε η αύξηση των επιθυμητών αποθεμάτων των 90 ευρώ παραμένει κάτω από την αύξηση των αποθεματικών κατά 100 ευρώ, επομένως εξακολουθούν να υπάρχουν πλεονασματικά αποθέματα κάπου στο τραπεζικό σύστημα (Mishkin, 2018).

Οι τράπεζες με τα πλεονασματικά αποθεματικά θα προσφέρουν τώρα επιπλέον δάνεια, δημιουργώντας νέες καταθέσεις, και αυτή η διαδικασία θα

συνεχιστεί μέχρι να εξαντληθούν όλα τα αποθέματα στο σύστημα. Αυτό συμβαίνει όταν οι καταθέσεις σε μετρητά έχουν αυξηθεί στα 1000 ευρώ.

Αυτό γίνεται εμφανές και μέσα από την μελέτη του ισολογισμού του τραπεζικού συστήματος σε σχήμα T που ακολουθεί. Η διαδικασία εξάλειψης των πλεοναζόντων αποθεματικών μέσω δανεισμού τους σημαίνει ότι το τραπεζικό σύστημα συνεχίζει να δανείζει έως το ποσό των 1000 ευρώ έως ότου οι καταθέσεις φθάσουν στο επίπεδο αυτό. Με αυτό τον τρόπο, 100 ευρώ αποθεματικά υποστηρίζουν 1000 ευρώ (δέκα φορές την ποσότητα) των καταθέσεων.

Πίνακας 12. Οι μεταβολές στο τραπεζικό σύστημα

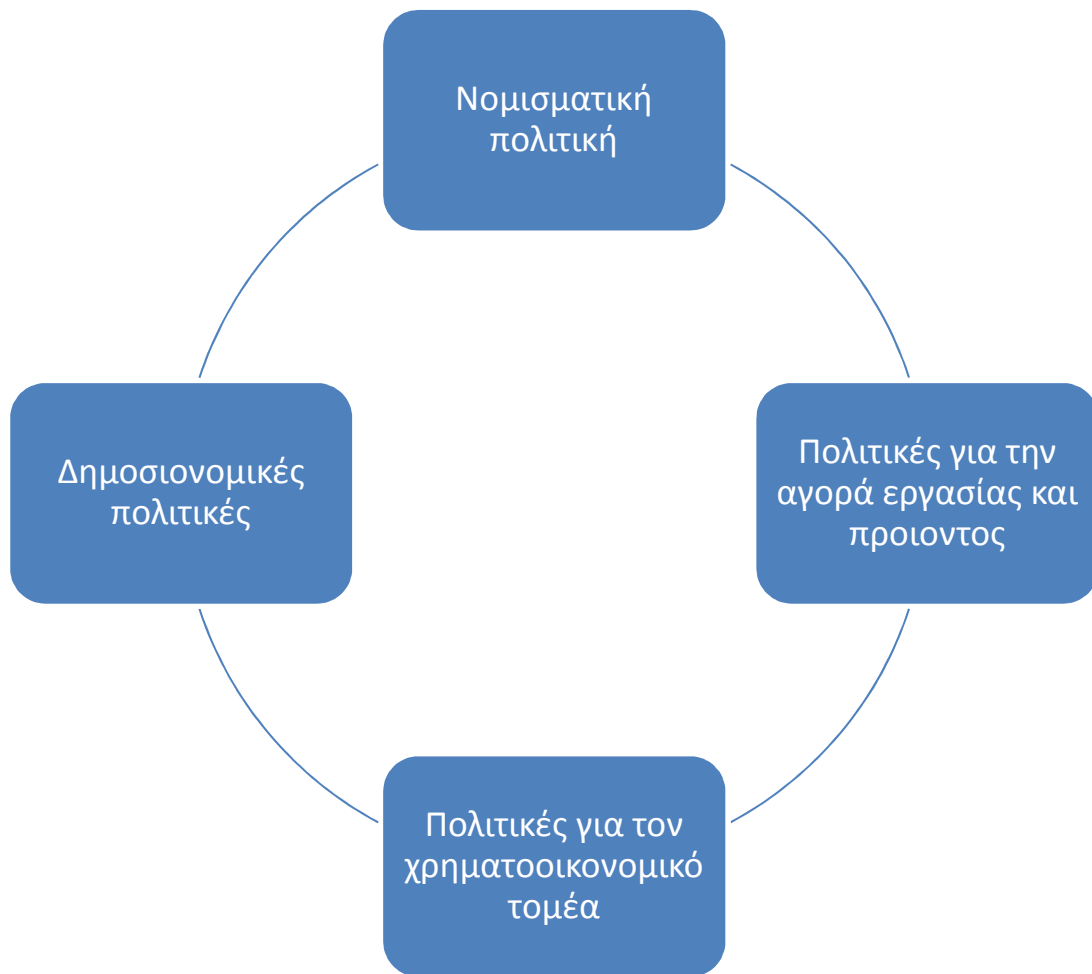
Τραπεζικό σύστημα	
<i>Στοιχεία Ενεργητικού</i>	<i>Στοιχεία Παθητικού</i>
Χρεόγραφα -100 ευρώ	Καταθέσεις +1000 ευρώ
Αποθεματικά +100ευρώ	
Δάνεια +1000 ευρώ	

Πηγή: Mishkin, 2018.

3. Η νομισματική πολιτική στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης

3.1. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών ασχολείται με την νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ωστόσο, η τελευταία αποτελεί ένα μόνο τμήμα της ευρύτερης οικονομικής πολιτικής της Ένωσης, όπως φαίνεται στο σχήμα που ακολουθεί. Μάλιστα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα τμήματα αυτά αλληλεπιδρούν και αλληλοεπηρεάζονται μεταξύ τους. Ωστόσο, η πτυχιακή αυτή εργασία ρίχνει το βάρος μόνο στην νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης.



Διάγραμμα 1. Η Οικονομική Πολιτική Στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Πηγή: Praet, 2018.

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) αντιπροσωπεύει θεσμικό πλαίσιο που εξασφαλίζει μια «οργανική σχέση» μεταξύ της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), ως θεσμού που ιδρύθηκε από το πρωτογενές δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και των κεντρικών τραπεζών των μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έχοντας ως βάση τις εθνικές νομοθεσίες, αποτελεί επίσης μέρος του συστήματος που καθιερώνει το κοινοτικό δίκαιο. Η νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και το Καταστατικό του ΕΣΚΤ) καθορίζει τους στόχους και τα καθήκοντα των οποίων η υλοποίηση είναι ευθύνη αυτού του θεσμικού οργάνου.

Με αυτόν τον τρόπο, η διακριτική ευχέρεια των κρατικών νομισματικών αρχών για τον καθορισμό των στόχων περιορίζεται και εμποδίζονται οι όποιες δυνατότητες για τη διεξαγωγή μιας απρόβλεπτης νομισματικής πολιτικής σε κάποιο κράτος μέλος. Βεβαίως, ο προγραμματικός χαρακτήρας των κανόνων που καθορίζουν τους στόχους της νομισματικής πολιτικής δίνει κάποια ελευθερία σε κάποια θέματα άσκησης νομισματικής πολιτικής κατά τη διάρκεια της υλοποίησης των καθορισμένων στόχων. Οι στόχοι του ΕΣΚΤ αναλύονται στο πρώτο μέρος του παρόντος κεφαλαίου. Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται στον ρόλο της σταθερότητας των τιμών, ως κεντρικός στόχος του ΕΣΚΤ. Το δεύτερο μέρος του κεφαλαίου ασχολείται με τα βασικά καθήκοντα του ΕΣΚΤ, τα οποία ορίζονται από τη νομοθεσία της ΕΕ (Arda, 2005).

3.2. Στόχοι του ευρωπαϊκού συστήματος κεντρικών τραπεζών

Η Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (ΣΕΚ) καθορίζει πρωταρχικούς και δευτερεύοντες στόχους του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Εξάλλου, στα πλαίσια αυτής καθορίζονται επίσης και εκείνοι οι στόχοι του ΕΣΚΤ, οι οποίοι συνδέονται συνήθως με τις δραστηριότητες των κεντρικών τραπεζών. Συνεπώς, στο μέτρο που υπάρχουν μέλη που δεν ανήκουν στη νομισματική ένωση - αποκαλούμενα ως «κράτη μέλη με παρέκκλιση», οι στόχοι που αναφέρονται στο άρθρο 105 της Συνθήκης αφορούν μόνο τα μέλη του ευρωσυστήματος, που αποτελούνται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών που υιοθέτησαν το ευρώ ως κοινό νόμισμα (άρθρο 112 παράγραφος 2 της ΣΕΚ) .

Το άρθρο 2 της ΣΕΚ ορίζει ότι η Κοινότητα έχει ως στόχο να επιτρέψει την επίτευξη των ακόλουθων στόχων, καθώς και την Οικονομική και Νομισματική Ένωση:

- ✓ ισόρροπη και σταθερή οικονομική ανάπτυξη σε ολόκληρη την Κοινότητα,
- ✓ υψηλό ποσοστό απασχόλησης και κοινωνικής ασφάλισης,
- ✓ διαρκή και μη πληθωριστική ανάπτυξη,

- ✓ υψηλό επίπεδο ανταγωνιστικότητας και
- ✓ εναρμόνιση των οικονομικών αποτελεσμάτων των κρατών μελών.

Επίσης, το άρθρο 4 ορίζει ότι οι δραστηριότητες που συμβάλλουν στην υλοποίηση των κοινοτικών στόχων περιλαμβάνουν:

- ✓ την εισαγωγή του κοινού νομίσματος,
- ✓ τον καθορισμό και την εφαρμογή της κοινής νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής που θα εξασφαλίζει σταθερότητα των τιμών και χωρίς αρνητικές συνέπειες για τον προαναφερόμενο στόχο της γενικής οικονομικής πολιτικής σύμφωνα με τις αρχές της ελεύθερης οικονομίας της αγοράς και του ελεύθερου ανταγωνισμού.

Σύμφωνα με το άρθρο 122 και συγκεκριμένα την παράγραφο 3 της ΣΕΚ, η παράγραφος 1 του άρθρου 105 δεν εφαρμόζεται στα κράτη μέλη με παρέκκλιση. Ο αποκλεισμός μιας συγκεκριμένης χώρας και του εθνικού της νομίσματος από τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις στο ΕΣΚΤ γίνεται στο κεφάλαιο ΙΧ του Καταστατικού του ΕΣΚΤ. Έτσι, το άρθρο 41 παράγραφος 1 αναφέρει πολυάριθμες νομοθετικές διατάξεις που δεν παρέχουν δικαιώματα ούτε επιβάλλουν υποχρεώσεις στα συγκεκριμένα κράτη μέλη.

Ωστόσο, το άρθρο αυτό δεν επαναλαμβάνει τη διάταξη του άρθρου 122 παράγραφος 3 της ΣΕΚ ότι το άρθρο 105 παράγραφος 1, που αναφέρεται στον βασικό στόχο του ευρωπαϊκού νομισματικού συστήματος, δεν υποχρεώνει τα κράτη που δεν είναι μέλη της Νομισματικής Ένωσης. Εισάγει έτσι κάποια σύγχυση, καθώς η ΣΕΚ καθορίζει ρητά ότι ο πρωταρχικός στόχος του ΕΣΚΤ δεν ισχύει για τα κράτη που δεν είναι μέλη της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), ενώ η προβλεπόμενη από το νόμο πρόβλεψη του ΕΣΚΤ συνεπάγεται διαφορετικές λύσεις.

Σύμφωνα με τον Arda (2005), τέτοιες λύσεις δημιουργούν δυσκολίες όσον αφορά την απάντηση στο ερώτημα από πότε οι εθνικές κεντρικές τράπεζες έχουν την υποχρέωση να υλοποιούν στόχους και καθήκοντα σύμφωνα με την ευρωπαϊκή νομοθεσία: είτε από τη στιγμή που εντάσσονται στην ΕΕ είτε από τη στιγμή της εισαγωγής του ευρώ. Στην απάντηση στο ερώτημα αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχουν τη θέση ότι η σταθερότητα των τιμών θα

πρέπει να είναι ο πρωταρχικός στόχος των εθνικών κεντρικών τραπεζών και ο στόχος αυτός ισχύει από τη στιγμή που η χώρα προσχωρεί στην ΕΕ.

Αυτό επιβεβαιώνεται και από τις διατάξεις της ΣΕΚ, συγκεκριμένα από το άρθρο 2, όπου η σταθερή και μη επιβλαβής ανάπτυξη αναφέρεται ως στόχος της ΕΕ (EU Commission, 1995). Εξάλλου, το άρθρο 4 παράγραφος 2 της ΣΕΚ ορίζει ότι οι δραστηριότητες που αναλαμβάνονται για την επίτευξη των στόχων της Κοινότητας περιλαμβάνουν τη θέσπιση και την υλοποίηση κοινής νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, με πρωταρχικό στόχο τη σταθερότητα των τιμών. Και τα δύο άρθρα ισχύουν και για τα κράτη με παρέκκλιση, δηλαδή για όλα τα κράτη μέλη, ανεξάρτητα από το αν υιοθετούν το ευρώ ως κοινό νόμισμα (ECB, 2004).

3.3. Σταθερότητα των τιμών - πρωταρχικός στόχος της νομισματικής πολιτικής

Κοινό επιχείρημα υπέρ της προτεραιότητας στη σταθερότητα των τιμών είναι ότι η κεντρική τράπεζα, προσπαθώντας να επιτύχει διάφορους στόχους, θα μπορούσε, ακόμη και στην περίπτωση ενός καλοπροαίρετου κεντρικού τραπεζίτη, να υποκύψει στον πειρασμό να επωφεληθεί από μια σύντομη ανταλλαγή μεταξύ πληθωρισμού και ανάπτυξης της παραγωγής (απασχόληση). Συγκεκριμένα, εάν οι οικονομικοί παράγοντες προσαρμόσουν την απόφασή τους στις προσδοκίες για τον μελλοντικό ρυθμό πληθωρισμού, η χρήση της νομισματικής πολιτικής για την τόνωση της ανάπτυξης και της απασχόλησης μακροπρόθεσμα δεν παράγει επιθυμητά αποτελέσματα (ECB, 2005).

Αντίθετα, η εν λόγω νομισματική πολιτική οδηγεί μόνο σε υψηλότερο ρυθμό πληθωρισμού, ο οποίος επηρεάζει επίσης το πραγματικό επιτόκιο, καθώς περιλαμβάνει ένα ασφάλιστρο κινδύνου το οποίο πρέπει να καλύπτει τις διακυμάνσεις του πληθωρισμού. Η μακροπρόθεσμη συνέπεια συνίσταται σε χαμηλότερη ποσότητα κεφαλαίου και χαμηλότερο κατά κεφαλήν εισόδημα.

Το δεύτερο επιχείρημα κατά της χρήσης της νομισματικής πολιτικής ως αντικυκλικού μέσου για την μεγιστοποίηση του εγχώριου προϊόντος (απασχόλησης) είναι ότι υπάρχει ένα πρόβλημα «χρονικής υστέρησης» της επιρροής της νομισματικής πολιτικής στις πραγματικές οικονομικές μεταβλητές. Σημαντικό μακροοικονομικό όφελος από τη διεξαγωγή νομισματικής πολιτικής προσανατολισμένης προς τον χαμηλό πληθωρισμό αντικατοπτρίζεται στο γεγονός ότι η σταθερότητα των τιμών επιτρέπει στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να καθορίζουν τις οικονομικές τους αποφάσεις με αξιόπιστες πληροφορίες.

Η σταθερότητα των τιμών προσφέρει τη δυνατότητα διαφοροποίησης έναντι των μεταβολών στις σχετικές τιμές σε σχέση με τις μεταβολές που εκφράζονται στο γενικό δείκτη τιμών. Επιπλέον, οδηγεί σε αποτελεσματική κατανομή πόρων, η οποία, μακροπρόθεσμα, οδηγεί στην ανάπτυξη του κοινωνικού πλούτου. Περαιτέρω ωφέλεια από τη σταθερότητα των τιμών συνδέεται με την εξάλειψη του αποκαλούμενου "κόστους τιμοκαταλόγου", δηλαδή του κόστους που οι οικονομικοί φορείς λαμβάνουν από τις συνεχείς προσαρμογές των τιμών τους (ECB, 2005).

Η νομοθεσία της ΕΕ αποδέχεται τη λύση η οποία συνεπάγεται ότι μια εγχώρια κεντρική τράπεζα δεν έχει καμία ανεξαρτησία για τον καθορισμό των στόχων της νομισματικής πολιτικής. Υπό την έννοια αυτή, το άρθρο 105 παράγραφος 1 της ΣΕΚ αναφέρει τη σταθερότητα των τιμών ως τον βασικό στόχο για την υλοποίηση του οποίου είναι υπεύθυνη η Ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα. Αυτό, ωστόσο, δεν σημαίνει ότι η νομισματική πολιτική διεξάγεται ανεξάρτητα, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη άλλοι στόχοι της οικονομικής πολιτικής.

Αντίθετα, η νομοθεσία καθιερώνει την υποχρέωση του ΕΣΚΤ, χωρίς να παραμελείται ο βασικός στόχος (η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών), να στηρίζει επίσης τη γενική οικονομική πολιτική της Κοινότητας. Επιπλέον, η υλοποίηση των βασικών και των δευτερευόντων στόχων του ΕΣΚΤ συμβάλλει στην υλοποίηση των κοινοτικών στόχων που καθορίζονται στο άρθρο 2 της ΣΕΚ. Η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και η προώθηση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης αναφέρονται συχνά στη βιβλιογραφία ως σημαντικοί στόχοι, η υλοποίηση των οποίων εμπίπτει στην αρμοδιότητα της ΕΚΤ (Faulend, 2005).

Η νομισματική πολιτική και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα είναι αλληλένδετες ενώ, από την άλλη πλευρά, οι χρηματοπιστωτικές αγορές και οι χρηματοπιστωτικές υποδομές διαδραματίζουν αναπόφευκτο ρόλο στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Για τους λόγους αυτούς, ο τομέας αυτός αποτελεί νόμιμο τομέα δράσης της κεντρικής τράπεζας. Σύμφωνα με το άρθρο 105 παράγραφος 1, ο βασικός στόχος του ΕΣΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, η οποία περιλαμβάνει επίσης τη σταθερότητα του ευρώ ως κοινού νομίσματος (Herdegen, 1998).

Σύμφωνα με τον Arda (2004), ο όρος «διατήρηση της σταθερότητας των τιμών», που χρησιμοποιείται για τον ορισμό του στόχου του οποίου η υλοποίηση είναι ευθύνη του ευρωπαϊκού νομισματικού συστήματος, υποδηλώνει ότι οι δημιουργοί της Συνθήκης υπολόγιζαν ότι η σταθερότητα των τιμών επιτεύχθηκε πριν από την τρίτη φάση Νομισματική Ένωση. Επιπλέον, η Κοινότητα δεν θα μπορούσε να ξεκινήσει την τρίτη φάση έως ότου η πλειονότητα των κρατών μελών εκπληρώσει τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την εισαγωγή του ευρώ ως κοινού νομίσματος. Μια από τις προϋποθέσεις αυτές ήταν και εξακολουθεί να είναι η σταθερότητα των τιμών (Louis, 2005).

Παρόλο που η Συνθήκη καθορίζει σαφώς τον βασικό στόχο του ΕΣΚΤ, δεν διευκρινίζει τι ακριβώς σημαίνει σταθερότητα των τιμών. Είναι ευρέως αποδεκτό ότι η «σταθερότητα των τιμών» αντιπροσωπεύεται από ένα χαμηλό ποσοστό πληθωρισμού (2-3% σε ετήσια βάση) και ποσοτικοποιείται από τους δείκτες τιμών καταναλωτή. Η ευρωπαϊκή νομοθεσία παρέχει εντολή στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να καθορίσει τη σημασία της «σταθερότητας των τιμών», καθώς και την ελευθερία επιλογής μέσων και στρατηγικής για την επίτευξη του πρωταρχικού στόχου.

Η ΕΚΤ πρέπει να αναλάβει όλες αυτές τις δραστηριότητες χωρίς να ζητήσει οδηγίες από οποιοδήποτε θεσμικό όργανο της ζώνης του ευρώ. Αυτή η «ανεξαρτησία» πρέπει να γίνεται σεβαστή από όλα τα όργανα. Θέτει το ζήτημα του ποσοτικού προσδιορισμού της σταθερότητας των τιμών. Αν κάθε αύξηση του δείκτη τιμών καταναλωτή αντιμετωπίζεται ως πληθωρισμός, η σταθερότητα των τιμών θα μπορούσε να επιτευχθεί μόνο εάν ο πληθωρισμός ήταν μηδενικός. Ο ορισμός αυτός έχει τις ρίζες του στον προσδιορισμό της σταθερότητας σε απόλυτους αριθμούς.

Εξάλλου, υπάρχει σταθερότητα των τιμών σε σχετικούς όρους, όπου ο προβλέψιμος και ο χαμηλός πληθωρισμός αντιμετωπίζονται ως σταθερότητα τιμών. Σύμφωνα με ορισμένους συγγραφείς, ο πληθωρισμός θεωρείται «ικανοποιητικός» όταν είναι 2-3%, ενώ άλλοι αποδέχονται τη σχετική προσέγγιση, τονίζοντας ότι ο επικρατούμενος πληθωρισμός πρέπει να εκτιμηθεί στο πλαίσιο της γενικής οικονομικής ανάπτυξης. Συνήθως αναφερόμενα επιχειρήματα για την αποδοχή της σταθερότητας σε σχετικούς όρους είναι (Vlatko, 2003):

- ✓ Πρώτον, η απόλυτη σταθερότητα δεν μπορεί να επιτευχθεί επειδή υπάρχουν σοβαρά προβλήματα μέτρησης.
- ✓ Δεύτερον, κάθε σταθερό επίπεδο άνω του μηδενικού πληθωρισμού είναι αυθαίρετο, καθώς εξαρτάται από τις αλλαγές των προτιμήσεων και δεν αποτελεί πρότυπο σταθερής τιμής.

Τα μέτρα σταθερότητας των τιμών θα πρέπει να καθοριστούν σε σχέση με τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες. Το πρόβλημα με αυτή την πρόταση είναι ότι είναι δύσκολο να καθοριστεί ο κοινωνικά βέλτιστος ρυθμός πληθωρισμού, διότι υπάρχει διαφορά μεταξύ των οικονομικών συμφερόντων διαφόρων ομάδων και συγκεκριμένα, του εργατικού, του βιομηχανικού και του χρηματοοικονομικού κεφαλαίου.

3.3.1. Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ορίζει τη σταθερότητα των τιμών με παρόμοιο τρόπο, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως και θεωρεί την ετήσια αύξηση των Εναρμονισμένων Δεικτών Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) κάτω του 2%. Ως ένα ικανοποιητικό επίπεδο που μπορεί να θεωρηθεί ως απουσία πληθωρισμού. Αν και ένας τέτοιος ορισμός πρέπει να καθορίζει το ανώτερο και το χαμηλότερο επίπεδο πληθωρισμού, η ΕΚΤ επιλέγει την προσέγγιση που προϋποθέτει τον προσδιορισμό του ανώτερου επιπέδου (Proctor, 2006).

Η χρήση εναρμονισμένων δεικτών παρέχει τη μέτρηση του πληθωρισμού σε συμβατή βάση και προσφέρει τη δυνατότητα ενσωμάτωσης των ιδιαιτεροτήτων των

εθνικών χωρών. Οι εναρμονισμένοι δείκτες περιλαμβάνουν ένα σύνολο διαφορετικών δεικτών που υπολογίζονται βάσει μιας εναρμονισμένης μεθοδολογίας, η οποία περιλαμβάνει τους εξής δείκτες (Vukadin, 1999):

- ✓ Ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή της Νομισματικής Ένωσης (MUICP) ως βασικός δείκτης της σταθερότητας των τιμών για την ΕΚΤ.
- ✓ Ο Ευρωπαϊκός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (EICP). Δείκτης που περιλαμβάνει εκτός της ζώνης του ευρώ και άλλα κράτη μέλη.
- ✓ Ο Δείκτης τιμών καταναλωτή του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (EEAICP). Δείκτης που καλύπτει τις οικονομίες όλων των κρατών μελών, καθώς και την Ισλανδία και τη Νορβηγία.
- ✓ Ο Εθνικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (NICP) - για κάθε κράτος μέλος.

3.4. Άλλοι στόχοι της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Πολιτικής

Χωρίς να παραβλέπει τον βασικό στόχο - τη σταθερότητα των τιμών - το ΕΣΚΤ στηρίζει τη γενική οικονομική πολιτική που εφαρμόζεται στην Κοινότητα. Όσον αφορά τον καθορισμό της υποχρέωσης αυτής, τονίζεται ότι πρόκειται για την οικονομική πολιτική της Κοινότητας στο σύνολό της και όχι για την υποστήριξη μιας συγκεκριμένης πτυχής της οικονομικής πολιτικής της Κοινότητας. Αναφέρει σαφώς ότι η Κοινότητα δεν έχει αρμοδιότητα για τη διεξαγωγή της οικονομικής πολιτικής, διότι, σε αντίθεση με τη νομισματική πολιτική, αυτή επαφίεται πρωταρχικά στην δικαιοδοσία των κυβερνήσεων των κρατών μελών.

Προκειμένου να προσφέρει στήριξη στην τρέχουσα οικονομική πολιτική, το ΕΣΚΤ ασκεί τέσσερα είδη δραστηριοτήτων που συμβάλλουν στην εμβάθυνση της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης και στην επίτευξη άλλων στόχων οικονομικής πολιτικής, που είναι τα εξής (ECB, 2005):

- ✓ δραστηριότητες που βοηθούν την τόνωση και την εμβάθυνση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης στην Ευρώπη

- ✓ δραστηριότητες που χρησιμεύουν ως επιταχυντής για τις δραστηριότητες του ιδιωτικού τομέα και διευκολύνουν τη συλλογική δράση
- ✓ δραστηριότητες που συνδέονται με την παροχή συμβουλών σχετικά με την σχετική νομοθεσία και το κανονιστικό πλαίσιο του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- ✓ δραστηριότητες που συνήθως συνδέονται με την κεντρική τράπεζα και οι οποίες ενισχύουν επιπλέον την οικονομική ολοκλήρωση στην Ευρώπη.

Ένα από τα ζητήματα που τίθενται ενώπιον της ΕΚΤ είναι ο τρόπος συμφιλίωσης της σταθερότητας των τιμών με την υποχρέωση στήριξης της γενικής οικονομικής πολιτικής της Κοινότητας. Το άρθρο 105 παράγραφος 6 του ΣΕΚ ορίζει με βεβαιότητα τη σταθερότητα των τιμών ως προτεραιότητα, ενώ τα θέματα της νομισματικής πολιτικής έχουν την υποχρέωση να στηρίζουν τη γενική οικονομική πολιτική μόνο εάν δεν θέτουν σε κίνδυνο τον στόχο προτεραιότητας.

Η διάταξη του άρθρου 4 παράγραφος 3, εκτός από τις σταθερές τιμές, ορίζει τις «υγιείς οικονομικές και νομισματικές συνθήκες, καθώς και το βιώσιμο σύστημα πληρωμών» ως κατευθυντήριες αρχές της οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής της Ένωσης. Όσον αφορά το στόχο αυτό, η υποχρέωση διατήρησης της σταθερότητας των τιμών σύμφωνα με τον Herdegen θα μπορούσε, κατά κάποιον τρόπο, να θεωρηθεί ως βασικός κανόνας, της κοινοτικής τάξης (Herdegen, 1998).

Η Νομισματική Ένωση χαρακτηρίζεται ως «κοινότητα σταθεροποίησης» στην διάσημη διαδικασία που είναι ευρύτερα γνωστή ως η «ετυμηγορία του Μάαστριχτ», όπου η υποχρέωση διατήρησης της σταθερότητας των τιμών χαρακτηρίζεται ως υποχρέωση ιδιαίτερης σημασίας για την ανάπτυξη της Κοινότητας. Η ΣΕΚ αντικατοπτρίζει πλήρως τον φόβο του πληθωρισμού, δεδομένου ότι το άρθρο 2 ορίζει ότι η οικονομική ανάπτυξη πρέπει να είναι βιώσιμη και μη επιβλαβής. Τέλος, το άρθρο 104 της Συνθήκης υποχρεώνει τα κράτη μέλη να σέβονται τη δημοσιονομική πειθαρχία και να συμβάλλουν στη σταθερότητα της Νομισματικής Ένωσης, δηλαδή να αποτρέπουν την εμφάνιση πληθωρισμού.

3.5. Καθήκοντα του ευρωπαϊκού συστήματος κεντρικών τραπεζών

Η Συνθήκη ΕΕ και το Καταστατικό του ΕΣΚΤ αναθέτουν πολυάριθμα καθήκοντα στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών. Παρόλα αυτά, οι εν λόγω πράξεις διαχωρίζουν τα λεγόμενα πρωταρχικά καθήκοντα από κάποια άλλα καθήκοντα (π.χ. έκδοση τραπεζογραμματίων ευρώ), καθώς και ορισμένες δραστηριότητες (συλλογή και επεξεργασία στατιστικών στοιχείων) που θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως δευτερεύοντα καθήκοντα. Τα πρωταρχικά καθήκοντα του ΕΣΚΤ καθορίζονται στο άρθρο 105. (2) και αφορούν:

- i) τον προσδιορισμό και τη διεξαγωγή της κοινοτικής νομισματικής πολιτικής,
- (ii) την διενέργεια πράξεων ξένου συναλλάγματος σύμφωνα με το άρθρο 111 της συνθήκης ·
- (iii) την τήρηση και διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών αποθεμάτων των κρατών μελών και
- iv) βελτίωση των συστημάτων πληρωμών.

Στα καθήκοντα του ΕΣΚΤ δεν αναφέρεται η δημιουργία της νομισματικής βάσης στην Κοινότητα. Αντ' αυτού, σύμφωνα με το άρθρο 106, η ΕΚΤ και συγκεκριμένα, το Διοικητικό Συμβούλιο, όπως αυτό καθορίζεται στο άρθρο 16 του Καταστατικού της ορίζεται ως το κατάλληλο θεσμικό όργανο με αποκλειστική αρμοδιότητα να εκδίδει τραπεζογραμμάτια νόμιμου χρήματος που αντιπροσωπεύουν τα νομικά μέσα πληρωμής στην Κοινότητα. Με βάση την απόφαση αυτή, οι ευρωπαϊκές και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες μπορούν να εκδίδουν τέτοια σημειώματα.

3.5.1. Διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής

Η νομισματική πολιτική ανήκει αποκλειστικά στους τομείς αρμοδιότητας της Κοινότητας. Σε αντίθεση με τους στόχους της νομισματικής πολιτικής, όπου η νομοθεσία της ΕΕ περιορίζει τη διακριτική ευχέρεια της ανώτατης νομισματικής αρχής, καθορίζοντας την υποχρέωση διατήρησης της σταθερότητας των τιμών, η θέσπιση και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής ανήκει αποκλειστικά στους τομείς αρμοδιότητας του ΕΣΚΤ (Herdegen, 1998).

Η Συνθήκη δεν καθορίζει το τι ακριβώς σημαίνει η νομισματική πολιτική. Το περιεχόμενο της νομισματικής πολιτικής προσδιορίζεται αναλυτικά στο κεφάλαιο IV του καταστατικού του ΕΣΚΤ (άρθρα 17-24) και περιλαμβάνει:

- ✓ ανοικτούς λογαριασμούς,
- ✓ διεξαγωγή πράξεων πίστωσης και ανοικτής αγοράς,
- ✓ απαιτήσεις προσδιορισμού ελάχιστου ύψους αποθεματικών από τα τραπεζικά ιδρύματα και τέλος,
- ✓ παροχή διευκολύνσεων για την εξασφάλιση αποτελεσματικού και υγιούς συστήματος εκκαθάρισης και πληρωμής και διεξαγωγής πράξεων συναλλάγματος.

Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο θα μπορούσε να ασκήσει την απόφαση με πλειοψηφία δυο τρίτων σχετικά με τη χρήση άλλων λειτουργικών μεθόδων νομισματικού ελέγχου (άρθρο 20 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ). Προκειμένου να εξασφαλιστεί η ομοιόμορφη υλοποίηση της νομισματικής πολιτικής, το ΕΣΚΤ όρισε με ακρίβεια νομισματικά μέσα και διαδικασίες για τη διενέργεια των πράξεων.

Η έλλειψη ανεξαρτησίας σε σχέση με τον καθορισμό των στόχων δεν περιορίζει εντελώς τα θέματα της νομισματικής πολιτικής. Η ελευθερία του ΕΣΚΤ να εκτιμά το ικανοποιητικό επίπεδο της σταθερότητας των τιμών, δηλαδή ποιο ποσοστό πληθωρισμού θεωρείται επιτρεπτό, προσφέρει χώρο για προσαρμογές της νομισματικής πολιτικής στις οικονομικές συνθήκες της Κοινότητας, δηλαδή τη χρήση της νομισματικής πολιτικής κατά τρόπο που να βοηθήσει στην εξάλειψη των οικονομικών διαταραχών στην Κοινότητα (υψηλό ποσοστό ανεργίας, ύφεση κ.λπ.).

Συχνά αναφέρεται στη βιβλιογραφία ότι η ανεξαρτησία της ΕΚΤ, που εισήχθη από τη Συνθήκη της ΕΕ, αναστέλλει τον αποτελεσματικό συντονισμό της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής (Proctor, 2006). Για παράδειγμα, εάν τα

κράτη μέλη δεν επιτύχουν το απαιτούμενο επίπεδο δημοσιονομικής πειθαρχίας, το οποίο θα πρέπει να είναι κατάλληλο για τη μοναδική νομισματική περιοχή σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης, τότε η κεντρική τράπεζα - αν και με σημαντικό βαθμό ανεξαρτησίας - μπορεί να αναγκαστεί να αναθεωρήσει τη νομισματική της πολιτική και να βοηθήσει στην επίλυση των οικονομικών προβλημάτων των χωρών της ζώνης του ευρώ μειώνοντας το επιτόκιο.

Φυσικά, αυτός ο χώρος διακριτικής ευχέρειας της νομισματικής εξουσίας δεν είναι χωρίς όρια. Αν και η ΕΚΤ και το ΕΣΚΤ δεν είναι «όργανα της Κοινότητας», η ελευθερία τους όσον αφορά τη λήψη αποφάσεων περιορίζεται από τη Συνθήκη, επομένως κάθε κακή χρήση της αρχής υπόκειται σε νομικό έλεγχο. Σύμφωνα με το άρθρο 230 της Συνθήκης, το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων ελέγχει τη νομιμότητα πράξεων που εγκρίνονται από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, καθώς και πράξεις του Συμβουλίου των Υπουργών, της Επιτροπής ή της ΕΚΤ, εκτός από αυτές που έχουν χαρακτήρα αναφοράς ή γνώμης, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και που παράγουν νομικά αποτελέσματα έναντι τρίτων.

Το Συμβούλιο, η Επιτροπή ή οποιοδήποτε κράτος μέλος θα μπορούσε να κινήσει διαδικασία κατά της ΕΚΤ «λόγω έλλειψης αρμοδιότητας, παραβίασης ουσιώδους τύπου, παραβίασης της Συνθήκης ή οποιουδήποτε κανόνα δικαίου σχετικά με την εφαρμογή της ή κατάχρηση εξουσίας». Σύμφωνα με τον C. Proctor (2006) δυο διαφορετικές καταστάσεις όσον αφορά την ΕΚΤ είναι πιθανές:

- ✓ Εάν αποδειχθεί ότι η ΕΚΤ έχει αλλάξει τη νομισματική της πολιτική προκειμένου να εξευρεθεί λύση σε μια οικονομική διαταραχή στην Κοινότητα (π.χ. στην περίπτωση οικονομικής ύφεσης), η απόκλιση αυτή θα μπορούσε να δικαιολογηθεί από την άσκηση νόμιμης εξουσίας νομισματικής εξουσίας. Στην περίπτωση αυτή, η ΕΚΤ δεν είναι δυνατόν να θεωρηθεί ότι εγκατέλειψε τη σταθερότητα των τιμών αλλά άλλαξε τις προσδοκίες της υπό το πρίσμα των επικρατουσών περιστάσεων.
- ✓ Εάν αποδειχθεί ότι ο επαναπροσδιορισμός της νομισματικής πολιτικής δεν διεξήχθη προκειμένου να συμπληρωθεί η ανικανότητα των κρατών της ευρωζώνης να εισαγάγουν δημοσιονομική πειθαρχία, θα μπορούσε να

συναχθεί το συμπέρασμα ότι υπάρχει «κατάχρηση εξουσίας» προβλεπόμενη στο άρθρο 230 της Συνθήκης.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι πρωτίστως υπεύθυνη για τη σταθερότητα των τιμών. Αυτό σημαίνει ότι παρόλο που υπάρχει δυνατότητα προσαρμογής του πληθωρισμού στις επικρατούσες συνθήκες, ασφαλώς δεν σημαίνει ότι ο επαναπροσδιορισμός της νομισματικής πολιτικής θα μπορούσε να βοηθήσει τα κράτη μέλη που δεν είναι σε θέση να εκπληρώσουν την υποχρέωσή τους όσον αφορά την οικονομική πειθαρχία.

3.5.2. Πράξεις συναλλάγματος

Το δεύτερο σημαντικό καθήκον του ΕΣΚΤ σχετίζεται με τη διεξαγωγή πράξεων συναλλάγματος, σύμφωνα με το άρθρο 111 της ΣΕΚ. Σύμφωνα με το εν λόγω άρθρο, η αρμοδιότητα για την πολιτική συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταφέρεται πλήρως στα όργανα της ΕΕ. Περιλαμβάνει τις ακόλουθες εξουσίες (ECB, 2005):

- ✓ Σύναψη επίσημων συμφωνιών σχετικά με το σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών έναντι των νομισμάτων εκτός Κοινότητας, δηλαδή την υιοθέτηση, την αλλαγή και την εγκατάλειψη των κεντρικών ισοτιμιών του ευρώ στο πλαίσιο αυτού του συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών
- ✓ Διατύπωση γενικών οδηγιών για την πολιτική συναλλάγματος σε σχέση με το νόμισμα των τρίτων χωρών όταν δεν υπάρχει κατάλληλο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών
- ✓ Απόφαση για ρυθμίσεις σχετικά με τις διαπραγματεύσεις και τη σύναψη συμφωνιών για θέματα νομισματικού και συναλλαγματικού καθεστώτος
- ✓ Απόφαση για τη θέση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας σε διεθνές επίπεδο, όσον αφορά ζητήματα ιδιαίτερης σημασίας για την οικονομική και νομισματική ένωση, καθώς και για την εκπροσώπησή της

Σύμφωνα με τη Συνθήκη της ΕΕ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο λαμβάνει αποφάσεις σχετικά με αυτά τα ζητήματα. Ωστόσο, η διαδικασία λήψης αποφάσεων συνεπάγεται την υποχρέωση διαβούλευσης με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προκειμένου να

επιτευχθεί συναίνεση η οποία θα πρέπει να είναι σύμφωνη με τον πρωταρχικό στόχο της σταθερότητας των τιμών.

3.5.3 Ξένα αποθέματα

Το τρίτο βασικό καθήκον που πρέπει να επιτελεσθεί μέσω του ΕΣΚΤ είναι η κατοχή και η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ σύμφωνα με τη διαδικασία που καθορίζεται στη ΣΕΚ. Το άρθρο 30 του καταστατικού του ΕΣΚΤ προβλέπει ότι τα συναλλαγματικά αποθέματα πρέπει να μεταβιβάζονται στην ΕΚΤ.

Τα νομισματικά περιουσιακά στοιχεία που εκφράζονται σε νομίσματα κρατών μελών, σε αποθεματικές θέσεις του ΔΝΤ και σε ειδικά δικαιώματα (Special Drawing Rights), εξαιρούνται από την παρούσα διάταξη. Σύμφωνα με τις διατάξεις του ίδιου άρθρου, η ΕΚΤ έχει το πλήρες δικαίωμα να κατέχει και να διαχειρίζεται τα μεταβιβασθέντα συναλλαγματικά διαθέσιμα, καθώς και να τα χρησιμοποιεί για τους σκοπούς που καθορίζει η Συνθήκη (ECB, 2005).

3.5.4. Συστήματα πληρωμών

Η επίτευξη μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής συνεπάγεται την ανάγκη ρυθμίσεων πληρωμών μέσω των οποίων οι πράξεις νομισματικής πολιτικής μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών και των πιστωτικών ιδρυμάτων μπορούν να επηρεαστούν εγκαίρως και με ασφάλεια και οι οποίες θα ενισχύσουν την ανεξαρτησία της χρηματαγοράς εντός της ζώνης του ευρώ. Επίσης, το ΕΣΚΤ έχει αναλάβει το βασικό καθήκον να προωθήσει και να διασφαλίσει την ομαλή λειτουργία του συστήματος πληρωμών.

Ενόψει αυτής της αποστολής, το άρθρο 22 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ προβλέπει ότι η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών που έχουν

υιοθετήσει το ευρώ μπορούν να παρέχουν διευκολύνσεις, ενώ η ΕΚΤ μπορεί να θεσπίσει κανονισμούς για την εξασφάλιση αποτελεσματικών και υγιών συστημάτων εκκαθάρισης και πληρωμών εντός της Κοινότητας. Με την εκπλήρωση των καθηκόντων της, η ΕΚΤ υιοθετεί το σύστημα πληρωμών TARGET που αντιπροσωπεύει το αυτοματοποιημένο σύστημα ακαθάριστων διακανονισμών σε πραγματικό χρόνο (ECB, 2011).

3.6. Συμβουλευτικά καθήκοντα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Εκτός από τα προαναφερθέντα καθήκοντα, η Συνθήκη της ΕΕ ρυθμίζει ότι πρέπει να ζητείται η γνώμη της ευρωπαϊκής νομισματικής αρχής σχετικά με οποιοσδήποτε προτεινόμενες κοινοτικές πράξεις που εμπίπτουν στους τομείς αρμοδιότητάς της, καθώς και τα εθνικά όργανα σχετικά με κάθε σχέδιο νομοθετικής διάταξης στους τομείς αρμοδιότητάς της, αλλά εντός ορίων και υπό τους όρους που καθορίζει το Συμβούλιο.

Η ΕΚΤ θα μπορούσε επίσης να προσφέρει, στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της, συμβουλές σε κατάλληλα όργανα και φορείς της Κοινότητας, δηλαδή σε κατάλληλα εθνικά όργανα. Με την εκπλήρωση αυτού του καθήκοντος διασφαλίζεται ότι η κεντρική τράπεζα είναι δυνατόν να παρεμβαίνει σε όλα τα ζητήματα που εμπίπτουν άμεσα ή έμμεσα στον τομέα αρμοδιότητάς της και συγχρόνως εξασφαλίζει τη συμβατότητα, δηλαδή την εναρμόνιση των κοινοτικών πράξεων και της εθνικής νομοθεσίας με την απαίτηση για την καθιέρωση του κοινού νομίσματος.

Η ενσωμάτωση του κεντρικού τραπεζικού ιδρύματος στη διαδικασία έγκρισης πράξεων που εμπίπτουν στην αρμοδιότητά του, είτε από τα κοινοτικά όργανα είτε από τα εθνικά όργανα, βελτιώνει την ποιότητα της κοινοτικής νομοθεσίας. Το ερώτημα είναι κατά πόσον αρκεί αυτό για την εκπλήρωση αυτού του καθήκοντος μόνον με την υποβολή αίτησης με την οποία ζητείται η γνώμη της ΕΚΤ. Κατ'αναλογία με την απόφαση του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου σχετικά με την υποχρέωση διαβούλευσης με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, είναι σκόπιμο να συμπεράνει κανείς

ότι η υποχρέωση διαβούλευσης με την ΕΚΤ σχετικά με πράξεις που εμπίπτουν στους τομείς αρμοδιότητάς της συνεπάγεται ότι αυτή η γνώμη έχει ήδη δοθεί. Συγκεκριμένα, δεν μπορεί να γίνει δεκτό ότι το κριτήριο αυτό πληρούται από το γεγονός ότι η αίτηση υποβάλλεται μαζί με την εν λόγω γνώμη (ECB, 2011).

3.7. Συνολική αποτίμηση της Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Η νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, πρωτίστως μέσω της Συνθήκης ΕΕ και του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, καθορίζει στόχους που εμπίπτουν στους τομείς αρμοδιότητας του ΕΣΚΤ. Αυτό σημαίνει ότι η νομισματική αρχή δεν είναι αυτόνομη στην επιλογή των στόχων της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, στο σύστημα στόχων που ανατίθεται στο ΕΣΚΤ, η σταθερότητα των τιμών αναφέρεται ως πρωταρχικός στόχος του οποίου η υλοποίηση είναι ευθύνη του ΕΣΚΤ (Tancosova, 2004).

Σίγουρα δεν σημαίνει ότι αυτός ο θεσμός δεν θα μπορούσε να υποστηρίξει την υλοποίηση άλλων στόχων της οικονομικής πολιτικής. Επιπλέον, η στήριξη σε άλλα τμήματα της οικονομικής πολιτικής αποτελεί υποχρέωση, αλλά υπό την προϋπόθεση ότι δεν θέτει σε κίνδυνο την υλοποίηση του στόχου προτεραιότητας. Θα μπορούσε να αναφερθεί ότι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών αντιπροσωπεύει το λόγο ύπαρξης του καθιερωμένου νομισματικού συστήματος. Το γεγονός ότι η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως πρωταρχικός στόχος από τη Συνθήκη της ΕΕ ως θεμελιώδης νόμος, σημαίνει ότι οι αλλαγές της απαιτούν την εκτίμηση της διαδικασίας που προβλέπεται στη συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.

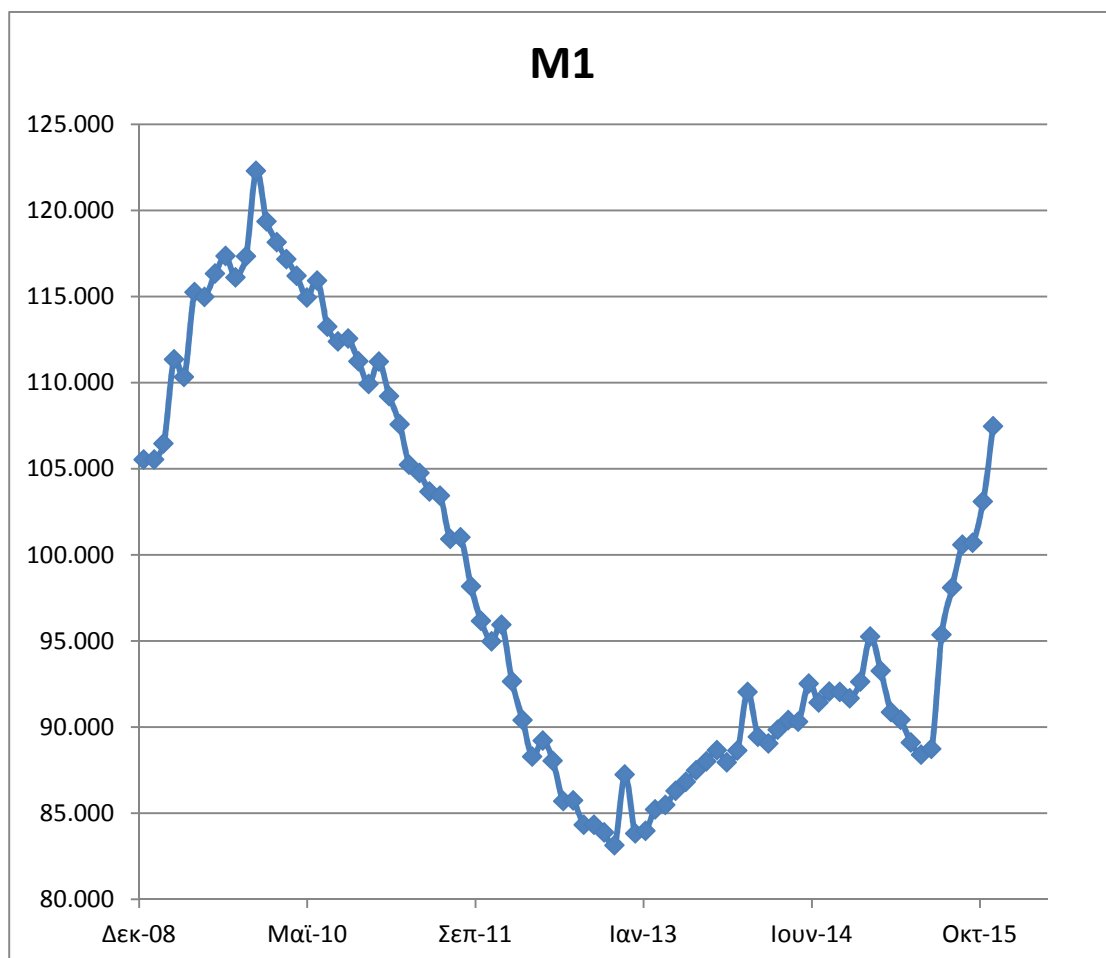
4. Η Νομισματική Πολιτική και η Προσφορά Χρήματος στην Ελλάδα την περίοδο 2009-2015.

Στο παρόν κεφάλαιο λαμβάνει χώρα η αναλυτική παρουσίαση στοιχείων για την προσφορά χρήματος στην Ελλάδα την περίοδο από το 2009 μέχρι και το 2015. Τα στοιχεία που παρουσιάζονται συλλέχτηκαν μέσα από την βάση δεδομένων της Τράπεζας της Ελλάδας. Αξίζει να σημειωθεί ότι την συνέχεια, δίνονται στοιχεία για τρία διαφορετικά μεγέθη. Το πρώτο από αυτά, η προσφορά χρήματος M1 ισούται με το άθροισμα των νομισμάτων σε κυκλοφορία συν της καταθέσεις όψεως και τους τρεχούμενους λογαριασμούς, μαζί με τις καταθέσεις μιας μέρας και τις καταθέσεις ταμιευτηρίου. Το νομισματικό μέγεθος M2 από την άλλη πλευρά περιλαμβάνει τα ποσά του M1 πλέον των καταθέσεων προθεσμίας πέραν των 2 ετών και των καταθέσεων υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών. Τέλος, το μέγεθος M3 περιλαμβάνει το M2 πλέον των ρέπος, των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς και των χρεογράφων διάρκειας έως 2 ετών. Τέλος, σημειώνεται ότι όλα τα απόλυτα μεγέθη που παρατίθενται στην συνέχεια είναι εκφρασμένα σε εκατομμύρια ευρώ.

4.1. Η Διαχρονική Εξέλιξη της προσφοράς Χρήματος στην Ελλάδα

4.1.1. Η Διαχρονική Εξέλιξη του Μεγέθους M1 στην Ελλάδα

Στο επόμενο διάγραμμα παρατίθενται μηνιαία στοιχεία για την προσφορά χρήματος M1. Από την μελέτη του παρακάτω διαγράμματος γίνεται εμφανές ότι το μέγεθος M1 έφτασε στην υψηλότερη τιμή του το πρώτο τρίμηνο του 2012 αγγίζοντας τα 123 δισεκατομμύρια ευρώ και στην συνέχεια, ακολούθησε πτωτική πορεία μέχρι και τον Ιανουάριο του 2013, οπότε και άρχισαν να εμφανίζονται εκ νέου ανοδικές τάσεις, οι οποίες, ωστόσο διακόπηκαν εκ νέου την περίοδο από τα τέλη του 2014.



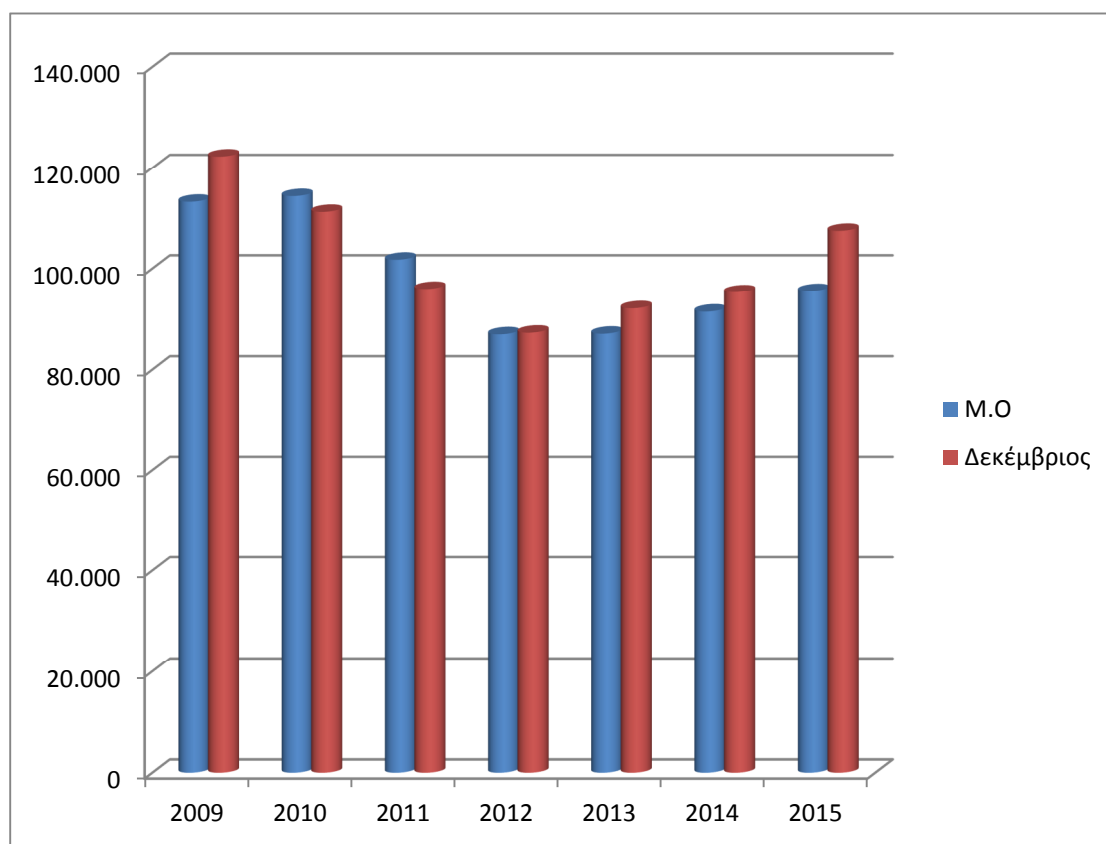
Διάγραμμα 2. Η μηνιαία διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους M1 στην ελληνική οικονομία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

Τα στοιχεία αυτά εμφανίζονται και με παραπλήσιο τρόπο στον πίνακα και το διάγραμμα που ακολουθούν. Στον πίνακα παρατίθενται τόσο οι μέσοι όροι του μεγέθους M1, όσο και η τιμή του τον τελευταίο μήνα κάθε έτους, ώστε να είναι δυνατόν να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με την πορεία του μεγέθους. Όπως φαίνεται από την μελέτη των στοιχείων, τις περισσότερες φορές ο τελευταίος μήνας του έτους βρισκόταν πάνω από τον ετήσιο μέσο όρο. Κάτι που ωστόσο δεν φαίνεται να ισχύει για το 2010 και το 2011.

Πίνακας 13. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M1

Έτος	Μέσος όρος	Δεκέμβριος
2009	113.235	122.287
2010	114.355	111.214
2011	101.754	95.942
2012	86.916	87.239
2013	87.037	92.047
2014	91.389	95.259
2015	95.508	107.455

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



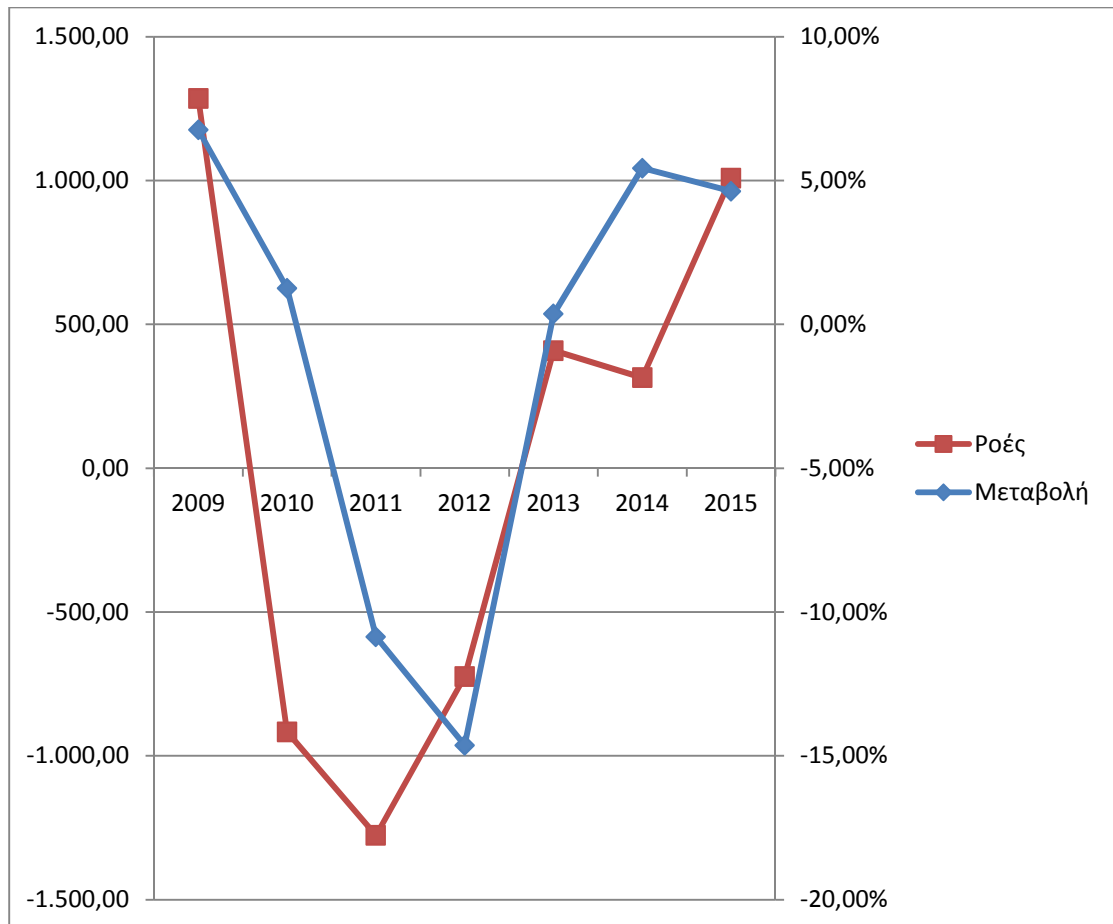
Διάγραμμα 3. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M1. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

Επιπλέον, ο επόμενος πίνακας και το διάγραμμα που ακολουθούν παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την ποσοστιαία μεταβολή του μέσου όρου των μηνιαίων στοιχείων για το μέγεθος M1, όπως επίσης και για τις μεταβολές των σχετικών ροών. Όπως προκύπτει από την μελέτη των στοιχείων αυτών, οι μεγαλύτερες μειώσεις έλαβαν χώρα την περίοδο 2011- 2012, ενώ, από την άλλη πλευρά, τα έτη 2014 και 2015 φαίνεται να παρουσιάζουν τις μεγαλύτερες αυξήσεις.

Πίνακας 14. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M1 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών

Έτος	Ετήσια Μεταβολή	Ροές
<i>2009</i>	6,76%	1.284,92
<i>2010</i>	1,26%	-916,25
<i>2011</i>	-10,86%	-1.276,58
<i>2012</i>	-14,63%	-724,42
<i>2013</i>	0,36%	408,92
<i>2014</i>	5,43%	314,50
<i>2015</i>	4,63%	1.007,83

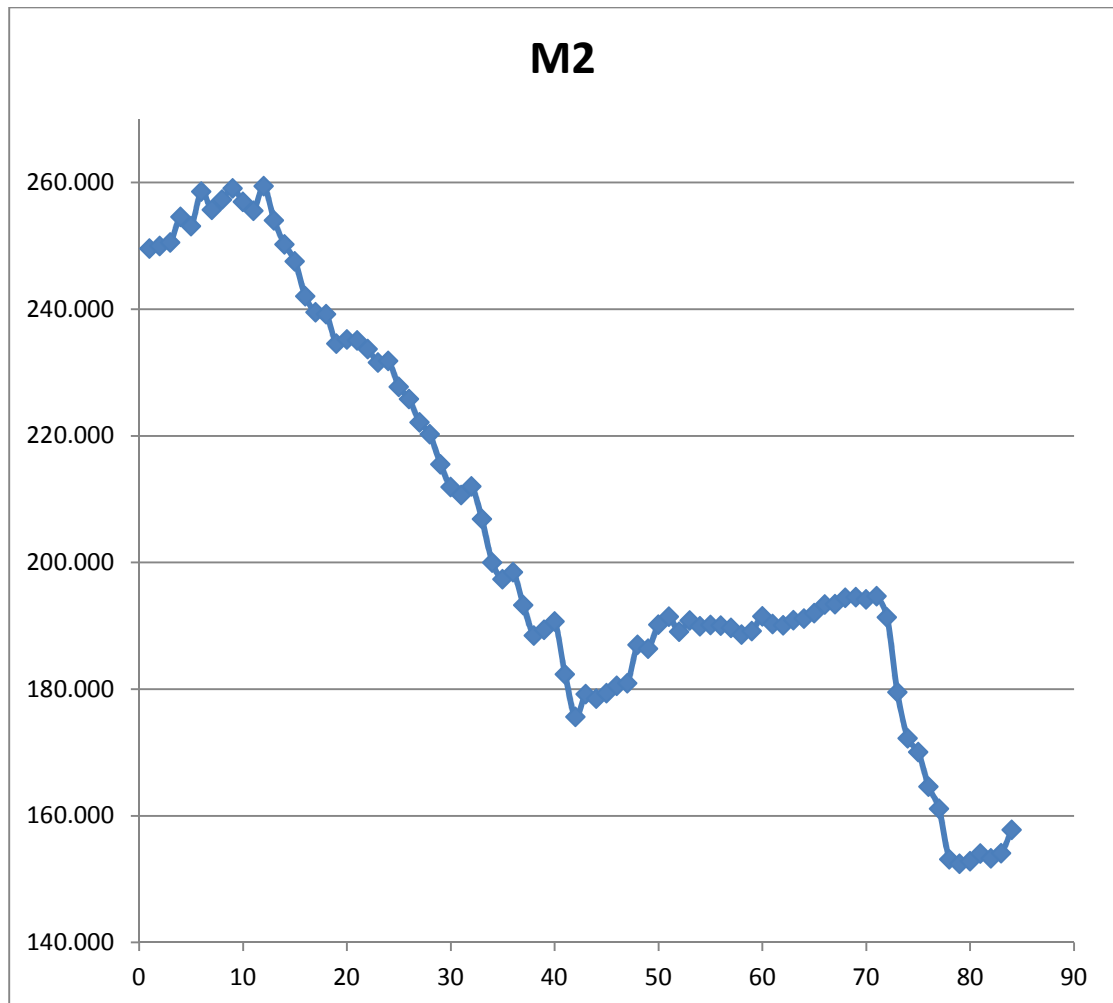
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



Διάγραμμα 4. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M1 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

4.1.2. Η Διαχρονική Εξέλιξη του Μεγέθους M2 στην Ελλάδα

Στο επόμενο διάγραμμα παρατίθενται μηνιαία στοιχεία για την προσφορά χρήματος M2. Από την μελέτη του παρακάτω διαγράμματος γίνεται εμφανές ότι το μέγεθος M2 έφτασε στην υψηλότερη τιμή του κατά την διάρκεια του 2009 αγγίζοντας τα 260 δισεκατομμύρια ευρώ και στην συνέχεια, ακολούθησε πτωτική πορεία μέχρι το μέσον της υπό μελέτης χρονικής περιόδου, οπότε και άρχισαν να εμφανίζονται εκ νέου ανοδικές τάσεις, οι οποίες, ωστόσο διακόπηκαν απότομα από τα τέλη του 2014.



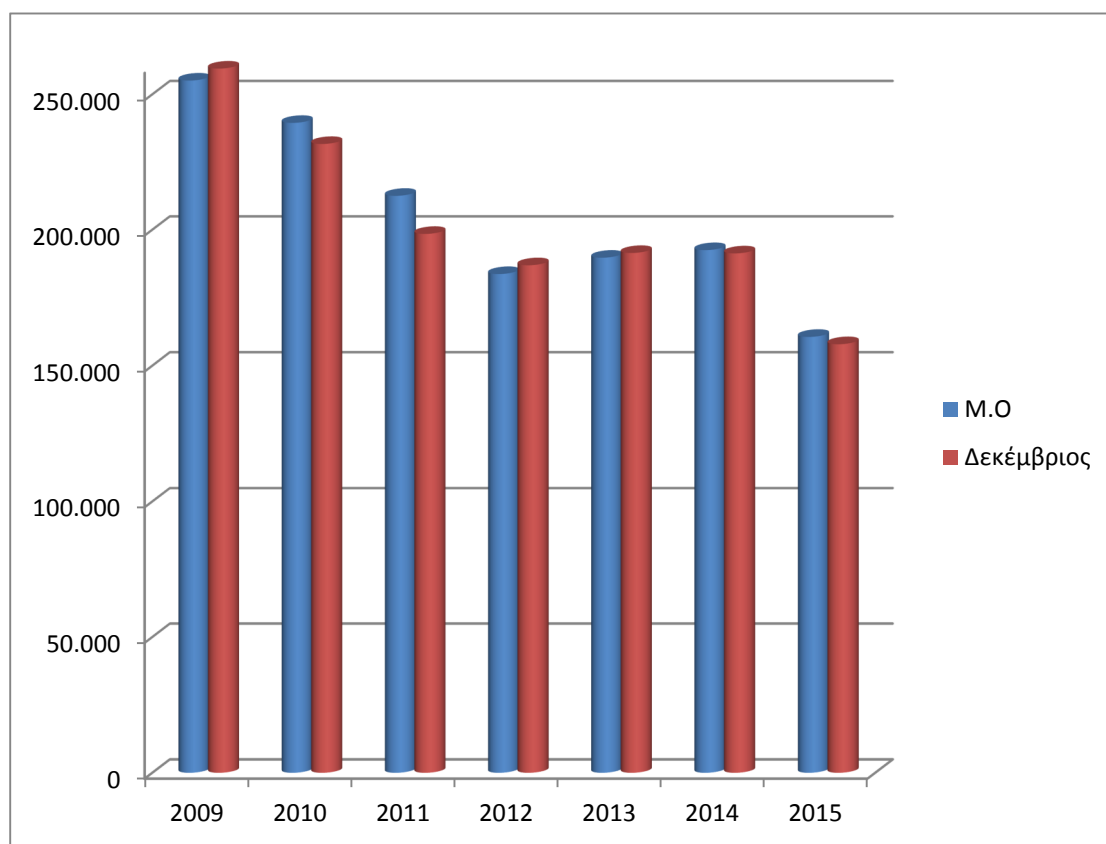
Διάγραμμα 5. Η μηνιαία διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους M2 στην ελληνική οικονομία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

Τα στοιχεία αυτά εμφανίζονται και με παραπλήσιο τρόπο στον πίνακα και το διάγραμμα που ακολουθούν. Στον πίνακα παρατίθενται τόσο οι μέσοι όροι του μεγέθους M2, όσο και η τιμή του τον τελευταίο μήνα κάθε έτους, ώστε να είναι δυνατόν να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με την πορεία του μεγέθους. Όπως φαίνεται από την μελέτη των στοιχείων, ο τελευταίος μήνας του έτους βρίσκονταν πάνω από τον ετήσιο μέσο όρο σχεδόν όσες φορές συνέβαινε και το αντίθετο, χωρίς έτσι να είναι δυνατή η εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την τάση.

Πίνακας 15. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M2

Έτος	Μέσος όρος	Δεκέμβριος
2009	255.048	259.431
2010	239.562	231.852
2011	212.399	198.479
2012	183.795	187.007
2013	189.761	191.497
2014	192.538	191.340
2015	160.444	157.793

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



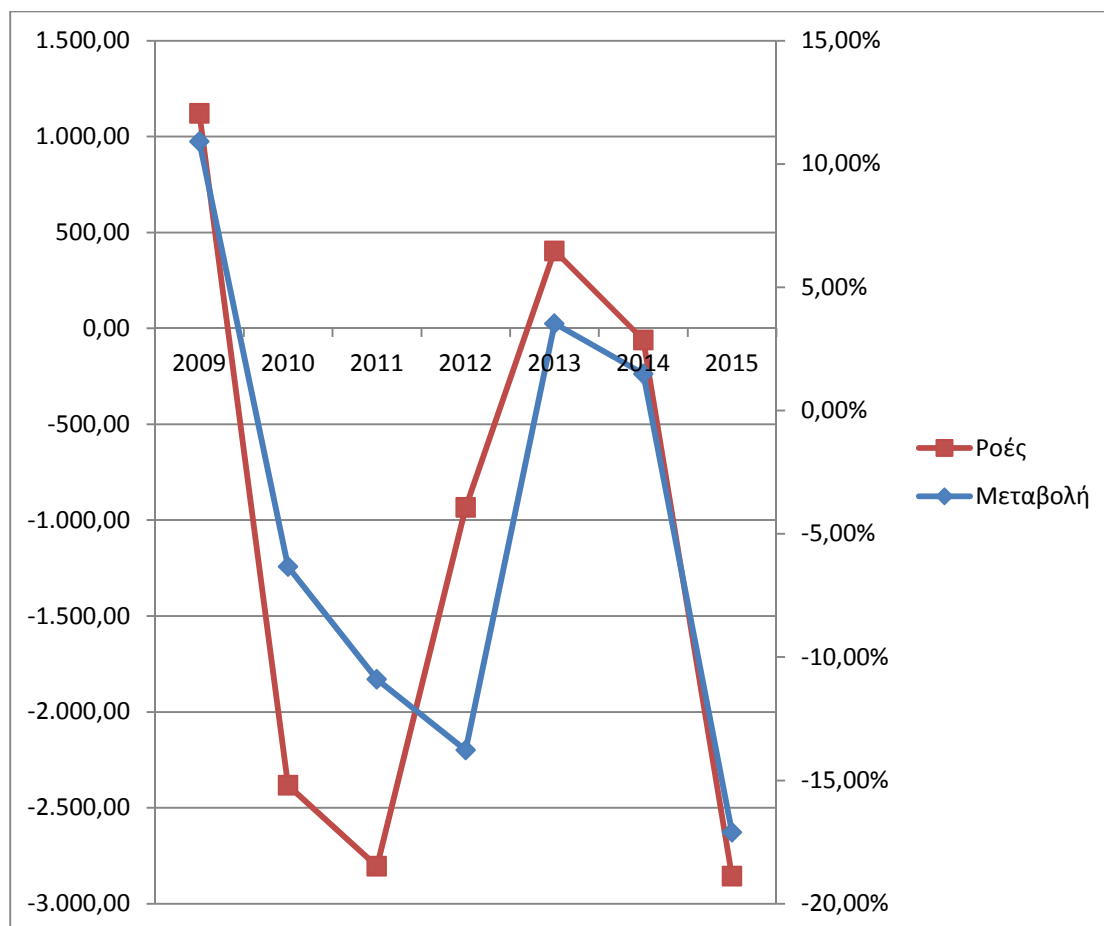
Διάγραμμα 6. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M2. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

Επιπλέον, ο επόμενος πίνακας και το διάγραμμα που ακολουθούν παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την ποσοστιαία μεταβολή του μέσου όρου των μηνιαίων στοιχείων για το μέγεθος M2, όπως επίσης και για τις μεταβολές των σχετικών ροών. Όπως προκύπτει από την μελέτη των στοιχείων αυτών, οι μεγαλύτερες μειώσεις έλαβαν χώρα την περίοδο 2011- 2012, αλλά και το 2015, ενώ, από την άλλη πλευρά, τα έτη 2009 και 2013 φαίνεται να παρουσιάζουν τις μεγαλύτερες αυξήσεις.

Πίνακας 16. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M2 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών

Έτος	Ετήσια Μεταβολή	Ροές
<i>2009</i>	10,91%	1.121,33
<i>2010</i>	-6,33%	-2.382,25
<i>2011</i>	-10,90%	-2.804,75
<i>2012</i>	-13,77%	-933,50
<i>2013</i>	3,53%	403,67
<i>2014</i>	1,49%	-60,08
<i>2015</i>	-17,10%	-2.856,33

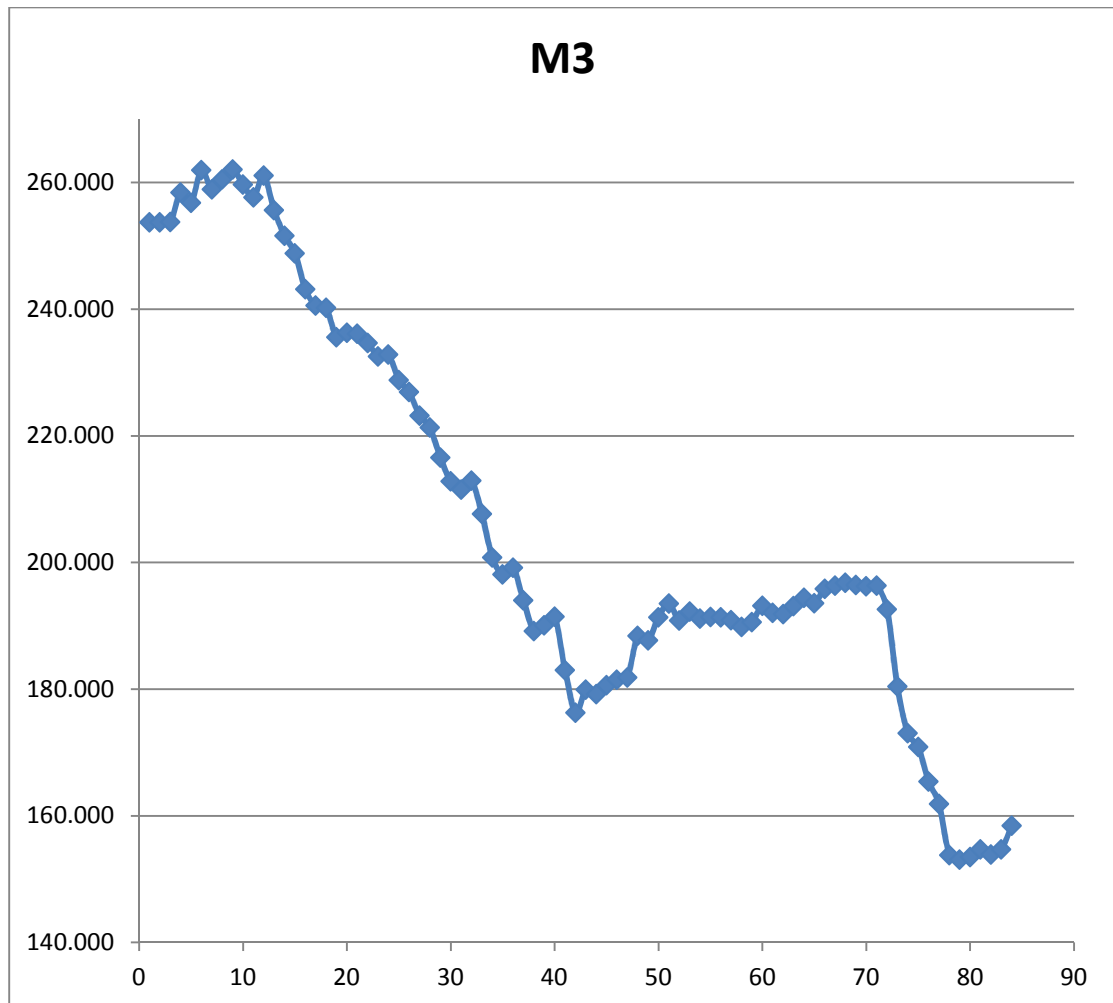
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



Διάγραμμα 7. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M2 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

4.1.3. Η Διαχρονική Εξέλιξη του Μεγέθους M3 στην Ελλάδα

Στο επόμενο διάγραμμα παρατίθενται μηνιαία στοιχεία για την προσφορά χρήματος M3. Από την μελέτη του παρακάτω διαγράμματος γίνεται εμφανές ότι το μέγεθος M3 έφτασε στην υψηλότερη τιμή του κατά την διάρκεια του 2009-2010 ξεπερνώντας τα 260 δισεκατομμύρια ευρώ και στην συνέχεια, ακολούθησε πτωτική πορεία μέχρι το μέσον της υπό μελέτης χρονικής περιόδου, οπότε και άρχισαν να εμφανίζονται εκ νέου ανοδικές τάσεις, οι οποίες, και σε αυτήν την περίπτωση, όπως και στην περίπτωση του M2, διακόπηκαν απότομα από τα τέλη του 2014.



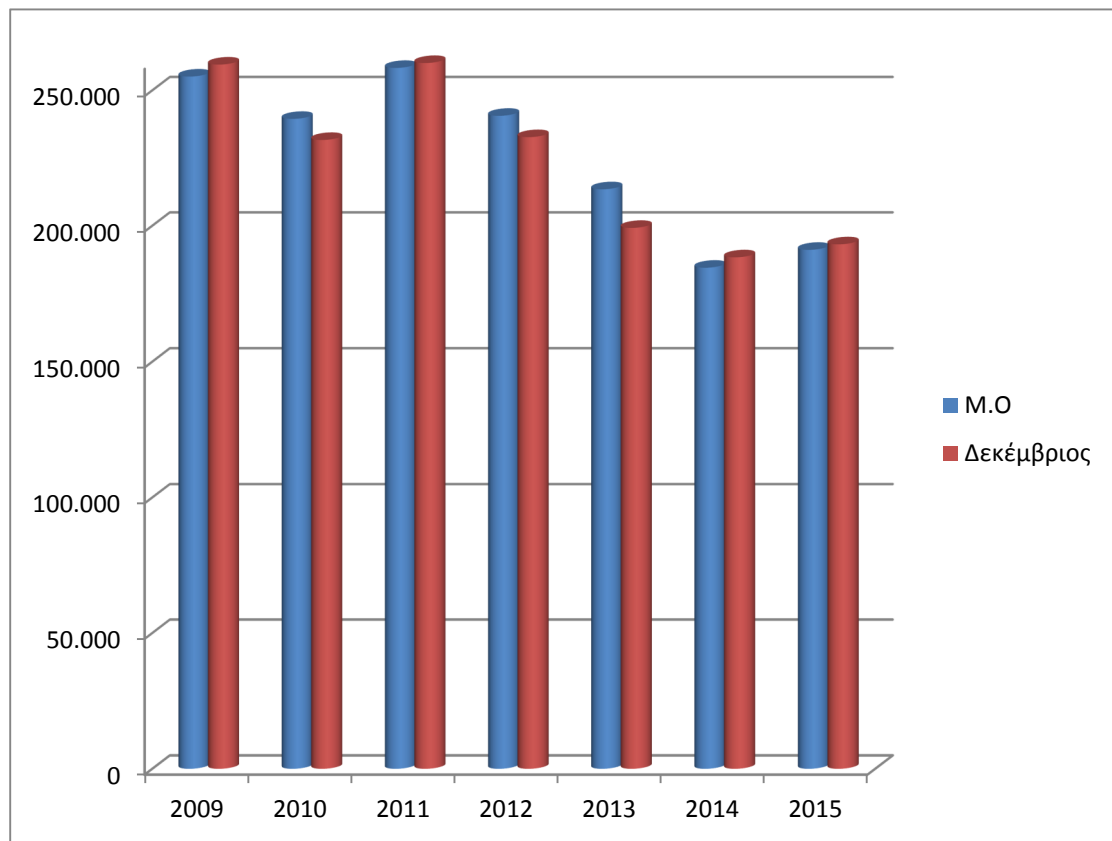
Διάγραμμα 8. Η μηνιαία διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους M3 στην ελληνική οικονομία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

Τα στοιχεία αυτά εμφανίζονται και με παραπλήσιο τρόπο στον πίνακα και το διάγραμμα που ακολουθούν. Στον πίνακα παρατίθενται τόσο οι μέσοι όροι του μεγέθους M3, όσο και η τιμή του τον τελευταίο μήνα κάθε έτους, ώστε να είναι δυνατόν να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με την πορεία του μεγέθους. Όπως φαίνεται από την μελέτη των στοιχείων, ο τελευταίος μήνας του έτους βρίσκονταν πάνω από τον ετήσιο μέσο όρο σχεδόν όσες φορές συνέβαινε και το αντίθετο, χωρίς έτσι να είναι δυνατή η εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την τάση.

Πίνακας 17. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους Μ3

Έτος	Μέσος όρος	Δεκέμβριος
2009	258.203	261.090
2010	240.686	232.880
2011	213.327	199.207
2012	184.638	188.432
2013	191.178	193.189
2014	194.647	192.644
2015	161.154	158.425

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



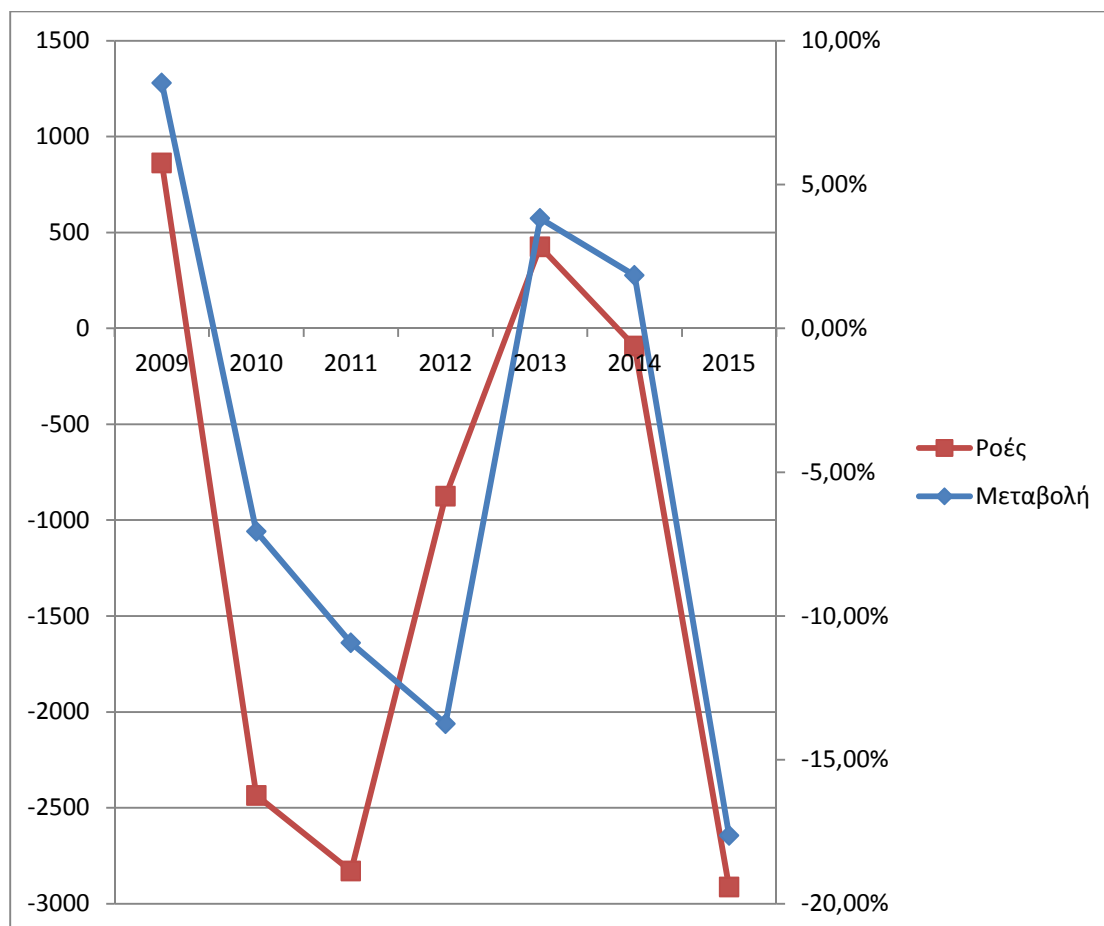
Διάγραμμα 9. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

Επιπλέον, ο επόμενος πίνακας και το διάγραμμα που ακολουθούν παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την ποσοστιαία μεταβολή του μέσου όρου των μηνιαίων στοιχείων για το μέγεθος M3, όπως επίσης και για τις μεταβολές των σχετικών ροών. Όπως προκύπτει από την μελέτη των στοιχείων αυτών, οι μεγαλύτερες μειώσεις έλαβαν χώρα την περίοδο 2011- 2012, αλλά και το 2015, ενώ, από την άλλη πλευρά, τα έτη 2009 και 2013 φαίνεται να παρουσιάζουν τις μεγαλύτερες αυξήσεις, σε σχεδόν απόλυτη αντιστοιχία με τις μεταβολές του μεγέθους M2.

Πίνακας 18. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών

Έτος	Ετήσια Μεταβολή	Ροές
<i>2009</i>	8,53%	862,33
<i>2010</i>	-7,06%	-2.434,75
<i>2011</i>	-10,93%	-2.829,75
<i>2012</i>	-13,74%	-875,42
<i>2013</i>	3,82%	426,00
<i>2014</i>	1,84%	-92,42
<i>2015</i>	-17,63%	-2.912,83

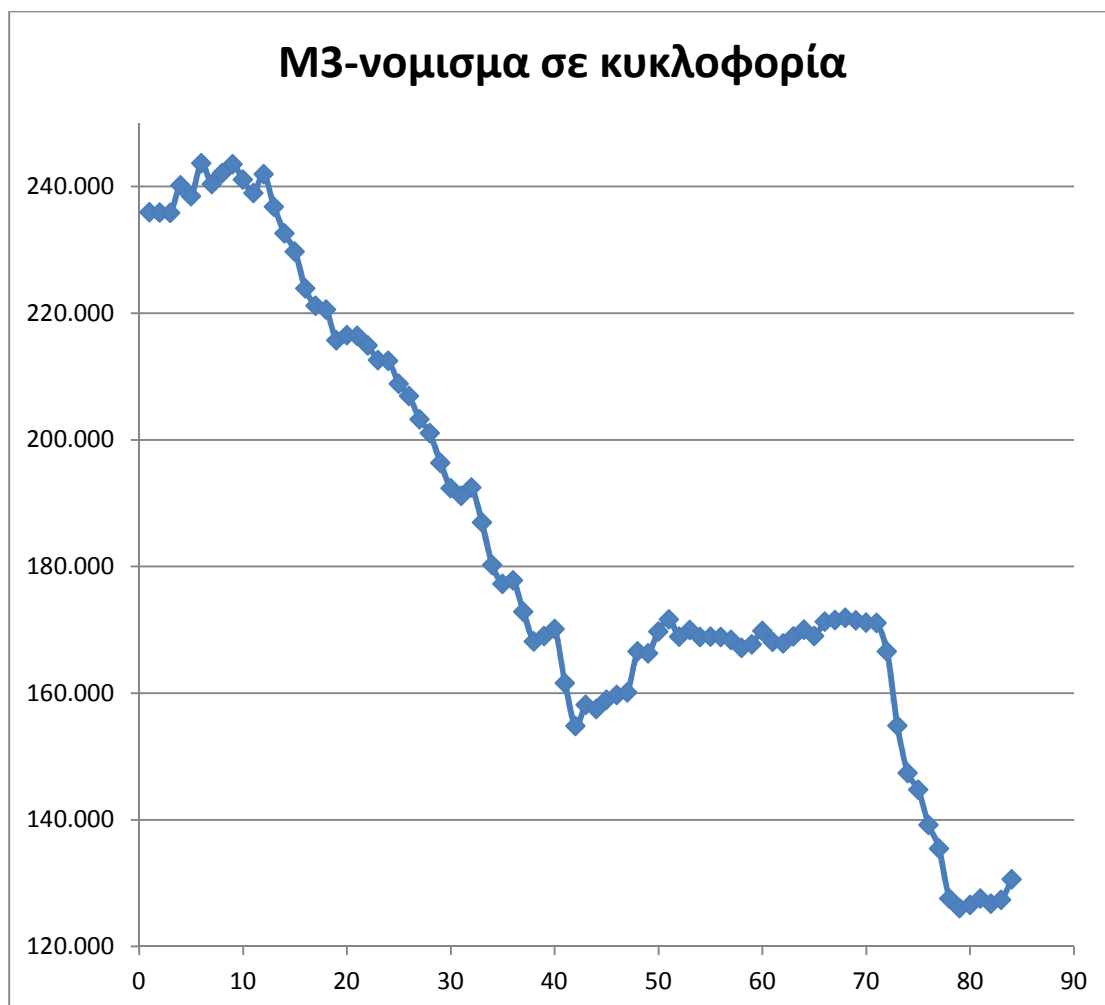
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



Διάγραμμα 10. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

4.1.4. Η Διαχρονική Εξέλιξη του Μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία στην Ελλάδα

Τέλος, κρίνεται σκόπιμο να ακολουθηθεί η μεθοδολογική προσέγγιση που ακολουθείται και από την τράπεζα της Ελλάδας, σχετικά με την μελέτη του μεγέθους M3, αν από αυτό αφαιρέσει κανείς το νόμισμα σε κυκλοφορία. Είναι ευνόητο, όπως δείχνουν και οι πίνακες και τα διαγράμματα που ακολουθούν, ότι τα συμπεράσματα που προκύπτουν είναι ανάλογα με αυτά της μελέτης του μεγέθους M3 σε μικρότερα απόλυτα μεγέθη.



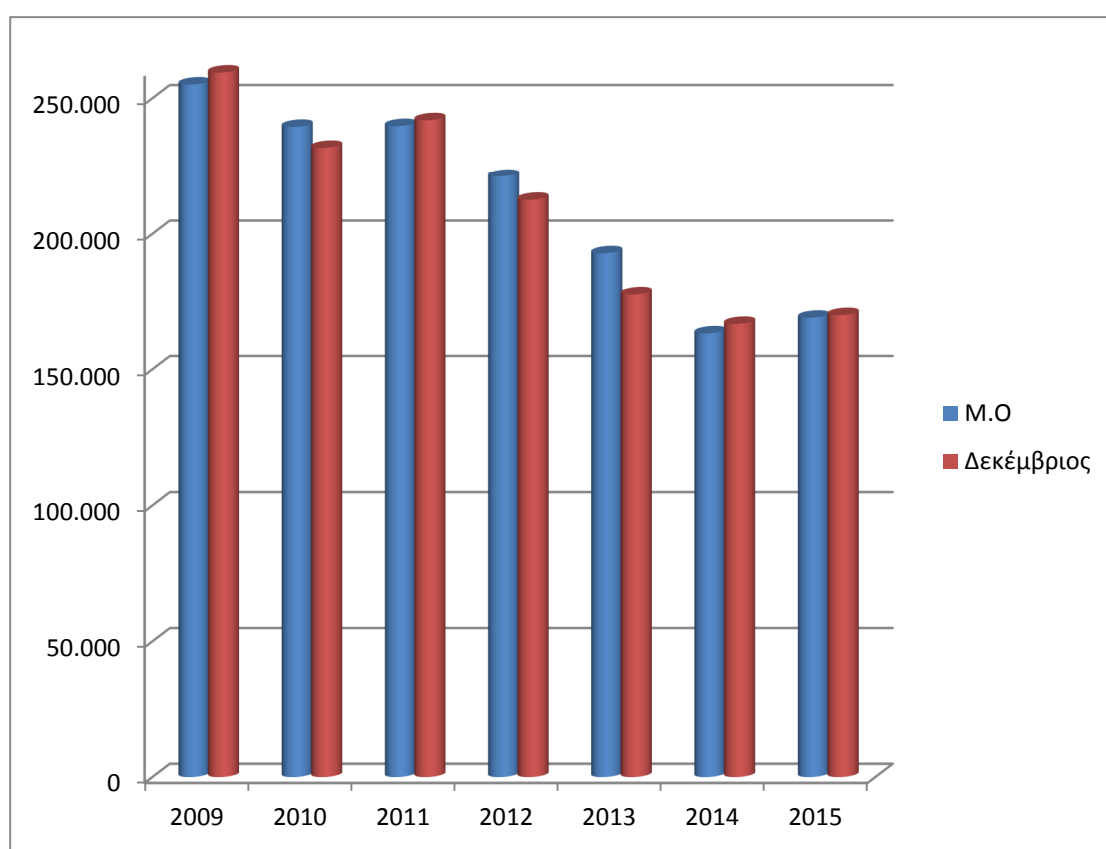
Διάγραμμα 11. Η μηνιαία διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους M3 στην ελληνική οικονομία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

Πίνακας 19. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία

Έτος	Μέσος όρος	Δεκέμβριος
2009	239.856	241.968
2010	221.134	212.497
2011	192.909	177.837

2012	163.145	166.612
2013	168.869	169.823
2014	169.928	166.594
2015	134.527	130.597

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

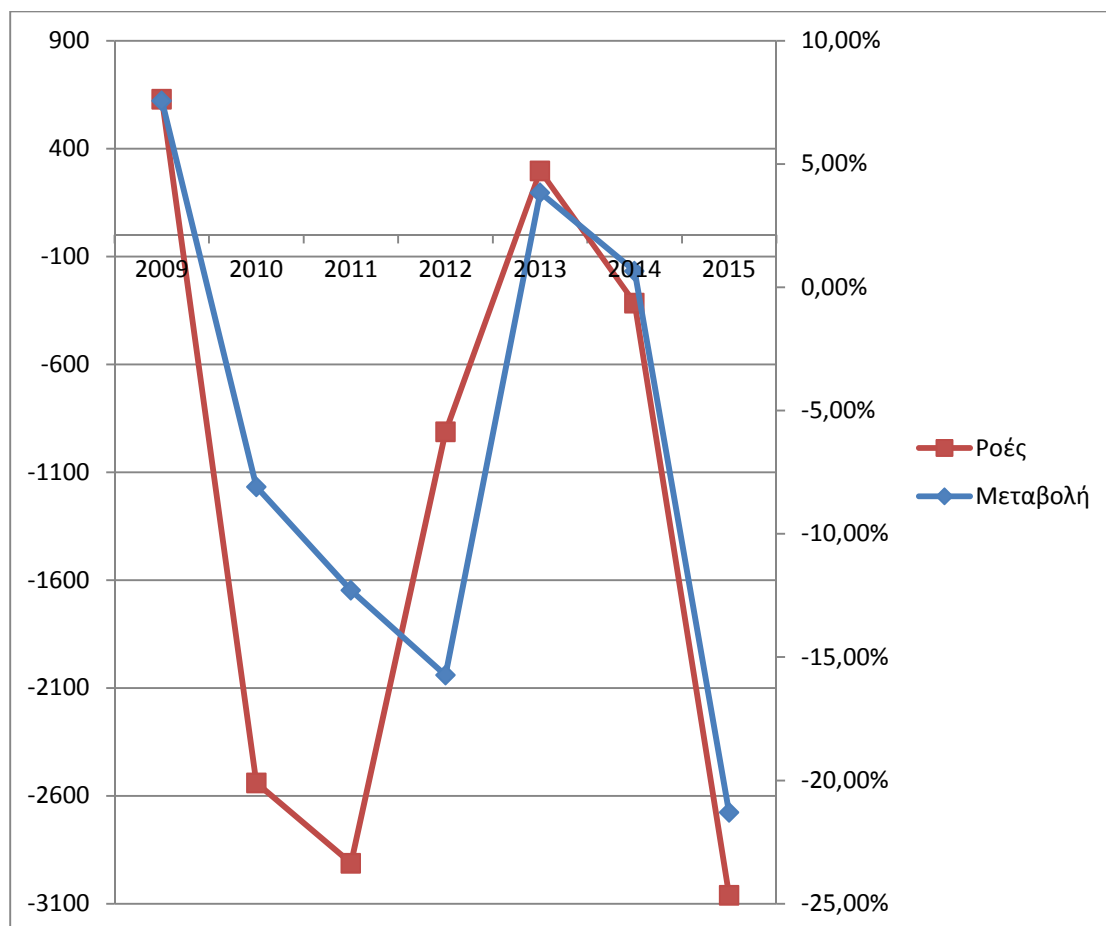


Διάγραμμα 12. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

Πίνακας 20. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών

Έτος	Ετήσια Μεταβολή	Ροές
<i>2009</i>	<i>7,56%</i>	<i>628,67</i>
<i>2010</i>	<i>-8,09%</i>	<i>-2.539,83</i>
<i>2011</i>	<i>-12,29%</i>	<i>-2.912,00</i>
<i>2012</i>	<i>-15,73%</i>	<i>-912,92</i>
<i>2013</i>	<i>3,84%</i>	<i>296,67</i>
<i>2014</i>	<i>0,66%</i>	<i>-316,08</i>
<i>2015</i>	<i>-21,30%</i>	<i>-3.061,00</i>

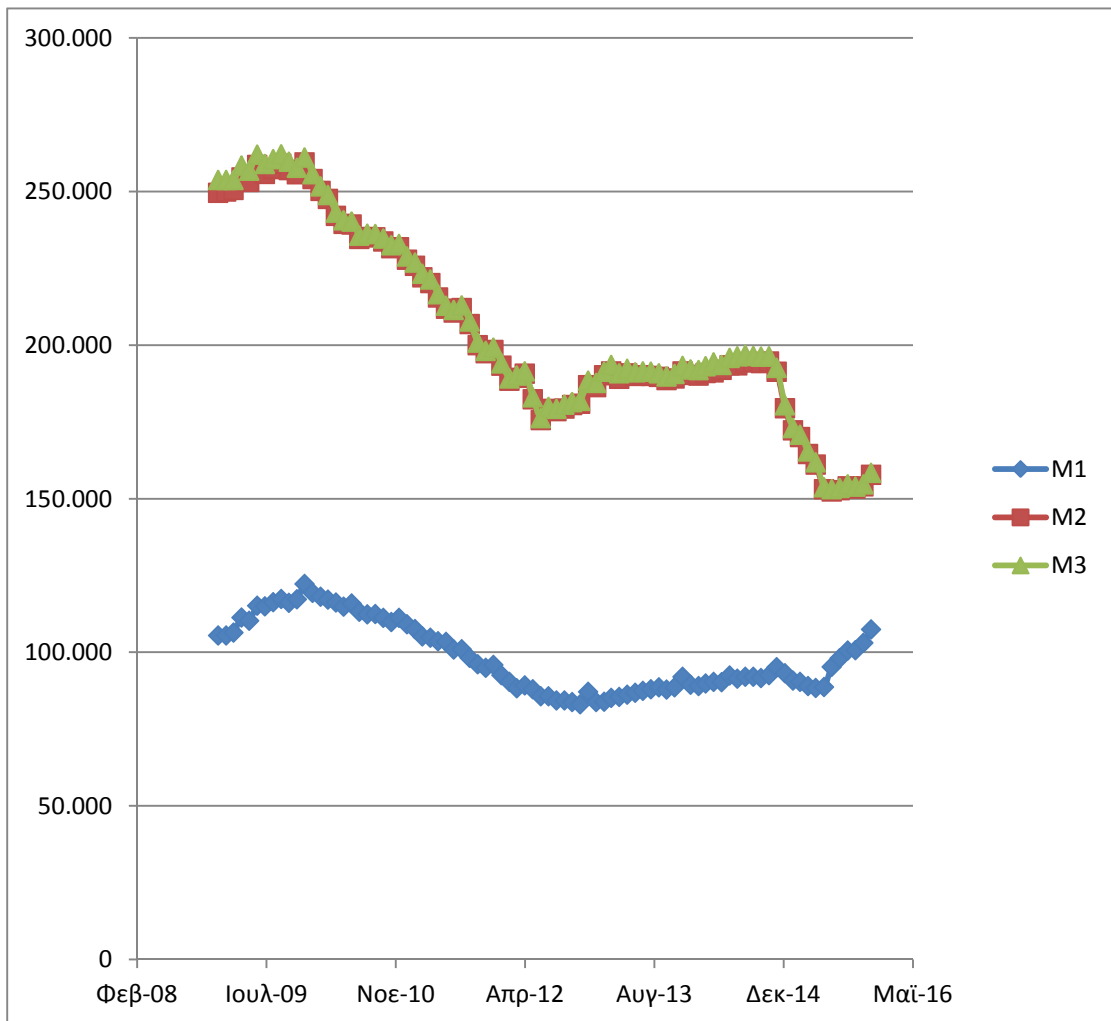
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



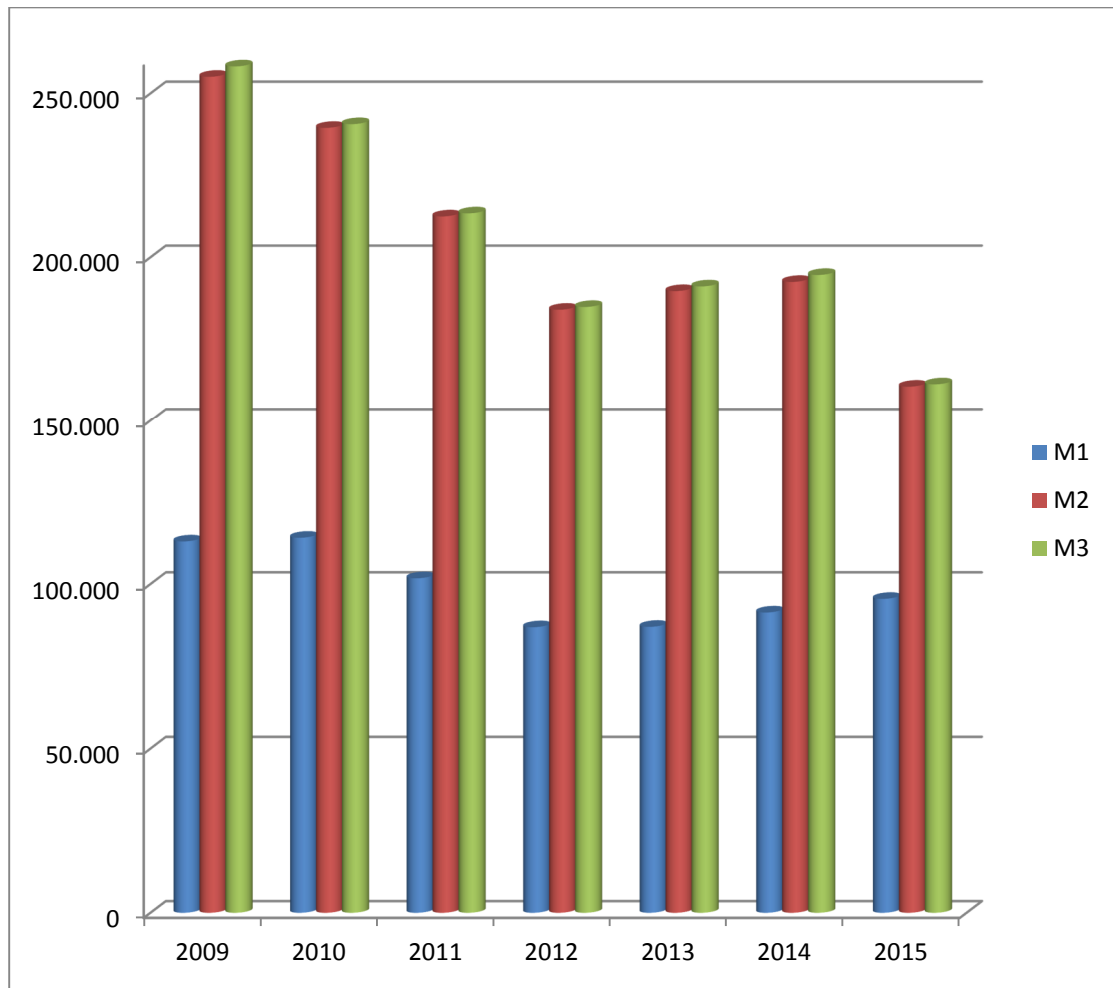
Διάγραμμα 13. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

4.2. Σύγκριση των τριών μεγεθών

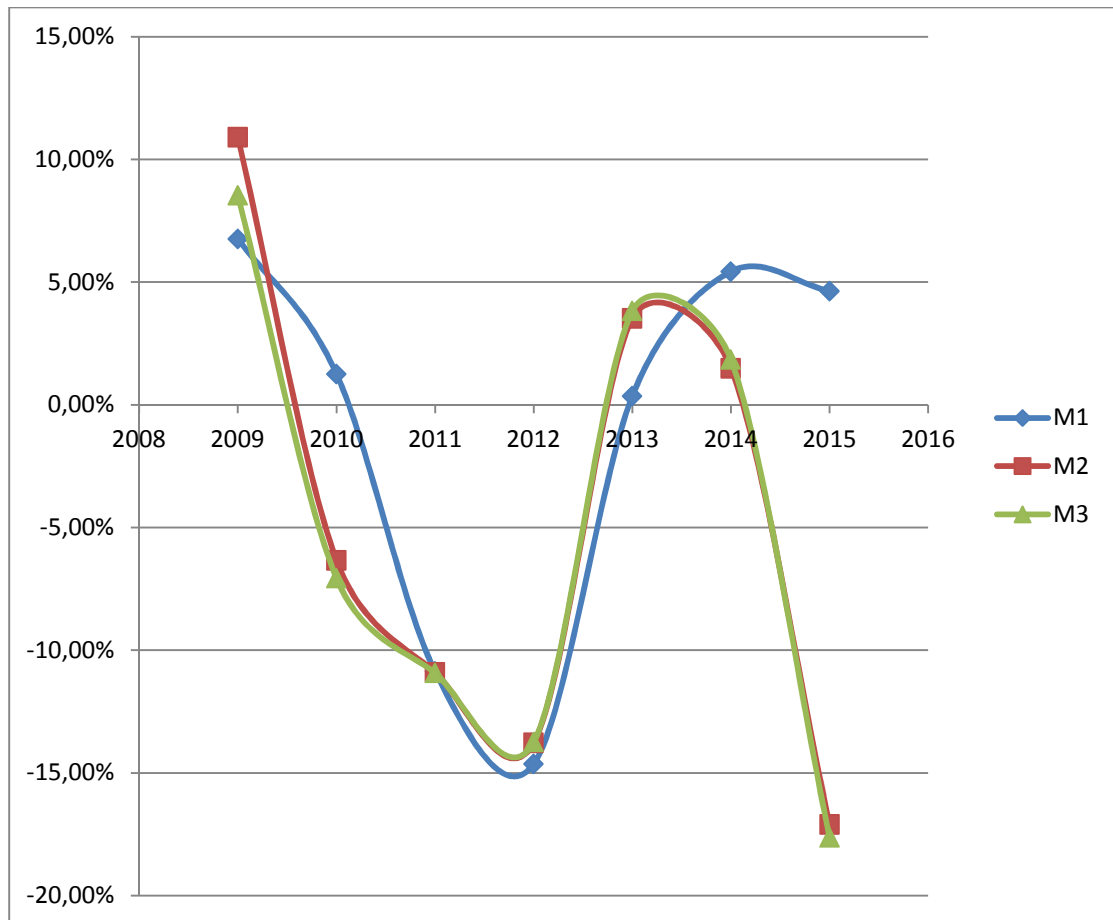
Στην συνέχεια, παρατίθενται διαγράμματα τα οποία δείχνουν την σχέση που συνδέει τα τρία νομισματικά μεγέθη. Όπως γίνεται εμφανές από τα διαγράμματα αυτά, το μέγεθος M1 αποτελεί ένα κλάσμα τόσο του μεγέθους M2, όσο και του μεγέθους M3. Επιπλέον, γίνεται εμφανές ότι η μεταβολή του M1 διαχρονικά είναι μικρότερη από αυτές των M2 και M3. Τα διαγράμματα που ακολουθούν αναφέρονται, όπως και προηγουμένως, αρχικά στην διαχρονική πορεία των απόλυτων μεγεθών και στην συνέχεια, στην ετήσια απεικόνιση των μηνιαίων μέσων όρων, του ετήσιου ποσοστού μεταβολής τους και τέλος, των ετήσιων ροών τους.



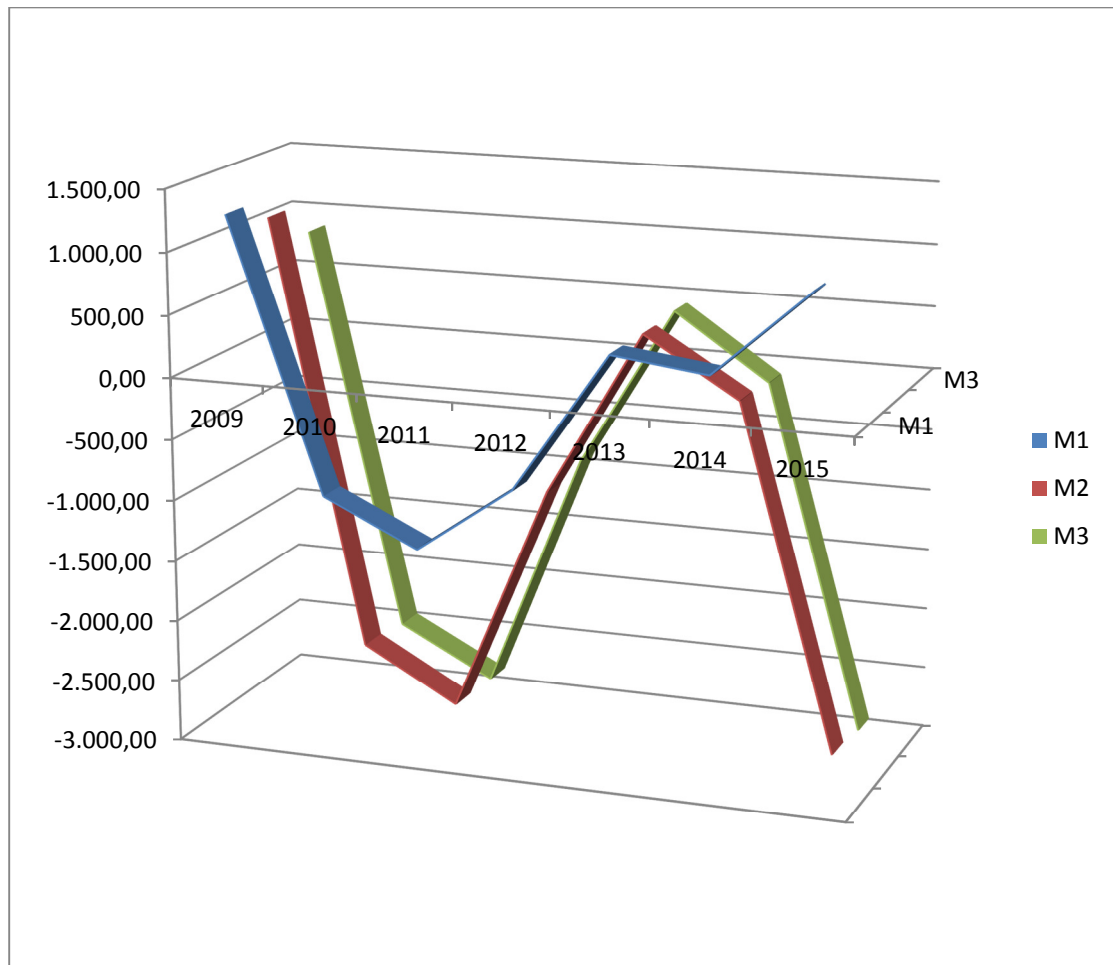
Διάγραμμα 14. Διαχρονική σύγκριση των μεγεθών M1, M2 και M3 την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.



Διάγραμμα 15. Διαχρονική σύγκριση των μεγεθών M1, M2 και M3 από έτος σε έτος, την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.



Διάγραμμα 16. Διαχρονική σύγκριση των ρυθμών μεταβολής των μεγεθών M1, M2 και M3 την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.



Διάγραμμα 17. Διαχρονική σύγκριση των ροών των μεγεθών M1, M2 και M3 την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

4.3.Στοιχεία του Ενεργητικού των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων της Ελλάδας την περίοδο 2009-2015

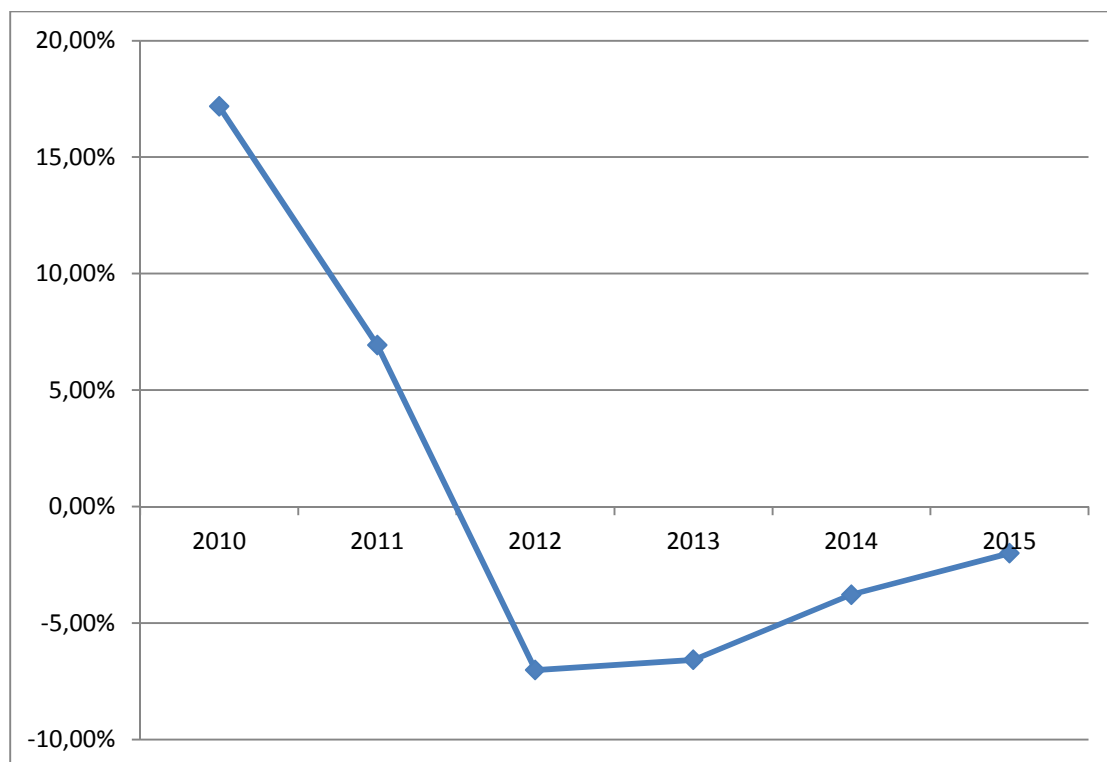
Τέλος, κρίνεται σκόπιμο να γίνει αναφορά και σε κάποια σημαντικά μεγέθη που αφορούν στον χρηματοπιστωτικό κλάδο της ελληνικής οικονομίας για την υπό μελέτη περίοδο. Έτσι, η παράγραφος αυτή αναφέρεται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ελλάδας, ενώ στην επόμενη παράγραφο, γίνεται αναφορά σε κάποια χαρακτηριστικά περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας της Ελλάδας.

Αναφορικά με το τραπεζικό σύστημα, κρίθηκε σκόπιμο να παρουσιαστούν στοιχεία που αναφέρονται στην διαχρονική εξέλιξη των δανείων, των αποθεμάτων σε χρυσό και στο σύνολο της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού τους. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί, αλλά και του επόμενου διαγράμματος, το οποίο παρουσιάζει τον ρυθμό μεταβολής των δανείων των τραπεζών, μετά από μια αύξηση που σημειώθηκε στο 2010, στην συνέχεια και για όλη την υπόλοιπη υπό μελέτη περίοδο, παρουσίαζαν διαρκή μείωση. Αξίζει να σημειωθεί ότι η μεγαλύτερη μείωση σημειώνεται το 2012.

Πίνακας 21. Η διαχρονική εξέλιξη των δανείων των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015.

Έτος	Απόλυτα Μεγέθη	Μεταβολή
<i>2009</i>	223.126	
<i>2010</i>	261.456	17,18%
<i>2011</i>	279.592	6,94%
<i>2012</i>	259.991	-7,01%
<i>2013</i>	242.919	-6,57%
<i>2014</i>	233.740	-3,78%
<i>2015</i>	229.074	-2,00%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



Διάγραμμα 18. Η διαχρονική εξέλιξη των δανείων των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

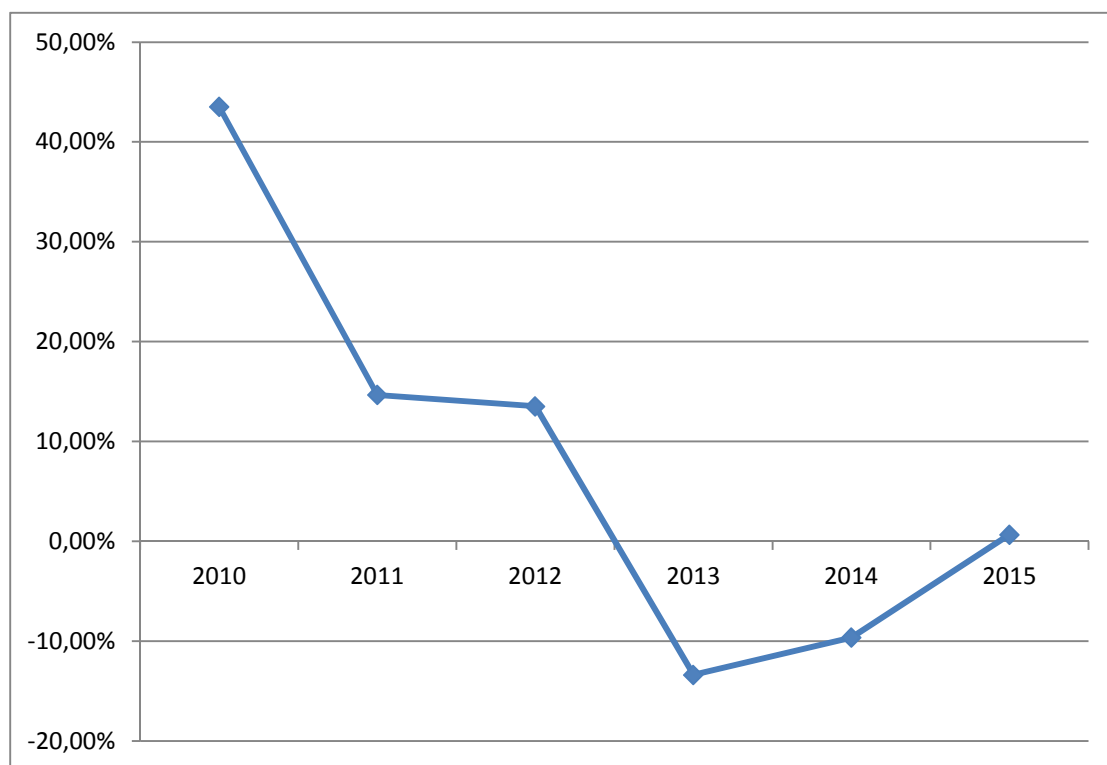
Εξάλλου, σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί, αλλά και του επόμενου διαγράμματος, το οποίο παρουσιάζει τον ρυθμό μεταβολής των αποθεμάτων χρυσού των τραπεζών, αυτά συνέχισαν να αυξάνονται μέχρι το 2012, για να μειωθούν στην συνέχεια και να φτάσουν το 2015 στα επίπεδα του 2010. Αξίζει να σημειωθεί ότι η μεγαλύτερη μείωση σημειώνεται το 2013.

Πίνακας 22. Η διαχρονική εξέλιξη των δανείων των αποθεμάτων χρυσού των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015.

Έτος	Απόλυτα Μεγέθη	Μεταβολή
2009	2.964	
2010	4.254	43,52%

2011	4.878	14,67%
2012	5.538	13,53%
2013	4.798	-13,36%
2014	4.336	-9,63%
2015	4.365	0,67%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



Διάγραμμα 19. Η διαχρονική εξέλιξη των δανείων των αποθεμάτων χρυσού των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

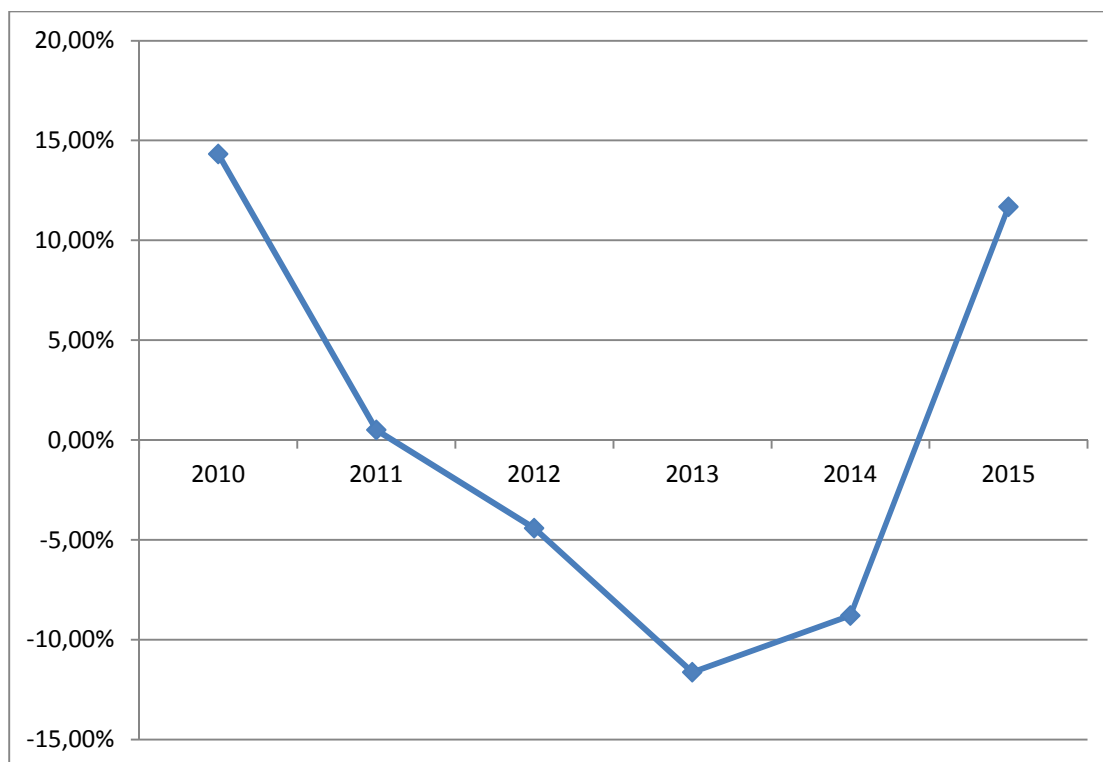
Τέλος, σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί, αλλά και του επόμενου διαγράμματος, το οποίο παρουσιάζει τον ρυθμό μεταβολής των στοιχείων

του ενεργητικού των τραπεζών, αυτά άρχισαν να μειώνονται σταδιακά από το 2012 και έπειτα. Αξίζει να σημειωθεί ότι η μεγαλύτερη μείωση σημειώνεται το 2013.

Πίνακας 23. Η διαχρονική εξέλιξη των στοιχείων του Ενεργητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015.

Έτος	Απόλυτα Μεγέθη	Μεταβολή
<i>2009</i>	559.492	
<i>2010</i>	639.631	14,32%
<i>2011</i>	642.911	0,51%
<i>2012</i>	614.564	-4,41%
<i>2013</i>	543.068	-11,63%
<i>2014</i>	495.335	-8,79%
<i>2015</i>	553.180	11,68%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



Διάγραμμα 20. Η διαχρονική εξέλιξη των στοιχείων του Ενεργητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

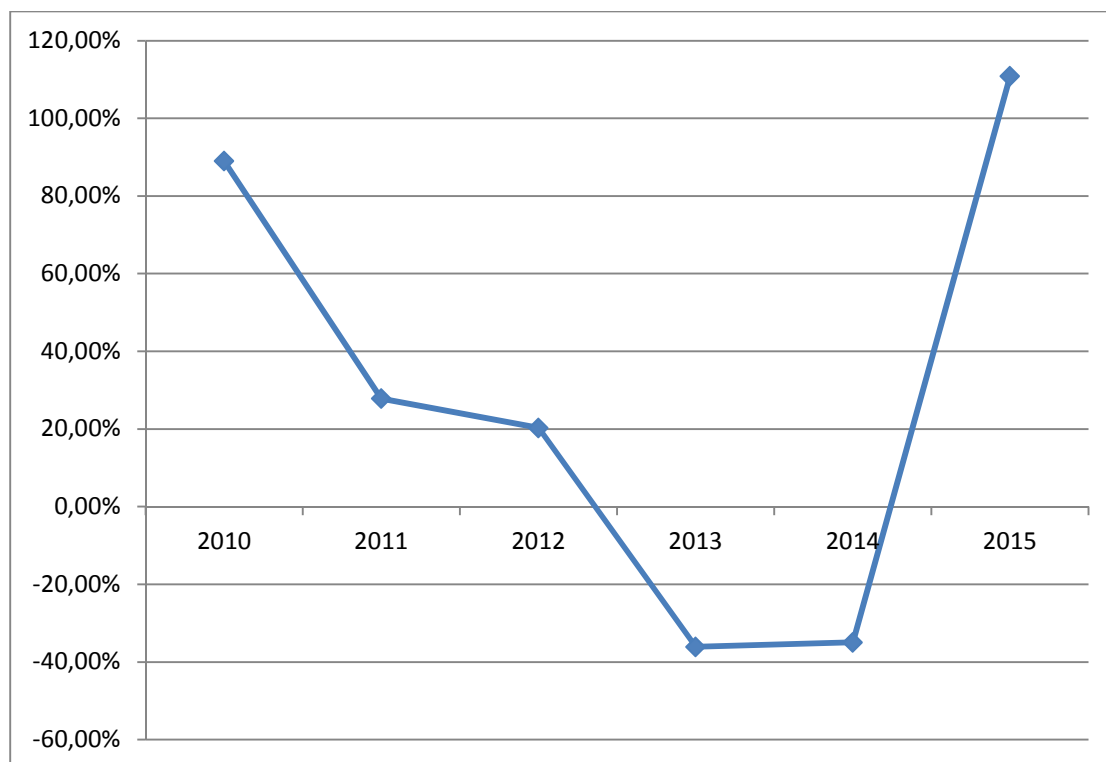
4.4.Στοιχεία του Ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015

Αναφορικά με την Τράπεζα της Ελλάδας, κρίθηκε σκόπιμο να παρουσιαστούν στοιχεία που αναφέρονται στην διαχρονική εξέλιξη των απαιτήσεων της έναντι των τραπεζικών ιδρυμάτων, των αποθεμάτων της σε χρυσό και στο σύνολο της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού της. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί, αλλά και του επόμενου διαγράμματος, το οποίο παρουσιάζει τον ρυθμό μεταβολής των απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδας έναντι των τραπεζικών ιδρυμάτων, μετά από μια μεγάλη αύξηση που σημειώθηκε στο 2010 και που συνεχίστηκε το 2011 και το 2012, στην συνέχεια και για όλη την υπόλοιπη υπό μελέτη περίοδο, παρουσίαζαν διαρκή μείωση, με εξαίρεση την εντυπωσιακή αύξηση του 2015.

**Πίνακας 24. Η διαχρονική εξέλιξη των απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδας
έναντι των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015**

Έτος	Απόλυτα Μεγέθη	Μεταβολή
<i>2009</i>	45.455	
<i>2010</i>	85.901	88,98%
<i>2011</i>	109.817	27,84%
<i>2012</i>	132.082	20,27%
<i>2013</i>	84.417	-36,09%
<i>2014</i>	54.912	-34,95%
<i>2015</i>	115.784	110,85%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



Διάγραμμα 21. Η διαχρονική εξέλιξη των απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδας έναντι των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

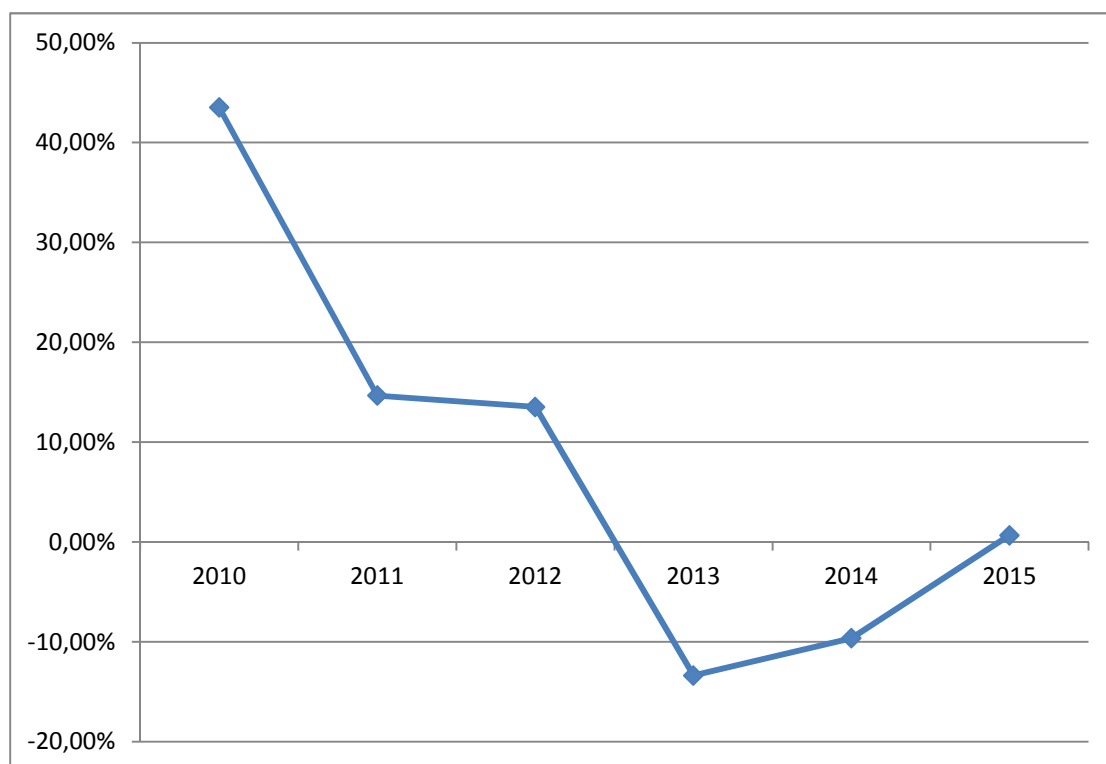
Εξάλλου, σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί, αλλά και του επόμενου διαγράμματος, το οποίο παρουσιάζει τον ρυθμό μεταβολής των αποθεμάτων χρυσού της Τράπεζας της Ελλάδας, αυτά συνέχισαν να αυξάνονται μέχρι το 2012, για να μειωθούν στην συνέχεια και να φτάσουν το 2015 στα επίπεδα του 2010. Αξίζει να σημειωθεί ότι η μεγαλύτερη μείωση σημειώνεται το 2013.

Πίνακας 25. Η διαχρονική εξέλιξη των αποθεμάτων χρυσού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015.

Έτος	Απόλυτα Μεγέθη	Μεταβολή
2009	2.964	

2010	4.254	43,52%
2011	4.878	14,67%
2012	5.538	13,53%
2013	4.798	-13,36%
2014	4.336	-9,63%
2015	4.365	0,67%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



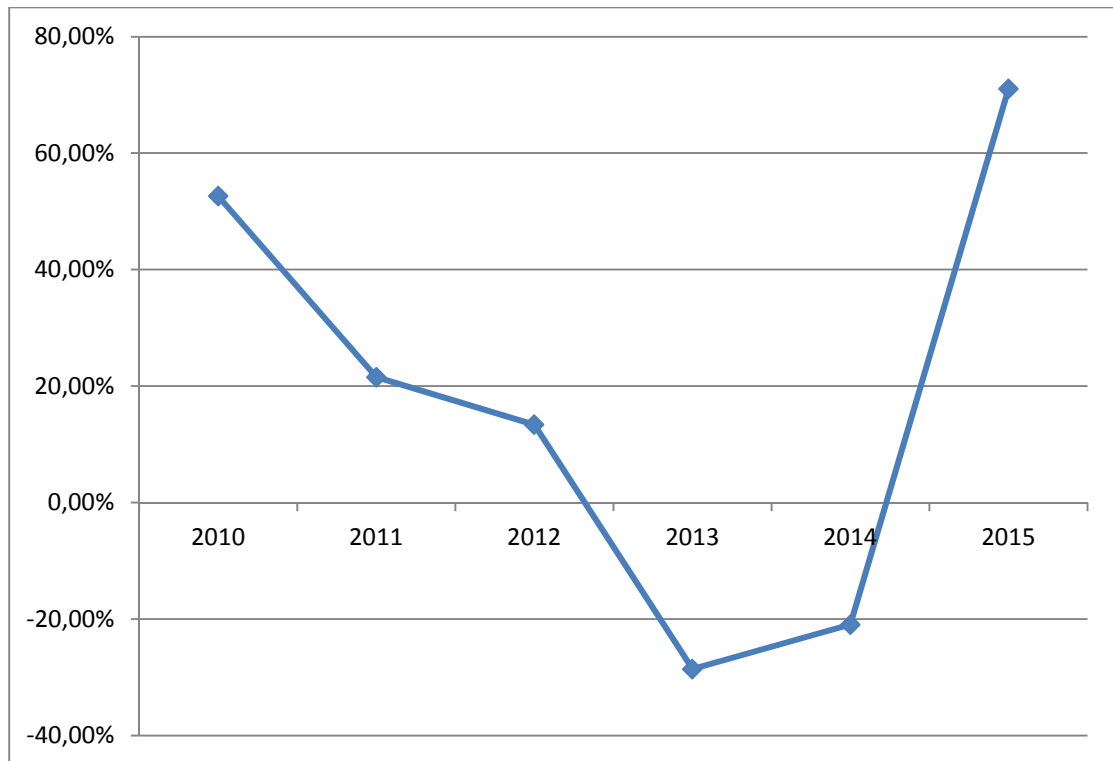
Διάγραμμα 22. Η διαχρονική εξέλιξη των αποθεμάτων χρυσού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

Τέλος, σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί, αλλά και του επόμενου διαγράμματος, το οποίο παρουσιάζει τον ρυθμό μεταβολής των στοιχείων του ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδας, αυτά άρχισαν να μειώνονται σταδιακά από το 2013 και έπειτα, με χαρακτηριστική την μεγάλη αύξηση που παρουσίασαν το 2015.

Πίνακας 26. Η διαχρονική εξέλιξη των στοιχείων του Ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015

Έτος	Απόλυτα Μεγέθη	Μεταβολή
<i>2009</i>	80.908	
<i>2010</i>	123.492	52,63%
<i>2011</i>	150.100	21,55%
<i>2012</i>	170.178	13,38%
<i>2013</i>	121.557	-28,57%
<i>2014</i>	96.124	-20,92%
<i>2015</i>	164.401	71,03%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.



Διάγραμμα 23. Η διαχρονική εξέλιξη των στοιχείων του Ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.

5. Η Νομισματική Πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας την περίοδο της οικονομικής κρίσης.

5.1. Εισαγωγικά στοιχεία

Στο παρόν κεφάλαιο θα λάβει χώρα μια σύντομη και συνεκτική παρουσίαση της αντίδρασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην οικονομική κρίση που ξέσπασε στην Ευρώπη από το 2008 μέχρι και το 2015. Για να γίνει αυτό, ωστόσο κρίνεται απαραίτητη η αναφορά και στην περίοδο πριν την οικονομική κρίση, από την στιγμή της αρχής της υιοθέτησης του κοινού νομίσματος, του ευρώ. Η ΕΚΤ δημιουργήθηκε αρχικά για να επιδιώξει τη σταθερότητα των τιμών, με στόχο την οικονομική ανάπτυξη και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα ως δευτερεύοντες στόχους, μόλις εξασφαλιστεί ο πρωταρχικός στόχος.

Η εφαρμογή μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε έναν διαφορετικό οικονομικό χώρο συνεπαγόταν έντονη φιλοκυκλικότητα στις πραγματικές οικονομικές της επιπτώσεις στην περιφέρεια της ευρωζώνης. Αργότερα, η νομισματική πολιτική έγινε το κύριο μέσο πολιτικής για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας που προκλήθηκε από την αποτυχία της Lehman Brothers και την κρίση χρέους στην ευρωζώνη. Κατά τη διαδικασία αυτή, η ΕΚΤ εμφανίστηκε ως «δανειστής της τελευταίας στιγμής» στις αγορές κρατικών χρεογράφων των συμμετεχουσών χωρών.

Η συνεχιζόμενη οικονομική ύφεση και ο αποπληθωρισμός έφεραν τελικά την ΕΚΤ στα ανεξερεύνητα νερά των αντισυμβατικών πολιτικών. Το γεγονός ότι η ΕΚΤ θα μπορούσε να εκτελέσει νόμιμα όλα αυτά τα καθήκοντα, αποτελεί μαρτυρία της ευελιξίας του ΕΣΚΤ και του καταστατικού της, αλλά τα εργαλεία και οι διαδικασίες λειτουργίας της έφτασαν στα όριά τους. Τελικά, η θέση της ΕΚΤ μεταξύ των θεσμικών οργάνων χάραξης πολιτικής της ΕΕ έχει ενισχυθεί σημαντικά, αλλά έχει προκαλέσει επανειλημμένες παρεμβάσεις στον ευρύτερο τομέα των οικονομικών

πολιτικών - εξαιτίας των πολιτικών της για την παρέμβαση στην αγορά - των οποίων οι συνέπειες δεν έχουν ακόμη εξακριβωθεί.

5.2. Σύντομη επισκόπηση της νομισματικής πολιτικής από το 2002 μέχρι το 2009

Στα πρώτα χρόνια της, η ΕΚΤ αντιδρούσε αρκετά στις οικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις. Μετά από μια αρχική μείωση, το επιτόκιο αναφοράς αυξήθηκε σταδιακά κατά 225 μονάδες βάσης, φτάνοντας σε μέγιστο ύψος 4,75%, μεταξύ Νοεμβρίου 1999 και Οκτωβρίου 2000, καθώς ο πληθωρισμός αυξήθηκε από κάτω του 1% (στις αρχές του 1999) σε πάνω από 2% (και πάνω από 3% τον Μάιο του 2001), σε ένα παγκόσμιο περιβάλλον επιτάχυνσης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων.

Στη συνέχεια, στις αρχές της δεκαετίας του 2000, μεγάλες διαταραχές έπληξαν την παγκόσμια οικονομία, δηλ. η κατάρρευση της αγοράς dot.com και οι τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ, που έριξαν την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση. Η νομισματική στάση της ΕΚΤ έγινε αρκετά επεκτατική μέχρι το τέλος της δεκαετίας. Από τις αρχές του 2001 έως τον Ιούνιο του 2003, η ΕΚΤ μείωσε το επιτόκιο αναφοράς της κατά 275 μονάδες βάσης, μειώνοντας το όριο του 2%, παρά την ταυτόχρονη απότομη επιτάχυνση του κυριότερου νομισματικού μεγέθους αναφοράς του M3. Ωστόσο, τα επίσημα επιτόκια έμειναν αμετάβλητα μέχρι το τέλος του 2005, καθώς η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμπε αργά.

Συνολικά, μέχρι το καλοκαίρι του 2006 οι νομισματικές συνθήκες ήταν αρκετά χαλαρές. Ο πληθωρισμός έτεινε να υπερβεί το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2% και ο ρυθμός αύξησης του M3 παρέμεινε κατά μέσο όρο πολύ πάνω από τον ενδεικτικό στόχο 4,5% που ανακοίνωσε η ΕΚΤ. Από την άλλη πλευρά, από τον Απρίλιο του 2002, το ευρώ ανατιμήθηκε στο εύρος \$ 1.20-1.40 από τις αρχές του 2004 έως το καλοκαίρι του 2007, και έπειτα αυξήθηκε σε σχεδόν \$ 1,60 στα επόμενα τρία τρίμηνα (ECB, 2015).

Εν τω μεταξύ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ και ο πληθωρισμός των μισθών παρέμειναν υποτονικοί. Φαίνεται λοιπόν ότι η ΕΚΤ ήταν διατεθειμένη να ικανοποιήσει την άφθονη ρευστότητα και την πιστωτική επέκταση, εφόσον ο στόχος σταθερότητας των τιμών δεν φαινόταν να απειλείται. Χάρη και στο ισχυρό ευρώ. Το φτηνό κόστος δανεισμού χρημάτων θα βοηθούσε την οικονομική ανάκαμψη.

Ένας νέος γύρος αύξησης των επιτοκίων πραγματοποιήθηκε μόνο γύρω στα τέλη του 2005. Μεταξύ του Δεκεμβρίου του ίδιου έτους και του Ιουλίου 2008, το κύριο επίσημο επιτόκιο αναφοράς αυξήθηκε συνολικά κατά 225 μονάδες βάσης, ανεβάζοντας το επίπεδό του σε 4,25%. Ενώ η ανάπτυξη των χρηματαγορών και των πιστώσεων υποχώρησε το πρώτο εξάμηνο του 2008, η ΕΚΤ εξέφρασε ανησυχίες για την αύξηση του συνολικού πληθωρισμού, που ξεπέρασε για λίγο το 4%, κυρίως λόγω της αύξησης των διεθνών τιμών πετρελαίου και τροφίμων, προτού πέσει γρήγορα.

Αυτή η στροφή προς τον αυξανόμενο περιορισμό - σε μεγάλο βαθμό σε συμφωνία με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού - ήταν σε πλήρη εξέλιξη όταν η αποτυχία της Lehman Brothers έπληξε το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα (Σεπτέμβριος 2008), οδηγώντας σε νέα ανατροπή των επίσημων επιτοκίων, τα οποία έως τα μέσα του 2009 μειώθηκαν στο 1% (ECB, 2015).

5.3 Η αντίδραση της ΕΚΤ στους χρηματοοικονομικούς κλυδωνισμούς του 2009 και του 2012.

Υπήρχαν δύο ξεχωριστές φάσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην Ευρωζώνη. Το 2008-09, το σοκ μετά την κατάρρευση της Lehman που προήλθε από τις αμερικανικές κεφαλαιαγορές επηρέασε σε σχετικά μικρό βαθμό τις ελαφρώς διευρυνόμενες διαφορές μεταξύ των αγορών της Ευρωζώνης Όπως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και οι άλλες σημαντικές κεντρικές τράπεζες, η ΕΚΤ αντέδρασε με τη μείωση των επιτοκίων και επέκτεινε μαζικά τις πράξεις αναχρηματοδότησης για το τραπεζικό σύστημα. Η λειτουργία της ΕΚΤ ως «δανειστής της τελευταίας στιγμής»

ήταν μαζική και αποτελεσματική, με ελάχιστες διαφωνίες στο πλαίσιο του Διοικητικού της Συμβουλίου.

Μεταξύ Οκτωβρίου 2008 και Μαΐου 2009, η ΕΚΤ μείωσε το βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης κατά 325 μονάδες βάσης, φθάνοντας το 1%. Επίσης, ενέκρινε ορισμένα μέτρα πιστωτικής ενίσχυσης για τον μετριασμό των επιπτώσεων της κατάρρευσης των χονδρικών και διατραπεζικών αγορών. Από τον Οκτώβριο του 2008, οι πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Long-Term Refinancing Operations –LTROs) χορηγήθηκαν σε βάση πλήρους κατανομής και σταθερού επιτοκίου, έτσι ώστε όλη η ζήτηση ρευστότητας να ικανοποιηθεί με σταθερό κόστος εφόσον υπήρχε επαρκής εξασφάλιση. Η μέγιστη λιτότητα των LTROs αυξήθηκε αρχικά σε έξι και στη συνέχεια (Μάιος 2009) σε 12 μήνες (ECB, 2015).

Η ΕΚΤ ξεκίνησε επίσης το πρώτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP1) προκειμένου να αναζωογονήσει μια αγορά που κανονικά αποτελεί πρωταρχική πηγή χρηματοδότησης για τις ευρωπαϊκές τράπεζες, οι οποίες είχαν υποχωρήσει τόσο ως προς τη ρευστότητα όσο και ως προς την έκδοση. Στο πλαίσιο του προγράμματος αυτού η ίδια η ΕΚΤ αγόρασε περίπου 60 δισ. ευρώ.

Οι χρηματοπιστωτικές εντάσεις άρχισαν να αμβλύνονται έως ότου στις αρχές του 2010 η κρίση του ελληνικού δημόσιου χρέους κατέστρεψε τις όποιες συνθήκες της αγοράς είχαν δημιουργηθεί που ευνοούσαν το ξεπέραςμα της κρίσης, αυξάνοντας τις αμφιβολίες των επενδυτών σχετικά με το εάν η χώρα και ενδεχομένως άλλες υπερχρεωμένες χώρες θα έρθουν σε αδυναμία πληρωμής και ίσως αναγκαστούν να αποχωρήσουν από το ευρώ.

Προκειμένου να εξουδετερωθούν οι ακραίες αναταραχές στην αγορά, η ΕΚΤ ξεκίνησε τον Μάιο του 2010 το Πρόγραμμα Αγοράς Αξιών (Securities Market Programme, SMP). Το πρόγραμμα αυτό αποτέλεσε την πρώτη της εισβολή στις αγορές των κρατικών ομολόγων, με βάση τα οποία θα αγόραζε απροσδιόριστα ποσά κρατικών ομολόγων σε δευτερογενείς αγορές (Eser & Schwaab, 2013). Οι αγορές στο πλαίσιο του προγράμματος συγκεντρώθηκαν κατά κύριο λόγο τον Μάιο και τον Ιούνιο του 2010 και από τον Αύγουστο μέχρι τον Νοέμβριο του 2011. Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί ότι το πρόγραμμα ήταν ανενεργό για μεγάλο χρονικό διάστημα. Διακόπηκε τον Μάρτιο του 2011, καθώς το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο δεν συμφώνησε

να χορηγήσει στον εκκολαπτόμενο Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) την εξουσία να παρεμβαίνει στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων, σε απόλυτη απογοήτευση της ΕΚΤ (Bastasin, 2015)⁶.

Επαναλήφθηκε τον Αύγουστο του ίδιου έτους, με σημαντικές αγορές ιταλικών και ισπανικών ομολόγων, με κάποιες θετικές επιπτώσεις στα περιθώρια των ασταθών αγορών, αλλά αναστάληκε και πάλι για τα ιταλικά ομόλογα, καθώς κατέστη σαφές ότι η κυβέρνηση του Μπερλουσκόνι δεν εκπλήρωσε τις υποσχόμενες οικονομικές μεταρρυθμίσεις. Το Σεπτέμβριο του 2012 το πρόγραμμα διακόπηκε και αντικαταστάθηκε από το Πρόγραμμα Αμέσων Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transaction, OMT). Στο πλαίσιο του SMP, η ΕΚΤ διέθεσε χρεόγραφα ύψους 220 δισ. Ευρώ κατ' ανώτατο όριο, τα οποία μειώθηκαν σταδιακά καθώς μειώθηκε η ένταση (σε 138 δισ. Ευρώ από τον Μάιο του 2015). Τον Οκτώβριο του 2011, καθώς οι οικονομίες της Ιταλίας και της Ισπανίας δέχονταν έντονες πιέσεις, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα αγοράσει επιπλέον 40 δισ. Ευρώ καλυμμένων ομολογιών (CBPP2).

Το φθινόπωρο του 2011, ως αναμενόμενη αντίδραση στα προβλήματα χρέους του ελληνικού δημόσιου τομέα, η κρατική κρίση άρχισε να μεταλλάσσεται σε τραπεζική κρίση, καθώς οι επενδυτές έβλεπαν τις πιθανές επιπτώσεις από την ύπαρξη κρατικών χρεοκοπιών στην φερεγγυότητα τραπεζικών ιδρυμάτων με μεγάλες εκθέσεις σε κρατικούς κινδύνους. Η αναδυόμενη τραπεζική κρίση με τη σειρά της χειροτέρευσε τις εκτιμήσεις της αγοράς για την φερεγγυότητα του ελληνικού κράτους, καθώς οι επενδυτές έλαβαν υπόψη την προοπτική περαιτέρω εισροών κεφαλαίου από τις κυβερνήσεις στο τραπεζικό σύστημα για να διατηρήσουν τις τράπεζες στη ζωή (Fawley & Neely, 2013).

Η σύνδεση μεταξύ των κρατικών και των τραπεζικών κρίσεων είχε τεθεί σε ισχύ. Σύντομα οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης άρχισαν να υποβαθμίζουν παράλληλα τα κρατικά ομόλογα και τις μετοχές των τραπεζών, αυξάνοντας τις πιέσεις της αγοράς. Η κρίση επιδεινώθηκε λόγω της ακατάπαυστης απόφασης των αρχηγών κρατών και κυβερνήσεων της ΕΕ (τον Οκτώβριο του 2011, κατόπιν προτάσεως της European Banking Authority, EBA) να απαιτήσουν από τις τράπεζες να αυξήσουν το κεφάλαιό

⁶ Bastasin, C. (2015). *Saving Europe: Anatomy of a Dream*. Washington, USA: Brookings Institution

τους σε ρυθμιζόμενο ποσοστό 9%, που συνεπάγονταν αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις περίπου 100 δισ. ευρώ.

Σε αυτό το ραγδαία επιδεινούμενο περιβάλλον, η ΕΚΤ έσπευσε να καλύψει τις ανάγκες χρηματοδότησης των τραπεζών. Η υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών μειώθηκε από 2% σε 1%. Επιπλέον, η ΕΚΤ προχώρησε σε δύο «πολύ μακροπρόθεσμες» πράξεις αναχρηματοδότησης (very-long-term' refinancing operations, VLTRO) - τον Δεκέμβριο του 2011 και τον Φεβρουάριο του 2012 - με διάρκεια τριών ετών. Το ποσό που αντλήθηκε ανήλθε σε πάνω από 1 τρισεκατομμύριο ευρώ, με το μεγαλύτερο μερίδιο να αφορά ιταλικές και ισπανικές τράπεζες. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την διόγκωση του ισολογισμού της ΕΚΤ (Fawley & Neely, 2013).

Η κατάσταση αγωνίας και η αμοιβαία εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα αντανακλάται στο γεγονός ότι οι τράπεζες του Ευρωσυστήματος αποθεματοποιούν περίπου 600 δισεκατομμύρια ευρώ με την ΕΚΤ να διατηρεί ρευστά διαθέσιμα, παρά να προβαίνει σε δανεισμό. Επίσης, υιοθετήθηκαν νέα μέτρα για τη χαλάρωση των περιορισμών στις αποδεκτές εξασφαλίσεις, ως απάντηση στην προοδευτική μείωση των κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων σε βαθμό μη ικανοποιητικής επενδυτικής ποιότητας.

Την άνοιξη και το καλοκαίρι του 2011, η ΕΚΤ αύξησε δύο φορές το επιτόκιο αναφοράς της (συνολικά κατά 50 μονάδες βάσης) για να αντιμετωπίσει τον επιταχυνόμενο πληθωρισμό και την ταχεία πιστωτική επέκταση στη Γερμανία και σε άλλες σημαντικές χώρες της ευρωζώνης. Η αδικαιολόγητη αυτή κίνηση αντιστράφηκε πριν από το τέλος του έτους.

Αντίθετα με την επιδείνωση των επιτοκίων μετά από τις μεγάλες εισροές ρευστότητας από την ΕΚΤ, οι εντάσεις συνέχισαν να αναπτύσσονται κατά το πρώτο εξάμηνο του 2012. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων σε ορισμένες χώρες της ευρωζώνης έφθασαν σε νέα ύψη, ενσωματώνοντας όλο και περισσότερο ένα ασφάλιστρο κινδύνου «μετατροπής», ενώ ορισμένοι συμμετέχοντες στις αγορές χρήματος αναγκάστηκαν να εγκαταλείψουν το ευρώ. Τελικά, η προοπτική κατάρρευσης ολόκληρης της ευρωζώνης οδήγησε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και την Συνάντηση κορυφής τον Ιούνιο του 2012 να ξεκινήσουν το σχέδιο τραπεζικής ένωσης, το οποίο σχεδιάστηκε για να σπάσει την σύνδεση των διαφόρων κρίσεων με

την ευστάθεια του τραπεζικού συστήματος των χωρών της ευρωζώνης, ενώ την ίδια στιγμή, η γερμανική κυβέρνηση άφησε να γίνει γνωστό ότι η έξοδος της Ελλάδας από την ευρωζώνη δεν ήταν πλέον επιλογή (Fawley & Neely, 2013).

Σε αυτό το πλαίσιο, στις 26 Ιουλίου, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Mario Draghi δήλωσε σε ομιλία του προς τους επενδυτές στο Lancaster House, στο Λονδίνο, ότι η ΕΚΤ ήταν «έτοιμη να κάνει ό, τι χρειάζεται για τη διαφύλαξη του ευρώ». Ακολούθησε, στις αρχές Σεπτεμβρίου, η ανακοίνωση του προγράμματος OMT, σύμφωνα με το οποίο η ΕΚΤ και οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες θα ήταν διατεθειμένες να παρέμβουν για απεριόριστα ποσά σε δευτερεύουσες αγορές κρατικών ομολόγων συγκεκριμένων μελών της ευρωζώνης χωρίς προκαθορισμένο χρονικό όριο. Με αυτή την ανακοίνωση, η ΕΚΤ, στην πραγματικότητα, έθεσε τον εαυτό της ως δανείστρια της τελευταίας στιγμής που στέκεται πίσω από τα κράτη στην ευρωζώνη, σε περίπτωση μεγάλων οικονομικών κρίσεων. Ωστόσο, αυτές οι παρεμβάσεις θα ξεκινούσαν μόνον αφού η ενδιαφερόμενη χώρα είχε υπογράψει ένα οικονομικό πρόγραμμα με το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EMXΣ) ή τον ΕΜΣ, το οποίο συνεπάγεται «αυστηρούς και αποτελεσματικούς όρους».

Αυτό μπορεί να λάβει τη μορφή ενός πλήρους προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής ή, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, ενός προληπτικού προγράμματος. Σε κάθε περίπτωση πρέπει να περιλαμβάνει τη δυνατότητα αγοράς χρεογράφων πρωτογενούς αγοράς από το EFSF ή τον ESM. Ορισμένοι αναλυτές θεωρούν ότι αυτή η ρήτρα μπορεί να σκιάσει την αξιοπιστία της OMT, καθώς θα ήταν δύσκολο να ενεργοποιηθεί στην πράξη, π.χ. σε περίπτωση τραπεζικής κρίσης που απαιτεί ταχεία δράση (De Grauwe, 2013; Wyplosz, 2013).

Η πιθανότητα ενός προληπτικού προγράμματος μπορεί να προσφέρει διέξοδο, αλλά απαιτεί την προθυμία της κυβέρνησης να υπογράψει ένα μνημόνιο συμφωνίας σχετικά με τα μέτρα προσαρμογής με τον ΕΜΣ πολύ πριν η χώρα βρεθεί πίσω σε κρίσιμη κατάσταση, κάτι που μπορεί να περιλαμβάνει διαφόρους κινδύνους πολιτικών σκοπιμοτήτων. Ευτυχώς, η εφαρμογή του προγράμματος δεν δοκιμάστηκε ποτέ και οι χρηματοπιστωτικές αγορές έλαβαν την ανακοίνωση της ΕΚΤ στην ονομαστική τους αξία.

Σταδιακά, άρχισαν να καταρρίπτονται οι διαφορές στα ομόλογα των κρατών μελών και οι διασυννοριακές ροές χρηματοδότησης για περιφερειακές τράπεζες επανήλθαν στους φυσιολογικούς τους ρυθμούς. Έτσι, το OMT σημείωσε ουσιαστικά μια κρίσιμη καμπή στην κρίση χρέους της ευρωζώνης, επιβεβαιώνοντας πέραν πάσης αμφιβολίας ότι τα προβλήματα που ανέκυψαν και η τραπεζική κρίση μετά το 2010 ήταν πράγματι το προϊόν των κακοσχεδιασμένων νομισματικών πολιτικών και όχι τόσο οι απερίσκεπτες δημοσιονομικές πολιτικές ορισμένων κρατών μελών.

Ο χρηματοοικονομικός κατακερματισμός άρχισε να υποχωρεί, αλλά όχι εξ ολοκλήρου εξαιτίας παρατεινόμενων αμφιβολιών σχετικά με την ισχύ των ισολογισμών των τραπεζών και γενικότερα, του αρνητικού επενδυτικού κλίματος που άφησε η κρίση. Το πρόβλημα αυτό έπρεπε να αντιμετωπιστεί περαιτέρω από την τραπεζική ένωση, η οποία ισχύει νομικά από τα τέλη του 2014, καθώς και η συνολική ανασκόπηση των ισολογισμών και των επιχειρηματικών μοντέλων των τραπεζών που υπόκεινται στην εποπτεία της ΕΚΤ. Στα πρώτα χρόνια του ευρώ οι δείκτες του βασικού χρήματος προς το ΑΕΠ αυξήθηκαν, πιθανώς αντανακλώντας τη μεγάλη αύξηση της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης (χρηματοδότηση), ενώ ο λόγος μεταξύ βασικού χρήματος και M3 ήταν σταθερός (με κάποιες κυκλικές μεταβολές στις αρχές της δεκαετίας). Με την εμφάνιση της κρίσης, οι δύο καμπύλες κυμάνθηκαν διαδοχικά, ενώ η υποκείμενη σχέση μεταξύ του M3 και του ΑΕΠ παρέμεινε σχετικά σταθερή (Goodhart, 2014).

Δεδομένου ότι η ΕΚΤ δέχτηκε παθητικά τη ζήτηση των τραπεζών για ρευστά διαθέσιμα, οι μεταβολές στα δυο μεγέθη πρέπει να αντικατοπτρίζουν τις διακυμάνσεις της προτίμησης ρευστότητας των τραπεζών και επομένως δεν συνεπάγονται μεγάλες αλλαγές σε νομισματικές συνθήκες. Όπως γίνεται εμφανές, οι διακυμάνσεις στη ζήτηση των τραπεζών για τη νομισματική βάση ήταν πολύ μεγαλύτερες κατά την περίοδο 2010-12, όταν η διατραπεζική και διασυννοριακή χρηματοδότηση σχεδόν εκμηδενίστηκε στην περιφέρεια, σε σχέση με το 2008-10 (το σοκ μετά τη Lehman), υπογραμμίζοντας την ένταση της κρίσης εμπιστοσύνης που προκάλεσε η κρίση του ελληνικού χρέους και ο κρίσιμος ρόλος των έκτακτων μέτρων της ΕΚΤ για την αποφυγή οικονομικής κατάρρευσης.

Ορισμένες σημαντικές εξελίξεις αξίζουν επίσης να αναφερθούν, όπως είναι για παράδειγμα, η εφαρμογή του ELA, ο οποίος αποτελεί μια γραμμή υποστήριξης

έκτακτης ανάγκης που διατίθεται στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες που αντιμετωπίζουν μια προσωρινή κρίση ρευστότητας, αλλά θεωρούνται φερέγγυες. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η στήριξη αυτή αποφασίζεται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, αλλά απαιτεί εξουσιοδότηση της ΕΚΤ, η οποία μπορεί να απορριφθεί ή να περιοριστεί όταν το Διοικητικό Συμβούλιο της θεωρεί ότι η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να επηρεάσει την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Από την απουσία επίσημων στατιστικών στοιχείων, οι ιδιωτικές εκτιμήσεις δείχνουν ότι η Ελλάδα και η Ιρλανδία (και σε μικρότερο βαθμό το Βέλγιο και αργότερα η Κύπρος) απευθύνθηκαν στον ELA κατά την περίοδο 2010-12, αλλά κατά κύριο λόγο παρέμειναν συνεπείς με τον θεσμικό στόχο της στήριξης των μεμονωμένων τραπεζών μερικής φερεγγυότητας (Fawley & Neely, 2013).

5.4. Η αντίδραση της ΕΚΤ στην κρίση της Ελλάδας το 2015

Ένα διαφορετικό σενάριο ξεκίνησε το 2015 όταν, στο πλαίσιο των δύσκολων διαπραγματεύσεων μεταξύ της νεοεκλεγείσας ελληνικής κυβέρνησης υπό την ηγεσία του ριζοσπαστικού αριστερού κόμματος ΣΥΡΙΖΑ, η αναστολή του προγράμματος διάσωσης υποχρέωσε την ΕΚΤ να αποκλείσει τους κατόχους ελληνικών τίτλων από τον κατάλογο των αποδεκτών τίτλων για εξασφάλιση. Η ΕΚΤ δεν είχε άλλη εναλλακτική λύση, δεδομένου ότι η γενική παραίτηση από την κυριότητα που θα μπορούσε να χορηγήσει όταν υπάρχει πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής δεν θα μπορούσε πλέον να εφαρμοστεί.

Ως εκ τούτου, η χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών από τις κεντρικές τράπεζες θα μπορούσε να διατεθεί μόνο μέσω του ELA και η πρόσβαση επιτράπηκε μόνο μέχρι ένα μικρό ανώτατο όριο που αποφασίστηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο και τροποποιήθηκε σε εβδομαδιαία βάση. Ως εκ τούτου, η διευκόλυνση του ELA είχε καταστεί de facto μηχανισμός συνολικής χρηματοδότησης έκτακτης ανάγκης, με την ΕΚΤ παρατηρεί στενά την πρόσβαση στην χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών υπό το φως των εξελισσόμενων διαπραγματεύσεων για τα διορθωτικά μέτρα οικονομικής πολιτικής μεταξύ της Ελλάδας και των ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων.

Ένα τελευταίο χαρακτηριστικό στο οποίο αξίζει να δοθεί έμφαση στο θεσμικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος που κατέστη εμφανές από την κρίση ήταν η εμφάνιση μεγάλων καθαρών θέσεων διαφόρων πιστωτών και οφειλετών των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών έναντι της ΕΚΤ, δηλαδή τα αποκαλούμενα υπόλοιπα «Target». Αυτά αποτελούν στην ουσία ένα σύστημα διακανονισμού συναλλαγών σε ευρώ μεταξύ των τραπεζών της ευρωζώνης, οι οποίες διοχετεύονται μέσω των ΕθνΚΤ και συνεπώς οδηγούν σε καθαρές θέσεις πιστωτών και οφειλετών των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών στην ΕΚΤ (Sinn, 2014)⁷.

Όταν εμφανίστηκε η κρίση του δημόσιου χρέους και οι ιδιωτικές διασυννοριακές χρηματοοικονομικές ροές προς την περιφέρεια της ευρωζώνης σταμάτησαν, σε κάποιο βαθμό το πρόγραμμα Target έγινε ο αντισταθμιστικός χρηματοπιστωτικός τομέας των εξωτερικών λογαριασμών των περιφερειακών μελών της ευρωζώνης με τρέχοντα ελλείμματα πληρωμών, αγοράζοντας χρόνο για τη μείωση τους και τη χαλάρωση του πιστωτικού περιορισμού. Το 2011 και το 2012, το πρόγραμμα Target παρείχε μεγάλο μέρος της χρηματοδότησης των διαταραχών του ισοζυγίου πληρωμών, μαζί με την επίσημη βοήθεια του EFSF και του ΔΝΤ.

Το αντιστάθμισμα αυτών των χρηματοοικονομικών ροών ήταν οι μεγάλες αυξήσεις των πιστωτικών υπολοίπων της Γερμανίας και άλλων βασικών χωρών, οι οποίες εν τω μεταξύ παρουσίαζαν μεγάλα πλεονάσματα τόσο στους τρέχοντες, όσο και στους ιδιωτικούς λογαριασμούς κεφαλαίων. Το 2013, αυτές οι ανισοροπίες εντός της ευρωζώνης εξαφανίστηκαν, αλλά οι περιφερειακές χώρες εξακολουθούσαν να αντιμετωπίζουν σημαντικές καθαρές εκροές ιδιωτικών κεφαλαίων. Η χρηματοδότηση μέσω του προγράμματος Target και η επίσημη βοήθεια συνέχισαν να καλύπτουν το κενό. Με τη μοναδική εξαίρεση της Ελλάδας, η προσφυγή στο Target και η επίσημη βοήθεια από τις περιφερειακές χώρες υποχώρησαν το 2014, καθώς οι συνθήκες της χρηματοπιστωτικής αγοράς εξομαλύνθηκαν μετά την εισαγωγή της OMT.

⁷ Sinn, W. (2014), *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford: Oxford University Press

5.5. Η ώρα για εφαρμογή μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών

Η ομιλία του προέδρου Draghi στο Συμπόσιο της Κεντρικής Τράπεζας στο Jackson Hole τον Αύγουστο του 2014 σηματοδότησε μια νέα στροφή στις πολιτικές της ΕΚΤ, καθώς θα μπορούσε κανείς να πει ότι από την παθητική νομισματική πολιτική της περιστροφής γύρω από το θέμα της ζήτησης ρευστότητας από το τραπεζικό σύστημα έως την ενεργό επεκτατική ώθηση, όχι μόνο δεν υπήρχε προηγούμενο στη σύντομη ιστορία του θεσμού, αλλά και φαινόταν αδιανόητο υπό την ορθόδοξη άποψη που καλλιεργείται στην Bundesbank.

Η αντίσταση στην ενεργή επέκταση στο πλαίσιο του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ ήταν ισχυρή καθ' όλη τη διάρκεια του έτους και αντανάκλαται με ικανοποιητικό ρυθμό στον περιορισμό των επιτοκίων σε σχέση με τις άλλες κύριες κεντρικές τράπεζες από το 2009 σχεδόν στο τέλος του 2013, στέλνοντας ένα μήνυμα συνεχιζόμενου σχετικού νομισματικού περιορισμού που κατά πάσα πιθανότητα διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ αδικαιολόγητα υψηλό από την αρχή της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Πράγματι, όταν ο ισολογισμός της άρχισε να συρρικνώνεται μετά την ανακοίνωση της OMT, αυτό θεωρήθηκε από την ΕΚΤ ως ένδειξη ομαλοποίησης των οικονομικών συνθηκών, αλλά παραβλέφθηκε η αρνητική επίδραση των υψηλών επιτοκίων στη ζήτηση ρευστότητας από το τραπεζικό σύστημα και η νομισματική πολιτική παρέμεινε πολύ σφιχτή (Pradhan, 2015).

Στην ομιλία του, ο Ντράγκι δήλωσε ότι οι επεκτατικές πολιτικές της ζήτησης δεν δικαιολογούνται μόνο από τη σημαντική κυκλική συνιστώσα της ανεργίας, αλλά θα πρέπει να βοηθούν να αποφευχθεί ο κίνδυνος μια αδύναμη οικονομία να συμβάλει στην επίδραση της υστέρησης. Ορισμένες προσεκτικά επεξεργασμένες επίσημες δηλώσεις προετοίμασαν το έδαφος για τα νέα μέτρα νομισματικής πολιτικής εξηγώντας λεπτομερώς το σκεπτικό πίσω από αυτά και τα μέτρα που θα χρησιμοποιηθούν σε διαφορετικές περιστάσεις.

5.6. Η εφαρμογή της Ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ

Στις 22 Ιανουαρίου 2015, ο πρόεδρος Draghi ανακοίνωσε την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου να εντείνει τη νομισματική επέκταση, αναλαμβάνοντας το ΕΑΡΡ, το οποίο περιλαμβάνει τα δύο προγράμματα αγοράς τίτλων που βρίσκονται ήδη σε εξέλιξη (προγράμματα αγοράς τίτλων και προγραμμάτων αγοράς καλυμμένων ομολογιών) βάσει του οποίου το Ευρωσύστημα αγοράζει μηνιαία χρεόγραφα ύψους 50 δισεκ. Ευρώ στη δευτερογενή αγορά κατά την περίοδο από το Μάρτιο του 2015 έως τον Σεπτέμβριο του 2016. Η ΕΚΤ έχει δεσμευτεί επίσης να συνεχίσει τις αγορές της στο πλαίσιο του προγράμματος στη συνέχεια, σε περίπτωση που ο ρυθμός αύξησης του ΗCPI δεν δείξει μέχρι τότε «μια διαρκή προσαρμογή στην πορεία του πληθωρισμού, η οποία είναι σύμφωνη με τον στόχο μας να επιτύχουμε ρυθμούς πληθωρισμού κατώτερους του 2% μεσοπρόθεσμα».

Η συνολική αξία των προς αγορά τίτλων θα ήταν συνεπώς τουλάχιστον 1,14 τρισεκατομμύρια ευρώ ή 11% του ΑΕΠ της ευρωζώνης, με αποτέλεσμα να επανέλθει ο ισολογισμός της ΕΚΤ στο σημείο όπου σημειώθηκε η κρίση, στις αρχές του 2012. Οι αγορές κινητών αξιών του δημόσιου τομέα προβλέπεται να ανέλθουν σε 950 δισεκατομμύρια ευρώ και θα περιλαμβάνουν ομόλογα που εκδίδονται από τα κράτη μέλη και ορισμένους εθνικούς οργανισμούς (836 δισεκατομμύρια ευρώ) και από ορισμένα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα (114 δισεκατομμύρια ευρώ).

Οι εθνικοί οργανισμοί και τα ιδρύματα των οποίων τα ομόλογα θα είναι επιλέξιμα για τις αγορές του Ευρωσυστήματος περιλαμβάνονται σε κατάλογο που δημοσιεύεται από την ΕΚΤ στον ιστότοπό της, ο οποίος μπορεί να τροποποιηθεί «με βάση τις εκτιμήσεις νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αντικατοπτρίζει δεόντως τα θέματα διαχείρισης κινδύνων που αγοράζονται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, υπό το συντονισμό του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, το οποίο έχει διατηρήσει τον πλήρη έλεγχο του σχεδιασμού του προγράμματος.

Από τις συνολικές πρόσθετες αγορές στο πλαίσιο του PSPP, η ΕΚΤ κατέχει 8% των κρατικών ομολόγων (4 δισεκ. Ευρώ) και 12% των κινητών αξιών των ευρωπαϊκών ιδρυμάτων (6 δισεκ. Ευρώ) στους ίδιους λογαριασμούς της. Οι εθνικοί

δημόσιοι τίτλοι (40 δισ. ευρώ μηνιαίως) που αγοράζονται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες διατίθενται σε μεμονωμένες κεντρικές τράπεζες με βάση τα μερίδιά τους στην κατανομή της ΕΚΤ και δεν αποτελούν αντικείμενο κατανομής ζημιών. Ο Πίνακας που ακολουθεί συνοψίζει τα κύρια στοιχεία του ΕΑΡΡ και τις ρυθμίσεις κατανομής του κινδύνου (Pradhan, 2015).

Πίνακας 27. Η κατανομή των μηνιαίων αγορών στοιχείων ενεργητικού από το Ευρωσύστημα

Ομόλογα	Κάτοχος των ομολόγων	Μηνιαίες χρεώσεις	Συνολικές χρεώσεις
<i>ABS</i>	ΕΚΤ	10 δισ. ευρώ	190 δισ. ευρώ
<i>Ευρωπαϊκοί οργανισμοί</i>	ΕΚΤ	6 δισ. ευρώ	114 δισ. ευρώ
<i>Κεντρικές κυβερνήσεις και υπηρεσίες χωρών της ευρωζώνης</i>	ΕΚΤ	4 δισ. ευρώ	76 δισ. ευρώ
<i>Κεντρικές κυβερνήσεις και υπηρεσίες χωρών της ευρωζώνης</i>	Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες	40 δισ. ευρώ	760 δισ. ευρώ
<i>Σύνολο</i>		60 δισ. ευρώ	1,14 τρις. ευρώ

Πηγή: Gros & Kopf, 2015.

Ο συμβιβασμός που επιτεύχθηκε όσον αφορά τον επιμερισμό του κινδύνου ήταν πιθανώς αναπόφευκτος, προκειμένου να επιτευχθεί ευρεία συναίνεση για την QE στο πλαίσιο του Διοικητικού Συμβουλίου. Ωστόσο, άφηνε τις ενδεχόμενες απώλειες πλήρως στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες. Μειώνοντας τις διαφορές

κινδύνου και τον κατακερματισμό της αγοράς, η QE μειώνει την πιθανότητα ενός τέτοιου γεγονότος και, κατά συνέπεια, το ζήτημα ενδέχεται να μην είναι σχετικό στην πράξη.

Ωστόσο, εάν το σοβαρό αδιέξοδο που παρατηρήθηκε το 2011-12 στο εσωτερικό της ευρωζώνης επαναληφτεί, το Ευρωσύστημα ενδέχεται να εκτεθεί σε μια νέα σύνδεση του κινδύνου μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών και των κυβερνήσεών τους, κάτι που όχι μόνο θα άρει τον διαχωρισμό μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής από τη Συνθήκη της ΕΕ, αλλά θα μπορούσε πραγματικά να κατακερματίσει τη νομισματική ένωση (Gros & Korf, 2015). Η ΕΚΤ αγοράζει δημόσιους τίτλους με διάρκεια μεταξύ 2 και 30 ετών, με εναπομένονσα διάρκεια άνω των δύο ετών και απόδοση υψηλότερη από -20 μονάδες βάσης.

Οι αγορές κινητών αξιών δεν μπορούν ποτέ να υπερβούν το ένα τρίτο της έκδοσης χρεογράφων μιας χώρας, ή το 25% για οποιοδήποτε θέμα. Το σκεπτικό αυτών των διατάξεων είναι τόσο οικονομικό όσο και νομικό. Ο οικονομικός λόγος είναι να ελαχιστοποιηθεί ο αντίκτυπος στη λειτουργία της αγοράς, ιδίως με σκοπό τη διατήρηση του μηχανισμού ανακάλυψης τιμών και την αποφυγή της επιδείνωσης της ρευστότητας της αγοράς. Ένα ειδικό ζήτημα που προκύπτει σε αυτό το πλαίσιο είναι η διασφάλιση ότι οι αγορές της ΕΚΤ δεν μειώνουν την αποτελεσματική προσφορά εξασφαλίσεων που διατίθενται στους συμμετέχοντες στην αγορά. Για το σκοπό αυτό, οι κινητές αξίες PSPP διατίθενται μέσω μιας δανειοδοτικής διευκόλυνσης τίτλων (όπως έχουν ήδη γίνει από άλλες κεντρικές τράπεζες, π.χ. την Τράπεζα της Αγγλίας).

Από την άλλη πλευρά, οι διάφορες νομικές διατάξεις συνεπάγονται σημαντική μείωση των δημοσίων κινητών αξιών που είναι πραγματικά διαθέσιμες για τις αγορές του Ευρωσυστήματος, γεγονός που δημιούργησε φόβους για ενδεχόμενη έλλειψη τίτλων. Από την άποψη αυτή, μπορεί κανείς να παρατηρήσει ότι, μολονότι ένα αυξανόμενο μερίδιο των δημόσιων ομολόγων της Ευρωζώνης έχει αρνητικές αποδόσεις, κυρίως στον πυρήνα της και στις σκανδιναβικές χώρες, προς το παρόν η απαίτηση ελάχιστης απόδοσης (-20 μονάδες βάσης) δεν είναι δεσμευτική και επομένως δεν έχει επίδραση στις επιλέξιμες κινητές αξίες.

Από την άλλη πλευρά, σε ορισμένες περιπτώσεις η αναμενόμενη καθαρή έκδοση δημόσιων ομολόγων είναι μικρή σε σχέση με τις αναμενόμενες αγορές, όπως

φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί, ενώ τα υψηλότερα κρατικά στεγαστικά δάνεια παίζουν σημαντικό ρόλο στα χαρτοφυλάκια των κεντρικών τραπεζών, των κρατικών επενδυτικών κεφαλαίων και άλλων θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι ενδεχομένως να είναι απρόθυμοι να τα πουλήσουν ενόψει των υποχρεωτικών περιορισμών στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους (Pradhan, 2015).

Πίνακας 28. Το δημόσιο χρέος, οι αναμενόμενες εκδόσεις και οι αγορές QE για επιλεγμένους συμμετέχοντες στο Ευρωσύστημα, σε εκατομμύρια ευρώ

Χώρα	Συνολικό Δημόσιο χρέος τον Δεκέμβριο του 2014	Υποχρεώσεις ως προς την ΕΚΤ	Εκδόσεις διάρκειας 2-30 έτη	Αναμενόμενες Αποδόσεις της QE την περίοδο 3/15-9/16
<i>Βέλγιο</i>	428	4,6	33	29,4
<i>Γαλλία</i>	2038	42,2	187	168,4
<i>Γερμανία</i>	2170	4,4	159	213,7
<i>Ελλάδα</i>	317	19,8	0,0	1,2
<i>Ιρλανδία</i>	203	37	14	13,8
<i>Ιταλία</i>	2135	197,9	260	146,2
<i>Ολλανδία</i>	451	0,0	48	47,5
<i>Ισπανία</i>	1034	65,3	142	105

Πηγή: Pradhan, 2015.

Συμπεράσματα

Αποτελεί κοινή παραδοχή πως η δημιουργία και η έννοια του χρήματος σηματοδότησε κατά την διάρκεια της ιστορίας την εξέλιξη των κοινωνιών και του ανθρώπινου είδους. Δεν έχει υπάρξει ίσως πιο ενδιαφέρουσα εξελικτική διαδικασία από αυτή του χρήματος, που σαν έννοια, προϊόν και συστατικό της ανθρώπινης κοινωνίας έχει περάσει από πολλά και ενδιαφέροντα στάδια. Η εξέλιξη του χρήματος έπαιξε ουσιαστικό ρόλο και στην εξέλιξη του ανθρώπου και ειδικά η εξέλιξη της πίστωσης και του χρέους, που θεωρείται τόσο σημαντική όσο και κάθε τεχνολογική καινοτομία στην ανοδική πορεία του πολιτισμού. Το χρήμα και οι λειτουργίες του, αποτελούν τον πλέον σημαντικό παράγοντα του σύγχρονου νομισματικού συστήματος.

Η νομισματική πολιτική αποτελεί, σε συνδυασμό με την δημοσιονομική πολιτική, το σημαντικότερο εργαλείο εφαρμογής της οικονομικής πολιτικής των χωρών και των ενώσεων χωρών, όπως είναι η Ευρωπαϊκή Ένωση. Παραδοσιακά, τα δυο αυτά εργαλεία άσκησης οικονομικής πολιτικής αποτελούσαν τα βασικά εργαλεία της εκάστοτε κυβέρνησης, προκειμένου αυτή να εφαρμόσει το οικονομικό της πρόγραμμα. Ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Οικονομική και Νομισματική Ένωση απαιτούν από τα κράτη μέλη τους να παραχωρήσουν την άσκηση νομισματικής πολιτικής στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τους άλλους ευρωπαϊκούς θεσμούς.

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών ασχολείται με την νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ωστόσο, η τελευταία αποτελεί ένα μόνο τμήμα της ευρύτερης οικονομικής πολιτικής της Ένωσης, όπως φαίνεται στο σχήμα που ακολουθεί. Μάλιστα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα τμήματα αυτά αλληλεπιδρούν και αλληλοεπηρεάζονται μεταξύ τους.

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) αντιπροσωπεύει θεσμικό πλαίσιο που εξασφαλίζει μια «οργανική σχέση» μεταξύ της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), ως θεσμού που ιδρύθηκε από το πρωτογενές δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και των κεντρικών τραπεζών των μελών της Ευρωπαϊκής

Ένωσης. Έχοντας ως βάση τις εθνικές νομοθεσίες, αποτελεί επίσης μέρος του συστήματος που καθιερώνει το κοινοτικό δίκαιο. Η νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και το Καταστατικό του ΕΣΚΤ) καθορίζει τους στόχους και τα καθήκοντα των οποίων η υλοποίηση είναι ευθύνη αυτού του θεσμικού οργάνου.

Με αυτόν τον τρόπο, η διακριτική ευχέρεια των κρατικών νομισματικών αρχών για τον καθορισμό των στόχων περιορίζεται και εμποδίζονται οι όποιες δυνατότητες για τη διεξαγωγή μιας απρόβλεπτης νομισματικής πολιτικής σε κάποιο κράτος μέλος. Βεβαίως, ο προγραμματικός χαρακτήρας των κανόνων που καθορίζουν τους στόχους της νομισματικής πολιτικής δίνει κάποια ελευθερία σε κάποια θέματα άσκησης νομισματικής πολιτικής κατά τη διάρκεια της υλοποίησης των καθορισμένων στόχων. Οι στόχοι του ΕΣΚΤ αναλύονται στο πρώτο μέρος του παρόντος κεφαλαίου. Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται στον ρόλο της σταθερότητας των τιμών, ως κεντρικός στόχος του ΕΣΚΤ. Το δεύτερο μέρος του κεφαλαίου ασχολείται με τα βασικά καθήκοντα του ΕΣΚΤ, τα οποία ορίζονται από τη νομοθεσία της ΕΕ (Arda, 2005). Πρωταρχικός στόχος της ευρωπαϊκής νομισματικής πολιτικής είναι η σταθερότητα των τιμών.

Η νομισματική πολιτική ανήκει αποκλειστικά στους τομείς αρμοδιότητας της Κοινότητας. Σε αντίθεση με τους στόχους της νομισματικής πολιτικής, όπου η νομοθεσία της ΕΕ περιορίζει τη διακριτική ευχέρεια της ανώτατης νομισματικής αρχής, καθορίζοντας την υποχρέωση διατήρησης της σταθερότητας των τιμών, η θέσπιση και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής ανήκει αποκλειστικά στους τομείς αρμοδιότητας του ΕΣΚΤ.

Η νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, πρωτίστως μέσω της Συνθήκης ΕΕ και του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, καθορίζει στόχους που εμπίπτουν στους τομείς αρμοδιότητας του ΕΣΚΤ. Αυτό σημαίνει ότι η νομισματική αρχή δεν είναι αυτόνομη στην επιλογή των στόχων της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, στο σύστημα στόχων που ανατίθεται στο ΕΣΚΤ, η σταθερότητα των τιμών αναφέρεται ως πρωταρχικός στόχος του οποίου η υλοποίηση είναι ευθύνη του ΕΣΚΤ.

Σίγουρα δεν σημαίνει ότι αυτός ο θεσμός δεν θα μπορούσε να υποστηρίξει την υλοποίηση άλλων στόχων της οικονομικής πολιτικής. Επιπλέον, η στήριξη σε άλλα

τμήματα της οικονομικής πολιτικής αποτελεί υποχρέωση, αλλά υπό την προϋπόθεση ότι δεν θέτει σε κίνδυνο την υλοποίηση του στόχου προτεραιότητας. Θα μπορούσε να αναφερθεί ότι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών αντιπροσωπεύει το λόγο ύπαρξης του καθιερωμένου νομισματικού συστήματος. Το γεγονός ότι η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως πρωταρχικός στόχος από τη Συνθήκη της ΕΕ ως θεμελιώδης νόμος, σημαίνει ότι οι αλλαγές της απαιτούν την εκτίμηση της διαδικασίας που προβλέπεται στη συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.

Το οικοδόμημα της ΟΝΕ και της ΕΕ δεν θεωρήθηκε ποτέ ως κάτι το οποίο θεωρείται δεδομένο. Αντίθετα, η διαδικασία της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης αποτελεί μια δυναμική και διαρκή διαδικασία, κατά την οποία όλοι οι εμπλεκόμενοι είναι δυνατόν να συμμετέχουν ενεργά στην διαρκή βελτίωση και τον μετασχηματισμό της.

Με αυτήν την έννοια, η οικονομική κρίση που είχε τις αρχές της στην κατάρρευση της στεγαστικής πίστης στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής στα τέλη της περασμένης δεκαετίας και που στην συνέχεια, «μεταλλάχτηκε» σε κρίση χρέους κάποιων ευρωπαϊκών κρατών της Ελλάδας συμπεριλαμβανομένης, αλλά και κρίσης του τραπεζικού τομέα, παρά τις αδιαμφισβήτητες αρνητικές συνέπειες που είχε για ολόκληρο το κοινωνικό σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποτέλεσε παράλληλα και μια ευκαιρία, προκειμένου να ισχυροποιηθεί η ανεξαρτησία των ευρωπαϊκών θεσμών, όπως είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική τράπεζα και να δημιουργηθούν νέοι, όπως είναι η ESM με στόχο την αποτελεσματικότερη προάσπιση των συμφερόντων των ευρωπαίων πολιτών, εν τέλει.

Η εφαρμογή μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε έναν διαφορετικό οικονομικό χώρο συνεπαγόταν έντονη φιλοκυκλικότητα στις πραγματικές οικονομικές της επιπτώσεις στην περιφέρεια της ευρωζώνης. Αργότερα, η νομισματική πολιτική έγινε το κύριο μέσο πολιτικής για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας που προκλήθηκε από την αποτυχία της Lehman Brothers και την κρίση χρέους στην ευρωζώνη. Κατά τη διαδικασία αυτή, η ΕΚΤ εμφανίστηκε ως «δανειστής της τελευταίας στιγμής» στις αγορές κρατικών χρεογράφων των συμμετεχουσών χωρών.

Η συνεχιζόμενη οικονομική ύφεση και ο αποπληθωρισμός έφεραν τελικά την ΕΚΤ στα ανεξερεύνητα νερά των αντισυμβατικών πολιτικών. Το γεγονός ότι η ΕΚΤ

θα μπορούσε να εκτελέσει νόμιμα όλα αυτά τα καθήκοντα, αποτελεί μαρτυρία της ευελιξίας του ΕΣΚΤ και του καταστατικού της, αλλά τα εργαλεία και οι διαδικασίες λειτουργίας της έφτασαν στα όριά τους. Τελικά, η θέση της ΕΚΤ μεταξύ των θεσμικών οργάνων χάραξης πολιτικής της ΕΕ έχει ενισχυθεί σημαντικά, αλλά έχει προκαλέσει επανειλημμένες παρεμβάσεις στον ευρύτερο τομέα των οικονομικών πολιτικών - εξαιτίας των πολιτικών της για την παρέμβαση στην αγορά - των οποίων οι συνέπειες δεν έχουν ακόμη εξακριβωθεί.

Στα πρώτα χρόνια της, η ΕΚΤ αντιδρούσε αρκετά στις οικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις. Μετά από μια αρχική μείωση, το επιτόκιο αναφοράς αυξήθηκε σταδιακά κατά 225 μονάδες βάσης, φτάνοντας σε μέγιστο ύψος 4,75%, μεταξύ Νοεμβρίου 1999 και Οκτωβρίου 2000, καθώς ο πληθωρισμός αυξήθηκε από κάτω του 1% (στις αρχές του 1999) σε πάνω από 2% (και πάνω από 3% τον Μάιο του 2001), σε ένα παγκόσμιο περιβάλλον επιτάχυνσης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων.

Συνολικά, μέχρι το καλοκαίρι του 2006 οι νομισματικές συνθήκες ήταν αρκετά χαλαρές. Ο πληθωρισμός έτεινε να υπερβεί το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2% και ο ρυθμός αύξησης του Μ3 παρέμεινε κατά μέσο όρο πολύ πάνω από τον ενδεικτικό στόχο 4,5% που ανακοίνωσε η ΕΚΤ. Από την άλλη πλευρά, από τον Απρίλιο του 2002, το ευρώ ανατιμήθηκε στο εύρος \$ 1.20-1.40 από τις αρχές του 2004 έως το καλοκαίρι του 2007, και έπειτα αυξήθηκε σε σχεδόν \$ 1,60 στα επόμενα τρία τρίμηνα (ECB, 2015). Εξάλλου, την άνοιξη και το καλοκαίρι του 2011, η ΕΚΤ αύξησε δύο φορές το επιτόκιο αναφοράς της (συνολικά κατά 50 μονάδες βάσης) για να αντιμετωπίσει τον επιταχυνόμενο πληθωρισμό και την ταχεία πιστωτική επέκταση στη Γερμανία και σε άλλες σημαντικές χώρες της ευρωζώνης. Ορισμένες σημαντικές εξελίξεις αξίζουν επίσης να αναφερθούν, όπως είναι για παράδειγμα, η εφαρμογή του ELM, ο οποίος αποτελεί μια γραμμή υποστήριξης έκτακτης ανάγκης που διατίθεται στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες που αντιμετωπίζουν μια προσωρινή κρίση ρευστότητας, αλλά θεωρούνται φερέγγυες. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η στήριξη αυτή αποφασίζεται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, αλλά απαιτεί εξουσιοδότηση της ΕΚΤ, η οποία μπορεί να απορριφθεί ή να περιοριστεί όταν το Διοικητικό Συμβούλιο της θεωρεί ότι η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να επηρεάσει την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Στις 22 Ιανουαρίου 2015, ο πρόεδρος Draghi ανακοίνωσε την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου να εντείνει τη νομισματική επέκταση, αναλαμβάνοντας το ΕΑΡΡ, το οποίο περιλαμβάνει τα δύο προγράμματα αγοράς τίτλων που βρίσκονται ήδη σε εξέλιξη (προγράμματα αγοράς τίτλων και προγραμμάτων αγοράς καλυμμένων ομολογιών) βάσει του οποίου το Ευρωσύστημα αγοράζει μηνιαία χρεόγραφα ύψους 50 δισεκ. Ευρώ στη δευτερογενή αγορά κατά την περίοδο από το Μάρτιο του 2015 έως τον Σεπτέμβριο του 2016. Η ΕΚΤ έχει δεσμευτεί επίσης να συνεχίσει τις αγορές της στο πλαίσιο του προγράμματος στη συνέχεια, σε περίπτωση που ο ρυθμός αύξησης του ΗCPI δεν δείξει μέχρι τότε «μια διαρκή προσαρμογή στην πορεία του πληθωρισμού, η οποία είναι σύμφωνη με τον στόχο μας να επιτύχουμε ρυθμούς πληθωρισμού κατώτερους του 2% μεσοπρόθεσμα».

Η συνολική αξία των προς αγορά τίτλων θα ήταν συνεπώς τουλάχιστον 1,14 τρισεκατομμύρια ευρώ ή 11% του ΑΕΠ της ευρωζώνης, με αποτέλεσμα να επανέλθει ο ισολογισμός της ΕΚΤ στο σημείο όπου σημειώθηκε η κρίση, στις αρχές του 2012. Οι αγορές κινητών αξιών του δημόσιου τομέα προβλέπεται να ανέλθουν σε 950 δισεκατομμύρια ευρώ και θα περιλαμβάνουν ομόλογα που εκδίδονται από τα κράτη μέλη και ορισμένους εθνικούς οργανισμούς (836 δισεκατομμύρια ευρώ) και από ορισμένα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα (114 δισεκατομμύρια ευρώ).

Οι εθνικοί οργανισμοί και τα ιδρύματα των οποίων τα ομόλογα θα είναι επιλέξιμα για τις αγορές του Ευρωσυστήματος περιλαμβάνονται σε κατάλογο που δημοσιεύεται από την ΕΚΤ στον ιστότοπό της, ο οποίος μπορεί να τροποποιηθεί «με βάση τις εκτιμήσεις νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αντικατοπτρίζει δεόντως τα θέματα διαχείρισης κινδύνων που αγοράζονται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, υπό το συντονισμό του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, το οποίο έχει διατηρήσει τον πλήρη έλεγχο του σχεδιασμού του προγράμματος.

Αναφορικά με την περίπτωση της Ελλάδας, όπως δείχτηκε και στα κεφάλαια που προηγήθηκαν, σε κάθε περίπτωση ο χρηματοπιστωτικός τομέας της χώρας πλήρωσε βαρύ τίμημα για την παρατεταμένη ύφεση, αλλά και για τις αδυναμίες που απέτυχε να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά πριν την κρίση. Αν και η ελληνική οικονομία δεν πρόλαβε να ωφεληθεί τελικά από το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης του Μάριο Ντράγκι, σε κάθε περίπτωση, η βοήθεια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας υπήρξε καθοριστική για την αντιμετώπιση της κρίσης του τραπεζικού

κλάδου της Ελλάδας. Σε κάθε περίπτωση, τα μαθήματα που μπορούν αν διδαχθούν οι υπεύθυνοι πολιτικοί και τεχνοκράτες ολόκληρης της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και οι πολίτες της, με αφορμή την ευρωπαϊκή κρίση και την κρίση στην Ελλάδα είναι πολλά. Μετά την λήξη, εξάλλου και του τρίτου Μνημονίου τις μέρες αυτές, είναι ανάγκη να γίνει συνείδηση όλων ότι οι όποιες λύσεις προκύπτουν μέσα από την συνεργασία των κρατών, η οποία περιλαμβάνει όλους τους τομείς με προεξέχοντα τον οικονομικό τομέα.

Βιβλιογραφία

Arda, A. (2005). Objectives and Tasks of the European System of Central Banks and the European Central Bank: A Commentary on Article 105 Tec. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928148. [15/6/2018].

Bastasin, C. (2015). *Saving Europe: Anatomy of a Dream*. Washington, USA: Brookings Institution.

De Grauwe, P. (2013). Design failures in the Eurozone – can they be fixed? Available at: <http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS%20Discussion%20Paper%20Series/LEQSPaper57.pdf>. [29/7/2018].

ECB, (2004). Convergence Report 2004. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr2004en.pdf?599cf553dc25f03ef2bafcde028e54d4>. [19/6/2018].

ECB. (2005). European Central Bank, *Annual Report, 2005*. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2005en.pdf>. [20/7/2018].

ECB. (2011). The Monetary Policy of ECB. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>. [10/6/2018].

ECB. (2015). 2015 annual report. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015en.pdf>. [19/7/2018].

Eser, F., Schwaab, B. (2013). Assessing Asset Purchases within the ECB's Securities Markets Programme. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1587.pdf>. [25/7/2018].

EU Commission. (1995). Commission Regulation No 249/95. Available at: <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/fb69bff5-4309-422c-913d-98928f1b17db/language-en>. [19/7/2018].

Faulend, M. (2005). European Union criteria with special emphasis on economic convergence criteria. Available at: <http://old.hnb.hr/publikac/pregledi/p-019.pdf>. [14/7/2018].

Fawley, W., Neely, C. (2013). Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 95(1): 51-88.

Ferguson, N. (2011). *The Ascent of Money*. New York: Penguin Books Ltd.

Goodhart, C. (2014). Lessons for monetary policy from the Euro-area crisis. *Journal of Macroeconomics*. 39: 4-17.

Gros, D., Kopf, C. (2015). There is no QE without risk sharing. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1002/9781119019107.refs>. [17/7/2018].

Herdegen, M. (1998). Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom. *Common Market Law Review*. 35: 9-32.

Louis J-V. (2005). Monetary policy and central banking in the Constitution. Available at: http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/BCE_/BCE_legal_aspects_central_banks_26oc.pdf. [21/7/2018].

Mishikin, F., Serletis, A. (2011). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Toronto: Pearson Canada.

Mishkin, F. (2018). *Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York: Pearson.

Pradhan, M. (2015). QE in the Euro Area. Available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/socar072915a>. [15/7/2018].

Praet, P. (2018). Delivering on our Mandate – 20 years of ECB Monetary Policy. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180705.en.html>. [17/7/2018].

Proctor, C. (2006). The Future of the Euro – What Happens if a Member State Leaves? *European Business Law Review*. 4: 909-925.

Sinn, W. (2014), *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford: Oxford University Press.

Tancosova, I. (2004). European Central Bank- Objectives and Instruments of monetary policy. Available at: https://www.nbs.sk/_img/Documents/BIATEC/BIA05_04/2_5.pdf. [19/8/2018].

Wrightman, D. (1976). *An introduction to monetary theory and policy*. London: Free Press Editions.

Wyplosz, C. (2013). Non-Standard Monetary Policy Measures - An Update. Available at: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201401/20140127ATT78232/20140127ATT78232EN.pdf>. [30/7/2018].

Ζαχαριάδη- Σούρα, Δ. (2002). *Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες*. Αθήνα: Σταμούλη.

Κορλίλας, Π. (2006). *Νομισματική Θεωρία και Πολιτική*. Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου.

Παπανικολάου, Γ., Κιόχος, Α. (2000). *Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες*. Αθήνα: Ελληνικά Γράμματα.

Τράπεζα της Ελλάδας. (2018). *Νομισματική Πολιτική*. Διατίθεται στον διαδικτυακό τόπο:

https://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/MonPolicy.aspx?Filter_By=11.
[15/7/2018].

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	5
1. Το χρήμα και τα χαρακτηριστικά του.....	7
1.1. Η έννοια του χρήματος, οι ιδιότητες και οι βασικές λειτουργίες του.....	7
1.1.1. Η έννοια του χρήματος	7
1.1.2. Οι λειτουργίες του χρήματος	8
1.1.3. Οι ιδιότητες του χρήματος	9
1.2. Ιστορική αναδρομή	10
1.3. Τα είδη του χρήματος σήμερα	11
1.4. Η «στενή» και η «ευρεία» έννοια του χρήματος	12
2. Η Δημιουργία χρήματος από το τραπεζικό σύστημα και ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας.....	14
2.1. Η προσφορά χρήματος. Εισαγωγικά στοιχεία	14
2.2. Τα σημαντικότερα στοιχεία του ισολογισμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.....	14
2.2.1. Στοιχεία Παθητικού	15
2.2.2. Στοιχεία Ενεργητικού	16
2.3. Η Νομισματική Βάση	17
2.3.1. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ	18
2.4. Η Δημιουργία χρήματος από το τραπεζικό σύστημα	19

2.4.1. Η δημιουργία καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα.....	22
2.5. Ο πολλαπλασιαστής καταθέσεων	26
3. Η νομισματική πολιτική στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης.....	29
3.1. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών.....	29
3.2. Στόχοι του ευρωπαϊκού συστήματος κεντρικών τραπεζών	31
3.3. Σταθερότητα των τιμών - πρωταρχικός στόχος της νομισματικής πολιτικής ..	33
3.3.1. Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ.....	36
3.4. Άλλοι στόχοι της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Πολιτικής.....	37
3.5. Καθήκοντα του ευρωπαϊκού συστήματος κεντρικών τραπεζών	39
3.5.1. Διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής.....	39
3.5.2. Πράξεις συναλλάγματος	42
3.5.3 Ξένα αποθέματα.....	43
3.5.4. Συστήματα πληρωμών	43
3.6. Συμβουλευτικά καθήκοντα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	44
3.7. Συνολική αποτίμηση της Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης	45
4. Η Νομισματική Πολιτική και η Προσφορά Χρήματος στην Ελλάδα την περίοδο 2009-2015.	46
4.1. Η Διαχρονική Εξέλιξη της προσφοράς Χρήματος στην Ελλάδα	46
4.1.1. Η Διαχρονική Εξέλιξη του Μεγέθους M1 στην Ελλάδα.....	46
4.1.2. Η Διαχρονική Εξέλιξη του Μεγέθους M2 στην Ελλάδα.....	50
4.1.3. Η Διαχρονική Εξέλιξη του Μεγέθους M3 στην Ελλάδα.....	54

4.1.4. Η Διαχρονική Εξέλιξη του Μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία στην Ελλάδα	58
4.2. Σύγκριση των τριών μεγεθών	62
4.3.Στοιχεία του Ενεργητικού των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015.....	66
4.4.Στοιχεία του Ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015	71
5. Η Νομισματική Πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας την περίοδο της οικονομικής κρίσης.....	77
5.1. Εισαγωγικά στοιχεία.....	77
5.2. Σύντομη επισκόπηση της νομισματικής πολιτικής από το 2002 μέχρι το 2009	78
5.3 Η αντίδραση της ΕΚΤ στους χρηματοοικονομικούς κλυδωνισμούς του 2009 και του 2012.....	79
5.4. Η αντίδραση της ΕΚΤ στην κρίση της Ελλάδας το 2015.....	85
5.5. Η ώρα για εφαρμογή μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών	87
5.6. Η εφαρμογή της Ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ	88
Συμπεράσματα	92
Βιβλιογραφία	98

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1. Βασικά στοιχεία του Ισολογισμού της ΕΚΤ	15
Πίνακας 2. Οι μεταβολές στο τραπεζικό σύστημα	18
Πίνακας 3. Οι μεταβολές στην ΕΚΤ	19
Πίνακας 4. Οι μεταβολές στην τράπεζα Α, μετά την χορήγηση δανείου από την ΕΚΤ	20
Πίνακας 5. Οι μεταβολές στην τράπεζα Α, μετά την χορήγηση δανείου από την ΕΚΤ	21
Πίνακας 6. Οι μεταβολές στην τράπεζα Α, μετά την χορήγηση δανείου στην αγορά	22
Πίνακας 7. Οι μεταβολές στην τράπεζα Β	23
Πίνακας 8. Οι μεταβολές στην τράπεζα Β μετά την χορήγηση δανείου στην αγορά	23
Πίνακας 9. Οι μεταβολές στην τράπεζα Γ	24
Πίνακας 10. Οι μεταβολές στην τράπεζα Γ μετά την χορήγηση δανείου στην αγορά	24
Πίνακας 11. Η Δημιουργία καταθέσεων με υποθετικό επιτόκιο 10%	25
Πίνακας 12. Οι μεταβολές στο τραπεζικό σύστημα	28
Πίνακας 13. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M1	47
Πίνακας 14. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M1 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών	49
Πίνακας 15. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M2	51
Πίνακας 16. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M2 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών	53
Πίνακας 17. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3	56

Πίνακας 18. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών	57
Πίνακας 19. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία	59
Πίνακας 20. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών	61
Πίνακας 21. Η διαχρονική εξέλιξη των δανείων των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015.....	67
Πίνακας 22. Η διαχρονική εξέλιξη των δανείων των αποθεμάτων χρυσού των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015.	68
Πίνακας 23. Η διαχρονική εξέλιξη των στοιχείων του Ενεργητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015.....	70
Πίνακας 24. Η διαχρονική εξέλιξη των απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδας έναντι των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015	72
Πίνακας 25. Η διαχρονική εξέλιξη των αποθεμάτων χρυσού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015.	73
Πίνακας 26. Η διαχρονική εξέλιξη των στοιχείων του Ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015	75
Πίνακας 27. Η κατανομή των μηνιαίων αγορών στοιχείων ενεργητικού από το Ευρωσύστημα	89
Πίνακας 28. Το δημόσιο χρέος, οι αναμενόμενες εκδόσεις και οι αγορές QE για επιλεγμένους συμμετέχοντες στο Ευρωσύστημα, σε εκατομμύρια ευρώ	91

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1. Η Οικονομική Πολιτική Στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Πηγή: Praet, 2018.	30
Διάγραμμα 2. Η μηνιαία διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους M1 στην ελληνική οικονομία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.	47
Διάγραμμα 3. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M1. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	49
Διάγραμμα 4. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M1 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	50
Διάγραμμα 5. Η μηνιαία διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους M2 στην ελληνική οικονομία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.	51
Διάγραμμα 6. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M2. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	53
Διάγραμμα 7. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M2 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	54
Διάγραμμα 8. Η μηνιαία διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους M3 στην ελληνική οικονομία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.	55
Διάγραμμα 9. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	57
Διάγραμμα 10. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.	58
Διάγραμμα 11. Η μηνιαία διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους M3 στην ελληνική οικονομία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.	59
Διάγραμμα 12. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	60

Διάγραμμα 13. Η ετήσια μεταβολή του μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία σε σχετικά μεγέθη και σε επίπεδα ροών. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	62
Διάγραμμα 14. Διαχρονική σύγκριση των μεγεθών M1, M2 και M3 την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.....	63
Διάγραμμα 15. Διαχρονική σύγκριση των μεγεθών M1, M2 και M3 από έτος σε έτος, την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.....	64
Διάγραμμα 16. Διαχρονική σύγκριση των ρυθμών μεταβολής των μεγεθών M1, M2 και M3 την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.....	65
Διάγραμμα 17. Διαχρονική σύγκριση των ροών των μεγεθών M1, M2 και M3 την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	66
Διάγραμμα 18. Η διαχρονική εξέλιξη των δανείων των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.	68
Διάγραμμα 19. Η διαχρονική εξέλιξη των δανείων των αποθεμάτων χρυσού των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.	69
Διάγραμμα 20. Η διαχρονική εξέλιξη των στοιχείων του Ενεργητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	71
Διάγραμμα 21. Η διαχρονική εξέλιξη των απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδας έναντι των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	73
Διάγραμμα 22. Η διαχρονική εξέλιξη των αποθεμάτων χρυσού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	74
Διάγραμμα 23. Η διαχρονική εξέλιξη των στοιχείων του Ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδας την περίοδο 2009- 2015. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2018.....	76