

Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΣΤΕΛΕΧΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΩΣΕΩΝ &  
ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΝ

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ & ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
ΤΑ ΜΕΤΡΑ Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ Η  
ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΗ  
ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ  
(ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ)



ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ:  
ΠΑΠΠΑ ΜΑΡΙΑ  
Α.Μ. 9750  
ΔΡΑΖΟΥ ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ  
Α.Μ. 9500

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:  
ΝΤΟΒΑΣ  
ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2006

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελίς

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	...4
1	Χρηματοπιστωτικό Σύστημα	...5
2	Η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί	...6
2.1	Το νέο νομισματικό μέγεθος Μ3	...7
2.2	Το εκδοτικό προνόμιο	...9
2.3	Η πολιτική της «Ανοικτής Αγοράς»	..11
2.4	Το Υποχρεωτικό Ποσοστό Καταθέσεων	..13
3	Σύγχρονες μορφές χρήματος	..17
4	Ο προσδιορισμός των επιτοκίων	..22
5	Η δημιουργία τραπεζικού χρήματος.	..27
6	Πιστωτική πολιτική	..51
6.1	Μέτρα πιστωτικής πολιτικής	..53
6.2	Οι κανονες της πιστωτικής πολιτικής	..56
6.3	Φορείς και όργανα της πιστωτικής πολιτικής	..63

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

7	Αναπτυξιακά Προγράμματα	..65
7.1	Η εξασφάλιση πόρων για ένα αναπτυξιακό πρόγραμμα.	..68

7.2 Η κατανομή των πόρων ενός αναπτυξιακού προγράμματος ..71

7.3 Διαμόρφωση και παραμόρφωση των μέτρων της οικονομικής πολιτικής. ..73

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

A ΠΔ/ΤΕ 1955/2.7.91 ..75

B Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ..76

Γ ΑΠΟΨΗ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΓΙΑ ΤΗ ΘΕΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ (του 1999) ..80

Δ ΤΖΟΝ ΜΕΨΝΑΡΝΤ ΚΕΨΝΣ ..92

Ε ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ..95

Z ΟΡΟΙ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ..98

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται μια συνοπτική έκθεση της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στην ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί, στο εκδοτικό προνόμιο, την πολιτική της ανοιχτής αγοράς, υποχρεωτικό ποσοστό καταθέσεων, τις σύγχρονες μορφές χρήματος, στον προσδιορισμό των επιτοκίων, την δημιουργία του τραπεζικού χρήματος, την εξέλιξη των επιτοκίων κατά την χρονική διάρκεια 2004 – 2005. γίνετε επίσης αναφορά στους κυριότερους παράγοντες που διαμορφώνουν την νομισματική και την πιστωτική πολιτική δηλαδή τις δύο παραμέτρους που συνθέτουν το ζήτημα που επιχειρούμε να ερευνήσουμε.

Στο δεύτερο κεφάλαιο που ακολουθεί διερευνάται η συμβολή του χρηματοπιστωτικού μας συστήματος στην ανάπτυξη της οικονομίας. Η ανάπτυξη αυτού στηρίζεται πάνω σε κάποια αναπτυξιακά προγράμματα, οπότε εδώ ερευνάται η εξασφάλιση των πόρων για ένα αναπτυξιακό πρόγραμμα και η ενιαία νομισματική πολιτική.

Στο κεφάλαιο αυτό παραθέτονται και οι απόψεις της τράπεζας της Ελλάδος, για τη θέση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, στο νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον καθώς και τον κανονισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας υπ' αριθμ. 1745/εκτ./2003/9 της 12<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου 2003, σχετικά με την εφαρμογή υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεμάτων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Στο κεφάλαιο αυτό κρίθηκε αναγκαίο να παρουσιαστεί μια συνοπτική έκθεση της λειτουργίας του Χρηματοπιστωτικού συστήματος, με ιδιαίτερη αναφορά στους κυριώτερους παράγοντες που διαμορφώνουν τη νομισματική και την πιστωτική πολιτική, δηλαδή τις δύο παραμέτρους που συνθέτουν το ζήτημα που επιχειρούμε να ερευνήσουμε.

Η αναγκαιότητα αυτή πηγάζει από την αδυναμία, κατανόησης του σημερινού πολυμορφικού χρήματος και της πολυμορφικής πίστης, λόγω, ακριβώς αυτής της ποικιλόμορφης εμφάνισής τους σ' ένα χώρο του πλανήτη μας, που τελικά παραμένει ο μόνος ανεξερεύνητος, την αγορά. Έννοιες όπως αυτή της Κεντρικής Τράπεζας, των εμπορικών τραπεζών, του χρηματοπιστηρίου καθώς και άλλες παρόμοιες, εκλαμβάνονται από την παρούσα εργασία ως γνωστές, και δεν επιχειρείται ανάλυσή τους, ακριβώς για να μην εξασθενήσει η σημασία του ζητήματος που ερευνάται.

## 1 Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα μιας χώρας είναι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες<sup>1</sup> που πρέπει να ερευνά και να γνωρίζει ένας επιχειρηματίας που σκοπεύει σε επιτυχή εγκατάσταση άμεσων επενδύσεων στην χώρα αυτή.

Αν και τα ανωτέρω απέχουν πολύ από τον ορισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος, εν τούτοις δείχνουν με μεγάλη ακρίβεια ότι:

- Το χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να προσελκύει επενδύσεις ή να τις εμποδίσει.
- Συγκρίνεται με χρηματοπιστωτικά συστήματα άλλων χωρών για το σκοπό αυτό.
- Άρα παίζει σπουδαίο αναπτυξιακό ρόλο.

Η νομισματική πολιτική εφαρμόζεται από την Κεντρική Τράπεζα (Τράπεζα της Ελλάδος για την Ελλάδα) και γίνεται αισθητή στον απλό πολίτη από τον τρόπο που χρησιμοποιεί τα δύο βασικά εργαλεία που έχει στη διάθεσή της, δηλαδή:

- ✎ Τον καθορισμό της ποσότητας του χρήματος που κυκλοφορεί
- ✎ Τον προσδιορισμό των επιτοκίων

Η νομισματική πολιτική επομένως, ποτέ δεν είναι ίδια ή έστω ομοιόμορφη, αλλά διαμορφώνεται χρόνο με το χρόνο ανάλογα με την υφιστάμενη οικονομική κατάσταση. Ασκείται όπως ήδη ειπώθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος, και κοινοποιείται –βασικά- στον τραπεζικό τομέα, με τις λεγόμενες ΠΔ/ΤΕ (Πράξη Διοικητού της Τράπεζας Ελλάδος). Απ' αυτές λαμβάνουν γνώση άμεσα όλες οι τράπεζες που δραστηριοποιούνται στη χώρα μας, μέσω της δημοσίευσής τους στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Στο παράρτημα της παρούσας παρουσιάζεται μια τέτοια ΠΔΤΕ.

<sup>1</sup> Οι υπόλοιποι παράγοντες είναι:

- Η Γεωπολιτική θέση της χώρας
- Ο φυσικός της πλούτος
- Ο δυναμισμός της οικονομίας (ΑΕΠ, ρυθμός ανάπτυξης, πληθωρισμός)
- Η δυναμική της Αγοράς της (μετρούμενη ως προς το εύρος και το βάθος της)
- Η Βιομηχανική και Τεχνολογική της επάρκεια
- Ο ανθρώπινος παράγοντας
- Ο κρατικός παρεμβατισμός
- Η πολιτική σταθερότητά της

## 2 Η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί

Αυτή όπως ήδη αναφέρθηκε, αποτελεί το ένα από τα δύο βασικά εργαλεία με τα οποία ασκείται η νομισματική πολιτική. Πάνω σ' αυτό το πολυσυζητημένο ζήτημα, κρίνεται σκόπιμη μια σύντομη αναφορά.

Από τις πρώτες δεκαετίες του 20ού αιώνα ήδη, άρχισαν να εμφανίζονται ορισμένες θεωρίες, βάσει των οποίων η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί δεν πρέπει να θεωρείται μόνο το *μετρητό τσέπης* όπως τουλάχιστον πιστευόταν ως τότε. Στο μετρητό τσέπης θα έπρεπε να προστεθούν και οι καταθέσεις όψης, αφού με τις επιταγές που εκδίδονται σε βάρος τους, επιτυγχάνονται τα ίδια ακριβώς αποτελέσματα μ' εκείνα που επιτυγχάνονται και με την καταβολή μετρητών.

Η μοντέρνα αυτή θεωρία(για τότε) δίχασε ως ευνόητον τους θεωρητικούς της οικονομίας, οι οποίοι κρίνοντας από διαφορετική σκοπιά ο καθένας, τάχθηκαν άλλοι υπέρ και άλλοι κατά της πρότασης. Το ποιοι δικαιώθηκαν τελικά, γίνεται εμφανές από το τι ισχύει σήμερα (ένα αιώνα περίπου μετά).

Σήμερα λοιπόν ως ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί, δεν εννοούμε μόνο το *μετρητό τσέπης* ενισχυμένο με το *καρνέ*, αλλά και το *πλαστικό χρήμα* και το λεγόμενο *ψηφιακό χρήμα* γενικότερα. Η προσθήκη ή μη των δύο τελευταίων μορφών χρήματος ειδικότερα, ώθησε την Ευρωπαϊκή Ένωση στη λήψη μέτρων και στην έκδοση σχετικής οδηγίας προς το τραπεζικό σύστημα, των χωρών μελών, να υιοθετήσουν ένα μετρητή χρήματος που αποκλήθηκε χάριν συντομίας Μ3.

Στην επόμενη σελίδα παραθέτουμε μια συνοπτική παρουσίαση του μετρητή χρήματος Μ3

## 2.1 Το νέο νομισματικό μέγεθος M3

Η Τράπεζα της Ελλάδος μέχρι το τέλος του 2000 χρησιμοποιούσε το δείκτη ρευστότητας M4N για την αξιολόγηση των νομισματικών συνθηκών. Αυτός περιελάμβανε:

- το νόμισμα σε κυκλοφορία, δηλαδή αυτό που λίγο πιο πριν αποκαλέσαμε μετρητό τσέπης
- τις καταθέσεις κατοίκων σε δραχμές. Αυτή η διατύπωση τοποθετήθηκε έτσι για να μη συμπεριληφθούν οι καταθέσεις των δημοσίων οργανισμών και οι καταθέσεις σε συνάλλαγμα ανεξάρτητα της ιδιότητας του καταθέτη
- τα γερσ, άλλως γνωστά ως συμφωνίες επαναγοράς
- τα τραπεζικά ομόλογα και
- τα έντοκα γραμμάτια

Από την αρχή όμως του τρέχοντος έτους, που η Ελλάδα συμμετέχει στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, η Τράπεζα καταρτίζει ένα νέο νομισματικό μέγεθος, το M3 (σύμφωνα με ενιαίο για όλες τις χώρες ορισμό του Ευρωσυστήματος), το οποίο, αθροιζόμενο με τα αντίστοιχα μεγέθη των άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ, παρέχει τη συνολική ποσότητα χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ.

**Το M3 ορίζεται ως το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία και των ανεξόφλητων ποσών ορισμένων υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ προς τους κατοίκους της, οι οποίες έχουν σε υψηλό βαθμό «χαρακτήρα χρήματος».**

**Συγκεκριμένα, το M3 περιλαμβάνει:**

- το νόμισμα σε κυκλοφορία.
- τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (εκτός της κεντρικής κυβέρνησης).
- τις καταθέσεις ταμειυτηρίου και υπό προειδοποίηση μέχρι τριών μηνών.
- τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια μέχρι δύο ετών.



- τις συμφωνίες επαναγοράς (repos).
- μερίδια σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων.
- χρεόγραφα διάρκειας μέχρι δύο ετών.

Στην Ελλάδα «πρωταρχικός σκοπός της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής είναι η επίτευξη και διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών». Αυτό τουλάχιστον διαφαίνεται από το γεγονός ότι η ανωτέρω φράση αποτελεί μόνιμη επωδό σε κάθε ετήσια έκθεση της νομισματικής επιτροπής προς τη Βουλή των Ελλήνων.

Οι τρόποι που υπάρχουν για να αυξήσουμε ή να ελαττώσουμε (αν μας ανέθεταν το ρόλο της Κεντρικής Τράπεζας εννοείται), τη νομισματική κυκλοφορία είναι οι ακόλουθοι:

- ☒ Η χρήση του δικαιώματος της έκδοσης τραπεζογραμματίων
- ☒ Η πολιτική της «Ανοικτής Αγοράς».
- ☒ Η πολιτική της μεταβολής του Υποχρεωτικού Ποσοστού Καταθέσεων
- ☒ Ο χειρισμός των καταθέσεων όψης του δημοσίου
- ☒ Η πολιτική του προεξοφλητικού τόκου.

Πρέπει να σημειωθεί, ότι στα πλαίσια της λειτουργίας του ΕΣΚΤ<sup>2</sup>, τα πράγματα έχουν αλλάξει ριζικά. Το ΕΣΚΤ, που έχει αναλάβει πλέον το ρόλο της Τράπεζας της Ελλάδος, σε ότι αφορά την διαμόρφωση της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής, αφήνοντας ορισμένες ελάχιστες πρωτοβουλίες στις Κεντρικές Τράπεζες των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, χρησιμοποιεί μέσα νομισματοπιστωτικής πολιτικής, για τα οποία παρατίθεται σχετική εργασία στο παράρτημα της παρούσας.

Το κείμενο παρατίθεται αυτούσιο, όπως ελήφθη από την σελίδα μελετών του δικτυακού τόπου της Ο.Τ.Ο.Ε αλλά υπογραμμίστηκαν τα διάφορα σημεία τα οποία επιβεβαιώνουν τη γνώμη μας, ή καταγράφουν τις διαφορές που επήλθαν σ' όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, από την καθιέρωση ενιαίου νομίσματος στην Ευρώπη.

<sup>2</sup> Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών

## 2.2 Το εκδοτικό προνόμιο

Το μόνο που θα χρειαζόμασταν ως Κεντρική Τράπεζα, είναι ένας πολύ καλός και γρήγορος έγχρωμος εκτυπωτής. Από τη στιγμή που θα εμφανιστεί ένα άτομο στην πόρτα μας κρατώντας π.χ μια επιταγή 1000 ευρώ, το καθήκον μας περιορίζεται απλώς στην εκτύπωση δέκα χαρτονομισμάτων των 100 ευρώ, τα οποία θα πρέπει να παραδώσουμε στον πελάτη. Φυσικά δεν πρέπει να ξεχάσουμε να παραλάβουμε την επιταγή, διότι χάρις σ' αυτή και μόνο θα μπορέσουμε να ελαττώσουμε ισόποσα τις καταθέσεις του εκδότη της επιταγής.

Στον Ισολογισμό μας η συγκεκριμένη συναλλαγή θα παρουσιαστεί ως εξής:

Πρίν τη συναλλαγή

### ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ενεργητικό		Παθητικό	
Ταμείο & άλλα στοιχεία Ενεργητικού	1.200.000	200.000	Νομισματική κυκλοφορία
		1.000.000	Καταθέσεις Ιδιωτών
Σύνολο ενεργητικού	1.200.000	1.200.000	Σύνολο παθητικού

Μετά τη συναλλαγή

### ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ενεργητικό		Παθητικό	
Ταμείο & άλλα στοιχεία Ενεργητικού	1.200.000	201.000	Νομισματική κυκλοφορία
		999.000	Καταθέσεις Ιδιωτών
Σύνολο ενεργητικού	1.200.000	1.200.000	Σύνολο παθητικού

Η σημασία του παραδείγματος έγκειται στην παρουσίαση της αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας.

2. Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία κατά ονομαστική αξία  
Banknotes in circulation, by denomination

Τέλος έτους ή μηνός End of year or month	Ονομαστική αξία – Denomination							
	Σύνολο (α) Total	50 Δρχ. Dr	100 Δρχ. Dr	200 Δρχ. Dr	500 Δρχ. Dr	1000 Δρχ. Dr	5000 Δρχ. Dr	10000 Δρχ. Dr
Εκατομμύρια δραχμές - Million drachmas								
1987 .....	669.070	2.638	13.062	-	15.335	224.678	413.357	-
1988 .....	791.514	2.367	13.836	-	14.858	203.613	556.840	-
1989 .....	1.028.212	2.074	15.548	-	15.970	189.747	804.873	-
1990 .....	1.248.990	1.914	16.947	-	16.801	165.410	1.047.918	-
1991 .....	1.348.942	1.861	17.731	-	18.023	129.188	1.182.139	-
1992 .....	1.501.852	2.717	18.454	-	19.299	118.760	1.342.632	-
1993 .....	1.606.274	2.409	13.814	-	22.167	112.439	1.455.445	-
1994 .....	1.800.385	1.982	10.262	-	24.845	108.743	1.654.553	-
1995 .....	2.018.137	1.616	9.889	-	26.034	100.503	1.522.078	358.017
1996 .....	2.206.992	1.765	9.706	1.985	28.457	106.771	1.480.441	576.867
1997 .....	2.404.012	1.923	9.376	5.529	29.569	110.104	1.184.457	1.063.054
1998 .....	2.469.767	1.730	9.632	7.409	30.131	103.977	942.710	1.374.178
1999 .....	3.101.229	1.861	9.614	8.063	31.943	111.334	868.344	2.070.070
2000 .....	3.036.426	1.518	8.806	7.287	29.757	115.081	663.764	2.210.213
1998 Οκτ. - Oct.	2.169.290	1.732	9.306	7.142	28.568	101.069	882.789	1.133.624
Νοεμ. - Nov.	2.109.448	1.688	9.282	7.172	28.477	99.988	841.670	1.121.171
Δεκ. - Dec.	2.469.767	1.730	9.632	7.409	30.131	103.977	942.710	1.374.178
1999 Ιαν. - Jan.	2.172.350	1.521	9.558	7.386	29.109	98.842	819.845	1.206.089
Φεβρ. - Feb.	2.120.035	1.272	9.540	7.206	28.620	95.826	782.717	1.194.852
Μαρτ. - Mar.	2.225.276	1.780	9.569	7.121	28.580	98.580	795.536	1.284.206
Απρ. - Apr.	2.362.464	1.654	9.686	7.324	28.822	93.790	836.548	1.384.640
Μάιος - May	2.357.308	1.886	9.665	7.306	29.466	105.607	876.919	1.326.457
Ιούν. - June	2.406.320	1.446	9.633	7.706	29.141	111.987	848.933	1.399.475
Ιουλ. - July	2.563.611	1.795	9.742	7.947	30.250	110.235	876.755	1.526.887
Αυγ. - Aug.	2.467.224	1.234	9.622	8.389	30.840	107.818	844.037	1.465.284
Σεπτ. - Sept	2.418.193	1.935	9.673	7.980	30.227	108.819	822.911	1.436.648
Οκτ. - Oct.	2.395.067	1.437	9.820	6.946	28.262	106.101	776.002	1.466.499
Νοεμ. - Nov.	2.349.384	1.176	9.632	7.988	30.542	106.427	737.471	1.458.148
Δεκ. - Dec.	3.101.229	1.861	9.614	8.063	31.943	111.334	868.344	2.070.070
1999 Ιαν. - Jan.	2.499.713	1.751	9.499	7.999	31.246	106.987	703.169	1.639.062
Φεβρ. - Feb.	2.368.776	1.186	9.475	7.819	30.320	101.383	653.783	1.564.813
Μαρτ. - Mar.	2.386.957	1.672	9.309	7.638	30.376	101.685	645.919	1.590.688
Απρ. - Apr.	2.2.763.185	1.657	9.395	7.737	30.948	109.975	716.770	1.886.703
Μάιος - May	2.506.066	1.505	9.280	7.524	30.849	108.850	652.348	1.697.710
Ιούν. - June	2.669.219	1.864	9.321	7.457	31.160	114.785	695.899	1.802.733
Ιουλ. - July	2.791.315	1.396	9.211	7.257	30.984	109.975	716.770	1.886.703
Αυγ. - Aug.	2.655.959	1.328	9.030	7.437	31.075	108.850	652.348	1.697.710
Σεπτ. - Sept	2.663.724	1.336	9.056	7.458	30.632	114.785	695.899	1.802.733
Οκτ. - Oct.	2.582.477	1.296	9.038	7.230	29.956	113.628	617.986	1.803.343
Νοεμ. - Nov.	2.250.558	1.512	9.074	7.037	29.491	108.636	589.559	1.775.249
Δεκ. - Dec.	3.036.426	1.518	8.806	7.287	29.757	115.081	663.764	2.210.213

(α) Δεν περιλαμβάνονται τα κέρματα

(a) Coins not including

## 2.3 Η πολιτική της Ανοικτής Αγοράς

Επειδή στα πλαίσια του ρόλου μας, θα κλιθούμε να διοχετεύσουμε μεγάλες ποσότητες χρήματος στην αγορά, μπορούμε ν' αγοράσουμε διάφορους τίτλους από το χρηματιστήριο αξιών. Προτίμηση θα δείξουμε βεβαίως σε τίτλους του Δημοσίου, όπως είναι τα κρατικά ομόλογα που δεν παρουσιάζουν διακύμανση στην αγοραία αξία τους και δίνουν μια σταθερή απόδοση.

Μετά από μια αγορά κρατικών ομολόγων αξίας π.χ. 1.000.000 ευρώ, ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας θα διαμορφωθεί πλέον ως ακολούθως:

### ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ενεργητικό		Παθητικό	
Ταμείο & άλλα στοιχεία Ενεργητικού	200.000	201.000	Νομισματική κυκλοφορία
Κρατικά Ομόλογα	1.000.000	999.000	Καταθέσεις Ιδιωτών
Σύνολο ενεργητικού	1.200.000	1.200.000	Σύνολο παθητικού

Δεν πρέπει να αποκλείσουμε όμως και την περίπτωση ο Ισολογισμός μας να διαμορφωθεί τελικά έτσι:

### ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ενεργητικό		Παθητικό	
Ταμείο & άλλα στοιχεία Ενεργητικού	1.200.000	1.201.000	Νομισματική κυκλοφορία
Κρατικά Ομόλογα	1.000.000	999.000	Καταθέσεις Ιδιωτών
Σύνολο ενεργητικού	2.200.000	2.200.000	Σύνολο παθητικού

Είτε με τη μια περίπτωση είτε με την άλλη ως αυτόκλητοι τραπεζίτες και μάλιστα της Κεντρικής Τράπεζας, αγοράζοντας τίτλους από την Ανοικτή Αγορά, στην ουσία διοχετεύουμε χρήμα σ' αυτήν και αυξάνουμε τη ρευστότητά της. Σαν μέτρο είναι ευνόητο ότι θα προκαλέσει αύξηση της συνολικής ζήτησης, και τούτο είναι μια ακόμη ολοφάνερη απόδειξη του πως μπορεί να επιδράσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην ανάπτυξη.

## Πίνακας IV.5

### Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου

Τίτλοι	Ιανουάριος - Δεκέμβριος			
	2003		2004	
	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου
Έντοκα γραμμάτια	1.737	4,8	2,493	5,7
Ομόλογα <sup>3</sup>	34.784	95,2	40.868	94,3
1ετή	2.569	7,4	7.183	100,0
3ετή	7.828	22,5	8.663	17,5
5ετή	9.002	25,9	12.352	21,2
7ετή	191	0,5	96	30,3
10ετή	9.757	28,1	9.692	0,2
12ετή	—	—	384	23,7
15ετή	649	1,9	—	0,9
20ετή	3.541	10,2	242	—
23ετή	1.247	3,5	2.256	0,7
<b>Σύνολο</b>	<b>36.521</b>	<b>100,0</b>	<b>43.361</b>	<b>100,0</b>

1. Στην περίπτωση των επανεκδόσεων η κατανομή των αντληθέντων έγινε με βάση την αρχική και όχι την εναπομένουσα διάρκεια των τίτλων.

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών.

## 2.4 Υποχρεωτικό Ποσοστό Καταθέσεων

Η Κεντρική Τράπεζα έχει το δικαίωμα να επιβάλλει στις εμπορικές τράπεζες, να καταθέτουν σ' αυτήν ένα μέρος των καταθέσεων που δέχονται από το κοινό. Αυτό συνήθως δίδεται σαν ποσοστό επί του συνόλου των καταθέσεων και είναι δυνατό να μεταβάλλεται αναλόγως των περιστάσεων.

Επομένως, ορίζοντας η Κεντρική Τράπεζα ένα μεγαλύτερο ποσοστό υποχρεωτικών καταθέσεων, από το ισχύον σε μια δεδομένη στιγμή, εννοείται ότι επιχειρεί να περιορίσει τη ρευστότητα που επικρατεί στην αγορά, και αντιστρόφως. Το μέτρο αυτό λαμβάνεται όταν η Κεντρική Τράπεζα επιθυμεί να «συνετίσει» τις εμπορικές τράπεζες και να τις επαναφέρει στην πειθαρχία της νομισματικής πολιτικής που η ίδια χαράζει, και που εκείνες λόγω της μεγάλης άνεσης που διαθέτει το ταμείο τους, παρακάμπτουν τις υποδείξεις.

### **Ο χειρισμός των καταθέσεων όψης του δημοσίου.**

Οι δημόσιες επιχειρήσεις και οι οργανισμοί, διατηρούν ως γνωστόν λογαριασμούς όψης. Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να επιτρέψει ή να απαγορέψει το σχηματισμό λογαριασμών όψης του δημοσίου σε εμπορικές τράπεζες. Εννοείται βεβαίως ότι το μέτρο αυτό δεν πρέπει να λαμβάνεται αιφνιδιαστικά και αναίτια, ούτε βεβαίως είναι λογικό να τηρείται ή να μη τηρείται μέσα σε μικρά σχετικά χρονικά διαστήματα.

### **Η πολιτική του προεξοφλητικού τόκου.**

Ο προεξοφλητικός τόκος είναι ο τόκος προεξόφλησης αξιογράφων (συναλλαγματικών και γραμματίων). Εδώ χρησιμοποιείται ένα επιτόκιο λίγο ακριβότερο από το επιτόκιο χορηγήσεων. Κανονικά, με το προεξοφλητικό τόκο, ελάχιστα επηρεάζεται η ποσότητα της νομισματικής κυκλοφορίας. Υποτίθεται, ότι όταν η Κεντρική Τράπεζα μειώσει το επιτόκιο του προεξοφλητικού τόκου, τότε έμμεσα πιέζει τις εμπορικές τράπεζες να μειώσουν το επιτόκιο των χορηγήσεων, για να μη χάσουν

πελάτες. Και τούτο δημιουργεί μια αναθέρμανση στην οικονομία, η οποία κατά την επικρατούσα άποψη θεωρείται αποτέλεσμα νομισματικής πολιτικής.

I. ΝΟΜΙΣΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ - MONEY AND BANKING

1. Ποσότητα χρήματος  
Money stock

Εκατομμύρια δραχμές

Million drachmas

Τέλος έτους ή μήνες End of year or month	Συνολική ποσότητα χρήματος Total money stock	Νόμισμα σε κυκλοφορία - Currency in circulation			Καταθέσεις όψεως (α) - Sight deposits (a)			
		Σύνολο Total	Τραπεζογραμμάτια έξω από το νομισματικό σύστημα Banknote outside the monetary system	Κέρματα Coin	Σύνολο Total	Ιδιωτών Private	Δημόσιων επιχειρήσεων Public enterprises	Δημόσιων οργανισμών Public entities
1990 .....	1.880.2.106	1.162.041	1.142.243	19.696	716.780	421.447	51.709	245.524
1991 .....	821.221	1.255.547	1.299.575	21.972	849.674	487.376	76.978	286.320
1992 .....	2.357.090	1.410.091	1.382.285	27.808	946.999	558.158	93.096	295.605
1993 .....	2.557.550	1.512.049	1.476.719	35.324	1.175.507	711.700	93.582	370.245
1994 .....	3.299.367	1.657.698	1.646.289	39.415	1.611.669	1.105.646	117.723	366.100
1995 .....	9.718.128	1.862.552	1.820.785	42.817	1.954.578	1.285.441	115.891	453.904
1996 .....	4.295.748	1.941.862	1.896.287	45.075	2.254.284	1.808.580	110.961	696.626
1997 .....	4.817.395	2.162.720	2.195.271	47.449	2.534.575	1.820.921	132.392	681.962
1998 .....	5.245.754	2.205.603	2.156.211	49.652	3.039.091	2.309.023	109.754	620.514
1999 .....	7.127.699	2.702.020	2.649.146	52.874	4.425.679	3.391.249	135.329	899.101
2000 .....	6.667.995	2.272.692	2.612.079	60.619	4.195.109	3.135.516	205.716	653.871
1996 Ιουλ. - July	4.751.813	2.184.553	2.195.581	46.672	2.567.260	1.717.972	180.198	669.092
Αύγ. - Aug.	4.740.960	2.061.429	2.012.354	49.085	2.679.521	1.790.447	202.457	746.617
Σεπτ. - Sept.	4.596.213	1.976.226	1.928.965	49.261	2.617.967	1.861.433	210.983	545.576
Οκτ. - Oct.	4.609.602	1.984.924	1.935.508	49.416	2.524.679	1.874.150	140.500	510.029
Νοεμ. - Nov.	4.679.940	1.902.604	1.659.255	49.349	2.777.996	1.935.935	180.767	660.634
Δεκ. - Dec.	5.245.754	2.206.868	2.166.211	49.652	8.099.691	2.209.629	109.754	620.514
1999 Ιαν. - Jan.	4.839.831	1.986.671	1.997.142	49.729	2.862.960	2.068.442	108.877	675.840
Φεβρ. - Feb.	4.961.780	1.941.409	1.691.667	49.722	3.040.371	2.214.863	123.570	701.966
Μαρτ. - Mar.	5.964.754	2.090.064	1.980.294	49.770	3.954.690	2.465.518	190.761	756.411
Απρ. - Apr.	5.316.168	2.173.174	2.123.252	49.922	3.142.992	2.361.764	109.691	671.537
Μάιος - May	5.340.102	2.130.001	2.079.948	50.053	3.210.101	2.399.400	130.928	679.703
Ιούν. - June	5.772.524	2.181.708	2.181.337	50.371	3.590.618	2.655.696	165.073	770.047
Ιουλ. - July	5.884.852	2.333.048	2.282.071	50.977	8.591.305	2.701.955	169.049	680.301
Αυγ. - Aug.	5.925.428	2.220.426	2.169.189	51.239	8.705.000	2.806.823	160.644	735.533
Σεπτ. - Sept.	6.921.248	2.178.611	2.125.106	51.505	4.144.637	9.296.440	171.567	776.690
Οκτ. - Oct.	5.797.044	2.153.271	2.101.280	51.991	3.819.773	2.870.869	152.462	769.942
Νοεμ. - Nov.	6.529.065	2.095.224	2.043.741	52.193	4.433.131	8.847.253	156.226	928.650
Δεκ. - Dec.	7.127.699	2.702.020	2.649.146	52.874	4.425.679	8.891.249	135.829	599.101
2000 Ιαν. - Jan.	6.329.950	2.200.992	2.147.169	53.223	4.129.588	9.098.778	145.963	884.627
Φεβρ. - Feb.	6.906.062	2.097.869	2.044.526	53.943	4.210.194	9.042.764	162.510	1.004.920
Μαρτ. - Mar.	6.177.750	2.146.936	2.096.963	53.555	4.030.812	2.994.916	171.305	864.592
Απρ. - Apr.	6.432.657	2.460.650	2.406.787	53.883	3.972.037	2.990.932	187.096	794.009
Μάιος - May	6.279.725	2.246.936	2.192.676	54.254	4.032.795	3.025.261	186.197	821.397
Ιούν. - June	6.676.759	2.374.066	2.919.579	54.487	4.902.090	3.262.668	164.365	895.660
Ιουλ. - July	6.705.151	2.494.020	2.439.126	54.694	4.211.131	3.153.253	186.451	871.427
Αυγ. - Aug.	6.647.239	2.377.346	2.921.861	55.487	4.268.891	3.106.477	186.203	973.211
Σεπτ. - Sept.	6.639.002	2.399.910	2.344.011	55.699	4.189.093	2.951.994	201.061	986.038
Οκτ. - Oct.	6.221.712	2.298.487	2.238.921	58.566	3.925.226	2.717.245	191.941	1.016.040
Νοεμ. - Nov.	6.166.236	2.267.026	2.198.216	58.610	2.931.210	2.709.664	193.646	1.027.700
Δεκ. - Dec.	6.667.995	2.672.692	2.612.079	60.819	4.195.103	9.135.516	205.716	853.871



Νομισματική βάση  
Reserve money

Εκατομμύρια δραχμές		Million drachmas						
Τέλος έτους ή μηνός End of years or month	Γενικό σύνολο Grand total	Ιδιωτικός τομέας Private sector			Δημόσιος τομέας Public sector	Τραπεζικός τομέας Banking sector		
		Σύνολο Total	Τραπεζο- γραμμάτια έξω από το νομισματικό σύστημα (α) Banknotes outside the monetary systems	Κέρματα (β) Coin	Καταθέσεις όψεως δημόσιων οργανισμών και δημόσιων επιχειρήσεων Sight deposits by public entities and public enterprises	Σύνολο Total	Εμπορικές τράπεζες Commercial banks	Ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί Specialized credit institutions
1996 .....	4.138.898	1.941.362	1.896.287	45.075	29.663	2.167.873	1.683.083	484.790
1997 .....	4.693.479	2.693.479	2.135.271	47.449	5.148	2.505.611	1.883.629	621.982
1998 .....	6.129.459	6.126.459	2.156.211	49.652	4.487	3.916.109	3.273.743	642.366
1999 .....	7.434.576	7.434.576	2.649.146	52.874	165.805	4.566.751	3.992.749	574.002
2000 .....	6.443.178	6.443.178	2.612.073	60.819	60.820	3.709.466	3.044.653	664.813
1998 Ιουλ. - July	5.412.286	2.184.553	2.135.881	48.672	53.193	3.174.540	2.489.249	685.291
Αύγ. - Aug.	5.026.065	2.061.439	2.012.354	49.085	141.978	2.822.648	2.134.055	688.593
Σεπτ. - Sept.	5.153.603	1.978.226	1.928.965	49.261	5.525	3.169.852	2.523.655	646.197
Οκτ. - Oct.	5.385.813	1.984.924	1.935.508	49.416	12.937	3.387.931	2.832.006	555.925
Νοεμ. - Nov.	5.161.241	1.902.604	1.853.255	49.349	97.661	3.160.976	2.638.423	522.553
Δεκ. - Dec.	6.128.459	2.205.863	2.156.211	49.652	4.487	3.196.109	3.273.743	642.366
1999 Ιαν. - Jan.	5.729.936	1.986.871	1.937.142	49.729	65.162	3.677.903	3.100.418	577.485
Φεβρ. - Feb.	6.338.117	1.941.409	1.891.687	49.722	84.176	4.312.532	3.624.467	688.065
Μαρτ. - Mar.	6.802.701	2.030.064	1.980.294	49.770	164.773	4.607.864	3.779.734	828.130
Απρ. - Apr.	7.231.349	2.173.174	2.123.252	49.922	54.506	5.003.669	2.243.321	760.348
Μάιος - May	6.457.676	2.130.001	2.079.948	50.053	51.099	4.276.576	3.626.715	649.861
Ιούν. - June	7.238.275	2.181.708	2.131.337	50.371	111.848	4.944.719	4.327.064	617.655
Ιουλ. - July	7.088.517	2.333.048	2.282.071	50.977	19.725	4.735.744	3.938.381	494.338
Αυγ. - Aug.	7.299.294	2.220.428	2.169.189	51.239	44.894	4.967.912	3.902.176	741.641
Σεπτ. - Sept	7.219.580	2.176.611	2.125.106	51.505	115.332	4.927.637	3.977.248	918.879
Οκτ. - Oct.	6.012.419	2.153.271	2.101.280	51.991	64.960	3.794.188	3.051.981	730.337
Νοεμ. - Nov.	6.412.868	2.095.934	2.048.741	52.193	187.952	4.128.982	3.395.699	733.283
Δεκ. - Dec	7.434.576	2.702.020	2.649.146	52.874	165.805	4.566.751	3.992.749	574.002
2000 Ιαν. - Jan.	6.305.439	2.200.392	2.147.169	53.223	87.053	4.017.994	3.299.695	718.299
Φεβρ. - Feb.	6.638.475	2.097.869	2.044.526	53.343	208.738	4.331.868	3.429.577	839.091
Μαρτ. - Mar.	6.434.662	2.146.938	2.093.383	53.555	142.804	4.144.920	3.441.048	703.872
Απρ. - Apr.	6.629.920	2.460.650	2.406.787	53.863	59.135	4.110.135	3.539.735	570.400
Μάιος - May	6.779.057	2.246.930	2.192.676	54.254	92.329	4.439.796	3.701.533	738.265
Ιούν. - June	6.779.741	2.374.066	2.319.579	54.487	104.564	4.301.111	3.800.676	500.435
Ιουλ. - July	6.283.888	2.494.020	2.439.126	54.894	61.947	3.727.921	3.181.028	546.893
Αυγ. - Aug.	5.955.278	2.377.348	2.321.861	55.487	129.615	3.458.315	2.929.364	528.951
Σεπτ. - Sept	6.037.044	2.399.910	2.344.011	55.899	115.780	3.521.354	3.025.942	495.412
Οκτ. - Oct.	6.100.094	2.296.487	2.239.921	56.566	136.530	3.667.077	3.041.657	625.420
Νοεμ. - Nov.	5.985.926	2.257.026	2.198.216	58.810	203.931	3.524.969	2.921.176	609.793
Δεκ. - Dec	6.443.178	2.672.892	2.612.073	60.819	60.820	3.770.466	3.044.653	664.813

(α) Περιλαμβάνονται και τα τραπεζογραμμάτια που βρίσκονται στα ταμεία των δημόσιων επι/σεων και οργανισμών.

(β) Περιλαμβάνονται και τα κέρματα που διακρατούνται από τις δημόσιες επι/σεις τους δημόσιους οργανισμούς και το τραπεζικό σύστημα.

\* Προσωρινά στοιχεία.

(a) Including banknote held by public enterprises and public

(b) Including coins held by public enterprises, public and the banking systems.

\* Provisional data.

### 3 Σύγχρονες μορφές χρήματος

#### Η χρεωστική κάρτα

Είναι ένας απλός αλλά και δαπανηρός τρόπος ηλεκτρονικής πληρωμής, που πληροί τις ανάγκες ασφαλείας της τράπεζας κατά την εκτέλεση της συναλλαγής. Η τράπεζα αξιώνει, ο έμπορος, να έρχεται σ' επαφή με την τράπεζα τη στιγμή της πληρωμής (on-line) προκειμένου να εισπράξει μια συγκεκριμένη αξία με μεταφορά από το λογαριασμό του πελάτη στο λογαριασμό το δικό του. Αν το υπόλοιπο χρηματικών διαθεσίμων του λογαριασμού του πελάτη που ξεκλειδώνεται με την κάρτα δεν επαρκεί, τότε η τράπεζα αρνείται να επιτρέψει τη συναλλαγή. Αν ο λογαριασμός του πελάτη διαθέτει το απαιτούμενο ποσό, τότε αυτό μεταφέρεται από το λογαριασμό του πελάτη στο λογαριασμό του εμπόρου την ίδια στιγμή της πώλησης.

Άλλος παρόμοιος τρόπος θέλει την τράπεζα να αντικαθίσταται από μια υπηρεσία διαλεύκανσης η οποία προάγει τις εντολές πληρωμής στις συνήθεις τράπεζες οι οποίες έχουν εκ των προτέρων επιλεγεί από μέλη του σχήματος. Η ταυτότητα του πελάτη και του εμπόρου μπορούν να επαληθευτούν με χρήση απαραχάρακτων ψηφιακών υπογραφών, απομακρύνοντας τις πιθανότητες απατηλής ή αποκυρησσόμενης συναλλαγής όσο και τα δύο μέρη προστατεύουν προσεχτικά τις φράσεις κώδικα (αλφαριθμητική, εκδόσεις PIN αριθμών τραπεζικών καρτών) με τις οποίες προσπελούν τους λογαριασμούς τους. Ένα μειονέκτημα αυτής της προσέγγισης είναι ότι η on-line επαλήθευση εισάγει καθυστέρηση και έξοδα στη συναλλαγή συγκριτικά με την πεπατημένη των πιστωτικών καρτών. Το κόστος συναλλαγών σε συνδυασμό με το παράδειγμα χρεωστικής κάρτας το κάνουν ακατάλληλο για συναλλαγές χαμηλής αξίας και μεγάλου όγκου. Η χρεωστική κάρτα βολεύει για την αγορά αυτοκινήτου on-line ή ακόμα και για ένα φανελάκι αλλά όχι για χρέωση 1/10 του cent προς ανάγνωση μιας web σελίδας. Το παράδειγμα χρεωστικής κάρτας επίσης δεν κάνει τίποτα για να προστατέψει τα συμφέροντα ιδιωτικότητας των συναλλασσομένων. Η τράπεζα έχει πλήρως καταγεγραμμένη κάθε συναλλαγή. Αυτό διευκολύνει την υπακοή και είναι πολύτιμο για την επιβολή νόμων, αλλά σημαίνει επίσης ότι η ιδιωτικότητα είναι χαμηλή και ότι η τράπεζα εύκολα βρίσκει το profile του καταναλωτή.

## Το βασικό ψηφιακό νόμισμα

Το ψηφιακό νόμισμα είναι απλό. Η τράπεζα παραδίδει στο χρήστη ένα πολυψήφιο μοναδικό και τυχαίο αριθμό (τον "σειριακό αριθμό" του νομίσματος) υπογεγραμμένο με το ιδιωτικό κλειδί της τράπεζας. Για να ξοδέψει ένα νόμισμα ο χρήστης, το στέλνει στον έμπορο, ο οποίος το στρέφει στην τράπεζα είτε on-line είτε μετά το γεγονός. Η τράπεζα ελέγχει το σειριακό αριθμό με βάση τη λίστα εξοδωμένων νομισμάτων και αν το νόμισμα δεν έχει πρωτύτερα ξοδευτεί ή πιστώνει το λογαριασμό του εμπόρου ή του αποδίδει νέο νόμισμα με νέο σειριακό αριθμό. Όσο η τράπεζα είναι ειλικρινής, ο καταναλωτής και ο έμπορος έχουν και οι δύο τις αποδείξεις που χρειάζονται ότι η συναλλαγή έλαβε χώρα. Το ψηφιακό νόμισμα είναι επίσης εύκολο να υλοποιηθεί υπολογιστικά. Κάθε νόμισμα απαιτεί μακρύ, μοναδικό τυχαίο αριθμό αλλά η τράπεζα μπορεί να ξαναχρησιμοποιήσει το ίδιο ζευγάρι ιδιωτικού - δημόσιου κλειδιού για να υπογράψει κάθε νόμισμα μιας δεδομένης αξίας.

Το μοντέλο βασικού νομίσματος έχει 2 προβλήματα. Πρώτον αν η συναλλαγή είναι on-line σε πραγματικό χρόνο, αλλά η επαλήθευση είναι off-line (δηλαδή κάποιο χρόνο μετά την ολοκλήρωσή της συναλλαγής), ο έμπορος δεν μπορεί ίσως να ελέγξει αν το νόμισμα που του προσφέρει ο πελάτης δεν έχει προηγουμένως ξοδευτεί πριν να είναι αργά. Ο έμπορος μπορεί να ελέγξει μόνο την ψηφιακή υπογραφή του πελάτη. Αλλά χωρίς την on-line επαλήθευση ο έμπορος δεν μπορεί να πει αν ένα νόμισμα έχει ήδη εξοφληθεί κάπου αλλού την ώρα που ο πελάτης αγοράζει από αυτόν. Η on-line επαλήθευση διασφαλίζει ότι το νόμισμα που προσφέρεται είναι έγκυρο, αλλά αυτή η επαλήθευση προσθέτει κατά πάσα πιθανότητα καθυστέρηση και κόστος. Δεύτερον, εφόσον ο σειριακός αριθμός του νομίσματος είναι μοναδικός και γνωστός στην τράπεζα, η εξαγορά του νομίσματος από τον έμπορο συνδέει τον πελάτη με τη συναλλαγή και η τράπεζα καταλήγει σε μια βάση δεδομένων που να περιέχει πληροφορία για όλους τους πελάτες της. Όπως και στο μοντέλο πιστωτικής κάρτας οι πελάτες δεν απολαμβάνουν ιδιωτικότητα.

Στο ένα άκρο, οι συναλλαγές ξεκαθαρίζονται on-line και η τράπεζα θέλει τον καταναλωτή να μην αγοράζει νομίσματα μέχρι τη στιγμή που τα χρειάζεται. Σαν αποτέλεσμα, ο καταναλωτής κρατάει το κεφάλαιό του σε έναν φορολογήσιμο λογαριασμό μέχρι που να χρειαστεί νόμισμα. Όταν θελήσει να συναλλαγή με τον έμπορο επικοινωνεί με την τράπεζα, η τελευταία βγάζει νόμισμα και εκείνη το προσφέρει στον έμπορο, ο οποίος

το εξαργυρώνει μόλις το λάβει από τον καταναλωτή. Στο σενάριο αυτό οι επιδράσεις του νομίσματος στη διαθέσιμη ποσότητα χρήματος είναι αμελητέες.

Στο άλλο άκρο, οι συναλλαγές ξεκαθαρίζονται off-line και η τράπεζα απαιτεί ο καταναλωτής να αποκτήσει ψηφιακά νομίσματα πριν τα χρειαστεί, όπως κάποιος αγοράζει ταξιδιωτικά τσεκ σήμερα. Επειδή το on-line ξεκαθάρισμα δεν είναι διαθέσιμο ή είναι πολύ ακριβό, άρα μη πρακτικό, ο έμπορος ρισκάρει να μην πληρωθεί με προεξοφλημένο νόμισμα τη στιγμή που το δέχεται από τον καταναλωτή. Η ανάγκη του εμπόρου να συναθροίσει νομίσματα πριν τα εξαργυρώσει από την τράπεζα εισάγει περαιτέρω καθυστέρηση πριν τη συμφωνία. Σ' αυτή την έκδοση τα ψηφιακά νομίσματα λειτουργούν αρκετά, σαν ταξιδιωτικά τσεκ.

Εφόσον τα ταξιδιωτικά τσεκ όσο και τα μετρητά είναι μέρη του M1, το στενότερο μέτρο χρημάτων ευρέως χρησιμοποιούμενο από μακροοικονομολόγους, αυτό από μόνο του δε λέει τίποτα. Αν ωστόσο, ο κόσμος διαλέξει να φέρει ψηφιακά νομίσματα αντί για τα συνηθισμένα μετρητά, το περισσότερο από το χρήμα σε κυκλοφορία θα διοχετευτεί στο τραπεζικό σύστημα αυξάνοντας το απόθεμα χρήματος μέσω τμηματικού αποταμιευτικού δανεισμού. Τα ψηφιακά νομίσματα θα μπορούσαν να έχουν επίσης μικρό αντίκτυπο στην κινητικότητα του χρήματος αν προκαλέσουν μεγαλύτερο αριθμό συναλλαγών ετησίως ή αν η ύπαρξη παγκοσμίων 24ωρων κυβερνομονοπατιών ενθαρρύνει τον κόσμο να συναλλάσσεται συχνότερα.

### **Τυφλωμένα νομίσματα**

Πολλοί κάνουν λόγο για το νόμισμα αυτό, το βασικό μοντέλο του οποίου, εμπιστεύεται την τράπεζα με αντάλλαγμα την on-line επαλήθευση και την ευκαιρία για τις τράπεζες να συσσωρεύσουν χαρακτηριστικά εξόδων των πελατών. Είναι δυνατό, ωστόσο, να κρατήσουμε τα γνωρίσματα εκείνα του βασικού μοντέλου νομίσματος που καθιστούν αδύνατο ή τουλάχιστο πολύ ριψοκίνδυνο για τους ανθρώπους να αντιγράφουν το ψηφιακό τους χρήμα και να το ξοδεύουν εις διπλούν χωρίς να έχει η τράπεζα τη δυνατότητα να δημιουργήσει γιγαντιαία βάση δεδομένων με το ποιος ξόδεψε τι και που. Σ' αυτό το μοντέλο οι πληρωτές σε αντίθεση με τους εισπράττοντες, μπορούν να μείνουν ανώνυμοι.

Χρησιμοποιώντας "τυφλωμένα νομίσματα" ο καταναλωτής μπορεί να αποκτήσει ψηφιακό χρήμα με μοναδικό σειριακό αριθμό από τράπεζα χωρίς να επιτρέψει στην τράπεζα να δημιουργήσει εγγραφή με το σειριακό αριθμό του νομίσματος. Πέρα από την άγνοια της τράπεζας περί του σειριακού αριθμού, η μοναδικότητα του αριθμού βοηθάει να

διασφαλίσουμε ότι ο καταναλωτής δεν μπορεί να ξοδέψει το νόμισμα δύο φορές. Οι τεχνικές που το καταφέρνουν αναπτυγμένες και κατοχυρωμένες από τον David Cham και πραγματευόμενες από μια εταιρία που ίδρυσε ονόματι DiyiCash, είναι περίπλοκες. Όπως ένα βασικό ψηφιακό νόμισμα, ένα τυφλωμένο νόμισμα ξεκινά με ένα μακρύ τυχαίο σειριακό αριθμό, αλλά αυτή τη φορά ο σειριακός αριθμός γεννιέται από τον Καταναλωτή, τον πελάτη που σκοπεύει να αποκτήσει νόμισμα από την τράπεζα. Ο Καταναλωτής πολλαπλασιάζει αυτόν τον σειριακό αριθμό με έναν άλλον τυχαίο συντελεστή (τον "τυφλωμένο συντελεστή" ) και στέλνει το προϊόν (τον "τυφλωμένο αριθμό") στην τράπεζα. Όπως και στη βασική περίπτωση, η τράπεζα υπογράφει τον αριθμό με το μυστικό κλειδί της.

Αντίθετα απ' ότι συμβαίνει στη βασική περίπτωση, μια τράπεζα που βγάζει ένα τυφλωμένο σύστημα δεν γνωρίζει τον πραγματικό σειριακό αριθμό του νομίσματος τη στιγμή που το διαθέτει τυπώνοντας την ψηφιακή της υπογραφή στον "τυφλωμένο αριθμό". Όλα όσα ξέρει η τράπεζα είναι ότι ο Καταναλωτής αγόρασε νόμισμα δεδομένης αξίας και τον "τυφλωμένο αριθμό" που υπέβαλε. Απουσία ανωνύμων τραπεζικών λογαριασμών, η τράπεζα γνωρίζει την ταυτότητα του Καταναλωτή και πόσα νομίσματα από κάθε αξία αγοράζει. Εφοδιασμένη μ' αυτή την πληροφορία, θα πρέπει να μπορεί να εναρμονιστεί με κανόνες σχεδιασμένους να ελέγχουν το ξέπλυμα χρήματος και τη φοροδιαφυγή. Η ιδιωτικότητα του καταναλωτή εξαρτάται από εν μέρει από την ύπαρξη επαρκούς όγκου νομισμάτων σε κυκλοφορία τέτοιου που οι αγορές του Καταναλωτή και η χρήση των νομισμάτων να μην ξεχωρίζει.

Υπάρχει κι άλλος ένας τρόπος να κρύβουμε και να ανακαλούμε την ταυτότητα του Καταναλωτή. Σ' αυτή τη διαφοροποίηση η τράπεζα δεν ξέρει ποιος ξόδεψε τα χρήματα ενόσω ξοδεύτηκαν μια φορά, αλλά αυτή η πληροφορία είναι προσβάσιμη από συστημένο οργανισμό ξένο προς την τράπεζα. Οι εφευρέτες αυτού του είδους ψηφιακού χρήματος προτείνουν ο διαπιστευμένος τρίτος ο οποίος θα κρατάει τα μέσα για την αποανωνυμοποίηση του ψηφιακού χρήματος να είναι "οργάνωση για τα δικαιώματα του καταναλωτή". Τίποτα στο πρωτόκολλό τους, ωστόσο, δεν θα εμπόδιζε μια κυβέρνηση από το να απαιτήσει αυτή η οργάνωση να είναι η αστυνομία ή τα δικαστήρια. Στην πραγματικότητα αυτό το πρωτόκολλο ανοίγει την πόρτα σε πρώτης τάξης ψηφιακό χρήμα. Έτσι η κυβέρνηση θα μπορούσε να επισκοπήσει συναλλαγματικά δεδομένα τα οποία υπόκεινται στους περιορισμούς της τέταρτης τροπολογίας. Είναι δυνατό να τροποποιηθεί το σύστημα ανιχνεύσιμου ανώνυμου χρήματος έτσι ώστε η ταυτότητα του χρήστη να αποκαλύπτεται μόνο όταν διάφορα μέρη ("διαπιστευμένοι") συμφωνήσουν. Αυτό το σύστημα πολλαπλών

διαπιστευμένων μοιάζει με το σύστημα πολλαπλών συντελεστών που επιθυμούν τα κλειδιά του τσιπ κοπής νομισμάτων.

Όλα τα είδη "τυφλωμένων νομισμάτων" δημιουργούνται ως εξής: Όταν επιστραφεί στον Καταναλωτή το υπογεγραμμένο τυφλωμένο νόμισμα από την τράπεζα, αυτή εκτελεί έναν μαθηματικό υπολογισμό που αφαιρεί τον "τυφλωτικό παράγοντα". Το αποτέλεσμα είναι ένα νόμισμα που μοιάζει με το βασικό ψηφιακό νόμισμα, κατέχει τον "πραγματικό" σειριακό αριθμό και φέρει την ψηφιακή υπογραφή της τράπεζας που επιβεβαιώνει την αυθεντικότητα του πραγματικού -όχι του τυφλωμένου- σειριακού αριθμού. Ο Καταναλωτής μπορεί να ξοδέψει τώρα το νόμισμα στο μαγαζί του εμπόρου σαν να ήταν βασικό νόμισμα. Απουσία ανώνυμων τραπεζικών λογαριασμών, ο έμπορος οφείλει ακόμη να αποκαλύπτει την ταυτότητά του για να εξαργυρώσει το νόμισμα.. (Αν για κάποιο λόγο θελήσει ο Καταναλωτής αργότερα να "διακόψει την πληρωμή" στο νόμισμα διότι ο έμπορος παρέβηκε συμφωνία μπορεί πάντα να αποκαλύπτει τον πραγματικό σειριακό αριθμό στην τράπεζα. )

## 4 Ο προσδιορισμός των επιτοκίων

Τα βασικά κίνητρα της αποταμίευσης είναι η ασφάλεια των χρημάτων και το επιτόκιο, που προσφέρουν οι τράπεζες. Η τράπεζα παίζει το ρόλο του μεσολαβητή, ανάμεσα στον καταθέτη και στον δανειολήπτη. Η αμοιβή της είναι η διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στα επιτόκια καταθέσεων και στα επιτόκια χορηγήσεων. Το 1985 -για παράδειγμα- το επιτόκιο που προσέφεραν οι εμπορικές τράπεζες για καταθέσεις ήταν κατά μέσον όρο 15% , ενώ δάνειζαν με 20,5% για κεφάλαια κίνησης και 18% για άλλα μακροπρόθεσμα δάνεια. Δηλαδή δούλευαν για ένα 3 έως 5,5%. Τα επιτόκια δεν καθορίζονται αυθαίρετα. Στην ουσία αποτελούν την τιμή του χρήματος, αν δεχτούμε προς στιγμήν να δούμε και το χρήμα σαν ένα οποιοδήποτε άλλο αγαθό (π.χ. εισητήριο ποδοσφαιρικού αγώνα). Ένας αυθαίρετος επομένως προσδιορισμός του από την κυβέρνηση, θα οδηγούσε σε παρατράπεζες και μαύρη αγορά χρήματος (διαβάστε τοκογλυφία).

Οι τράπεζες σε πολλές χώρες είναι ελεύθερες να καθορίζουν μόνες τους τα επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων. Η «ελευθερία» τους όμως αυτή είναι κάπως επίπλαστη, γιατί ο ανταγωνισμός που υπάρχει μεταξύ τους, δεν επιτρέπει να υπάρχουν πολλά επιτόκια.

Στην Ελλάδα τα επιτόκια –μέχρι προτινος- καθορίζονταν από το κράτος, αλλά βεβαίως όχι αυθαίρετα. Οι αρχές παρακολουθούν το πώς εξελίσσεται η προσφορά και η ζήτηση του χρήματος και ανάλογα καθορίζουν το επιτόκιο.

Ο προσδιορισμός των επιτοκίων αποτελεί το δεύτερο από τα δύο βασικά εργαλεία με τα οποία ακείται η νομισματική πολιτική. Δηλαδή η Κεντρική Τράπεζα ασκεί νομισματική πολιτική «μοιράζοντας» ή «σκουπίζοντας» νομίσματα χρησιμοποιώντας το επιτόκιο πότε σαν «σέσουλα» και πότε σαν «σκούπα». Στην ουσία, η κεντρική τράπεζα, κινείται με δύο τύπους νομισματικής πολιτικής: *Την επεκτατική* και την *περιοριστική*.

Εφαρμόζοντας επεκτατική πολιτική, αυξάνει τα νομισματοπιστωτικά μέσα που έχει στη διάθεσή της η οικονομία. Κι αυτή την πολιτική την επιλέγει συνήθως όταν η οικονομία εισέρχεται σε περίοδο ύφεσης, και ως εκ τούτου πρέπει να την αναθερμάνει.

Αντίθετα όταν η οικονομία βρίσκεται σε ανοδική πορεία, τότε εμφανίζονται και οι πληθωριστικές πιέσεις, οπότε αποσύροντας η κεντρική τράπεζα μεγάλες ποσότητες ρευστού από την κυκλοφορία, αποκαθιστά τον δέοντα σεβασμό στο χρήμα.

Όταν η Τράπεζα της Ελλάδος μειώνει τα επιτόκια, τότε όλες οι τράπεζες ενθαρρύνονται να πράξουν το ίδιο. Κι αν αυτό συνδυαστεί με μια λιγότερο αυστηρή κρίση στις δανειοδοτήσεις (διαβάστε: πιστωτική πολιτική), αναμφίβολα το επιχειρηματικό κλίμα γίνεται ευνοϊκότερο και μοιραία προσελκύονται οι ξένες παραγωγικές επενδύσεις.

Μια τέτοια απόφαση όμως, δηλαδή της μείωσης των επιτοκίων δεν λαμβάνεται βιαστικά κι επιπόλαια, διότι η μείωση αυτή έχει και αρνητικό αντίκτυπο. Στην προκειμένη περίπτωση θ' απογοητεύσει ως ένα βαθμό τους αποταμιευτές. Συνεπώς, ενδέχεται οι καταθέσεις ταμειυτηρίου να υποστούν μια καθίζηση, που δεν μπορούμε να την κρίνουμε a priori ανεκτή. Χρειάζεται προσεκτική μελέτη των αριθμοδεικτών, και μια επίσης προσεκτική σύγκριση των αναμενόμενων (ex ante) ωφελημάτων με τις αναμενόμενες παρενέργειες σε κάθε περίπτωση

Αντίθετα η διατήρηση των εγχώριων επιτοκίων σε υψηλά επίπεδα μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό, αλλά για αγορά τίτλων του Δημοσίου, και στη δημιουργία αυξημένης ρευστότητας στην αγορά χρήματος.

Μια ματιά στο διεθνή οικονομικό χώρο, ίσως είναι πιο πειστική από οποιοδήποτε άλλο επιχείρημα μερί της σημασίας ή μη του καθορισμού των επιτοκίων.

Από το 2001 και μετά ο πρόεδρος της Κεντρικής Αμερικανικής Τράπεζας κ. Άλλαν Γκρίνσπαν, προσπάθησε και κατάφερε να μειώσει το επιτόκιο του δολλαρίου κατά έξι περίπου εκατοστά και μέσα σε δύο περίπου χρόνια. Λέγεται<sup>3</sup> πως την πολιτική αυτή του την υπέδειξε η Κεντρική Ιαπωνική Τράπεζα που την προηγούμενη δεκαετία, είχε κάνει ακριβώς το αντίθετο. Διατηρούσε τα επιτόκια ψηλά, και περίμενε να βγει Ιαπωνία από την ύφεση χωρίς αύξηση της συνολικής ζήτησης.

Τα χαμηλά επιτόκια της Federal Reserve, ανάγκασαν και τους Ευρωπαίους να παρακολουθήσουν την καθοδική τους πορεία, κι έτσι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) γύρω στα τέλη του 2003 είχε διαμορφώσει το βασικό της επιτόκιο γύρω στο 2%. Οι Γερμανοί είχαν να δουν τόσο χαμηλά επιτόκια στη χώρα τους από την εποχή του καγκελαρίου Bismarck.

Είναι όμως σε όλους γνωστό, το πόσο η συνολική ζήτηση διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα, ιδίως στην Ελλάδα, και πόσο σημαντικό ρόλο έπαιξε το γεγονός αυτό στην πορεία της οικονομίας της, έχοντας βέβαια και τις αρνητικές πλευρές του, όπως είναι η υπερχρέωση των νοικοκυριών.

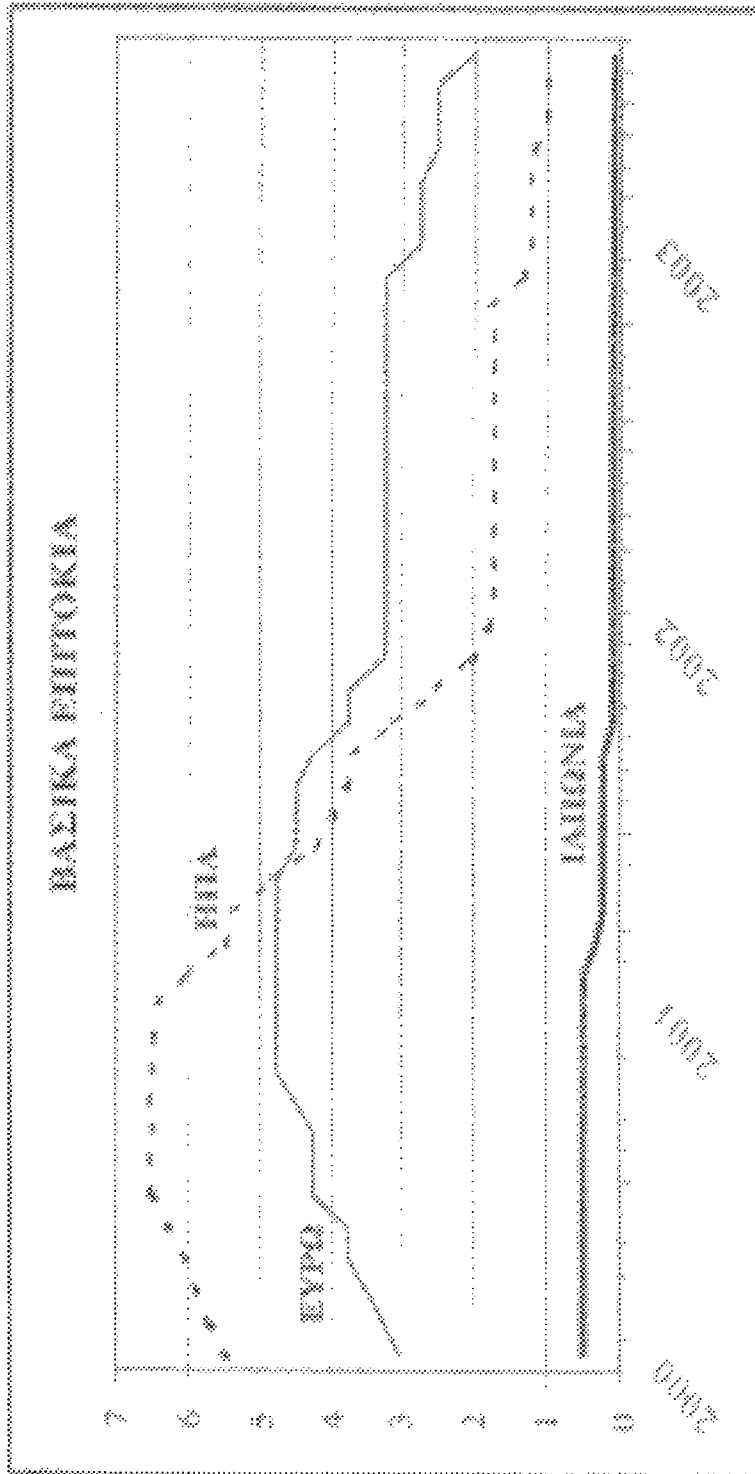
---

<sup>3</sup> ΙΩΑΝΝΗ Α. ΜΟΥΡΜΟΥΡΑ « ΝΕΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΧΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ»



Στο παρακάτω διάγραμμα διακρίνεται η πτωτική πορεία των επιτοκίων της Fed καθώς επίσης και η λιγότερο θαρραλέα πτωτική πορεία των επιτοκίων της ΕΚΤ.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ



\* Δημοσιεύτηκε στο Κυριακάτικο Βήμα (Σεπτέμβριος 2003).

## Πίνακας Π.2

### Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ

(Ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριος αναχρηματοδότησης	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
6 Δεκεμβρίου 2002	1,75	2,75	3,75
7 Μαρτίου 2003	1,50	2,50	3,50
6 Ιουνίου 2003	1,00	2,00	3,00

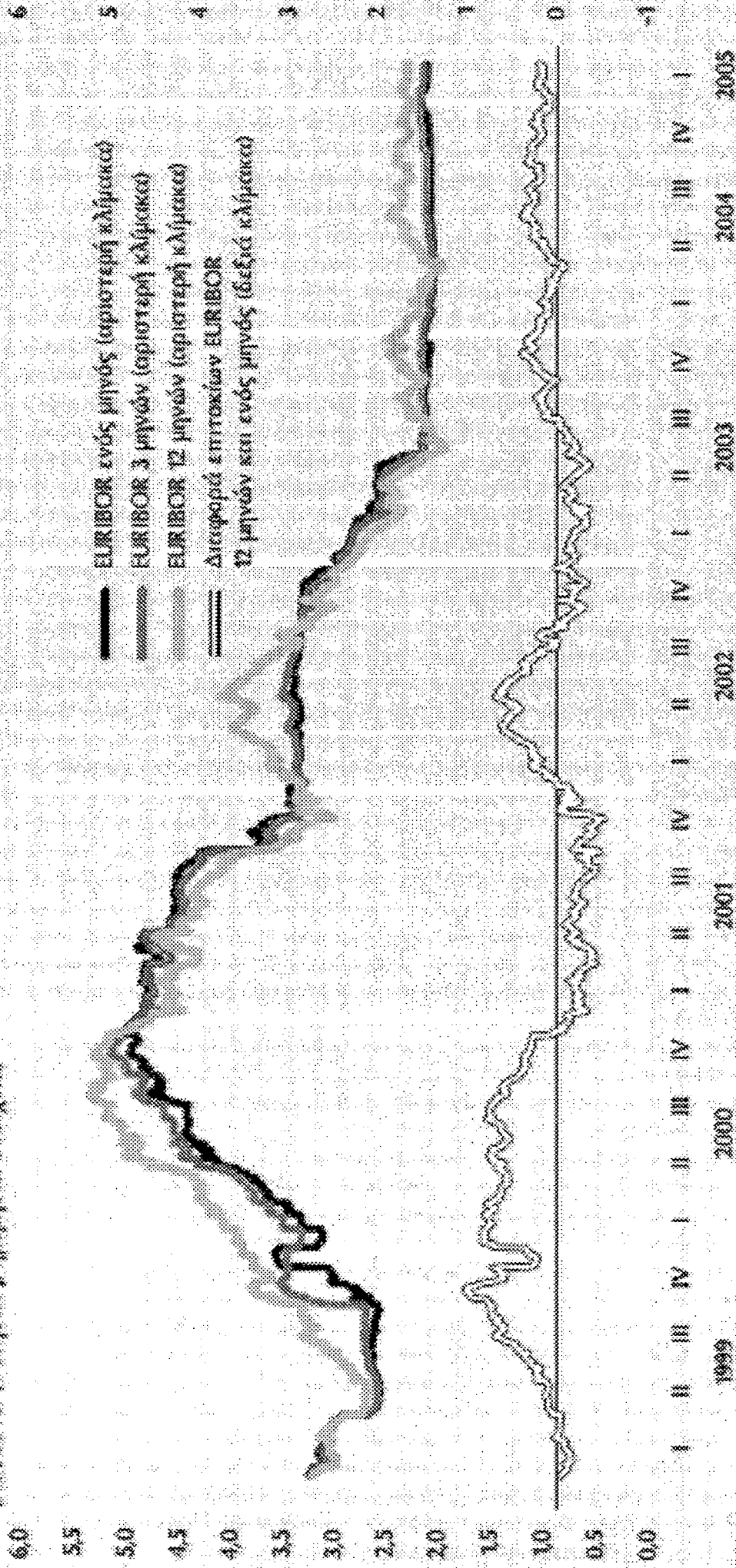
1. Οι μεταβολές των επιτοκίων που αναφέρονται ισχύουν για τα επιτόκια των πάγιων διευκολόντων αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης από την επόμενη της ημερομηνίας της απόφασης μεταβολής τους. Για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης η μεταβολή των επιτοκίων ισχύει από την πρώτη πράξη μετά την ημερομηνία που αναφέρεται στον πίνακα.

Πηγή: ΕΚΤ.

Διάγραμμα 11.7

### Βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ (1 Ιανουαρίου 1999 – 10 Φεβρουαρίου 2005)

(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

## 5 Η δημιουργία τραπεζικού χρήματος

Η πιστωτική επέκταση πηγάζει από την ικανότητα που έχει ο τραπεζικός τομέας να πολλαπλασιάζει το χρήμα μ' ένα τρόπο που μόνο αυτός μπορεί.

Στη δυναμική του τραπεζικού συστήματος, σπουδαιότατο ρόλο παίζει η λειτουργία του *λογιστικού χρήματος*, ως συνέπεια της αρχής της *μερικής ρευστότητας* των τραπεζών. Ο μηχανισμός με τον οποίο δημιουργείται το λογιστικό χρήμα είναι σε γενικές γραμμές ο ακόλουθος:

Η τράπεζα δεν είναι υποχρεωμένη να κρατεί τις καταθέσεις των πελατών της στα ταμεία της. Μπορεί, απ' αυτές να χορηγεί δάνεια και να κάνει επενδύσεις, στηριζόμενη στο γεγονός ότι για την άμεση ανταπόκρισή της, στις απαιτήσεις των πελατών της για ανάληψη, της αρκεί *μερική ρευστότητα*. Είναι σχεδόν βέβαιο, ότι δεν πρόκειται ποτέ, όλοι οι καταθέτες-αποταμιευτές να εμφανιστούν την ίδια χρονική στιγμή και να ζητήσουν ν' αποσύρουν όλες τις καταθέσεις τους. Και το στοιχείο αυτό, ο τραπεζικός τομέας το εκμεταλλεύεται στο έπακρο για να δημιουργήσει το λεγόμενο τραπεζικό χρήμα.

Ήδη από το 1939 στην Αγγλία η έκδοση του χαρτονομίσματος έγινε πιστωτική. Εδώ και μερικά χρόνια, η τήρηση ισόποσου αντικρίσματος από τις τράπεζες -που άλλοτε θεωρούνταν απαραίτητη προϋπόθεση της λειτουργίας τους- κρίνεται πλέον περιττή.

Βέβαια σε περιόδους πολιτικής κρίσης ή άλλης έκτακτης ανάγκης, το φαινόμενο της αθρόας προσέλευσης των αποταμιευτών, προς απόσυρση των καταθέσεών τους, είναι δυνατόν να συμβεί και έχει συμβεί. Σε τέτοιες περιπτώσεις εκτός από την οξύτατη πολιτική κρίση η κυβέρνηση έχει ν' αντιμετωπίσει και το φαινόμενο της αισχροκέρδειας και της υπέρμετρης κερδοσκοπίας. Εννοείται ότι λαμβάνονται έκτακτα μέτρα, οι δε τράπεζες για να μπορέσουν να ανταποκριθούν στην αυξημένη ζήτηση χρήματος, αναγκάζονται να δέχονται βραχυπρόθεσμες καταθέσεις (ολίγων ημερών) με υπέρογκα επιτόκια.

Σε γενικές γραμμές πάντως, και μέχρι το 1990 στην Ελλάδα, όλες οι τράπεζες και οι Ειδικοί Πιστωτικοί Οργανισμοί υποχρεούνταν:

- Να επενδύουν σε έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου το 40% των συνολικών καταθέσεων που δέχονται από ιδιώτες σε δραχμές ή συνάλλαγμα.

- Να καταθέτουν άτοκα 7% των συνολικών καταθέσεων όψης τους και των δεσμευμένων καταθέσεων των ιδιωτών
- Να καταθέτουν έντοκα 7% των συνολικών καταθέσεων τους σε δραχμές ή συνάλλαγμα
- Να καταθέτουν άτοκα 25% επί του συνόλου των χορηγήσεών τους
- Ν' αναλαμβάνουν από τον άτοκο λογαριασμό τους, ποσοστό 5% των συνολικών τους χορηγήσεων που τοποθετήθηκαν με επιτόκιο μέχρι 11,5% και 23% των συνολικών τους χορηγήσεων που τοποθετήθηκαν μ' επιτόκιο μέχρι 9,5%.

Όλα τα παραπάνω από το έτος 2000 και μετά, διαμορφώνονται πλέον από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στα πλαίσια της λειτουργίας του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΚΤΣ).

Ανεξάρτητα απ' όσα ακροθιγώς αναφέραμε αμέσως προηγουμένως, κι αυτό για λόγους απλουστεύσεως, μπορούμε να πούμε ότι τα 1000 €, που καταθέτω σήμερα σε ένα λογαριασμό ταμιευτηρίου, ο τραπεζικός τομέας μπορεί να τα κάνει δάνειο ύψους 10.000 € το οποίο να διαθέσει π.χ στον παραγωγικό τομέα.

Μας πως είναι δυνατόν; Θα μπορούσε να τεθεί το ερώτημα.

Η απάντηση βρίσκεται στο ότι ούτε και τα 9.000 ευρώ τραπεζικό χρήμα θα καταβληθούν άμεσα στους δανειολήπτες με τη μορφή «μετρητού τσέπης» αλλά θα γίνουν κι αυτά κατάθεση σε λογαριασμούς πιθανόν όψης.

Θα ήταν ακόμη πιο ευχερής η κατανόηση αν παρακολουθούσαμε τα όσα αναπτύχθηκαν προηγουμένως με λογιστικούς όρους

Αν υποθέσουμε λοιπόν ότι μια εμπορική τράπεζα έχει αμέσως μετά την ίδρυσή της έναν ισολογισμό περίπου σαν τον ακόλουθο:

### ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ενεργητικό		Παθητικό	
Πάγια Στοιχεία	200.000	200.000	Μετοχικό κεφάλαιο
Σύνολο ενεργητικού	200.000	200.000	Σύνολο παθητικού

Ας υποθέσουμε σε συνέχεια ότι δέχεται την πρώτη της κατάθεση 1.000 €, Ο ισολογισμός της θα διαμορφωθεί ως εξής:

### ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ενεργητικό		Παθητικό	
Πάγια Στοιχεία	200.000	200.000	Μετοχικό κεφάλαιο
Ταμείο	1.000	1.000	Καταθέσεις ιδιωτών
Σύνολο ενεργητικού	201.000	201.000	Σύνολο παθητικού

Με βάση τα 1.000 €, που κατατέθηκαν η τράπεζα μπορεί να χορηγήσει δάνειο μέχρι 9.000 €. Οπότε ο Ισολογισμός της θα λαβει την ακόλουθη μορφή:

### ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ενεργητικό		Παθητικό	
Πάγια Στοιχεία	200.000	200.000	Μετοχικό κεφάλαιο
Χορηγηθέντα δάνεια	9.000		
Ταμείο	1.000	10.000	Καταθέσεις ιδιωτών
Σύνολο ενεργητικού	210.000	201.000	Σύνολο παθητικού

Όσο η σχέση ένα προς δέκα μεταξύ των μετρητών και των καταθέσεων δεν παραβιάζεται, τόσο οι τράπεζες ή καλύτερα ο τραπεζικός τομέας βρίσκεται σε ισορροπία.

Στο παράδειγμά μας η τράπεζα δημιούργησε μεν τραπεζικό χρήμα 9.000 €. Δεν πρέπει όμως να νομιστεί εδώ, ότι αυτό είναι μια εύκολη και απλή υπόθεση. Συγκεκριμένα, το παράδειγμά μας υποθέτει –αυθαίρετα– ότι θα βρεθούν πράγματι ενδιαφερόμενοι για να δανειστούν το ποσό των 9.000 €. Το αν θα βρεθούν ή όχι όμως, είναι κάτι που εξαρτάται από άλλους παράγοντες, με σημαντικότερο ίσως το επίπεδο του επιτοκίου.

Οι διαρκείς πάντως, αναφορές μας σε στοιχεία υποτιθέμενων Ισολογισμών της Κεντρικής Τράπεζας ως ανωτέρω, παρ' όλο που αδιαμφισβήτητα διευκολύνουν την κατανόηση του μοντέλου, δεν μας απαλλάσσουν από την υποχρέωση να παραθέσουμε ένα υπόδειγμα Ισολογισμού ενός Νομισματοχρηματικού Ιδρύματος ΝΙΧ, με όλο το πλέγμα των κονδυλίων που πρέπει να εμφανίζει. Ακολούθως παρατίθεται και μια συνοπτική επεξηγηματική λίστα των περιλαμβανόμενων κονδυλίων.

## ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΝΧΙ (Νομισματο Χρηματοδοτικού Ιδρύματος)

	ΠΟΣΑ ΚΑ. ΧΡΗΜΑΤΟΣ	ΠΟΣΑ ΚΑ. ΧΡΗΜΑΤΟΣ	
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>
<b>1. Μετρητά</b>			<b>8. Νομισματική κυκλοφορία</b>
<b>2. Δάνεια</b>			<b>9. Καταθέσεις</b>
- άνω των δύο ετών			9.1 Καταθέσεις μιας ημέρας
- άνω του ενός έτους και μέχρι δύο ετών			9.2 Καταθέσεις με συμφωνημένη λήξη
<b>3. Χρεώγραφα εκτός μετοχών</b>			- μέχρι ένα έτος
- μέχρι ένα έτος			- άνω του ενός έτους και μέχρι δύο ετών
- άνω του ενός έτους και μέχρι πέντε ετών			- άνω των δύο ετών
- άνω των πέντε ετών			<b>9.3 Καταθέσεις υπό προειδοποίηση</b>
<b>4. Τίτλοι αγοράς χρήματος</b>			- μέχρι τριών μηνών
<b>5. Μετοχές και άλλα τίτλοι κεφαλαίου</b>			- άνω των τριών μηνών
<b>6. Πάγια στοιχεία</b>			9.4 Repos
<b>7. Λοιπά στοιχεία ενεργητικού</b>			10. Μετοχές κεφαλαίων χρηματαγοράς
			<b>11. Εκδόσεις χρεωστικών τίτλων</b>
			- μέχρι ενός έτους
			- άνω του έτους και μέχρι δύο ετών
			- άνω των δύο ετών
			12. Τίτλοι αγοράς χρήματος
			13. Κεφάλαιο και αποθεματικά
			14. Λοιπά στοιχεία παθητικού

ΑΝΤΙΣΥΜΒΑΛΛΟΜΕΝΟΙ	
<b>A) Κάτοικοι με εθνική ιθαγένεια</b> - Νομισματικά Χρηματοδοτικά Ιδρύματα (Ν.Χ.Ι) - Μη Ν.Χ.Ι. - Γενική Κυβέρνηση - κεντρική κυβέρνηση - κρατική κυβέρνηση - αυτοδιοίκηση - ταμεία κοινωνικής ασφάλισης - Άλλοι κάτοικοι - άλλοι χρηματοδοτικοί διαμεσολαβητές - ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία συντάξεων - μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις - νοικοκυριά κλπ	<b>A) Κάτοικοι με εθνική ιθαγένεια</b> - Ν.Χ.Ι. - πιστωτικά ιδρύματα - Μη Ν.Χ.Ι. - Γενική Κυβέρνηση - κεντρική κυβέρνηση - κρατική κυβέρνηση - αυτοδιοίκηση - ταμεία κοινωνικής ασφάλισης - Άλλοι κάτοικοι - άλλοι χρηματ/τικοί διαμεσολαβητές - ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία συντάξεων - μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις - νοικοκυριά κλπ.
<b>B) Κάτοικοι άλλων κρατών της Ο.Ν.Ε.</b> - Ν.Χ.Ι. - Μη Ν.Χ.Ι. - Γενική Κυβέρνηση - κεντρική κυβέρνηση - κρατική κυβέρνηση - αυτοδιοίκηση - ταμεία κοινωνικής ασφάλισης - Άλλοι κάτοικοι - άλλοι χρηματοδοτικοί Διαμεσολαβητές - ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία συντάξεων - μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις - νοικοκυριά κλπ	<b>B) Κάτοικοι άλλων κρατών της Ο.Ν.Ε.</b> - Ν.Χ.Ι. - πιστωτικά ιδρύματα - Μη Ν.Χ.Ι. - Γενική Κυβέρνηση - κεντρική κυβέρνηση - κρατική κυβέρνηση- αυτοδιοίκηση - ταμεία κοινωνικής Ασφάλισης - Άλλοι κάτοικοι - άλλοι χρηματοδοτικοί διαμεσολαβητές - ασφαλιστικές επιχ/σεις και ταμεία συντάξεων - μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις - νοικοκυριά κλπ
<b>Γ) Κάτοικοι του υπόλοιπου κόσμου</b> - Τράπεζες - Μη Τράπεζες - Γενική Κυβέρνηση - Άλλοι κάτοικοι	<b>Γ) Κάτοικοι του υπόλοιπου κόσμου</b> - Τράπεζες - Μη Τράπεζες - Γενική Κυβέρνηση - Άλλοι κάτοικοι
<b>Δ) Μη κατανεμόμενοι</b>	<b>Δ) Μη κατανεμόμενο</b>

Πηγή: Ιστοσελίδα Ο.Τ.Ο.Ε <http://www.ine.otoe.gr/ekdoseis/ekdoseis.htm>



## ΕΠΕΞΗΓΗΣΕΙΣ

**Μη Νομισματικό Χρηματοδοτικό Ίδρυμα**[Μη-ΝΧΙ] (Non-Monetary Financial Institution [Non-MFI]).

Για τους ενοποιημένους ισολογισμούς διακρίνουμε τους εξής τομείς:

**Κυβέρνηση** (Government) = Εννοεί λογαριασμούς συνήθως νομικών προσώπων που λειτουργούν ομαδοποιημένα κάτω από τις εξής κατηγορίες

**Γενική Κυβέρνηση** (General Government). Πρόκειται για μονάδες κατοίκων που δραστηριοποιούνται α) στην παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών εκτός αγοράς με στόχο την κάλυψη της ατομικής ή συλλογικής κατανάλωσης β) ή/και στην αναδιανομή του εθνικού εισοδήματος και πλούτου

**Κεντρική Κυβέρνηση** (Central Government). Διοικητικές αρχές του κράτους που η αρμοδιότητά τους εκτείνεται σε όλη την επικράτεια με εξαίρεση τις αρχές που διοικούν τα ταμεία κοινωνικής ασφάλισης

**Κρατική Κυβέρνηση** (State Government). Θεσμικές αρχές που ασκούν μερικές από τις κυβερνητικές λειτουργίες σε ένα επίπεδο κατώτερο αυτού της κεντρικής κυβέρνησης και ανώτερο της τοπικής κυβέρνησης.

**Τοπική Κυβέρνηση** (Local Government). Δημόσια διοίκηση της οποίας οι αρμοδιότητες εκτείνονται μόνο σε τοπικό επίπεδο.

**ταμεία κοινωνικής ασφάλισης** (Social security funds). Κεντρικά και τοπικά ιδρύματα δημοσίου δικαίου των οποίων η δραστηριότητα έγκειται στην προσφορά κοινωνικών παροχών.

**Άλλοι κάτοικοι** = κάτοικοι που έχουν το χαρακτήρα μη ΝΧΙ πέραν της γενικής κυβέρνησης. Περιλαμβάνουν:

**άλλοι χρηματοδοτικοί διαμεσολαβητές** (Other financial intermediaries). Πρόκειται για μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις και οιονεί επιχειρήσεις (με εξαίρεση τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τα ταμεία συντάξεων) που ασκούν χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση με την ανάληψη υποχρεώσεων, σε μορφές που δεν περιλαμβάνουν νομίσματα, καταθέσεις ή στενά υποκατάστατα αυτών, απέναντι σε θεσμικούς επενδυτές εκτός των ΝΧΙ.

**ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία συντάξεων** (Insurance corporations and pension funds). Μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις και οιονεί επιχειρήσεις που ασχολούνται κύρια με την κάλυψη ασφαλιστικών κινδύνων και την παροχή συντάξεων και άλλων μορφών κοινωνικής ασφάλισης. Ασκούν χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση σαν συνέπεια της συγκέντρωσης κινδύνων.

**μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις**(Non-financial corporations). Επιχειρήσεις και οιονεί επιχειρήσεις μη εμπλεκόμενες σε χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση αλλά κύρια δραστηριοποιούμενες στην παραγωγή αγαθών της αγοράς και στην προσφορά μη χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

**νοικοκυριά** (Households). Ιδιώτες ή ομάδες ιδιωτών όπως οι καταναλωτές, οι παραγωγοί αγαθών και οι δραστηριοποιούμενοι στην προσφορά μη χρηματοοικονομικών υπηρεσιών αποκλειστικά για αυτούς τους ίδιους που είναι και οι τελικοί καταναλωτές των προϊόντων και οι χρήστες των υπηρεσιών τους. Στην ανωτέρω έννοια περιλαμβάνονται και τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά και τα οποία παράγουν αγαθά και υπηρεσίες μη εμπορεύσιμες στην αγορά και απευθυνόμενες σε ιδιαίτερες ομάδες νοικοκυριών.

**Πίνακας IV. 2**

**Συνολική πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα  
(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)**

	2001	2002	2003	2004				Δεκέμβριος
	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	α' τρίμηνο	β' τρίμηνο	γ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	
1. Συνολική πιστωτική επέκταση	8,9	7,1	3,2	3,8	8,6	9,3	8,6	7,7
2. Πιστωτική επέκταση προς τη γενική κυβέρνηση	- 2,4	-5,2	-15,9	- 15,5	-2,8	-2,8	-5,6	-8,0
3. Πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά	23,2	18,3	17,1	16,9	17,4	15,7	16,1	15,8
3.1. Πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις	16,7	11,4	11,0	10,9	10,5	6,2	8,6	7,5
3.2. Πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά.	40,0	33,1	28,2	27,5	28,9	28,2	28,0	28,5
	36,7	35,4	27,1	24,5	24,7	22,9	23,8	24,8
3.2.1. Στεγαστικά δάνεια	44,3	27,4	24,8	29,2	34,5	38,2	37,9	37,4
3.2.2. Καταναλωτικά δάνεια								

1. Μέση όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις τεχνικές σημειώσεις στο τμήμα Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ).

2. Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

## Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Έχει αναφερθεί ότι το συνολικό πλέγμα των ρυθμίσεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος υπήρξε επιτυχές. Η πτώση των επιτοκίων ευνόησε τις προσπάθειες των κρατών μελών για την εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών και ενθάρρυνε τις επιχειρήσεις να επενδύσουν με στόχο την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Η πολιτική επιτοκίων που ακολούθησε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) κρίνεται σαν απόλυτα θετική και μετριοπαθής. Τα γενικότερα προβλήματα της οικονομίας της Ε.Ε. (μέτριοι ρυθμοί ανάπτυξης, ανεργία) δεν μπορούν να αποδοθούν στη νομισματική πολιτική που υπήρξε αρκούντως ελαστική αλλά συνδέονται με άλλες παραμέτρους της ακολουθούμενης από τα κράτη μέλη ευρύτερης οικονομικής πολιτικής και σε εξωγενείς παράγοντες. Βάσιμη, όμως, κριτική ασκήθηκε στην ΕΚΤ για την καθυστερημένη αντίδρασή της στη μεγάλη άνοδο της ισοτιμίας του ευρώ στα τέλη του 2003 με αρχές του 2004, η οποία απετέλεσε ανασχετικό παράγοντα της ανάπτυξης για την Ευρωζώνη.

**Πόγια διευκόλυνση πιστωτική διευκόλυνση που παρέχει μια εθνική κεντρική τράπεζα στους αντι-συμβελλομένους και την οποία χρησιμαποιούν με δική τους πρωτοβουλία. Το Ευρωσύστημα προσφέρει δύο πόγιες διευκολύνσεις διάρκειας μίας ημέρας: τη διευκόλυνση ορισκής χρηματοδότησης και τη διευκόλυνση ανταδοχής καταθέσεων.**

**Πράξη κύριος αναχρηματοδότησης: Πράξη ανοικτή αγοράς που διενεργείται από το Ευρωσύστημα κάθε εβδομάδα. Οι πράξεις διενεργούνται ως δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου με προσωρογ-γελλόμενο ελόγιστο επιτόκιο πρσφοράς και έχουν διάρκεια 1 εβδομάδας.**

## ΕΞΕΛΙΞΗ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

### ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

#### Βασικό Επιτόκιο Πάγιες Διευκολύνσεις

Χρονικό Διάστημα	Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης	Χρονικό Διάστημα	Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης	Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων
Από 4.1.1999 Εως 21.1.1999	3%	Από 4.1.1999  Εως 21.1.1999	3.25%	2,75%
Από 22.1.1999 Εως 13.4.1999	3%	Από 22.1.1999  Εως 8.4.1999	4,50%	2,%
Από 14.4.1999 Εως 9.11.1999	2,50%	Από 9.4.1999  Εως 4.11.1999	3.50%	1,50%
Από 10.11.1999 Εως 8.2.2000	3%	Από 5.11.1999  Εως 3.2.2000	4%	2,%
Από 9.2.2000 Εως 21.3.2000	3,25%	Από 4.2.2000  Εως 16.3.2000	4.25%	2,25%
Από 22.3.2000 Εως 3.5.2000	3,50%	Από 17.3.2000 Εως 27.4.2000	4,50%	2,50%
Από 4.5.2000 Εως 14.6.2000	3,75%	Από 28.4.2000  Εως 8.6.2000	4,75%	2,75%

Από 15.6.2000 Εως 5.9.2000	<b>4,25%</b>	Από 9.6.2000  Εως 31.8.2000	5,25%	3,25%
Από 6.9.2000 Εως 10.10.2000	<b>4,50%</b>	Από 1.9.2000  Εως 5.10.2000	5,50%	3,50%
Από 11.10.2000  Εως 14.5.2001	<b>4,75%</b>	Από 6.10.2000  Εως 10.5.2001	5,75%	3,75%
Από 15.5.2001 Εως 4.9.2001	<b>4,50%</b>	Από 11.5.2001 Εως 30.8.2001	5,50%	3,50%
Από 5.9.2001 Εως 18.9.2001	<b>4,25%</b>	Από 31/82001  Εως 17/9/2001	5,25%	3,25%
Από 19.9.2001 Εως 13.11.2001	<b>3,75%</b>	Από 18.9.2001  Εως 8.11.2001	4,75%	2,75%
Από 14.11.2001  Εως 10.12.2002	<b>3,25%</b>	Από 9.11.2001  Εως 5.12.2002	4,25%	2,25%
Από 11.12.2002  Εως 11.3.2003	<b>2,75%</b>	Από 6.12.2002  Εως 6.3.2003	3,75%	1,75%
Από 12.3.2003 Εως 8.6.2003	<b>2,50%</b>	Από 7.3.2003  Από 7.3.2003	3,50%	1,50%

## ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2004

Το Δ.Σ της ΕΚΤ στην πρώτη συνεδρίασή του το νέο έτος της **8.1.2004** αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια θεωρώντας ότι η παρούσα κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής είναι κατάλληλη για την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Διαπίστωσε ότι η παγκόσμια οικονομία ευρίσκεται στο στάδιο της ανάκαμψης ενώ στην Ευρωζώνη το τρίτο τρίμηνο του 2003, σύμφωνα με τις προβλέψεις, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,4% μετά από τρία τρίμηνα σχεδόν μηδενικής ανάπτυξης. Μεγαλύτεροι ρυθμοί ανάπτυξης αναμένονται το 2004. Η ανάπτυξη στην Ευρωζώνη οφείλεται κύρια στην αύξηση των εξαγωγών λόγω της αυξανόμενης εξωτερικής ζήτησης παρά την ισχυρή ισοτιμία του ευρώ (πάνω από 1,27 δολάρια) που υπονομεύει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Η εσωτερική ζήτηση αναμένεται να αυξηθεί όπως και οι επενδύσεις λόγω των χαμηλών επιτοκίων χρηματοδότησης. Για να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα απαιτούνται διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές εργασίας και προϊόντων. Ο πληθωρισμός αποκλιμακώνεται και αναμένεται να πέσει κάτω από το 2% στη διάρκεια του 2004. Παραμένουν οι κίνδυνοι από το υψηλό επίπεδο των τιμών του πετρελαίου και την αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων αλλά η ισχυρή ισοτιμία του ευρώ αποδυναμώνει τις πληθωριστικές πιέσεις. Εάν, όμως, η οικονομία της Ευρωζώνης παρουσιάσει μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον και υπάρξει αναζωπύρωση του πληθωρισμού δεν αποκλείεται μία αύξηση των επιτοκίων. Στον νομισματικό τομέα, η αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 σε ετήσια βάση μειώθηκε το Νοέμβριο στο 7,4% από 8,1% τον Οκτώβριο. Η υπερβολική, όμως, ρευστότητα που υπάρχει στη ζώνη του ευρώ παραμένει χωρίς ωστόσο να απειλεί τη σταθερότητα των τιμών τουλάχιστον όσο η πρόοδος προς την οικονομική ανάπτυξη είναι σταδιακή.

Στη συνεδρίασή του της **5.2.2004**, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα θεωρώντας ότι δεν υπάρχουν θεμελιώδεις μεταβολές που να δικαιολογούν τη μεσοπρόθεσμη άποψη για τη σταθερότητα των τιμών. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, τα πρόσφατα στοιχεία για την παραγωγή και οι αναφορές για την εμπιστοσύνη των επιχειρηματιών παραμένουν συμβατές με την πρόβλεψη για συνέχιση της αύξησης της οικονομικής ανάπτυξης μέχρι τέλος του 2004. Το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε το τρίτο τρίμηνο του 2003 κατά 0,4% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Η αύξηση αυτή αποδίδεται στη δυναμική των εξαγωγών ενώ η συνεισφορά της εσωτερικής ζήτησης ήταν αρνητική. Το εξωτερικό περιβάλλον είναι ευνοϊκό, διότι έξω από τη ζώνη του ευρώ

μεγεθύνεται η οικονομική ανάπτυξη που ευνοεί τις εξαγωγές των κρατών μελών της Ευρωζώνης. Παράλληλα η εσωτερική ζήτηση ευνοείται από το ιστορικά χαμηλό των επιτοκίων το οποίο δημιουργεί εξαιρετικές προϋποθέσεις χρηματοδότησης. Ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (HICP) το Δεκέμβριο του 2003 ήταν στο 2% (έναντι 2,2% το Νοέμβριο) ενώ το ίδιο ποσοστό εκτιμάται και για τον Ιανουάριο του 2004. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 μειώθηκε το Δεκέμβριο σε 7% από 7,4% το Νοέμβριο και σε σύγκριση με το υψηλό του Ιουλίου του 2003 (8,7%). Τέλος, όσον αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, τον Ιανουάριο και στις αρχές του Φεβρουαρίου παρατηρήθηκε μία μικρή υποχώρηση έναντι του δολαρίου (1,25 την 4.2.2004). Την ημερομηνία αυτή η ονομαστική πραγματική ισοτιμία του ευρώ, όπως μετράται έναντι των νομισμάτων των 12 κυριότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ, ήταν 1,3% χαμηλότερη σε σχέση με το επίπεδο του τέλους του προηγούμενου έτους και 4% υψηλότερη από το μέσο επίπεδο του 2003. Κύρια, η υποχώρηση του ευρώ αντανακλά την άνοδο έναντι αυτού της λίρας στερλίνας και του γεν.

Στη συνεδρίασή του της 4.3.2004, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, το ΑΕΠ της Ευρωζώνης, σύμφωνα με τις προβλέψεις του Eurostat, αυξήθηκε το τέταρτο τρίμηνο του 2003 κατά 0,3% έναντι 0,4% του τρίτου τριμήνου. Επόμενα, παρατηρείται μία βαθμιαία αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης που σε συνδυασμό με την υψηλή ισοτιμία του ευρώ δεν δημιουργεί προβλήματα στον έλεγχο του πληθωρισμού (HICP) ο οποίος μειώθηκε τον Ιανουάριο στο 1,9% και σύμφωνα με τις προβλέψεις θα μειωθεί περισσότερο τον Φεβρουάριο στο 1,6%. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 μειώθηκε τον Ιανουάριο σε 6,5% από 7% το Δεκέμβριο. Η μεγάλη αυτή υποχώρηση του M3 αντανακλά την τάση των διαχειριστών χαρτοφυλακίων για πιο μακροπρόθεσμες και με μεγαλύτερο κίνδυνο τοποθετήσεις.

Στη συνεδρίασή του της 1.4.2004, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, η οικονομική ανάπτυξη, αν και με αργούς ρυθμούς, συνεχίζεται. Η τρομοκρατική επίθεση στο σιδηροδρομικό σταθμό Ατότσα της Μαδρίτης την 11.3.2004, δεν φαίνεται να είχε αρνητικές συνέπειες. Εν τούτοις, οι οικονομικοί και χρηματοοικονομικοί δείκτες εκπέμπουν μικτά στοιχεία που σημαίνει ότι η αβεβαιότητα στις αγορές συνεχίζεται. Οι εξαγωγές της Ευρωζώνης ενισχύονται από την παγκόσμια ανάπτυξη. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Eurostat ο πληθωρισμός (HICP) το μήνα Μάρτιο παρέμεινε στο 1,6%. Η άνοδος των τιμών του πετρελαίου (την 31 Μαρτίου το brent

έφθασε τα 32,3 δολάρια το βαρέλι) και η άνοδος των τιμών των υπηρεσιών προκαλούν επί του παρόντος σχετική μόνο ανησυχία ενώ η μεγάλη άνοδος του ευρώ (η ισοτιμία του με το δολάριο διακυμάνθηκε από 1,21 με 1,24) προκαλεί προβληματισμό σχετικά με την αρνητική του επίδραση στις εξαγωγές αλλά παράλληλα ευνοεί τη διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα. Τον Ιανουάριο του 2004, οι άμεσες επενδύσεις και οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου σαν σύνολο κατέγραψαν εισροές στην Ευρωζώνη ύψους 22,4 δισεκ: ευρώ. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 μειώθηκε τον Φεβρουάριο σε 6,3% από 6,5% τον Ιανουάριο. Αυτό δείχνει ότι η προσαρμογή των χαρτοφυλακίων σε πιο μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις με μεγαλύτερο κίνδυνο προχωρά αλλά με μεγάλη επιφυλακτικότητα εκ μέρους των επενδυτών και των χειριστών θέσεων. Οι αποδόσεις των δεκαετών κυβερνητικών ομολόγων υποχώρησαν το Μάρτιο στη ζώνη του ευρώ κατά 5 b.p και τις ΗΠΑ κατά 15 b.p. Ανεπαίσθητες ήταν οι διακυμάνσεις, τον Μάρτιο, και στις χρηματιστηριακές αγορές. Στις ΗΠΑ ο δείκτης S & P 500 υποχώρησε κατά 2%, στη ζώνη του ευρώ ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX μειώθηκε κατά 3% ενώ στην Ιαπωνία ο δείκτης Nikkei 225 αυξήθηκε κατά 2%.

Στη συνεδρίασή του της 6.5.2004, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, τα στοιχεία παρέχουν μία μικτή εικόνα. Η αύξηση του ΑΕΠ στην Ευρωζώνη το τέταρτο τρίμηνο του 2003 ήταν 0,3% δηλαδή σύμφωνη με τις προβλέψεις. Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία προηγούμενα είχε παρουσιάσει μια ελαφρά άνοδο, αναθεωρήθηκε σε ποσοστά προς το μηδέν. Οι επενδύσεις αυξήθηκαν σε τριμηνιαία βάση κατά 0,6% ενώ οι λιανικές πωλήσεις μειώθηκαν σημαντικά τον Φεβρουάριο και ελαφρά τον Μάρτιο. Τον ίδιο μήνα, η ανεργία στην Ευρωζώνη παρέμεινε στο 8,8% του εργατικού δυναμικού με προσθήκη 28.000 ατόμων στους καταγεγραμμένους ανέργους. Ο πληθωρισμός (HICP) το μήνα Μάρτιο ανήλθε σε 1,7% από 1,6% τον Φεβρουάριο ενώ οι αυξήσεις των μισθών κινήθηκαν σε πτωτικά επίπεδα (2,1% το τέταρτο τρίμηνο έναντι 2,5% το τρίτο τρίμηνο του 2003). Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 παρέμεινε σταθερή στο 6,3% ενώ ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Ιανουάριος-Μάρτιος 2004 μειώθηκε στο 6,4% από 6,6% την περίοδο Δεκέμβριος 2003-Φεβρουάριος 2004. Το ιστορικά χαμηλό των επιτοκίων οδηγεί σε μια υπερβάλλουσα αλλά ελεγχόμενη ρευστότητα στην Ευρωζώνη.

Στη συνεδρίασή του της 3.6.2004 το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, επιβεβαιώνεται ότι η οικονομική ανάκαμψη έχει ήδη ξεκινήσει. Σύμφωνα



με τις εκτιμήσεις της Eurostat, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2004 κατά 0,6%. Αυτό οφειλόταν σε αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των εξαγωγών. Το σενάριο για μόνιμη ανάπτυξη στην Ευρωζώνη δεν είναι, όμως, ασφαλές δεδομένης της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και της μακροοικονομικής ανισορροπίας σε παγκόσμιο επίπεδο. Σύμφωνα με αρχική πρόβλεψη της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ ήταν το Μάιο 2,5% έναντι 2% τον Απρίλιο. Εάν οι διεθνείς τιμές πετρελαίου επιμείνουν σε υψηλά επίπεδα, τότε ο πληθωρισμός θα απομακρυνθεί από τον στόχο πλησίον του 2%. Παράγοντες που πείθουν ότι ο πληθωρισμός δεν θα ξεφύγει από τον έλεγχο είναι η αυξανόμενη ισοτιμία του ευρώ και η συγκράτηση του κόστους εργασίας. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, συνεχίστηκε η εξομάλυνση της συμπεριφοράς των επενδυτών, δηλαδή η περαιτέρω στροφή τους προς μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού. Η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 μειώθηκε τον Απρίλιο σε 5,5% από 6,3% το Μάρτιο. Παρά τη μείωση αυτή, εξακολουθεί να υφίσταται υπερβάλλουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ που σε συνδυασμό με την αύξηση των τιμών του πετρελαίου επιβάλλει την προσεκτική παρακολούθηση των εξελίξεων από την ΕΚΤ.

Στη συνεδρίασή του της 1.7.2004 το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει και πάλι τα επιτόκια αμετάβλητα. Η οικονομική ανάλυση δείχνει ότι η οικονομική ανάπτυξη συνεχίζεται στην Ευρωζώνη. Η αύξηση του ΑΕΠ σε τριμηνιαία βάση αυξήθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2004 κατά 0,6%. Η οικονομική ανάπτυξη παραμένει ισχυρή και εκτός ζώνης του ευρώ ενθαρρύνοντας τις εξαγωγές. Εν τούτοις, παραμένει ο κίνδυνος της υποχώρησης των ρυθμών ανάπτυξης λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Eurostat, ο πληθωρισμός ήταν στο 2,4% τον Ιούνιο από 2,5% το Μάιο. Η αύξηση των τιμών του πετρελαίου και οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών είναι ένας από τους παράγοντες αύξησης το πληθωρισμού ενώ αντίθετα οι μετριοπαθείς αυξήσεις των μισθών βοηθούν στη συγκράτηση αυτού (ως διοικητικά καθοριζόμενες τιμές (administered prices) νοείται ο τρόπος τιμολόγησης με βάση τον οποίο η τιμή πώλησης καθορίζεται από τον παραγωγό ενώ η ποσότητα που πρέπει να παραχθεί καθορίζεται από τις δυνάμεις της αγοράς). Ιδιαίτερα, οι αυξήσεις των τιμών πετρελαίου πρόκειται να συνεχισθούν αφού καθοδηγούνται από τη μεγάλη παγκόσμια ζήτηση κύρια της Κίνας και των ΗΠΑ. Για το λόγο αυτό η ΕΚΤ αυτοδεσμεύεται να παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις στον τομέα αυτό και ιδιαίτερα τα έμμεσα αποτελέσματα που μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων. Η νομισματική ανάλυση δείχνει μία πτώση της αύξησης του M3 στη διάρκεια των προηγούμενων μηνών. Η ετήσια αύξησή του υποχώρησε

το Μάιο στο 4,7% από 5,5% τον Απρίλιο ενώ ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Μάρτιος-Μάιος 2004 μειώθηκε στο 5,5% από 6% την περίοδο Φεβρουάριος-Απρίλιος 2004. Συνδυαζόμενη η οικονομική με τη νομισματική ανάλυση, δεν δικαιολογούν αύξηση των επιτοκίων.

Στη συνεδρίασή του της **5.8.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα παρά το γεγονός ότι προέβλεψε τη συνέχιση των πληθωριστικών πιέσεων και τους επόμενους μήνες κύρια λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη συνεχίζει να συμβάλει θετικά στις εξαγωγές της Ευρωζώνης ενώ η εσωτερική ζήτηση και οι επενδύσεις αυξάνονται σαν αποτέλεσμα των εξαιρετικά χαμηλών επιτοκίων. Η νεότερη εκτίμηση για την αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το πρώτο τρίμηνο του 2004 συμφώνησε με την αρχική δηλαδή στο 0,6% δείχνοντας μια αργή αλλά σταθερή ανάκαμψη. Ο πληθωρισμός, όπως μετράται με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (HICP), μειώθηκε, σύμφωνα με τις προβλέψεις, τον Ιούνιο στο 2,4% από 2,5% το Μάιο ενώ εκτίμηση της Eurostat ανέφερε ότι παρέμεινε στο ίδιο επίπεδο και τον Ιούλιο. Παρά τις συνεχιζόμενες πληθωριστικές πιέσεις, δύο παράγοντες πείθουν ότι ο HICP παραμένει υπό έλεγχο: α) το υψηλό επίπεδο της ισοτιμίας ευρώ-δολαρίου (άνω του 1,20) που μετριάζει τις συνέπειες του εισαγόμενου πληθωρισμού και ιδιαίτερα την αύξηση των τιμών του πετρελαίου που τιμολογείται σε δολάρια και β) οι μετριοπαθείς αυξήσεις των μισθών. Το πρώτο τρίμηνο του 2004, η ετήσια αύξηση της ανά υπάλληλο αμοιβής μειώθηκε στο 1,9% από 2,1% το προηγούμενο τρίμηνο. Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση, ανατρέπεται τώρα η συνεχής πτωτική εξέλιξη του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3. Η ετήσια αύξηση του M3 τον Ιούνιο ήταν 5,4% από 4,8% το Μάιο. Εν τούτοις, ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Απρίλιος-Ιούνιος 2004 μειώθηκε στο 5,2% από 5,5% την περίοδο Μάρτιος-Μάιος 2004.

Στη συνεδρίασή του της **2.9.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση: α) ο πληθωρισμός υποχώρησε τον Ιούλιο στο 2,3% από 2,4% τον Ιούνιο κύρια λόγω της σχετικής υποχώρησης των τιμών των μη επεξεργασμένων προϊόντων και των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών προϊόντων β) σύμφωνα με τις προβλέψεις της Eurostat, το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε το δεύτερο τρίμηνο του 2004 κατά 0,5% ελαφρά χαμηλότερα από το ποσοστό του πρώτου τριμήνου (0,6%) γ) η ιδιωτική κατανάλωση υποχώρησε το δεύτερο τρίμηνο του 2004 σε σύγκριση με την αύξηση που παρουσίασε το πρώτο τρίμηνο. Αυτό οφείλεται στη μείωση των λιανικών πωλήσεων που αποτελούν το 40% της ιδιωτικής κατανάλωσης δ) Η ανεργία στη ζώνη του ευρώ, αφού παρέμεινε επί μακρό χρονικό διάστημα

στο 8,8%, φαίνεται να σταθεροποιείται σε υψηλότερα επίπεδα. Τον Απρίλιο, το Μάιο, τον Ιούνιο και τον Ιούλιο του 2004 ήταν στο 9% του εργατικού δυναμικού ε) όσον αφορά τις δημοσιονομικές εξελίξεις, η κατάσταση επιδεινώνεται. Σύμφωνα με τις προβλέψεις, το 2004, επτά χώρες θα έχουν δημόσιο χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ πάνω από την τιμή αναφοράς του 60% (Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιταλία και Πορτογαλία). Επίσης πολλές χώρες θα παρουσιάσουν ένα έλλειμμα σε σχέση με το ΑΕΠ άνω του 3% (Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Κάτω Χώρες) ενώ άλλες θα το πλησιάσουν (Ιταλία, Πορτογαλία). Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του Μ3 τον Ιούλιο ήταν 5,5% από 5,4% τον Ιούνιο.

Στη συνεδρίασή του της **7.10.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, επιβεβαιώθηκε η πρόβλεψη για αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης το δεύτερο τρίμηνο του 2004 κατά 0,5% έναντι 0,6% το πρώτο τρίμηνο. Η βιομηχανική παραγωγή αυξάνεται σε ποσοστό πλησίον του 1% ενώ αντίθετα οι λιανικές πωλήσεις μειώθηκαν κατά 1,3% σε μηνιαία βάση τον Αύγουστο. Η ανεργία παρέμεινε και τον Αύγουστο στο 9% του εργατικού δυναμικού. Ο πληθωρισμός τον Σεπτέμβριο μειώθηκε στο 2,1% από 2,3% τον Αύγουστο. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του Μ3 τον Αύγουστο ήταν 5,6% από 5,5% τον Ιούλιο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Ιούνιος-Αύγουστος 2004 αυξήθηκε στο 5,4% από 5,2% την περίοδο Μάιος- Ιούλιος 2004.

Στη συνεδρίασή του της **4.11.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα παρά το γεγονός ότι η τιμή του πετρελαίου έφθασε σε ιστορικά υψηλό επίπεδο (56,17 δολάρια το βαρέλι την 25.10.2004), ο πληθωρισμός τον Οκτώβριο, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Eurostat, αυξήθηκε στο 2,5% και το Μ3 άρχισε και πάλι να αυξάνεται σε ετήσια βάση. Πιο αναλυτικά, σχετικά με την οικονομική ανάλυση: α) η αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης σε τριμηνιαία βάση, αναθεωρήθηκε αναφορικά με το πρώτο τρίμηνο του 2004 από 0,5% σε 0,6% ενώ οι εκτιμήσεις για το δεύτερο τρίμηνο παρέμειναν στο 0,5% β) ο πληθωρισμός, όπως μετράται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (HICP), αυξήθηκε σύμφωνα με τις προβλέψεις τον Οκτώβριο σε 2,5% από 2,1% το Σεπτέμβριο. Αυτό αποδόθηκε κύρια στη μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου γ) η ανεργία παρέμεινε και τον Αύγουστο στο 9% όπως ήταν σταθερά από τον Απρίλιο του 2004 και εντεύθεν δ) η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου την 3<sup>η</sup> Νοεμβρίου 2004 έφθασε 1,28 δηλαδή 2% ισχυρότερη απ' ότι ήταν στο τέλος Σεπτεμβρίου. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του Μ3 τον Σεπτέμβριο του 2004 ήταν 6% από 5,6% τον Αύγουστο. Ο μέσος

κινητός των τριών μηνών την περίοδο Ιούλιος-Σεπτέμβριος 2004 αυξήθηκε στο 5,7% από 5,4% την περίοδο Ιούνιος- Αύγουστος 2004. Η έκδοση χρεογράφων στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε ελαφρά τον Αύγουστο στο 7,6% από 7,4% τον Ιούλιο. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της έκδοσης διαπραγματευόμενων μετοχών τον Αύγουστο παρέμεινε σταθερός στο 0,9%. Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων μειώθηκαν ελαφρά μεταξύ του Σεπτεμβρίου και της 3<sup>ης</sup> Νοεμβρίου και συγκεκριμένα στην Ευρωζώνη κατά 10 bp και στις ΗΠΑ κατά 5 bp ενώ στην Ιαπωνία αυξήθηκαν κατά 10 bp. Την ίδια περίοδο οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν ελαφρά (στην Ευρωζώνη κατά 4%, στις ΗΠΑ κατά 2% και στην Ιαπωνία κατά 1%). Η απόφαση της ΕΚΤ να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια παρά τις υπέρπουσες πληθωριστικές πιέσεις, μάλλον επιβλήθηκε από το γεγονός ότι η οικονομική ανάπτυξη δεν έχει ακόμα αποδειχθεί βιώσιμη ενώ θετική επίδραση στη συγκράτηση των τιμών ασκούν η υψηλή ισοτιμία του ευρώ και οι μετριοπαθείς μισθολογικές αυξήσεις.

Στη συνεδρίασή του της 2.12.2004 το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ τόνισε ότι παρά το γεγονός ότι οι πληθωριστικές πιέσεις επιμένουν σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, μειώθηκαν πρόσφατα από την υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου σε σύγκριση με το ιστορικά υψηλό του Οκτωβρίου. Εν τούτοις, σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα ο κίνδυνος αύξησης του πληθωρισμού είναι πιθανός και για το λόγο αυτό η ΕΚΤ θα παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, οι προβλέψεις της Eurostat για το τρίτο τρίμηνο του 2003 δείχνουν μια αποκλιμάκωση της αύξησης του ΑΕΠ σε τριμηνιαία βάση στο 0,3% έναντι 0,5% το δεύτερο τρίμηνο και 0,6% το πρώτο τρίμηνο του 2004. Είναι προφανές ότι η μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου αρχίζει και δημιουργεί πρόβλημα στην ανάπτυξη. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Eurostat, ο πληθωρισμός το Νοέμβριο υποχώρησε στο 2,2% από 2,4% τον Οκτώβριο. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, επιβεβαιώνεται η τάση της αύξησης της κυκλοφορίας του χρήματος που απομακρύνεται αργά αλλά σταθερά από το στόχο του 4,5%. Η ετήσια αύξηση του M3 τον Οκτώβριο του 2004 ήταν 5,8% από 5,6% το τρίτο τρίμηνο και 5,4% το πρώτο τρίμηνο του 2004.

## ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2005

Στη συνεδρίασή του της **13.1.2005** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει και πάλι τα επιτόκια αμετάβλητα όπως ισχύουν από τον Ιούνιο του 2003, δηλαδή 2% για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, 3% για τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και 1% για τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, η αύξηση του ΑΕΠ συνεχίζεται έστω και με βραδύτερους ρυθμούς από αυτούς του πρώτου και δεύτερου τριμήνου του 2004. Η επιβράδυνση οφείλεται σε μικρότερους ρυθμούς αύξησης των εξαγωγών και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η αύξηση των εξαγωγών σε τριμηνιαία βάση υποχώρησε το τρίτο τρίμηνο του 2004 σε 1,5% έναντι 2,2% κατά μέσο όρο το πρώτο εξάμηνο του 2004. Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης υποχώρησε από 0,4% κατά μέσο όρο το πρώτο εξάμηνο του 2004 σε 0,1% το τρίτο τρίμηνο του 2004. Οπωσδήποτε, η υψηλή ισοτιμία του ευρώ, οι υψηλές τιμές του πετρελαίου και η σχετική κάμψη των υψηλών ρυθμών αύξησης των εξαγωγών σε παγκόσμιο επίπεδο ασκούν αρνητική επίδραση στην ανάκαμψη της Ευρωζώνης. Η αύξηση της απασχόλησης στην Ευρωζώνη το τρίτο τρίμηνο ήταν 0,1% σε τριμηνιαία βάση ενώ η ανεργία το Νοέμβριο ήταν στο 8,9% του εργατικού δυναμικού. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Eurostat, ο πληθωρισμός, όπως μετράται με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (HICP), αυξήθηκε ελαφρά το Δεκέμβριο στο 2,3% από 2,2% το Νοέμβριο. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, παρατηρείται μία αργή αλλά σταθερή αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας. Η ετήσια αύξηση του M3 το Νοέμβριο ήταν στο 6% από 5,8% τον Οκτώβριο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Σεπτέμβριος-Νοέμβριος 2004 αυξήθηκε στο 5,9% από 5,8% την περίοδο Αύγουστος-Οκτώβριος 2004.

Στη συνεδρίασή του της **3.2.2005** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει και πάλι τα επιτόκια αμετάβλητα. Στη συνέντευξη τύπου που ακολούθησε, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε, μεταξύ άλλων τα εξής: α) πρόσφατα στοιχεία πείθουν ότι η οικονομική ανάπτυξη συνεχίστηκε έστω και με μέτριους ρυθμούς και στο τέταρτο τρίμηνο του 2004 ενώ στη διάρκεια του 2005 αναμένεται μία επιτάχυνση αυτής β) η παγκόσμια ανάπτυξη εξακολουθεί να ευνοεί τις εξαγωγές της Ευρωζώνης ενώ στον εσωτερικό τομέα οι επενδύσεις ευνοούνται από τα χαμηλά επιτόκια, τα κέρδη και τη μεγαλύτερη αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Εν τούτοις, η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να συμβαδίσει με το διαθέσιμο εισόδημα γ) όσον αφορά τον πληθωρισμό, αν και παρουσιάζει κάποια μεταβλητότητα που εξαρτάται κύρια από τις αυξομειώσεις των τιμών του πετρελαίου, δεν υπάρχουν στοιχεία που να πείθουν ότι αναμένεται μία μη ελεγχόμενη αύξηση αυτού στην Ευρωζώνη. Όμως, οι

κίνδυνοι για τον πληθωρισμό και την οικονομική ανάπτυξη θα περιορισθούν όσο παρουσιάζουν πτωτική εξέλιξη οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου και όσο οι εθνικές κυβερνήσεις λαμβάνουν διαρθρωτικά μέτρα για να περιορίσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα δ) Ο ετήσιος πληθωρισμός, όπως μετράται με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (HICP), αυξήθηκε τελικά το Δεκέμβριο στο 2,4% από 2,2% το Νοέμβριο. Σύμφωνα με τις προβλέψεις αναμένεται μία ακόμα μικρή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού τον Ιανουάριο του 2005. Εν τούτοις, παραμένουν οι κίνδυνοι των έμμεσων επιδράσεων από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου, της αύξησης των μισθών, εφόσον αυτοί δεν συγκρατηθούν σε επιθυμητό για τον έλεγχο του πληθωρισμού επίπεδο, και των τιμών ορισμένων αγαθών ε) το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3 αυξάνεται σταθερά το δεύτερο εξάμηνο του 2003 λόγω των χαμηλών επιτοκίων. Εξακολουθεί να υφίσταται περισσότερη ρευστότητα στην Ευρωζώνη από ότι χρειάζεται για να εξασφαλισθεί μία μη πληθωριστική οικονομική ανάπτυξη ζ) όσον αφορά τα δημοσιονομικά ελλείμματα, η ΕΚΤ επιμένει στην αναγκαιότητα της μη χαλάρωσης της προληπτικής δράσης του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, στην επίτευξη από όλα τα κράτη μέλη του ορίου του 3% του ΑΕΠ και στη συνέχεια την εξασφάλιση ισοσκελισμένων ή πλεονασματικών προϋπολογισμών η) τέλος, η ΕΚΤ υποστηρίζει την απόφαση του Συμβουλίου Ecofin που υιοθέτησε το πρόγραμμα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για το έτος 2005 με έμφαση την αντιμετώπιση των προβλημάτων που προκύπτουν από τη γήρανση του πληθυσμού ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι για μια μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη και μείωση της ανεργίας.

Στη συνεδρίασή του της 3.3.2005 το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, σύμφωνα με εκτίμηση του Eurostat, το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε σε τριμηνιαία βάση κατά 0,2% το τέταρτο τρίμηνο του 2004. Η αύξηση του ΑΕΠ το τρίτο τρίμηνο του ίδιου έτους αναθεωρήθηκε προς τα κάτω στο 0,2%. Οι επιδόσεις αυτές μπορεί να είναι απογοητευτικές, αλλά η αύξηση που παρατηρήθηκε στην εσωτερική ζήτηση και ιδιαίτερα στην κατανάλωση δημιουργεί ελπίδες για κάποια πιο ταχύτερη ανάπτυξη στη διάρκεια του 2005. Η οικονομία της Ευρωζώνης μπορεί να επωφεληθεί από την εξωτερική ζήτηση λόγω της ισχυρής παγκόσμιας ανάπτυξης ενώ οι θετικοί όροι χρηματοδότησης λόγω των επιτοκίων της Ευρωζώνης που εξακολουθούν να παραμένουν χαμηλά και η αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων ενθαρρύνουν την πραγματοποίηση επενδύσεων. Δεν πρέπει όμως να υποβαθμίζονται οι κίνδυνοι των υψηλών τιμών του πετρελαίου και η αβεβαιότητα για την αύξηση της κατανάλωσης. Ο πληθωρισμός σε ετήσια βάση, όπως μετράται από τον HICP, τον Ιανουάριο του 2005 μειώθηκε στο 1,9% από 2,4% το Δεκέμβριο του 2004. Όμως, οι τιμές του

πετρελαίου, που εξακολουθούν να παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, αναμένεται να ωθήσουν τον πληθωρισμό τους επόμενους μήνες σε επίπεδα πάνω αλλά πλησίον του 2%. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 το πρώτο εξάμηνο του 2004 συνεχίστηκε. Τον Ιανουάριο του 2005, η ετήσια αύξησή του ήταν 6,6% από 6% το τέταρτο τρίμηνο του 2004. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της ετήσιας αύξησης του M3 την περίοδο Νοέμβριος 2004 – Ιανουάριος 2005 αυξήθηκε κατά 6,3% από 6,1% το προηγούμενο τρίμηνο γεγονός που πιθανόν να ενισχύσει τις πληθωριστικές πιέσεις στο μέλλον οι οποίες προς το παρόν συγκρατούνται από την υψηλή ισοτιμία του ευρώ (μέση μηνιαία ισοτιμία ευρώ δολαρίου Φεβρουαρίου 1,3014). Απογοητευτικές εξελίξεις υπήρξαν το 2004 στα δημόσια οικονομικά των κρατών της ζώνης του ευρώ. Ο μέσος όρος του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ αυξήθηκε στο 71%. Επτά κράτη μέλη ήταν πάνω από το 60% ενώ τρία ήταν πλησίον ή πάνω από το 100% του ΑΕΠ. Ο μέσος όρος του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης ήταν σταθερός στο 2,8% του ΑΕΠ. Τα προγράμματα σταθεροποίησης παρουσιάζουν μια μεικτή εικόνα. Η Γερμανία και η Γαλλία σκοπεύουν να μειώσουν το έλλειμμά τους στο 3% του ΑΕΠ ή κάτω από αυτό ενώ οι Κάτω Χώρες στοχεύουν να το μειώσουν ελαφρά κάτω από το 3%. Η Ελλάδα υποχρεώνεται να μειώσει το έλλειμμά της κάτω από το 3% αλλά σε δύο χρόνια (2005-2006). Άλλες χώρες, όπως η Ιταλία και η Πορτογαλία, λαμβάνουν προσωρινά μέτρα μείωσης του ελλείμματος αλλά δεν φαίνεται να αποδίδουν ικανοποιητικά. Εν τω μεταξύ η FED είχε προβεί σε δύο αυξήσεις του βασικού επιτοκίου χρηματοδότησης των τραπεζών για μια ημέρα (Fed fund overnight rate), την 2.2 από 2,25% σε 2,50% και την 22.3 από 2,50 σε 2,75%.

Στη συνεδρίασή του της 7.4.2005 το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Η εκτίμηση του Δ.Σ παραμένει αμετάβλητη ότι δεν υπάρχουν δηλαδή κίνδυνοι για τον πληθωρισμό σε μεσοπρόθεσμη βάση όσο η ανάπτυξη δεν επιταχύνεται εντυπωσιακά. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, τα στοιχεία είναι μεικτά. Η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ προχωρά αλλά με αργούς ρυθμούς. Η παγκόσμια ανάπτυξη είναι ισχυρή και ευνοεί τις εξαγωγές. Ο πληθωρισμός το Μάρτιο αναμένεται να είναι 2,1% όσο δηλαδή το Φεβρουάριο. Οι αυξήσεις των μισθών παραμένουν σε μέτρια επίπεδα και το 2005. Παραμένει ο κίνδυνος από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου. Η ανεργία αυξήθηκε το Μάρτιο στο 8,9%. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του M3 μειώθηκε το Φεβρουάριο στο 6,4% από 6,6% τον Ιανουάριο ενώ ο μέσος κινητός τριών μηνών της περιόδου Δεκέμβριος 2004 – Φεβρουάριος 2005 αυξήθηκε στο 6,5% από 6,3% το προηγούμενο τρίμηνο. Στις χρηματιστηριακές αγορές, η αύξηση των τιμών των μετοχών που αυξάνονταν από τα μέσα του 2004 διακόπηκε το Μάρτιο. Οι

αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν το Μάρτιο και στις αρχές Απριλίου. Τέλος, η μέση ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου το Μάρτιο ανήλθε στο 1,3201 από 1,3014 το Φεβρουάριο.

Στη συνεδρίασή του της **4.5.2005**, που πραγματοποιήθηκε στο Βερολίνο, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Στη καθιερωμένη συνέντευξη τύπου, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν-Κλωντ Τρισέ τόνισε ότι δεν υπάρχουν πειστικά στοιχεία για την άνοδο του πληθωρισμού στην Ευρωζώνη και για το λόγο αυτό τα επιτόκια έμειναν αμετάβλητα. Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση, η οικονομική ανάπτυξη επιβραδύνεται και αντισταθμίζει τις πληθωριστικές πιέσεις από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου. Μακροπρόθεσμα, προβλέπεται μία δυναμικότερη ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ και προς την κατεύθυνση αυτή συμβάλλουν το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων, η υπερβάλλουσα ρευστότητα, η ισχυρή εξωτερική ζήτηση και τα διευρυνόμενα κέρδη των επιχειρήσεων που ευνοούν τη διενέργεια επενδύσεων. Ο πληθωρισμός το Μάρτιο ήταν 2,1% και σύμφωνα με εκτιμήσεις παρέμεινε στο ίδιο επίπεδο και τον Απρίλιο. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του M3 το Μάρτιο έπεσε στο 6,5% από 6,7% το Φεβρουάριο ενώ ο μέσος κινητός τριών μηνών της περιόδου Ιανουάριος- Μάρτιος 2005 έμεινε στο 6,7% όσο και το προηγούμενο τρίμηνο. Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων και οι χρηματιστηριακές αγορές παρουσίασαν πτώση τον Απρίλιο. Όσον αφορά τη δημοσιονομική κατάσταση των κρατών της ζώνης του ευρώ, δεν παρατηρείται ικανοποιητική πρόοδος. Η ΕΚΤ επιμένει ότι πρέπει να τηρηθούν οι όροι του αναθεωρημένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και οι στόχοι που έχουν αποδεχθούν τα κράτη μέλη για τη σταδιακή εξάλειψη των υπερβολικών ελλειμμάτων. Η ΕΚΤ επαναλαμβάνει την πρότασή της για διαρθρωτικές αλλαγές στην αγορά εργασίας και επειδή η πολιτική αυτή προξενεί αντιδράσεις είναι χρήσιμο να εξηγηθεί στους εργαζόμενους ότι μακροπρόθεσμα έχουν να κερδίσουν πολλά διότι θα αυξηθεί η παραγωγικότητα, θα ενισχυθεί η βιωσιμότητα των επιχειρήσεων και θα δημιουργηθούν νέες θέσεις εργασίας.



## Πίνακας IV. 4

Εξέλιξη επιτοκίων νέων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα

Ελλάδα

(Ποσοστά % Ετησίως)

Α. Καταθέσεις			
	Δεκέμβριος 2003	Δεκέμβριος 2004	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2003 και Δεκ. 2004
A.1. Μίας ημέρας από νοικοκυριά			
Σταθμικό μέσο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	0,69	0,73	0,04
Μέγιστο επιτόκιο	1,20	1,17	-0,03
Ελάχιστο επιτόκιο	0,07	0,12	0,06
Επιτόκιο στην Ελλάδα	0,87	0,96	0,09
A.2. Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος από νοικοκυριά	1,89	1,95	0,06
Σταθμικό μέσο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	2,38	2,35	-0,03
Μέγιστο επιτόκιο	1,47	1,49	0,02
Ελάχιστο επιτόκιο	2,22	2,30	0,08
Επιτόκιο στην Ελλάδα			
Β. Δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως 1 έτος			
	Δεκέμβριος 2003	Δεκέμβριος 2003	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2003 και Δεκ. 2004
B.1. Δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.			
Σταθμικό μέσο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ			
Μέγιστο επιτόκιο			
Ελάχιστο επιτόκιο			
Επιτόκιο στην Ελλάδα			
B.2. Δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.			
Σταθμικό μέσο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ			
Μέγιστο επιτόκιο			
Ελάχιστο επιτόκιο			
Επιτόκιο στην Ελλάδα			
B.3. Στεγαστικά δάνεια			
Σταθμικό μέσο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ			
Μέγιστο επιτόκιο			
Ελάχιστο επιτόκιο			
Επιτόκιο στην Ελλάδα			
B.4. Καταναλωτικά Δάνεια			
Σταθμικό μέσο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ			
Μέγιστο επιτόκιο			
Ελάχιστο επιτόκιο			
Επιτόκιο στην Ελλάδα			
Γ. Δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως 5 έτη <sup>2</sup>			
	Δεκέμβριος 2003	Δεκέμβριος 2004	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2003 και Δεκ. 2004
Γ.1. Καταναλωτικά Δάνεια			
Σταθμικό μέσο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	6,54	6,60	0,06
Μέγιστο επιτόκιο	10,03	10,59	0,56
Ελάχιστο επιτόκιο	4,34	4,25	-0,09
Επιτόκιο στην Ελλάδα	10,03	9,45	-0,58

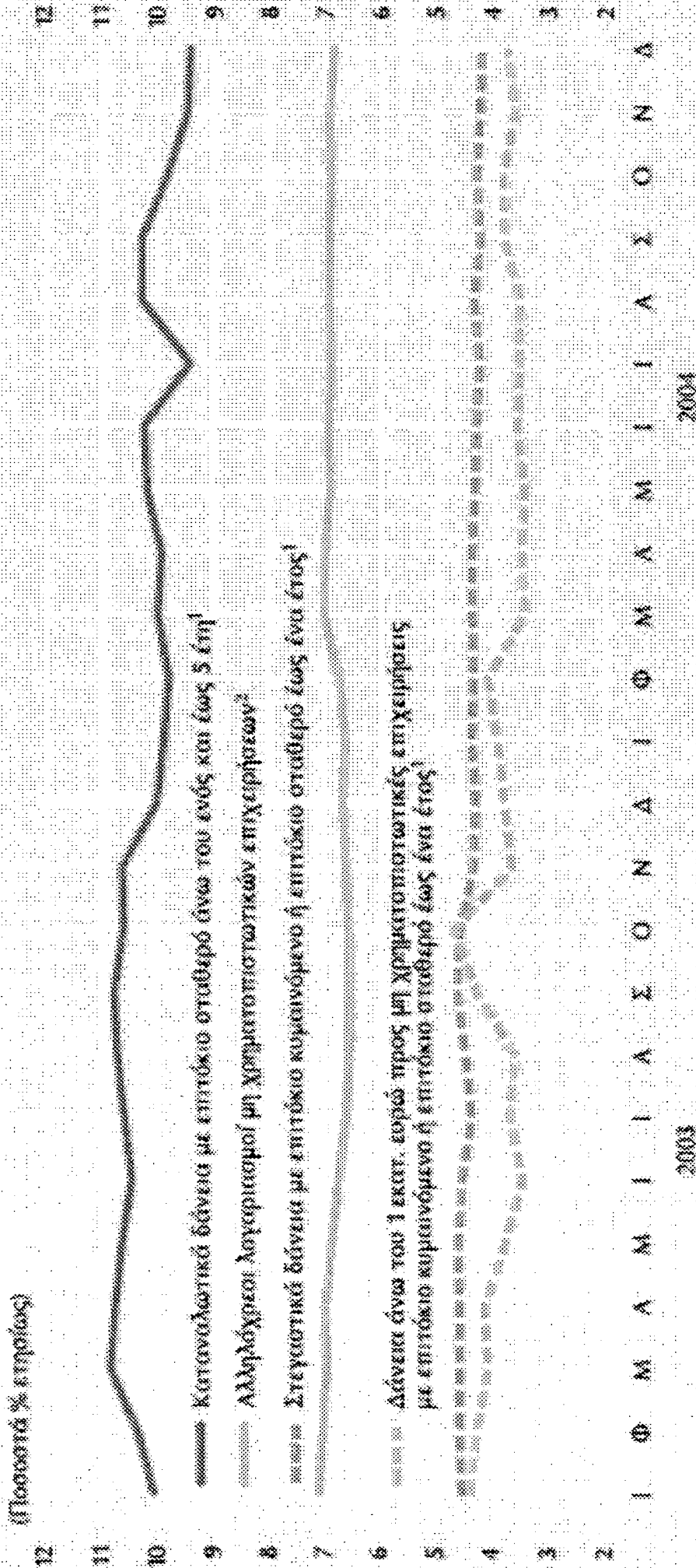
1. Επιτόκιο στο τέλος του μηνός

2. Μέσο επιτόκιο μηνός

Πηγές ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα IV.4

Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα (Ιανουάριος 2003 - Δεκέμβριος 2004)



1 Μέσο επιτόκιο μηνός.

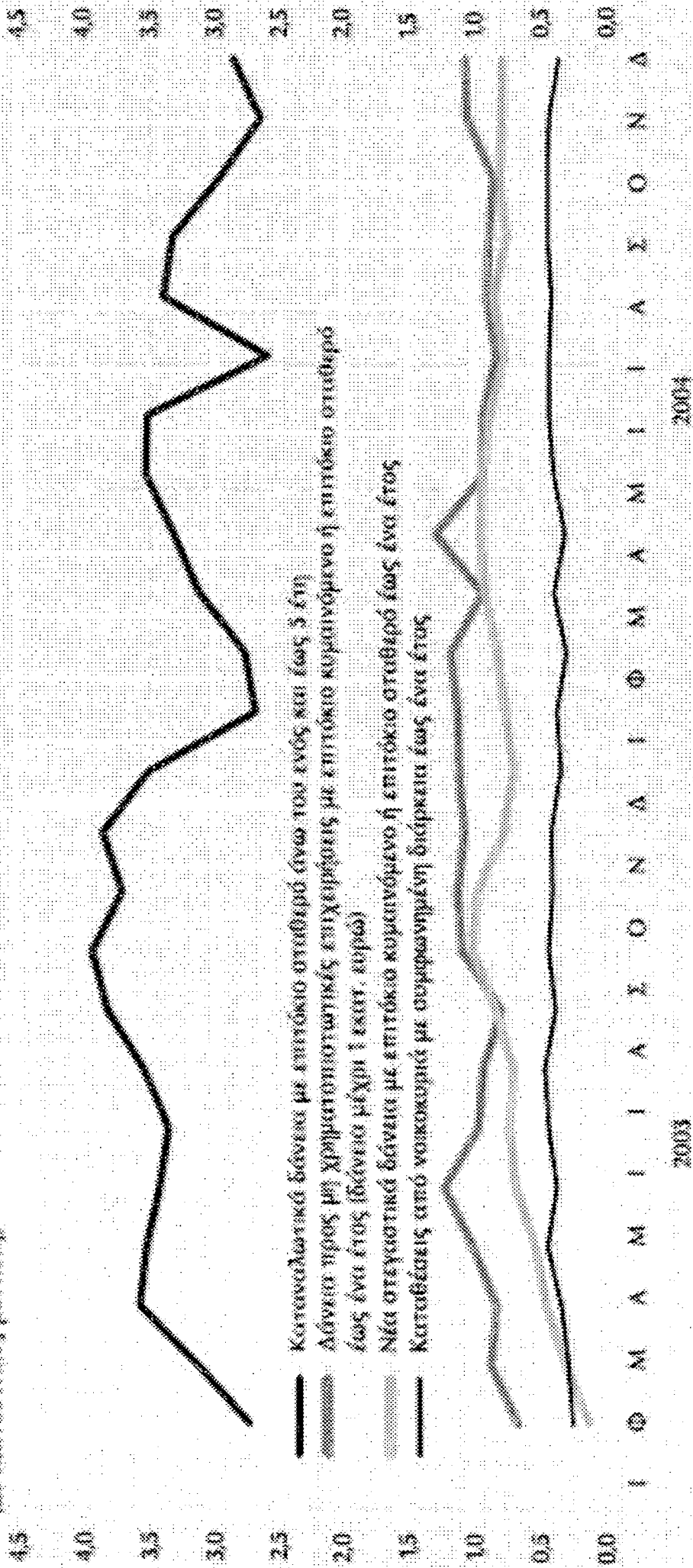
2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα IV.5

Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2003 - Δεκέμβριος 2004)

(Σε εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

## 6 Πιστωτική πολιτική

Εάν με τα όσα ειπώθηκαν στις προηγούμενες παραγράφους, σκιαγραφήθηκε ο τρόπος διαμόρφωσης της νομισματικής πολιτικής, η πληρότητα της εργασίας επιβάλλει να σκιαγραφήσουμε και τον τρόπο διαμόρφωσης της πιστωτικής πολιτικής, η οποία αποτελεί τη δεύτερη οικονομική παράμετρο της παρούσας μελέτης.

Πιστωτική πολιτική είναι ένα σύνολο από μέτρα που λαμβάνουν οι νομισματικές αρχές για να καθορίσουν τον τρόπο και το ύψος των δανείων και πιστώσεων από τις τράπεζες και τα πιστωτικά ιδρύματα. Είναι η επιλογή του κατάλληλου τρόπου κατανομής της λεγόμενης **πιστωτικής επέκτασης**, στους δυο τομείς (ιδιωτικό και δημόσιο) της οικονομίας και περαιτέρω η επιλογή του καταλληλότερου τρόπου κατανομής της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο.

Οι κλάδοι της οικονομίας που διεκδικούν μερίδιο από την πιστωτική επέκταση είναι:

- 1.Γεωργία
- 2.Βιομηχανία
- 3.Εμπόριο
- 4.Οικισμός
- 5.Καταναλωτική Πίστη
- 6.Τουρισμός
- 7.Ναυτιλία
- 8.Λοιποί Κλάδοι

Κατά κανόνα η Βιομηχανία, θεωρείται ο πιο προνομιούχος κλάδος, από άποψη πίστεως σε όλες σχεδόν τις χώρες του κόσμου. Αλλά και η καταναλωτική πίστη δεν πάει πίσω.

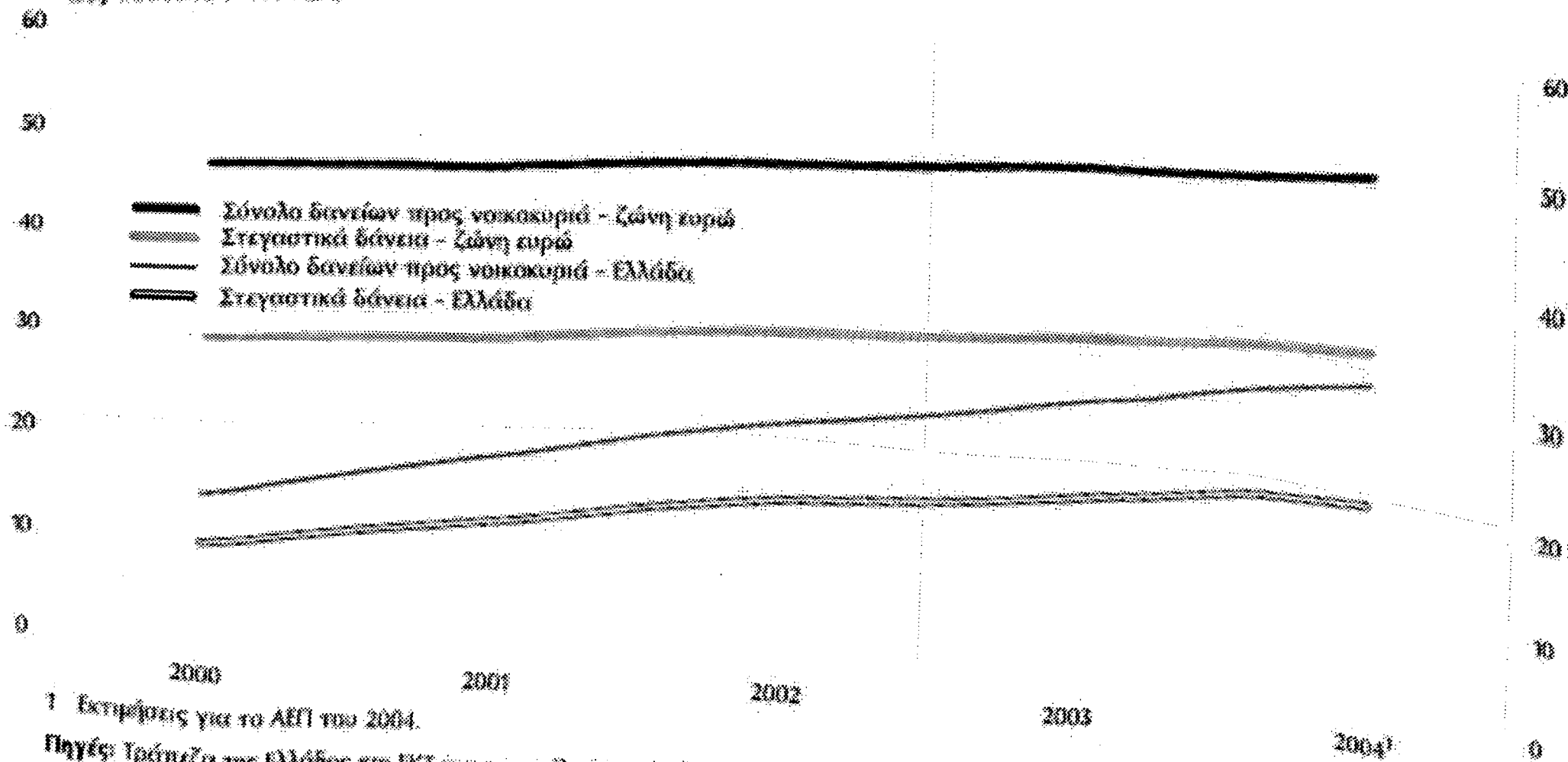
Η πιστωτική πολιτική εντάσσεται στα πλαίσια της νομισματικής πολιτικής από την οποία είναι σχετικά δύσκολο να την απομονώσουμε.

Η πιστωτική επέκταση μελετάται με ιδιαίτερη προσοχή το πως θα κατανεμηθεί στους διαφορους κλάδους της οικονομίας. Ιδιαίτερη δε βαρύτητα δίδεται στο μερίδιο που πρέπει να πάρουν τα νοικοκυριά υπό μορφή στεγαστικών ή καταναλωτικών δανείων.

Διάγραμμα IV.2

### Τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά

(Ως ποσοστό % του ΑΕΠ)



<sup>1</sup> Εκτιμήσεις για το ΑΕΠ του 2004.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ για τα υπόλοιπα των δανείων, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και Eurostat για το ΑΕΠ.

Στον πίνακα που ακολουθεί διακρίνουμε (στην πρώτη στήλη) ότι η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα το Σεπτέμβριο του 2001 ήταν 67 δισεκατομύρια € (βλ., πρώτο κελί)

Στην ίδια στήλη διακρίνουμε πως ήταν κατανεμημένα αυτά τα 67 δις στους διάφορους κλάδους της οικονομίας.

#### Χρηματοδότηση του Ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο

Χρονική Περίοδος	Υπολογισμός 30.9.01	1999	2000	2001 31.01.	2000 Σεπτέμβριος	2001 Σεπτέμβριος
	Σε ποσά ευρώ	Σε ποσοστά				
Συνολική Τραπεζική Χρηματοδότηση ιδιωτικού τομέα	67	14,4	32,0	56,9	27,7	24,5
1.Γεωργία	3,8	14,6	21,3	3,8	8,7	2,9
2. Βιομηχανία	12,8	4,0	2,0	11,6	12,9	13,7
3.Εμπόριο	14,5	6,5	33,9	12,4	32,0	19,3
4.Οικισμός	14,3	26,9	33,2	11,5	29,1	35,3
5.Καταναλωτική Πίστη	7,1	31,0	42,8	5,6	42,6	47,2
6.Τουρισμός	2,0	6,7	12,9	1,9	13,3	12,8
7.Ναυτιλία	3,8	7,3	24,4	3,6	16,3	5,7
8.Λοιποί Κλάδοι	8,7	16,7	65,6	6,5	60,0	40,9

Πηγή: Στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, τεύχος 52, Νοέμβριος 2001.

Τα μέτρα που λαμβάνουν η Κεντρική Τράπεζα και οι λοιπές νομισματικές αρχές, αποσκοπούν στη ρύθμιση της κυκλοφορίας και της συνολικής ποσότητας του προσφερόμενου χρήματος καθώς και στη ρύθμιση του κατάλληλου ανώτατου ποσού χορηγουμένων πιστώσεων προς την οικονομία για την επίτευξη του ανώτατου δυνατού ποσοστού ανάπτυξης σε συνθήκες νομισματικής σταθερότητας. Ειδικότερα στα πλαίσια της πιστωτικής πολιτικής η Κεντρική Τράπεζα ασκεί έλεγχο στη δραστηριότητα των εμπορικών τραπεζών, καθώς και οιαδήποτε άλλου φορέα εμπλέκεται στην πιστωτική πολιτική.

Έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει άμεσα τα επιτόκια των εμπορικών τραπεζών. Δηλαδή μπορεί να ορίσει τα ανώτατα και κατώτατα όρια διακύμανσης των επιτοκίων ή να συνδέσει τα επιτόκια των εμπορικών τραπεζών με τα δικά της. Μπορεί για παράδειγμα να ορίσει ότι οι χορηγήσεις στεγαστικών δανείων των εμπορικών τραπεζών, δεν μπορούν να επιβαρύνονται περισσότερο από 1% έως 2,5% από τα επιτόκια που ισχύουν για την Κεντρική Τράπεζα. Έτσι, όταν αυξάνει ή μειώνει τα επιτόκιά της η Κεντρική Τράπεζα, τα επιτόκια των εμπορικών τραπεζών αποκτούν τη μορφή του κυμαινόμενου επιτοκίου.

## 6.1 Μέτρα πιστωτικής πολιτικής

### **A. Η διαφοροποίηση των επιτοκίων και των όρων δανεισμού.**

Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να ορίζει διαφορετικό επιτόκιο χορηγήσεων για δανειολήπτες που ανήκουν σε κλάδους της οικονομίας τους οποίους θέλει να ενισχύσει, έναντι άλλων τους οποίους θεωρεί ότι ευνοούνται ήδη από την επικρατούσα οικονομική συγκυρία. Το ίδιο μπορεί να ισχύσει και για τους όρους του δανεισμού.

### **B. Η διαφοροποίηση του ποσοστού των υποχρεωτικών καταθέσεων.**

Ομοίως η Κεντρική Τράπεζα μπορεί σε ορισμένα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα, (π.χ. Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως κ.λ.π) να επιτρέπει μικρότερο ποσοστό υποχρεωτικών καταθέσεων, σε σχέση με εκείνο που επιβάλλει στις εμπορικές τράπεζες. Αυτό βεβαίως γίνεται λόγω των ειδικών υποχρεώσεων που αναλαμβάνουν τα διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απέναντι στην οικονομία.

### **Γ. Ο έλεγχος των δανείων που γίνονται με έκδοση τίτλων.**

Στα πλαίσια των αρμοδιοτήτων της η Κεντρική Τράπεζα, έχει τον τελευταίο λόγο στην έγκριση ή μη, της έκδοσης ενός ομολογιακού δανείου, από οποιοδήποτε δανειολήπτη κι αν γίνεται.

### **Δ. Ο έλεγχος των πιστωτικών ιδρυμάτων.**

Οι νομισματικές αρχές δικαιούνται με νόμο να επιφυλλάσσουν μια ευνοϊκότερη πολιτική πιστώσεων σε ιδρύματα (χρηματοπιστωτικά εννοείται), που σαν σκοπό στο καταστατικό τους έχουν την οικονομική υποστήριξη νευραλγικών τομέων της οικονομίας.

### **Ε. Επιλεκτική πολιτική δανειοδότησης του ιδιωτικού τομέα.**

Το μέτρο αφορά επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας που συνήθως ανήκουν στο δημόσιο αλλά δραστηριοποιούνται και ενεργούν ως κοινές ανώνυμες εταιρείες (π.χ. ένας εθνικός αερομεταφορέας). Σ' αυτές μέχρι πρότινος τουλάχιστον ήταν δυνατό να δανειοδοτηθούν από την Κεντρική Τράπεζα. Σαν μέτρο πάντως στα πλαίσια του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, έχει αρχίσει να εγκαταλείπεται.

**Δημημοσύνη επιχειρήσεων και νοικοκυριών στην Ελλάδα**

	Υπόλοιπα 31-12-04 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές							
		2001	2002	2003	2004	β' τρίμηνο <sup>1</sup>	γ' τρίμηνο <sup>1</sup>	δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	Δεκέμβριος <sup>2</sup>
		δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	α' τρίμηνο <sup>1</sup>				
<b>A. Επιχειρήσεις</b>	<b>56.566</b>	<b>16,7</b>	<b>11,4</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>	<b>10,5</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>7,5</b>
1. Γεωργία	3.248	-2,6	-14,0	3,3	2,6	3,5	9,1	7,8	5,4
2. Βιομηχανία	15.676	10,2	11,5	10,4	10,2	7,5	1,8	1,1	-1,2
3. Εμπόριο	18.821	20,3	7,8	4,0	4,5	7,6	10,2	12,7	14,0
4. Τουρισμός	4.040	14,2	33,7	24,4	18,6	19,4	18,9	17,6	15,8
5. Ναυτιλία	4.495	7,8	5,5	2,3	4,0	7,0	4,0	3,0	4,1
6. Λοιπά Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα πλην Νοσβ	2.693	141,8	72,5	-3,2	-2,2	6,0	2,9	9,5	-2,7
7. Λοιπά	16.593	24,6	14,3	26,5	25,6	18,5	12,6	11,7	11,0
<b>B. Νοικοκυριά</b>	<b>51.636</b>	<b>40,0</b>	<b>33,1</b>	<b>28,2</b>	<b>27,5</b>	<b>28,9</b>	<b>28,2</b>	<b>28,0</b>	<b>28,5</b>
1. Στεγαστικά δάνεια	33.127	36,7	35,4	27,1	24,5	24,7	22,9	23,8	24,8
2. Καταναλωτικά δάνεια	17.054	44,3	27,4	24,8	29,2	34,5	38,2	37,9	37,4
- Πιστωτικές κάρτες	7.665	62,1	37,1	27,8	24,8	23,3	23,0	23,4	23,2
- Λοιπά καταναλωτικά δάνεια	9.389	31,8	19,2	21,8	33,9	46,9	54,9	53,1	51,7
3. Λοιπά	1.455	168,8	62,6	135,7	119,2	87,5	46,6	18,8	15,9
<b>Σύνολα</b>	<b>117.202</b>	<b>23,2</b>	<b>18,3</b>	<b>17,1</b>	<b>16,9</b>	<b>17,4</b>	<b>15,7</b>	<b>16,1</b>	<b>15,8</b>

1. Μέσοι όροι τριμήνου οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς μέσους για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς βλ. τις τεχνικές σημειώσεις στο τμήμα Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ του μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

2. Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός

3. Περιλαμβάνει τους κλάδους μεταποίησης (βιομηχανία, βιοτεχνία) και των μεταλλείων.

4. Περιλαμβάνονται τα προσωπικά δάνεια και τα δάνεια έναντι δικαιολογητικών.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος



## 6.2 Μέσα νομισματικής πολιτικής

Για την επίτευξη των στόχων του, το Ευρωσύστημα έχει στη διάθεσή του μία σειρά μέσων νομισματικής πολιτικής, που μπορούν να καταταγούν σε τρεις κατηγορίες:

- ☒ πράξεις ανοικτής αγοράς,
- ☒ διαρκείς διευκολύνσεις και
- ☒ τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά.

### Πράξεις ανοικτής αγοράς

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς (open market operations, opérations d'open market) διαδραματίζουν ένα σημαντικό ρόλο στη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος για τη διαμόρφωση των επιτοκίων, τη διαχείριση της ρευστότητας της αγοράς και τη σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Το κυριότερο μέσο είναι οι αντιστρεπτές πράξεις εφαρμοζόμενες στη βάση αντίστροφων συναλλαγών ή εγγυημένων δανείων. Μία αντίστροφη συναλλαγή (repurchase agreement or repo, opération de pension) επιτρέπει στην κεντρική τράπεζα να αυξάνει τη ρευστότητα του πιστωτικού συστήματος. Η διαδικασία είναι η εξής: η κεντρική τράπεζα αγοράζει τίτλους από τα πιστωτικά ιδρύματα και πιστώνει τους λογαριασμούς αυτών με ρευστό χρήμα. Σε μία προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία και με προσυμφωνημένο επιτόκιο η κεντρική τράπεζα επιστρέφει τους τίτλους στο πιστωτικό ίδρυμα και πιστώνεται με το ποσό των χρημάτων που είχε δανείσει πλέον των τόκων. Αυτή η πράξη αποτελεί ένα δάνειο μετρητών που χορηγεί η κεντρική τράπεζα έναντι της εγγύησης των τίτλων. Υπάρχει και εντελώς αντίθετη συναλλαγή (reverse repo) για την απορρόφηση ρευστότητας. Στην περίπτωση αυτή η κεντρική τράπεζα δανείζεται χρήματα τοις μετρητοίς από τα ΠΙ και παραδίδει σαν εγγύηση τίτλους. Το κέρδος για τα ΠΙ είναι οι τόκοι κατά την αντιστροφή της πράξης. Το Ευρωσύστημα μπορεί, επίσης, να χρησιμοποιήσει τις άμεσες αγορές και πωλήσεις χωρίς αντιστροφή (outright transactions, achats/ventes fermes), την έκδοση πιστοποιητικών χρέους (debt certificates, certificats d'endettement), τις πράξεις ανταλλαγής ξένων νομισμάτων (foreign exchange swaps, swaps de

change) και την αποδοχή προθεσμιακών καταθέσεων (fixed - term deposits, dépôts à terme fixe). Οι πράξεις ανοικτής αγοράς πραγματοποιούνται με πρωτοβουλία της ΕΚΤ, η οποία αποφασίζει για τους όρους, τις προϋποθέσεις και το μέσο που θα χρησιμοποιήσει. Μπορεί να εκτελεσθούν στη βάση τυποποιημένων ή ταχέων δημοπρασιών ή με διμερείς διαδικασίες. Σχετικά με το σκοπό τους, τη συχνότητα αυτών και τις διαδικασίες διακρίνονται στις επόμενες τέσσερις κατηγορίες:

**Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης** (main refinancing operations, opérations principales de refinancement). Είναι οι πλέον σημαντικές πράξεις ανοικτής αγοράς και σε κάθε ημερομηνία δημοπρασίας παρέχεται κατά μέσο όρο το ποσό των 64 δισεκατομ. ευρώ. Είναι πράξεις παροχής ρευστότητας με εβδομαδιαία συχνότητα και λήξης δύο εβδομάδων. Εκτελούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες στη βάση τυποποιημένων δημοπρασιών και συμβάλλουν κύρια στη διαμόρφωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και στη μετάδοση του νομισματικού μηνύματος.

**Οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης** (longer - term refinancing operations, opérations de refinancement à plus long terme) είναι αντιστρεπτές πράξεις παροχής ρευστότητας με μηνιαία συχνότητα και με λήξη τριών μηνών. Εκτελούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες με τυποποιημένες δημοπρασίες. Με αυτές τις πράξεις το Ευρωσύστημα δεν επιθυμεί να στείλει μηνύματα στην αγορά αλλά μόνο να συμβάλει στη διαμόρφωση των επιτοκίων. Σε κάθε ημερομηνία δημοπρασίας παρείχε το ποσό 15 δισεκ. ευρώ και από 28/10/99 25 δισεκ. ευρώ.

**Πράξεις για την εξομάλυνση απρόσμενων και βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας** (fine - tuning operations, opérations de réglage fin). Εκτελούνται σε μια βάση ad hoc με σκοπό τη διαχείριση της ρευστότητας και ιδιαίτερα την ελάφρυνση των επιπτώσεων επί των επιτοκίων που απορρέουν από απροσδόκητες διακυμάνσεις της ρευστότητας. Λαμβάνουν κύρια τη μορφή αντιστρεπτέων πράξεων αλλά μπορούν επίσης να έχουν τον τύπο των άμεσων αγορών και πωλήσεων, ανταλλαγών ξένων νομισμάτων και αποδοχής προθεσμιακών καταθέσεων. Εκτελούνται, κανονικά, από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω τυποποιημένων δημοπρασιών ή διμερών διαδικασιών. Από τις 9/1/99 και μετά η ΕΚΤ δεν χρειάστηκε να προσφύγει στη μορφή αυτή πράξεων ανοικτής αγοράς παρά μόνο μια φορά: στις 5/1/2000 η ΕΚΤ διεξήγαγε μια τέτοια πράξη για την απορρόφηση της ρευστότητας με επιτόκιο 3% και με επιδιωκόμενο ποσό κατανομής 33 δισεκ. ευρώ. Οι προσφορές όμως

ανήλθαν στα 14,4 δισεκ. ευρώ. Συμμετείχαν μόνο 43 από τους 210 επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους.

**Διαρθρωτικές πράξεις** (structural operations, opérations structurelles). Λαμβάνουν τη μορφή αντιστρεπτέων πράξεων, άμεσων αγορών και πωλήσεων και έκδοσης πιστοποιητικών χρέους. Στοχεύουν στην προσαρμογή της διαρθρωτικής θέσης του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα και εκτελούνται από τις εθνΚΤ. Στην περίπτωση των αντιστρεπτέων πράξεων και της έκδοσης πιστοποιητικών χρέους εκτελούνται μέσω τυποποιημένων δημοπρασιών ενώ στις άμεσες αγορές και πωλήσεις μέσω διμερών διαδικασιών.

### **Πάγιες διευκολύνσεις**

Οι πάγιες διευκολύνσεις (standing facilities, facilités permanentes) αποσκοπούν στην παροχή ή απορρόφηση ρευστότητας στο τέλος της ημέρας. Αποτελούνται από την οριακή χρηματοδότηση και την αποδοχή καταθέσεων μιας ημέρας (overnight facilities).

Η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (marginal lending facility, facilité de prêt marginal). Τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούν να χρησιμοποιούν τη διευκόλυνση αυτή για να αντλήσουν ρευστότητα μιας ημέρας από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, με βάση ένα προκαθορισμένο επιτόκιο, έναντι επιλεκτικών εγγυοδοτικών στοιχείων. Οι εθνΚΤ μπορούν να παρέχουν δάνεια της κατηγορίας αυτής είτε με τη νομική μορφή των συμφωνιών αναστροφής μιας ημέρας (η ιδιοκτησία του εγγυοδοτικού στοιχείου μεταφέρεται στον πιστωτή ενώ τα μέρη συμφωνούν να αντιστρέψουν την πράξη μέσω της επιστροφής του ανωτέρω στοιχείου στο χρεώστη την επόμενη εργάσιμη ημέρα) είτε με τη μορφή των εγγυημένων δανείων μιας ημέρας (μία ισοδύναμη εγγύηση καλύπτει το ποσό του δανείου αλλά με την επιφύλαξη της εξόφλησης αυτού η ιδιοκτησία του εγγυοδοτικού στοιχείου παραμένει στο χρεώστη). Στο τέλος της ημέρας, τυχόν χρεωστικές θέσεις των αντισυμβαλλόμενων στους λογαριασμούς τους με την εθνΚΤ θεωρούνται σαν αίτηση προσφυγής στην οριακή χρηματοδότηση. Ένας αντισυμβαλλόμενος μπορεί, επίσης, με ρητή αίτηση να προσφύγει στη διευκόλυνση αυτή κατά τη διάρκεια της ημέρας. Η αίτηση πρέπει να διαβιβάζεται στην εθνΚΤ πριν από τις 7 μ.μ. ώρα Ελλάδος. Εκτός από την υποχρέωση κατάθεσης εγγυοδοτικών στοιχείων δεν υπάρχει όριο στο αιτούμενο ποσό της οριακής χρηματοδότησης. Ο μέσος όρος της δανειοδότησης, από την αρχή του έτους και ανά δημοπρασία στη ζώνη του ενιαίου νομίσματος ανέρχεται περίπου στα 675 δισεκ. ευρώ με φθίνουσα συνεχώς απόδοση.

Η αποδοχή καταθέσεων (deposit facility, facilité de dépôt). Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να κάνουν χρήση της διευκόλυνσης αυτής για να καταθέτουν για μια ημέρα στις εθνΚΤ (overnight deposits) με βάση ένα προκαθορισμένο επιτόκιο. Δεν παρέχεται εγγυοδοτικό στοιχείο έναντι της κατάθεσης. Για να γίνει χρήση της ευχέρειας ο αντισυμβαλλόμενος υποβάλλει αίτηση στην εθνΚΤ, που αναφέρει το ποσό της κατάθεσης, πριν από τις 7.30 μ.μ. ώρα Ελλάδος. Και στην περίπτωση αυτή δεν υπάρχει όριο ποσού. Ο μέσος όρος από την αρχή του έτους και ανά δημοπρασία στη ζώνη του ενιαίου νομίσματος είναι περίπου 627 δισεκατομ. ευρώ.

### **ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά.**

Σύμφωνα με το άρθρο 19 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ/ΕΚΤ τα πιστωτικά ιδρύματα (Π.Ι) οφείλουν να τηρούν ελάχιστα αποθεματικά (minimum reserves, réserves obligatoires) δεσμευμένα στην κεντρική τράπεζα. Το νομικό πλαίσιο, πριν από την τροποποίηση του 2003, περιελάμβανε τον Κανονισμό του Συμβουλίου 2531/98 σχετικά με την εφαρμογή των ελάχιστων αποθεματικών από την ΕΚΤ που υιοθετήθηκε από το Συμβούλιο ECOFIN στις 23 Νοεμβρίου 1998 (και τροποποιήθηκε από τον Κανονισμό 134/2002), τον Κανονισμό ΕΚΤ/1998/15 σχετικά με την εφαρμογή των ελάχιστων αποθεματικών που εγκρίθηκε την 1η Δεκεμβρίου 1998 από το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και τον Κανονισμό υπ' αριθ. 2532 της 23.11.1998 σχετικά με τις εξουσίες της ΕΚΤ για την επιβολή κυρώσεων. Τα χαρακτηριστικά του συστήματος ήταν τα εξής:

1. Η υποχρέωση τήρησης για κάθε μεμονωμένο πιστωτικό ίδρυμα υπολογίζεται με **συντελεστή 2%** και εφαρμόζεται επί των στοιχείων παθητικού που έχουν τη μορφή καταθέσεων μίας ημέρας, καταθέσεων ορισμένης διάρκειας ή υπό προειδοποίηση μέχρι 2 ετών, χρεογράφων ορισμένης διάρκειας μέχρι 2 ετών και τίτλων της χρηματαγοράς. Οι υποχρεώσεις έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων εγκατεστημένων στη ζώνη του ευρώ καθώς και οι υποχρεώσεις έναντι του Ευρωσυστήματος δεν υπήγοντο στις υποχρεωτικές δεσμεύσεις.

2. Εάν κάποιο πιστωτικό ίδρυμα δεν μπορεί να προσκομίσει αποδεικτικά στοιχεία ως προς τις υποχρεώσεις του έναντι άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων, που υπάγονται στο σύστημα των ελάχιστων αποθεματικών, οι οποίες έχουν τη μορφή χρεογράφων διάρκειας μέχρι 2 ετών και τίτλων της χρηματαγοράς, το εν λόγω ίδρυμα μπορεί να αφαιρεί ένα πάγιο ποσοστό, που ορίστηκε σε 10% στην έναρξη του τρίτου σταδίου και σε 30% από 24.1.2000 των προαναφερομένων υποχρεώσεων. Προκειμένου να

καθορισθεί το τελικό ποσό των απαιτούμενων αποθεματικών, κάθε πιστωτικό ίδρυμα δικαιούται να αφαιρέσει ένα εφάπαξ ποσό ίσο με 100.000 ευρώ από το ποσό που προκύπτει.

3. Ένα πιστωτικό ίδρυμα πληρούσε τις προϋποθέσεις που απέρρεαν από το σύστημα όταν ο ημερήσιος μέσος όρος των αποθεματικών που τηρούσε, όπως υπολογιζόταν για μια περίοδο τήρησης που ορίζεται ως το διάστημα από την 24η ημέρα κάθε μηνός μέχρι την 23η ημέρα του επόμενου, ήταν τουλάχιστον ίσος με τα ελάχιστα απαιτούμενα αποθεματικά.

4. Εφαρμόζεται "το σύστημα του μέσου όρου" (averaging provision). Τα ελάχιστα αποθεματικά πρέπει να τηρούνται κατά μέσο όρο κατά τη διάρκεια μιας μηνιαίας περιόδου τήρησης και όχι σε ημερήσια βάση.

5. Όλα τα πιστωτικά ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ υπόκειται στην υποχρέωση δέσμευσης αποθεματικών. Περιλαμβάνονται επίσης υποκαταστήματα λειτουργούντα στη ζώνη του ευρώ τα οποία ανήκουν σε Π.Ι. που δεν έχουν την έδρα τους σε κράτος μέλος της ΟΝΕ. Υποκαταστήματα, όμως, που δεν είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ δεν υπόκεινται στις δεσμεύσεις έστω και αν τα Π.Ι. που ανήκουν έχουν την έδρα του στη ζώνη. Η ΕΚΤ μπορεί να απαλλάσσει της υποχρέωσης τήρησης αποθεματικών πιστωτικά ιδρύματα που βρίσκονται σε εκκαθάριση ή σε αναδιοργάνωση. Μπορεί, επί πλέον, να απαλλάσσει Π.Ι. εάν οι στόχοι του Ευρωσυστήματος δεν εκπληρώνονται από την επιβολή υποχρέωσης τήρησης αποθεματικών σε τέτοια ιδρύματα. Στην περίπτωση αυτή η ΕΚΤ λαμβάνει υπόψη ένα τουλάχιστον από τα επόμενα κριτήρια: α) το Π.Ι. ασκεί εξειδικευμένες λειτουργίες, β) δεν ασκεί τραπεζικές εργασίες με ενεργητικό τρόπο σε συναγωνισμό με τα άλλα Π.Ι., γ) όλες οι καταθέσεις του είναι προσανατολισμένες στην εξυπηρέτηση των σκοπών της περιφερειακής και διεθνούς ανάπτυξης.

6. Οι υποχρεωτικές δεσμεύσεις είναι έντοκες, στο μέσο όρο του μηνός, και απολαύουν του επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Η καταβολή των τόκων πραγματοποιείται την δεύτερη εργάσιμη ημέρα μετά το τέλος της περιόδου τήρησης.

Τα υποχρεωτικά αποθεματικά έχουν τη δυνατότητα να δημιουργήσουν διαρθρωτικό έλλειμμα ρευστότητας στη χρηματαγορά. Όταν τηρούνται με μέσο όρο - όπως είναι η περίπτωση του Ευρωσυστήματος - συμβάλλουν στη σταθεροποίηση των επιτοκίων της χρηματαγοράς. Εφόσον δεν έχουν τοκοφόρα απόδοση χαμηλότερη από το επίπεδο της αγοράς συμβάλλουν και στη συγκράτηση της νομισματικής επέκτασης.

Η καθιέρωση του συστήματος του μέσου όρου ενισχύει την ευελιξία των Π.Ι. και επιτρέπει σε αυτά να εκμεταλλεύονται ευκαιρίες βραχυπρόθεσμου arbitrage στην αγορά χρήματος. Με τον τρόπο αυτό, συμβάλλουν στη σταθεροποίηση του επιτοκίου μιας ημέρας κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης.

Η **Τράπεζα της Ελλάδος**, που από την 1.1.2001 είναι μέλος του Ευρωσυστήματος, προσαρμόστηκε στις απαιτήσεις της ΕΚΤ για την τήρηση ελάχιστων αποθεματικών με την υπ' αριθ. 37/30-6-2000 πράξη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής για τις υποχρεωτικές καταθέσεις των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος. Επειδή όμως ο **συντελεστής δέσμευσης ήταν 12% - και όχι 2%** που επιβάλλει η ΕΚΤ - καθιερώθηκε ένα μεταβατικό καθεστώς αποδέσμευσης του υπολοίπου 10%. Κρίθηκε ότι η άμεση συμμόρφωση από 1.1.2001 με το συντελεστή 2% θα προσέφερε μία απότομη και μεγάλη ρευστότητα στο σύστημα με κίνδυνο την αναζωπύρωση των πληθωριστικών πιέσεων. Για το λόγο αυτό επελέγη η **σταδιακή αποδέσμευση**. Συγκεκριμένα, από το ποσό της συνολικής υποχρέωσης κάθε τράπεζας σε δραχμές κατά την τελευταία περίοδο τήρησης 10 Μαΐου - 9 Ιουλίου 2000 (μέσο επίπεδο περιόδου) αφαιρέθηκε το ποσό των υποχρεωτικών καταθέσεων κάθε τράπεζας με βάση το σύστημα των ελάχιστων αποθεματικών του Ευρωσυστήματος. Το υπόλοιπο ρυθμίστηκε ως εξής:

α) Σε κάθε πιστωτικό ίδρυμα αποδόθηκε με ημερομηνία αξίας 10 Ιουλίου 2000 ποσό δραχμών 3.000 εκατ. κατ' ανώτατο όριο.

β) Το απομένον ποσό μεταφέρθηκε σε πίστωση ειδικού μεταβατικού λογαριασμού υποχρεωτικών καταθέσεων με ημερομηνία αξίας 10 Ιουλίου 2000 και εκτοκίστηκε με το ίδιο επιτόκιο που ίσχυε για τις υποχρεωτικές καταθέσεις και το οποίο καθορίστηκε με πράξη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής. Από το κατά την 31 Δεκεμβρίου 2000 υπόλοιπο του εν λόγω μεταβατικού λογαριασμού αποδόθηκε στα πιστωτικά ιδρύματα, με ημερομηνία αξίας 3 Ιανουαρίου 2001, ποσό ίσο με το 10%, το δε υπόλοιπο 90% παρέμεινε σε κατάθεση στην Τράπεζα της Ελλάδος με την ακόλουθη διάρκεια:

- Ποσοστό 30% μέχρι 4 Ιουλίου 2001
- Ποσοστό 30% μέχρι 2 Ιανουαρίου 2002
- Ποσοστό 30% μέχρι 3 Ιουλίου 2002

## Επιτόκιο:

Από 1 Ιανουαρίου 2001 και μέχρι τη λήξη τους το σύνολο των ως άνω προθεσμιακών καταθέσεων εκτοκίσθηκε ανά ημερολογιακό τρίμηνο σύμφωνα με το επιτόκιο της κύριας αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα που ίσχυε κατά την τελευταία ημέρα πριν από την έναρξη της αντίστοιχης περιόδου εκτοκισμού. Στην περίπτωση που η αναχρηματοδότηση των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα διενεργείτο με τη μέθοδο των ανταγωνιστικών δημοπρασιών επιτοκίου, ο εκτοκισμός έγινε με το αντίστοιχο οριακό επιτόκιο των δημοπρασιών.

Για το διάστημα που μεσολαβούσε μεταξύ της λήξης κάθε ημερολογιακού τριμήνου μέχρι τη λήξη κάθε προθεσμιακής κατάθεσης, όπως καθορίζεται πιο πάνω, ίσχυσε το επιτόκιο της τελευταίας περιόδου εκτοκισμού.

## Αποδέσμευση:

Με προειδοποίηση 30 ημερών η Τράπεζα της Ελλάδος διατήρησε το δικαίωμα της αποδέσμευσης τμήματος ή του συνόλου των ανωτέρω προθεσμιακών καταθέσεων.

Όσον αφορά τις υποχρεωτικές ανακαταθέσεις σε συνάλλαγμα εκδόθηκε η υπ' αριθ. 43/5-12-2000 Πράξη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής η οποία προέβλεπε ταχύτερη αποδέσμευση συγκριτικά με τις δεσμεύσεις σε δραχμές. Συγκεκριμένα:

- το υπόλοιπο των υφιστάμενων με ημερομηνία αξίας 11.12.2000 υποχρεωτικών ανακαταθέσεων σε συνάλλαγμα των ΠΙ των κατηγοριών της ΠΔΤΕ 2358/28-4-95 που ήταν εκπεφρασμένο σε ευρώ ή σε νομίσματα της Ευρωζώνης αποδόθηκε στα ΠΙ με ημερομηνία αξίας 3 Ιανουαρίου 2001 σε ποσοστό ίσο με το 50%. Το υπόλοιπο 50% παρέμεινε σε πίστωση ειδικού μεταβατικού λογαριασμού και αποδόθηκε στις 28.3.2001.

- το υπόλοιπο των υποχρεωτικών καταθέσεων σε συνάλλαγμα εκτός ευρώ με ημερομηνία αξίας 11.12.2000 αποδόθηκε με ημερομηνία αξίας 3.1.2001 σε ποσοστό 10%. Το απομένον 90% του ποσού παρέμεινε σε κατάθεση στην ΤτΕ και αποδεσμεύθηκε:

- 30% μέχρι 28.3.2001

- 30% μέχρι 26.9.2001

- 30% μέχρι 27.3.2002

Από 3.1.2001 και μέχρι τη λήξη τους, το υπόλοιπο των ανωτέρω καταθέσεων εκτοκίσθηκαν ανά τρίμηνο με επιτόκιο LIBOR+1/4% σε ετήσια βάση.

## Οι κανονες της πιστωτικής πολιτικής

- ☒ Η χρηματοδότηση μόνο των παραγωγικών και αναπτυξιακών δραστηριοτήτων και επενδύσεων
- ☒ Η χρηματοδότηση των εξαγωγών
- ☒ Η ορθολογική κατανομή των πιστώσεων ανάμεσα στους τομείς της οικονομίας

## Φορείς και όργανα της πιστωτικής πολιτικής

Στην Ελλάδα και μέχρι πρότινος

- ☒ Η Τράπεζα της Ελλάδος
- ☒ Οι εμπορικές τρέπεζες
- ☒ Τα υποκαταστήματα ξένων τραπεζών
- ☒ Η αγροτική τράπεζα της Ελλάδος
- ☒ Οι αναπτυξιακοί φορείς ΕΤΒΑ, ΕΤΕΒΑ, και η Τρέπεζα επενδύσεων
- ☒ Οι φορείς κτηματικής πίστης: Κτηματική Τράπεζα, Τράπεζα Υποθηκών, και η ΑΣΠΙΣ BANK
- ☒ Οι ιδιώτυποι πιστωτικοί φορείς: Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί διερευνάται η συμβολή του χρηματοπιστωτικού μας συστήματος, στην ανάπτυξη της οικονομίας.

Η ανάπτυξη της οικονομίας, στηρίζεται πάντοτε πάνω σ' ένα συγκεκριμένο πρόγραμμα, το οποίο εκπονείται από ειδικούς, σύμφωνα με κάποια μεθοδολογία.

Η παρουσίαση των μεθόδων που ακολουθούνται στην κατάρτιση ενός αναπτυξιακού προγράμματος, θα διευκολύνει την κατανόηση της εμπλοκής του χρηματοδοτικού συστήματος στην αναπτυξιακή διαδικασία.

Απ' εκεί και πέρα, η συμβολή του ή μη στη διαδικασία αυτή, έχουμε τη γνώμη ότι θα προκύψει αυτονόητα.

## 7 Αναπτυξιακά Προγράμματα

Η κατάρτιση ενός αναπτυξιακού προγράμματος είναι μεν δύσκολο έργο, αλλά η εφαρμογή του είναι πολύ δυσκολότερη. Κι αν η κατάρτιση ενός προγράμματος μπορούσε από μόνη της να εξασφαλίσει την ανάπτυξη, τότε ίσως να μην υπήρχαν πια υπανάπτυκτες χώρες<sup>4</sup>

Μετά από μια προκαταρκτική διερευνητική διαδικασία η οποία θεωρείται προαπαιτούμενο, για την επιτυχή έκβαση της κατάρτισης ενός προγράμματος οικονομικής ανάπτυξης, ιδιαίτερη σημασία θα πρέπει να δοθεί:

- 👉 Στον προσδιορισμό των αντικειμενικών σκοπών της ανάπτυξης,
- 👉 Στην επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής
- 👉 Στον καθορισμό των στόχων του προγράμματος
- 👉 Στην εξασφάλιση των απαιτούμενων πόρων
- 👉 Στην ορθή κατανομή των πόρων αυτών

Στους τρεις πρώτους παράγοντες θ' αναφερθούμε ακροθιγώς, διότι η περαιτέρω ανάλυση ξεφεύγει από τους στόχους της εργασίας μας αυτής. Για τους δύο τελευταίους παράγοντες θα επιχειρήσουμε αναλυτική παρουσίαση για να καταδείξουμε έτσι, την αλληλεπίδραση των παραγόντων αυτών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Οι *σκοποί* που επιδιώκονται από ένα πρόγραμμα οικονομικής ανάπτυξης είναι συνάρτηση των εθνικών προτιμήσεων που με τη σειρά τους βασίζονται πάνω στις πολιτικές, κοινωνικές και οικονομικές αξίες της συγκεκριμένης χώρας. Αν οι σκοποί είναι πολιτικοί (π.χ. Η ενίσχυση της εθνικής άμυνας) ή κοινωνικοί (π.χ η αναβάθμιση του συστήματος υγείας ή παιδείας...) ή απλώς οικονομικοί (π.χ η αύξηση του εθνικού εισοδήματος),

<sup>4</sup> ΘΕΟΔΩΡΟΥ Α.ΣΚΟΥΝΤΖΟΥ « Ο προγραμματισμός της οικονομικής αναπτύξεως» τευχος Α' Πειραιάς 1979. σελ 45

αυτό πρέπει να είναι απολύτως ξεκάθαρο διότι ούτως ή άλλως βάσει αυτών των σκοπών θα κριθεί εν τέλει, η επιτυχία ή όχι της υλοποίησης του προγράμματος, και βέβαια οι κριτές θα είναι πολλοί. Ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δοθεί σε περιπτώσεις που οι σκοποί είναι περισσότεροι του ενός, οπότε είναι χρήσιμο να υπάρχει σαφής διάκριση των πρωταρχικών από τους δευτερεύοντες, καθώς πείσης και των μακροπρόθεσμων από τους άμεσους.

Η *στρατηγική*<sup>5</sup> της αναπτύξεως, νοούμενη ως οδός που καταλήγει στην επίτευξη των σκοπών της, έχει ένα καλό. Δεν παρουσιάζει μεγάλη ποικιλία επιλογών, αν δεν αναφερόμαστε σε άλλο οικονομικό σύστημα πέραν του κεφαλαιοκρατικού. Εδώ τα πράγματα είναι ξεκάθαρα και η οδός μία: Η προσέλκυση επενδύσεων.

Περαιτέρω όμως μπορούμε να εφαρμόσουμε είτε τη *στρατηγική της ισόροπης ανάπτυξης* η οποία ενθαρρύνει την αναλογική ανάπτυξη όλων των τομέων της οικονομίας και εξ αυτού και μόνο του λόγου θεωρείται ακριβή είτε τη *στρατηγική της μεγάλης ώθησης*, που δεν απαιτεί τεράστιους πόρους αλλά ευνοεί ένα μόνο τομέα, από τον οποίο στο απώτερο μέλλον ελπίζεται ότι θα ενισχυθούν και οι υπόλοιποι.

Για να κατανοηθεί η διαφορά μεταξύ *στόχων* ενός προγράμματος οικονομικής ανάπτυξης και σκοπών του, θα ήταν χρήσιμο να θυμηθούμε ότι:

Το Φεβρουάριο του 1992 η χώρα μας υπέγραψε στο Μάαστριχτ την ομώνυμη συνθήκη για τη δημιουργία της ΟΝΕ. Αυτό σημαίνει ότι η ένταξή μας στην Οικονομική και Νομισματική Ενοποίηση ήταν ο *σκοπός* μας. Ακολούθως το 1994 συναποφασίσαμε ότι οι οικονομίες των κρατών μελών πρέπει να συγκλίνουν προς την επίτευξη τεσσάρων *στόχων* για να εκπληρωθεί ο σκοπός που προαναφέραμε.

- 👍 Μικρό ποσοστό πληθωρισμού<sup>6</sup>
- 👍 Σταθερότητα Δημοσίων οικονομικών<sup>7</sup>
- 👍 Συμμετοχή σε μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών του ΕΝΣ<sup>8</sup>
- 👍 Σύγκλιση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων<sup>9</sup>

<sup>5</sup> Περί της στρατηγικής της οικονομικής ανάπτυξης στα πλαίσια της λειτουργίας του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΚΤΣ), παρατίθεται στο παράρτημα της εργασίας μας, τμήμα από ειδική μελέτη που αντλήθηκε από το δικτυακό τόπο της ΟΤΟΕ, με δική μας υπογράμμιση των επίμαχων σημείων.

<sup>6</sup> Έπρεπε να μην υπερβαίνει το 1,5 % του μέσου όρου των ποσοστών τριών χωρών με τα χαμηλότερα ποσοστά

<sup>7</sup> Ητοι Δημοσιονομικό έλλειμμα < του 3% του ΑΕΠ και Δημόσιο Χρέος < 60% του ΑΕΠ

<sup>8</sup> Για δύο χρόνια τουλάχιστον θα πρέπει να τηρούνται τα κανονικά περιθώρια διακύμανσης

<sup>9</sup> Το ονομαστικό επιτόκιο μπορεί να είναι μέχρι 2% παραπάνω από το μέσο όρο των επιτοκίων των τριών χωρών με τις καλύτερες επιδόσεις

Μ' άλλα λόγια, οι σκοποί ενός προγράμματος αποκτούν μια πιο συγκεκριμένη έννοια όταν εκφράζονται με αριθμούς, οπότε τότε μετατρέπονται σε στόχους.

Κλείνοντας τη σύντομη αναφορά μας στην παρουσίαση ορισμένων παραγόντων επιτυχίας των προγραμμάτων οικονομικής ανάπτυξης, που χαρακτηρίσαμε εξω-χρηματοπιστωτικούς, θα πρέπει να μελετήσουμε και τα κυριολεκτικά ακανθώδη θέματα της εξασφάλισης και κατανομής των πόρων, στα οποία εμπλέκεται το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

## 7.1 Η εξασφάλιση πόρων σ' ένα αναπτυξιακό πρόγραμμα.

Αποτελεί γενικά παραδεκτή αρχή, ότι η ασκούμενη, μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πολιτική επηρεάζει καθοριστικά την κατανομή και το κόστος των πιστώσεων και κεφαλαίων ανάμεσα στους διάφορους τομείς της οικονομίας (μεταποίηση - υπηρεσίες, ιδιώτες - δημόσιο - κοινωνικός τομέας, κέντρο - περιφέρεια). Γι αυτό και το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί βασικό εργαλείο για την άσκηση της συνολικής οικονομικής πολιτικής από την εκάστοτε κυβέρνηση. Στα πλαίσια του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι Τράπεζες βρίσκονται στο κέντρο του, αφού ως γνωστό έχουν την ικανότητα να μεταβάλλουν την προσφορά χρήματος μιας χώρας, να επιδρούν στην αγοραστική δύναμη, να ενοποιούν την οικονομική διαδικασία της παραγωγής, της διανομής και της κατανάλωσης.

Πρέπει ακόμη να πούμε πως η «παραδεκτή» αυτή αρχή που προαναφέραμε, δεν ήταν ανέκαθεν παραδεκτή. Για τους κλασσικούς οικονομολόγους, το νόμισμα θεωρείτο ουδέτερο. Συμμετείχε απλώς στις συναλλαγές, αλλά μ' ένα τρόπο που σε καμιά περίπτωση δεν ευνοούσε την παραγωγικότητα την αποσχόληση ή κάποιο άλλο σημαντικό οικονομικό παράγοντα.

Γι αρκετά χρόνια η ανθρωπότητα, πορεύτηκε πάνω σ' αυτή τη λογική. Γύρω στα 1936 όμως ο διάσημος οικονομολόγος John Maynard Keynes, ανέτρεψε τη λογική αυτή ισχυριζόμενος, ότι προσφέροντας με κατάλληλους τρόπους πρόσθετο χρήμα στην αγορά παροτρύνονται οι διάφοροι επενδυτικοί φορείς να δραστηριοποιηθούν στον παραγωγικό τομέα, με αποτέλεσμα την μεταβολή της υποαπασχόλησης, την αύξηση της κατανάλωσης, και πολλών άλλων μεγεθών που σε τελευταία ανάλυση ομαδοποιούνται όλα κάτω από τον κωδικό *ανάπτυξη*.

Ο Keynes<sup>10</sup> υπέδειξε τον τόκο και τις προβλέψεις ως αίτιο αλλαγής της επιχειρηματικής συμπεριφοράς, και κατονόμασε τα τρία βασικά κίνητρα που ευνοούν την *διακράτηση ρευστότητας*. Ήτοι:

- Το κίνητρο των συναλλαγών
- Το κίνητρο της πρόνοιας
- Το κίνητρο της κερδοσκοπίας

Και ενώ οι απόψεις του Keynes, φάνηκε να επικρατούν από το δεύτερο μισό του εικοστού αιώνα κι έπειτα, -με τρομακτικές βέβαια συνέπειες στη διόγκωση του χρέους όχι μόνο των επιχειρήσεων αλλά και των νοικοκυριών ακόμα- δεν πρέπει να μας διαφεύγουν τα ακόλουθα:

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, επηρεάζεται από πολλά οικονομικά μεγέθη του χρηματοδοτικού περιβάλλοντος όπως:

- 👍 Η νομισματική πολιτική
- 👍 Το δημόσιο χρέος
- 👍 Το δημοσιονομικό έλλειμμα
- 👍 Ο τρόπος και η έκταση χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα
- 👍 Η ελευθεριότητα στην διακίνηση κεφαλαίων
- 👍 Η συναλλαγματική ισοτιμία
- 👍 Οι συναλλαγματικοί περιορισμοί (αν υπάρχουν)

Πρέπει να διευκρινήσουμε ότι με τον όρο *απαιτούμενοι πόροι* εννοούμε του χρηματικούς και όχι τους πραγματικούς (εργασία κεφάλαιο και άύλες). Όταν διαθέτεις χρηματικούς πόρους, εξουσιάζεις και τους πραγματικούς.

Στις περισσότερες χώρες ο στρατηγικός πόρος που βρίσκεται σε μεγάλη ανεπάρκεια είναι το κεφάλαιο. Συνεπώς το βασικό μέλημα ενός προγράμματος είναι η εξασφάλιση επαρκών επενδύσεων και η κατανομή τους κατά τρόπο που να διασφαλίζεται το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα στην αύξηση της παραγωγής.

Στο κεφάλαιο 1 της εργασίας μας, δείξαμε ότι οι αποταμιεύσεις που θα χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις προέρχονται από εγχώριες πηγές

---

<sup>10</sup> J.M.KEYNES.Οικονομολόγος. Στο παράρτημα της εργασίας παρατίθεται σύντομο βιογραφικό του.

(ιδιωτική και δημόσια αποταμίευση) και από εξωτερικές πηγές (εξωτερική οικονομική βοήθεια, εξωτερικά δάνεια και ξένες επενδύσεις).

Σε μια αναπτυσσόμενη χώρα ειδικότερα, οι επενδύσεις που απαιτούνται για την πραγματοποίηση των στόχων ενός αναπτυξιακού προγράμματος δεν είναι απλώς θέμα αύξησης της συμμετοχής των αποταμιεύσεων στο εθνικό εισόδημα, αλλά εξαρτάται κι από την επαρκή προσφορά επενδυτικών αγαθών. Ορισμένοι τύποι κεφαλαιουχικών αγαθών παράγονται βέβαια στις αναπτυσσόμενες χώρες, ενώ υπάρχουν και περιθώρια πληρέστερης αξιοποίησης της υπάρχουσας παραγωγικής δυναμικότητας και αναπροσανατολισμού μέρους του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού εργοστασίων παραγωγής καταναλωτικών αγαθών, στην παραγωγή κεφαλαιουχικών αγαθών. Γενικά όμως οι αναπτυσσόμενες χώρες στερούνται βιομηχανιών παραγωγής κεφαλαιουχικών αγαθών, και βασίζονται σε μεγάλο ποσοστό στις εισαγωγές των αγαθών αυτών από το εξωτερικό. Συνεπώς η αύξηση των εγχώριων επενδύσεων τείνει ν' αυξάνει και τους απαιτούμενους συναλλαγματικούς πόρους. Δεδομένης της δυσμενούς θέσεως του Ισοζυγίου πληρωμών των περισσοτέρων από τις αναπτυσσόμενες χώρες, η περιορισμένη ικανότητα για την εισαγωγή κεφαλαιουχικών αγαθών αποτελεί και περιορισμό στο ύψος των επενδύσεων που θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν. Έτσι οι προσπάθειες για την αύξηση της αναλογίας του αποταμιευόμενου εισοδήματος, θα πρέπει να ακολουθούνται κι από μέτρα που θα εξασφαλίζουν το ανερχόμενο όγκο εξωτερικού συναλλάγματος για την εισαγωγή κεφαλαιουχικών αγαθών ή θα διευρύνουν τη εγχώρια παραγωγή των αγαθών αυτών. Μ' άλλα λόγια για να αυξηθεί ο όγκος των επενδύσεων είναι απαραίτητη όχι μόνο η επίτευξη υψηλότερου επιπέδου αποταμιεύσεων εκφρασμένων σε χρηματικούς όρους αλλά και η αξιασφάλιση των πραγματικών πόρων για την πραγματοποίηση μιας αντίστοιχης αύξησης των επενδύσεων.

Φυσικά ούτε λόγος περί αναγκαιότητας της εξασφάλισης απαραίτητης ποσότητας άλλων πόρων όπως είναι το τεχνικό προσωπικό, οι εξειδικευμένοι εργάτες, ο κατάλληλος διοικητικός μηχανισμός κ.λ.π.

Τ' ανωτέρω ειπώθηκαν διότι στο παρελθόν έχουν γίνει πολλές συζητήσεις αναφορικά με το θέμα, αν θα πρέπει να εξασφαλιστούν πρώτα όλοι οι διαθέσιμοι πόροι της οικονομίας, και στη συνέχεια να καθοριστούν οι στόχοι, ή αν θα πρέπει να τεθούν πρώτα οι στόχοι και στη συνέχεια να προσδιοριστούν οι απαιτούμενοι για την πραγματοποίηση των στόχων πόροι.

## 7.2 Η κατανομή των πόρων του.

Σημαντικότατο επίσης πρόβλημα αναδεικνύεται και η κατανομή των απαιτούμενων πόρων, κατά τρόπο που να επιτυγχάνεται η μεγαλύτερη δυνατή συμβολή τους στην παραγωγική ικανότητα της οικονομίας.

Οι κλάδοι της οικονομίας που διεκδικούν μερίδιο από την πιστωτική επέκταση όπως ήδη αναφέρθηκε είναι:

- 1.Γεωργία
- 2.Βιομηχανία
- 3.Εμπόριο
- 4.Οικισμός
- 5.Καταναλωτική Πίστη
- 6.Τουρισμός
- 7.Ναυτιλία
- 8.Λοιποί Κλάδοι

Αλλά η κατανομή των πόρων στους κλάδους εξαρτάται από τη φάση οικονομικής ανάπτυξης στην οποία βρίσκεται η χώρα.

Ο τομεακός προγραμματισμός της κατανομής των πόρων θα πρέπει σε τελική ανάλυση να οδηγήσει σε αποφάσεις αναφορικά με τις συγκεκριμένες βιομηχανίες ή έργα που θ' αναληφθούν μέσα σε κάθε τομέα. Δεδομένου ότι μεγάλο μέρος των επενδυτικών αποφάσεων βρίσκεται στα χέρια της ιδιωτικής πρωτοβουλίας, δεν καθορίζονται λεπτομερείς επενδυτικοί στόχοι για συγκεκριμένες βιομηχανίες ή προϊόντα. Και στο σημείο αυτό, το έργο της διαμόρφωσης των κυβερνητικών μέτρων που πρόκειται να επηρεάσουν τις ιδιωτικές επενδυτικές αποφάσεις, δυσκολεύει.

Οι επενδύσεις πάντως, σε βιομηχανίες παραγωγής κεφαλαιουχικών αγαθών (μηχανών, εργαλείων, οργάνων) δημιουργούν συνήθως τις καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης, ιδίως όταν τ' αγαθά αυτά είναι δύσκολο να αποκτηθούν μέσα από το διεθνές εμπόριο.

Αντίθετα η εισαγωγή κεφαλαιουχικών αγαθών συμφέρει στις περιπτώσεις, που χρειάζεται να ενθαρρυνθούν οι επενδύσεις σε τομείς που συμβάλλουν στην κάλυψη της εγχώριας ζήτησης για τελικά και ενδιάμεσα εγχώρια προϊόντα, και ενισχύουν και τις εξαγωγές των προϊόντων αυτών. Σημαντικό κριτήριο αποτελούν οι προοπτικές υποκατάστασης των εισαγόμενων τέτοιων αγαθών.



Πίνακας IV.10. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΤΩΝ ΕΓΧΕΙΡΙΔΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΚΑΤΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΚΑΙ ΜΟΝΟ (υπόλοιπα τέλους περιόδου, σε εκατ. Ευρώ) (1)

Table IV.10. DEPOSITS AND REPOS OF DOMESTIC ENTERPRISES AND HOUSEHOLDS BY TYPE AND PREFECTURE (End - of - period balances, in million euro)(1)

Νομός Prefecture	Γενικό Σύνολο Grand total	Σύνολο Καταθέσεων Total deposits	Ανάλυση κατά κατηγορία Breakdown by type			Συμφωνίες Επαναφοράς Repos
			Όψεως Sigat	Ταμιευτηρίου Saving	Προθεσμίας Time	
2004 Δεκέμβριος / December	137.531,6	128424,5	18.274,2	73954,2	36296,1	9.107,1
Περιφέρεια Πρωτευούσης / Greater Athens	70.804,0	6.4936,4	12.951,5	31.512,5	20.472,4	5.867,6
Αττικής (υπόλοιπων) Attiki (rest)	5.428,7	5.140,5	401,6	3.332,6	1.406,4	288,1
Αιτωλοακαρνανίας / Etolo and Akarnanias	1.288,1	1.233,3	67,4	896,1	259,8	64,8
Βοιωτίας / Viotia	924,3	905,9	81,9	649,5	174,5	18,4
Ευβοίας / Evia	1.728,0	1.1611,9	106,5	1.186,7	348,6	86,1
Ευρυτανίας / Evrita	132,7	131,0	3,4	95,7	32,0	1,7
Φθιώτιδας / Pthiotida	1.386,7	1.148,7	67,9	865,8	214,9	38,0
Φωκίδας / Fokida	278,1	267,4	23,2	195,5	48,7	10,7
Αργολίδος / Argolida	892,0	829,0	54,7	619,8	154,6	63,0
Αρκαδίας / Arkadia	1.000,3	940,9	42,9	656,9	241,1	59,4
Αχαΐας / Achaias	2.712,1	259,1	234,9	1.865,5	490,7	121,0
Ηλείας / Pliia	933,5	892,2	63,2	667,6	160,4	42,3
Κορινθίας / Korinthos	1.219,4	1.164,7	101,9	810,9	251,8	54,8
Λακωνίας / Lakonia	916,0	910,3	29,6	578,5	302,2	35,8
Μεσσηνίας / Messinia	1.444,6	1.353,8	73,9	956,2	323,7	90,8
Ζάκυνθος / Zakynthos	376,8	367,6	25,1	256,1	86,4	9,2
Κερκύρας / Kerkyra	1.053,8	1.002,7	94,5	706,6	201,6	51,1
Κεφαλληνίας / Kefallinia	514,1	488,6	21,3	336,4	130,9	25,5
Λευκάδος / Lefkada	216,5	236,1	14,2	181,6	40,3	10,4
Αρτας / Arta	484,4	436,6	41,6	305,6	89,4	47,8
Θεσπρωτίας / Thesprotia	527,1	512,1	65,1	282,8	164,3	15,0
Ιωαννίνων / Ioanninon	1.624,3	1.542,6	110,3	1.030,8	40,5	81,7
Πρέβεζας / Preveza	451,5	430,3	13,7	299,4	117,2	21,2
Καρδίτσας / Karditsa	705,0	692,2	44,9	525,5	121,7	12,9
Λάρισσας / Larissa	2.189,2	2.088,7	176,7	1.453,8	458,3	100,5
Μαγνησίας / Magnisia	1.528,3	1.461,7	127,0	1.039,0	295,7	66,6
Τρικάλων / Trikala	999,7	968,0	62,2	662,1	243,8	31,7
Γρεβενών / Grevena	258,0	244,1	15,2	163,8	65,2	13,9
Δράμας / Dramas	931,3	893,1	57,4	511,4	324,3	38,3
Ημαθίας / Imathia	934,5	930,6	96,1	638,9	195,7	53,9
Θεσσαλονίκης / Thessaloniki	12.583,4	11.868,1	1.411,7	7.054,6	3401,9	815,3
Καβάλας / Kavala	1.311,6	1.254,7	113,1	750,2	391,4	56,9
Καστοριάς / Kastoria	535,5	490,1	34,2	293,9	162,0	45,9
Κιλκίς / Kilkis	513,6	496,0	25,7	345,2	125,1	17,6
Κοζάνης / Kozzani	1.226,8	1.180,2	89,9	805,7	284,6	46,6
Πέλλας / Pella	916,3	872,8	62,8	589,3	220,6	43,5
Πιερίας / Pieria	854,1	827,7	57,0	579,4	191,3	36,4
Σερρών / Serres	1.478,8	1.421,5	79,5	934,2	407,8	57,3
Φλώρινας / Florina	339,1	319,6	30,3	211,0	78,3	19,4
Χαλκιδικής / Chalkidiki	640,3	594,0	36,2	475,2	82,6	46,4
Εβρούς / Evros	1.253,5	1.196,9	87,8	783,7	324,5	57,6
Ξάνθης / Xanthi	676,8	655,9	62,2	476,3	117,4	20,9
Ροδόπης / Rodopi	636,2	604,5	61,7	446,9	96,0	31,7
Δωδεκανήσων / Dodekanissos	2.050,5	1.957,6	159,9	1.293,6	504,1	92,8
Κυκλάδων / Kyklades	1.307,3	1.246,0	92,0	962,5	191,5	61,3
Λέσβος / Lesvos	1.086,8	1.044,5	56,9	643,0	344,7	42,4
Σάμος / Samos	398,6	358,2	14,9	257,1	113,1	13,5
Χίος / Chios	693,0	681,8	30,7	418,0	233,0	11,3
Ηράκλειων / Heraklio	2.493,8	2.409,5	237,1	1.577,5	594,8	84,3
Λασιθίου / Lassithi	709,3	690,3	103,2	469,5	117,5	19,0
Ρεθύμνου / Rethymno	591,3	575,1	48,2	431,8	95,0	16,2
Χανίων / Chania	1331,7	1.282,5	109,4	872,0	301,1	49,1
Σύνολο χώρας / Country total	137.531,6	128.424,5	18.274,2	73.954,0	36.196,1	9.107,1

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος / Source Bank of Greece.

(1) Τα στοιχεία είναι διαθέσιμα σε εξαμηνιαία βάση / Data are available on a half - yearly bases

### 7.3 «Παραμόρφωση» μέτρων οικονομικής πολιτικής.

Τα μέτρα πολιτικής αποτελούν αναπόσπαστο μέρος του προγράμματος οικονομικής ανάπτυξης.

Η εμπειρία έχει δείξει ότι όσο μεγαλύτερες είναι οι προτεινόμενες μεταβολές στις υπάρχουσες δομές (εισόδημα, απασχόληση ...) τόσο περισσότερα μέτρα πολιτικής χρειάζονται. Αυτή η διαπίστωση απετέλεσε και τη θεωρητική βάση της πλήρους εξάρτησης των κεντρικών τραπεζών από την κυβερνητική μηχανή, της οποίας αποτελούσαν αναπόσπαστο μέρος. Έτσι, στην πραγματικότητα την ευθύνη της χάραξης κι άσκησης της νομισματικής πολιτικής, την είχαν οι κυβερνήσεις. Και το γεγονός αυτό, δεν άργησε να δείξει ότι έχει σημαντικά μειονεκτήματα.

Το κυριώτερο: Έχοντας (η Κυβέρνηση ουσιαστικά) τη δυνατότητα να τυπώνει χρήμα, διαπιστώθηκε ότι χρησιμοποίησε τη δυνατότητα αυτή, όσο μπορούσε, για την κάλυψη των δημοσιονομικών ελλειμάτων, πράγμα που με τη σειρά του, διόγκωνε τον πληθωρισμό.

Για το λόγο αυτό, τα τελευταία χρόνια το θέμα της ανεξαρτησίας ή μη της κεντρικής τράπεζας, απασχόλησε πολύ τους ακαδημαϊκούς κύκλους, με την ιδέα της ανεξαρτησίας να κερδίζει διαρκώς έδαφος.

Στα πλαίσια του Ευρωσυστήματος εν τέλει, η νομισματική πολιτική διαμορφώνεται από την ΕΚΤ, η οποία λειτουργεί εντελώς ανεξάρτητα<sup>11</sup>.

Η δημοσιονομική πειθαρχία θεωρείται πλέον μονόδρομος, και τα λαμβανόμενα πολιτικά μέτρα πλέον, είναι μέτρα με διαρθρωτικό και όχι εμβολωματικό χαρακτήρα.

Η πολυπλοκότητα που παρουσιάζουν οι κανόνες λειτουργίας του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, είναι αρκετά μεγάλη, οι περιορισμοί παραπολλοί, και η σχετική βιβλιογραφία είναι πτωχή ακόμη. Είναι άλλωστε φυσικό, να μην υπάρχουν ακόμη καταγεγραμμένες εμπειρίες, μέσα στο μικρό σχετικά χρονικό διάστημα ισχύος ενός ενιαίου νομισματικού συστήματος.

<sup>11</sup> Τη συναλλαγματική πολιτική ασκεί το συμβούλιο ECOFIN.

Παράρτημα

**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ: Τροποποίηση των διατάξεων της ΠΔ/ΤΕ 1955/2.7.91, όπως ισχύουν, σχετικά με την καταναλωτική πίστη και τα δάνεια που χορηγούνται σε φυσικά πρόσωπα για την κάλυψη προσωπικών αναγκών.**

Με την ΠΔ/ΤΕ 2523/12.6.2003 καταργούνται οι περιορισμοί που ισχύουν στην καταναλωτική πίστη και τα δάνεια που χορηγούνται προς φυσικά πρόσωπα. 1. Ειδικότερα με τις διατάξεις της Πράξης αυτής:

- Καταργείται το συνολικό, κατ' άτομο και κατ' τράπεζα όριο των 25.000 ευρώ καθώς και τα επί μέρους όρια για τις πιστοδοτήσεις προς φυσικά πρόσωπα.

Για αγορά αγαθών και υπηρεσιών, έναντι δικαιολογητικών, μέχρι το 65% της χρηματοδοτούμενης δαπάνης

Μέσω χρήσης πιστωτικών δελτίων

Μέσω υπερανολήψεων από τρεχούμενο λογαριασμό καταθέσεων (μέχρι 1.500 ευρώ)

Για την κάλυψη προσωπικών αναγκών χωρίς παραστατικά (μέχρι 3.000 ευρώ, από το σύνολο των τραπεζών)

Για τις μέσω καρτών αναλήψεις μετρητών μέχρι 1.000 ευρώ μηνιαίως

2. Η κατάργηση των ως άνω περιορισμών εντάσσεται στο πλαίσιο της εναρμόνισης της άσκησης της νομισματικής πολιτικής από το Ευρωσύστημα, σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό.

3. Για την άρση των περιορισμών συνεκτιμήθηκαν επίσης:

- Τα αποτελέσματα της πρόσφατης δειγματοληπτικής έρευνας που διεξήχθη σε πανελλαδικό επίπεδο για λογαριασμό της Τράπεζας της Ελλάδος, από τα οποία επιβεβαιώθηκε ότι ο βαθμός χρέωσης των ελληνικών νοικοκυριών είναι γενικά χαμηλός και υπολείπεται σημαντικά από το μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ (υπόλοιπα τραπεζικών δανείων ως ποσοστό του ΑΕΠ στο τέλος του 2002: Ελλάδα 22,3%, ζώνη ευρώ 47%), ενώ παράλληλα παρατηρείται σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού επέκτασης της καταναλωτικής πίστης (από 42,5% το Δεκέμβριο 2001 σε 24,6% τον Απρίλιο 2003).
- Η αναμενόμενη θετική επίδραση στους καταναλωτές από την ενίσχυση του ανταγωνισμού, καθώς και η περιορισμένη αποτελεσματικότητα των υφιστάμενων μέχρι σήμερα ρυθμίσεων και οι στρεβλώσεις που αυτές δημιουργούσαν.
- Η επικείμενη ενεργοποίηση της διατραπεζικής βάσης πιστωτικής φύσεως πληροφοριών σε συνδυασμό με την αναβάθμιση των συστημάτων πιστοληπτικής διαβάθμισης των πελατών από τις τράπεζες.

4. Οι χρηματοδοτήσεις για τις καταναλωτικές και προσωπικές ανάγκες των φυσικών προσώπων θα παρέχονται στο εξής αποκλειστικά με τραπεζικά κριτήρια, τα οποία θα πρέπει να εφαρμόζονται με αυστηρότητα. Οι όροι των σχετικών χρηματοδοτήσεων θα προσδιορίζονται, μεταξύ άλλων, και από το βαθμό αξιοποίησης των ποιοτικής και ποσοτικής φύσεως στοιχείων, που θα παρέχονται από το διατραπεζικό σύστημα πιστωτικών πληροφοριών και την πιστή εφαρμογή των κριτηρίων των συστημάτων διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. Παράλληλα οι συναλλάσσόμενοι με τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να αξιοποιούν στο μέγιστο δυνατόν την παρεχόμενη, σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις, ενημέρωση για τη σύγκριση των προσφερόμενων χρηματοδοτικών προϊόντων και την ορθή εκτίμηση του ύψους των υποχρεώσεων και των τυχόν κινδύνων που αναλαμβάνουν.

Διευκρινίζεται ότι με την ΠΔ/ΤΕ 2523/12.6.2003 δεν θίγονται οι διατάξεις που ισχύουν για τους ειδικούς κανόνες παροχής πιστώσεων από τα μέλη, τράπεζες και ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες, του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Οι διατάξεις της ΠΔ/ΤΕ 2523/12.6.2003 ισχύουν από 20 Ιουνίου 2003.

## Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

### *A. ΓΕΝΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ*

Με βάση την εμπειρία των εθνικών κεντρικών τραπεζών το Συμβούλιο του ΕΝΙ υιοθέτησε τις ακόλουθες γενικές αρχές για την επιλογή των μέσων νομισματικής πολιτικής:

- Η αρχή της λειτουργικής αποτελεσματικότητας,
- Το πλέγμα των μέσων Ν.Π. πρέπει να είναι σύμφωνο με τους κανόνες της αγοράς,
- Η αρχή της ίσης μεταχείρισης,
- Τα μέσα και οι διαδικασίες της ν.π. πρέπει να είναι απλές, διαφανείς και να έχουν ένα λογικό κόστος,
- Σύμφωνα με την αρχή της **αποκέντρωσης**, η ΕΚΤ θα προσφεύγει στις εθνικές κεντρικές τράπεζες για τη διενέργεια των παρεμβάσεων στο μέτρο που αυτό κρίνεται δυνατό και προσηκόν,
- Σύμφωνα με την αρχή της συνέχειας, το νέο λειτουργικό πλαίσιο θα βασίζεται στην υπάρχουσα υποδομή και στην εμπειρία των εθνικών κεντρικών τραπεζών,
- Τα μέσα ν.π. πρέπει να εναρμονισθούν.

### *B. ΜΕΣΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ*

#### *α) Πράξεις ανοικτής αγοράς (open market operations)*

• Οι πράξεις βασικής αναχρηματοδότησης θα είναι αντίστροφες συναλλαγές παροχής ρευστότητας σε εβδομαδιαία βάση και διάρκειας δύο εβδομάδων. Οι πράξεις αυτές θα διενεργούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες με τη μέθοδο των διαρκών προσφορών,

• μακροπρόθεσμες πράξεις αναχρηματοδότησης που αντιπροσωπεύουν ένα μικρό μέρος της συνολικής χρηματοδότησης σε μηνιαία βάση και με διάρκεια τριών μηνών,

• έκτακτες πράξεις (fine - tuning operations). Αποσκοπούν στη διαχείριση της ρευστότητας της αγοράς και ιδιαίτερα στον έλεγχο των επιτοκίων σε περιόδους απρόσμενων διακυμάνσεων της ρευστότητας.

Θα εκτελούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω ταχέων προσφορών ή διμερών διαδικασιών,

- το ΕΣΚΤ θα επηρεάζει τη θέση της διαρθρωτικής ρευστότητας του τραπεζικού τομέα με την έκδοση πιστοποιητικών χρέους χρησιμοποιώντας αντίστροφες συναλλαγές και διενεργώντας άμεσες συναλλαγές.

### ***β) Διαρκείς διευκολύνσεις (standing facilities)***

Οι διαρκείς διευκολύνσεις αποβλέπουν στην απορρόφηση της ρευστότητας στο τέλος της ημέρας. Υπάρχουν δύο είδη:

- Η οριακή αναχρηματοδότηση,
- Η αποδοχή καταθέσεων που επιτρέπει στους συναλλασσόμενους να διενεργούν καταθέσεις μιας ημέρας στην κεντρική τράπεζα με βάση ένα προκαθορισμένο επιτόκιο.

Οι δύο διευκολύνσεις παρέχονται με αποκεντρωμένο τρόπο από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες.

### ***γ) Ελάχιστες υποχρεωτικές δεσμεύσεις (minimum reserve requirements)***

Η ΕΚΤ μπορεί να ζητά από τα πιστωτικά ιδρύματα να καταθέτουν στις εθνικές κεντρικές τράπεζες ελάχιστα αποθεματικά. Εάν η ΕΚΤ τελικά αποφασίσει να κάνει χρήση της ευχέρειας αυτής, όλα τα υπόχρεα ιδρύματα της ζώνης του ευρώ πρέπει να συμμορφωθούν. Ήδη το ΕΝΙ έχει υποβάλει πρόταση για την έκδοση ενός Κανονισμού του Συμβουλίου.

## ***Γ ) ΤΕΧΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ ΤΟΥ ΕΣΚΤ***

Οι τυποποιημένες προσφορές (**standard tenders**) θα εκτελούνται μέσα σε 24 ώρες από την αναγγελία. Οι ταχείες προσφορές (**quick tenders**) κανονικά θα εκτελούνται μέσα σε μια ώρα από την αναγγελία. Η εκδήλωση ενδιαφέροντος (**bid**) θα γίνεται προς τις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Σε μια προσφορά σταθερού επιτοκίου (**fixed rate tender**) οι υποβληθείσες αιτήσεις θα ικανοποιούνται αναλογικά. Σε προσφορές διαφορικού επιτοκίου (**variable rate tenders**)

η αποδοχή αιτήσεων θα γίνεται μέχρι την εξάντληση της συνολικής ρευστότητας που πρόκειται να παραχωρηθεί ή να απορροφηθεί.

Για προσφορές διαφορετικού επιτοκίου, η ΕΚΤ μπορεί να αποφασίσει τη χρήση δύο μεθόδων:

α) δημοπρασία ενιαίου επιτοκίου (**single rate auction or Dutch auction**), όπου το εφαρμοζόμενο επιτόκιο για όλες τις αιτήσεις που ικανοποιούνται είναι ίσο προς το επιτόκιο περιθωρίου, δηλαδή το επιτόκιο στο οποίο η συνολική προσφορά εξαντλείται,

β) δημοπρασία πολλαπλού επιτοκίου (**multiple - rate auction or American auction**), όπου το τελικό επιτόκιο είναι ίσο με το επιτόκιο που προσφέρεται για κάθε ατομική αίτηση.

Τα αποτελέσματα όλων των ανωτέρω διαδικασιών θα δημοσιεύονται στον τύπο.

#### Δ) Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η κύρια αποστολή του ΕΣΚΤ<sup>12</sup> είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Για την επίτευξη του τελικού αυτού στόχου το ΕΣΚΤ πρέπει να αναπτύξει μια στρατηγική. Εξετάσθηκαν πέντε εναλλακτικές λύσεις: α) στόχος η συναλλαγματική ισοτιμία, β) στόχος ο επηρεασμός του επιτοκίου, γ) στόχος το ονομαστικό εισόδημα, δ) στόχος ο έλεγχος της νομισματικής κυκλοφορίας, ε) στόχος ο έλεγχος του πληθωρισμού. Τελικά το Συμβούλιο του ΕΝΙ κατέληξε στις δύο τελευταίες επιλογές: **monetary targeting and direct inflation targeting**. Την τελική επιλογή, ποια δηλαδή από τις δύο θα εφαρμοσθεί ή εάν θα υιοθετηθούν συνδυαστικά και οι δύο, θα έχει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Αυτοί που υποστηρίζουν τη **στρατηγική των ενδιάμεσων νομισματικών στόχων** (π.χ. τον έλεγχο του M3) υπογραμμίζουν ιδιαίτερα ότι ενισχύει σαφέστατα την ευθύνη της κεντρικής τράπεζας για τις εξελίξεις για τις οποίες είναι αποκλειστικά υπεύθυνη (νομισματική κυκλοφορία) και που δεν εξαρτώνται παρά ελάχιστα

---

<sup>12</sup> Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών

από τις επιλογές της γενικότερης κυβερνητικής οικονομικής πολιτικής. Αυτή η στρατηγική μπορεί να γίνει κατανοητή από τους πολίτες μέσω μιας απλής και διάφανης πληροφόρησης και έχει το πλεονέκτημα ότι εφαρμόζεται σήμερα από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας που έχει εξασφαλίσει τη σταθερότητα του σκληρότερου νομίσματος - άγκυρας στα πλαίσια του Μηχανισμού των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Παράλληλα, δέχεται ότι η σταθερότητα της ζήτησης του χρήματος αποτελεί ένα κεφαλαιώδη παράγοντα της στρατηγικής των ενδιάμεσων νομισματικών στόχων.

Οι υποστηρικτές της στρατηγικής που βασίζεται στο **στόχο του πληθωρισμού** αντιτείνουν ότι το κυριότερο μειονέκτημα της προηγούμενης στρατηγικής έγκειται στην αστάθεια των νομισματικών μεγεθών, ιδιαίτερα κατά την έναρξη της ΟΝΕ, πράγμα που θα πλήξει την αξιοπιστία της ΕΚΤ στην περίπτωση που δεν θα καταφέρει να ελέγξει τη ρευστότητα. Αντίθετα η στρατηγική που έχει στόχο τον πληθωρισμό θέτει το ΕΣΚΤ προ των ευθυνών του, διότι ο έλεγχος των πολιτών της Ε.Ε. για την επίτευξη του στόχου είναι ευχερέστερος. Η ΕΚΤ μπορεί να θέτει στόχο πληθωρισμού από 0% μέχρι 2%. Οι πολέμιοι, όμως, της στρατηγικής αυτής αντιτείνουν ότι αναλαμβάνεται δέσμευση για ένα στόχο που δεν εξαρτάται απόλυτα από τις αρμοδιότητες του ΕΣΚΤ. Διότι για τον έλεγχο του πληθωρισμού δεν αρκεί μόνο η επίτευξη των νομισματικών στόχων, αλλά ένα κατάλληλο μίγμα οικονομικής πολιτικής στο οποίο συμβάλλουν και η δημοσιονομική και η εισοδηματική πολιτική.

Ανεξάρτητα από την τελική επιλογή μπορεί κανείς να καταγράψει ένα αριθμό από στοιχεία - κλειδιά που πρέπει να ενσωματωθούν στην ακολουθητέα στρατηγική όπως:

- Η δημοσίευση ενός ορισμού της σταθερότητας των τιμών,
- Ειδικοί στόχοι από την επίτευξη των οποίων θα κρίνεται η αποτελεσματικότητα του ΕΣΚΤ
- Η παρακολούθηση μιας σειράς οικονομικών και χρηματοδοτικών δεικτών. Μεταξύ αυτών εξέχουσα σημασία αποδίδεται στα νομισματικά μεγέθη.



## Η ΑΠΟΨΗ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΓΙΑ ΤΗ ΘΕΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΤΟ ΝΕΟ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ.

Εκτενή αναφορά στις εξελίξεις και τις προοπτικές του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος παραθέτει η Ετήσια Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1999:

Από τα μέσα της δεκαετίας του '80 η ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά παρουσιάζει μια πορεία συνεχών μεταβολών, προσαρμοζόμενη στα νέα δεδομένα που προκύπτουν από την απελευθέρωση των εθνικών αγορών, τη δημιουργία της ενιαίας αγοράς στο πλαίσιο της ΟΝΕ και τη διεθνοποίηση του ανταγωνισμού. Η αρχική φάση, που καλύπτει περίπου το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '80 και τα 2 - 3 πρώτα έτη της δεκαετίας του '90, αφορούσε κυρίως τη θεσμική προσαρμογή του χρηματοπιστωτικού τομέα και χαρακτηρίστηκε από τη σταδιακή απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, την κατάργηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, την εισαγωγή νέων θεσμών και την προώθηση μέτρων εκσυγχρονισμού των αγορών. Στην περίοδο που ακολούθησε, οι ελληνικές τράπεζες, προσαρμοζόμενες στο νέο περιβάλλον, επιδίωξαν την εξυγίανση του χαρτοφυλακίου τους, την αναδιάρθρωση των δραστηριοτήτων τους και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς τους. Ειδικότερα τα τελευταία 3 - 4 έτη, ο τραπεζικός τομέας χαρακτηρίζεται από τάση μεγαλύτερης συγκέντρωσης και ενοποίησης των τραπεζικών ιδρυμάτων. Ακολουθώντας τις διεθνείς εξελίξεις, τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα εισήλθαν στη φάση των εξαγορών και συγχωνεύσεων, η οποία έχει οδηγήσει σε σημαντική αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα και έχει διαμορφώσει νέες ισορροπίες στην ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά. Παράλληλα με τις ενέργειες για ενίσχυση της θέσης τους στην εγχώρια αγορά, ορισμένα πιστωτικά ιδρύματα επεξέτειναν τις δραστηριότητές τους και στο εξωτερικό, σε χώρες πέραν εκείνων στις οποίες είχαν ήδη παρουσία λόγω της ύπαρξης ισχυρής ελληνικής ομογένειας. Το ενδιαφέρον τους προσανατολίστηκε κυρίως

στις βαλκανικές και παρευξείνιες χώρες (Αλβανία, Βουλγαρία, ΠΓΔΜ, Γιουγκοσλαβία, Ρουμανία), αλλά ταυτόχρονα θέλησαν να εξασφαλίσουν παρουσία και σε διεθνή χρηματοπιστωτικά κέντρα (Λονδίνο και Νέα Υόρκη). Επιπλέον, συνήψαν και στρατηγικές συμμαχίες και συνεργασίες σε διεθνές και τοπικό επίπεδο.

Η περαιτέρω ενοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος δεν πρέπει να αποκλειστεί, καθώς συνεχίζεται η αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο. Αναμένεται, εξάλλου, να προωθηθούν ακόμη περισσότερο στρατηγικές συμμαχίες και συνεργασίες τόσο μεταξύ ελληνικών ιδρυμάτων όσο και ελληνικών με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού, με στόχο την ενίσχυση των συνεργειών, τη διεύρυνση των δικτύων διανομής και την εισαγωγή τεχνογνωσίας. Στην τρέχουσα περίοδο, πάντως, οι προσπάθειες των τραπεζικών ομίλων που πρωτοστάτησαν στις εξαγορές φαίνεται να εστιάζονται στην ουσιαστική συγχώνευση και λειτουργική ενοποίηση των επιμέρους τραπεζικών ιδρυμάτων. Η ενοποίηση είναι αναγκαία προκειμένου να υπάρξει, στο πλαίσιο ενιαίου σχεδιασμού για την ανάπτυξη των εργασιών, λειτουργική αποτελεσματικότητα και αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας που θα προκύψουν.

Οι ευνοϊκές συνθήκες που επικράτησαν στην κεφαλαιαγορά τα προηγούμενα χρόνια επέτρεψαν στις τράπεζες να αντλήσουν σημαντικά ποσά από το χρηματιστήριο. Αυτό οδήγησε σε ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης και βελτίωση της φερεγγυότητάς τους και παράλληλα βοήθησε στη χρηματοδότηση της επέκτασής τους είτε αυτόνομα είτε μέσω εξαγορών. Το 1999 ήταν ένα ιδιαίτερα σημαντικό έτος όσον αφορά την προσφυγή των τραπεζών στο χρηματιστήριο, καθώς το ποσό που αντλήθηκε έφθασε τα 1,286 τρισ. δρχ., ήταν δηλαδή περίπου τριπλάσιο από ό,τι το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων στα προηγούμενα τέσσερα έτη 1995 - 1998.

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν δώσει ιδιαίτερη σημασία στη διεύρυνση των δραστηριοτήτων τους και στη βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών. Οι δυνατότητες

που τους παρασχέθηκαν με την απελευθέρωση των αγορών και των διεθνών συναλλαγών και την εφαρμογή νέων τεχνολογιών, αλλά και η ενίσχυση του ανταγωνισμού λόγω των τεχνολογικών εξελίξεων, της αύξησης της αποδιαμεσολάβησης και της δημιουργίας της ενιαίας ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής αγοράς είναι οι κυριότεροι παράγοντες που ώθησαν τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα στην αναζήτηση νέων εργασιών και τον εκσυγχρονισμό αυτών που ήδη προσέφεραν. Η καταναλωτική και στεγαστική πίστη, οι εργασίες σε συνάλλαγμα και τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι ορισμένοι από τους τομείς στους οποίους σημειώθηκαν σημαντικές εξελίξεις. Παράλληλα, είτε απευθείας είτε μέσω εξειδικευμένων θυγατρικών, οι τράπεζες δραστηριοποιήθηκαν στην προσφορά επενδυτικών και χρηματιστηριακών υπηρεσιών, ασφαλιστικών προϊόντων και μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Σημειώνεται σχετικά ότι η συμμετοχή του υπολοίπου των δανείων προς τους καταναλωτές στο σύνολο της τραπεζικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και των ΔΕΚΟ σχεδόν διπλασιάστηκε στην περίοδο μεταξύ τέλους 1995 και τέλους 1999 (1995: 4,2%, 1999: 8%), ενώ η συμμετοχή των στεγαστικών δανείων αυξήθηκε στην ίδια περίοδο από 12,2% σε 17,6%. Κατά συνέπεια, η συνολική χρηματοδότηση των νοικοκυριών από το τραπεζικό σύστημα αντιπροσώπευε στο τέλος του 1999 το 25,6% του συνόλου των τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα και τις ΔΕΚΟ, έναντι 16,4% στο τέλος του 1995. Παρά τη σημαντική τους αύξηση, η συμμετοχή των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά στην Ελλάδα παραμένει σε επίπεδο αισθητά χαμηλότερο από το αντίστοιχο στις χώρες της ζώνης του ευρώ (Σεπτέμβριος 1999: 49,1%).

Σημαντική εξάλλου ανάπτυξη σημείωσαν τα τελευταία χρόνια τα αμοιβαία κεφάλαια, το ενεργητικό των οποίων έφθασε το 31,3% του ΑΕΠ στο τέλος του 1999 από 9% στο τέλος του 1995. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά το αυξανόμενο ενδιαφέρον του κοινού για εναλλακτικές, σε σχέση με τις τραπεζικές καταθέσεις, τοποθετήσεις των αποταμιεύσεών του, που προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις. Η ανάληψη της διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων από τις ίδιες τις τράπεζες ήταν ένα από τους

τρόπους αντίδρασής τους στο φαινόμενο της αποδιαμεσολάβησης. Για το λόγο αυτό, τόσο στην Ελλάδα όσο και σε όλες σχεδόν τις άλλες χώρες της Ε.Ε. το ποσοστό των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται οι τράπεζες υπερβαίνει το 80% του συνόλου.

Οι ελληνικές τράπεζες επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους και σε διάφορους άλλους τομείς. Δημιουργούν εταιρίες εκμετάλλευσης ακινήτων, με σκοπό να αξιοποιήσουν την ακίνητη περιουσία τους, αλλά και να επωφεληθούν από τις ευκαιρίες που προσφέρει η ελληνική κτηματαγορά, στο πλαίσιο των προοπτικών που διανοίγονται από τα έργα υποδομής και την ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 από τη χώρα μας. Προωθούν επίσης συνεργασίες με εταιρίες πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών, με στόχο την ανάπτυξη καινοτόμων προϊόντων και τη διασφάλιση νέων δικτύων διανομής. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η πρωτοβουλία που ανέλαβαν πρόσφατα δύο μεγάλες ελληνικές τράπεζες και ο ΟΤΕ για τη δημιουργία εταιρίας που θα πιστοποιεί την ηλεκτρονική υπογραφή και συνεπώς θα διευκολύνει το ηλεκτρονικό εμπόριο. Στην ίδια κατεύθυνση κινείται και η ίδρυση εταιρίας που θα εκδίδει και θα διαχειρίζεται "έξυπνες κάρτες" (smart cards), οι οποίες θα χρησιμοποιούνται για συναλλαγές σχετικά μικρής αξίας (μέχρι 30 ευρώ). Η χρήση των καρτών αυτών στις χώρες της Ε.Ε. δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη και γενικά η ανάπτυξη αυτού του μέσου πληρωμών είναι κάπως αργή.

Χαρακτηριστική επίσης είναι η διείσδυση των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων στον ασφαλιστικό χώρο, καθώς σχεδόν όλες οι τράπεζες έχουν θυγατρικές ή συνεργάζονται με ασφαλιστικές εταιρίες. Η σύγχρονη ασφαλιστική στοχεύει στην προσφορά προϊόντων με επενδυτικά χαρακτηριστικά, που συνδυάζουν καλύτερη κάλυψη και απόδοση απ' ό,τι τα κλασικά ασφαλιστικά προϊόντα. Από διεθνείς συγκρίσεις προκύπτει ότι η ανάπτυξη της ελληνικής ασφαλιστικής αγοράς δεν είναι ανάλογη προς το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης της χώρας. Το 1997, η παραγωγή ασφαλιστρών στην Ελλάδα αντιπροσώπευε μόλις το 1,8% του ΑΕΠ, έναντι 7,6% για τις χώρες της Ε.Ε. Με δεδομένο ότι σε χώρες με παραπλήσια οικονομική ανάπτυξη, όπως η Ισπανία και η Πορτογαλία, η παραγωγή

ασφαλίσεων υπερβαίνει το 5% του ΑΕΠ (για το 1996: 5,2% και 5,6% αντίστοιχα), οι δυνατότητες επέκτασης της αγοράς ασφαλιστικών προϊόντων στην Ελλάδα (1,9% του ΑΕΠ το 1998) είναι σημαντικές.

Το μέγεθος της ελληνικής αγοράς προσδιορίζει σε σημαντικό βαθμό και τις δυνατότητες των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων στο πλαίσιο της ΟΝΕ. Τα μεγαλύτερα από αυτά επιχειρούν να αξιοποιήσουν τα συγκριτικά πλεονεκτήματα που διαθέτει η Ελλάδα στο βαλκανικό χώρο και γενικότερα στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Μεσογείου (γνώση τοπικών συνθηκών, παραδοσιακές οικονομικές σχέσεις, ελληνικά επιχειρηματικά συμφέροντα) και να αναδειχθούν σε περιφερειακές τράπεζες που θα κυριαρχούν στις εργασίες λιανικής και θα εξασφαλίζουν συμμετοχή στις εργασίες χονδρικής είτε αυτόνομα, στηριζόμενες και στην παρουσία τους στα μεγάλα χρηματοπιστωτικά κέντρα, είτε μέσω συνεργασιών. Οι κυριότερες μορφές επέκτασης στις χώρες αυτές πραγματοποιούνται μέσω εξαγοράς τοπικών πιστωτικών ιδρυμάτων, ίδρυσης υποκαταστημάτων και συμμετοχής σε κοινοπρακτικά σχήματα που αφορούν τράπεζες ή/και εταιρίες του χρηματοπιστωτικού τομέα (π.χ. εταιρίες venture capital).

Τα μικρότερα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα επιχειρούν να επωφεληθούν από την ευελιξία που διαθέτουν και να επικεντρώσουν τις προσπάθειές τους σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς, εκμεταλλευόμενα την εξειδίκευσή τους και προσφέροντας ταχύτερη και σε προσωπική βάση εξυπηρέτηση στους πελάτες τους. Στο πλαίσιο αυτό, ορισμένες τράπεζες, παλαιότερες αλλά και νεοϊδρυθείσες, στρέφονται σε επιλεγμένους τομείς, π.χ. λιανικές και επενδυτικές υπηρεσίες, που θεωρείται ότι παρουσιάζουν μεγαλύτερες δυνατότητες ανάπτυξης.

Οι επιδόσεις που σημείωσαν οι ελληνικές τράπεζες τα τελευταία χρόνια ήταν ικανοποιητικές. Το 1999 μάλιστα υπήρξε έτος ιδιαίτερα υψηλής κερδοφορίας, δεδομένου, ότι σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, τα κέρδη προ φόρων κατά το έτος αυτό ήταν αυξημένα κατά 100% σε σύγκριση με το 1998. Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι ένα μέρος των κερδών αφορά τις υψηλές χρηματιστηριακές υπεραξίες

που καταγράφηκαν το 1999 και επομένως έχει συγκυριακό χαρακτήρα. Εξάλλου, με τη συμμετοχή της χώρας μας στη ζώνη του ευρώ θα υπάρξει όχι μόνο αύξηση του ανταγωνισμού για τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα, αλλά και απώλεια εσόδων, λόγω περιορισμού ορισμένων εργασιών, κυρίως αυτών που σχετίζονται με το συνάλλαγμα. Για να παραμείνουν ανταγωνιστικές και κερδοφόρες οι ελληνικές τράπεζες, πέρα από την προσπάθεια διεύρυνσης των εργασιών τους και βελτίωσης της ποιότητας των υπηρεσιών τους, οφείλουν να περιορίσουν τις λειτουργικές τους δαπάνες, οι οποίες, ως ποσοστό των απασχολούμενων κεφαλαίων, είναι αισθητά υψηλότερες από τις αντίστοιχες άλλων χωρών της Ε.Ε. Είναι θετικό πάντως ότι κατά τα τελευταία έτη οι λειτουργικές δαπάνες των ελληνικών εμπορικών τραπεζών ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού σε μέσα ετήσια επίπεδα παρουσιάζουν συνεχή μείωση (1996: 2,87%, 1997: 2,82%, 1998: 2,57% σε αντίθεση με την αυξητική τάση που χαρακτήριζε το μέγεθος αυτό στην περίοδο 1993-1996.

Όσον αφορά το δίκτυο καταστημάτων, από την ανάλυση των σχετικών στοιχείων προκύπτει ότι, με κριτήριο τους κατοίκους ανά υποκατάστημα, ο αριθμός των τραπεζικών καταστημάτων στην Ελλάδα είναι από τους μικρότερους στην Ευρώπη. Ωστόσο, το ύψος του ΑΕΠ ανά υποκατάστημα, που συνήθως εκλαμβάνεται και ως καλύτερος δείκτης της ζήτησης τραπεζικών εργασιών, φανερώνει ότι ο αριθμός των υποκαταστημάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα βρίσκεται κοντά στον κοινοτικό μέσο όρο.

Εξάλλου, όσον αφορά το μέγεθος των υποκαταστημάτων, παρατηρείται ότι οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες έχουν σημαντικά χαμηλότερο σύνολο ενεργητικού, καταθέσεις και δάνεια ανά υποκατάστημα από ό,τι οι εμπορικές τράπεζες άλλων ευρωπαϊκών χωρών. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το 1997 το σύνολο του ενεργητικού ανά υποκατάστημα ήταν 63,1 δισεκ. δρχ. στη Γερμανία, 54,8 δισεκ. δρχ. στη Γαλλία και 45,8 δισεκ. δρχ. στο Ην. Βασίλειο, έναντι 15,5 δισεκ. δρχ. στην Πορτογαλία, 13,3 δισεκ. δρχ. στην Ελλάδα και 8,8 δισεκ. δρχ. στην Ισπανία. Όπως όμως προαναφέρθηκε, οι αλλαγές που συντελούνται

στις τραπεζικές υπηρεσίες και οι εξελίξεις στον τρόπο παροχής τους μεταβάλλουν τόσο τη μορφή όσο και το μέγεθος των τραπεζικών καταστημάτων και, κατ' ακολουθίαν, επηρεάζουν και τον αριθμό των υπηρεσιακών μονάδων που θεωρούνται απαραίτητες για την αποτελεσματική προώθηση των σύγχρονων τραπεζικών προϊόντων.

Συνεπώς, προκειμένου οι ελληνικές τράπεζες να εκμεταλλευθούν το συγκριτικό πλεονέκτημα που διαθέτουν έναντι των ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων στις εργασίες λιανικής τραπεζικής, θα πρέπει να διατηρήσουν ένα σχετικά ευρύ δίκτυο καταστημάτων. Ταυτόχρονα όμως θα πρέπει να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα του δικτύου τους, λαμβάνοντας υπόψη και τις δυνατότητες που παρέχουν οι τεχνολογικές εξελίξεις στην προσφορά και διανομή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μέσω των καταστημάτων των τραπεζών ή/και εναλλακτικών δικτύων.

Ο Υποδιοικητής της Τ.Ε. Νικόλαος Γκαργκάνας ασχολείται εκτενέστατα με τη θέση και τις προοπτικές του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στο νέο περιβάλλον. Παραθέτουμε στη συνέχεια περίληψη των απόψεών του όπως αναλύονται από ομιλίες του σε Ημερίδες και από άρθρα του στον ημερήσιο και περιοδικό τύπο:

1. Υπάρχουν περιθώρια για σημαντικές βελτιώσεις της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών τραπεζών. Υπό την πίεση του ανταγωνισμού οι τράπεζες θα πρέπει να περιορίσουν τα λειτουργικά τους έξοδα. Τα έξοδα αυτά σαν ποσοστό των εσόδων τους δεν αποκλίνουν πολύ από το αντίστοιχο ποσοστό στις άλλες χώρες της Ε.Ε. Υπάρχει όμως σημαντική διαφοροποίηση ως προς τη διάρθρωση των δαπανών αυτών. Στην Ελλάδα οι δαπάνες προσωπικού καταλαμβάνουν ένα υψηλότερο ποσοστό απ' ό,τι στις περισσότερες χώρες. Τίθεται, κατά συνέπεια, θέμα εισαγωγής θεσμικών μεταρρυθμίσεων όπως για παράδειγμα η εφαρμογή του θεσμού της μερικής απασχόλησης.

2. Η έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ, ανεξάρτητα από τη συμμετοχή της Ελλάδος με το πρώτο κύμα, συνεπάγεται σημαντικές αλλαγές στο χρηματοπιστωτικό πεδίο.

Ορισμένα προϊόντα και υπηρεσίες, που αποτελούν σήμερα ένα αξιόλογο ποσοστό της δραστηριότητας των τραπεζών και πηγή σημαντικών εσόδων, θα πάψουν να υφίστανται. Πρόκειται για την αγοραπωλησία νομισμάτων χωρών που μετέχουν στην ΟΝΕ και των παραγώγων προϊόντων που βασίζονται σε αυτά όπως είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια και τα δικαιώματα αγοραπωλησίας (options) συναλλάγματος. Ειδικότερα όμως για την Ελλάδα οι συνέπειες δεν θα είναι τόσο σημαντικές γιατί ο όγκος των αγοραπωλησιών μεταξύ δραχμής και των 11 νομισμάτων των άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ είναι μικρός. Όπως, στο βαθμό που η ενιαία νομισματική πολιτική και το Σύμφωνο Σταθερότητας οδηγούν σε έλεγχο του δημοσίου χρέους, τα εθνικά χρεόγραφα θα τείνουν να γίνουν στενά υποκατάστατα και επόμενα θα περιορισθούν τα παράγωγα που βασίζονται σε αυτά. Από την άλλη πλευρά, η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος θα οδηγήσει σε διόγκωση των υπολοίπων τραπεζικών εργασιών με αποτέλεσμα την αύξηση των κερδών των τραπεζών.

3. Η αγορά χονδρικών τραπεζικών εργασιών (wholesale banking activities) έχει ήδη προσλάβει παγκόσμιες διαστάσεις με αποτέλεσμα οι τράπεζες που εξειδικεύονται στην προσφορά αυτών να χάνουν τον εθνικό τους χαρακτήρα και να γίνονται διεθνείς. Για να επωφεληθούν οι ελληνικές τράπεζες πρέπει να γνωρίσουν καλύτερα το νομικό καθεστώς, το φορολογικό σύστημα, τις τοπικές συνθήκες και τις ανάγκες των αγορών των άλλων χωρών. Οσον αφορά τις τραπεζικές εργασίες λιανικής (retail banking) οι επιπτώσεις της υιοθέτησης του ενιαίου νομίσματος θα είναι μάλλον περιορισμένες γιατί οι εγχώριες τράπεζες θα εξακολουθήσουν να πλεονεκτούν αφού διαθέτουν πιο εκτεταμένο, σε σύγκριση με τις ξένες, δίκτυο υποκαταστημάτων, ευκολότερη πρόσβαση στους πελάτες και καλύτερη γνώση των τοπικών συνθηκών. Πρέπει ωστόσο να επισημανθεί ότι με την ενσωμάτωση στην ΟΝΕ και την ένταση του ανταγωνισμού, οι τράπεζες που είναι εγκατεστημένες σε άλλες χώρες της ΟΝΕ θα έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν υπηρεσίες στην εγχώρια αγορά με την προώθηση σχετικά απλών τυποποιημένων τραπεζικών προϊόντων μέσω των τοπικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ή με πρόσβαση εξ αποστάσεως χωρίς φυσική παρουσία.



4. Από τη σύγκριση των ελληνικών εμπορικών τραπεζών με τις αντίστοιχες τράπεζες των χωρών της Ε.Ε. προκύπτει ότι οι ελληνικές έχουν κατά μέσο όρο χαμηλότερες καταθέσεις, χορηγήσεις και απασχολούμενα κεφάλαια τόσο ανά τράπεζα όσο και ανά υποκατάστημα. Δεν υπάρχει, επόμενα, αμφιβολία ότι το μέσο μέγεθος της ελληνικής τράπεζας είναι μικρότερο του αντίστοιχου ευρωπαϊκού. Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης και του ενιαίου ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού χώρου το μέγεθος της τράπεζας, το οποίο εξασφαλίζει οικονομίες κλίμακας, έχει αντίστοιχα μεταβληθεί. Πράγματι, η επιτυχής παρουσία μιας τράπεζας, για παράδειγμα στο χώρο της χρηματοδότησης μεγάλων επιχειρήσεων, προϋποθέτει την ύπαρξη ικανού μεγέθους, τόσο για να ικανοποιεί τη ζήτηση όσο και για να επιτύχει την αναγκαία διασπορά κινδύνων και για να εκμεταλλευθεί τις οικονομίες κλίμακας. Στις τραπεζικές, όμως, εργασίες λιανικής οι οικονομίες κλίμακας δεν φαίνεται ότι είναι ιδιαίτερα εκτεταμένες. Αυτό επιβεβαιώνεται από την αποτελεσματικότητα και την επαρκή ανταγωνιστικότητα ορισμένων μικρών και μεσαίων τραπεζών τόσο στην εγχώρια αγορά όσο και στο εξωτερικό. Κατά συνέπεια, το μέγεθος της τράπεζας δεν αποτελεί κριτήριο επιτυχούς παρουσίασης της σε όλα τα τμήματα της αγοράς και οι ελληνικές τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να αντιμετωπίσουν την πρόκληση της εισαγωγής του ενιαίου νομίσματος εάν προετοιμασθούν κατάλληλα.

5. Το σχετικά υψηλό κόστος διατήρησης δικτύου και η προώθηση συστημάτων υψηλής τεχνολογίας τείνουν να περιορίσουν τη σημασία των τραπεζικών υποκαταστημάτων. Πρόσφατη έρευνα στις ΗΠΑ έδειξε ότι το 50% των συναλλαγών διεκπεραιώνεται εκτός των υποκαταστημάτων με σημαντική εξοικονόμηση κόστους. Οι ελληνικές όμως τράπεζες μέσω των υποκαταστημάτων τους έχουν άμεση πρόσβαση σε χαμηλού κόστους κεφάλαια, ενώ η παρουσία τους στις τοπικές αγορές έχει συμβάλει στη δημιουργία ισχυρών σχέσεων εμπιστοσύνης με την πελατεία τους, πράγμα το οποίο αποτελεί ένα ισχυρό συγκριτικό πλεονέκτημα.

6. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές προς το παρόν περιορίζονται κύρια σε εθνικό επίπεδο. Σε διεθνές επίπεδο συνάπτονται συνήθως στρατηγικές συμμαχίες και συνεργασίες με τοπικές τράπεζες. Συγχωνεύσεις και εξαγορές γίνονται και στην Ελλάδα. Σε κάποιο βαθμό, η υστέρηση που παρατηρήθηκε την περίοδο 1990-1995 της τάσης συγκέντρωσης στην Ελλάδα οφείλεται στο ότι η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος πραγματοποιήθηκε αργότερα σε σχέση με τις άλλες χώρες της Ε.Ε.

7. Οι ελληνικές τράπεζες πρέπει να κάνουν πιο αποφασιστικά βήματα προόδου για την εισαγωγή νέων μέσων και μεθόδων που θα ενισχύσουν την αποτελεσματικότητά τους. Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός, που θα ενταθεί και από την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, θα οδηγήσει σε πιέσεις για μείωση των περιθωρίων κέρδους. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι τράπεζες θα πρέπει να περιορίσουν τα λειτουργικά τους έξοδα και να αυξήσουν τα λοιπά εκτός τόκων έσοδά τους με προσφορά νέων προϊόντων και υπηρεσιών. Το παραδοσιακό υπόδειγμα τραπεζικής διαμεσολάβησης, που βασίζεται στο συνδυασμό των τεσσάρων βασικών δραστηριοτήτων (άντληση κεφαλαίων, τοποθετήσεις των καταθέσεων σε δάνεια, κλπ, διαχείριση πιστωτικών κινδύνων και μεσολάβηση στις εισπράξεις και πληρωμές) τείνει να περιορισθεί ή να εκλείψει. Υποκαθίσταται από τη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων, των κεφαλαίων ασφαλιστικών ταμείων, προγραμμάτων συνταξιοδότησης. Γενικά δίνεται έμφαση σε τοποθετήσεις στην κεφαλαιαγορά. Σαν αποτέλεσμα ένα διαρκώς αυξανόμενο μέρος των εσόδων των τραπεζών προέρχεται από συναλλαγές επί χρηματοοικονομικών μέσων και προϊόντων στις αγορές και μικρό μόνο μέρος από παραδοσιακή δανειοδότηση.

8. Αναλυτικότερα, οι ελληνικές τράπεζες αντλούν το 50% περίπου των εσόδων τους από το περιθώριο μεταξύ επιτοκίων χορηγήσεων και καταθέσεων αν και τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αποτελούν ένα σχετικά μικρό ποσοστό του ενεργητικού τους (Ελλάδα 31,5%, Ιταλία 40,2%, Ηνωμένο Βασίλειο 55,3%, Κάτω Χώρες 64%). Το υψηλότερο ποσοστό των εσόδων από

τόκους προέρχεται από τα καταναλωτικά δάνεια και από την αγορά αγαθών και υπηρεσιών με δόσεις μέσω πιστωτικών καρτών. Στις δύο αυτές περιπτώσεις η διαφορά των επιτοκίων χορηγήσεων και καταθέσεων είναι αδικαιολόγητα μεγάλη. Τα έσοδα από προμήθειες αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς την περίοδο της απελευθέρωσης του ελληνικού πιστωτικού συστήματος, αλλά κατά τα τελευταία χρόνια χαρακτηρίζονται από σχετική σταθερότητα και αποτελούν περίπου το 25% των συνολικών εσόδων. Η χορήγηση δανείων θα παραμείνει μία από τις κύριες εργασίες των τραπεζών. Όσο όμως ο ανταγωνισμός θα συμπιέζει τα περιθώρια κέρδους, οι τράπεζες είναι αναγκασμένες να εισδύσουν σε ορισμένους άλλους τομείς εργασιών όπως την παροχή χρηματοοικονομικών συμβουλών, τη χρηματοδότηση μεγάλων επιχειρήσεων, τις υπηρεσίες πληρωμών και underwriting. Ειδικότερα, όσον αφορά την προώθηση και εγγύηση της έκδοσης εταιρικών ομολόγων, που είναι ανύπαρκτη στην Ελλάδα αλλά πρόκειται να αναπτυχθεί στο μέλλον, οι τράπεζες δεν θα πρέπει να την αντιμετωπίσουν σαν ανταγωνιστική εργασία που περιορίζει τα έσοδα από τις χορηγήσεις. Πρέπει να παρέμβουν στη διαδικασία της τιτλοποίησης με την παροχή συμβουλών και την αναδοχή της έκδοσης ή να υποστηρίξουν τη νέα αυτή εργασία μέσω έκδοσης εταιρικών ομολόγων των θυγατρικών τους εταιριών. Οι τράπεζες, τέλος, δεν θα πρέπει να παραλείψουν τη βελτίωση της ποιότητας των υπηρεσιών τους, τη διασφάλιση της λειτουργίας αποτελεσματικών συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και επαρκών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου.

9. Το φαινόμενο της χρηματοοικονομικής αποδιαμεσολάβησης (financial disintermediation) που έχει πλήξει την τελευταία εικοσαετία τα τραπεζικά συστήματα της Ευρώπης και των ΗΠΑ έχει αρχίσει να εμφανίζεται και στην Ελλάδα. Η άντληση φθηνών κεφαλαίων μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου στο Χρηματιστήριο Αξιών και η αναμενόμενη έκδοση εμπορικών χρεογράφων και πιστοποιητικών καταθέσεων πλήττει και το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Οι τάσεις αυτές θα ενισχυθούν και από την προαναφερθείσα τιτλοποίηση ενώ η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος αυξάνει το βάθος των χρηματοπιστωτικών αγορών και προωθεί την ενοποίησή

τους στη ζώνη του ευρώ. Με πιο δειλά βήματα προχωρεί η ενοποίηση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Επιβεβαιώνεται έτσι για μια ακόμα φορά η αναγκαιότητα διεύθυνσης των τραπεζών σε νέες εργασίες όπως οι τραπεζοασφάλειες, η διαχείριση χαρτοφυλακίου των εταιριών, η διαχείριση ακινήτων και η επέκταση σε άλλους τομείς μέσω των θυγατρικών τους χρηματοοικονομικών εταιριών. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι τομείς της επενδυτικής τραπεζικής, της άμεσης τραπεζικής (direct banking) και η προώθηση προϊόντων λιανικής τραπεζικής (retail banking) μέσω των νέων τεχνολογικών εφαρμογών.

10. Οι νέες τεχνολογίες και τα νέα εξειδικευμένα προϊόντα απαιτούν την επιμόρφωση του προσωπικού και την πρόσληψη στελεχών υψηλής κατάρτισης. Όμως, η ύπαρξη σχετικά υπεράριθμων υπαλλήλων στις ελληνικές τράπεζες αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα στην προσπάθεια αυτή. Απαιτείται η περικοπή μη αναγκαίων δαπανών και η κατεύθυνση των πόρων που θα απελευθερωθούν στη βελτίωση των δυνατοτήτων του προσωπικού στα πλαίσια πάντα του πελατοκεντρικού μοντέλου ανάπτυξης.

## Τζων Μεινάρντ Κεϊνς

Αγγλος, οικονομολογος αναθρεμμένος στο βικτωριανο κατεστημένο και πολυ πλουσιος, αλλα λίγο «ελεύθερων ηθών»<sup>13</sup> και σχετικα φιλογερμανός<sup>14</sup>. Εργαζόταν στον τομεα των χρηματοοικονομικων και μεχρι το τελος της ζωης του κέρδισε πολλά χρήματα απο αυτη τη δραστηριότητα



Η συμβολη του Κεϊνς στα οικονομικα ειναι ο ισχυρισμος οτι υπαρχουν περιπτωσεις οπου η ελευθερη αγορα θα ερθει σε μια κριση απο την οποια δεν μπορεί να ξεφυγει μονη της. Δου-λευνοντας περισσοτερο με την διαισθηση παρα με την τυπικη, μαθηματικη λογικη η οποια ειναι σημερα βαση των οικονομικων, ο Κεϊνς εδειξε οτι υπο προϋποθεσεις η οικονομια μπορεί να ερθει σε ενα σημειο ισορροπιας που ειναι ανεπιθυμητο, με υψηλη ανεργια και χαμηλο εισοδημα. Αυτο συμβαινει οταν εχουμε για καποιον λογο (ψυχολογικο ισως) μια ελλειψη ζητησης, οταν οι πολιτες αποταμιευουν υπερβολικα και καταναλωνουν λιγο. Κανονικα θα μπορουσε η κεντρικη τραπεζα να αυξομειώσει το επιτοκιο, μεχρι οι ανθρωποι να αρχισουν να αποταμιεύουν λιγοτερο. Ο Κεϊνς ομως ειπε οτι αυτο σε εξαιρετικες περιπτωσεις δεν θα δουλεψει. Οταν τα επιτοκια ειναι ηδη αρκετα χαμηλα, η Κεντρικη τραπεζα δεν μπορεί να τα μειωσει αρκετα ωστε να πεσει η αποταμιευση και να ανεβει η καταναλωση. Ετσι εχουμε ενα ελλειμα ζητησης, οι εταιρειες δεν βρισκουν καταναλωτες και απολυνουν κοσμο με αποτελεσμα να μειωνεται κι αλλο η ζητηση. Αυτη ειναι περιπου η ιστορια του Μεγαλου Κραχ του 1929, με

---

<sup>13</sup> Ηταν παντρεμενος με μια Ρωσιδα χορευτρια αλλα λενε οτι ειχε και σχεσεις με αλλους, αντρες και γυναικες, πλατωνικες και μη.

<sup>14</sup> Το λιγοτερο γνωστο εργο του The Economic Consequences of the Peace ισχυριζοταν οτι οι συνθηκες που επεβαλλαν οι συμμαχοι στην Γερμανια ηταν υπερβολικα επαχθεις και μη παραγωγικοι. Προεβλεπε οτι η πληγωμενη Γερμανια θα ζητουσε το αιμα της πια, πραγμα που οδηγησε τελικα στον Β ΠΠ! Ο πραγματιστικος στοχασμος του Κεϊνς οδηγησε τελικα εν μερει και στην ορθοτερη συμπεριφορα των Αμερικανων που αντι να τιμωρουν αναιτια τους ηττημενους του Β ΠΠ, σχεδιασαν το περιφημο Σχεδιο Μαρσαλ.

μονη διαφορα οτι η Κεντρικη Τραπεζα των ΗΠΑ εκανε μνημειωδη λαθη, χειροτερευοντας την κριση αντι να βοηθησει την οικονομια με εγκαιρη χαλαρωση της νομισματικης πολιτικης (χαμηλα επιτοκια). Απο καποια στιγμη και περα τα λαθη της Κεντρικης Τραπεζας δεν μπορουσαν να διορθωθουν χωρις την επεμβαση του κρατους με λεγομενες κεινσιανες πολιτικες. Ο Κεϊνς προτεινε, σε αυτες τις εξαιρετικες περιπτωσεις, να κανει το κρατος πλουσια δημοσια εργα και να παρουσιαζει υψηλα ελλειμματα. Σε μια πολυ διαδεδομενη εκφραση, ειπε οτι ακομα και αν πληρωνουμε τους εργατες να κανουν τρυπες στο εδαφος και να τις ξανακλεινουν, αυτο θα εκανε καλο στην οικονομια! Περιέργως, πολλοί αποφεύγουν να παραθεσουν τη συνεχεια της προτασης που λει οτι δεν χρειαζεται να καταφεύγουμε σε τετοιες σπατάλες, αν καταλαβουμε πως λειτουργει η πλευρα της ζήτησης στην οικονομια. Προφανως θα ηταν πολυ βολικη μια πληρης αντιστροφη των ηθικων κανωνων που θα ελεγε οτι η προσοχη ειναι ηλιθιοτητα και η σπαταλη ειναι αναπτυξιακο εργαλειο! Δεν υπαρχει ομως δωρεαν γευμα στα οικονομικα, ο Κεϊνς το ηξερε καλα αυτο και ευτυχως ελαχιστες χωρες προσπαθησαν να εχουν την σπαταλη σαν επισημη εθνικη πολιτικη (με την εξαιρεση της Ελλαδας του 81-89).

Οι ιδεες του Κεϊνς ηταν πρωτοποριακες και οι κλασικοι οικονομολογοι που πιστευαν οτι δεν υπαρχουν ανεπιθυμητες κρισεις στην ελευθερη αγορα, δυσκολευτηκαν να τις δεχτουν. Ο Κεϊνς ομως ηταν τυχερος. Οπως ειπε ο Τζ. Κενεθ Γκωλμπρεθ οι καλες ιδεες δεν φτανουν, πρεπει να εχουν και ευνοϊκες περιστασεις. Η ευνοϊκη περισταση ηταν το Νιου Ντηλ του Ρουζβελτ, το τεραστιο προγραμμα δημοσιων εργαων που αρχισε να βγαζει την Αμερικη απο την κριση και οι τεραστιες στρατιωτικες δαπανες για τον Β ΠΠ. Αυτα τα δυο γεγονοτά εδειξαν οτι οντως οι δημοσιες δαπανες μπορουν να στηριξουν την οικονομια, βραχυπροθεσμα. Χαρη στην συγκυρια ο Κεϊνς εγινε αγαπημενος των ταγων της πολιτειας με αποκορυφωμα την ατακα του Ριτσαρντ Νιξον το 1971: "We are all Keynesians now." Δυστυχως ομως τις ιδεες του Κεϊνς τις παρερμηνευσε πληρωως η ευρωπαϊκη αριστερα σαν ενα επιχειρημα υπερ του κοινωνικου κρατους. Ο Κεϊνς ομως δεν μιλησε ποτε για κοινωνικο κρατος! Πολλες χωρες νομισαν οτι βρηκαν την χρυση συνταγη και αρχισαν να εχουν υπερογκες δημοσιες δαπανες με μεγαλα ελλειμματα συνεχως. Αυτο οδηγησε απευθειας στην εκρηξη του πληθωρισμου και στην οικονομικη στασιμότητα. Υπηρξε μια εποχη (70-80) που ο Κεϊνς θεωρηθηκε υπευθυνος για ολα αυτα απο τους ακαδημαϊκους και οι θεωριες του

παρηκμασαν. Σημερα ομως σχεδον καθε οικονομολογος δεχεται την τεραστια συμβολη του Κεϊνς στην κατανοηση των κρισεων.

Συνοψιζοντας, ο Κεϊνς ηρθε οντως αντιμετωπος με τις ιδεες των κλασικων οικονομολογων περι της αλανθαστης ελευθερης αγορας. Ομως ηρθε να βελτιωσει τον καπιταλισμο, προσφεροντας μας εξηγηση για τις κρισεις και τι να κανουμε οταν αυτες συμβαινουν. Εδω ειναι και μαλλον η εξηγηση που οι πραγματικες ιδεες του Κεϊνς δεν εγιναν ποτε ιδιαιτερα δημοφιλεις στο ευρυ κοινο.

**ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 1745/ΕΚΤ/2003/9 ΤΗΣ 12<sup>ης</sup> ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2003 ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΩΝ ΕΛΑΧΙΣΤΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ**

Ο ανωτέρω κανονισμός κωδικοποίησε, τροποποίησε και συμπλήρωσε τις υφιστάμενες διατάξεις για τα ελάχιστα αποθεματικά και ισχύει από 24 Ιανουαρίου 2004 εκτός από τις διαδικασίες για την κοινοποίηση των επί μέρους ελάχιστων αποθεματικών των Π.Ι που καθορίζονται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) και την ανακοίνωση από την ΕθνΚΤ του ύψους των ελάχιστων αποθεματικών σε περίπτωση παράλειψης κάποιου Π.Ι να υποβάλει τις σχετικές στατιστικές πληροφορίες που ισχύουν από 10 Μαρτίου 2004.

**A)** Στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών υπόκεινται τα ακόλουθα ιδρύματα:

A1) πιστωτικά ιδρύματα

A2) υποκαταστήματα Π.Ι που είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ με εξαίρεση τα υποκαταστήματα των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Στην υποχρέωση περιλαμβάνονται τα υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που δεν έχουν την έδρα τους ούτε το κεντρικό τους κατάστημα στην επικράτεια κράτους μέλους που έχει υιοθετήσει το ευρώ. Δεν υπόκεινται στην υποχρέωση υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων εγκατεστημένων στη ζώνη του ευρώ, που ευρίσκονται εκτός της ζώνης

A3) ένα Π.Ι απαλλάσσεται της υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, χωρίς καν να υποβάλει σχετικό αίτημα, από την έναρξη της περιόδου τήρησης εντός της οποίας λαμβάνει χώρα ανάκληση της άδειας λειτουργίας του ή παραιτήση από αυτή ή εντός της οποίας δικαστική ή άλλη αρμόδια αρχή συμμετέχοντος κράτους μέλους αποφασίσει να κινήσει τη διαδικασία εκκαθάρισης του ιδρύματος.

A4) η ΕΚΤ μπορεί να απαλλάξει από την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών Π.Ι τα οποία υπόκεινται σε μέτρα αναδιοργάνωσης και Π.Ι για τα οποία ο σκοπός της υποχρέωσης δεν θα επιτυγχάνετο με την επιβολή σε αυτά της υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Η ΕΚΤ λαμβάνει υπόψη ένα ή περισσότερα από τα ακόλουθα κριτήρια: 1) το Π.Ι επιδιώκει ειδικούς σκοπούς 2) το Π.Ι δεν ασκεί ενεργό τραπεζική δράση ανταγωνιζόμενο άλλα Π.Ι 3) το Π.Ι προορίζει όλες τις καταθέσεις του για σκοπούς που συνδέονται με την ενίσχυση της περιφερειακής ή/και διεθνούς ανάπτυξης.

**B)** Η βάση των αποθεματικών ενός Π.Ι περιλαμβάνει:

B1) καταθέσεις

B2) εκδοθέντα χρεόγραφα

Εάν κάποιο Π.Ι έχει υποχρεώσεις έναντι υποκαταστήματος του ίδιου φορέα ή έναντι του κεντρικού καταστήματος ή της έδρας του ίδιου φορέα που ευρίσκονται εκτός της επικράτειας των συμμετεχόντων κρατών μελών, το εν λόγω ίδρυμα περιλαμβάνει τις υποχρεώσεις αυτές στη βάση των αποθεματικών.

B3) Οι ακόλουθες υποχρεώσεις **εξαιρούνται** από τη βάση των αποθεματικών: 1) υποχρεώσεις έναντι οποιουδήποτε άλλου Π.Ι το οποίο δεν περιλαμβάνεται στον κατάλογο των Π.Ι που απαλλάσσονται από το σύστημα τήρησης ελάχιστων



αποθεματικών της ΕΚΤ 2) υποχρεώσεις έναντι της ΕΚΤ ή έναντι συμμετέχουσας ΕθνΚΤ. Για την εφαρμογή αυτής της διάταξης, το Π.Ι παρέχει στην οικεία ΕθνΚΤ στοιχεία ώστε να προκύπτει το πραγματικό ύψος των υποχρεώσεών του. Εάν δεν είναι δυνατόν να παρασχεθούν στοιχεία για τα εκδοθέντα χρεόγραφα με συμφωνημένη διάρκεια μέχρι δύο ετών, το Π.Ι δύναται να εφαρμόσει μια πάγια έκπτωση από τη βάση αποθεματικών επί του ανεξόφλητου υπολοίπου των εκδοθέντων χρεογράφων με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο έτη.

Β4) Το ίδρυμα υπολογίζει τη βάση των αποθεματικών όσον αφορά μια συγκεκριμένη περίοδο τήρησης με βάση στοιχεία για το μήνα που προηγείται κατά δύο μήνες του μήνα εντός του οποίου αρχίζει η περίοδος τήρησης.

Γ) Επί της βάσης των αποθεματικών εφαρμόζονται οι ακόλουθοι συντελεστές υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών:

Γ1) **Συντελεστής 0%:** α) καταθέσεις προθεσμίας διάρκειας άνω των δύο ετών β) καταθέσεις υπό προειδοποίηση άνω των δύο ετών γ) συμφωνίες επαναγοράς δ) εκδοθέντα χρεόγραφα με διάρκεια άνω των δύο ετών. Δηλαδή στις ανωτέρω περιπτώσεις δεν επιβάλλεται καμία δέσμευση.

Γ2) Σε κάθε άλλη υποχρέωση εφαρμόζεται **συντελεστής 2%**.

Δ) Το ύψος των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών αποτελεί τη βάση για τον υπολογισμό των τόκων επ' αυτών και για την αξιολόγηση της συμμόρφωσης ενός Π.Ι προς την υποχρέωσή του τήρησης του απαιτούμενου ποσού.

Ε) Σε κάθε Π.Ι παρέχεται **απαλλαγή ύψους 100.000 ευρώ**, η οποία εκπίπτει από το ποσό των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών.

Ζ) Οι διαδικασίες για την κοινοποίηση των επιμέρους υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών των Π.Ι καθορίζονται από την ΕθνΚΤ. Το Π.Ι ή η ΕθνΚΤ υπολογίζει τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά και τα κοινοποιεί στο άλλο μέρος το αργότερο 3 εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη της περιόδου τήρησης. Το μέρος προς το οποίο απευθύνεται η κοινοποίηση προβαίνει σε αναγνώριση αυτών το αργότερο την τελευταία εργάσιμη ημέρα πριν από την έναρξη της περιόδου τήρησης. Σε περίπτωση παράλειψης κάποιου Π.Ι να υποβάλει τις σχετικές στατιστικές πληροφορίες στην ΕθνΚΤ, η τελευταία ανακοινώνει αυτή το ύψος των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών του Π.Ι.

Η) Κάθε Π.Ι τηρεί τα ελάχιστα αποθεματικά σε ευρώ στην ΕθνΚΤ κράτους της ζώνης του ευρώ που έχει κατάστημα. Ως λογαριασμοί αποθεματικών μπορούν να χρησιμοποιούνται και οι λογαριασμοί διακανονισμού των Π.Ι στις ΕθνΚΤ.

Θ) Ένα Π.Ι θεωρείται ότι έχει συμμορφωθεί προς την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, εάν το μέσο υπόλοιπο του τέλους της ημέρας κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης δεν είναι χαμηλότερο του υπολογισθέντος υποχρεωτικού ποσού.

Ι) Η περίοδος τήρησης αρχίζει την ημέρα διακανονισμού της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης που ακολουθεί της συνεδρίασης του Δ.Σ της ΕΚΤ κατά την οποία έχει προγραμματισθεί να διεξαχθεί η μηνιαία αξιολόγηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.

Κ) Επί των τηρούμενων υποχρεωτικών αποθεματικών οι ΕθνΚΤ καταβάλλουν στα Π.Ι τόκο υπολογιζόμενο με το μέσο όρο, κατά την περίοδο τήρησης του επιτοκίου της ΕΚΤ σταθμισμένου με βάση τον αριθμό των ημερολογιακών ημερών, για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.

Λ) Ένα Π.Ι μπορεί να ζητήσει να του επιτραπεί να τηρεί τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά μέσω ενδιάμεσου φορέα, κατοίκου στο ίδιο κράτος μέλος. Ως ενδιάμεσος φορέας νοείται Π.Ι που υπόκειται στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Τα Π.Ι τα οποία επιτρέπεται να υποβάλουν στατιστικά στοιχεία ως όμιλος σε ενοποιημένη βάση, πρέπει να τηρούν ελάχιστα αποθεματικά μέσω ενός από τα ιδρύματα του ομίλου, το οποίο ενεργεί ως ενδιάμεσος φορέας αποκλειστικά γι' αυτά τα Π.Ι.

## ΟΡΟΙ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ

Βασικά επιτόκια της ΕΚΤ: Τα επιτόκια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) (βλ. λήμμα), τα οποία ορίζουν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Επί του παρόντος, τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ είναι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Γενική Συνέλευση: όπως ορίζεται στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 1995 (Ε5Α95) αποτελείται από την Κεντρική Κυβέρνηση, την περιφερειακή ή τοπική αυτοδιοίκηση και τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης.

Γενικό Συμβούλιο: ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ. Απαρτίζεται από τον πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους διοικητές των 25 εθνικών κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων: πάγια διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να πραγματοποιούν καταθέσεις μίας ημέρας σε μια Εθνική Κεντρική Τράπεζα, εκτοκιζόμενες με προκαθορισμένο επιτόκιο.

Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης πάγια διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να λαμβάνουν πίστωση διάρκειας μιας ημέρας από μια Εθνική Κεντρική Τράπεζα, με προκαθορισμένο επιτόκιο έναντι αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

Διοικητικό Συμβούλιο: ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ: Απαρτίζεται από όλα τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Εκτελεστική Επιτροπή: ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και άλλα τέσσερα μέλη τα οποία διορίζονται από τους Αρχηγούς Κρατών η Κυβερνήσεων των κρατών – μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΚΤ): δείκτης τιμών καταναλωτή που καταρτίζεται από την Eurostat και είναι εναρμονισμένος για όλες τις χώρες της Ε.Ε.

EONIA (euro overnight index average) δείκτης του επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά της ζώνης του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας, όπως διαμορφώνεται με βάση τις συναλλαγές.

Euribor (euro irt or bank offered rate) το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας (prime bank) είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας το

EURIBOR υπολογίζεται καθημερινά, για τις διατραπεζικές καταθέσεις με διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

Ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα (ΕΚΤ): η ΕΚΤ είναι το κέντρο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και του Ευρωσυστήματος και διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το κοινωνικό δίκαιο. Μεριμνά ώστε τα καθήκοντα που ανατίθενται στο Ευρωσύστημα και στο ΕΣΚΤ να εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών σύμφωνα με το καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την εκτελεστική επιτροπή και ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ): απαρτίζεται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 25 κρατών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δηλαδή περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του Ευρωσυστήματος και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών – μελών που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την εκτελεστική επιτροπή της ΕΚΤ και ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Ευρωσύστημα: αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών – μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Προς το παρόν, στο Ευρωσύστημα συμμετέχουν 12 εθνικές κεντρικές τράπεζες. Το ευρωσύστημα διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ.

Ζώνη του ευρώ: η περιοχή η οποία αποτελείται από τα κράτη – μέλη που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως κοινό νόμισμά τους σύμφωνα με τη Συνθήκη και στην οποία ασκείται ενιαία νομισματική πολιτική με ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ. Η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει

επί του παρόντος 12 χώρες: την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Ιταλία, το Λουξεμβούργο, την Ολλανδία, την Πορτογαλία, και τη Φιλανδία.

Καταθέσεις μιας ημέρας: καταθέσεις που λήγουν την επομένη εργάσιμη ημέρα. Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει καταθέσεις πλήρως μεταβιβάσιμες (μέσω επιταγής κλπ). Περιλαμβάνει επίσης μη μεταβιβάσιμες καταθέσεις που είναι μετατρέψιμες σε μετρητά ευθύς ως ζητηθεί ή έως το τέλος της επομένης εργάσιμης ημέρας.

Ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδας η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τις καταθέσεις όψεως, τις καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς και τις καταθέσεις απλού Ταμιευτηρίου.

Καταθέσεις προθεσμίας: καταθέσεις με καθορισμένη διάρκεια οι οποίες ανάλογα με την εθνική πρακτική είτε δεν είναι μετατρέψιμες σε μετρητά πριν από τη λήξη τους είτε μπορούν να μετατραπούν υπό τον όρο καταβολής ποινής, επίσης περιλαμβάνονται ορισμένα μη διαπραγματεύσιμα μέσα όπως μη διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (ιδιωτών). Οι καταθέσεις προθεσμίας, έως δύο ετών περιλαμβάνονται στο M2 (άρα και στο M31, ενώ αυτές με προθεσμία άνω των δύο ετών περιλαμβάνονται στις (μη νομισματικές) πιο μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Καταθέσεις υπό προειδοποίηση: η κατηγορία αυτή αποτελείται από καταθέσεις ταμιευτηρίου της οποίας ο καταθέτης μπορεί να αναλαμβάνει εφόσον ειδοποιήσει πριν από ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Σε μερικές περιπτώσεις υπάρχει δυνατότητα ανάληψης ενός ορισμένου ποσού συγκεκριμένης προθεσμίας ή και νωρίτερα υπό τον όρο καταβολής ποινής. Οι καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών ανήκουν στο M2 άρα και στο M3, ενώ αυτές με μακρότερο χρόνο προειδοποίησης ανήκουν στις μη νομισματικές πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Κανονικό Πλαίσιο Στήριξης (ΚΠΣ): καταρτίζεται από την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων σε συνεργασία με το κράτος – μέλος και εγκρίνεται από την Επιτροπή. Περιλαμβάνει τη στρατηγική ανάπτυξη της χώρας τις προτεραιότητες δράσης και της πηγές χρηματοδότησης (κοινοτική συμμετοχή, εθνική δημόσια δαπάνη, ιδιωτική συμμετοχή).

Νομισματικά μεγέθη: ως νομισματικό μέγεθος ορίζεται το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία συν τα ανεξόφλητα ποσά ορισμένων

υποχρεώσεων των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των κεντρικών κυβερνήσεων οι οποίες έχουν σε υψηλό βαθμό χαρακτήρα χρήματος (ή υψηλό βαθμό ρευστότητας με ευρεία έννοια). Το στενό νομισματικό μέγεθος M1, όπως το ορίζει το Ευρωσύστημα, περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία συν τις καταθέσεις μίας ημέρας, τις οποίες τηρούν σε ιδρύματα της ζώνης του ευρώ που εκδίδουν χρήμα, κάτοικοι της ζώνης του ευρώ εκτός των NCI, στους οποίους δεν περιλαμβάνεται. Ο τομέας της κεντρικής κυβέρνησης το νομισματικό μέγεθος M2, αποτελείται από το M1 συν καταθέσεις προθεσμίας έως δύο ετών και καταθέσεις από προειδοποίηση έως τριών μηνών. Το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3 περιλαμβάνει το M2 και επιπλέον συμφωνίες επαναγοράς (repos) μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τίτλους της αγοράς χρήματος, καθώς και χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών.

Πάγια διευκόλυνση: πιστωτική διευκόλυνση που παρέχει μια εθνική κεντρική τράπεζα στους αντισυμβαλλομένους και την οποία χρησιμοποιούν με δική τους πρωτοβουλία. Το Ευρωσύστημα προσφέρει δύο πάγιες διευκολύνσεις διάρκειας μιας ημέρας τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

Πράξης κύριας αναχρηματοδότησης: Πράξη ανοιχτής αγοράς που διενεργείται από το Ευρωσύστημα, κάθε εβδομάδα. Οι πράξεις διενεργούνται ως δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου με προαναγγελλόμενο ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς και έχουν διάρκεια 1 εβδομάδας.

Σταθμισμένες (ονομαστικές/πρακτικές) συναλλαγματικές ισοτιμίες: Οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποτελούν το σταθμικό μέσο όρο των διαφόρων τιμών ή του κόστους της ξένης χώρας σε σχέση με τις τιμές ή το κόστος στην εγχώρια αγορά. Για το λόγο αυτό, χρησιμεύουν για να μετρηθεί η ανταγωνιστικότητα μιας χώρας ως προς τις τιμές και το κόστος.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ΙΩΑΝΝΗΣ Α. ΜΟΥΡΜΟΥΡΑΣ «ΝΕΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΧΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ» (Νοέμβριος 2003) σελ. 79-113
2. ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Θ.ΠΑΤΡΙΝΟΣ «ΧΡΗΜΑ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ» (1999 ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗ) σελ. 151 – 197
3. ΘΕΟΔΩΡΟΣ Α.ΣΚΟΥΝΤΖΟΣ «Ο ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ» (ΠΕΙΡΑΙΑΣ 1979) σελ.47-97
4. ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΑΘ.ΓΙΑΝΝΑΚΟΠΟΥΛΟΣ « ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ» (1974) σελ. 47-66
5. ΠΕΤΡΟΣ Π.ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ-ΔΙΟΝΥΣΙΟΣ Π.ΧΙΟΝΗΣ «ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ» (2003) σελ. 52-55
6. ΓΡΗΓΟΡΙΟΣ Κ.ΣΦΑΚΙΑΝΟΣ « ΤΕΧΝΙΚΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ» σελ.108-112
7. ΚΑΣΚΑΡΕΛΗΣ ΓΙΩΡΓΟΣ «Η ΠΟΡΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ».
8. ΧΡΗΣΤΟΣ ΑΝΔΡΟΒΙΤΣΑΝΕΑΣ «ΘΕΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ» ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΚΟΝΤΟΛΕΦΑ ΑΘΗΝΑ 1986 σελ.66-92