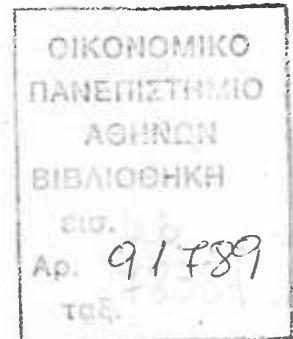


ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΤΗΣ ΓΕΩΡΓΙΑΣ ΜΠΕΡΛΕΜΗ (Α.Μ.4090014)**



ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΑΘΗΝΑ, ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2011



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Αθηνα, 17/1/2011

Εισαγωγή.....	3
Κεφάλαιο 1.....	5
Νομισματική Στρατηγική της EKT.....	5
1.1 Η πορεία προς την ONE και η δημιουργία της EKT.....	5
1.2 Θεσμικό πλαίσιο της EKT.....	6
1.3 Στόχοι της EKT.....	12
1.4 Τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.....	16
1.5 Η στρατηγική μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής	20
Κεφάλαιο 2.....	22
Η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών.....	22
2.1 Συντηρητικός κεντρικός τραπεζίτης.....	23
2.2 Τι λένε τα στοιχεία.....	24
2.3 Στόχος πληθωρισμού.....	26
2.4 Συμβόλαια κίνητρα για τους κεντρικούς τραπεζίτες.....	27
Κεφάλαιο 3.....	30
ΕΚΤ και Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ.....	30
3.1 Η δομή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ.....	30
3.2 Βασικοί οικονομικοί στόχοι.....	34
3.3 Τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ...36	36
3.4 Σύγκριση μεταξύ των δυο τραπεζών.....	38
3.5 Διαδικασίες λειτουργίας.....	41
3.6 Ο ρόλος των νομισματικών μεγεθών.....	44
3.7 Ο λόγος που οι τράπεζες αντιδρούν τόσο διαφορετικά.....	45
3.8 Η παρούσα σχέση της FED και της EKT.....	45
3.9 Κανόνας του Taylor.....	47



3.10 Εμπειρικές μελέτες.....	49
Κεφάλαιο 4.....	52
Διεθνής Οικονομική Κρίση.....	52
4.1 Αίτια δημιουργίας της παγκόσμιας κρίσης.....	52
4.2 Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη.....	54
4.3 Η οικονομική κρίση στην Ευρώπη και η αντιμετώπιση της από την EKT.....	55
4.4 Οι ενέργειες της EKT κατά την διάρκεια της κρίσης.....	56
4.5 Η αποτελεσματικότητα των πολιτικών της EKT κατά την διάρκεια της κρίσης...58	58
4.6 Στρατηγικές εξόδου από την κρίση.....	59
Συμπεράσματα.....	63



ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα εργασία χωρίζεται σε τέσσερα κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), στο Ευρωσύστημα και στην νομισματική πολιτική που ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Πιο αναλυτικά, αρχικά γίνεται αναφορά στους παράγοντες που οδήγησαν στην δημιουργία της ΕΚΤ και στην συνέχεια αναλύεται λεπτομερώς η δομή, οι βασικοί στόχοι και οι λειτουργίες που εκτελούν το ΕΣΚΤ και το Ευρωσύστημα. Στο ίδιο κεφάλαιο διενεργείται λεπτομερής ανάλυση των αρμοδιοτήτων της ΕΚΤ, της διαδικασίας που ακολουθείται για την λήψη αποφάσεων, της δομής και των καθηκόντων των οργάνων της καθώς και της ανεξαρτησίας, της λογοδοσίας και της διαφάνειας που τη χαρακτηρίζουν. Στο πλαίσιο του εν λόγω κεφαλαίου ορίζεται ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ, που δεν είναι άλλος από την σταθερότητα των τιμών. Εν συνεχείᾳ αναλύονται οι δυο πυλώνες της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, δηλαδή ο οικονομικός και ο νομισματικός. Το πρώτο κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την περιγραφή των εργαλείων άσκησης νομισματικής πολιτικής που έχει στην διάθεση της η ΕΚΤ και του βασικού μηχανισμού μετάδοσης της.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας θίγονται ζητήματα όπω η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας, ο ρόλος των «συντηρητικών» κεντρικών τραπεζιτών, ο στόχος του πληθωρισμού σε σχέση με το στόχο της απασχόλησης, η σημασία των συμβολαίων κινήτρων για τους κεντρικούς τραπεζίτες.

Το τρίτο κεφάλαιο συγκρίνει την ΕΚΤ και την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (Federal Reserve Bank- FED). Αρχικά γίνεται μια ανάλυση της θεσμικής οργάνωσης, των στόχων, της διαδικασίας λήψης αποφάσεων και των στρατηγικών μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής της FED. Στην συνέχεια διενεργείται σύγκριση μεταξύ των δυο τραπεζών ως προς τους στόχους, τα διαθέσιμα εργαλεία που κάθε τράπεζα χρησιμοποιεί για την μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, την δομή και την διαδικασία λήψης αποφάσεων και γίνονται αναφορές στην παρούσα σχέση τους. Το τρίτο κεφάλαιο ολοκληρώνεται με αναφορές στον κανόνα του Taylor που αφορά στον τρόπο με τον οποίο καθορίζονται τα επιτόκια και συζητείται κατά πόσο ακολουθείται από τις δυο κεντρικές τράπεζες ενώ παρατίθενται και εμπειρικές μαρτυρίες πάνω στο συγκεκριμένο ζήτημα.

Το τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας αναφέρεται αρχικά στα αίτια που δημιούργησαν τη χρηματοοικονομική κρίση που βιώνουν εκατοντάδες χώρες σε όλες τον κόσμο καθώς επίσης και τον τρόπο που διοχετεύτηκε από την Αμερική στην Ευρώπη. Στην συνέχεια αναλύονται οι ενέργειες της EKT κατά την διάρκεια της κρίσης, κρίνεται η αποτελεσματικότητα αυτών των πολιτικών και επιχειρείται να αναφερθούν κάποιες στρατηγικές εξόδου.

Η περιοδική απαραίτητης απόφευκτης διατήρησης των λύγων κατεργάντων τραβήγει την θέμα Γερμανίας, Καναδάς, ΕΕΚ, τον Alexander Lamfalussy, ο οποίος αποδέιχθηκε ως ένας από τους Ευρωπαϊκούς Αρχηγούς Διαπολιτισμού, την Niels Thygesen, Καθηγητή Οικονομολογίας στη Λιούβε, και τον Miguel Breyer, ούτε αρόδερο της Banco Central de España. H Eulalia Deloix ήταν το απερίλλελη του φραγμού ανάγνωσης της επαρχιακής πολιτείας με την οποία η οικονομική και κυριολεκτική διατήρηση διέπει την επιτυχία σε τρία διαδικτύο, πλλά ταυτόχρονα και απόλυτα γενικά για μελλοντική έρευνα στην περίοδο αυτή.

Δια Ελληνικό Σημείο ο πρώτος τόνος περί Τοπικής Δέος αποφέρεται στην Ιστορία του 1920-80, τη δραματική αύξηση της αποδοτικότητας των καπιταλιστικών κλασικών και σπάστορων, την άνοδο της Μέσαιρας (1947) και Λευκωσίας, την τηνάρια 1950, πραγματύως αυτό της οποίας και φρεγάτης ήταν ο Επαναστατικός Αεροπορίας στην κυριολεκτική παράδοση της Ελληνικής Νομιμότητος Γερμανίας, είδη Εμπορίου της Ελληνικής Εποχής της ΕΟΚΕ (Εθνικής Οικονομικής Εποχής) κατά την οποίαν ο χρησιμός της EKT ξεδός από 1961 ήταν τη διανοία της εμπορονομικής Έποκας Ανάπτυξης, η απογευμή της οποίαν δε υποστηθεί απόφευκτη στην Φορέα, παρά την απόστηματη περίοδο. Στην ιστορία της ΟΝΕ το απόλυτο έπος της Ελληνικής Εποχής ήταν η έναρξη της Εποχής της ΕΟΚΕ το 1970, η οποία διατηρήθηκε έως το 1990 με την έναρξη της ΕΕΚ, η οποία διατηρήθηκε έως το 2001, αντικατασταθείσα από την Ελληνική Εποχή της ΕΟΚΕ, η οποία διατηρήθηκε έως το 2007, η οποία διατηρήθηκε από την Ελληνική Εποχή της ΕΟΚΕ, η οποία διατηρήθηκε έως το 2009, και η Εποχή της ΕΟΚΕ, η οποία διατηρήθηκε έως το 2010.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΕΚΤ

1.1 Η πορεία προς την ONE και η δημιουργία της EKT

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τον Ιούνιο του 1988, επιβεβαίωσε το στόχο της σταδιακής υλοποίησης της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) και ανέθεσε σε μια επιτροπή, υπό την προεδρία του Jacques Delors, τον τότε Προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, να μελετήσει και να προτείνει συγκεκριμένα στάδια, τα οποία θα οδηγούσαν στην εν λόγω ένωση.

Η επιτροπή απαρτιζόταν από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών της τότε Ευρωπαϊκής Κοινότητας (EK), τον Alexandre Lamfalussy, ο οποίος κατείχε την θέση του Γενικού Διευθυντή της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, τον Niels Thygesen, Καθηγητή Οικονομικών στη Δανία, και τον Miguel Boyer, τότε πρόεδρο της Banco Exterior de España. Η Έκθεση Delors ήταν το αποτέλεσμα των εργασιών αυτής της επιτροπής σύμφωνα με την οποία η οικονομική και νομισματική ένωση θα έπρεπε να επιτευχθεί σε τρία ξεχωριστά, αλλά ταυτόχρονα και εξελικτικά στάδια με μια κεντρική τράπεζα για τα μέλη της.

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στηριζόμενο πάντα στην Έκθεση Delors, αποφάσισε τον Ιούνιο του 1989 ότι το πρώτο στάδιο υλοποίησης της οικονομικής και νομισματικής ένωσης που συμπεριλάμβανε την Συνθήκη του Μάαστριχτ (1993) θα ξεκινούσε την 1η Ιουλίου 1990, ημερομηνία κατά την οποία καταργήθηκαν όλοι οι εναπομείναντες περιορισμοί στην κυκλοφορία κεφαλαίων ανάμεσα στα κράτη μέλη. Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος (ENI) την 1η Ιανουαρίου 1994 σηματοδότησε την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου της ONE και κατά μια έννοια ήταν ο προπομπός της EKT. Στόχος του ENI ήταν να ξεκινήσει τις προετοιμασίες για ένα κοινό νόμισμα, η εισαγωγή του οποίου θα αποτελούσε σημάδι της έναρξης του τρίτου και τελευταίου σταδίου. Στο τελικό στάδιο της ONE το οποίο ξεκίνησε την 1^η Ιανουαρίου 1999 οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ανάμεσα στα εθνικά νομίσματα 11 κρατών μελών (Βέλγιο, Γερμανία, Ισπανία, Γαλλία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Αυστρία, Πορτογαλία και Φιλανδία) καθορίστηκαν αμετάκλητα, αποτελώντας τότε την ζώνη του ευρώ. Λίγα χρόνια αργότερα την 1^η Ιανουαρίου το 2001 εντάχθηκε και η Ελλάδα στην ONE και ακολούθησε η Σλοβενία το 2007, η Μάλτα και η Κύπρος το 2008, η Σλοβακία το 2009 και η Εσθονία το



2011. Προκειμένου να ενταχθούν στην ζώνη του ευρώ οι 17 χώρες έπρεπε να πληρούν τα κριτήρια σύγκλισης τα οποία θέτουν τις οικονομικές και νομικές προϋποθέσεις για την επιτυχημένη συμμετοχή στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Αυτό θα ισχύσει και για τα άλλα κράτη μέλη της ΕΕ προτού νιοθετήσουν το ευρώ. Ωστόσο τρεις χώρες, η Δανία, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο παρόλο που πληρούσαν τα κριτήρια σύγκλισης αποφάσισαν να μείνουν έξω από την ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα το Ηνωμένο Βασίλειο ζήτησε την εξαίρεση του, η Δανία συνέδεσε την μη ένταξη της με το αποτέλεσμα σχετικού δημοψηφίσματος όπου ψήφισε εναντίον της νιοθέτησης του ευρώ τον Σεπτέμβριο του 2000 ενώ η Σουηδία σκοπίμως αρνήθηκε να ενταχθεί στο μηχανισμό της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ΕΝΣ πριν από την έναρξη του τρίτου σταδίου με αποτέλεσμα να μην ικανοποιήσει μια από τις απαιτούμενες προϋποθέσεις ένταξης.

Για την εφαρμογή και την χάραξη μιας επιτυχημένης νομισματικής και οικονομικής πολιτικής στην Ευρωπαϊκή Ένωση κρίθηκε απαραίτητη η ίδρυση ενός υπερεθνικού οργάνου, της EKT που επρόκειτο να λειτουργήσει στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ).

1.2 Θεσμικό πλαίσιο της EKT

Η Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αποτελούν τη νομική βάση για την ενιαία νομισματική πολιτική. Η EKT ιδρύθηκε επισήμως την 1^η Ιουνίου 1998 στην Φρανκφούρτη της Γερμανίας ως συνεχιστής του ρόλου της Bundesbank και από την 1^η Ιανουαρίου 1999 είναι υπεύθυνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στην ζώνη του ευρώ. Απασχολεί 1500 περίπου υπαλλήλους προερχόμενους και από τα είκοσι επτά κράτη μέλη της ΕΕ. Η EKT αποτελεί τον πυρήνα του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ. Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την EKT και τις ΕθνKT των χωρών που έχουν νιοθετήσει το ευρώ ενώ το ΕΣΚΤ αποτελείται από την EKT και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (EthnKT) όλων των κρατών μελών της ΕΕ είτε έχουν νιοθετήσει το ευρώ είτε όχι. Το ΕΣΚΤ και το Ευρωσύστημα θα συνυπάρχουν όσο διάστημα υπάρχουν κράτη μέλη που δεν έχουν νιοθετήσει το ευρώ.

Σύμφωνα με το άρθρο 107 ΣΕΚ << Το ΕΣΚΤ διοικείται από τα όργανα λήψης αποφάσεων της EKT, τα οποία είναι το Διοικητικό Συμβούλιο (Governing Council), η Εκτελεστική Επιτροπή (Executive Board) και το Γενικό Συμβούλιο.>>



Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο συνεδριάζει συνήθως δύο φορές το μήνα στο κτίριο Eurotower που βρίσκεται στην Φραγκφούρτη της Γερμανίας και είναι το ανώτατο όργανο λήψεως αποφάσεων της EKT. Αποτελείται από:

- ◆ Τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής, και
- ◆ Τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των χωρών-μελών της Ευρωζώνης.
- Οι κύριες αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου της EKT είναι οι εξής
- ◆ Η νιοθέτηση κατευθυντήριων γραμμάτων και η λήψη των αναγκαίων αποφάσεων ώστε να διασφαλίζεται η εκτέλεση των καθηκόντων που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα.
- ◆ Η χάραξη της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, συμπεριλαμβανομένης, της λήψης αποφάσεων σχετικά με ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους, με βασικά επιτόκια, με την προσφορά διαθεσίμων στο Ευρωσύστημα καθώς και με την θέσπιση των αναγκαίων κατευθυντήριων γραμμάτων για την εφαρμογή των αποφάσεων αυτών.

Οι πληροφορίες που πηγαίνουν στο Διοικητικό Συμβούλιο προετοιμάζονται σε συνεργασία με τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες που σημαίνει ότι τα οικονομικά προγνωστικά κατασκευάζονται με την επιρροή όλων των μελών των κεντρικών τραπεζών της Ευρωζώνης. Ωστόσο η Συνθήκη ορίζει ότι τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να ενδιαφέρονται για το καλό της ζώνης του ευρώ συνολικά, και όχι μόνο για το συμφέρον της χώρας από την οποία προέρχονται. Στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου έχουν δικαίωμα να παρίστανται ο Πρόεδρος του Συμβουλίου και ένα μέλος της Επιτροπής χωρίς όμως να έχουν δικαίωμα ψήφου. Κάθε μέλος έχει μια ψήφο. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφασίζει με απλή πλειοψηφία εκτός αν ορίζεται διαφορετικά από το καταστατικό του ΕΣΚΤ. Στην περίπτωση που υπάρχει ισοψηφία τότε υπερισχύει η ψήφος του Προέδρου. Στην πρώτη συνεδρίαση του μήνα το Διοικητικό Συμβούλιο αναλαμβάνει να αξιολογήσει τις οικονομικές εξελίξεις καθώς επίσης και να λάβει την μηνιαία απόφαση του σχετικά με την νομισματική πολιτική. Όσο αφορά στη δεύτερη συνεδρίαση συζητιούνται κυρίως θέματα που αφορούν άλλες αρμοδιότητες της EKT. Τα πρακτικά των συνεδριάσεων δεν δημοσιεύονται αλλά εξηγούνται λεπτομερώς οι αποφάσεις που έχουν παρθεί, στην συνέντευξη Τύπου που υποχρεούνται να παραχωρήσει ο πρόεδρος μετά την πρώτη συνεδρίαση κάθε μήνα.

Εκτελεστική Επιτροπή

Η Εκτελεστική Επιτροπή συνεδριάζει σε εβδομαδιαία βάση και απαρτίζεται από:

- ◆ τον Πρόεδρο της ΕΚΤ
- ◆ τον Αντιπρόεδρο και
- ◆ τέσσερα άλλα μέλη

Όλα τα μέλη διορίζονται με κοινή συμφωνία από τους προέδρους ή πρωθυπουργούς των χωρών της ζώνης του ευρώ και είναι πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους με επαγγελματική πείρα σε τραπεζικά και νομισματικά ζητήματα. Επιπλέον η Συνθήκη απαιτεί για τα μέλη υπηκοότητα κράτους-μέλους. Μέχρι σήμερα ο διορισμός τους γίνεται με τρόπο ώστε να διασφαλίζεται η αντιπροσώπευση όλων των εθνικοτήτων (Pollard 2003). Η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι οκταετής και μη ανανεώσιμη.

Οι κύριες αρμοδιότητες της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι οι εξής:

- ◆ Η προετοιμασία των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου.
- ◆ Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στην Ευρωζώνη όπως αυτή χαράσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και προς τούτο να δίδει της σχετικές οδηγίες στις ΕθνKT της ζώνης του ευρώ.
- ◆ Η διαχείριση των καθημερινών εργασιών της ΕΚΤ.
- ◆ Η εκτέλεση των πολιτικών που τις ανατίθενται από το Διοικητικό Συμβούλιο.

Οι κύριες αρμοδιότητες της Εκτελεστικής Επιτροπής φαίνεται να δηλώνουν ότι υπάγεται διοικητικά στο Διοικητικό Συμβούλιο. Στην πραγματικότητα όμως συμμετέχει ενεργά στη χάραξη της νομισματικής πολιτικής και συμβάλλει στον καθορισμό του προγράμματος εργασιών και στη διαμόρφωση των αποφάσεων του Συμβουλίου. Τέλος η Εκτελεστική Επιτροπή επικουρείται από την Επιτροπή Διαχείρισης για θέματα που αφορούν την διαχείριση, τον επιχειρησιακό σχεδιασμό και την διαδικασία του ετήσιου προϋπολογισμού της ΕΚΤ.

Εκτός όμως από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή, η ΕΚΤ διαθέτει και ένα ακόμα όργανο λήψης αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Γενικό Συμβούλιο

Το Γενικό Συμβούλιο συνεδριάζει σχεδόν κάθε τρείς μήνες και αποτελείται από:

- ◆ τον Πρόεδρο και
- ◆ τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και

- τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών (ΕθνKT) των 27 κρατών μελών της ΕΕ.

Τα άλλα τέσσερα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της EKT, ο Πρόεδρος του Συμβουλίου της ΕΕ καθώς και ένα μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής μπορούν να συμμετέχουν στις συνεδριάσεις του Γενικού Συμβουλίου χωρίς όμως να έχουν δικαίωμα ψήφου.

Οι κύριες αρμοδιότητες του Γενικού Συμβουλίου είναι οι εξής

- Η εκτέλεση των καθηκόντων του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος τα οποία πρέπει να ασκεί η EKT κατά το τρίτο στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης εφόσον υπάρχουν κράτη μέλη που δεν έχουν ακόμα υιοθετήσει το ευρώ.
- Η διεκπεραίωση διαφόρων συμβουλευτικών, διοικητικών και τεχνικών καθηκόντων όπως η συμβολή στην συλλογή στατιστικών πληροφοριών, στην προετοιμασία των ετήσιων εκθέσεων της EKT και στη θέσπιση των όρων απασχόλησης του προσωπικού της EKT.

Το Γενικό Συμβούλιο σύμφωνα με το Καταστατικό θα πάψει να υφίσταται όταν όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ υιοθετήσουν το ευρώ

Οι Επιτροπές του Ευρωσυστήματος

Ο ρόλος των Επιτροπών είναι ιδιαίτερα σημαντικός διότι βοηθούν τα κύρια όργανα λήψης αποφάσεων στο έργο τους. Συνήθως συμμετέχουν οι αρμόδιοι από κάθε κεντρική τράπεζα του Ευρωσυστήματος και κάποιες φορές όταν κρίνεται απαραίτητο συμμετέχουν και στελέχη από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών που δεν έχουν ακόμα υιοθετήσει το ευρώ καθώς και εκπρόσωποι άλλων οργάνων. Ορισμένες από αυτές είναι οι παρακάτω:

- Η Επιτροπή Λογιστικής και Νομισματικού Εισοδήματος (AMICO),
- Η Επιτροπή Τραπεζογραμματίων (BANCO),
- Η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας (BSC),
- Η Επιτροπή Επικοινωνιών Ευρωσυστήματος/ΕΣΚΤ (ECCO),
- Η Επιτροπή Πληροφορικής (ITC),
- Η Επιτροπή Εσωτερικών Επιθεωρητών (IAC),
- Η Επιτροπή Διεθνών Σχέσεων (LEGGO),
- Η Επιτροπή Πράξεων Αγοράς (MOC),
- Η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής (MPC),
- Η Επιτροπή Συστημάτων Πληρωμών και Διακανονισμού (PSSC),

- ↳ Η Επιτροπή Στατιστικής (STC) και η
- ↳ Η Επιτροπή για το Ανθρώπινο Δυναμικό (HRC).

Η EKT δίνει εξέχουσα σημασία στην διαφάνεια όπως επίσης και στην αποτελεσματική επικοινωνία με το κοινό καθώς θεωρεί ότι όσο καλύτερα κατανοεί το κοινό την πολιτική της τόσο πιο αξιόπιστη και αποτελεσματική γίνεται η πολιτική αυτή. Η αποτελεσματική επικοινωνία αποτελεί επίσης σημαντικό εργαλείο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής διότι η επαφή με την αγορά βοηθά στην καθοδήγηση των δυνάμεων της ακόμα και χωρίς η EKT να μεταβάλει το ύψος των επιτοκίων της (Fourcans & Vranceanu 2006). Η διαφάνεια περιλαμβάνει τόσο την οργανωτική όσο και την πολιτική, την οικονομική και την λειτουργική διαφάνεια.(Gerdesmeier et. al. 2007). Το Άρθρο 15 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ ορίζει τις υποχρεώσεις της EKT ως προς την διαφάνεια των διεργασιών της. Η EKT οφείλει να δημοσιεύει κάθε τρίμηνο έκθεση για τις δραστηριότητες του Ευρωσυστήματος καθώς και εβδομαδιαία το δελτίο οικονομικής κατάστασης. Επιπλέον υποχρεούται να δημοσιεύει Ετήσια Έκθεση που να απευθύνεται στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στο Συμβούλιο της ΕΕ, στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο σχετικά με την νομισματική πολιτική που ασκεί και τις λοιπές δραστηριότητες της. Ωστόσο προκειμένου να ενισχύσει την διαφάνεια της η EKT έχει αναλάβει την πρωτοβουλία να δημοσιεύει εκτός αυτών, ποικίλες εκδόσεις που αφορούν τα καθήκοντα της. Επιπλέον, ο Πρόεδρος της EKT και τα άλλα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής μπορούν να γίνονται δεκτοί σε ακρόαση ενώπιον των αρμόδιων επιτροπών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, είτε κατόπιν αιτήματος του Κοινοβουλίου είτε με δική τους πρωτοβουλία.

Η EKT οφείλει να επιτελεί το έργο της με πλήρη ανεξαρτησία. Η έννοια αυτής της ανεξαρτησίας περιλαμβάνει την θεσμική, την λειτουργική, την νομική, την προσωπική ανεξαρτησία των μελών των οργάνων λήψης αποφάσεων της και τέλος την οργανωτική και οικονομική ανεξαρτησία. Η θεσμική ανεξαρτησία της EKT από οποιαδήποτε παρέμβαση, συμπεριλαμβανομένων των παρεμβάσεων από τις κυβερνήσεις κατοχυρώνεται στο άρθρο 108 της Συνθήκης. Αυτό σημαίνει ότι η ανεξαρτησία της έχει γερές βάσεις, αφού τροποποίηση γίνεται μόνο μέσω αναθεώρησης της Συνθήκης. Ακόμα και αν γίνει όμως προσπάθεια για τροποποίηση του καταστατικού ζητείται η γνώμη της EKT επί των προτάσεων (De Sousa 2001). Η σχετική διάταξη ορίζει ρητά ότι η EKT ,οι ΕθνKT αλλά και όλα τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων τους δεν μπορούν να ζητούν ή να δέχονται υποδείξεις

από οποιονδήποτε άλλο οργανισμό. Τα κοινοτικά όργανα και οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών οφείλουν να σέβονται την αρχή αυτή και να μην προσπαθούν να επηρεάζουν τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της EKT. **Η λειτουργική ανεξαρτησία** περιλαμβάνει τον πλήρη έλεγχο της νομισματικής βάσης της ευρωζώνης και της χρήσης των ξένων αποθεματικών διαθεσίμων από την EKT καθώς και την προστασία της από τις πιέσεις του δημοσίου τομέα εφόσον δεν δανείζει σε αυτόν. **Η νομική ανεξαρτησία** αναφέρεται στη δυνατότητα ανάληψης δράσης από την EKT πριν από την παρέμβαση του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου ενώ **η προσωπική ανεξαρτησία** των μελών των οργάνων της περιλαμβάνει την μη δυνατότητα απόλυτης παρά μόνο μετακίνησης ή αναγκαστικής συνταξιοδότησης ενός μέλους σε περίπτωση που αποδειχθεί μη ικανό στην άσκηση των καθηκόντων του." Όσο αφορά στην **οργανωτική ανεξαρτησία**, η EKT καθορίζει μόνη της την εσωτερική της διάρθρωση και τους εργασιακούς κανόνες του προσωπικού της.

Η οικονομική ανεξαρτησία τέλος είναι εξίσου σημαντική διότι επιτρέπει στην κεντρική τράπεζα να εκτελεί αποτελεσματικά τα καθήκοντά της. Η EKT διαθέτει δικό της προϋπολογισμό, ανεξάρτητο από τον προϋπολογισμό της ΕΕ (Gerdesmeier et. al. 2007). Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών μελών της ΕΕ εγγράφονται στο κεφάλαιο της EKT και καταβάλλουν μερίδιο συμμετοχής σε αυτό. Τα μερίδια συμμετοχής υπολογίζονται βάση κλείδας κατανομής που αντιστοιχεί στο μερίδιο συμμετοχής της οικείας χώρας στον συνολικό πληθυσμό και το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της ΕΕ - με ίσες σταθμίσεις. Η EKT αναπροσαρμόζει τα μερίδια συμμετοχής κάθε πέντε χρόνια και κάθε φορά που μια νέα χώρα εντάσσεται στην ΕΕ. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρέχει τα απαραίτητα στοιχεία ώστε να πραγματοποιηθεί η αναπροσαρμογή. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες που δεν συμμετέχουν στην ζώνη του ευρώ πρέπει να συνεισφέρουν στην κάλυψη των λειτουργικών εξόδων της EKT σε σχέση με την συμμετοχή τους στο ΕΣΚΤ καταβάλλοντας ένα ελάχιστο ποσοστό του εγγεγραμμένου κεφαλαίου τους. Δεν δικαιούνται όμως μερίδιο στα διανεμητέα κέρδη της EKT ούτε έχουν την υποχρέωση να καλύψουν τυχόν ζημιές που μπορούν να προκύψουν.

Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στην ανεξαρτησία της EKT εξαιτίας των πολύ υψηλών ρυθμών πληθωρισμού που παρατηρήθηκαν κατά την δεκαετία του '70 και αποδόθηκαν στην έλλειψη ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών. Πράγματι αν δεν υπάρχει πλήρης ανεξαρτησία η σταθερότητα των τιμών μπορεί πολύ εύκολα να διαταραχτεί από πολιτικές που αποσκοπούν στην αύξηση του προϊόντος

βραχυπρόθεσμα με άμεση συνέπεια υψηλότερα επίπεδα πληθωρισμού μακροπρόθεσμα. Τα τελευταία χρόνια η μείωση του πληθωρισμού σε παγκόσμιο επίπεδο έχει ταυτιστεί με την παγκόσμια τάση προς την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών. Υπέρ αυτού συνηγορούν αρκετές μελέτες που αποδεικνύουν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών τόσο χαμηλότερα επίπεδα πληθωρισμού παρατηρούνται χωρίς υψηλότερες διακυμάνσεις στο προϊόν και στην ανεργία σε διάφορες χώρες. Alesina and Summers (1993) and Alesina and Gatti (1995). Τέλος πρέπει να αναφέρουμε ότι σχεδόν καμία κεντρική τράπεζα δεν είναι πλήρως ανεξάρτητη. Πολλές φορές ο βαθμός ανεξαρτησίας της εξαρτάται επιπλέον από την προσωπικότητα των ανώτερων στελεχών της και από το πολιτικό και κοινωνικό περιβάλλον (De Sousa 2001).

Πέραν των διατάξεων περί ανεξαρτησίας, η Συνθήκη για την ΕΚ και το Καταστατικό του ΕΣΚΤ, αναφέρονται στην υποχρέωση που έχει η ΕΚΤ να λογοδοτεί στους πολίτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και στους πολιτικούς. Τόσο η λογοδοσία όσο και η ανεξαρτησία συνδέονται στενά με την έννοια της δημοκρατίας. Σύμφωνα με τον De Sousa 2001, μια κεντρική τράπεζα έχει δημοκρατική νομιμοποίηση μόνο όταν λογοδοτεί για τις πράξεις της στα δημοκρατικά εκλεγμένα όργανα και στους πολίτες. Η ΕΚΤ λογοδοτεί μέσω των εκθέσεων που υποβάλει και των συνεντεύξεων τύπου που διοργανώνει, όπως αναφέραμε παραπάνω, και μέσω των ομιλιών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Επίσης, τόσο οι λογαριασμοί της ΕΚΤ όσο και αυτοί των εθνικών κεντρικών τραπεζών υπόκεινται σε έλεγχο από εξωτερικούς ανεξάρτητους ελεγκτές. Η ΕΚΤ για την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης της ελέγχεται από Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο και από την Ευρωπαϊκή Υπηρεσία Καταπολέμησης της Απάτης. Το ΕΣΚΤ όμως δεν υπάγεται στον έλεγχο του Ελεγκτικού Συνεδρίου.

1.3 Στόχοι της ΕΚΤ

Πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ είναι να προωθήσει τη σταθερότητα των τιμών σε ολόκληρη την ζώνη του ευρώ καθώς επίσης να σχεδιάσει και να εφαρμόσει μια νομισματική πολιτική που θα είναι σύμφωνη με αυτόν τον στόχο. Συγκεκριμένα η Συνθήκη του Μάαστριχτ ορίζει τον πρωταρχικό στόχο της ΕΚΤ, με βάσει το άρθρο 105 (1) "Πρωταρχικός στόχος του ΕΣΚΤ θα είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Με την επιφύλαξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα προκειμένου να συμβάλλει στην υλοποίηση των στόχων της Κοινότητας που καθορίζονται στο Άρθρο 2". Το "Άρθρο

2 της Συνθήκης θέτει ως στόχους της Κοινότητας „ένα υψηλό επίπεδο απασχόλησης και κοινωνικής προστασίας, βιώσιμη μη πληθωριστική ανάπτυξη, ένα υψηλό επίπεδο ανταγωνιστικότητας και σύγκληση των οικονομιών“.

Με βάση την Συνθήκη του Μάαστριχ (άρθρο 105 παράγραφος 2) οι βασικοί στόχοι/αρμοδιότητες της EKT είναι:

- ✚ Ο καθορισμός και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ
- ✚ Η διενέργεια πράξεων συναλλαγμάτων
- ✚ Η κατοχή και η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών-μελών (διαχείριση χαρτοφυλακίου)
- ✚ Η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών

Οι επιπλέον στόχοι/αρμοδιότητες είναι:

- ✚ Τραπεζογραμμάτια: η EKT έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να εγκρίνει την έκδοση τραπεζογραμματίων στην ευρωζώνη.
- ✚ Στατιστικά στοιχεία: σε συνεργασία με τις ΕθνKT ,η EKT θα συλλέγει τις απαραίτητες στατιστικές πληροφορίες για την πραγματοποίηση των στόχων της, είτε από τις εθνικές αρχές είτε απευθείας από οικονομικούς φορείς.
- ✚ Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και επίβλεψη: το Ευρωσύστημα συνεισφέρει στην ομαλή διεξαγωγή των πολιτικών που προωθούνται από τις αρχές που είναι αρμόδιες για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος
- ✚ Διεθνείς και Ευρωπαϊκή συνεργασία: η EKT διατηρεί συνεργασίες με ιδρύματα και οργανισμούς τόσο εντός της ΕΕ όσο και διεθνώς οι οποίες είναι σχετικές με τα καθήκοντα που έχει αναλάβει η EKT.

Για την επίτευξη των παραπάνω στόχων το ΕΣΚΤ ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων. Ωστόσο πολλά προβλήματα έχουν δημιουργηθεί τα οποία δυσκολεύουν την επίτευξη των παραπάνω στόχων διότι ενώ η EKT είναι υπεύθυνη για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής στο σύνολο της Ευρωζώνης, τα κράτη –μέλη διατηρούν την ευθύνη της χάραξης των οικονομικών τους πολιτικών. „Έτσι όταν οι στόχοι των εθνικών κυβερνήσεων δεν συνάδουν πλήρως με την πολιτική που έχει χαράξει η EKT τότε η τελευταία αναπόφευκτα βρίσκεται στο στόχαστρο επικρίσεων.

Με στόχο τη διευκρίνιση της έννοιας «σταθερότητα τιμών» το Διοικητικό Συμβούλιο το 1998 ανακοίνωσε τον ακόλουθο (ποσοτικό) ορισμό: ‘Ως σταθερότητα των τιμών ορίζεται η ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕΔΤΚ) σε επίπεδα κάτω του 2% για το σύνολο της Ευρωζώνης (13 Οκτωβρίου 1998)’. Επιπλέον διευκρίνισε ότι η ‘σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα’. Ένα πρόβλημα που δημιουργήθηκε με τον ορισμό της σταθερότητας των τιμών είναι ότι η φράση « σε επίπεδα κάτω του 2% » είναι λίγο ασαφής. Συγκεκριμένα δεν ήταν λίγοι εκείνοι που εξέφρασαν τις ανησυχίες τους ότι η ΕΚΤ προκείμενου να επιτύχει αυτόν τον στόχο μπορεί να στοχεύσει στην πτώση των τιμών ή σε αρνητικό πληθωρισμό.

Εξαιτίας των ποικίλων προβλημάτων που δημιούργησε η ασάφεια του ορισμού για την σταθερότητα των τιμών, το Διοικητικό Συμβούλιο στις 8 Μαΐου 2003 διευκρίνισε ότι θα επιδιώξει να διατηρήσει τους ρυθμούς πληθωρισμού πλησίον του 2% κατά την μεσοπρόθεσμη περίοδο. Η συγκεκριμένη τροποποίηση θεωρείται ότι έγινε έτσι ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος πολύ χαμηλών αλλά και αρνητικών ρυθμών πληθωρισμού. Αποσαφήνισε και επιβεβαίωσε εκτενέστερα επίσης την στρατηγική της νομισματικής πολιτικής ύστερα από την εκτενή αξιολόγηση της. Η στρατηγική αυτή εκτός από τον ποσοτικό ορισμό του πρωταρχικού στόχου της σταθερότητας των τιμών περιλαμβάνει και ένα αναλυτικό πλαίσιο βασιζόμενο σε δύο πυλώνες την οικονομική ανάλυση και την νομισματική ανάλυση. Οι δύο αυτοί πυλώνες βοηθούν το Διοικητικό Συμβούλιο να διακρίνει και να αξιολογήσει τους διάφορους κινδύνους που μπορούν να διαταράξουν την σταθερότητα των τιμών στην ζώνη του ευρώ καθώς και να λάβει τις απαραίτητες αποφάσεις για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής.

Ο πρώτος πυλώνας, η οικονομική ανάλυση αποσκοπεί στην αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών εξελίξεων και των συναφών βραχυμεσοπρόθεσμων κινδύνων διατάραξης των τιμών. Λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι η εξέλιξη των τιμών σε αυτούς τους χρονικούς ορίζοντες επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την αλληλεπίδραση της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής. Αυτός είναι και ο λόγος που επιχειρεί να εντοπίσει τις οικονομικές διαταραχές κυρίως στο πλαίσιο της ανάλυσης των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας. Κυρίαρχο στοιχείο της οικονομικής ανάλυσης αποτελεί η εκπόνηση τακτικών μακροοικονομικών προβολών που αφορούν τις κυριότερες μεταβλητές της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Ενδεικτικά

αναφέρουμε ότι το πρώτο υπόδειγμα που περιέγραφε συνολικά την οικονομία της ζώνης του ευρώ ήταν το Area- Wide Model –AWM το οποίο τώρα έχει αντικατασταθεί από το new Area- Wide Model-NAWM με μικροοικονομική θεμελίωση ως βασικό εργαλείο για την κατάρτιση μακροοικονομικών προβολών. Το Διοικητικό Συμβούλιο οφείλει να έχει μια ολοκληρωμένη εικόνα των συνθηκών της οικονομίας προκειμένου να χαράσσει επιτυχώς την νομισματική πολιτική για ολόκληρη την ζώνη του ευρώ. Για αυτόν τον λόγο τα παραπάνω υποδείγματα που αναφέραμε αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά στοιχεία που λαμβάνει υπόψη του το Διοικητικό Συμβούλιο κατά την αξιολόγηση των προοπτικών για την εξέλιξη των τιμών στην ζώνη του ευρώ.

Ο δεύτερος πυλώνας, η νομισματική ανάλυση επικεντρώνεται στην αξιολόγηση μεσο-μακροπρόθεσμων τάσεων του πληθωρισμού εξαιτίας της σχέσης μεταξύ ποσότητας χρήματος και τιμών σε πιο μακροχρόνιους ορίζοντες. Αυτό είναι απόρροια μιας θεμελιώδους οικονομικής αρχής κατά την οποία ο πληθωρισμός μακροπρόθεσμα αποτελεί ένα νομισματικό φαινόμενο. Η νομισματική ανάλυση αξιοποιεί ένα εκτενές σύνολο νομισματικών, χρηματοπιστωτικών και οικονομικών πληροφοριών χρησιμοποιώντας ένα ευρύ φάσμα συμπληρωματικών εργαλείων και τεχνικών. Η EKT τον Φεβρουάριο του 1998 ανακοίνωσε μια τιμή αναφοράς 4.5% για τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του ευρέος νομισματικού μεγέθους Μ3 (Το μέγεθος αυτό περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία, τις καταθέσεις μιας ημέρας, τις καταθέσεις με συμφωνημένης διάρκειας έως και δύο ετών και υπό προειδοποίηση έως και τριών μηνών τις συμφωνίες επαναγοράς τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τα χρεόγραφα διάρκειας έως και δύο ετών). Αυτή η ανακοίνωση είχε ως σκοπό να καταστήσει σαφές ότι αν η ποσότητα χρήματος αυξάνεται με ρυθμούς υψηλότερους από την παραπάνω τιμή αναφοράς θα υπάρχει κίνδυνος για την διατάραξη της σταθερότητας των τιμών. Η νομισματική ανάλυση τέλος χρησιμεύει κυρίως ως μέσο διασταύρωσης, από μια μέσο-μακροπρόθεσμη προοπτική, των βραχυμεσοπρόθεσμων ενδείξεων που προκύπτουν από την οικονομική ανάλυση.

Η προσέγγιση των δύο παραπάνω πυλώνων σχεδιάστηκε με ιδιαίτερη προσοχή έτσι ώστε να διασφαλίζεται ότι, κατά την αξιολόγηση διατάραξης της σταθερότητας των τιμών, δεν θα παραβλέπεται καμία σημαντική πληροφορία καθώς επίσης και ότι θα δίνεται η απαραίτητη προσοχή στις διάφορες προσεγγίσεις και στην διασταύρωση πληροφοριών για να εκτιμηθούν συνολικά οι διάφοροι παράγοντες που μπορούν να προκαλέσουν διατάραξη στην σταθερότητα των τιμών. Έτσι περιορίζεται

ο κίνδυνος να διαπραχθούν σφάλματα που οφεύλονται στην υπερβολική εξάρτηση από έναν και μόνο δείκτη ή από ένα και μόνο υπόδειγμα. Βάσει αυτής της διαφοροποιημένης ανάλυσης κατά την οποία συνεκτιμώνται πληροφορίες που αφορούν τόσο στο μακροχρόνιο όσο και στον βραχυχρόνιο ορίζοντα εξασφαλίζεται η λήψη σωστών αποφάσεων. Η οικονομική και νομισματική ανάλυση αποτελούν δυο αλληλοσυμπληρούμενες προσεγγίσεις όπως επίσης και έναν οργανωτικό μηχανισμό για την εσωτερική ανάλυση και την εξωτερική επικοινωνία.

Για την επίτευξη αυτού του στόχου η EKT

- Ελέγχει την προσφορά χρήματος.
- Παρακολουθεί τις τάσεις των τιμών.

Ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος σημαίνει αυτόματα και τον καθορισμό των επιτοκίων για ολόκληρη την ζώνη του ευρώ. Αυτό αποτελεί την πιο γνωστή δραστηριότητα της EKT.

1.4 Τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

Το Ευρωσύστημα προκειμένου να πετυχαίνει τους στόχους του, διαθέτει μια σειρά από μέσα νομισματικής πολιτικής. Διενεργεί πράξεις ανοιχτής αγοράς, παρέχει πάγιες διευκολύνσεις καθώς επίσης απαιτεί και από τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά σε λογαριασμούς στο Ευρωσύστημα.

Πράξεις ανοιχτής αγοράς

Στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής από την EKT τον σημαντικότερο ίσως ρόλο διαδραματίζουν οι πράξεις ανοιχτής αγοράς. Χρησιμοποιούνται από το Ευρωσύστημα έτσι ώστε να επηρεάζουν τα επιτόκια, να διαχειρίζονται τις συνθήκες ρευστότητας στην αγορά και τέλος να σηματοδοτούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Το Ευρωσύστημα έχει στην διάθεση του πέντε είδη μέσων για την εκτέλεση των πράξεων ανοιχτής αγοράς τα οποία είναι : οι αντιστρεπτέες συναλλαγές (θεωρείται το σπουδαιότερο όλων), οι οριστικές συναλλαγές, η έκδοση πιστοποιητικού χρέους, οι πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων και τέλος η αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας. Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς διενεργούνται από την EKT η οποία αποφασίζει τον τρόπο, τους όρους και τις προϋποθέσεις που θα εκτελεστούν. Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς δύναται να διενεργούνται με τακτικές δημοπρασίες, με έκτατες δημοπρασίες ή με διμερείς διαδικασίες. Ανάλογα με τον σκοπό τους, αν

εκτελούνται σε τακτά ή έκτακτα χρονικά διαστήματα και με τις διαδικασίες τους οι πράξεις ανοιχτής αγοράς διακρίνονται στις εξής τέσσερις κατηγορίες:

1.Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης: Είναι τακτικές αντιστρεπτές συναλλαγές που παρέχουν ρευστότητα, διενεργούνται μια φορά την εβδομάδα και έχουν συνήθως διάρκεια μια ή δυο εβδομάδων. Διενεργούνται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών. Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης αποτελούν καίριο κομμάτι για την εκπλήρωση των σκοπών των πράξεων ανοιχτής αγοράς Ευρωσυστήματος.

2.Πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: Είναι αντιστρεπτές συναλλαγές που παρέχουν ρευστότητα μια φορά το μήνα και έχουν συνήθως διάρκεια περίπου τρεις μήνες. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται επίσης από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών και ο σκοπός τους είναι να παρέχουν στους αντισυμβαλλόμενους πρόσθετη πιο μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότηση. Συνήθως το Ευρωσύστημα με τις πράξεις αυτές δεν αποστέλλει μηνύματα στην αγορά αλλά δέχεται προσφορές τιμών ή επιτοκίων.

3.Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων ρευστότητας:

Διενεργούνται εκτάκτως σε αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά και έχουν ως σκοπό να διαχειριστούν τις εκάστοτε συνθήκες ρευστότητας προκειμένου να εξομαλύνουν τις επιπτώσεις στα επιτόκια και να τα επηρεάσουν. Διενεργούνται συνήθως ως αντιστρεπτές συναλλαγές αλλά κάποιες φορές λαμβάνουν και την μορφή πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων ή αποδοχής καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας. Τα μέσα και οι διαδικασίες που χρησιμοποιούνται για την διενέργεια των πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας στο είδος των συναλλαγών και στους συγκεκριμένους στόχους που επιδιώκονται με την διενέργεια των πράξεων. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται κατά κύριο λόγο από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες με έκτατες δημοπρασίες ή με διμερείς διαδικασίες. Πάραντα το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να αποφασίσει κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις οι διμερείς πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας να διενεργηθούν από την EKT.

4.Διαρθρωτικές πράξεις: Οι διαρθρωτικές πράξεις διενεργούνται μέσω της έκδοσης χρεογράφων, αντιστρεπτέων συναλλαγών και οριστικών συναλλαγών κάθε φορά που EKT επιθυμεί να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα. Τόσο οι διαρθρωτικές πράξεις με την μορφή αντιστρεπτέων συναλλαγών όσο και η έκδοση χρεογράφων διενεργούνται από τις

εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών. Οι διαρθρωτικές πράξεις με την μορφή οριστικών συναλλαγών διενεργούνται μέσω διμερών διαδικασιών.

Πάγιες διευκολύνσεις

Ο σκοπός των πάγιων διευκολύνσεων είναι η παροχή και απορρόφηση ρευστότητας μιας ημέρας, η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και η οριοθέτηση των επιτοκίων της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας. Οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν στην διάθεση τους δύο πάγιες διευκολύνσεις τις οποίες μπορούν να χρησιμοποιούν εφόσον πρώτα πληρούν ορισμένες λειτουργικές προϋποθέσεις.

Η πρώτη από τις πάγιες διευκολύνσεις είναι η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι προκειμένου να αποκτούν ρευστότητα διάρκειας μιας ημέρας από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες έναντι επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων. Το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης οριοθετεί προς τα πάνω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας.

Η δεύτερη από τις πάγιες διευκολύνσεις την οποία μπορούν οι αντισυμβαλλόμενοι να χρησιμοποιούν είναι η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων για να πραγματοποιούν καταθέσεις μιας ημέρας στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων οριοθετεί συνήθως προς τα κάτω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας.

Ελάχιστα αποθεματικά

Το σύστημα ελαχίστων αποθεματικών του Ευρωσυστήματος έχει ως σκοπό να σταθεροποίει τα επιτόκια στην αγορά χρήματος καθώς και να συμβάλλει στην δημιουργία (ή στην διεύρυνση) διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας. Τα ελάχιστα αποθεματικά που πρέπει να διατηρούν τα ιδρύματα καθορίζονται ανάλογα με συγκεκριμένα στοιχεία που περιέχονται στον ισολογισμό τους. Με στόχο πάντα την σταθεροποίηση των επιτοκίων, το σύστημα ελαχίστων αποθεματικών του Ευρωσυστήματος επιτρέπει στα ιδρύματα να χρησιμοποιούν το σύστημα του μέσου όρου. Η συμμόρφωση με την υποχρέωση τήρησης ελαχίστων αποθεματικών προσδιορίζεται βάσει του ημερήσιου μέσου όρου των αποθεματικών που διατηρεί το κάθε ίδρυμα στην διάρκεια μιας μηνιαίας περιόδου τήρησης. Στα απαιτούμενα

ελάχιστα αποθεματικά καταβάλλεται τόκος, με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστηματος.

Αντισυμβαλλόμενοι: Το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής έχει διαμορφωθεί κατά τέτοιο τρόπο ώστε να διασφαλίζεται η συμμετοχή ποικίλων αντισυμβαλλομένων. Εκείνα τα ιδρύματα που υπόκεινται στην υποχρέωση τήρησης ελαχίστων αποθεματικών έχουν το δικαίωμα να έχουν πρόσβαση στις πάγιες διευκολύνσεις καθώς και να συμμετέχουν σε πράξεις ανοιχτής αγοράς που εκτελούνται μέσω τακτικών δημοπρασιών. Το Ευρωσύστημα επιλέγει μόνο έναν περιορισμένο αριθμό αντισυμβαλλομένων που θα μπορεί να συμμετάσχει στις πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας. Εν αντιθέσει ότι αφορά στις οριστικές συναλλαγές δεν επιβάλλονται εκ των προτέρων περιορισμοί ως προς τους αντισυμβαλλόμενους. Για τις πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων για τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής χρησιμοποιούνται παράγοντες που συμμετέχουν στην αγορά συναλλάγματος.

Υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία: Σύμφωνα με το "Άρθρο 18.1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ όλες οι πιστωτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος πρέπει να βασίζονται σε επαρκή ασφάλεια. Στις πράξεις που διενεργεί το Ευρωσύστημα δέχεται ως ασφάλεια ένα ευρύ φάσμα περιουσιακών στοιχείων. "Έχει αναπτύξει γι αυτό τον λόγο ένα ενιαίο πλαίσιο για τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία που εφαρμόζεται σε όλες τις πιστοδοτικές πράξεις που διενεργούνται στο Ευρωσύστημα. Το ενιαίο πλαίσιο το οποίο είναι γνωστό και ως ενιαίος κατάλογος αντικατέστησε τον Ιανουάριο του 2007 το σύστημα των δυο βαθμίδων που ίσχυε από την έναρξη του τρίτου σταδίου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Το ενιαίο πλαίσιο καλύπτει εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία τα οποία πληρούν κάποια κριτήρια καταλληλότητας τα οποία είναι κοινά για ολόκληρη την ζώνη του ευρώ. Για τα διάφορα είδη πράξεων που πραγματοποιούνται στο πλαίσιο της άσκησης της νομισματικής πολιτικής δεν γίνεται διάκριση μεταξύ των εμπορεύσιμων και των μη εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων. Τα μη εμπορεύσιμα όμως περιουσιακά στοιχεία δεν χρησιμοποιούνται σε οριστικές συναλλαγές .Τα περιουσιακά στοιχεία που είναι αποδεκτά υπάρχει η δυνατότητα να χρησιμοποιούνται και σε διασυνοριακή βάση μέσω του συστήματος ανταποκριτιών κεντρικών τραπεζών.(Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στην ζώνη του ευρώ 1998)

1.5 Η στρατηγικά μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής

Η ΕΚΤ μπορεί να επηρεάσει την αγορά χρήματος και να κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια εφόσον κατέχει το αποκλειστικό δικαίωμα στην έκδοση τραπεζογραμματίων και τραπεζικών αποθεμάτων.

Στην οικονομική επιστήμη έχει αποδειχθεί θεωρητικά από διάφορους οικονομολόγους ότι οποιαδήποτε νομισματική πράξη πραγματοποιείται απαιτεί χρόνο για να επηρεάσει την οικονομία καθώς επίσης και ότι η επιφροή που ασκείται κάθε φορά είναι δύσκολο να προβλεφθεί και να καθοριστεί με απόλυτη ακρίβεια. Θεωρείται σκόπιμο λοιπόν να εξετάσουμε τις επιδράσεις του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Μακροπρόθεσμα η νομισματική πολιτική καθορίζει μόνο τον γενικό δείκτη τιμών δηλαδή την ονομαστική αξία αγαθών και υπηρεσιών και αφήνει ανεπηρέαστα τα πραγματικά μεγέθη όπως το πραγματικό προϊόν και την ανεργία. Με άλλα λόγια η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ δεν μπορεί να επηρεάσει μακροπρόθεσμα τον πληθωρισμό ή τις τιμές καθώς δεν είναι σε θέση να ελέγχει όλες τις απρόβλεπτες διαταραχές των τιμών. Για τον λόγο αυτό η ΕΚΤ θεωρεί τον πληθωρισμό ως ένα αμιγώς νομισματικό φαινόμενο και θεωρεί ότι μακροχρόνια η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να προέλθει μόνο μέσω της σταθερότητας των τιμών. Αυτό αποτελεί και τον κύριο λόγο που η ΕΚΤ, αν και έχει επικριθεί αρκετές φορές, έχει έναν και μόνο στόχο.

Βραχυπρόθεσμα εν αντιθέσει, η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει τα πραγματικά μεγέθη της οικονομίας. Αρχικά πρέπει να αναφέρουμε ότι ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής έχει την αφετηρία του στην αλλαγή των επίσημων επιτοκίων από την ΕΚΤ. Γνωρίζοντας ότι η ΕΚΤ έχει το μονοπώλιο στην έκδοση των τραπεζογραμματίων, οι τράπεζες τα ζητούν προκειμένου να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις των πελατών τους για τραπεζογραμμάτια και για να εκκαθαρίσει η αγορά των διατραπεζικών δανείων. Η ΕΚΤ μπορεί να ορίζει επομένως μονομερώς τα επιτόκια. Οι αλλαγές που προκαλούνται στα επιτόκια για την αγορά χρήματος προκαλούν όμως αναπόφευκτα και μεταβολές σε άλλα επιτόκια όπως στα επιτόκια βραχυπρόθεσμων καταθέσεων και χορηγήσεων των εμπορικών τραπεζών με σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομία.

Μέσω της μεταβολής των επιτοκίων της αγοράς χρήματος θα επηρεαστούν οι συνθήκες χρηματοδότησης της οικονομίας και θα επέλθει μια σειρά από αλυσιδωτές επιδράσεις για ολόκληρη την οικονομία. Θα επηρεαστεί τόσο η κατανάλωση , η αποταμίευση όσο και οι επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Οι μεταβολές αυτές με την σειρά τους θα οδηγήσουν σε μεταβολές στην προσφορά και στην ζήτηση και τότε είναι πιθανόν να υπάρξουν πληθωριστικές πιέσεις.

Η ΕΚΤ έχει αναλάβει να χαράσσει την νομισματική πολιτική για ολόκληρη την ζώνη του ευρώ. Είναι ένα έργο δύσκολο καθώς εμπλέκονται διάφοροι παράγοντες που μπορούν να την επηρεάσουν και να δυσχεράνουν την αποστολή της όπως είναι εξελίξεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον και αλλαγές σε δημοσιονομικές πολιτικές. Καλείται επομένως να λαμβάνει υπόψη της όλους τους παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την νομισματική της πολιτική και ταυτόχρονα να μην αποκλίνει από τον πρωταρχικό της στόχο που δεν είναι άλλος από την σταθερότητα των τιμών στην ζώνη του ευρώ.(ΕΚΤ Μηνιαίο Δελτίο 10^H Επέτειος της ΕΚΤ)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

Η ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Η ανεξαρτησία είναι πολύ σημαντικό στοιχείο για την λειτουργία μιας κεντρικής τράπεζας. Αναφέρεται κυρίως στην σχέση της με την πολιτική εξουσία. Σύμφωνα με τους Debelle and Fischer (1994) η ανεξαρτησία μπορεί να διαιρεθεί σε δυο κατηγορίες: στην ανεξαρτησία των στόχων που σημαίνει ότι οι στόχοι προσδιορίζονται από την ίδια την κεντρική τράπεζα και όχι από κάποιο άλλο όργανο και στην ανεξαρτησία των μέσων άσκησης νομισματικής πολιτικής που σημαίνει ότι η κεντρική τράπεζα έχει τον πλήρη έλεγχο στα εργαλεία για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών δε σημαίνει μόνο ελευθερία στην επιλογή των μέσων για την επίτευξη των στόχων που έχουν ήδη τεθεί αλλά επίσης ότι κανένα κυβερνητικό σώμα δεν μπορεί να επηρεάσει και να αλλάξει τις αποφάσεις τους.

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών γιατί όπως υποστηρίζει ο Blinder (1998) η νομισματική πολιτική από την φύση της πρέπει να σχεδιάζεται και να ασκείται σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Αν αντίθετα οι πολιτικοί αφεθούν να σχεδιάζουν τη νομισματική πολιτική σε βραχυχρόνια βάση δημιουργείται έντονος ο πειρασμός του να επιδιωχθούν και να επιτευχθούν οι βραχυπρόθεσμοι εις βάρος των μακροπρόθεσμων στόχων. Δεδομένου αυτού, υπάρχει μία διεθνής τάση για «αποπολιτικοποίηση» της νομισματικής πολιτικής. Αυτό επιτυγχάνεται με ανάθεση της νομισματικής πολιτικής σε μη εκλεγμένους τεχνοκράτες.

Μεγάλη είναι επίσης η σημασία που έχει η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών για την αντιμετώπιση του προβλήματος της χρονικής ασυνέπειας. Σε πολλές χώρες, ειδικά σε εκείνες που έχουν ισχυρή παράδοση στην ανεξαρτησία των κεντρικών τους τραπεζών, είναι πολύ σύνηθες να διορίζονται ως επικεφαλής της κεντρικής τράπεζας άτομα με ισχυρή αποστροφή στον πληθωρισμό. Αυτό γίνεται προκειμένου να ενισχυθεί μια περισσότερο περιοριστική νομισματική πολιτική.

Στα σχετικά θεωρητικά υποδείγματα γίνεται συνήθως η υπόθεση ότι η συνάρτηση κοινωνικής απώλειας έχει την ακόλουθη μορφή:

$$L_t = \frac{(U_t - U)^2}{2} + \theta \frac{(\pi_t - \pi^*)^2}{2} \quad (1)$$

Με άλλα λόγια η κοινωνία βιώνει απώλεια ευημερίας όταν η ανεργία και ο πληθωρισμός αποκλίνουν από τους στόχους που έχουν τεθεί. Δεδομένης της (1) η συνάρτηση στόχων μιας κεντρικής τράπεζας μπορεί να έχει την ακόλουθη μορφή:

$$L_t^B = \frac{(U_t - U^B)^2}{2} + \theta^B \frac{(\pi_t - \pi^B)^2}{2} + \omega(\pi_t, U_t), \quad (2)$$

όπου π^B και U^B αντιπροσωπεύουν τους στόχους πληθωρισμού και ανεργίας μιας κεντρικής τράπεζας που ενδέχεται να είναι διαφορετικοί από αυτούς της κυβέρνησης. Το θ^B αντιπροσωπεύει το πόσο μια κεντρική τράπεζα απεχθάνεται τις πληθωριστικές διακυμάνσεις σε σχέση με τις διακυμάνσεις της ανεργίας. Τέλος το $\omega(\pi_t, U_t)$ αντιπροσωπεύει την αποζημίωση του κεντρικού τραπεζίτη σαν συνάρτηση της απόδοσης του. Οι αρμόδιοι για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής πρέπει να διαλέξουν εκείνο το π όπου θα ελαχιστοποιεί την συνάρτηση απώλειας, δεδομένης της συνάρτησης Phillips, η οποία για απλοποίηση παίρνει την ακόλουθη μορφή:

$$U_t = -(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t, \quad (3)$$

όπου το ε_t είναι μια διαταραχή (shock) στην ανεργία που ακολουθεί μια κανονική κατανομή με μέσο μηδέν και σταθερή διακύμανση σ^2 .

2.1 Συντηρητικός κεντρικός τραπεζίτης

Ο Rogoff (1985a) μελέτησε το ενδεχόμενο του διορισμού μιας νομισματικής αρχής που θα έδινε περισσότερο βάρος, από ότι ο κοινωνικός σχεδιαστής, στις απώλειες από τις διακυμάνσεις του πληθωρισμού από τον βέλτιστο ρυθμό πληθωρισμού π . Εφόσον η κεντρική τράπεζα είναι ελεύθερη να διαλέξει το ρυθμό πληθωρισμού, σύμφωνα με την συνάρτηση στόχων της, στο συγκεκριμένο πλαίσιο έχει τόσο τα απαραίτητα εργαλεία στην διάθεσή της όσο και ανεξαρτησία στόχων. Η ανάλυση του Rogoff μπορεί να παρουσιαστεί υποθέτοντας έναν κεντρικό τραπεζίτη για τον οποίο ισχύει ότι $\pi^B = \pi$ και $U^B = U$, χωρίς ιδιωτικά κίνητρα, αλλά για τον οποίο ισχύει ότι $\theta^B > \theta$. Σύμφωνα με τον Rogoff μια νομισματική αρχή που χαρακτηρίζεται από $\theta^B > \theta$ αποκαλείται «συντηρητικός κεντρικός τραπεζίτης». Ο συντηρητικός κεντρικός τραπεζίτης θα επιλέξει το ρυθμό πληθωρισμού με στόχο την ελαχιστοποίηση της κοινωνικής ευημερίας ώστε στην ισορροπία να ισχύει η ακόλουθη σχέση:

$$\pi_t = \pi - \frac{1}{\theta^B} U + \frac{1}{1+\theta^B} \varepsilon_t , \quad (4)$$

Σε αυτή την περίπτωση οι διακυμάνσεις του πληθωρισμού και της ανεργίας είναι αντίστοιχα οι ακόλουθες:

$$Var(\pi) = \left(\frac{1}{1+\theta^B} \right)^2 \sigma^2 \quad (5\alpha)$$

$$Var(U) = \left(\frac{\theta^B}{1+\theta^B} \right)^2 \sigma^2 \quad (5\beta)$$

Οι δύο παραπάνω εξισώσεις συνοψίζουν τις κύριες συνέπειες του να διορίζεις ένα συντηρητικό κεντρικό τραπεζίτη. Η διακύμανση του πληθωρισμού είναι χαμηλότερη από ότι θα ήταν αν είχε οριστεί από έναν κοινωνικό σχεδιαστή με προτιμήσεις σαν και αυτές που περιγράφηκαν στην εξίσωση (1). Ωστόσο, για έναν συντηρητικό τραπεζίτη η μείωση της διακύμανσης του πληθωρισμού επιτυγχάνεται με κάποιο κόστος. Αυτό δεν είναι άλλο από τη υψηλότερη διακύμανση της ανεργίας. Στο βαθμό που η νομισματική αρχή δείχνει μεγαλύτερη αποστροφή στις διακυμάνσεις του πληθωρισμού από τον στόχο της, θα επέμβει λιγότερο για να αντισταθμίσει διαταραχές στην ανεργία.

2.2 Τι λένε τα στοιχεία

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη των εμπειρικών αποτελεσμάτων γύρω από την επίδραση της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών στο οικονομικό γίγνεσθαι. Το πρώτο ερώτημα ωστόσο που πρέπει να απαντηθεί είναι πως μετριέται η ανεξαρτησία. Η βασική προσέγγιση σύμφωνα με τους Bade and Parkin (1988) στηρίζεται στην κατασκευή ενός δείκτη για την ανεξαρτησία των τραπεζών βασισμένο σε μια σειρά θεσμικών και νομικών χαρακτηριστικών. Οι Grilli, Masciandaro and Tabellini (1991) μελέτησαν δείκτες για την ανεξαρτησία των τραπεζών σε 18 χώρες του ΟΟΣΑ και τους συσχέτισαν με μακροοικονομικά αποτελέσματα. Πιο συγκεκριμένα μελέτησαν δυο τύπους ανεξαρτησίας: την οικονομική ανεξαρτησία, την αυτονομία δηλαδή της κεντρικής τράπεζας να διαλέγει τα εργαλεία για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και την πολιτική ανεξαρτησία, την ελευθερία δηλαδή της κεντρικής τράπεζας να θέτει τους στόχους της νομισματικής πολιτικής.

Η ανεξαρτησία που έχει η κεντρική τράπεζα να διαλέγει τα εργαλεία για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής σύμφωνα με τους Grilli et al. μετριέται με δύο βασικά θεσμικά χαρακτηριστικά: την επιρροή της κυβέρνησης στο να καθορίζει το μέγεθος του δημοσιονομικού ελλείμματος που θα χρηματοδοτηθεί με εκτύπωση καινούριου χρήματος και τη φύση των νομισματικών εργαλείων που βρίσκονται υπό τον έλεγχο της κεντρικής τράπεζας. Το πρώτο μετριέται τόσο από το μέγεθος των περιορισμών στις άμεσες πιστωτικές διευκολύνσεις των κεντρικών τραπεζών που είναι διαθέσιμα στην κυβέρνηση όσο και από την έκταση όπου μια κεντρική τράπεζα συμμετέχει στην αρχική αγορά σαν αγοραστής δημοσίου χρέους. Όσον αφορά στο δεύτερο υπολογίζεται με βάση το αν είναι η κεντρική τράπεζα εκείνη που θέτει τα προεξοφλητικά επιτόκια όπως επίσης και την έκταση που η κεντρική τράπεζα είναι υπεύθυνη για την επιτήρηση του τραπεζικού συστήματος. Σύμφωνα με τις μετρήσεις τους, ο Καναδάς, οι ΗΠΑ και η Γερμανία έχουν τις πιο ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες. Στον αντίποδα η Ιταλία, η Ελλάδα και τέλος η Πορτογαλία έχουν τις λιγότερο ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες.

Η πολιτική ανεξαρτησία στην μελέτη τους ορίζεται βάσει τριών θεσμικών χαρακτηριστικών: τη διαδικασία διορισμού μελών για το διοικητικό συμβούλιο της κεντρικής τράπεζας, τη νομική σχέση της κεντρικής τράπεζας με την κυβέρνηση, και τέλος τις τυπικές νομικές υποχρεώσεις της κεντρικής τράπεζας. Χρησιμοποιώντας ένα δείκτη για τους παραπάνω όρους οι Grilli et al. κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η Γερμανία, η Ολλανδία, οι ΗΠΑ και η Ελβετία έχουν τις πιο ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες ενώ το Βέλγιο, η Ιαπωνία, η Ν Ζηλανδία, η Πορτογαλία και το Ήνωμένο Βασίλειο έχουν τις λιγότερο ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες. Κατέληξαν επίσης στο συμπέρασμα ότι αυτοί οι δύο δείκτες συσχετίζονται θετικά μεταξύ τους αλλά μπορεί να διαφέρουν σημαντικά σε ορισμένες περιπτώσεις χωρών. Επίσης, ο Cukierman (1992) χρησιμοποιεί παρόμοια με τους Grilli et al. θεσμικά χαρακτηριστικά (με περισσότερες λεπτομέρειες σε μερικά από αυτά) για να κατασκευάσει έναν συνολικό δείκτη για την νομική ανεξαρτησία 68 χωρών το 1980.

Υπάρχουν δύο βασικά συμπεράσματα από αυτήν την ανάλυση σχετικά με την σχέση της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας και των μακρόοικονομικών αποτελεσμάτων. Πρώτον, η μεγάλη ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών, συνδέεται με χαμηλές αποδόσεις πληθωρισμού σύμφωνα τόσο με τους Grilli et al. όσο και με τον Cukierman. Οι Grilli et al. επισημαίνουν ότι στο δείγμα τους χώρες με υψηλό χρέος που χαρακτηρίζονται από υψηλή πολιτική αστάθεια και σχετική ανεξαρτησία

των κεντρικών τους τραπεζών, όπως το Βέλγιο και η Ολλανδία, κατόρθωσαν να διατηρήσουν χαμηλό πληθωρισμό. Αυτό οφειλόταν προφανώς στην ανεξαρτησία των κεντρικών τους τραπεζών.

Δεύτερον, ο υψηλότερος βαθμός ανεξαρτησίας οδηγεί σε χαμηλότερο πληθωρισμό αλλά όχι σε χειρότερες επιδόσεις σε όρους πραγματικών μεταβλητών. Οι Grilli et al. για παράδειγμα δεν βρίσκουν σημαντική επίδραση της ανεξαρτησίας στο επίπεδο ή στην διακύμανση της ανάπτυξης του προϊόντος και κατά συνέπεια όχι σημαντική ανταλλακτική σχέση μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας. Ομοίως οι Alesina και Summers (1993) όπως και οι Alesina και Gatti (1995) βρίσκουν ότι οι ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες οδηγούν σε χαμηλούς πληθωρισμούς χωρίς μεγαλύτερη μεταβλητότητα στην ανάπτυξη ή στην ανεργία.

2.3 Στόχος πληθωρισμού

Προσφάτως αρκετές χώρες όπως η Αυστραλία, ο Καναδάς, η Νέα Ζηλανδία, η Σουηδία το Ηνωμένο Βασίλειο και μερικές ακόμα υιοθέτησαν σαφής πληθωριστικούς στόχους. Οι στόχοι για τον πληθωρισμό έχουν αρκετές οπτικές γωνίες και διάφοροι συγγραφείς τους έχουν ορίσει με διαφορετικούς τρόπους. Ο κύριος ορισμός περιέχει ένα σαφή ποσοτικό ρυθμός πληθωρισμού που θα έχει προτεραιότητα έναντι όλων των άλλων στόχων μιας ανεξάρτητης κεντρικής τράπεζας και θα ανακοινώνεται δημοσίως. Συνεπώς υπάρχει μια μείωση του ρόλου των ενδιάμεσων στόχων όπως ο στόχος για την νομισματική επέκταση, ωστόσο μπορεί να χρησιμοποιούνται όσο υποστηρίζουν και ενισχύουν το στόχο για τον πληθωρισμό. Γενικότερα ο στόχος για τον πληθωρισμό σημαίνει μια θεσμική δέσμευση για σταθερότητα των τιμών σαν πρωτεύον μακροπρόθεσμος στόχος της νομισματικής πολιτικής όπως επίσης και υψηλότερη διαφάνεια στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Η διαφάνεια ενισχύεται όχι μόνο λόγω της καλύτερης επικοινωνίας με το κοινό και με τις αγορές για τα σχέδια και τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής αλλά επειδή οι πληθωριστικοί στόχοι είναι πιο κατανοητοί από ότι οι νομισματικοί. Η λογοδοσία ενισχύεται επίσης με τον σαφή ποσοτικό προσδιορισμό του στόχου του πληθωρισμού. Η ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας αποτελούν ισχυρά κίνητρα για να θέτονται σαφή πληθωριστικοί στόχοι.

Υπάρχουν ωστόσο και κάποια μειονεκτήματα με την θέσπιση σαφών πληθωριστικών στόχων που αφορούν κυρίως προβλήματα στην εφαρμογή όπως επίσης και την παρακολούθηση παραγόντων που επηρεάζουν τον πληθωρισμό αλλά

δεν μπορούν να ελεγχθούν από τις νομισματικές αρχές. Ο ρυθμός του πληθωρισμού δεν μπορεί εύκολα να ελεγχθεί από τις κεντρικές τράπεζες και τα αποτελέσματα είναι ορατά με μεγάλη χρονική υστέρηση. Ο ατελής έλεγχος του πληθωρισμού καθιστά ακόμα πιο δύσκολη την αξιολόγηση των αποδόσεων των κεντρικών τραπεζών τόσο από το κοινό όσο και από τις χρηματαγορές. Κατά συνέπεια το επιχείρημα της λογοδοσίας αποδυναμώνεται.

2.4 Συμβόλαια κίνητρα για τους τραπεζίτες

Για να γίνει αντιληπτό γιατί οι νομισματικές αρχές συχνά έχουν στόχους διαφορετικούς από αυτούς του κοινωνικού σχεδιατή πρέπει να εξετάσουμε τα ιδιωτικά κίνητρα. Αυτή είναι η προσέγγιση των Walsh (1995 a) και Persson και Tebellini (1993) οι οποίοι μελέτησαν τα συμβόλαια-κίνητρα για τον πληθωρισμό. Το βασικό σημείο εδώ είναι ότι αν η κυβέρνηση μπορεί να σχεδιάσει ένα συμβόλαιο το οποίο να επιδρά άμεσα στα κίνητρα που αντιμετωπίζει η νομισματική αρχή σχετικά με τον ρυθμό του πληθωρισμού, μπορεί να εξαλείψει την πληθωριστική μεροληψία ενώ παράλληλα η κεντρική τράπεζα θα είναι ελεύθερη να ανταποκρίνεται στις όποιες διαταραχές. Η ιδέα είναι ότι αφού η πληθωριστική μεροληψία αντανακλά την υποτίμηση της εξίσωσης για το κόστος του πληθωρισμού από τις νομισματικές αρχές, η μεροληψία μπορεί να ελαχιστοποιηθεί εάν κληθεί να εσωτερικεύσει μία πρόσθετη ποινή σε περίπτωση υψηλότερου πληθωρισμού.

Ας υποθέσουμε ότι η νομισματική αρχή υιοθετεί την εξίσωση της κοινωνικής απώλειας όπως δίνεται από την (1) αλλά της δόθηκε πρόσθετα ένα ιδιωτικό κίνητρο όπου η αμοιβή της εξαρτάται από τις επιδόσεις της ως προς τον πληθωρισμό. Ειδικότερα ας πούμε ότι η αμοιβή της είναι γραμμική συνάρτηση των αποκλίσεων του πραγματικού πληθωρισμού από τον στόχο πέτσι ώστε η (2) να μετατραπεί σε:

$$L_t^B = \frac{(U_t - U)^2}{2} + \theta \frac{(\pi_t - \pi)^2}{2} + \omega^0 X(\pi_t - \pi) \quad (6)$$

όπου ω είναι ένας συντελεστής που πρέπει να οριστεί. Η ελαχιστοποίηση της 6 από την νομισματική αρχή με περιορισμό την (3) δίνει:

$$\pi_t = \pi - \frac{\omega^0}{\theta} - \frac{U}{\theta} + \frac{1}{1+\theta} \varepsilon_t \quad (7)$$

Ορίζοντας εν συνεχεία το ω ίσο με -U, σαν την ιδιωτική ποινή για κάθε μονάδα πληθωρισμού, θα αποφέρει την καλύτερη δυνατή λύση όσο αφορά στο επίπεδο και στη διακύμανση του πληθωρισμού.

Το συμβόλαιο-κίνητρο για το πληθωρισμό είναι πολύ απλό αλλά παράλληλα και πολύ αποτελεσματικό για το πρόβλημα της χρονικής συνέπειας. Με το να παρέχεις στην κεντρική τράπεζα άμεσα κίνητρα που αποθαρρύνουν την πληθωριστική νομισματική πολιτική, επιτυγχάνεται η καλύτερη δυνατή λύση. Στη θετική πλευρά το αποτέλεσμα δείχνει ότι μπορεί να υπάρχει κοινωνικό όφελος από την παροχή αυτών των κινήτρων, που είναι συνηθισμένα στον ιδιωτικό τομέα, αλλά που όμως θα μπορούσαν να θεωρηθούν εντελώς ακατάλληλα για το δημόσιο τομέα. Η απλότητα του σχεδίου για τα κίνητρα είναι εντυπωσιακή, αλλά ταυτόχρονα είναι και παραπλανητική. Αντανακλά την απλότητα με την οποία υποδειγματοποιείται η οικονομία. Το υπόδειγμα όμως δεν ενσωματώνει την πολυπλοκότητα των απρόβλεπτων γεγονότων που μια νομισματική αρχή καλείται να αντιμετωπίσει. Η πολυπλοκότητα των γεγονότων αυτών δεν σημαίνει μόνο ότι θα είναι σχεδόν αδύνατον να προσδιορίσεις πλήρως οτιδήποτε αναπάντεχο εκ των προτέρων, αλλά ότι θα είναι αρκετά δύσκολο να συνταχθεί ένα συμβόλαιο για αυτά τα «απρόβλεπτα» γεγονότα. Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η απλότητα και η ευκολία του να επιτύχεις την καλύτερη δυνατή λύση είναι μάλλον απατηλή.

O Walsh (1995b) δίνει έμφαση σε αυτό το πρόβλημα επισημαίνοντας ότι στην πραγματικότητα η ένταξη αυτών των κινήτρων στα συμβόλαια μπορεί να είναι δύσκολη. Η απουσία των απρόοπτων δυσάρεστων καταστάσεων από τα συμβόλαια αντανακλά επίσης την απλότητα της δημιουργίας τους. Στο απλό υπόδειγμα των Barro-Gordon το συμβόλαιο δεν θα είναι απλό αν η νομισματική αρχή δεν έχει τις ίδιες προτιμήσεις με την κοινωνία, όπως και στο μαθηματικό παράδειγμα που είδαμε προηγούμενος. Σε μερικές περιπτώσεις, πάραντα, τα απλά συμβόλαια μπορεί να προσεγγίζουν πιο περίπλοκα βέλτιστα συμβόλαια. O Walsh μας δίνει για παράδειγμα έναν κανόνα απόλυτης, όπου ο κεντρικός τραπεζίτης απολύεται αν ο ρυθμός πληθωρισμού υπερβεί την κρίσιμη τιμή. Αυτή η διάταξη είναι κατά προσέγγιση αντιπροσωπευτική αυτού που συμβαίνει τώρα στην Νέα Ζηλανδία, που συχνά αναφέρεται σαν παράδειγμα που δείχνει ότι τέτοια συμβόλαια δεν είναι τελείως υποθετικά. Ο διοικητής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Ζηλανδίας συμφωνεί σε έναν στόχο πληθωρισμού με την κυβέρνηση, και η θέση του εξαρτάται από την επίτευξη αυτού του στόχου. Επίσης οι ρυθμίσεις για αλλαγές του στόχου

καθορίζονται εκ των προτέρων. Περισσότερες λεπτομέρειες αυτής της διάταξης δίνονται από τους Walsh (1995 b) and Archer (1997).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΙ ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΩΝ ΗΠΑ

3.1 Η Δομή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ που συχνά αναφέρεται ως Federal Reserve System ή απλώς FED είναι η κεντρική τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών. Δημιουργήθηκε από το Κογκρέσο ώστε να παρέχει στο έθνος ένα ασφαλέστερο πιο ευέλικτο και πιο σταθερό νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Επιπρόσθετα διάφορες κρίσεις στο τραπεζικό σύστημα όπως "The bank panic" το 1907 οδήγησαν στην ανάγκη ανασυγκρότησης του τραπεζικού συστήματος και αποτέλεσαν την κινητήριο δύναμη για την δημιουργία της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ. Δημιουργήθηκε στις 23 Δεκεμβρίου 1913, με την υπογραφή της Federal Reserve Act από τον πρόεδρο Woodrow Wilson. Η FED συμπεριλαμβάνει δώδεκα 'Federal Reserve District Banks': Βοστώνη, Νέα Υόρκη, Φιλαδέλφεια, Κλήβελαντ, Ρίτσμοντ, Ατλάντα, Σικάγο, Μιννεάπολη, Σεντ Λούις, Ντάλλας, Κάνσας, και Σαν Φρανσίσκο. Με τα χρόνια ο ρόλος της έχει εξελιχθεί και επεκταθεί αρκετά.

Σήμερα οι αρμοδιότητες της FED εστιάζονται στα εξής τμήματα:

- ↳ Στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής της χώρας με το να επηρεάζουν τα χρήματα και τις πιστωτικές συνθήκες στην οικονομία κατά την επιδίωξη της πλήρους απασχόλησης και της σταθερότητας των τιμών.
- ↳ Στην εποπτεία και ρύθμιση των τραπεζικών ιδρυμάτων για την εξασφάλιση της ασφάλειας και της ευρωστίας των τραπεζών του έθνους και του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και της προστασίας των πιστωτικών δικαιωμάτων των καταναλωτών.
- ↳ Στην διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- ↳ Στην παροχή συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών προς την κυβέρνηση των ΗΠΑ, στο κοινό, στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καθώς και στους ξένους επίσημους φορείς, συμπεριλαμβανομένου του ότι διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη λειτουργία των εθνικών συστημάτων πληρωμών.

Η δομή της FED απαρτίζεται από τα εξής πέντε μέρη:

- The Federal Open Market Committee (FOMC): Την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς που επιβλέπει της πράξεις ανοικτής αγοράς, το κύριο εργαλείο της εθνικής νομισματικής πολιτικής.
- The presidentially appointed Board of Governors: Το Διοικητικό Συμβούλιο, μια ανεξάρτητη ομοσπονδιακή κυβερνητική υπηρεσία που βρίσκεται στην Washington.
- Twelve regional privately-owned Federal Reserve Banks: Δώδεκα περιφερειακές ιδιόκτητες Ομοσπονδιακές Τράπεζες που βρίσκονται σε μεγάλες πόλεις σε ολόκληρη την χώρα και διαιρούν το έθνος σε δώδεκα περιοχές.
- Numerous other private US member banks: Πολλές άλλες ιδιωτικές τράπεζες που είναι μέλη των ΗΠΑ.
- Various advisory councils: Διάφορα γνωμοδοτικά συμβούλια.

Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) αποτελεί το βασικό όργανο λήψης αποφάσεων της FED για τον καθορισμό της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ. Αποτελείται από δώδεκα μέλη. Συγκεκριμένα απαρτίζεται από τα επάνω μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, τον Πρόεδρο της New York FED και τέσσερις προέδρους από τις υπόλοιπες έντεκα Federal Reserve Banks. Οι τελευταίοι εκτελούν θητεία ενός έτους εκ περιτροπής. Οι υπόλοιποι έξι Πρόεδροι των Federal Reserve Banks παρευρίσκονται στις συνεδριάσεις της Επιτροπής όπου συμμετέχουν και παρεμβαίνουν στις συζητήσεις που πραγματοποιούνται χωρίς όμως να έχουν δικαίωμα ψήφου. Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς οργανώνεται αυτόνομα. Συγκεκριμένα, κάθε χρόνο στην πρώτη συνεδρίαση που πραγματοποιεί εκλέγει τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο καθώς επίσης και τα στελέχη που θα υπηρετήσουν για τον επόμενο χρόνο. Συνήθως την θέση του Προέδρου καταλαμβάνει ο Πρόεδρος του Συμβουλίου των Διοικητών και την θέση του Αντιπροέδρου ο Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Αποθεματικής Τράπεζας της Νέας Υόρκης. Ενώ τα στελέχη επιλέγονται από το προσωπικό του Συμβουλίου των Διοικητών και των Reserve Banks. Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς υποχρεούται βάσει νόμου να συνεδριάζει τουλάχιστον τέσσερις φορές το χρόνο στην Washington DC. Πάραντα από το 1981 και έπειτα πραγματοποιεί κατά μέσο όρο οκτώ τακτικές συνεδριάσεις το χρόνο σχεδόν μια φορά κάθε έξι εβδομάδες. Εάν οι περιστάσεις το απαιτούν τα μέλη δύναται να κληθούν εκτάκτως να συμμετάσχουν σε ειδικές

συσκέψεις, τηλεφωνικές συνδιασκέψεις ή ακόμα και να ψηφίσουν για μια προτεινόμενη δράση με πληρεξούσιο.

Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς θεωρείται το κύριο νομισματικό όργανο της FED καθώς είναι υπεύθυνη για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Η πολιτική της αποσκοπεί στην προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης, της πλήρους απασχόλησης, σε σταθερές τιμές και σε μια βιώσιμη διάρθρωση του διεθνούς εμπορίου και των πληρωμών. Βασική αρμοδιότητα της είναι οι λειτουργίες της ανοικτής αγοράς καθώς επίσης και να διευθύνει πράξεις σε ξένα νομίσματα.

Το **Συμβούλιο Διοικητών** της FED αποτελεί το κεντρικό σημείο στην οργάνωση του Συστήματος Ομοσπονδιακών Τραπέζων. Απαρτίζεται από επτά μέλη τα οποία διορίζονται από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ με την σύμφωνη γνώμη της Συγκλήτου. Ο Πρόεδρος των ΗΠΑ αναλαμβάνει επίσης να διορίσει έναν Πρόεδρο και έναν Αντιπρόεδρο για το Συμβούλιο Διοικητών που υπηρετούν θητεία τεσσάρων χρόνων. Από κάθε μια Ομοσπονδιακή Τράπεζα μπορεί όμως να συμμετέχει ένα μόνο άτομο. Τα μέλη του Συμβουλίου είναι άτομα που πληρούν κάποιες ουσιαστικές προϋποθέσεις για τον διορισμό τους (Pollard 2003). Η θητεία κάθε μέλους διαρκεί δεκατέσσερα χρόνια και δεν ανανεώνεται. Το Συμβούλιο των Διοικητών συνεδριάζει κάθε δύο εβδομάδες και πολλές από αυτές τις συνεδριάσεις είναι ανοιχτές για το κοινό. Το Συμβούλιο των Διοικητών είναι υποχρεωμένο από το νόμο να κρατάει αρχείο με της αποφάσεις της FOMC το οποίο και καταθέτει στην ετήσια αναφορά του στο Κογκρέσο. Τα πρακτικά των συναντήσεων δημοσιεύονται περίπου τρεις εβδομάδες αργότερα από την συνεδρίαση. Έργο του Διοικητικού Συμβουλίου είναι η επιτήρηση των δώδεκα District Reserve Banks συμπεριλαμβανομένων των προϋπολογισμών τους και των μισθών των Προέδρων. Το Συμβούλιο οφείλει να ελέγχει γενικά το τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ εξετάζοντας ζεχωριστά κάθε τράπεζα ως προς την ασφάλεια και την συμμόρφωση της με τον νόμο. Βασική αρμοδιότητα του Συμβουλίου είναι ο καθορισμός των επιτοκίων και η εξασφάλιση των ελαχίστων χρηματικών διαθεσίμων.

Οι Ηνωμένες Πολιτείες είναι χωρισμένες σε δώδεκα περιφέρειες κάθε μια από τις οποίες έχει την δική της **Τράπεζα Ομοσπονδιακών Αποθεματικών**. Κάθε Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει το δικό της Συμβούλιο το οποίο αποτελείται από εννέα Διευθυντές και είναι υπεύθυνη για μια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή ή περιφέρεια των ΗΠΑ. Οι Ομοσπονδιακές Τράπεζες μαζί με τα υποκαταστήματα τους επιτελούν διάφορες λειτουργίες μεταξύ των οποίων είναι ο χειρισμός των

συστημάτων πληρωμών, η διανομή του εθνικού νομίσματος, η εποπτεία και η ρύθμιση των τραπεζών μελών τους και των εταιρειών που βρίσκονται στην κατοχή τους και τέλος η παροχή διαφόρων υπηρεσιών για λογαριασμό του Υπουργείου Οικονομικών. Πέρα από τα παραπάνω καθήκοντα που έχουν για ολόκληρο το Σύστημα κάθε Ομοσπονδιακή Τράπεζα είναι υποχρεωμένη να λειτουργεί σαν αποθετήριο για τις τράπεζες που βρίσκονται στην περιφέρεια της. Όπως αναφέραμε και παραπάνω το Διοικητικό Συμβούλιο επιτηρεί τις δραστηριότητες όλων των Ομοσπονδιακών Τραπεζών και εγκρίνει τον ετήσιο προϋπολογισμό τους. Κάθε Ομοσπονδιακή Τράπεζα διαθέτει ένα ερευνητικό προσωπικό που συλλέγει και αναλύει ένα ευρύ φάσμα οικονομικών δεδομένων και εξελίξεων στην κάθε περιφέρεια. Τα στοιχεία αυτά βοηθούν το Συμβούλιο Διοικητών και την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς να χαράξουν την κατάλληλη νομισματική πολίτική για ολόκληρη την χώρα. Οι περισσότερες Ομοσπονδιακές Τράπεζες δημοσιεύουν σε μηνιαία ή τριμηνιαία βάση ένα περιοδικό αφιερωμένο στην βασική τους έρευνα και στην ανάλυση τρεχουσών οικονομικών συνθηκών της περιοχής τους.

Οι εθνικές εμπορικές τράπεζες μπορούν να διαιρεθούν σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει εκείνες τις τράπεζες που είναι μέλη του Federal Reserve System, η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει εκείνες που δεν είναι μέλη και τέλος ανάλογα με το πιο κυβερνητικό σώμα τις επιβλέπει. Οι τράπεζες εκείνες που είναι υπό την επίβλεψη της ομοσπονδιακής κυβέρνησης είναι οι εθνικές τράπεζες και βάσει νόμου είναι μέλη του Federal Reserve System. Ενώ εκείνες που επιβλέπονται από τις Πολιτείες διαιρούνται σε εκείνες που είναι μέλη του Federal Reserve System (state member banks) και σε εκείνες που δεν είναι μέλη (state nonmember banks). Οι τελευταίες μπορεί να γίνουν μέλη αν πληρούν κάποιες προϋποθέσεις που θέτονται από το Συμβούλιο των Διευθυντών. Οι τράπεζες μέλη πρέπει να συνεισφέρουν στο απόθεμα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της περιφερείας τους με το 6% του κεφαλαίου τους και του πλεονάσματός τους.

To Federal Reserve System περιλαμβάνει διάφορα γνωμοδοτικά συμβούλια τα οποία είναι επιφορτισμένα το καθένα με διαφορετικές ευθύνες. Το Συμβούλιο Διοικητών επηρεάζεται άμεσα από τρία συμβούλια:

- ♦ **Federal Advisory Council:** Το Συμβούλιο αυτό αποτελείται από δώδεκα αντιπροσώπους του τραπεζικού κλάδου και συμβουλεύει το Συμβούλιο Διοικητών για όλα τα θέματα της οικονομίας. Συνεδριάζει συνήθως τέσσερις φορές το χρόνο, όπως απαιτείται από την Federal Reserve Act ,στην Ουάσινγκτον DC.Oι συνεδριάσεις

αυτές πραγματοποιούνται την πρώτη Παρασκευή του Φεβρουάριου, του Μαΐου, του Σεπτεμβρίου και του Δεκεμβρίου.

- ◆ Consumer Advisory Council: Ιδρύθηκε το 1976 και συμβουλεύει το Συμβούλιο Διοικητών στα πλαίσια των αρμοδιοτήτων που του έχουν τεθεί από το Consumer Credit Protection Act και γενικότερα για καταναλωτικά θέματα. Συνεδριάζει τρεις φορές το χρόνο στην Ουάσινγκτον DC και οι συνεδρίες του είναι ανοιχτές για το κοινό.
- ◆ Thrift Institutions Advisory Council.Το Συμβούλιο Διοικητών δημιουργησε αυτό το Συμβούλιο το 1980 για να του παρέχει σημαντικές συμβουλευτικές υπηρεσίες. Διαφέρει σημαντικά από τα δύο προηγούμενα γνωμοδοτικά συμβούλια εφόσον δεν είναι νομοθετημένο σώμα. Πάραντα παρέχει σημαντικές πληροφορίες από αντιπροσώπους ιδρυμάτων που έχουν άμεση σχέση με την Federal Reserve.Συναντιέται με το Συμβούλιο Διοικητών τρεις φορές το χρόνο στην Ουάσινγκτον DC και τα μέλη του έχουν θητεία δύο χρόνων.

Οι Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες χρησιμοποιούν επίσης διάφορα γνωμοδοτικά συμβούλια για να αντλούν πληροφορίες εκ των οποίων τα σημαντικότερα είναι εκείνα που ασχολούνται με την γεωργία, με εργατικά θέματα και με μικρές επιχειρήσεις.

3.2 Βασικοί οικονομικοί στόχοι

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ χαράσσει την νομισματική πολιτική με στόχο να προωθήσει αποτελεσματικά την μέγιστη απασχόληση, τις σταθερές τιμές και να διατηρεί τα μακροπρόθεσμα επιτόκια σε χαμηλό επίπεδο.

Σε μακροπρόθεσμη βάση, η ποσότητα των αγαθών και των υπηρεσιών που μια οικονομία παράγει καθώς επίσης και ο αριθμός των θέσεων εργασίας που δημιουργεί εξαρτώνται από άλλους παράγοντες εκτός της νομισματικής πολιτικής. Αυτοί οι παράγοντες περιλαμβάνουν την τεχνολογία και αντανακλούν τις προτιμήσεις των καταναλωτών για την αποταμίευση , για τον κίνδυνο και για προσπάθεια για εργασία. Κατά συνέπεια λοιπόν μέγιστη βιώσιμη παραγωγή και απασχόληση σημαίνει επίπεδα συμβατά με αυτούς τους παράγοντες σε μακροπρόθεσμη βάση.

Παρόλο που η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να επηρεάσει την παραγωγή και την απασχόληση μακροπρόθεσμα μπορεί ωστόσο να το κάνει σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Η οικονομία διέρχεται μέσα από επιχειρηματικούς κύκλους στους οποίους τα επίπεδα παραγωγής και απασχόλησης μπορεί να αποκλίνουν από τα

μακροπρόθεσμα επίπεδα. Έτσι όταν η ζήτηση μειώνεται και υπάρχει ύφεση η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ μπορεί να τονώσει την οικονομία προσωρινά και να την ωθήσει ξανά στα μακροπρόθεσμα επίπεδα παραγωγής με την μείωση των επιτοκίων. Για αυτό η ανάπτυξη της παραγωγής και της απασχόλησης μακροπρόθεσμα αποτελεί βραχυπρόθεσμο στόχο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ.

Συνεχής και επίμονη προσπάθεια όμως για τόνωση της οικονομίας παραπάνω από τα μακροπρόθεσμα επίπεδα μπορεί να οδηγήσει σε όλο και υψηλότερο πληθωρισμό χωρίς να μειώνεται η ανεργία ή να αυξάνεται η παραγωγικότητα μακροπρόθεσμα. Σε αυτήν λοιπόν την περίπτωση όχι μόνο δεν έχουμε οφέλη από την επεκτατική πολιτική αλλά αντιθέτως θα οδηγηθούμε σε υψηλότερο πληθωρισμό.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στην προσπάθεια της να προωθήσει αποτελεσματικά τους στόχους της πλήρης απασχόλησης, της σταθερότητας των τιμών και του καθορισμού των μακροπρόθεσμων επιτοκίων επικεντρώνεται στην μακροπρόθεσμη σταθερότητα των τιμών. Οι σταθερές τιμές μακροχρόνια εξασφαλίζουν την διατήρηση των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα και συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη. Μέσω της σταθερότητας των τιμών ενθαρρύνεται η αποταμίευση από την πλευρά των νοικοκυριών και η δημιουργία κεφαλαίου από την πλευρά των επενδύσεων καθώς έχουμε ελαχιστοποίηση του ρίσκου υποτίμησης της αξίας των ομολόγων. Τέλος η σταθερότητα των τιμών οδηγεί σε άριστη κατανομή των πόρων.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω σε μακροπρόθεσμο επίπεδο η σταθερότητα των τιμών οδηγεί σε οικονομική μεγέθυνση και αύξηση της απασχόλησης. Σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο όμως κάτι τέτοιο μπορεί να μην ισχύει καθώς οι δύο στόχοι αντικρούνται. Ο στόχος για χαμηλό πληθωρισμό μπορεί να αντιπαρατίθεται με τον στόχο της υψηλής απασχόλησης. Έτσι μια ενδεχόμενη αύξηση της ανεργίας μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του πληθωρισμού η οποία να συνοδευτεί από μια επεκτατική πολιτική με τελικό σκοπό να υπάρξει αύξηση της απασχόλησης. Υπάρχουν όμως και περιπτώσεις όπου έχουμε αύξηση του πληθωρισμού όταν έχουμε πτώση κάτω από το φυσιολογικό ποσοστό του προϊόντος και της απασχόλησης. Αυτό συμβαίνει ιδιαίτερα όταν η διαταραχή προέρχεται από την πλευρά της προσφοράς. Σε αυτήν την περίπτωση αυτοί που χαράσσουν την νομισματική πολιτική βρίσκονται μπροστά στο δίλλημα για το αν θα πρέπει να εστιάσουν στην τόνωση της αγοράς ή στην επαναφορά του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα. Σε μια τέτοια κατάσταση είναι

πολύ πιθανόν οι οικονομικοί δρώντες να αντιληφθούν τον κίνδυνο για αύξηση του πληθωρισμού και να προσαρμόσουν έτσι τις προσδοκίες τους για τις τιμές και τους μισθούς που να υπάρξει περαιτέρω αύξηση του πληθωρισμού. Είναι πολύ σημαντικό λοιπόν για την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ να βρει την ισορροπία ανάμεσα στον βραχυπρόθεσμο στόχο της για σταθεροποίηση και στον μακροπρόθεσμο στόχο της για χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δίνει ιδιαίτερη σημασία στις χρηματιστηριακές αγορές διότι παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για την μελλοντική πορεία της οικονομίας και αυτό βοηθά τους υπεύθυνους να χαράξουν την κατάλληλη νομισματική πολιτική. Η διαρκής άνοδος της χρηματιστηριακής αγοράς μπορεί να οδηγήσει τα νοικοκυριά να καταναλώνουν περισσότερο. Αν όμως η οικονομία βρίσκεται σε πλήρη παραγωγικότητα αυτό θα προκαλέσει πληθωριστικές πιέσεις. Έτσι μια διαρκής άνοδος του χρηματιστηρίου θα μπορούσε να οδηγήσει την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ να τροποποιήσει αναλόγως τις προβλέψεις της για τον πληθωρισμό και την παραγωγή.

Πέρα από τις ανησυχίες της για την οικονομία η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ εστιάζει στις χρηματιστηριακές αγορές έτσι ώστε να μπορεί να συμβάλει στην χρηματοοικονομική σταθερότητα περιορίζοντας τις χρηματοοικονομικές διαταραχές και αποτρέποντας την διάδοση τους εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα. Σε μια επικείμενη διαταραχή, όπως μια μεγάλη πτώση των μετοχών, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ μπορεί μέσω των ρυθμιστικών πολιτικών της προς τα τραπεζικά ιδρύματα και τα συστήματα πληρωμών να βελτιώσει την ευκαμψία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μπορεί επίσης με την παροχή ρευστότητας μέσω των ανοιχτών αγορών ή μέσω δανεισμού με προνομιακούς όρους να μετριάσει την επίδραση που θα έχει στις χρηματαγορές μια μεγάλη διαταραχή στην οικονομία.

3.3 Τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ
Τα εργαλεία που χρησιμοποιεί η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ για να πετύχει τους στόχους της είναι η διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς (Open market Operations), η θυρίδα προεξοφλήσεων (Discount window) και η προσαρμογή της υποχρέωσης τήρησης ελαχίστων αποθεματικών (Reserve Requirements).

Ένα από τα πιο σημαντικά εργαλεία νομισματικής πολιτικής που διαθέτει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είναι οι πράξεις ανοικτής αγοράς η οποία συνεπάγεται την αγορά ή την πώληση ομολόγων του Δημοσίου στην ανοικτή αγορά.

Αυτή η πρακτική επηρεάζει άμεσα τα επιτόκια και την συνολική προσφορά χρήματος. Αν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αγοράζει ομόλογα στην ανοικτή αγορά αυξάνει την προσφορά χρήματος στην οικονομία αφού έχουμε εναλλαγή ομολόγων έναντι μετρητών στο ευρύ κοινό. Αντιθέτως αν πωλεί ομόλογα μειώνει την προσφορά χρήματος με την άρση μετρητών από την οικονομία σε αντάλλαγμα των ομολόγων. Αντίστοιχα η αγοροπωλησία ομόλογων επηρεάζει τα επιτόκια. Με την αγορά ομολόγων οι τιμές ωθούνται υψηλότερα και τα επιτόκια μειώνονται ενώ με την πώληση ομολόγων οι τιμές ωθούνται προς τα κάτω και τα επιτόκια αυξάνονται. Στην πραγματικότητα οι πράξεις ανοικτής αγοράς αποτελούν περισσότερο ένα εργαλείο εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας εξαιτίας του μεγάλου μεγέθους της αμερικανικής αγοράς ομολόγων του δημοσίου.

Το δεύτερο σημαντικό εργαλείο άσκησης νομισματικής πολιτικής είναι η **θυρίδα προεξοφλήσεων**. Η κεντρική τράπεζα καθορίζει το προεξοφλητικό επιτόκιο σύμφωνα με το οποίο δανείζονται κεφάλαια στο βραχυπρόθεσμο διάστημα οι εμπορικές τράπεζες. Όπως είναι φυσικό αυτό αποτελεί την βάση για την διαμόρφωση των άλλων επιτοκίων. Συγκεκριμένα αν παρατηρείται αύξηση στο προεξοφλητικό επιτόκιο τότε υποδηλώνεται η εφαρμογή μιας περιοριστικής νομισματικής πολιτικής η οποία αποβλέπει στην μείωση της ζήτησης, του πληθωρισμού και των κρατικών δαπανών. Ενώ αν παρατηρείται μείωση τότε η νομισματική πολιτική είναι επεκτατική και αποσκοπεί στην δημιουργία αυξητικών τάσεων στα μεγέθη που αναφέραμε. Πρέπει να αναφέρουμε ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο καθορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο κάθε μιας ομοσπονδιακής τράπεζας και εγκρίνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της FED. Σε γενικές γραμμές η FED δεν ενθαρρύνει το δανεισμό σε αυτό το επιτόκιο και για αυτό το θέτει πολύ χαμηλότερα από το αντίστοιχο των ομοσπονδιακών καταθέσεων.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ τέλος, έχει την δυνατότητα να επιβάλει στις τράπεζες να προσαρμόζουν την **υποχρέωσης τήρησης ελαχίστων αποθεματικών**, η οποία καθορίζει το ύψος των αποθεματικών που μια τράπεζα οφείλει να διαθέτει. Με την ρύθμιση της αναλογίας των αποθεματικών η Ομοσπονδιακή Τράπεζα μπορεί να επηρεάσει αποτελεσματικά την ποσότητα χρήματος που τα ιδρύματα μπορούν να δανείσουν. Αν ο συντελεστής αυξάνεται οι τράπεζες θα έχουν στην διάθεση τους λιγότερα χρήματα να δανείσουν και περισσότερα αν ο συντελεστής μειώνεται. Αυτό το εργαλείο πλέον χρησιμοποιείται

σπάνια για την άσκηση νομισματικής πολιτικής γιατί οι αλλαγές στις απαιτήσεις σπανίζουν.

3.4 Σύγκριση μεταξύ των δυο τραπεζών

Οι συνθήκες που οδήγησαν στην δημιουργία της EKT διαφέρουν σημαντικά από εκείνες που δημιούργησαν την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ.

Η κινητήρια δύναμη πίσω από την ίδρυση της FED ήταν η αποκατάσταση της τάξης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα το οποίο είχε κλονιστεί λόγω διαφόρων κρίσεων κατά τις προηγούμενες δεκαετίες. Ουσιαστικά με την υπογραφή της Federal Reserve Act το 1913 ιδρύθηκε μια τράπεζα που θα λειτουργούσε ως τραπεζίτης προκειμένου να σταθεροποιήσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Με την πάροδο των χρόνων βέβαια εξελίχθηκε σε ένα ίδρυμα με σαφής οικονομικούς στόχους προς επίτευξη όπως είναι η σταθερότητα των τιμών και η οικονομική ανάπτυξη.

Σε αντίθεση η δημιουργία της EKT, στα τέλη του 20^ο αιώνα αποτελεί έργο επίπονης προσπάθειας πολλών δεκαετιών. Ο στόχος πάραντα ήταν από την αρχή σαφής, να δημιουργηθεί ένας πανευρωπαϊκός θεσμός για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Η διαδρομή για την σύσταση της EKT περιγράφεται στην έκθεση Delors που όριζε τρία στάδια για την νομισματική ένωση, όπως αναλυτικά αναφέραμε στο πρώτο κεφάλαιο, και μια ενιαία κεντρική τράπεζα για τα κράτη μέλη που θα συμμετείχαν.

Για κάθε μια τράπεζα ορίζεται ένα πλέγμα από καθήκοντα τα οποία πρέπει να εκτελούν. Συγκεκριμένα είναι υποχρεωμένες και οι δύο να εφαρμόζουν την νομισματική πολιτική η μεν FED των ΗΠΑ η δε EKT της Ευρωζώνης. "Άλλα κοινά καθήκοντα είναι η ευθύνη της έκδοσης χρήματος, η προώθηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος , η μέριμνα για την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών, η συλλογή και επεξεργασία στατιστικών στοιχείων, η φύλαξη και διαχείριση ξένων συναλλαγματικών διαθεσίμων και τέλος η συμμετοχή σε συναντήσεις διεθνών οργανισμών.

Οι δύο κεντρικές τράπεζες έχουν όμως και άλλα καθήκοντα τα οποία δεν είναι κοινά. Πιο συγκεκριμένα η FED αποτελεί τραπεζίτη του δημοσίου κάτι όμως που δεν ισχύει για την EKT αφού κάθε μια κεντρική τράπεζα έχει αναλάβει αυτό τον ρόλο για τον αντίστοιχο κρατικό μηχανισμό. Η FED έχει ρόλο δανειστεί έκτατης ανάγκης για προβλήματα ρευστότητας των ιδιωτικών τραπεζών ενώ σε αντίθεση η EKT δεν έχει

τέτοια υποχρέωση. Επίσης η FED μεριμνά για την προστασία των καταναλωτών ενώ δεν προβλέπεται παρόμοια αρμοδιότητα για την EKT.

Σε μια τέτοια σύγκριση ένα από τα πρώτα θέματα που πρέπει να αναφερθεί είναι οι διαφορετικοί στόχοι των δυο τραπεζών. Πρωταρχικός στόχος της EKT είναι η σταθερότητα των τιμών ενώ σε αντίθεση η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει διπλή αποστολή που την υποχρεώνει να δίνει την ίδια βαρύτητα στην επίτευξη των στόχων της σταθερότητας των τιμών και στην βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη. Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφέρουμε ότι ο Goodfriend 1999 επισημαίνει ότι παρόλο που το Κογκρέσο των ΗΠΑ δεν έχει εκχωρήσει ρητή εντολή για συνεχή χαμηλό πληθωρισμό, η FED επιδιώκει να ενημερώνει συνεχώς το κοινό για τα οφέλη του χαμηλού πληθωρισμού και την επιτακτική ανάγκη τήρησης του. Ως εκ τούτου η FED φαίνεται να αποδίδει σιωπηρή κατάταξη στους στόχους. Όπως έχουν παρατηρήσει οι Wynne 1999 and Bernanke 2006 η FED παραδοσιακά έχει δώσει μεγαλύτερη έμφαση στην σταθερότητα των τιμών καθώς επίσης τα τελευταία χρόνια και στην ανάγκη για έναν σαφή ποσοτικό ορισμό του στόχου.

Αν εξετάσουμε επιφανειακά το ΕΣΚΤ με το Federal Reserve System θα διαπιστώσουμε ότι υπάρχουν αρκετές ομοιότητες. Συγκεκριμένα σύμφωνα με τον Goodfriend 1999 τόσο η FED όσο και το Ευρωσύστημα αποτελούν ομοσπονδιακά συστήματα κεντρικών τραπεζών. Η EKT έχει έναν ρόλο παρόμοιο με εκείνον του Διοικητικού Συμβουλίου της FED ενώ οι 17 ΕθνKT των κρατών μελών της Ευρωζώνης διαδραματίζουν έναν ρόλο παρόμοιο με εκείνο των 12 Ομοσπονδιακών Περιφερειακών Τραπεζών των ΗΠΑ (Gerdesmeier, Mongelli and Roffia 2007). Επιπλέον ο πρόεδρος της EKT προεδρεύει των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου με τον ίδιο τρόπο όπως και ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου της FED προεδρεύει των συνεδριάσεων της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοιχτής Αγοράς (FOMC) που όπως γνωρίζουμε είναι υπεύθυνη για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ.

Τόσο στην EKT όσο και στην FED έχει δοθεί μεγάλος βαθμός επίσημης ανεξαρτησίας που όπως έχουμε ήδη αναφέρει αποτελεί βασικό συστατικό για την ενίσχυση της αξιοπιστίας των κεντρικών τραπεζών. Σύμφωνα με τον Wynne 1999 όμως η EKT απολαμβάνει μεγαλύτερο βαθμό ανεξαρτησίας από ότι η FED. Επίσης και οι δύο τράπεζες δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στην επίτευξη ενός μέγιστου βαθμού διαφάνειας καθώς και οι δύο εμφανίζονται ενώπιον του κοινοτικού νομοθετικού σώματος για να εξηγήσουν τις αποφάσεις τους για την νομισματική πολιτική. Οι

Gerdesmeier, Mongelli and Roffia 2007 αποδίδουν στην FED μεγαλύτερη διαφάνεια διότι δημοσιεύει τα πρακτικά των συνεδριάσεων της ενώ η EKT όχι. Μια άλλη σημαντική ομοιότητα είναι η εξάρτηση και των δύο τραπεζών από μια στρατηγική που βασίζεται σε μια πολύ εμπεριστατωμένη ανάλυση δεικτών.

Παρόλο τις ομοιότητες που παρουσιάζουν οι δύο δομές υπάρχουν και σημαντικές διαφορές μια εκ των οποίων εντοπίζεται στα δικαιώματα ψήφου. Οι διοικητές όλων των ΕθνKT των κρατών μελών έχουν στις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβούλιου ίση ψήφο σε αντίθεση με την διαδικασία ψηφοφορίας της FOMC όπου η ψηφοφορία είναι πιο περιορισμένη. Συγκεκριμένα τα επτά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου όπως και ο πρόεδρος της New York Fed έχουν μόνιμο δικαίωμα ψήφου ενώ οι πρόεδροι των Περιφερειακών Ομοσπονδιακών Τραπεζών του Σικάγο και του Κλίβελαντ εναλλάσσονται ετησίως. Τέλος από τους προέδρους των υπόλοιπων εννέα τραπεζών ψηφίζουν τέσσερις εκ περιτροπής.

Μια άλλη σημαντική διαφορά εντοπίζεται στο σύνολο των πληροφοριών που παρέχονται στο FOMC προκειμένου να χαράξει την κατάλληλη νομισματική πολιτική. Οι πληροφορίες που αντλεί προέρχονται αποκλειστικά από το προσωπικό του Διοικητικού Συμβουλίου και όχι από το προσωπικό των Ομοσπονδιακών Περιφερειακών Τραπεζών. Σε αντίθεση τα στοιχεία που λαμβάνει υπόψη του το Διοικητικό Συμβούλιο του Ευρωσυστήματος προέρχονται από τις ΕθνKT όλων των κρατών μελών. Έτσι οι οικονομικές προβλέψεις που πραγματοποιούνται περιλαμβάνουν στοιχεία από όλες τις κεντρικές τράπεζες.

Τέλος όπως επισημαίνουν οι Stephen G. Cecchetti and Roisin O' Sullivan 2002, μεταξύ του Federal Reserve System και του ΕΣΚΤ μια σημαντική διαφορά αποτελεί το γεγονός ότι η EKT είναι μια τράπεζα ενώ το Συμβούλιο Διοικητών δεν είναι. "Άμεση συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι ότι η EKT είναι σε θέση να λειτουργεί στις χρηματοπιστωτικές αγορές ενώ το Συμβούλιο Διοικητών όχι. Εξάλλου το ΕΣΚΤ έχει δομηθεί έτσι ώστε να διασφαλίζεται ότι ο κύριος όγκος των δραστηριοτήτων πραγματοποιείται από τις ΕθνKT. Η λογική του να ρυθμίζουν οι ΕθνKT τις χρηματοοικονομικές πράξεις βρίσκεται στο ότι οι κεντρικές τράπεζες διαθέτουν καλύτερη γνώση των μηχανισμών και των συμμετεχόντων στις εθνικές τοπικές αγορές τους. Δεδομένου όμως ότι ένας από τους βασικότερους στόχους της νομισματικής ένωσης είναι να αναπτυχθεί ένα πανευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα, για διάφορους οικονομολόγους είναι απλά θέμα χρόνου οι χρηματοοικονομικές πράξεις να διενεργούνται σε κεντρικό επίπεδο.

3.5 Διαδικασίες λειτουργίες

Τόσο ΕΚΤ όσο και η FED χρησιμοποιούν παρόμοια εργαλεία για να εφαρμόσουν την νομισματική τους πολιτική. Διαφορές ωστόσο εντοπίζονται στις μεθόδους που χρησιμοποιούν προκειμένου να διαχειριστούν την αγορά χρήματος και να επηρεάσουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια.

Από την πλευρά της η FED αντλεί το μεγαλύτερο μέρος ρευστότητας για την αγορά από επαναγορές συμφωνιών (repos) διάρκειας μιας ημέρας που πραγματοποιούνται μεταξύ του Open Market Desk at the New York FED και ενός μικρού αριθμού εκλεγμένων αντιπρόσωπων. Αυτές οι συμφωνίες επαναγοράς αποτελούν στην ουσία εγγυημένα δάνεια και συνεπάγονται την παροχή αποθεμάτων σε αντιπρόσωπους από την πλευρά της FED με ανταλλαγή κρατικών τίτλων με τον όρο να αντιστραφεί η συναλλαγή σε μια μελλοντική ημερομηνία.

Το επίπεδο των αποθεμάτων που προσφέρεται αποφασίζεται κάθε πρωί βάση των προβλέψεων για την ζήτηση αποθεματικών με σκοπό πάντα να διατηρηθεί το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων κοντά στο στόχο που έχει τεθεί. Η FED εισέρχεται στην αγορά μόνο μια φορά την ημέρα με την ακριβή ώρα της παρέμβασης να ποικύλει ελαφρώς. Αυτή η μέθοδος διασφαλίζει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν μπορούν να αντλήσουν πληροφορίες ποτέ άλλοτε παρά μόνο κατά την διάρκεια της διαδικασίας. Εκτός από αυτές τις βραχυπρόθεσμες προσωρινές διαδικασίες η FED ανταποκρίνεται στις προβλέψεις για συνεχή αύξηση της ζήτησης αποθεματικού με την απόκτηση τίτλων του Δημοσίου στην δευτερογενή αγορά.

Τα άλλα εργαλεία νομισματικής πολιτικής που διαθέτει η FED είναι οι πράξεις ανοιχτής αγοράς και η υποχρέωση τήρησης ελαχίστων αποθεματικών. Το τελευταίο δεν χρησιμοποιείται για να επηρεάσουν τον πληθωρισμό και την ανάπτυξη αλλά χρησιμεύει για να σταθεροποιείται η ζήτηση για αποθέματα καθιστώντας ευκολότερο για την FED να ελέγχει το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων. Το προεξοφλητικό επιτόκιο καθορίζει το κόστος των διαθέσιμων κεφαλαίων για τις τράπεζες που δανείζονται μέσω του εκπτωτικού παραθύρου. Στο παρελθόν οι τράπεζες σπάνια δανείζονταν μέσω αυτής διαδικασίας υπό κανονικές συνθήκες παρά το γεγονός ότι τα κεφάλαια ήταν διαθέσιμα με επιτόκιο χαμηλότερο από το ισχύον της αγοράς. Αυτό συνέβαινε διότι οι τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να εξαντλούν προηγουμένως όλες τις άλλες πηγές χρηματοδότησης και έτσι όσες τελικώς προέβαιναν θεωρούνταν ότι είχαν σοβαρά προβλήματα. Τον Οκτώβριο του 2002 όμως το Συμβούλιο των Διοικητών ενέκρινε ένα σχέδιο που αναθεώρησε τα

όμως το Συμβούλιο των Διοικητών ενέκρινε ένα σχέδιο που αναθεώρησε τα προγράμματα των εκπωτικών παραθύρων. Ουσιαστικά η κύρια αλλαγή συνίσταται στην παροχή δανείσματος σε υγιείς τράπεζες σε ποσοστό που ορίζεται στις εκατό μονάδες βάσης πάνω από τον στόχο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων. Σύμφωνα με το νέο σχέδιο οι τράπεζες δεν θα πρέπει να εξαντλούν όλες τις άλλες πηγές χρηματοδότησης προτού προσφύγουν σε αυτήν την διαδικασία και έτσι δεν θα χαρακτηρίζονται μη υγιείς αν το κάνουν. Αυτές οι αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν παρείχαν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ μια πηγή κεφαλαίων διαθέσιμη στην διακριτική ευχέρεια των δανειοληπτών παρόμοια με εκείνη των παγίων διευκολύνσεων που παρέχονται από τις κεντρικές τράπεζες σε άλλες χώρες.

Η EKT όπως και η FED παρέχει ρευστότητα στην αγορά μέσω των πράξεων ανοιχτής αγοράς. Αναφέρονται ως πράξεις αναχρηματοδότησης και πραγματοποιούνται βάση προκαθορισμένου χρονοδιαγράμματος σε εβδομαδιαία βάση. Τα δάνεια που παρέχονται μέσω αυτών των εβδομαδιαίων δημοπρασιών έχουν ωριμότητα διάρκειας δυο εβδομάδων. Υπάρχουν όμως και δάνεια με ωριμότητα τριών μηνών που είναι διαθέσιμα μέσω μακροπρόθεσμων ενεργειών οι οποίες διεξάγονται σε μηνιαία βάση.

Οι πράξεις αναχρηματοδότησης είναι συμφωνίες επαναγοράς όπου η EKT μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών δίνει στις τράπεζες αποθέματα με ανταλλαγή τίτλων και δυο εβδομάδες αργότερα αντιστρέφει την συναλλαγή. Αυτή η διαδικασία παρέχει στις τράπεζες σχεδόν όλα τους τα αποθεματικά που αντιστοιχούν περίπου στο 15 με 20 τις εκατό του ισολογισμού της EKT. Μέρα με την ημέρα η νομισματική πολιτική καθορίζει το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για αυτές τις πράξεις αναχρηματοδότησης πράγμα που σημαίνει ότι η EKT δεν θα δέχεται καμία προσφορά που βρίσκεται κάτω από το επιτόκιο που ορίζει το Διοικητικό Συμβούλιο. βλ. Stephen G. Cecchetti and Roisin O' Sullivan 2002.

Η EKT παρέχει επίσης δάνεια στις τράπεζες με το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης που είναι συνήθως υψηλότερο από το επιτόκιο αναχρηματοδότησης. Η διαφορά μεταξύ τους καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Όπως και στην περίπτωση της FED η χρήση της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης ξεκινά από τις τράπεζες που αισθάνονται ότι αντιμετωπίζουν έλλειψη αποθεματικού και δεν μπορούν να ικανοποιήσουν την αγορά.

Η EKT όπως έχουμε ήδη αναφέρει απαιτεί από τις τράπεζες να διατηρούν ελάχιστα επίπεδα αποθεματικών τα οποία αμείβει με τον μέσο όρο του επιτοκίου

αναχρηματοδότησης την συγκεκριμένη περίοδο. Τράπεζες με πλεονάζοντα αποθεματικά στο τέλος της ημέρας μπορούν να τα καταθέσουν με ένα επιτόκιο που είναι σημαντικά χαμηλότερο από το επιτόκιο αναχρηματοδότησης. Και σε αυτήν την περίπτωση η διαφορά καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Αυτές οι καταθέσεις αν και μικρές έχουν υπάρξει πολύ σημαντικές για συγκεκριμένες μέρες δεδομένου ότι περιλαμβάνουν όλα τα πλεονάζοντα αποθεματικά όλων των τραπεζών του Ευρωσυστήματος.

Ενώ σε γενικές γραμμές οι πράξεις αναχρηματοδότησης είναι παρόμοιες με τις πράξεις ανοικτής αγοράς που πραγματοποιεί η FED σε καθημερινή βάση υπάρχουν ωστόσο και σημαντικές διαφορές. Η πιο σημαντική θεωρείται ότι οι πράξεις αναχρηματοδότησης πραγματοποιούνται σε όλες τις EKT του Ευρωσυστήματος ταυτόχρονα. Αυτό όπως είναι λογικό καθιστά την διαδικασία πολύ περίπλοκη καθώς απαιτεί τόσο τον συντονισμό μεταξύ των δεκαεπτά EKT του Ευρωσυστήματος όσο και την διεκπεραίωση των συναλλαγών με εκατοντάδες τράπεζες. Σε αντίθεση στις ΗΠΑ τα πάντα γίνονται στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης με το Open Market Desk να διεκπεραιώνει συναλλαγές μικρή λίστας με περίπου είκοσι αντιτρόσωπους κινητών αξιών. Η EKT επιπλέον εξαιτίας των διαφορών στις χρηματοπιστωτικές δομές των κρατών μελών της έχει να αντιμετωπίσει ένα ευρύτερο φάσμα δυνητικών ασφαλειών στις πράξεις αναχρηματοδότησης, με τον κατάλογο των αποδεκτών εξασφαλίσεων να διαφέρει από χώρα σε χώρα.

Το μη κοινό εργαλείο μεταξύ των δυο τραπεζών είναι αυτό της θυρίδας προεξοφλήσεων για την FED και των πάγιων διευκολύνσεων για την EKT. Στην πράξη και τα δυο εργαλεία αποτελούν πιστωτικές διευκολύνσεις σε χρηματοδοτικά ιδρύματα. Για την FED το επιτόκιο καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο κάθε μιας Federal Reserve Bank ενώ για την EKT από το Συμβούλιο Διοικητών. Η διαφορά είναι ότι από την μια το Ευρωσύστημα διευκολύνει και ενθαρρύνει τον εικοσιτετράωρο δανεισμό θέτοντας το επιτόκιο υψηλότερα από το βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης ενώ από την πλευρά της η FED θέτει χαμηλότερα το προεξοφλητικό επιτόκιο των ομοσπονδιακών καταθέσεων και αποθαρρύνει αυτού του είδους το βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

3.6 Ο ρόλος των νομισματικών μεγεθών

Οι υπεύθυνοι χάραξης της νομισματικής πολιτικής όπως επίσης και οι κεντρικές τράπεζες παγκοσμίως αναγνωρίζουν ότι στην μακροπρόθεσμη περίοδο ο πληθωρισμός καθορίζεται αυστηρά από την νομισματική πολιτική. Εκεί όμως που υπάρχει έντονη διαφωνία είναι για τον ρόλο των νομισματικών μεγεθών στην διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής. Το παραπάνω επιβεβαιώνεται έντονα από την δήλωση του πρώην Διοικητή της Federal Reserve Lawrence Meyer ότι το χρήμα δεν έχει κανέναν ρόλο στην διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ. Ενώ σε αντίθεση ο Otmar Issing πρώην μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της EKT σε δήλωση του υπογράμμισε ότι το χρήμα δεν πρέπει να παραβλέπεται ποτέ, ούτε στην διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής αλλά ούτε και στην έρευνα.

Αυτές οι διαφορετικές απόψεις αντικατοπτρίζονται έντονα στον τρόπο που η FED και EKT χαράσσουν την νομισματική πολιτική και επικοινωνούν με το κοινό. Στην FED για παράδειγμα η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς δεν έχει συγκεκριμένους ποσοτικούς στόχους και τα μέλη της Επιτροπής σπάνια αναφέρουν τα νομισματικά μεγέθη στις συνεδριάσεις τους. Από την άλλη πλευρά είναι εμφανής ο πρωταγωνιστικός ρόλος του χρήματος στην αξιολόγηση των οικονομικών συνθηκών της αγοράς για την EKT αφού η αύξηση του χρήματος αποτελεί τον έναν από τους δύο πυλώνες της νομισματικής στρατηγικής της.

Οι George A. Kahn and Scott Benolkin στο άρθρο τους υποστηρίζουν ότι για την FED τα νομισματικά μεγέθη αποτελούν έναν ακόμα οικονομικό δείκτη όπως πολλοί άλλοι που οφείλουν οι αρμόδιοι να παρακολουθούν προκειμένου να χαράσσουν με επιτυχία την νομισματική πολιτική της χώρας. Ενώ για την EKT γράφουν ότι τα νομισματικά μεγέθη και συγκεκριμένα το M3 αντιπροσωπεύει τον έναν από τους δύο πυλώνες της νομισματικής της πολιτικής. Αποδίδουν τα παραπάνω σε δύο λόγους. Πρώτον, στο ότι η EKT θέλοντας να κληρονομήσει την αξιοπιστία της Bundesbank έπρεπε να υιοθετήσει μια στρατηγική που θα μάχονταν την αύξηση του πληθωρισμού για αυτό και έδωσε στο χρήμα κυρίαρχη θέση. Δεύτερον, στο ότι η αύξηση του χρήματος συνδέεται στενότερα με τον πληθωρισμό από την μεσοπρόθεσμη στην μακροπρόθεσμη περίοδο και προβλέπει καλύτερα τον πληθωρισμό στην Ευρώπη από ότι στην Αμερική βάση εμπειρικών μελετών.

Οι διαφορετικές διακυμάνσεις που παρατηρούνται στο ευρωπαϊκό και στο αμερικανικό επιτόκιο έχουν οδηγήσει στο συμπέρασμα σύμφωνα με τους Gregory Levieuge and Alexis Penot 2008 ότι η EKT δεν είναι αρκετά ενεργή σε σύγκριση με την FED. Η νομισματική πολιτική όμως πρέπει να αξιολογείται σε ένα πιο γενικό πλαίσιο εξετάζοντας παράλληλα όχι μόνο τις οικονομικές δομές αλλά και τις κυκλικές κρίσεις. Διάφορες μελέτες λοιπόν κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τόσο οι οικονομικές πολιτικές όσο και οι οικονομικές δομές στις δυο περιοχές θα ήταν παρόμοιες αν δεν υπήρχαν οι κυκλικές κρίσεις. Αυτά τα συμπεράσματα ωστόσο έχουν κάποια μειονεκτήματα διότι παίρνουν ως δεδομένο ότι τα οικονομικά μοντέλα που χρησιμοποιούν η Αμερική και η Ευρώπη είναι δομικά παρόμοια.

Στο ίδιο άρθρο οι δύο συγγραφείς έχοντας καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η EKT είναι πιο παθητική από ότι η FED, υποστηρίζουν ότι ούτε οι διαφορές στους κανόνες της νομισματικής πολιτικής αλλά ούτε και οι κυκλικές κρίσεις που παρατηρούνται σε διάφορες περιοχές αρκούν για να εξηγήσουν την ανομοιότητα στην πορεία των επιτοκίων. Καταλήγουν στο συμπέρασμα όμως ότι οι δομικές ανομοιότητες είναι τελικά υπεύθυνες για την πραγματική απόκλιση των επιτοκίων. Οι θεσμικές διαφορές είναι τόσο προφανείς που είναι αδύνατον να υποστηρίξει κανείς ότι οι δυο οικονομίες έχουν την ίδια δομή. Έτσι αναπόφευκτα οδηγούνται στο συμπέρασμα ότι η οικονομική πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι πιο δύσκαμπτη από αυτή των ΗΠΑ. Τέλος επιβεβαιώνουν το παραπάνω συμπέρασμα εφαρμόζοντας τις παραμέτρους της συνάρτησης απώλειας της FED στην EKT. Με αυτές τις προτιμήσεις το ευρωπαϊκό επιτόκιο θα ήταν πιο ευμετάβλητο. Με την χρήση της συνάρτησης απώλειας επιβεβαιώνονται οι δομικές αποκλίσεις των δυο περιοχών.

3.8 Η παρούσα σχέση της EKT και της FED

Είναι αναμφισβήτητα πολύ χρήσιμο τόσο για την EKT όσο και για την FED να ενημερώνονται τακτικά για τις εξελίξεις που συμβαίνουν παγκοσμίως στους οικονομικούς, νομισματικούς και χρηματοπιστωτικούς τομείς. Οι δύο τράπεζες έχουν την ευκαιρία να μοιράζονται εμπειρίες και να ανταλλάσσουν απόψεις μέσω συζητήσεων σε διεθνείς συνεδριάσεις καθώς επίσης και μέσω ανεπίσημων τρόπων συμπεριλαμβανομένων και των προσωπικών σχέσεων σε επίπεδο προέδρων. Οφείλουμε να αναφέρουμε ωστόσο ότι η ανάγκη για συνεργασία μεταξύ των κεντρικών τραπεζών έχει διαπιστωθεί εδώ και πολλά χρόνια και συγκεκριμένα από το

κεντρικών τραπεζών έχει διαπιστωθεί εδώ και πολλά χρόνια και συγκεκριμένα από το 1930 μέσω της Τράπεζας για τους Διεθνείς Διακανονισμούς. Ακολούθησε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο από τα μέσα της δεκαετίας του 1940, το G10 το 1960, το G7 από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 και τα τελευταία χρόνια το G20 και το Οικονομικό Φόρουμ Σταθερότητας.

Οι δύο τράπεζες συνεργάζονται στενά σε διάφορα επίπεδα προκειμένου να ανταλλάσουν χρήσιμες πληροφορίες και στατιστικά στοιχεία που θα τις βοηθήσουν να χαράξουν με επιτυχία την νομισματική τους πολιτική. Συγκεκριμένα χρησιμοποιούν σε αρκετούς τομείς κοινές πλατφόρμες οργάνωσης για την ευκολότερη ανταλλαγή πληροφοριών όπως παραδείγματος χάριν στον τομέα της οικονομικής έρευνας που έχει καθιερωθεί το Διεθνές Ερευνητικό Φόρουμ στην νομισματική πολιτική.

Παρά την στενή συνεργασία που παρατηρείται γενικά σε διάφορους τομείς η FED και η EKT αντιδρούν σε παρόμοιες οικονομικές και χρηματοοικονομικές προκλήσεις με τελείως διαφορετικό τρόπο. Συγκεκριμένα η στάση της EKT απέναντι στον πληθωρισμό είναι πιο επιθετική από ότι της FED που αντιδρά με περισσότερη υπομονή και προσοχή. Οι οικονομολόγοι της Deutsche Bank αποδίδουν αυτήν την διαφορά στα ιστορικά γεγονότα που έχουν πλήξει τις δυο περιοχές.

Σύμφωνα με το άρθρο των Gregory Leveuge and Alexis Penot 2008 η EKT εμφανίζεται λιγότερο δυναμική και ενεργή από ότι η FED όσο αναφορά την μεταβολή των επιτοκίων της. Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι η EKT μετέβαλλε το βασικό της επιτόκιο 23 φορές στο διάστημα μεταξύ του Ιανουαρίου 1999 και του Σεπτεμβρίου 2007 σε αντίθεση με την FED η οποία το μετέβαλλε επισήμως 35 φορές. Προσθέτουν επίσης ότι η αμερικανική πολιτική καθορισμού επιτοκίων στο διάστημα των ετών 1999 με 2005, άλλαξε τριάντα φορές σε σχέση με την ευρωπαϊκή που άλλαξε μόνο δεκαπέντε. Καταλήγουν λοιπόν στο συμπέρασμα ότι τα ευρωπαϊκά επιτόκια είναι λιγότερα ευμετάβλητα από ότι τα αμερικάνικα.

Αντίθετα ο J-C Trichet, Conference about ‘Activism and Alertness in Monetary Policy ’ 2006, υποστηρίζει ότι και οι δυο τράπεζες έχουν παρόμοια δομή και ακολουθούν την ίδια οικονομική πολιτική. Εξηγεί όμως ότι η διαφορές που παρατηρούνται στην εξέλιξη των επιτοκίων οφείλονται κατά κύριο λόγο στο διαφορετικό τρόπο που αντιδρούν οι δυο τράπεζες στις κρίσεις που πλήττουν τις περιοχές τους. Η χρηματοοικονομική φούσκα του 2001 επιβεβαιώνει τον ισχυρισμό

του J-C Trichet καθώς στις ΗΠΑ είχαμε αύξηση της ζήτησης σε αντίθεση με την Ευρώπη που είχαμε αρνητική προσφορά.

Την ίδια άποψη συμμερίζονται και οι Sahuc and Smets 2007 στο άρθρο τους που υποστηρίζουν ότι οι αποκλίσεις των δυο επιτοκίων εξηγούνται περισσότερο από τις διαφορές που έχει η κάθε κρίση παρά από τις διαφορές που εντοπίζονται στην νομισματική πολιτική που ακολουθούν οι δυο τράπεζες.

3.9 Ο κανόνας του Taylor

Ο Κανόνας του Taylor ο οποίος πήρε το όνομα του από τον διακεκριμένο οικονομολόγο, John Taylor, αποτελεί έναν οδηγό για να αξιολογήσουμε την στάση που κρατούν οι κεντρικές τράπεζες απέναντι στην νομισματική πολιτική. Αποτελεί έναν από τους πιο γνωστούς και απλούς κανόνες που περιγράφει πως το βραχυχρόνιο ονομαστικό επιτόκιο ανταποκρίνεται στον πληθωρισμό και στο παραγωγικό κενό. Ο Taylor πρότεινε αυτόν τον κανόνα σαν μια εξήγηση της νομισματικής πολιτικής της FED κατά την διάρκεια της περιόδου 1987-1992. Έγινε σύντομα όμως πολύ γνωστός παγκοσμίως αφού περιγράφει μια πολύπλοκη διαδικασία με πολύ απλούς όρους.

Ο Κανόνας του Taylor σύμφωνα με το άρθρο των Clemente De Lucia και Jean-Marc Lucas (2007) εκφράζεται ως εξής:

$$i_t = r^* + \pi_t + \beta(\pi_t - \pi^*) + \gamma(y_t - y^*)$$

Όπου το i_t είναι το ονομαστικό βραχυχρόνιο επιτόκιο την περίοδο t , το r^* είναι το πραγματικό επιτόκιο που θέτει η κεντρική τράπεζα ως στόχο, το $\pi_t - \pi^*$ είναι το πληθωριστικό κενό μεταξύ του πραγματικού πληθωρισμού π την περίοδο t και του πληθωρισμού που θέτει η κεντρική τράπεζα ως στόχο δηλαδή το π^* και τέλος το $y_t - y^*$ είναι το παραγωγικό κενό μεταξύ του y_t που είναι το πραγματικό ΑΕΠ την περίοδο t και του y^* που είναι το δυνητικό προϊόν.¹⁰ Όσο αναφορά τις παραμέτρους β και γ είναι θετικοί και είναι και οι δύο ίσοι με 0,5. Ενώ η τιμή του πληθωρισμού όπως και η τιμή του πραγματικού επιτοκίου, είναι 2%. Μετά τις παραπάνω τοποθετήσεις ο κανόνας του Taylor για την FED μπορεί να εκφραστεί ακόμα πιο απλά:

$$i = 1 + 1.5\pi + 0.5(y - y^*)$$

Η επιτυχία αυτού του κανόνα έγκειται στο γεγονός ότι η απλότητα του δεν περιορίζει τα συμπεράσματα που μπορούν να προκύψουν, τα σημαντικότερα εκ των οποίων είναι τα εξής:

- 1) Το πραγματικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο i^* είναι το ίδιο με το πραγματικό επιτόκιο r^* στην ισορροπία. Διαφοροποιούνται μόνο όταν εμφανίζονται κενά ανάμεσα στον πληθωρισμό και στην απασχόληση.
- 2) Τα επιτόκια πρέπει να είναι χαμηλά όταν ο πληθωρισμός και η ανάπτυξη κινούνται σε χαμηλά επίπεδα.
- 3) Συγκρίσεις μεταξύ των επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών και του επιτόκιου που συνάγουμε από τον κανόνα του Taylor μπορούν να πραγματοποιηθούν για να διαπιστωθεί κατά πόσο η νομισματική πολιτική που ασκεί η εκάστοτε τράπεζα είναι επεκτατική ή περιοριστική.

Όταν ο ρυθμός πληθωρισμού ανέρχεται πάνω από το ποσοστό που έχει τεθεί ως στόχος οι τράπεζες αυξάνουν το ονομαστικό βραχυχρόνιο επιτόκιο και αντίστοιχα το μειώνουν όταν ο ρυθμός πληθωρισμού κινείται σε επίπεδα χαμηλότερα του στόχου. Το ίδιο συμβαίνει όταν το παραγωγικό κενό είναι θετικό. Τότε η Κεντρική Τράπεζα αυξάνει το ονομαστικό επιτόκιο.

Ο κανόνας του Taylor σχεδιάστηκε για να αναπαράγει τις διακυμάνσεις στα επιτόκια των ομοσπονδιακών κεφαλαίων αλλά πάραντα μπορεί να εφαρμοστεί και για επιτόκια άλλων κεντρικών τραπεζών. Όσο αφορά την EKT ο κανόνας του Taylor παίρνει την εξής μορφή:

$$i^* = \pi + 0,5y + 0,5(\pi - 2)$$

Αρχικά σύμφωνα με το άρθρο των Clemente De Lucia και Jean-Marc Lucas, προκειμένου να βγάλουμε κάποια συμπεράσματα για την EKT διακρίνουμε δύο περιόδους.

- 1) Μεταξύ του 1999 και μέχρι τα μέσα του 2001 όπου παρατηρούμε ότι το επιτόκιο της EKT (refi rate) βρίσκονταν σε υψηλότερο επίπεδο από αυτό που πρότεινε ο κανόνας του Taylor και
- 2) μεταξύ τα τέλη του 2001 μέχρι και το 2006 όπου η EKT εμφανίζεται να ασκεί επεκτατική νομισματική πολιτική.

Τα ίδια ισχύουν και για την FED για τις συγκεκριμένες περιόδους. Συγκεκριμένα και οι δυο τράπεζες εμφανίζονται να ασκούν περιοριστική νομισματική πολιτική πριν το 2001 και επεκτατική νομισματική πολιτική μέχρι το 2006.

3.10 Εμπειρικές μελέτες

H katrin Ullrich (2003) στο άρθρο της ύστερα από μια μελέτη που πραγματοποίησε για την περίοδο από το 1995 μέχρι και το 2002 για τις δυο τράπεζες κατέληξε στο συμπέρασμα ότι μέχρι το 1999 τα επιτόκια των χωρών της επερχόμενης ζώνης του ευρώ ακολουθούν τον κανόνα του Taylor. Ενώ δεν ισχύει το ίδιο για την FED. Το κλίμα όμως αντιστρέφεται μετά το 1999 και μέχρι το 2002 όπου παρατηρείται ακριβώς το αντίθετο.(διαγράμματα).Η FED επίσης μετά το 1999 φαίνεται να αποδίδει μεγαλύτερη σημασία στην ανάπτυξη του χρήματος για τον καθορισμό των επιτοκίων της. Υποστηρίζει επίσης ότι η πολιτική της FED έχει άμεση επίδραση στην πολιτική της Ευρώπης, ειδικά μετά το 1999. Από την άλλη πλευρά, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της Ευρωπαϊκής περιοχής δεν ασκούν επίδραση στην συνάρτηση της FED.

Οι Clemente De Lucia και Jean-Marc Lucas καταλήγουν, ύστερα από την έρευνα που πραγματοποίησαν, ότι η EKT επικεντρώνει την προσοχή της περισσότερο στον πληθωρισμό και λιγότερο στην ανάπτυξη από ότι η FED. Αυτήν την διαφορά την αποδίδουν στους διαφορετικούς στόχους που έχουν οι δυο τράπεζες. Επισημαίνουν επίσης ότι η FED εμφανίζεται πιο πρόθυμη να αλλάζει συχνότερα την νομισματική πολιτική από ότι η EKT. Τέλος τονίζουν ότι υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις των δυο τραπεζών εκτός από τον πληθωρισμό και το παραγωγικό κενό. Συγκεκριμένα αναφέρουν την έμμεση μεγέθυνση προσφοράς, το συνάλλαγμα εμπορίου και τις συναλλαγές χρεογράφων. Οι τελευταίοι δυο παράγοντες φαίνεται να επηρεάζουν περισσότερο την EKT από ότι την FED. Αν και η EKT εμφανίζεται λιγότερη δραστική από την FED φαίνεται ωστόσο να λαμβάνει υπόψη της μια μεγαλύτερη γκάμα παραγόντων προτού προβεί στην χάραξη της νομισματικής πολιτικής για ολόκληρη την ζώνη του ευρώ.

Από την άλλη πλευρά στο άρθρο τους οι Ansgar Belke και Thorsten Polleit (2006) ύστερα από έρευνα που πραγματοποίησαν για τις δυο τράπεζες από το 1999 μέχρι και το 2005 και από το 1987 μέχρι και το 2005 καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο κανόνας του Taylor αποδεικνύεται πιο χρήσιμο εργαλείο για την μοντελοποίηση της συμπεριφοράς της FED από ότι της EKT. Επίσης τονίζουν ότι η EKT έδινε μεγαλύτερη σημασία στο παραγωγικό κενό από ότι στον πληθωρισμό και

αναφέρουν ότι αυτό μπορεί να συνέβαινε εξαιτίας των χαμηλών ποσοστών πληθωρισμού που ίσχυαν την περίοδο του δείγματος. Για την FED αναφέρουν ότι έχει επιδείξει ιδιαίτερο ζήλο στην εξομάλυνση των διακυμάνσεων των επιτοκίων της σε σχέση με την EKT και αυτό αποδεικνύεται από την συμπεριφορά της κατά την περίοδο της πρόσφατης κρίσης 2000/2001.

Σε μια έρευνα που πραγματοποίησαν οι Clemens and Kool (2005), ανέλυσαν τον ρυθμό των επιτοκίων της EKT τα πέντε πρώτα χρόνια της ύπαρξης της. Υποστηρίζουν λοιπόν ότι η EKT δεν συμπεριφέρθηκε σαν μαχητής ενάντια στον πληθωρισμό, όπως πιστεύουν αρκετοί. Συγκεκριμένα οι αποδόσεις του προϊόντος έπαιξαν σημαντικό ρόλο στους κανόνες της πολιτικής της. Αναφέρουν επίσης ότι μια μεγάλη γκάμα περιγραφών του Taylor rule είναι ανίκανη να εξηγήσει τα χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων που παρατηρήθηκαν τα τελευταία χρόνια και ότι η Ευρώπη σαν σύνολο χρειαζόταν υψηλότερα επίπεδα. Επισημαίνουν ότι τα πραγματικά επίπεδα των επιτοκίων ήταν σύμφωνα με τις γερμανικές προτιμήσεις που σημαίνει ότι η EKT δίνει ιδιαίτερο βάρος στις γερμανικές οικονομικές εξελίξεις. Τέλος στην ερώτηση αν η FED και EKT συμπεριφέρονται με τον ίδιο τρόπο στην αντιμετώπιση των οικονομικών εξελίξεων καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η απάντηση εξαρτάται από το που επικεντρώνεται η EKT. Δηλαδή στην περίπτωση που η EKT επικεντρώνεται στις εξελίξεις ολόκληρης της Ευρώπης τότε η χαλαρότητα της μπορεί να συγκριθεί με αυτήν της FED. Όταν όμως η πολιτική της διαμορφώνεται βάσει των γερμανικών προτιμήσεων τότε η EKT θέτει τα επιτόκια της σύμφωνα με τον κανόνα του Taylor περισσότερο από ότι η FED. Σε αυτήν την περίπτωση η FED παρουσιάζεται πιο επιθετική στην μείωση των επιτοκίων της για την αντιμετώπιση δυσμενών οικονομικών καταστάσεων.

Στο άρθρο τους οι Christiano and Rostagno (2001) ξεκινούν με την ευρεία παραδοχή ότι η αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων όταν ο αναμενόμενος πληθωρισμός βρίσκεται πάνω από τον στόχο και η μείωση τους υπό άλλες συνθήκες αποτελεί μια καλή πολιτική για την σταθεροποίηση του πληθωριστικού στόχου. Πάραντα αναφέρουν ότι αρκετοί ερευνητές που μελετούν τα χαρακτηριστικά της λειτουργίας του Taylor rule σε διάφορα μοντέλα συμπεράνουν ότι μπορεί αυτό να αποτελεί πηγή οικονομικής αστάθειας. Στο άρθρο τους οι δύο συγγραφείς διερευνούν μια συγκεκριμένη προσαρμογή του κανόνα του Taylor που μπορεί να εξαλείψει ή να μειώσει το μέγεθος του προβλήματος. Στο πλαίσιο αυτής της προσαρμογής, η κεντρική τράπεζα καθορίζει μια σειρά στόχων για τον ρυθμό αύξησης του χρήματος.

Ακολουθεί τον κανόνα του Taylor όσο η αύξηση της προσφοράς του χρήματος βρίσκεται μέσα στο φάσμα του στόχου και δεσμεύεται να φέρει τον ρυθμό αύξησης του χρήματος μέσα στο φάσμα αν παρεκκλίνει. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο κανόνας του Taylor, σε διάφορα μοντέλα, με την νομισματική παρακολούθηση αποδίδει. Αυτό υποδηλώνει ότι η νομισματική παρακολούθηση μπορεί να είναι μια καλή πρακτική από την οπτική γωνία της ευρωστίας. Τέλος υποστηρίζουν ότι αν ο κόσμος είναι του τύπου όπου ο κανόνας του Taylor δεν έχει παθολογίες να συνδέονται με αυτό, τότε η τροποποίηση τους είναι καλοήθεις και δεν έχει καμία συνέπεια. Αντίθετα αν από την άλλη πλευρά ο κόσμος μοιάζει καλύτερα με τα διάφορα άλλα υποδείγματα που μελέτησαν στο άρθρο τους τότε η νομισματική παρακολούθηση μπορεί να βελτιώσει τα χαρακτηριστικά λειτουργίας της οικονομίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

4.1 Αίτια δημιουργίας της παγκόσμιας κρίσης

Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική κρίση, που είναι πλέον πραγματικότητα, είναι μια παγκόσμια κατάσταση απειλούμενης οικονομικής ύφεσης στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό και τραπεζικό τομέα. Συγκεκριμένα η οικονομική κρίση που βιώνουν αυτήν την στιγμή δεκάδες χώρες σε ολόκληρο τον κόσμο ξεκίνησε από την έλλειψη ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα των Η.Π.Α. Αυτό είχε ως άμεση συνέπεια την κατάρρευση μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, την διάσωση δεκάδων τραπεζών από τις εθνικές τους κυβερνήσεις καθώς επίσης και την παγκόσμια ύφεση των χρηματιστηριακών αγορών.

Γενεσιουργός αιτία της τωρινής κρίσης θεωρούνται τα προβλήματα που προέκυψαν στην αγορά δανείων χαμηλής εξασφάλισης τα λεγόμενα Sub-Primes loans και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτιόνταν άμεσα από την δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Το 80% περίπου των αμερικανικών ενυπόθηκων δάνειων χορηγούνταν με ευκολία και χωρίς εγγύηση σε καταναλωτές με ιδιαίτερα χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα με κυμαινόμενο επιτόκιο. Από το 2001 και έπειτα υπήρξε δραματική αύξηση στις τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ η οποία κορυφώθηκε το 2006. Εκτοτε οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να πέφτουν και οι απώλειες άγγιξαν τα \$7,7 τρις, περίπου το 40% του ΑΕΠ των ΗΠΑ. Το 24% των ιδιοκτησιών απέκτησαν αρνητική αξία και παράλληλα παράγωγα προϊόντα που θεωρούνταν υψηλής ασφάλειας (AAA) απέκτησαν μηδενική αξία. Συγκεκριμένα οι επενδυτικές τράπεζες που εξέδωσαν τα δομημένα ομόλογα έπεισαν τις εταιρείες διαβάθμισης (Bond Rating Agencies) να βαθμολογήσουν πολύ υψηλά (AAA, AA) τα ομόλογα που συνδέονταν με τα τιτλοποιημένα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης. Αυτό είχε ως συνέπεια ο επενδυτής να έχει πλασματική εικόνα σχετικά με τον κίνδυνο που αναλάμβανε αγοράζοντας ένα δομημένο ομόλογο. Έτσι όταν η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ προέβη σε αύξηση των επιτοκίων από 1% τον Ιούνιο του 2004 σε 5,25% τον Αύγουστο του 2006 η αποπληρωμή των εν λόγω δανείων κατέστη αδύνατη και η κατάσχεση κατοικιών αναπόφευκτη. Έτσι προήλθε και η χρεωκοπία δεκάδων τραπεζών που χορήγησαν επικίνδυνα στεγαστικά δάνεια ή που διέθεταν ομόλογα καλυμμένα με τα εν λόγω δάνεια.

Λόγω της τεράστιας πτώσης στις τιμές των ακινήτων αλλά και της γενικευμένης αναθεώρησης προσδοκιών οδηγηθήκαμε και στην πιστωτική κρίση. Το Libor είναι το επιτόκιο δανεισμού μεταξύ δύο τραπεζών και είχε υψηλότερη απόδοση από το αμερικανικό ομόλογο πράγμα που σημαίνει ότι το αμερικανικό ομόλογο θεωρείται πιο ασφαλείς επένδυση. Η διαφορά αυτών των δύο είναι το TED spread και απεικονίζει το πόσο επικίνδυνο θεωρούσε τον δανεισμό η μια τράπεζα στην άλλη. Το spread αυξήθηκε σημαντικά από τα μέσα του 2008 και διαπιστώνουμε πόσο επιφυλακτικές ήταν οι τράπεζες στο να δανείζουν. Αρά η πτώση της αξίας των ακινήτων οδήγησε τις τράπεζες στην έλλειψη ρευστού και λόγω επιφυλακτικότητας μεταξύ των τραπεζών αυτή η έλλειψη ρευστού δεν αντιμετωπίστηκε με διατραπεζικό δανεισμό. Αυτό διόγκωσε την κρίση ακόμα περισσότερο. Από την άλλη πλευρά όσο η κρίση εξελισσόταν οι αρμόδιες αρχές των ΗΠΑ προέβησαν στην μείωση του επιτοκίου του αμερικανικού ομολόγου ώστε να μειωθεί το κόστος δανεισμού και να αυξηθούν οι επενδύσεις. Αυτό οδήγησε σε ακόμα μεγαλύτερη αύξηση του TED spread απεικονίζοντας πόσο δύσκολος ήταν ο διατραπεζικός δανεισμός. "Ένα ακόμα αίτιο που μας οδήγησε στην τωρινή κατάσταση είναι οι υπέρογκες αμοιβές των στελεχών, που συμμετείχαν στον παραπάνω μηχανισμό. Μόνο το 2006 τα 'Golden Boys' της Wall Street πήραν 23,9 δισεκατομμύρια δολάρια υπό την μορφή ετήσιας επιβράβευσης. Ανάλογες αμοιβές όμως πραγματοποιήθηκαν και στην Ευρώπη. Οι μεγάλες αμοιβές των στελεχών λειτουργησαν ως κίνητρο για βραχυπρόθεσμη κερδοφορία σε βάρος της μακροπρόθεσμης εταιρικής κερδοφορίας. Ακόμα τα στελέχη λάμβαναν υπόψη τους μόνο τους βραχυπρόθεσμους κινδύνους αδιαφορώντας για τις μακροχρόνιες επιπτώσεις τους στην εταιρεία. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αλόγιστη χορήγηση στεγαστικών δανείων ανεξάρτητα από την ικανότητα των δανειοληπτών να τα αποπληρώσουν. Τέλος στην κατάργηση του νόμου Glass-Steagall το 1999 από την κυβέρνηση Κλίντον χρεώνεται σε ένα μεγάλο βαθμό η σημερινή κρίση. Αυτός ο νόμος απαγόρευε στις εμπορικές τράπεζες να αναλαμβάνουν τον ρόλο των επενδυτικών τραπεζών. Πολλά όμως τραπεζικά ιδρύματα είχαν δημιουργήσει μονάδες εκτός ισολογισμού (off balance sheet) γνωστές ως Special Purpose Entities (SPE) ή Structured Investment Vehicles (SIV) για να αποκρύψουν τα τοξικά προϊόντα (MBS) και έτσι να ξεπερνούν τους περιορισμούς κεφαλαιακής επάρκειας των εποπτικών αρχών. Η διάσωση του Long – Term Management (LTC) το 1998 δημιούργησε προσδοκίες πως η Κεντρική Τράπεζα

δεν θα άφηνε τα πιστωτικά ιδρύματα να καταρρεύσουν αν προέκυπτε ενδεχόμενο μιας ανάλογης κατάστασης.

Μεγάλοι χαμένοι από την κρίση θεωρούνται ότι είναι όσοι :

- 1) έχουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα υπερμοχλευμένα όπως η Ισλανδία
- 2) όσοι είναι εξαρτημένοι από τις πρώτες ύλες πχ πετρέλαιο όπως είναι η Ρωσία
- 3)όσοι έχουν χρέος σε νόμισμα που βρίσκεται εκτός ελέγχου τους όπως οι χώρες της ΕΕ που δεν μπορούν να εκδώσουν ευρώ
- 4)Οι πιο φτωχές χώρες καθώς λόγω της κρίσης μειώνεται και η βοήθεια που δέχονται.
Συνοψίζοντας μπορούμε λοιπόν να πούμε ότι οι παράγοντες που συντελέσαν στην σημερινή κρίση είναι πολλοί και λειτούργησαν συνδυαστικά.

4.2 Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη

Ο κύριος λόγος που οδήγησε στην γενίκευση της κρίσης και στην μετάδοση της στην Ευρώπη αποτέλεσε η χρήση του χρηματοοικονομικού εργαλείου της τιτλοποίησης από τις αμερικανικές τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με το οποίο μεταβίβαζαν μια ομάδα ομοειδών δανείων , δηλαδή στην προκειμένη περίπτωση των στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης, που είχαν χορηγηθεί σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle – SPV) η οποία χρηματοδοτούταν από την έκδοση χρεογράφων που βασίζονταν στα δάνεια αυτά (Asset Backed Securities – ABSs). Οι τίτλοι ABSs διανέμονταν από τις επενδυτικές τράπεζες σε θεσμικούς επενδυτές χωρίς όμως προηγουμένους να έχει δημιουργηθεί μια οργανωμένη δευτερογενείς αγορά για αυτές τις συναλλαγές. Η αξία αυτών των τίτλων αποτιμούταν από πρακτορεία πιστοληπτικής βαθμολόγησης (Credit Rating Agencies – CRAs) και η πληρωμή των τοκομεριδίων στους επενδυτές εξαρτιόταν από την συμπεριφορά των δανειοληπτών. Η δημιουργία όμως μεγάλης ασυμμετρίας πληροφόρησης ήταν αναπόφευκτη λόγω της αδυναμίας επαφής αυτών των δυο ομάδων.

Τα σοβαρά προβλήματα στην αγορά των στεγαστικών δανείων που είχαν χορηγηθεί στις ΗΠΑ και η αλόγιστη χρήση των δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτιόταν άμεσα από την δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν στο πλαίσιο της προστασίας των τραπεζών από τον πιστωτικό και επιτοκιακό κίνδυνο οδήγησαν σε αλυσιδωτές αντιδράσεις τόσο στον αμερικανικό όσο και στον ευρωπαϊκό κτηματομεσιτικό και τραπεζικό τομέα. Ωστόσο μεγαλύτερη

ζημία υπέστησαν, όπως είναι φυσικό, οι τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είχαν εκτεθεί περισσότερο στα ονομαζόμενα 'τοξικά' ομόλογα.

4.3 Η οικονομική κρίση στην Ευρώπη και η αντιμετώπιση της από την EKT

Η οικονομική κρίση γρήγορα έπληξε και την γηραιά Ήπειρο προκαλώντας τεράστια κοινωνικά και οικονομικά κόστη για όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η ενεργοποίηση της EKT μπροστά σε αυτήν την νέα πραγματικότητα ήταν άμεση και οι ενέργειες που πραγματοποίησε για να αντιμετωπίσει τις πρωτοφανής προκλήσεις, αποτελεσματικές.

Αρχικά είναι σκόπιμο να κάνουμε δύο σημαντικές παρατηρήσεις που αφορούν τον ρόλο των κεντρικών τραπεζών στην διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας καθώς επίσης και τα εργαλεία που έχουν στην διάθεση τους για τον σκοπό αυτό. Η πρώτη παρατήρηση αφορά τις ενέργειες των κεντρικών τραπεζών για την προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας όπου πρέπει να είναι συμβατές με το πλαίσιο πολιτικής που διέπει την επίτευξη του πρωταρχικού στόχου δηλαδή της σταθερότητας των τιμών. Ισχύει όμως ότι η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και η σταθερότητα των τιμών είναι γενικώς συμπληρωματικοί στόχοι.

Η δεύτερη παρατήρηση αφορά τα διαθέσιμα εργαλεία πολιτικής και τα πραγματικά μέτρα που λαμβάνονται από τις κεντρικές τράπεζες για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Στα διαθέσιμα εργαλεία περιλαμβάνονται:

- 1)Η παροχή ρευστότητας και η διαχείριση της.
- 2)Τα βασικά επιτόκια νομισματικής πολιτικής .
- 3)Η στήριξη πιστωτικών μέτρων που αποσκοπούν στην εξυγίανση των πιστωτικών αγορών.

Η χρήση όμως αυτών των μέτρων πολιτικής καθώς και η χρονική στιγμή της χρήσης τους εξαρτάται τόσο από τις προοπτικές για σταθερότητα των τιμών, την οικονομική διάρθρωση της οικονομίας όσο και από το μέγεθος του χρηματοπιστωτικού τομέα και των συναφών συστηματικών κινδύνων.

Οι παραπάνω παρατηρήσεις είναι χρήσιμες προκειμένου να κατανοήσουμε καλύτερα την φύση και την λογική των πολιτικών που χρησιμοποίησε και χρησιμοποιεί η EKT για να αντιμετωπίσει την κρίση. Συγκεκριμένα κατά την αξιολόγηση της συμπεριφοράς της EKT όσο αφορά τις ενέργειες της για την προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας είναι σημαντικό να γίνεται ένας διαχωρισμός μεταξύ των δράσεων που αφορούν την αλλαγή της κατεύθυνσης της

νομισματικής πολιτικής και την διαχείριση της ρευστότητας. (Παπαδέμος Λουκάς , Απρίλιος 2009).

4.4 Οι ενέργειες της ΕΚΤ κατά την διάρκεια της κρίσης

Οι αναταραχές στο χρηματοπιστωτικό τομέα όπως όλοι γνωρίζουμε εμφανίστηκαν το καλοκαίρι του 2007. Είναι σκόπιμο λοιπόν να αξιολογήσουμε τις οικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις όπως και τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ σε δύο περιόδους. Κατά την πρώτη περίοδο, από τις αρχές Αυγούστου 2007 έως και τις αρχές Οκτωβρίου 2008, η ΕΚΤ δεν χαλάρωσε την νομισματική της πολιτική για να αντιμετωπίσει τις εντάσεις που είχαν προκληθεί στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αντιθέτως μάλιστα τον Ιούλιο του 2008 προέβη σε αύξηση των βασικών επιτοκίων κατά 25 μονάδες βάσης προκειμένου να καταπολεμήσει τις αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις και να αντιμετωπίσει τους μεσοπρόθεσμους πληθωριστικούς κινδύνους. Η ΕΚΤ όμως ενήργησε γρήγορα και αποφασιστικά από την αρχή της κρίσης με την παροχή ρευστότητας (προώθησε 90δις ευρώ στην αγορά μέσα σε λίγες μόνο ώρες) στην διατραπεζική αγορά χρήματος προκείμενου να διασφαλίσει ότι τα προβλήματα ρευστότητας που είχαν παρουσιαστεί δεν θα μετατρέπονταν σε προβλήματα φερεγγυότητας. Η ΕΚΤ προχώρησε σε μείωση του επιτοκίου πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, κατά 325 μονάδες βάσης, σε διάστημα μόλις επτά μηνών, από τον Οκτώβριο του 2008 έως και το Μάιο 2009.

Η ΕΚΤ εκτός από τα παραπάνω ανέλαβε και τα λεγόμενα μη τυπικά μέτρα για την στήριξη παροχών πιστώσεων από τις τράπεζες στην οικονομία της Ευρωζώνης. Συγκεκριμένα τα μη τυπικά μέτρα σχεδιάστηκαν για να διατηρήσουν τους όρους χρηματοδότησης και τις πιστωτικές ροές σε επίπεδο καλύτερο από αυτό που θα μπορούσε να επιτευχθεί με την μείωση των επιτοκίων και μόνο. Τα μέτρα αυτά που αναφέρονται συχνά και ως «ενισχυμένη στήριξη στην προσφορά πιστώσεων» περιλαμβάνουν τα εξής πέντε στοιχεία:

- 1) Επιμήκυνση της μέγιστης διάρκειας των πράξεων αναχρηματοδότησης.
- 2) Επέκταση του πίνακα επιλέξιμων εξασφαλίσεων.
- 3) Προσφορά ρευστότητας σε ξένα νομίσματα.
- 4) Δημιουργία ενός προγράμματος καλυμμένων ομολόγων.
- 5) Απεριόριστη ρευστότητα σε όλες τις πράξεις αναχρηματοδότησης με σταθερό επιτόκιο.

Τα μέτρα αυτά ήταν καθοριστικά και συνέβαλλαν στην μείωση, των επιτοκίων της αγοράς χρήματος, των spreads στην αγορά χρήματος και των επιτοκίων στον τραπεζικό δανεισμό.(Speech by Gertrude Tumbell-Gugerall July 2010). Τα μέτρα αυτά πρέπει να αναφέρουμε ότι έχουν προσωρινό χαρακτήρα και έχουν σχεδιαστεί σύμφωνα με τον πρωταρχικό στόχο της EKT, να παράγουν δηλαδή σταθερότητα των τιμών σε ολόκληρη την ζώνη του ευρώ. Αξίζει να σημειωθεί επίσης ότι η EKT ήταν η πρώτη που εισήγαγε αυτά τα μέτρα κατά την διάρκεια της κρίσης.(Keynote address by Jean -Claude Trichet, April 2009).

Με την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 η κρίση εισήλθε σε νέα φάση. Εντάθηκε απότομα και διευρύνθηκε σε νέους τομείς της οικονομίας παγκοσμίως. Οι επιπτώσεις ήταν δραματικές και ενδεικτικά αναφέρουμε ότι: η αποστροφή στον κίνδυνο αυξήθηκε, η εμπιστοσύνη στις χρηματαγορές κλονίστηκε, οι αγορές χρήματος έγιναν δυσλειτουργικές και η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα αποδυναμώθηκε σημαντικά συνοδευόμενη από μια παγκόσμια πτώση του εμπορίου και μια πτώση στις τιμές των εμπορευμάτων. Επιπλέον οι τράπεζες έγιναν απρόθυμες στο να δανείζουν η μια στην άλλη ως αποτέλεσμα της σημαντικής αύξησης των αντιληπτών κινδύνων των αντισυμβαλλομένων και την συνεχιζόμενη έλλειψη διαφάνειας σχετικά με τους υγιείς ισολογισμούς των τραπεζών.

Η ξαφνική επιδείνωση των χρηματοοικονομικών συνθηκών της αγοράς δεν θα μπορούσε να αφήσει την EKT αδρανή. Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers η EKT χαλάρωσε την νομισματική πολιτική της, εισήγαγε μεγάλα ποσά ρευστότητας στην αγορά και δημιούργησε τα μη τυπικά μέτρα πολιτικής. "Έδωσε απεριόριστη χρηματοδότηση σε ευρώ με σταθερά επιτόκια για περιόδους μέχρι και έξι μήνες κατά τον μεγάλο κατάλογο των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται ως ασφάλειες στις πράξεις αναχρηματοδότησης. "Άμεση συνέπεια της αύξησης της ρευστότητας ήταν η αύξηση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος κατά 600 δις Ευρώ από τον Ιούλιο του 2007 μέχρι και τον Απρίλιο του 2009. (Παπαδέμος Λουκάς Μάιους 2009).

Οι προκλήσεις όμως για την EKT δεν σταματούν εδώ. Τον Μάιο του 2010 η Ευρώπη βρέθηκε και πάλι αντιμέτωπη με καινούργιες εντάσεις που προέκυψαν στις αγορές κινητών αξιών και παρακώλυαν τους μηχανισμούς μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Η EKT αντέδρασε για ακόμα μια φορά αποφασιστικά και δυναμικά εισάγοντας ένα πρόγραμμα αγοράς κινητών αξιών (Securities Market Programme). Κύριος στόχος αυτού του προγράμματος ήταν να διασφαλίσει

ρευστότητα στις δυσλειτουργικές αγορές και να εξασφαλίσει την ορθή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην ευρύτερη οικονομία.(Speech by Gertrude Tumbell-Gugherall July 2010).

4.5 Η αποτελεσματικότητα των πολιτικών της ΕΚΤ κατά την διάρκεια της κρίσης

Η ΕΚΤ όπως ήδη αναφέραμε παρείχε απεριόριστα ποσά ρευστότητας έναντι φυσικά επαρκούς ασφάλειας, στην διατραπεζική αγορά χρήματος και προέβη στην μείωση των επιτοκίων προκειμένου να αντιμετωπίσει τις δύσκολες καταστάσεις με τις οποίες ήρθε αντιμέτωπη. Και οι δύο αυτές ενέργειες οδήγησαν σε σημαντική βελτίωση των συνθηκών της αγοράς χρήματος. Συνέβαλλαν επίσης στην χρηματοδότηση της οικονομίας καθώς επίσης και στον περιορισμό των επιπτώσεων της κρίσης στην οικονομική δραστηριότητα και στην εξέλιξη των τιμών. “Όπως αναφέρει ο Λ. Παπαδέμος σε ομιλία του το spread μεταξύ του τριμηνιαίου ακάλυπτου επιτοκίου στην αγορά χρήματος το λεγόμενο Euribor και του τριμηνιαίου επιτοκίου μιας ημέρας Eonia μειώθηκε κατά 130 μονάδες βάσης. Επιπλέον υπήρξε μείωση του γενικού επιπέδου των επιτοκίων στην αγορά χρήματος και η αύξηση του όγκου των συναλλαγών στην ανασφάλιστη διατραπεζική αγορά με την ταυτόχρονη μειωμένη χρησιμοποίηση διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, μαρτυρούν ότι η ρευστότητα στην αγορά έχει βελτιωθεί αρκετά. Τα πολύ χαμηλά επίπεδα επιτοκίων στην αγορά και η γενναιόδωρη παροχή ρευστότητας από την ΕΚΤ στο τραπεζικό σύστημα συνέβαλλαν επίσης και στην σημαντική μείωση των τραπεζικών επιτοκίων δανεισμού ιδιαίτερα για τις βραχυπρόθεσμες πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα. Εν αντιθέσει το κόστος χρηματοδότησης για τις κερδοσκοπικές επιχειρήσεις αν και παρουσίασε κάποια πτώση συνεχίζει να παραμένει σε ασυνήθιστα υψηλά επίπεδα.

Ενώ όπως αναφέραμε υπήρξε βελτίωση των συνθηκών στην χρηματαγορά του ευρώ πάραντα τα πρότυπα των τραπεζικών πιστώσεων έχουν παραμείνει σφιχτά και ο ετήσιος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα επιβραδύνθηκε με σταθερούς ρυθμούς. Οι εξελίξεις αυτές εν μέρει όμως αντανακλούν την μειωμένη ζήτηση για δάνεια τόσο από τα νοικοκυριά όσο και από τις επιχειρήσεις καθώς επίσης και την προσπάθεια για απομόχλευση των ισολογισμών των τραπεζών.

Είναι προφανές ότι οι επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην κερδοφορία των τραπεζών και στην κεφαλαιακή θέση τους είναι σημαντικές. Οι Ευρωπαϊκές τράπεζες κατόρθωσαν ωστόσο να αυξήσουν με επιτυχία τα κεφάλαια τους τόσο από

ιδιωτικούς όσο και από δημόσιους πόρους με το πόσο να υπερβαίνει τις καταγεγραμμένες αποσβέσεις. Ανεξάρτητα όμως από αυτό οι τράπεζες θα χρειαστεί να ενισχύσουν τους ισολογισμούς τους. Προκειμένου να αποκατασταθεί η κατάλληλη ροή πιστώσεων προς την οικονομία, οι τράπεζες πρέπει να εκμεταλλευτούν τις δεσμεύσεις των κυβερνήσεων, για στήριξη των ισολογισμών τους μέσω της εισφοράς κεφαλαίων και παροχής κρατικών εγγυήσεων σε νέα τραπεζικά χρέη. Οι κοινοί στόχοι αυτών των δεσμεύσεων είναι η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η ενίσχυση της αποκατάστασης της παροχής πιστώσεων καθώς και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στην ευρωστία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αξίζει να σημειωθεί ότι η συνεχιζόμενη διαρθρωτική προσαρμογή και η χαμηλή εμπιστοσύνη των επενδυτών για ορισμένα ιδρύματα δεν μπορούν έτσι απλά να εξουδετερωθούν από την νομισματική πολιτική και από την παροχή ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.

Η δράση των κυβερνήσεων για την αντιμετώπιση της κρίσης δεν περιορίστηκε μόνο στον χρηματοπιστωτικό τομέα αλλά επεκτάθηκε και στους δημοσιονομικούς τομείς. Συγκεκριμένα χορηγήθηκαν δημοσιονομικά πακέτα ύψους 100δις ευρώ το 2009 στην ζώνη του ευρώ. Ιδιαίτερη ανησυχία παρουσιάζει η αύξηση του χρέους των χωρών της Ευρωζώνης ως ποσοστό του ΑΕΠ διότι αυξήθηκε σχεδόν κατά 9% του ΑΕΠ από το 2008 (69%) έως και το 2009 (79%). Όπως συμπεραίνουμε η ανάγκη για επίτευξη υγιών δημοσιονομικών θέσεων είναι επιτακτική ιδίως αν λάβουμε υπόψη μας ότι η επιδείνωση των δημοσίων οικονομικών στην διάρκεια ενός και μόνου έτους ήταν αρκετή για να διαγράψει τις προσπάθειες εξυγίανσης των κυβερνήσεων του ευρώ μιας ολόκληρης δεκαετίας. Οι κυβερνήσεις οφείλουν λοιπόν να δεσμεύονται στην επίτευξη υγιών δημοσιονομικών θέσεων και στην πλήρη εφαρμογή των διατάξεων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης προτού η κρίση εξελιχθεί σε δημοσιονομική κρίση μεγάλων διαστάσεων.

4.6 Στρατηγικές εξόδου από την κρίση

Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης που έπληξε σχεδόν όλες τις χώρες του κόσμου ήταν απαραίτητα και καθοριστικά για την πορεία της οικονομίας στην Ευρώπη. Πράγματι η οικονομική δραστηριότητα έχει επεκταθεί από τα μέσα του 2009 και προβλέπεται περαιτέρω ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ τα επόμενα δύο χρόνια.

Πάραντα χρειάζονται σημαντικές ενέργειες ακόμα να γίνουν προκειμένου η ανάπτυξη αυτή να είναι βιώσιμη, σταθερή και μακράς διάρκειας. Στην ομιλία του ο Gertrude Tumbell-Gugerall αναφέρει κάποιες πολιτικές που είναι απαραίτητες για την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και θα εξασφαλίσουν τόσο την σταθερότητα των τιμών όσο και την χρηματοοικονομική σταθερότητα. Για την επίτευξη των παραπάνω αναφέρει τέσσερα στοιχεία πολιτικής:

Πρώτον, την ενίσχυση των προοπτικών ανάπτυξης μέσω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Δεύτερον, την δημοσιονομική εξυγίανση με στόχο την δημιουργία διατηρήσιμων δημοσιονομικών θέσεων. Τρίτον, την νομισματική πολιτική αυστηρά προσανατολισμένη στην σταθερότητα των τιμών. Τέταρτον, την συνολική μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που οδηγούν σε υψηλότερα επίπεδα ανάπτυξης και απασχόλησης είναι υψίστης σημασίας για την επίτευξη μιας βιώσιμης ανάπτυξης. Μέτρα που θα οδηγήσουν για παράδειγμα στην αύξηση του ανταγωνισμού στις αγορές των καταναλωτών μπορούν να συμβάλλουν στην αύξηση της απασχόλησης και της παραγωγής. Μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας μπορούν επίσης να μειώσουν την ανεργία και να αυξήσουν σημαντικά την απασχόληση. Είναι φανερό λοιπόν ότι πολιτικές για την ενίσχυση του ανταγωνισμού και της καινοτομίας είναι απαραίτητες για την επιτάχυνση της αναδιάρθρωσης και την δημιουργία νέων επενδυτικών ευκαιριών. Η αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα είναι επίσης απαραίτητη προκειμένου να αυξηθεί η διαφάνεια και να γίνεται καλύτερη διαχείριση των κινδύνων. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο πλαίσιο αυτό υπέβαλε την Στρατηγική του 2020 που αποβλέπει σε υψηλότερα επίπεδα απασχόλησης, παραγωγικότητας και κοινωνικής συνοχής. Η Ευρώπη μπορεί να βγει ισχυρότερη από αυτήν την κρίση εάν εκμεταλλευτεί αυτήν την κατάσταση και εφαρμόσει τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις.

Η δημοσιονομική εξυγίανση αποτελεί την βάση για την σταθερή ανάπτυξη των οικονομιών ιδιαίτερα σε μια νομισματική ένωση όπως είναι η Ευρωπαϊκή Ένωση όπου 16 διαφορετικές χώρες υπόκειντο σε κοινή νομισματική πολιτική. Ορισμένες κυβερνήσεις της ζώνης του ευρώ έχουν ήδη λάβει μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης με σαφής δημοσιονομικούς στόχους. Οι υπουργοί οικονομικών ολόκληρης της ζώνης του ευρώ συμφώνησαν με συγκεκριμένες κατευθύνσεις και άφησαν ανοιχτό το ενδεχόμενο για την λήψη πρόσθετων μέτρων προκειμένου να διασφαλιστεί η επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων για το 2010 και έπειτα. Ενδέχεται ωστόσο οι προσπάθειες εξυγίανσης να έχουν αρνητικές συνέπειες για την ανάπτυξη. Στην

βραχυπρόθεσμη περίοδο αυτό εξαρτάται από την οικονομική προοπτική καθώς επίσης και σε ποια έκταση η δημόσια ζήτηση θα αντικατασταθεί από την ιδιωτική ζήτηση. Στην μακροπρόθεσμη περίοδο τα οφέλη της δημοσιονομικής εξυγίανσης είναι αδιαμφισβήτητα και βάση ερευνών θα υπερβαίνουν κατά πολύ τα πιθανά κόστη που ενδέχεται να προκληθούν από την μείωση της ανάπτυξης στην βραχυπρόθεσμη περίοδο. Όπως αντιλαμβανόμαστε είναι απαραίτητη η συντονισμένη δράση και η συνεργασία όλων των κυβερνήσεων της Ευρώπης.

Η σταθερότητα των τιμών όπως όλοι γνωρίζουμε είναι ο πρωταρχικός στόχος της EKT. Σε όλη την διάρκεια της κρίσης η EKT έμεινε προσηλωμένη στον στόχο της και χρησιμοποίησε τόσο τυπικά όσο και μη τυπικά μέτρα για να μην παρεκκλίνει. Αυτό είναι φανερό και με τους συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές. Συγκεκριμένα οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό στην ζώνη του ευρώ παρέμειναν αμετάβλητες σύμφωνα με τον ορισμό για την σταθερότητα των τιμών από το Διοικητικό Συμβούλιο από την αρχή της οικονομικής κρίσης. Αυτό σημαίνει ότι η EKT παραμένει αξιόπιστη στην παράδοσης της για σταθερότητα των τιμών. Η αξιοπιστία δεν είναι μόνο σημαντική για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής αλλά είναι απαραίτητη για την συμβολή της νομισματικής πολιτικής στην προώθηση της βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης, της δημιουργίας θέσεων απασχόλησης και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Από πολλές απόψεις η κρίση που βιώνει σήμερα ολόκληρη η υφήλιος αποτελεί άμεσο αποτέλεσμα των τρωτών σημείων του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Υπήρξαμε όλοι μάρτυρες των αρνητικών συνεπειών που επέφερε η κρίση αυτή στις οικονομίες . Άρα είναι αναγκαίο να συνεχιστούν και να ενταθούν οι προσπάθειες για την διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Για την δημιουργία ενός ασφαλέστερου χρηματοπιστωτικού συστήματος οι αρμόδιες αρχές οφείλουν να ενισχύσουν την εποπτεία του δημοσιονομικού ελέγχου τους τόσο σε μικρο- προληπτικό όσο και σε μακρο-προληπτικό επίπεδο. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επίσης οφείλουν να αναλάβουν δράση και να βελτιώσουν τις πρακτικές διαχείρισης των κινδύνων. Μια βασική πρόκληση για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής θα είναι η δημιουργία των κατάλληλων μέτρων για την ενίσχυση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος χωρίς την επιβολή περιορισμών που θα παρεμποδίσουν την χρηματοοικονομική καινοτομία και θα μειώσουν την αποτελεσματικότητα του συστήματος.

Στο μικρο-προληπτικό επίπεδο πολλές πρωτοβουλίες βρίσκονται σε εξέλιξη. Πιο συγκεκριμένα οι προτάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας αποσκοπούν στην ενίσχυση της ρύθμισης του κεφαλαίου και της ρευστότητας για να βελτιωθεί η απορρόφηση των ζημιών και να ενισχυθεί η ανθεκτικότητα έναντι των ζημιών. Τα μέτρα αυτά θα συμβάλλουν στην μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη.

Από την άλλη ένα μακρο-προληπτικό πλαίσιο στοχεύει στην επίτευξη μιας εμπειριστατωμένης ανάλυσης των συστημικών κινδύνων καθώς και στην χάραξη των κατάλληλων πολιτικών για την αντιμετώπιση των κινδύνων αυτών. Σε Ευρωπαϊκό επίπεδο θα δημιουργηθεί ένα νέο ανεξάρτητο σώμα το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) το οποίο θα είναι υπεύθυνο για την διεξαγωγή μακρο-προληπτικής εποπτείας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα για το σύνολο της Ε.Ε. Ή αυτοστηρίζεται αναλυτικά και διοικητικά από την ΕΚΤ. Το ΕΣΣΚ θα μπορεί να συμβάλει επίσης στην αξιολόγηση και τον περιορισμό των παγκόσμιων κινδύνων. Αρά η συμβολή του στην μακροπρόθεσμη ανάπτυξη αναμένεται να είναι καίρια.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Έχοντας αναλύσει λεπτομερώς την οργανωτική δομή και της βασικές πτυχές της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής τόσο της EKT όσο και της FED καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η EKT την τελευταία δεκαετία της λειτουργίας της ασκεί την νομισματική πολιτική βασιζόμενη στην εξέταση και στην συνεκτίμηση πολλών και διαφόρων παραγόντων της ευρωπαϊκής και διεθνούς οικονομίας. Πρέπει ωστόσο να αναφέρουμε ότι αρκετοί οικονομολόγοι έχουν εν καιρό κατηγορήσει την EKT ότι ασκεί μια επί το πλείστον συντηρητική νομισματική πολιτική σε σύγκριση με την FED κάτι που αποδεικνύεται από την αποκλειστική σχεδόν προσήλωση της στον κυρίαρχο στόχο της, την σταθερότητα των τιμών. Η μέχρι τώρα πορεία της EKT χαρακτηρίζεται όμως επιτυχημένη από έναν μεγάλο αριθμό ερευνητών οι οποίοι επισημαίνουν όμως ότι χρειάζεται συνεχής προσπάθεια και δουλειά από μέρους της προκειμένου να ενισχύεται η αξιοπιστία της και να διεξάγει μια όσο το δυνατόν αποτελεσματικότερη νομισματική πολιτική.

Όσον αφορά τις ενέργειες της, στην αντιμετώπιση της τωρινής κρίσης, παρόλο που η EKT παρακολουθούσε στενά τις εξελίξεις αντιδρούσε με κάποια χρονική υστέρηση. Αυτό συνέβη διότι θεώρησε ότι λόγω της μεγάλης αβεβαιότητας που επικρατούσε στο οικονομικό περιβάλλον το σωστό ήταν να συγκεντρωθούν πρώτα αρκετά στοιχεία και μετά να πραγματοποιήσει αλλαγές στο επίπεδο των επιτοκίων, παραμένοντας πάντα πιστή στον πρωταρχικό της στόχο. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να προβεί σε μεταβολές του βασικού επιτοκίου πολύ αργότερα από ότι θα έπρεπε.

Οφείλουμε όμως να αναφέρουμε ότι η EKT ανέλαβε κάποια δραστικά μέτρα και παρουσιάστηκε πιο δυναμική από ποτέ, δανείζοντας για πρώτη φορά τα κράτη μέλη της που αντιμετώπιζαν τον κίνδυνο της πτώχευσης λαμβάνοντας βέβαια ως εγγύηση κρατικά ομόλογα από αυτές τις χώρες. Όσον αφορά στη σύγκριση των δυο τραπεζών καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι κεντρικές τράπεζες έχουν σημαντικές ομοιότητες αλλά και πολλές διαφορές ιδιαίτερα όσον αφορά στην ανεξαρτησία τους και τη κοινωνική τους λογοδοσία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Alesina A. and L. Summers (1993): “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance,” *Journal of Money, Credit, and Banking* 25.151-62

Alesina A. and R. Gatti (1995): “Independent Central Banks: Low inflation at no cost?” *American Economic Review Papers and Proceedings* 85, 196-200

Archer, D. (1997) “The New Zealand Approach to Rules and Discretion in Monetary Policy,” *Journal of Monetary Economics* 39, 3-15

Bade, R. and M. Parkin (1988), “Central Bank Laws and Monetary Policy,” working paper, University of Western Ontario

Belke A. and T. Polleit (2006): “How the ECB and the US Fed Set Interest Rates”

Bernanke, Ben S. (2006) “Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve: A Historical Perspective,” remarks at the Fourth ECB Central Banking Conference on The Role of Money: *Money and Monetary Policy in the Twenty- First Century*, Frankfurt, Germany, November

Blinder, A. (1998).: *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge, MA: MIT Press

Cecchetti S. G. and R. O’Sullivan (2002): “The European Central Bank and the Federal Reserve”

Christiano L. and M. Rostagno (2001): “Money growth monitoring and the Taylor rule” Working paper 8539

Clemens J. and M. Kool (2005): What drives ECB Monetary Policy? Discussion Paper Series nr: 05-03

Clemente De Lucia and Jean-Marc Lucas (2007): “How different are the FED and ECB?”

Conference about Activism and Alertness in Monetary policy organized by the Bank of Spain on Central Banks in the 21st Century ,8 June 2006

Cukierman, A. (1992), *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge, MA: MIT Press

Debelle, G. and S. Fischer (1994) .:“ How Independent Should A Central Bank Be?,” in J. Further, ed., *Goals Guidelines, and Constraints Facing Monetary*

De Sousa P. (2001): ‘Independent and Accountable Central Banks and the European Central Bank, European Integration online Papers, Vol. 5

Drazen, A.: “Political Economy in Macroeconomics” p142-147

Fourcans, A. & Vraneanu, R. (2006), "Is the ECB so special ? A qualitative and quantitative analysis, ESSEC Business School, Department of Economics, March 2006

Gerdesmeier D., F. P. Mongelli, and B. Roffia (2007): "The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan Similarities and Differences, European Central Bank , Working Papers No 742

Grilli, V., D. Masciandaro, and G. Tabellini (1991) " Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries," *Economic Policy* 13, 341-92

Goodfriend, Marvin (1999) "The Role of a Regional Bank in a System of Central Banks

Kahn, George A. and Benolkin, Scott. The role of money in monetary policy: "Why do the fed and ecb see it so differently?

Levieuze G. and A. Penot (2008): "The FED and the ECB: Why such an apparent difference in reactivity?"

Persson, T. and G Tabellini (1993), " Designing Institutions for Monetary Stability," *Carnegie – Rochester Series on Public Policy* 39, 53-84

Pollard, P. (2003) A Look Inside Two Central Banks : " The European Central Bank and the Federal Reserve, Federal Reserve Bank of St.Louis

Policy Policymakers, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, no.38, Boston: Federal Reserve Bank of Boston

Rogoff, K. (1985a), " The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target," *Quarterly Journal of Economics* 100, 1169-90

Sahuc J. and Smets F.(2007): " Differences in Interest Rate Policy at the ECB and the FED: An Investigation with a Medium-Scale DSGE Model," *Journal of Money Credit and Banking*, Forthcoming

Ullrich K. (2003): "A Comparison between the Fed and Ecb: Taylor Rules." Discussion paper No. 03-19

Walsh, C. (1995 a), "Optimal Contracts for Central Bankers," *American Economic Review* 85, 150-67

Walsh, C. (1995 b), "Recent Central Bank Reforms and the Role of Price Stability as the Sole Objective of Monetary Policy," in B. Bernanke and J. Rotemberg, eds., *NBER Macroeconomics Annual* 1995, Cambridge, MA: MIT Press

Wynne, Mark A.(1999): " The European System of Central Banks"

Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στην ζώνη του ευρώ Νοέμβριος 2008 Γενική Τεκμηρίωση για τα Μέσα και τις Διαδικασίες Νομισματικής Πολιτικής του Ευρωπαϊκού Στήματος

EKT Μηνιαίο Δελτίο 10^η Επέτειος της EKT 1998-2008

Ιστοσελίδες: www.federalreserve.gov, www.ecb.int.

