



**Μ.Π.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΤΟΥ
ΚΑΚΙΟΠΟΥΛΟΥ ΗΛΙΑ**

THE ROLE OF ASSET PRICES IN MONETARY POLICY

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ :
ΑΝΑΠΛ. ΚΑΘΗΓ. ΔΗΜΗΤΡΗΣ ΜΑΛΛΙΑΡΟΠΟΥΛΟΣ**

ΑΘΗΝΑ, 20 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2006

<u>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ</u>	σελ.
<u>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</u>	3
<u>ΛΙΓΑ ΛΟΓΙΑ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ</u>	4
<u>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</u>	5
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</u> ΟΙ ΒΑΣΙΚΟΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	16
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</u> Η ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΚΤ ΣΤΙΣ ΡΑΤ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	31
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</u> Η ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΚΤ ΣΤΙΣ ΡΑΤ ΤΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ ΤΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ	49
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</u> ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	59
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5</u> ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ.....	62
<u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u>	65
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι	68
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ	78

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστούσα τον επιβλέποντα Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Δημήτρη Μαλλιάρόπουλο, για την υπομονή που έδειξε συμβουλευόντάς με στη συγγραφή της παρούσας Διπλωματικής Εργασίας, και για τις πολύτιμες παρατηρήσεις του που με βοήθησαν να βελτιώσω την παρουσίαση των λεπτών εννοιών που πραγματεύτηκα.

Επίσης, ευχαριστίες οφείλω στη σύζυγό μου Ευγενία Κακιοπούλου για την αμέριστη συμπαράστασή της στην προσπάθειά μου να συγγράψω την παρούσα Εργασία.

Τέλος, ιδιαίτερη μνεία οφείλω στον πρόσφατα θανόντα αγαπημένο μου πατέρα, Αποστόλη Κακιοπούλο, που δεν πρόλαβε να διαβάσει το τελικό κείμενο, όπως τόσα χρόνια συνήθιζε να κάνει σε άλλες μελετητικές και συγγραφικές μου προσπάθειες.

ΛΙΓΑ ΛΟΓΙΑ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ

Ο Ηλίας Απ. Κακιόπουλος, είναι πτυχιούχος του Μαθηματικού Τμήματος του Πανεπιστημίου Αθηνών, κάτοχος MBA Degree από το ALBA Business School και τελειόφοιτος του προγράμματος MSc in Finance από το Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Έχει εργαστεί στο παρελθόν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑ), ως Ειδικός Επιστήμονας, στην Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ) ως Προϊστάμενος Εκκαθάρισης και στην Ασπίς Πρόνοια ΑΕΓΑ, στο Τμήμα Επενδύσεων, ενώ εδώ και αρκετό καιρό εργάζεται στην Εθνική Ασφαλιστική ΑΕΓΑ, στη Δ/ση Αναλογισμού & Αντασφάλισης. Η επαγγελματική του ειδίκευση, από το 1993 που άρχισε την επαγγελματική του σταδιοδρομία, είναι στο χώρο των Χρηματιστηριακών Αγορών και της Διαχείρισης Κινδύνου. Έχει παρακολουθήσει μεγάλο αριθμό σεμιναρίων στην Ελλάδα και στο εξωτερικό και είναι γνώστης των εξελίξεων στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά για την τελευταία 15ετία. Είναι έγγαμος και πατέρας μίας κόρης.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι Κεντρικοί Τραπεζίτες (ΚΤ) και οι οικονομολόγοι που ασχολούνται με τη νομισματική πολιτική συνεχίζουν να συζητούνε σχετικά με τη σοφία της ρυθμιστικής πολιτικής ως μέσο αντίδρασης σε λανθασμένες τιμολογήσεις των στοιχείων ενεργητικού από τις αγορές, ή σε κερδοσκοπικές φούσκες. Εμπειρογνώμονες και από τις 2 πλευρές έχουν χρησιμοποιήσει τόσο θεωρητικά όσο και πρακτικά επιχειρήματα, αλλά έχουν αποτύχει να δημιουργήσουν μία συντεταγμένη και κοινά αποδεκτή άποψη.

Στην παρούσα Διπλωματική Εργασία, θα επιχειρήσουμε να κάνουμε μια σύνοψη της άποψης που είναι υπέρ των επιτοκιακών αντιδράσεων στις αποκλίσεις των τιμών των μετοχών και των ισοτιμιών των νομισμάτων, θα αναλύσουμε την έννοια της Policy Reaction Function, θα αναφερθούμε στη δουλειά του John Taylor που πρωτοεισήγαγε στην κοινότητα των οικονομολόγων, με επίσημο τρόπο όλο αυτόν τον προβληματισμό των ΚΤ, και τέλος θα περιγράψουμε μερικά γεγονότα που θα δείχνουν αν οι ΚΤ αντέδρασαν (και πώς αντέδρασαν) ή όχι σε περιπτώσεις ΡΑΤ.

Το θέμα που θα παρουσιάσουμε παρακάτω, **μου είναι σχεδόν άγνωστο**, καθώς επαγγελματικά έχω κινηθεί στους χώρους των Χρηματιστηριακών Αγορών, των Επενδύσεων Κεφαλαίου και της Διαχείρισης Κινδύνου. Όμως θέλησα να ασχοληθώ μαζί του, βλέποντάς το ως πρόκληση, διότι μία σοβαρή επαγγελματική ενασχόληση με το χρηματοοικονομικό χώρο, προϋποθέτει βαθιά γνώση των μακροοικονομικών και νομισματικών θεμάτων, τα οποία μακροπρόθεσμα δημιουργούν τις τάσεις, που εν τέλει ακολουθούνε οι αγορές. **Θα ζητήσω την επιεικιά σας, αν οι αναφορές μου είναι ελλιπείς, ή αν κάπου αποτυγχάνω να ξεδιαλύνω με επάρκεια τις απόψεις που θα παρουσιάσω.**

Δε θα προχωρήσω σε πρωτότυπη έρευνα επάνω στο θέμα, αλλά θα περιοριστώ κυρίως σε ανασκόπηση της έρευνας που μέχρι στιγμής έχει γίνει, στα ζητήματα που τίθενται όσον αφορά στη σχέση μεταξύ νομισματικής πολιτικής και τιμών μετοχών, ομολόγων, νομισμάτων, σπιτιών, κ.λ.π.. Τα ζητήματα αυτά είναι κοινά τόσο στην ακαδημαϊκή έρευνα όσο και στην άσκηση πολιτικής από τις ΚΤ. Τα τελευταία έτη, έχουμε μάθει πολλά, σχετικά με τα αποτελέσματα που έχουν οι κύκλοι των τιμών των στοιχείων ενεργητικού (assets), στην πραγματική οικονομία, καθώς και στην επιλογή των βέλτιστων αντιδράσεων εκ μέρους των ΚΤ για την αντιμετώπιση των φαινομένων που συνδέονται με αυτούς τους κύκλους.

Όμως, παραμένουν πολλά ανοιχτά ερωτήματα. Τα περισσότερα από αυτά σχετίζονται με τις συνέπειες των αποτελεσμάτων της πρόσφατης έρευνας σχετικά με την εφαρμοστέα νομισματική πολιτική. Μέσω της προώθησης του διαλόγου μεταξύ των ακαδημαϊκών και των οικονομολόγων των ΚΤ, θα προκύψουν πολλά χρήσιμα συμπεράσματα, που θα βελτιώσουν την προσέγγισή μας στο θέμα.

Υπάρχουν 6 κύριες ομάδες στοιχείων ενεργητικού (Asset Classes), των οποίων οι τιμές έχουν κατά καιρούς γίνει αντικείμενο Ραγδαίων Αυξήσεων (Ραγδαία Αύξησης της Τιμής, εφεξής θα καλούμε αυτό τον όρο για λόγους συντομογραφίας : **PAT**) :

1. Οι Μετοχές,
2. Τα Ομόλογα,
3. Οι Ισοτιμίες των Νομισμάτων,
4. Τα Εμπορεύματα,
5. Οι Τιμές των Σπιτιών,
6. Διάφορα Αντικείμενα ή έννοιες, π.χ. βολβοί τουλιπών στην Ολλανδία, διαμετακομιστικό εμπόριο μέσω των Νότιων Θαλασσών, κ.λ.π..

Ο Charles Kindleberger, στο διάσημο βιβλίο του «Maniacs, Panics and Crashes» (1978) περιγράφει την πιθανότητα μερικά έθνη να είναι περισσότερο σοφά από άλλα στο να σπάνε εγκαίρως τις κερδοσκοπικές φούσκες που αναπτύσσονται σε διάφορα Asset Classes, και αυτή η σοφία να έγκειται στο διαφορετικό φλέγμα που διακρίνει τους διάφορους λαούς. Αν αυτό είναι σωστό, θα πρέπει να επικεντρωθούμε σε εμπειρίες μερικών επιλεγμένων χωρών. Για παράδειγμα, ο Kindleberger αναφέρει το έντονο αίσθημα παιγνίου που διέκρινε μία ομάδα μετοίκων της Ολλανδίας (Brabanters) κατά το 16ο αιώνα, το οποίο κατά το 17ο αιώνα μετεξελίχθηκε στη γνωστή στους περισσότερους φούσκα των τουλιπών, όπου μερικοί βολβοί έφθασαν να αξίζουνε όσο μία καινούρια άμαξα με 4 άλογα. Επίσης, είναι άξιο λόγου να αναφέρουμε πως οι ασιατικές αγορές συνοδεύονται (επισημώς) από μία άλλη ομάδα αγορών, στις οποίες οι επενδυτές στοιχηματίζουν για το ποιά θα είναι η τιμή ανοίγματος ή κλεισίματος των μετοχών και πολλές φορές οι τζίροι των στοιχημάτων υπερβαίνουν το τζίρο τον εν λόγω μετοχών. Είναι λοιπόν άραγε οι φούσκες στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού χαρακτηριστικό συγκεκριμένων ομάδων του πληθυσμού εν είδη γενετικής προδιάθεσης; Θα ήταν ενδιαφέρον να γινόταν μία έρευνα πάνω σε αυτό το θέμα.

Προχωρώντας τη σκέψη μας, μπορούμε να αναφέρουμε το ερώτημα : Είναι λογικό οι ΚΤ που είναι προσανατολισμένες στη σταθερότητα των τιμών, να αντιδρούν στις υπέρμετρες μεταβολές των τιμών των στοιχείων ενεργητικού πέρα από το τμήμα

εκείνο της αύξησης που τους ενδιαφέρει διότι επιδρά στον βραχυπρόθεσμο πληθωρισμό; Για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, οι παραδοσιακοί ΚΤ απαντούσαν στο παραπάνω ερώτημα με ένα μεγαλοπρεπές όχι. Οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού είναι ενδογενείς μεταβλητές, που αντιδρούν σε όλα τα είδη από shocks και η νομισματική πολιτική θα έπρεπε να αντιδρά στα shocks αυτά καθ' αυτά, και όχι στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού. Οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού έχουν το ρόλο τους, όσο αυτές μπορούν να βοηθήσουν στο να προβλέψουν τον πληθωρισμό και το παραγόμενο προϊόν (output), πέρα από ένα τυπικό χρονικό διάστημα 1 ή 2 ετών. Η ευθεία αντίδραση στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού μπορεί να δημιουργήσει μία μακρά λίστα από σφάλματα, όπως μεγάλη διακύμανση των επιτοκίων πέρα από το επιθυμητό επίπεδο, υπέρμετρο περιορισμό της ρευστότητας ή υπέρμετρη αύξηση της ρευστότητας που θα επιδράσουν ενδεχομένως καταστροφικά σε άλλους υγιείς τομείς της οικονομίας. Περαιτέρω, έχει ειπωθεί πως η σταθερότητα των τιμών είναι καλή για τη γενικότερη οικονομική σταθερότητα, και τη σταθερότητα στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού ιδιαιτέρως. Η σταθερότητα στις τιμές, μειώνει την ανασφάλεια των οικονομικών προβλέψεων των επιχειρήσεων για το μέλλον και μειώνει την ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ των δανειστών και των δανειζομένων. Οι περισσότεροι οικονομολόγοι θα συμφωνούσαν με αυτές τις εκτιμήσεις, και περαιτέρω θα συμφωνούσαν πως η σταθερότητα των τιμών πάει χέρι-χέρι με την οικονομική σταθερότητα και η μία ενδυναμώνει την άλλη.

Όμως, η πρόσφατη έρευνα περιγράφει καταστάσεις, όπου η θεωρητικά βέλτιστη νομισματική πολιτική επιτρέπει αποκλίσεις του πληθωρισμού από την αντικειμενική του τιμή βραχυπρόθεσμα, ούτως ώστε να μεγιστοποιήσει το οικονομικό αποτέλεσμα (welfare) και να διατηρήσει τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Το θεωρητικό πλαίσιο το οποίο μας δίνει το παραπάνω συμπέρασμα, μπορεί να ταξινομηθεί σε διάφορες κατηγορίες :

- Η πρώτη είναι η νέας γενιάς μοντέλων δυναμικής γενικής ισορροπίας (micro-founded dynamic general equilibrium models).
- Η δεύτερη περιλαμβάνει περισσότερα ad-hoc models, εισάγοντας μη γραμμικά μοντέλα που επεξεργάζονται τα επεισόδια των PAT και των επακόλουθων αντιστροφών τους.

Ας αναλύσουμε λίγο περισσότερο τις παραπάνω 2 κατηγορίες. Στα μοντέλα γενικής ισορροπίας, αφήνονται τα στοιχεία ενεργητικού να επηρεάζουν τις επενδύσεις. Ένα τυπικό αποτέλεσμα είναι πως μία αντιθετική επίδραση (trade off) μεταξύ των τιμών

των στοιχείων ενεργητικού και της σταθερότητας των τιμών του καταναλωτή, μπορεί να δημιουργηθεί. Για παράδειγμα, ένα θετικό, μη οδηγούμενο από οικονομικά στοιχεία, ΡΑΤ στις τιμές των μετοχών ή μία ξαφνική θετική επίδραση στην καθαρή θέση των εταιριών (π.χ. μείωση φορολογικών συντελεστών) που με τη σειρά της θα οδηγήσει στη μείωση του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων, θα οδηγήσει τις επιχειρήσεις να επιθυμούν να υπερεπενδύσουν, ακόμη και αν αυτό δε δικαιολογείται από τα τρέχοντα στοιχεία της οικονομικής πραγματικότητας. Έτσι, οι ΚΤ θα ανεβάσουν τα επιτόκια, ώστε να περιορίσουν αυτή τη μη δικαιολογούμενη τάση. Αλλά τα υψηλότερα επιτόκια, θα οδηγήσουν σε χαμηλότερη κατανάλωση εκ μέρους των νοικοκυριών, και αυτό με τη σειρά του θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη πτώση του πληθωρισμού, από την επιθυμητή εκ μέρους των ΚΤ. Αυτές οι αντιθέσεις, αντιπροσωπεύουν ένα δίλημμα *sock* κόστους, στο κλασσικό Νέο-Κεϋνσιανό μοντέλο, όπου οι ΚΤ χρησιμοποιούν τη διακύμανση του πληθωρισμού ως *trade off* για τη διακύμανση του παραγόμενου προϊόντος. Μελετώντας όλα αυτά τα μοντέλα, έχουμε προοδευτικά κατανοήσει πολύ περισσότερο τα *trade off* μεταξύ των διαφόρων ειδών από *shocks*.

Όμως, η δουλειά των ΚΤ, να χαράζουν νομισματική πολιτική, πέρα από την πρόοδο στο να αναλύουν αυτά τα *trade offs*, δεν έχει γίνει περαιτέρω καθόλου ευκολότερη. Πολλές εξομειώσεις με αυτού του τύπου τα (μειωμένα σε γραμμικά) μοντέλα έχουν δείξει πως μία απλή Τείλοριανή συνάρτηση νομισματικής πολιτικής (**Policy Reaction Function**, εφεξής θα καλούμε αυτό τον όρο για λόγους συντομογραφίας : **PRF**), με σημαντικό συντελεστή στάθμισης στον πληθωρισμό, η οποία όμως δεν αντιδρά ευθέως στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού, μπορεί να έχει εξίσου καλά αποτελέσματα με μία πολυσύνθετη λύση, που στοχεύει απευθείας στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού. Έτσι, σαφώς χρειάζεται περαιτέρω έρευνα για να φανεί αν μία **PRF** που στοχεύει απευθείας στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού είναι χρησιμότερη και αν ναι, πόσο χρησιμότερη. Είναι πολύ σημαντικό να αναλυθεί λεπτομερώς αυτή η λύση, καθώς οι δυνητικές ζημιές από τη χρήση μίας τέτοιας **PRF** είναι γνωστές και μεγάλες.

Εδώ, θα περιγράψουμε εν συντομία τα βασικά στοιχεία του Τείλοριανού Κανόνα.

Ο «Κανόνας του Τέιλορ», που ονομάστηκε έτσι, εξαιτίας του δημιουργού του, του γνωστού οικονομολόγου John Taylor, είναι ένας από τους τρόπους που χρησιμοποιούμε για να επιτύχουμε την κατάλληλη νομισματική πολιτική. Συσχετίζει τα επιτόκια της ΚΤ με τα πρωταρχικά στοιχεία της νομισματικής πολιτικής, ήτοι κατά πόσον ο πληθωρισμός μπορεί να αποκλίνει από την εν γένει θεωρούμενη σταθερότητα

των τιμών, και περαιτέρω, κατά πόσον το παραγόμενο προϊόν και η απασχόληση, μπορούν να αποκλίνουν από τα μέγιστα διατηρήσιμα επίπεδα τους. Για παράδειγμα, μία παραλλαγή του «Κανόνα» θέτει τα επιτόκια ίσα με «εκείνα που θεωρούνται αποδεκτά μακροπρόθεσμα, και τα οποία επιτυγχάνουν πλήρη απασχόληση και σταθερότητα των τιμών» συν «μία παράμετρο βασιζόμενη στην απόκλιση μεταξύ του τρέχοντος πληθωρισμού και του πληθωρισμού στόχου» μείον «μία παράμετρο βασιζόμενη στην απόκλιση μεταξύ του πραγματικά παραγόμενου προϊόντος και εκείνου που θα παρήγετο σε καθεστώς πλήρους απασχόλησης». Εάν ο πληθωρισμός ανεβαίνει, ο «Κανόνας του Τέιλορ» περιγράφει το πόσο πρέπει να αυξηθούν τα επιτόκια, ή αν το παραγόμενο προϊόν και η απασχόληση αδυνατίζουν, το πόσο αυτά πρέπει να μειωθούν. Οι επιμέρους παράμετροι στην «εξίσωση του Τέιλορ», τίθενται έτσι ώστε να περιγράψουν την πραγματική συμπεριφορά της νομισματικής πολιτικής, κατά τη διάρκεια μίας περιόδου, όταν αυτή έχει θεωρηθεί πως ήταν αρκετά επιτυχής στο να επιτύχει τους βασικούς της στόχους.

Παρόλο που ο «Κανόνας του Τέιλορ» φαίνεται ελκυστικός, έχει διάφορες αδυναμίες. Το επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων συνδεδεμένο με την επίτευξη μακροπρόθεσμων στόχων (κάτι που είναι κομβικό στοιχείο στον εν λόγω «Κανόνα»), μπορεί να ποικίλει διαχρονικά με απροσδιόριστο τρόπο. Επιπρόσθετα, το τρέχων επίπεδο του πληθωρισμού ή η κατάσταση της οικονομίας σε σχέση με το επίπεδο της πλήρους απασχόλησης, δεν είναι γνωστά εκ των προτέρων, λόγω υστερήσεων στα δεδομένα ή χρονικών υστερήσεων, και δυσκολιών στο να εκτιμηθεί το παραγόμενο προϊόν σε επίπεδο πλήρους απασχόλησης. Όλα αυτά προσθέτουν επιπλέον επίπεδα αβεβαιοτήτων και δυσκολιών, για το αν είναι ή όχι η ακολουθούμενη πολιτική η πλέον κατάλληλη, κάθε φορά.

Περαιτέρω, πρακτικά προβλήματα, όπως η εύρεση της πραγματικής πηγής μίας PAT και η δυσκολία να χρησιμοποιήσει μία ΚΤ έναν περισσότερο πολύπλοκο PRF, θα μπορούσαν να υπονομεύσουν την όλη ιδέα της χρήσης PRF.

Ένας άλλος λόγος για επιφυλάξεις, είναι ότι ο μηχανισμός μετάδοσης από τις τιμές των στοιχείων ενεργητικού στην πραγματική οικονομία, τείνει να είναι πολύ περισσότερος περίπλοκος και δύσκολα προβλέψιμος, από ότι όλα αυτά τα PRF μοντέλα υποθέτουν. Απλά, ας αναφέρουμε, πως ακόμη και αν το trade-off μεταξύ της υπερεπένδυσης και του πληθωρισμού είναι θεωρητικά σωστό και ισχυρό, κάποιος θα μπορούσε να έχει αμφιβολίες κατά πόσον οι ΚΤ πρέπει να είναι οι Οργανισμοί εκείνοι που θα πρέπει αν ασχολούνται συγχρόνως και με τις δύο αυτές αποκλίσεις. Μία διαφορετική κατανομή αρμοδιοτήτων και εργαλείων ελέγχου, απολογισμού &

λογιστικοποίησης των επιμέρους μεγεθών της οικονομίας, μπορεί ενδεχομένως να κατέδειχνε την ανάγκη ενός διαφορετικού μείγματος Οργανισμών, επιφορτισμένων με το παραπάνω καθήκον. Είναι οι αβεβαιότητες εκείνες της οικονομίας, που από μόνες τους μας αναγκάζουν να εξετάζουμε από πολλές οπτικές γωνίες τα ίδια θέματα, και έτσι είναι αναγκαίο να υπάρχουν πολλοί και ανεξάρτητοι μεταξύ τους Οργανισμοί, οι οποίοι θα αντιμετωπίζουν τις αποκλίσεις των βασικών μεγεθών της οικονομίας.

Στα *ad-hoc*, μη γραμμικά, μοντέλα, όπου εξετάζονται αποκλίσεις από τον βέλτιστο πληθωρισμό σε βραχυπρόθεσμη βάση, γίνεται εισαγωγή των μη γραμμικών κινδύνων στην ανάλυση και μελέτη των PAT, καθώς και των πτώσεων που τις ακολουθούν. Λαμβάνεται υπόψη το γεγονός, πως τα αρνητικά αποτελέσματα των πτώσεων που ακολουθούν μία PAT είναι ασύγκριτα χειρότερα από τα θετικά αποτελέσματα που χαρακτηρίζουν μία PAT κατά την ανοδική εξέλιξή της. Αυτό, μας οδηγεί αυτόματα στην αναζήτηση μίας «ασφαλιστικής» δικλείδας, η οποία, για μία ΚΤ που είναι προσανατολισμένη στη σταθερότητα των τιμών, ενστικτωδώς συνίσταται στην προκαταβολική άνοδο των επιτοκίων, του κόστους δηλαδή του χρήματος, ώστε να κάνει περισσότερη «ακριβή» την εξέλιξη της PAT και άρα να μετριάσει την έντασή της και να αντιστρέψει ομαλά την ανοδική της εξέλιξη, μετριάζοντας τα κόστη που δημιουργούνται κατά την πτώση της. Αυτή η τακτική δημιουργεί ρυθμούς πληθωρισμού που βρίσκονται κάτω από τους στόχους βραχυπρόθεσμα. Το να μειώσουμε τη μεταβλητότητα του πληθωρισμού σε αυτά τα μοντέλα, αποτελεί τη βέλτιστη πολιτική για να διατηρηθεί η σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Πρόσφατα πρακτικά αποτελέσματα όμως της παραπάνω προσέγγισης, δείχνουν πόσο πολύπλοκες μπορεί να γίνουν οι συλλεγόμενες από τα μοντέλα απαντήσεις της νομισματικής πολιτικής. Για παράδειγμα, ενώ είναι λογικό, η απάντηση σε μία PAT ακινήτων να εξαρτάται από μία μη γραμμική σχέση ορισμένων παραμέτρων, όπως ο βαθμός της αισιοδοξίας των επενδυτών (ποιοτική μεταβλητή που ποσοτικοποιείται πολύ δύσκολα), η ερώτηση, κατά πόσον ενεργοποιούνται οικονομικές ανισσοροπίες από μία PAT και από την ευαισθησία της ζήτησης ως προς τα επιτόκια, παραμένει. Οι Bordo & Jeanne (2002) για παράδειγμα, δείχνουν ότι εάν ο βαθμός της (παράλογης) αισιοδοξίας των επενδυτών είναι πολύ υψηλός, η αναγκαία άνοδος των επιτοκίων που θα είχε κάποιο πραγματικό και εμφανές αποτέλεσμα στην PAT θα είχε τόσο καταστρεπτικά αποτελέσματα στην υπόλοιπη οικονομία, που εν τέλει θα έπρεπε να μη γίνει. Η άποψη αυτή μας φέρνει στο νου τη ρήση του νέου διοικητή της FED κ. Bernanke, πως το όπλο των επιτοκίων θα πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή. Όπως είπε, δεν είναι δυνατόν να κάνεις εγχείριση στον εγκέφαλο χρησιμοποιώντας

ένα τσεκούρι. Παραλλήλισε δηλαδή την πολυπλοκότητα της οικονομίας με τον εγκέφαλο και το «γιατρικό» των επιτοκίων με ένα τσεκούρι.

Γενικεύοντας, θα πρέπει να πούμε πως δεν υπάρχει μία συνταγή, ούτε απλή, ούτε περίπλοκη για το πώς θα πρέπει μία ΚΤ να αντιμετωπίζει τις ΡΑΤ. Επίσης, ακόμη δεν είμαστε σε θέση να δώσουμε πολύ αναλυτικές περιγραφές των συνθηκών, που θα πρέπει να υπάρχουν προκειμένου μία ΚΤ να αναλάβει προκαταβολικά δράση για την εν τη γενέσει της αντιμετώπιση μίας ΡΑΤ. Ο Steve Cecchetti (2004) με την έρευνά του, μας βοηθάει να κατανοήσουμε, πως η FED δεν εναντιώνονταν στο να λάβει προκαταβολικά δράση για να αποφευχθεί η οικονομική φούσκα στα τέλη της δεκαετίας του 90. Κατά την άποψη του Cecchetti, η FED έκανε ότι ήταν δυνατό, για να μειώσει την ένταση της ΡΑΤ, χωρίς να απειλήσει την πραγματική οικονομία πολύ.

Ένα άλλο παρακλάδι της έρευνας για το θέμα μας, έχει να κάνει με τη βέλτιστη πολιτική των ΚΤ, όπου λαμβάνονται υπόψη οι κύκλοι των τιμών των διαφόρων στοιχείων ενεργητικού. Έχει επίσης να κάνει με τα αποτελέσματα των κινήτρων που δίνουν οι ΚΤ, με τις αναμενόμενες από τους οικονομικούς παράγοντες πολιτικές τους, έπειτα από το σπάσιμο μίας ΡΑΤ. Με άλλα λόγια, κατά τη διάρκεια του *crisis management* που ακολουθούν οι ΚΤ έπειτα από το σπάσιμο μίας ΡΑΤ. Από την άλλη μεριά, τα κίνητρα που δίνει μία ΚΤ, στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας, έπειτα από το σπάσιμο μίας ΡΑΤ, αποτελούν μέρος ενός ηθικού προβλήματος, διότι οι επενδυτές, ξέροντας πως η ΚΤ θα προστρέξει σε βοήθειά τους, αν κάτι πάει πολύ στραβά κατά τη διάρκεια μίας ΡΑΤ, αναλαμβάνουν κινδύνους που υπό κανονικές συνθήκες, ίσως να μην αναλάμβαναν. Επίσης, οι ασύμμετρες ΡΡΦ των ΚΤ, που παρέχουν ρευστότητα στο σύστημα της οικονομίας έπειτα από μία ΡΑΤ, ενώ δεν απομακρύνουν επαρκώς ρευστότητα, όταν η ΡΑΤ δημιουργείται και σταδιακά γιγαντώνεται, μπορεί να θεωρηθούν υπεύθυνες για την, σε πρώτη φάση, δημιουργία ΡΑΤ. Λίγοι αναλυτές ασχολούνται με αυτό το θέμα, ένας από τους οποίους είναι ο Charles Bean (2003). Επίσης, είναι χρήσιμο να επισημάνουμε εδώ το γεγονός πως η παραπάνω συμπεριφορά των ΚΤ διαβρώνει ηθικά τις αγορές, διότι στην πραγματικότητα πριμοδοτεί την ανάληψη κινδύνου από τους επενδυτές. Περαιτέρω, βάζει στο παιχνίδι επενδυτές που είτε δεν είναι καταρτισμένοι κατάλληλα, είτε ενδιαφέρονται μόνο για την επιδότηση που οι ΚΤ δίνουν στην οικονομική δραστηριότητα, μέσω της διατήρησης χαμηλού κόστους χρήματος, εν μέσω μικρών πληθωριστικών πιέσεων. Επίσης, έτσι δημιουργείται μία οικονομική αναστάτωση (*Instability*), που συνδέεται με σταδιακά υψηλότερο πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα. Οι παραπάνω επενδυτές αναλαμβάνουν *projects*, τα οποία οδηγούν σε υπερεπένδυση προκειμένου να

καρπωθούν τα οφέλη της νομισματικής πολιτικής, αφήνοντας το κόστος από την πολιτική αυτή να μοιραστεί στο ευρύτερο κοινωνικό σύνολο, όταν η PAT σπάσει.

Για όλους αυτούς τους λόγους, υποστηρίζεται πως οι ΚΤ θα πρέπει να βάζουν περισσότερο βάρος (*weight*) στη στάθμιση του πληθωρισμού, στις PRF που χρησιμοποιούν.

Μία άλλη άποψη, που χρήζει αναφοράς, είναι κατά πόσον η μεγάλη αβεβαιότητα που συνδέεται με οποιαδήποτε προσπάθεια κάνουμε για να βρούμε την πραγματική οικονομική αξία ενός χρηματοοικονομικού στοιχείου, αποτελεί ένα σημαντικό επιχείρημα έναντι μίας νομισματικής πολιτικής που θα είναι περισσότερο προσανατολισμένη στο να προλαμβάνει εκ των προτέρων τις PAT.

Κατ' αρχήν, μερικές μελέτες έχουν δείξει πως, μην ξέροντας οι ΚΤ το πραγματικό οικονομικό *sock* που οδηγεί τις τιμές σε μία PAT, μην μπορώντας δηλ να απομονώσουν το σινιάλο εκείνο που αποτελεί τον κινητήριο μοχλό για μία PAT, θα χρησιμοποιήσουν μειωμένους και ενδεχομένους λανθασμένους συντελεστές βάρους στην PRF που χρησιμοποιούν. Αλλά αυτό, δε θα καταστρέψει κατ' ανάγκη τη γενική ιδέα εμπιστοσύνης που υπάρχει στην παρέμβαση των ΚΤ καθώς και της κατεύθυνσής της.

Κατά δεύτερο λόγο, υπάρχουν μερικές πολύ απλές ενδείξεις μίας PAT, όπως παράλογα ψηλά P/E, ή σημαντικές αποκλίσεις από τους μακροχρόνιους δείκτες τάσεων (στις περιπτώσεις μεγεθών που χαρακτηρίζονται από την τάση επιστροφή στις μέσες τιμές τους). Και αυτές είναι ενδείξεις σε πραγματικό χρόνο, όχι εκ των υστέρων περιγραφές και αναλύσεις.

Κατά τρίτο λόγο, άλλες οικονομικές ιδέες στις οποίες βασίζουμε τη νομισματική πολιτική, όπως η έννοια του **Output Gap**, είναι πολύ δύσκολα μετρήσιμες. Στην περίπτωση αυτή, προσπαθούμε να αντιμετωπίσουμε το πρόβλημα και να χρησιμοποιήσουμε αυτές τις δύσκολα μετρήσιμες μεταβλητές, αποδεχόμενοι το βαθμό αβεβαιότητας τόσο στη μέτρησή τους, όσο και στη χρήση τους για να περιγράψουμε αποκλίσεις των στοιχείων ενεργητικού από τις «δίκαιες» (ας χρησιμοποιήσουμε αυτόν τον όρο με συγκατάβαση) τιμές τους.

Κατά τέταρτο λόγο, έχει φανεί, πως σε μερικές περιπτώσεις, η σημαντική μεταβλητή που ενεργοποιεί την αντίδραση μίας ΚΤ, δε θα έπρεπε να είναι ο βαθμός της υποτίμησης ή υπερτίμησης των τιμών μίας ομάδας από στοιχεία ενεργητικού, αλλά η πιθανότητα μίας ξαφνικής αντιστροφής της πορείας των τιμών. Αυτό το τελευταίο είναι εξίσου δύσκολο να εκτιμηθεί, αλλά πολλές φορές μία προχωρημένη τεχνικά διαχείριση κινδύνων (*risk management*) θα μπορούσε να μας δώσει πολύτιμα στοιχεία για αποφάσεις νομισματικής πολιτικής.

Εδώ, μπορούμε να επισημάνουμε πως ακόμη και μεγάλες αποκλίσεις στις «δίκαιες» τιμές των στοιχείων ενεργητικού, θα μπορούσαν σταδιακά να διορθωθούν, ως εξής: Οι ΚΤ προσπαθούν να γίνει μία σταδιακή αποκλιμάκωση των ονομαστικών υψηλών τιμών τους, ενώ παράλληλα η πραγματική τους (εσωτερική) οικονομική αξία ανεβαίνει λόγω της ύπαρξης οικονομικών στοιχείων, των οποίων το αποτέλεσμα συσσωρεύεται σε ετήσια βάση μέσα στο σύνολο της οικονομίας, όπως η παραγωγικότητα, ο πληθωρισμός όπως αυτός μετριέται από τις στατιστικές υπηρεσίες των κρατών, ο μη μετρήσιμος πληθωρισμός που οφείλεται είτε σε στατιστικά εσφαλμένες μετρήσεις είτε στη σταδιακή αλλαγή των καταναλωτικών συνηθειών των πολιτών, είτε στις τεχνολογικές αναβαθμίσεις που οδηγούν τους πολίτες να αγοράζουν εκ νέου τεχνολογικές προηγμένες συσκευές σε αντικατάσταση των υφισταμένων που κατέχουν μεν αλλά έχουν τεχνολογικά απαξιωθεί, η αύξηση του πληθυσμού, οι μετακινήσεις του πληθυσμού, η δημογραφική αλλαγή του πληθυσμού, κλπ. Έτσι, οι μεν ονομαστικές τιμές τους μειώνονται αλλά σε αργό ρυθμό και έτσι αποφεύγεται το sock της απότομης προσαρμογής τους, ενώ η εσωτερική τους αξία ανεβαίνει. Αν δηλαδή, έχουμε για παράδειγμα μία υπερτίμηση της τάξης του 100%, και θεωρήσουμε πως οι ονομαστικές τιμές μειώνονται κατά 5% ετησίως, ενώ η οικονομική αξία ανεβαίνει κατά 6% ετησίως, τότε θα έχουμε την εξέλιξη που φαίνεται στον παρακάτω ΠΙΝΑΚΑ :

	ΣΗΜΕΡΑ	ΕΤΟΣ 1	ΕΤΟΣ 2	ΕΤΟΣ 3	ΕΤΟΣ 4	ΕΤΟΣ 5	ΕΤΟΣ 6
Παρατηρούμενη Αξία στις Αγορές (Ονομαστική)	200 (εφεξής μείωση 5% ετησίως)	190	181	171	163	155	147
Εσωτερική Οικονομική Αξία	100 (εφεξής αύξηση 6% ετησίως)	106	112	119	126	134	142
Υπερτίμηση	100%	79%	61%	44%	29%	16%	4%

Μέσα δηλαδή σε 6 μόλις έτη!!!, η υπερτίμηση μηδενίζεται. Μέσα δηλαδή στο 1/5 του χρόνου ζωής μίας ανθρώπινης γενεάς (:30 έτη), μία έξυπνη νομισματική πολιτική μπορεί να λύσει με ομαλό τρόπο προβλήματα υπερτιμήσεων της τάξης του 100%. Τέλος, η πρόσφατη εμπειρία μας με την υποτίμηση του €, (θυμόμαστε όλοι πως ξεκίνησε ως ίσο με το \$, σύντομα έπεσε μέχρι και στα 0,87\$ για να ανακάμψει σήμερα στα 1,28δολάρια) και με την ΡΑΤ στις μετοχές της Νέας Οικονομίας, μας δίνουν να καταλάβουμε πως περιπτώσεις σοβαρών αποκλίσεων από τις θεωρούμενες ως δίκαιες τιμές, μπορούν να διαπιστωθούν από τις ΚΤ με μεγάλο βαθμό βεβαιότητας. Αυτό βέβαια, καθόλου δεν υπονοεί πως μπορούν να προβλεφθούν οι τιμές ισορροπίας ή ο χρόνος στον οποίο θα γίνει η διόρθωση των τιμών. Αλλά ούτε το ένα, ούτε το

άλλο, εμποδίζει τις ΚΤ από το να εφαρμόσουν μία πολιτική που θα οδηγήσει στις ομαλές αντιστροφές των ΡΑΤ και τουναντίον, τέτοιες πολιτικές είναι άκρως επιθυμητές, για να προστατευθεί η ομαλή εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας.

Ανακεφαλαιώνοντας, πρέπει να πούμε, πως η πιθανή βραχυπρόθεσμη σύγκρουση μεταξύ του αφενός να επιτύχουμε τον επιθυμητό πληθωρισμό και αφετέρου την αναγκαία οικονομική σταθερότητα εξαφανίζεται, όταν ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών εκτείνεται ώστε να καλύψει έναν επαρκώς μακρύ χρονικό ορίζοντα. Η άποψη του αν οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού χρειάζονται περαιτέρω προσοχή πέρα από την επίδρασή τους στις προβλέψεις για τον πληθωρισμό, με αυτόν τον τρόπο εξαφανίζεται ομοίως. Μία ΚΤ που προσπαθεί να κάνει προβλέψεις για τις οικονομικές συνθήκες στο μέλλον με επαρκή και ικανοποιητικό τρόπο - ένα χαρακτηριστικό που σαφώς συνδέεται με την προσπάθεια μίας ΚΤ να διατηρήσει τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα - είναι απόλυτα φυσικό να κάνει μία σε βάθος ανάλυση από όλες τις πιθανές συνέπειες μίας ΡΑΤ και της απότομης πτώσης που θα την ακολουθήσει. Αυτό ίσως χρειαστεί έναν μακρύτερο ορίζοντα από ότι συνήθως χρησιμοποιείται, δηλαδή περισσότερο από 1 ή 2 έτη. Όμως, το γεγονός πως όταν χρησιμοποιούμε τον κατάλληλο χρονικό ορίζοντα στον ορισμό της σταθερότητας των τιμών, η σύγκρουση μεταξύ της δύο στόχων, της σταθερότητας των τιμών από τη μία και της οικονομικής σταθερότητας από την άλλη εξαφανίζεται, δε μειώνει τις προκλήσεις για μία πολιτική όπως την παρουσιάσαμε παραπάνω.

Πολλές ερωτήσεις μπορούν να τεθούν :

- Ποιος είναι ο μηχανισμός μεταφοράς των τιμών των στοιχείων ενεργητικού στην πραγματική οικονομία;
- Ποια είναι η πληροφορία που οι τιμές περιέχουν σχετικά με τον μελλοντικό πληθωρισμό και το μελλοντικό παραγόμενο προϊόν;
- Πόσο μεγάλοι είναι οι κίνδυνοι για ασυνήθιστα μεγάλες μεταβολές της οικονομικής δραστηριότητας μετά από μία ΡΑΤ ή μετά από μία μεγάλη πτώση των τιμών;
- Ποια είναι τα κανάλια επικοινωνίας μεταξύ του σπασίματος μίας ΡΑΤ και πιθανών συστημικών κινδύνων;
- Ποιος είναι ο ρόλος των τραπεζών στη μεταφορά των τιμών των στοιχείων ενεργητικού;
- Πώς, τόσο τα μέσα πληρωμών (χρήματα), όσο και η πίστωση συμπεριφέρονται σε ένα κύκλο ΡΑΤ-πτώσης τιμών;
- Απέναντι σε όλα αυτά, πώς θα πρέπει οι ΚΤ να δρουν και να επικοινωνούν αυτή τους τη δράση, σχετικά με τις εξελίξεις στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού;

Είναι δεδομένο, πως μέχρι τώρα τουλάχιστον, ουδείς έχει βρει μία οριστική απάντηση σχετικά με το πώς οι ΚΤ θα πρέπει να χειρίζονται τις τιμές των στοιχείων ενεργητικού. Και επειδή οι κοινωνίες μας συνεχίζουν να σωρεύουν πλούτο, αυτό το ερώτημα θα ανακύπτει όλο και έντονο στο μέλλον.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΙ ΒΑΣΙΚΟΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Πολλές ανεπτυγμένες χώρες έχουν ΚΤ, των οποίων οι λειτουργίες είναι παραπλήσιες με αυτές των ECB και FED. Η παλαιότερη, είναι η **Σουηδική Riksbank**, που υπάρχει από το 1668 και η **Τράπεζα της Αγγλίας** από το 1694. Ο Μέγας Ναπολέων είχε ιδρύσει την **Τράπεζα Banque de France** το 1800, ενώ η **Τράπεζα του Καναδά** άρχισε να λειτουργεί το 1935. Τέλος, η **Γερμανική Bundesbank** επανιδρύθηκε μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα - ECB (www.ecb.int)



Η ΕΚΤ είναι η κεντρική τράπεζα για το ενιαίο νόμισμα της Ευρώπης, το ευρώ. Από την 1η Ιανουαρίου 1999 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είναι υπεύθυνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ – τη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο μετά τις Ηνωμένες Πολιτείες. Το βασικό καθήκον της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της αγοραστικής δύναμης του ευρώ και, επομένως, η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Η ζώνη του ευρώ αποτελείται από τις 12 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν υιοθετήσει το ευρώ από το 1999.

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. Με το Καταστατικό, ιδρύθηκαν η **ΕΚΤ** και το **Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)** την 1η Ιουνίου 1998.

Η **ζώνη του ευρώ** έγινε πραγματικότητα όταν η ευθύνη για την άσκηση νομισματικής πολιτικής εκχωρήθηκε από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 11 κρατών μελών της ΕΕ στην ΕΚΤ τον Ιανουάριο του 1999. Η Ελλάδα έγινε το δωδέκατο μέλος δύο χρόνια αργότερα. Η δημιουργία της ζώνης του ευρώ και η ίδρυση ενός υπερεθνικού

οργάνου, της ΕΚΤ, αποτέλεσε βασικό στάδιο στη μακρόχρονη και πολύπλοκη πορεία προς την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση.

Οι 12 χώρες έπρεπε να πληρούν τα κριτήρια σύγκλισης. Αυτό θα ισχύσει και για άλλα κράτη μέλη της ΕΕ προτού υιοθετήσουν το ευρώ. Τα κριτήρια θέτουν τις οικονομικές και νομικές προϋποθέσεις για την επιτυχημένη συμμετοχή στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

Η ΕΚΤ ιδρύθηκε ως πυρήνας του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ. Η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες εκτελούν από κοινού τα καθήκοντα που τους έχουν ανατεθεί. Η ΕΚΤ διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το δημόσιο διεθνές δίκαιο.

Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών

Το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) όλων των κρατών μελών της ΕΕ (άρθρο 107 παράγραφος 1 της Συνθήκης) είτε έχουν υιοθετήσει το ευρώ είτε όχι.

Ευρωσύστημα

Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το Ευρωσύστημα και το ΕΣΚΤ θα συνυπάρχουν όσο διάστημα υπάρχουν κράτη μέλη που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ.

Ζώνη του ευρώ

Η ζώνη του ευρώ αποτελείται από τις χώρες της ΕΕ που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Καθήκοντα

Τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ και του Ευρωσυστήματος καθορίζονται στη **Συνθήκη** για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και προσδιορίζονται στο **Καταστατικό** του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), το οποίο είναι ένα πρωτόκολλο προσαρτημένο στη Συνθήκη. Το κείμενο της Συνθήκης αναφέρεται στο "ΕΣΚΤ" και όχι στο "Ευρωσύστημα". Το κείμενο αυτό συντάχθηκε βάσει του συλλογισμού ότι όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ θα υιοθετήσουν το ευρώ. Μέχρι τότε, το Ευρωσύστημα θα συνεχίσει να εκτελεί τα καθήκοντα που του έχουν ανατεθεί. Τα Βασικά λοιπόν καθήκοντα, σύμφωνα με τη Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (άρθρο 105 παράγραφος 2), είναι:

- η χάραξη και η εφαρμογή νομισματικής πολιτικής για τη ζώνη του ευρώ,
- η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος,

- η κατοχή και η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών της ζώνης του ευρώ (βλ. [διαχείριση χαρτοφυλακίων](#)),
- η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των [συστημάτων πληρωμών](#).

Περαιτέρω καθήκοντα

- **Τραπεζογραμμάτια:** η ΕΚΤ έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να εγκρίνει την έκδοση τραπεζογραμμάτων εντός της ζώνης του ευρώ.
- **Στατιστικά στοιχεία:** σε συνεργασία με τις ΕθνΚΤ, η ΕΚΤ συλλέγει τις στατιστικές πληροφορίες που είναι αναγκαίες για την εκπλήρωση των καθηκόντων, είτε από τις εθνικές αρχές είτε απευθείας από οικονομικούς φορείς.
- **Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εποπτεία:** το Ευρωσύστημα συμβάλλει στην ομαλή άσκηση της πολιτικής που προωθούν οι αρμόδιες αρχές αναφορικά με την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Συνεργασία σε **διεθνές** και **ευρωπαϊκό επίπεδο:** η ΕΚΤ διατηρεί σχέσεις συνεργασίας με αντίστοιχα όργανα, οργανισμούς και φορείς εντός της ΕΕ, αλλά και διεθνώς, όποτε εξετάζονται θέματα σχετικά με τα καθήκοντα που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα.

Στόχοι Νομισματικής Πολιτικής

"Πρωταρχικός στόχος του ΕΣΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών". Το ΕΣΚΤ στοχεύει σε ρυθμούς πληθωρισμού κάτω του, αλλά κοντά στο, 2%, μεσοπρόθεσμα.

Και: "Με την επιφύλαξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα, προκειμένου να συμβάλει στην υλοποίηση των στόχων της Κοινότητας, που ορίζονται στο άρθρο 2." (Συνθήκη (άρθρο 105 παράγραφος 1))

Οι στόχοι της Ένωσης (άρθρο 2 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση) είναι ένα υψηλό επίπεδο απασχόλησης και μια διατηρήσιμη και μη πληθωριστική ανάπτυξη. Περαιτέρω, ο φυσικός ρόλος της νομισματικής πολιτικής είναι η οικονομία να διατηρεί σταθερότητα τιμών. Η Νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την πραγματική δραστηριότητα μόνο βραχυπρόθεσμα. Αλλά, εν γένει, μπορεί να επηρεάσει μόνο το επίπεδο τιμών στην οικονομία. Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, προβλέπει πως κατά τη εφαρμογή της επιθυμητής νομισματικής πολιτικής, το Ευρωσύστημα θα πρέπει να παίρνει υπόψη του, τους γενικότερους οικονομικούς στόχους της

Κοινότητας. Έτσι, η ΕΚΤ θα πρέπει να αποφεύγει τις ακραίες διακυμάνσεις τόσο στο παραγόμενο προϊόν, όσο και στο επίπεδο απασχόλησης.

Πλεονεκτήματα της σταθερότητας των τιμών

Η σταθερότητα των τιμών, υπονοεί την αποφυγή τόσο του μακροπρόθεσμου πληθωρισμού, όσο και του μακροπρόθεσμου αντιπληθωρισμού.

Η σταθερότητα των τιμών συνεισφέρει στην επίτευξη υψηλών επιπέδων απασχόλησης στην οικονομία, καθώς υψηλού παραγόμενου προϊόντος, μέσω :

- βελτίωσης της διαφάνειας του μηχανισμού τιμών. Οι άνθρωποι, όταν κινούνται σε περιβάλλον σχετικά σταθερής μεταβολής των τιμών, μπορούν να αναγνωρίσουν τις αλλαγές στις σχετικές τιμές, (π.χ. τιμές για διαφορετικά αγαθά), χωρίς να μπερδεύονται από τις αλλαγές στο γενικό επίπεδο τιμών. Μπορούν δηλαδή να κατανοήσουν πόσα σουβλάκια αντιστοιχούν σε ένα κιλό κρέας, με βάση τις τιμές των συγκεκριμένων 2 προϊόντων. Αυτό το γεγονός, του οδηγεί να είναι καλά ενημερωμένοι καταναλωτές, να κάνουν σωστές επενδυτικές επιλογές και γενικότερα να κατανέμουν τους σπάνιους πόρους τους πιο αποτελεσματικά.
- μείωσης του πληθωριστικού premium στα επιτόκια, ήτοι της αποζημίωσης που αποζητούν οι πιστωτές για τον κίνδυνο που φέρουν διακρατώντας στοιχεία ενεργητικού σε ονομαστικές τιμές. Αυτό με τη σειρά του, μειώνει τα πραγματικά επιτόκια και αυξάνει τα κίνητρα επένδυσης.
- αποφεύγοντας μη παραγωγικές δραστηριότητες, οι οποίες άλλως, γίνονται τρόπος αντιστάθμισης του αρνητικού αποτελέσματος του πληθωρισμού ή του αντιπληθωρισμού.
- μειώνοντας τις αρνητικές επιδράσεις του πληθωρισμού και του αντιπληθωρισμού στην οικονομική συμπεριφορά του φόρου και των συστημάτων κοινωνικής προστασίας.
- εμποδίζοντας την αυθαίρετη αναδιανομή του πλούτου και του εισοδήματος ως αποτέλεσμα αναπάντεχου πληθωρισμού ή αντιπληθωρισμού.

Η αποστολή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες αποτελούν από κοινού το Ευρωσύστημα, το σύστημα κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Ο κύριος στόχος του Ευρωσυστήματος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών: η διαφύλαξη της αξίας του ευρώ.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει δεσμευθεί να εκτελεί αποτελεσματικά όλα τα καθήκοντα κεντρικής τράπεζας που της έχουν ανατεθεί, τα οποία ασκεί επιδιώκοντας το ύψιστο επίπεδο ακεραιότητας, ικανοτήτων, αποδοτικότητας και διαφάνειας.

Η αποστολή του Ευρωσυστήματος

Το Ευρωσύστημα, το οποίο αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ, είναι η νομισματική αρχή της ζώνης του ευρώ. Πρωταρχικός του στόχος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών για το κοινό καλό. Ενεργώντας επίσης ως κύρια χρηματοπιστωτική αρχή, στοχεύει στη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την προώθηση της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης στην Ευρώπη.

Κατά την επιδίωξη των σκοπών του, αποδίδεται υψίστη σημασία στην αξιοπιστία, την εμπιστοσύνη, τη διαφάνεια και τη λογοδοσία. Στοχεύει στην αποτελεσματική επικοινωνία με τους πολίτες της Ευρώπης και τα μέσα ενημέρωσης. Στις σχέσεις με τις ευρωπαϊκές και τις εθνικές αρχές έχει αναλάβει τη δέσμευση να ενεργεί απολύτως σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης, λαμβάνοντας δεόντως υπόψη την αρχή της ανεξαρτησίας.

Συμβάλλει από κοινού, σε στρατηγικό και λειτουργικό επίπεδο, στην επίτευξη των κοινών σκοπών, με τον δέοντα σεβασμό προς την αρχή της αποκέντρωσης. Έχει αναλάβει τη δέσμευση να ασκεί καλή διακυβέρνηση και να εκτελεί τα καθήκοντά του κατά τρόπο αποτελεσματικό και αποδοτικό, με πνεύμα συνεργασίας και συλλογικότητας. Στηριζόμενο στον πλούτο των εμπειριών και στην ανταλλαγή τεχνογνωσίας, επιδιώκεται να ενισχυθεί η κοινή ταυτότητα, η έκφραση με ενιαία φωνή και να αξιοποιούνται οι συνέργειες, σε ένα πλαίσιο σαφώς καθορισμένων ρόλων και αρμοδιοτήτων για όλα τα μέλη του Ευρωσυστήματος.

Οι στρατηγικοί προσανατολισμοί του Ευρωσυστήματος

- [Αναγνωρισμένη αρχή επί νομισματικών και χρηματοπιστωτικών θεμάτων](#)
- [Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική ενοποίηση](#)
- [Λογοδοσία, αξιοπιστία και εμπιστοσύνη. Κοντά στους πολίτες της Ευρώπης](#)
- [Κοινή ταυτότητα, σαφώς καθορισμένοι ρόλοι και αρμοδιότητες, καλή διακυβέρνηση](#)

Αναλυτικότερα:

1. Αναγνωρισμένη αρχή επί νομισματικών και χρηματοπιστωτικών θεμάτων

Στηριζόμενο στα συμπαγή καταστατικά του θεμέλια, στην ανεξαρτησία και την εσωτερική συνοχή του, το Ευρωσύστημα, το σύστημα κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ, ενεργεί ως η νομισματική αρχή της ζώνης του ευρώ και ως κύρια χρηματοπιστωτική αρχή, πλήρως αναγνωρισμένη εντός και εκτός της Ευρώπης. Κατά την επιδίωξη του πρωταρχικού του στόχου, ο οποίος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, το Ευρωσύστημα αναλαμβάνει τις απαραίτητες οικονομικές και νομισματικές αναλύσεις και υιοθετεί και υλοποιεί τις ενδεδειγμένες πολιτικές.

Επίσης, ανταποκρίνεται κατάλληλα και αποτελεσματικά στις νομισματικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις.

2. Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική ενοποίηση

Το Ευρωσύστημα επιδιώκει τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την προώθηση της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής ενοποίησης σε συνεργασία με τις καθιερωμένες θεσμικές δομές. Προς το σκοπό αυτό, συμβάλλει στη διαμόρφωση πολιτικών που παρέχουν μια υγιή αρχιτεκτονική για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο.

3. Λογοδοσία, αξιοπιστία και εμπιστοσύνη. Κοντά στους πολίτες της Ευρώπης

Το Ευρωσύστημα αποδίδει υψίστη σημασία στην αξιοπιστία, την εμπιστοσύνη, τη διαφάνεια και τη λογοδοσία. Στόχος του είναι η αποτελεσματική επικοινωνία με τους πολίτες της Ευρώπης και τα μέσα ενημέρωσης. Στις σχέσεις του με τις ευρωπαϊκές και τις εθνικές αρχές έχει αναλάβει τη δέσμευση να ενεργεί απολύτως σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης, λαμβάνοντας δεόντως υπόψη την αρχή της ανεξαρτησίας. Προς το σκοπό αυτό, το Ευρωσύστημα παρακολουθεί διαρκώς τις μεταβολές που επηρεάζουν τις αγορές χρήματος και τις χρηματοπιστωτικές αγορές και λαμβάνει προσεκτικά υπόψη το δημόσιο συμφέρον και τις ανάγκες των αγορών.

4. Κοινή ταυτότητα, σαφώς καθορισμένοι ρόλοι και αρμοδιότητες, καλή διακυβέρνηση

Το Ευρωσύστημα επιδιώκει την ενίσχυση της κοινής του ταυτότητας, σε ένα πλαίσιο σαφώς καθορισμένων ρόλων και αρμοδιοτήτων για όλα τα μέλη του. Προς το σκοπό αυτό, το Ευρωσύστημα στηρίζεται στις δυνατότητες και την ουσιαστική συμμετοχή όλων των μελών του, καθώς και στη δέσμευση και την προθυμία τους να εργαστούν με στόχο την επίτευξη συμφωνίας. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα έχει αναλάβει τη δέσμευση να ασκεί καλή διακυβέρνηση και να εφαρμόζει αποτελεσματικές και αποδοτικές οργανωτικές δομές και μεθόδους εργασίας.

Κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων του, το Ευρωσύστημα ενεργεί με βάση μια σειρά οργανωτικών αρχών.

Προβλεψιμότητα

Η ΕΚΤ ανακοινώνει δημοσίως τη στρατηγική νομισματικής πολιτικής της και κοινοποιεί την τακτική αξιολόγησή της όσον αφορά τις οικονομικές εξελίξεις. Κατά αυτό τον τρόπο, οι αγορές μπορούν να κατανοήσουν το πλαίσιο συστηματικής αντίδρασης της νομισματικής πολιτικής στις οικονομικές εξελίξεις και διαταραχές. Έτσι, η πολιτική

καθίσταται περισσότερο προβλέψιμη για τις αγορές μεσοπρόθεσμα και οι προσδοκίες της αγοράς διαμορφώνονται πιο αποτελεσματικά και με μεγαλύτερη ακρίβεια.

Η δυνατότητα των φορέων της αγοράς να προβλέπουν, σε γενικές γραμμές, τις αντιδράσεις της πολιτικής επιτρέπει τη γρήγορη εφαρμογή των μεταβολών της νομισματικής πολιτικής σε χρηματοοικονομικές μεταβλητές. Αυτό με τη σειρά του μπορεί να συντομεύσει τη διαδικασία μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στις αποφάσεις που αφορούν τις επενδύσεις και την κατανάλωση. Μπορεί επίσης να επισπεύσει τις απαραίτητες οικονομικές προσαρμογές και να αυξήσει ενδεχομένως την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής.

Για περισσότερα στοιχεία σχετικά με την ΕΚΤ, μπορεί κανείς να ανατρέξει στο **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι**, στο τέλος της παρούσας εργασίας.



The Federal Reserve Board

Αποστολή της FED

Το Ομοσπονδιακό Σύστημα Αποθεμάτων (Federal Reserve Banks) είναι η ΚΤ των ΗΠΑ. Κατά το 19^ο αιώνα και στις αρχές του 20^{ου} διάφορες οικονομικές κρίσεις διέτρεξαν τις ΗΠΑ, προκαλώντας πτωχεύσεις τραπεζών και επιχειρήσεων, που με τη σειρά τους προκάλεσαν σοβαρές δυσλειτουργίες στην οικονομία. Η βασική αιτία όλων αυτών των κρίσεων, ήταν η απουσία δανειστού έσχατης ανάγκης σε βραχυπρόθεσμη βάση, ώστε να απαλυνθούν τα προβλήματα ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, σε περίπτωση που οι καταθέτες τους προέβαιναν σε μαζικές αναλήψεις κεφαλαίων. Το 1907, το Κογκρέσο ίδρυσε την Εθνική Νομισματική Επιτροπή, η οποία έκανε προτάσεις να δημιουργηθεί ένα Ινστιτούτο το οποίο θα βοηθούσε να προληφθούν οικονομικές δυσπραγίες τέτοιου είδους. Το 1913, επί Προεδρίας Woodrow Wilson, πέρασε ο σχετικός Νόμος και ιδρύθηκαν οι Federal Reserve Banks, με στόχους να διαχειριστούν ένα «ελαστικό» νόμισμα, να παράσχουν τα μέσα προεξόφλησης εμπορικών δανείων, να υλοποιήσουν μία περισσότερο αποτελεσματική εποπτεία του τραπεζικού συστήματος στις ΗΠΑ και να παράσχουν στο αμερικάνικο έθνος ένα ασφαλέστερο, περισσότερο ευέλικτο και περισσότερο σταθερό νομισματικό και οικονομικό σύστημα. Κατά τη διάρκεια των ετών, ο ρόλος της στην τραπεζική αγορά και στην οικονομία έχει διευρυνθεί.

Να σημειώσουμε ότι η FED είναι ανεξάρτητη και οι αποφάσεις της δεν ελέγχονται από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ ή από κάποιον άλλο κυβερνητικό αξιωματούχο. Όμως, εποπτεύεται από το Κογκρέσο. Υπάρχουν **δώδεκα (12) συνολικά περιφερειακές Federal Reserve Banks**, οι Πρόεδροι των οποίων συγκροτούν το Σώμα των Διοικητών (**the Board of Governors**) με έδρα το Washington, D.C.. Ένας πολύ σημαντικός παράγοντας του συστήματος, είναι το **Federal Open Market Committee (FOMC)**, το οποίο αποτελείται από τα Μέλη του Board of Governors, τον Πρόεδρο της Federal Reserve Bank της Νέας Υόρκης, και τους Προέδρους 4 άλλων Federal Reserve Banks, που συμμετέχουν σε κυλιόμενη βάση. Το FOMC επιβλέπει τις ενέργειες της FED στην αγορά, το οποίο είναι και το κύριο εργαλείο της FED για να επηρεάζει τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες.

Η FED χρησιμοποιεί ορισμένες Επιτροπές και Συμβούλια, προκειμένου να πλαισιωθεί στο έργο της. Αυτά είναι :

- **Advisory Committees.**
- **Federal Advisory Council.**
- **Consumer Advisory Council.**
- **Thrift Institutions Advisory Council.**

Σήμερα, η FED επιτελεί κυρίως 4 ευρύτερα καθήκοντα :

- Υλοποιεί την Εθνική Νομισματική Πολιτική, επηρεάζοντας τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες στην οικονομία, με γνώμονα τη μέγιστη απασχόληση, τη σταθερότητα των τιμών και τα μετριοπαθή (moderate) μακροπρόθεσμα επιτόκια.
- Επιβλέπει τα τραπεζικά ιδρύματα (βλ. τράπεζες) και θέτει τους κανόνες λειτουργίας τους, ώστε να διασφαλίσει την ασφάλεια και την δυναμική του εθνικού τραπεζικού και χρηματοοικονομικού συστήματος, και να προστατεύσει τα δικαιώματα πίστης των καταναλωτών.
- Διατηρώντας τη Σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και διαχειριζόμενη / μειώνοντας το συστημικό κίνδυνο, που μπορεί ανά πάσα στιγμή να διαχυθεί στις χρηματοοικονομικές αγορές.
- Παρέχοντας χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε καταθετικούς οργανισμούς, στην Κυβέρνηση των ΗΠΑ και σε Ξένους Επίσημους Οργανισμούς, καθώς και έχοντας βασικό ρόλο στη λειτουργία του εθνικού συστήματος πληρωμών.

Η Τράπεζα της Ελλάδος (www.bankofgreece.gr)



Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι η κεντρική εκδοτική τράπεζα της χώρας. Ιδρύθηκε το 1927, βάσει ενός Παραρτήματος του Πρωτοκόλλου της Γενεύης της 15ης Σεπτεμβρίου, και άρχισε να λειτουργεί το Μάιο του 1928 ως η κεντρική τράπεζα της χώρας. Στα 75 χρόνια της ιστορίας της γνώρισε 18 Διοικητές και 28 Υποδιοικητές. Εκτός από το κεντρικό της κατάστημα στην Αθήνα, λειτουργούν και 27 υποκαταστήματα σε όλη την επικράτεια. Την 1η Ιανουαρίου 2002 απασχολούσε συνολικά 3.086 υπαλλήλους. Η επέτειος των 75 ετών βρίσκει την Τράπεζα μέλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, με Διοικητή τον Νικόλαο Γκαργκάνο.

Το Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος έχει προσαρμοστεί ώστε να καλύπτει τις απαιτήσεις της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, τροποποιήσεις που έγιναν με τις αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της Τράπεζας της Ελλάδος από 22.12.1997 και 25.4.2000, οι οποίες κυρώθηκαν με τους Νόμους 2609/11.5.1998 και 2832/13.6.2000 αντίστοιχα. Η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών αποτελεί τον πρωταρχικό σκοπό της Τράπεζας της Ελλάδος. Ακόμη έχει θεσμοθετηθεί η ανεξαρτησία της Τράπεζας της Ελλάδος καθώς και η άσκηση δημοκρατικού ελέγχου εκ μέρους της Βουλής.

Στο πλαίσιο των αλλαγών αυτών έχει συσταθεί στην Τράπεζα της Ελλάδος το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής. Από την 1/1/2001 η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει ως αναπόσπαστο μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), στο οποίο ανήκουν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ-ECB) και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των 14 υπόλοιπων κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και συμμετέχει στην άσκηση της :

- νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης που χαράσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας καθώς &
- της συναλλαγματικής πολιτικής.

Επίσης, από την 1η Ιανουαρίου 2001, η Τράπεζα της Ελλάδος ανήκει στο Ευρωσύστημα, το οποίο περιλαμβάνει την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις υπόλοιπες 11 εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών που ανήκουν στην ζώνη του ευρώ.

Η Τράπεζα της Ελλάδος επίσης :

- κατέχει και διαχειρίζεται τα επίσημα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας,
- εκδίδει τραπεζογραμμάτια, τα οποία κυκλοφορούν ως νόμιμο χρήμα,
- ασκεί προληπτική εποπτεία στα πιστωτικά ιδρύματα και σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα,
- προωθεί και επιβλέπει την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών και των συστημάτων διακανονισμού χρεογράφων, και
- ενεργεί ως ταμίας και εντολοδόχος του Δημοσίου.

Στους σκοπούς της Τράπεζας της Ελλάδος περιλαμβάνεται η παρακολούθηση και ανάλυση της οικονομικής συγκυρίας σε πληθώρα θεμάτων. Τμήμα των αποτελεσμάτων της δραστηριότητας αυτής εκδίδεται σε έντυπη μορφή ή και παρουσιάζεται σε ηλεκτρονική μορφή.

Η Τράπεζα της Ελλάδος εκδίδει κάθε χρόνο την Έκθεση του Διοικητή και δύο Εκθέσεις για την Νομισματική Πολιτική, την Ετήσια Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής και την Ενδιάμεση Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής.

Εκδίδει, επίσης, αριθμό περιοδικών εκδόσεων όπως το Οικονομικό Δελτίο, τρεις σειρές Στατιστικών Δελτίων, το Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο, το Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας και το Δελτίο Περιφερειακής Οικονομικής Συγκυρίας Μακεδονίας-Θράκης. Επίσης, ο Τομέας Ειδικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος διεξάγει εξειδικευμένη έρευνα ενώ διοργανώνει συνέδρια και σεμινάρια ενώ δημοσιεύει και δοκίμια εργασίας. Το καθεστώς που διέπει τη λειτουργία της Τράπεζας της Ελλάδος προσδιορίζεται στο Καταστατικό της. Το Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος κυρώθηκε με το νόμο 3424/7.12.1927 ΦΕΚ Α' 298 «Περί κυρώσεως του από 10 Νοεμβρίου 1927 ΝΔ/τος "Περί κυρώσεως της από 27 Οκτωβρίου 1927 συμβάσεως περί παραιτήσεως της Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος από του προνομίου εκδόσεως τραπεζικών γραμματίων και περί συστάσεως νέας Τραπέζης υπό την επωνυμίας «ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ» και του προσαρτωμένου τη συμβάσει καταστατικού της Τραπέζης της Ελλάδος". Στο άρθρο 1 παρ. β του Νομοθετικού Διατάγματος της 10.11.27 ορίζεται ρητά ότι οι διατάξεις του Καταστατικού έχουν ισχύ διατάξεων νόμου.

Το Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος (βλ. **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ**) έχει κατά καιρούς υποστεί διάφορες τροποποιήσεις. Οι βασικότερες τροποποιήσεις του Καταστατικού επήλθαν με τις από 22 Δεκεμβρίου 1997 και 25 Απριλίου 2000 αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της Τράπεζας της Ελλάδος που κυρώθηκαν αντίστοιχα με τους Ν. 2609/11.5.1998 και 2832/13.6.2000. Με τις τροποποιήσεις αυτές διαμορφώνεται ένα σύγχρονο πλαίσιο λειτουργίας της κεντρικής τράπεζας, το οποίο είναι σύμφωνο με τις διατάξεις της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση καθώς και του Καταστατικού του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών.

Το Καταστατικό, όπως ήδη ισχύει, ορίζει ως πρωταρχικό σκοπό (Άρθρο 4) της ΤτΕ, τη διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Με την επιφύλαξη

του πρωταρχικού σκοπού, η ΤτΕ στηρίζει τη γενική οικονομική πολιτική της κυβέρνησης.

Περαιτέρω, το Καταστατικό καθορίζει τις βασικές της αρμοδιότητες, κατοχυρώνει την ανεξαρτησία της και προσδιορίζει τις σχέσεις της με τη Βουλή και την Κυβέρνηση. Προβλέπει επίσης ότι, από της υποκαταστάσεως του € στο εθνικό νόμισμα, η Τράπεζα της Ελλάδος λειτουργεί ως αναπόσπαστο μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών τόσο κατά την επιδίωξη του πρωταρχικού της σκοπού όσο και ως προς σειρά βασικών αρμοδιοτήτων της, ενεργώντας σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (www.bis.org)



BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS

Η ΤΔΔ (BIS), είναι γνωστή και ως η Κεντρική Τράπεζα των Κεντρικών Τραπεζών. Πρόκειται για ένα Διεθνή Οργανισμό που προάγει τη διεθνή νομισματική και οικονομική συνεργασία. Η βάση της είναι στη Βασιλεία της Ελβετίας και υπάρχουν 2 Γραφεία Αντιπροσωπείας : στο Χονγκ Κονγκ και στο Μεξικό.

Η ΤΔΔ ιδρύθηκε το 1930 στα πλαίσια του «YOUNG PLAN», το οποίο πραγματευόταν τις πληρωμές επανόρθωσης που επιβλήθηκαν στη Γερμανία από τη συνθήκη των Βερσαλλιών που ακολούθησε το τέλος του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου. Η νέα αυτή τράπεζα, ανέλαβε τη συλλογή, διαχείριση και διανομή των ετησίως πληρωτέων επανορθώσεων. Επίσης, λειτουργούσε ως θεματοφύλακας για μία ομάδα διεθνών δανείων επανορθώσεων, των Dawes & Young Loans (international loans issued to finance reparations) και περαιτέρω προώθουσε τη συνεργασία των ΚΤ εν γένει. Τέλος, λειτουργούσε και ως Δανειστής Έσχατης Ανάγκης όταν αυτό ήταν απαραίτητο, όπως για παράδειγμα κατά τη διάρκεια των ετών 1931-33, οπότε και βοήθησε τις Γερμανικές και τις Αυστριακές Τράπεζες.

Σταδιακά, οι αρμοδιότητες της ΤΔΔ σχετικά με τις επανορθώσεις μειώθηκαν σε όγκο και βαρύτητα και έτσι η ΤΔΔ ασχολήθηκε κυρίως με το θέμα της συνεργασίας μεταξύ των ΚΤ, με της υποστήριξη του συστήματος Bretton Woods και σταδιακά με την προώθηση της νομισματικής και οικονομικής σταθερότητας. Τις 10ετίες του '60, '70 και '80, η ΤΔΔ έδωσε έμφαση ως Δανειστής Έσχατης Ανάγκης στην κρίση του Γαλλικού Φράγκου (1968), της στερλίνας (1966, 1968) και του Μεξικού (1982) και στη διαχείριση των διασυνοριακών ροών κεφαλαίου που ακολούθησαν την πετρελαϊκή κρίση και τη διεθνή κρίση των χρεών. Οι κρίσεις αυτές έφεραν στο προσκήνιο την ανάγκη της κανονιστικής εποπτείας των ενεργών διεθνώς τραπεζών, και έτσι το 1988 δημιουργήθηκε η Επιτροπή της Βασιλείας, (**Basel Capital Accord**) και στη συνέχεια το διάστημα 2001-06, η αναθεώρησή της, γνωστότερη και ως Βασιλεία II (**Basel II**). Πιο πρόσφατα, η άποψη της οικονομικής σταθερότητας στα πλαίσια της οικονομικής ενοποίησης και παγκοσμιοποίησης, όπως αυτή καταδείχτηκε στην Ασιατική κρίση του 1997, έχει γίνει αντικείμενο ιδιαίτερης προσοχής.

Εκτός από το να προωθεί τη διεθνή συνεργασία σε επίπεδο νομισματικής πολιτικής, η ΤΔΔ έχει επίσης παρουσιάσει και τις κλασσικές τραπεζικές εργασίες για την κοινότητα των ΚΤ, π.χ. συναλλαγές σε χρυσό και σε Ξ.Ν., υπηρεσίες Θεματοφυλακής και υπηρεσίες μετατρεψιμότητας νομισμάτων, συμπεριλαμβανομένου του **European Monetary System (EMS, 1979-94)**. Όμως, καθώς οι πελάτες της είναι είτε ΚΤ είτε Διεθνείς Οργανισμοί, δε δέχεται καταθέσεις, ούτε παρέχει χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε ιδιώτες ή σε εταιρίες.

Τα αρχεία της ΤΔΔ

Όλα τα αρχεία της ΤΔΔ είναι ανοιχτά στο κοινό, με ελάχιστες εξαιρέσεις, για δεδομένα που είναι τουλάχιστον 30 έτη παλαιά.

Βασικός Ρόλος της ΤΔΔ σήμερα.

Η ΤΔΔ πληρεί τους σκοπούς της ενεργώντας ως:

- Φόρουμ, που προωθεί τη συζήτηση και την ανάλυση της πολιτικής μεταξύ των ΚΤ και εντός της διεθνούς οικονομικής κοινότητας.
- Κέντρο έρευνας τόσο οικονομικής όσο και νομισματικής.
- Αντισυμβαλλόμενος υψηλής πιστωτικής διαβάθμισης για να εκτελούν οι ΚΤ τις οικονομικές τους δεσοληψίες.
- Θεματοφύλακας ή Μεσίτης που μπορεί να συνδέσει μεταξύ τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς.

Διοίκηση της ΤΔΔ

Τα τρία (3) περισσότερο σημαντικά σώματα που λαμβάνουν αποφάσεις στην ΤΔΔ είναι τα :

- Η Γενική Συνέλευση (**General Meeting**) των Μελών ΚΤ,
- Το Διοικητικό Συμβούλιο (**Board of Directors**)
- Η Διοίκηση της ΤΔΔ (**Management**)

Η ΤΔΔ έχει στην παρούσα φάση 55 μέλη ΚΤ (**member central banks**), και όλες έχουν ψήφο στη Γενική Συνέλευση, αναλογικά με τα μερίδια που κατέχουν στην ΤΔΔ.

Έρευνα και Στατιστική

Η οικονομική, νομισματική και χρηματοοικονομική έρευνα (**research**) της ΤΔΔ υποστηρίζει τόσο τις εργασίες της όσο και τις Επιτροπές της Βασιλείας (**Basel-based committees**). Η ΤΔΔ είναι επίσης ο ενδιάμεσος για τις ΚΤ ώστε να διαμοιράζεται μεταξύ τους η πληροφόρηση, και να εκδίδονται τα στατιστικά που αφορούν σε παγκόσμια τραπεζική, χρεόγραφα, αξιόγραφα, συνάλλαγμα και αγορές παραγώγων. Οι εκδόσεις της ΤΔΔ περιλαμβάνουν το Ετήσιο Δελτίο (**Annual Report**), την Τριμηνιαία

Επιθεώρηση (Annual Report), και περισσότερο εξειδικευμένες μελέτες, όπως τα BIS Papers και τα Working Papers καθώς και εξωτερικές εκδόσεις ή επαγγελματικά περιοδικά.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΚΤ ΣΤΙΣ ΡΑΤ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Εισαγωγή

Άραγε, η FED τόσο στα λόγια της όσο και στις πράξεις της, επηρεάστηκε από την ιντερνετική φούσκα ενόσω αυτή δημιουργούνταν; Ενώ λάμβανε χώρα η ΡΑΤ, τα μέλη του Συμβουλίου Πολιτικής της FED, το λεγόμενο FOMC (Federal Reserve's Open Market Committee) μιλούσε όλο και πιο έντονα για την αγορά μετοχών και ρύθμιζε τα επιτόκια ανάλογα. Η συζήτηση ήταν όχι αν έπρεπε να κάνουν επιτοκιακές προσαρμογές, αλλά αν αυτές ήτανε αρκετές.

Πριν από τις συναντήσεις του FOMC, ένας αριθμός πραγμάτων μοιράζονταν στους συμμετέχοντες στις συναντήσεις, συμπεριλαμβανομένων ενός σετ από οικονομικές προβλέψεις. Αυτές προετοιμάζονταν από τη Δ/νση Έρευνας και Στατιστικής και είναι γνωστές ως το «Πράσινο Βιβλίο». Το Πράσινο Βιβλίο περιλαμβάνει συμπεράσματα από τις προβλέψεις για τις τιμές του πετρελαίου, τα επιτόκια, τις αγορές μετοχών, όπου όμως οι προβλέψεις αυτές καθαυτές δεν περιλαμβάνονται στο Πράσινο Βιβλίο.

Θα εξετάσουμε το υλικό από τις συναντήσεις του FOMC για το χρονικό διάστημα ΑΥΓ1997 – ΙΟΥΝ1999. Για την περίοδο αυτή, οι προβλέψεις του προσωπικού της FED για την αγορά μετοχών ήτανε πτωτικές και μάλιστα σε σημαντικό βαθμό, -10% μέχρι -20%. Πίστευαν δηλαδή πως η αγορά μετοχών ήταν σαφώς υπερτιμημένη.

Παρόλο που μπορεί να συζητήσουμε κατά πόσον ήτανε λογικό να προβλέπεται μία πτώση στις αμερικάνικες αγορές μετοχών το 1998, η – από μόνη της - ανάγκη για πρόβλεψη σαφώς και δεν είναι συζητήσιμη. Η μελλοντική πορεία της κατανάλωσης εξαρτάται από τον πλούτο, και οι μετοχές είναι σημαντικό συστατικό του πλούτου των νοικοκυριών. Χωρίς εξάλλου πρόβλεψη για την κατανάλωση, δεν υπάρχει πρόβλεψη για το ΑΕΠ. Και οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό, εξαρτώνται από τις προβλέψεις για το Output Gap, οι οποίες με τη σειρά τους βασίζονται στις προβλέψεις για το ΑΕΠ. Οι ΚΤ δεν έχουν επιλογή. Για να κάνουν τη δουλειά τους, πρέπει να προβλέψουν την αγορά μετοχών. Και κατά τη διάρκεια του μπουμ στα τέλη της δεκαετίας του 1990, οι ενέργειες του FOMC βασίζονταν, εν μέρει τουλάχιστον, στην υποτιθέμενη πτώση στις τιμές των μετοχών.

Όλα τα παραπάνω έρχονται σε πλήρη αντίθεση με τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Αν οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι μετοχές είναι δίκαια αποτιμημένες, τότε πώς μπορούν οι ΚΤ να προβλέψουν πτώση στις τιμές τους; Και αν μπορούν να

κάνουν με επιτυχία αυτή την πρόβλεψη, τότε γιατί δεν είναι ήδη όλοι τους πλούσιοι; Από την άλλη, υπάρχουν τρία πράγματα που κάνει η FED. Το ένα είναι να μιλάει εσωτερικά για το θέμα της πρόβλεψης πτώσης στις τιμές των μετοχών, το άλλο να πράττει όπως αυτή κρίνει σκόπιμο χρησιμοποιώντας ενδεχομένως τις προβλέψεις της αυτές και το τρίτο να μιλάει δημόσια για το εν λόγω θέμα. Θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε αυτά τα τρία θέματα.

Παρακάτω, θα αναλύσουμε αφενός το ρόλο που θα έπρεπε να παίζουν οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού στον καθορισμό των επιτοκίων και της κανονιστικής πολιτικής των ΚΤ και αφετέρου το τι στην πράξη έχει κάνει το FOMC στο εν λόγω θέμα. Στο τελευταίο θα χρησιμοποιήσουμε και τις συναρτήσεις «*policy reaction function*», οι οποίες περιγράφουν πώς τα *federal funds rate* κινούνται ως απάντηση σε μετρήσιμες αποκλίσεις από τις δίκαιες τιμές των μετοχών. Ένα γενικό συμπέρασμα είναι, ότι το FOMC μιλούσε στις συνεδριάσεις του για τις αγορές των μετοχών και όταν ασκούσαν νομισματική πολιτική, αντιδρούσαν όντως σε αποκλίσεις από τις δίκαιες τιμές των μετοχών.

Πρέπει τα επιτόκια να αντιδρούνε στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού; Σύνοψη της συζήτησης

Σχεδόν ο καθένας συμφωνεί πως οι φούσκες στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού είναι κάτι κακό και θα ήμασταν όλοι μας πολύ καλύτερα αν αυτές δεν υπήρχαν. Οι απότομες αλλαγές στις τιμές επηρεάζουν ουσιαστικά όλες τις πλευρές της οικονομικής δραστηριότητας. Το να είναι κανείς πλουσιότερος, επηρεάζει την κατανάλωση, την οποία οδηγεί σε αυξημένα επίπεδα με ραγδαίο τρόπο. Στην αντίθετη περίπτωση, μία μείωση του διαθέσιμου πλούτου, οδηγεί την κατανάλωση σε χαμηλά επίπεδα. Η αύξηση στις τιμές των μετοχών, διευκολύνει τις επιχειρήσεις να χρηματοδοτήσουν νέα *projects*, προκαλώντας έκρηξη στις επενδύσεις. Μετά όμως, ακολουθεί πτώση στις επενδύσεις. Τα ενέχυρα που χρησιμοποιήθηκαν για να υποστηρίξουν το δανεισμό των επιχειρήσεων υπερτιμώνται, και έτσι όταν πέφτουν οι τιμές, τότε οι ισολογισμοί των χρηματοπιστωτικών ενδιαμέσων που δάνεισαν τα κεφάλαια για τις επενδύσεις εμφανίζονται πλέον να είναι σε άσχημη κατάσταση, με ελλειπή ενέχυρα για τα κεφάλαια που δάνεισαν. Έτσι, δημιουργούνται δυνητικά «κακά δάνεια», όπως στην περίπτωση της Ιαπωνίας μετά τη ραγδαία πτώση των τιμών όλων των στοιχείων ενεργητικού μετά το 1989. Κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, έχουμε δει ακόμη πιο δυσάρεστες επιπτώσεις από το σκάσιμο φουσκών στις μετοχικές αγορές. Συνταξιοδοτικά Ταμεία, τα οποία βασίστηκαν στις υψηλές αποδόσεις της 10ετίας του 1990, τώρα είναι υποχρηματοδοτημένα. Αυτό οφείλεται στο ότι ο νόμος στην Αμερική επιτρέπει στις εταιρίες να αποσύρουν κεφάλαια από το συνταξιοδοτικό τους ταμείο,

όταν οι αναλογιστές τους κρίνουν πως αυτά είναι υπερχρηματοδοημένα, με βάση την κείμενη νομοθεσία. Οι εταιρίες έχουν συμφέρον να κάνουν αυτές τις αποσύρσεις, καθώς έτσι προσθέτουν κέρδη στις λογιστικές τους καταστάσεις. Πολλές το κάνανε, και αυτό έχει αποδειχθεί πως δεν ήτανε σοφό. Άλλο παράδειγμα είναι η πολύ γνωστή πτώχευση της Αγγλικής ασφαλιστικής ζωής Equitance, η οποία στα μέσα της 10ετίας του 1980 εξέδιδε συμβόλαια με εγγυημένη απόδοση 13,50%. Εκείνη την εποχή, όταν τα επιτόκια λόγω της πρόσφατης (τότε...) πετρελαϊκής κρίσης ήτανε σε τόσο υψηλά επίπεδα, αυτή η εγγυημένη απόδοση φαινότανε ανταγωνιστική στην ελεύθερη αγορά. Όμως, όταν σιγά – σιγά άρχισε η αποκλιμάκωση των επιτοκίων, η αρχική ευφορία της Equitance από την άνοδο των αποτιμήσεων των επενδύσεων της σε ομόλογα, μετατράπηκε σε αγωνία, για το πώς θα χρηματοδοτούσαν τις υποχρεώσεις τους προς τους πελάτες τους. Το τελικό αποτέλεσμα, ήτανε η πτώχευση της εταιρίας. Το πρόβλημα της Equitance ενυπάρχει πλέον σε αρκετές ασφαλιστικές εταιρίες, οι οποίες έχουν αποθεματικά χαμηλότερα των αναγκαιών, για να χρηματοδοτήσουν σωστά τους ισολογισμούς τους. Τέλος, μία πολύ σημαντική συνέπεια είναι πως η χρηματοδότηση του κράτους γίνεται όλο και πιο δύσκολη, διότι καθώς αυξάνονται οι τιμές των μετοχών, τα έσοδα από τη φορολογία των κερδών κεφαλαίου ομοίως αυξάνονται. Αυτό αυξάνει τα έσοδα του κράτους, πράγμα που οδηγεί σε αυξημένα έξοδα και μειωμένους φόρους. Με το σπάσιμο της φούσκας, τα φορολογικά έσοδα μειώνονται δραματικά, όμως είναι πολύ δύσκολο για την κυβέρνηση να αυξήσει τους φόρους και έτσι το αποτέλεσμα είναι ένα μείγμα από κυβερνητικά έξοδα και αυξημένο δανεισμό.

Περαιτέρω, μία άλλη δυσκολία προέρχεται από το γεγονός, πως κατά την περίοδο της ΡΑΤ, παρατηρείται μία μεγάλη αύξηση των επενδύσεων, η οποία με τη σειρά της αφενός οδηγεί επάνω το πραγματικό ΑΕΠ και αφετέρου αυξάνει το παραγωγικό βιομηχανικό δυναμικό της οικονομίας. Αυτές οι επιπτώσεις μπερδεύουν τους αναλυτές, διότι δεν μπορούνε να ξεχωρίσουν τις μόνιμες αλλαγές στο παραγόμενο προϊόν της οικονομίας από τις κυκλικές αλλαγές. Το πρόβλημα είναι πως ένα τμήμα από την επένδυση σε παραγωγικές δραστηριότητες που γίνεται κατά τη διάρκεια της ΡΑΤ θα έπρεπε να είχε αποφευχθεί. Δηλαδή, αν οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού ήτανε σωστές αυτές οι επενδύσεις δε θα έπρεπε να είχανε γίνει, καθώς δε θα είχανε θετικά IRRs. Όταν οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού πέφτουνε, πολλές από αυτές τις επενδύσεις καταργούνται. Μας είναι σίγουρα οικείες οι εικόνες εγκαταλελειμμένων σιλό, ή σκελετών κτιρίων. Αυτή όμως η υπερεπένδυση, κάνει το ΑΕΠ να φαίνεται υψηλότερο, από ότι είναι στην πραγματικότητα. Για τους δημιουργούς πολιτικής, αυτό δημιουργεί τον κίνδυνο να προσπαθούν να σταθεροποιήσουν την ανάπτυξη σε πολύ υψηλά επίπεδα. Για εμάς τους υπόλοιπους αυτό σημαίνει απλά πολύ αισιόδοξες εκτιμήσεις όσον αφορά τα επίπεδα εσόδων μας και κατανάλωσης.

Τα παραπάνω, δεν μπορούν να επιδεχθούν αντιρρήσεις. Οι PAT αυξάνουν τη μεταβλητότητα της ανάπτυξης, του πληθωρισμού και απειλούν τη σταθερότητα του οικονομικού συστήματος. Το *World Economic Outlook* που εκδίδεται από το ΔΝΤ, στην έκδοσή του για το 2003, υπολογίζει πως ένα μέσο σκάσιμο μίας PAT μετοχών κρατάει περίπου 2 ½ έτη και συνδέεται με μία μείωση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ κατά 4%, που κατανέμεται τόσο στην κατανάλωση όσο και στο σκέλος των επενδύσεων. Είναι προφανές πως η δουλειά των ΚΤ είναι να περιορίσουν τις δυσμενείς οικονομικές επιπτώσεις που προκαλούνται από τις PAT στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού. Τι όμως θα έπρεπε να κάνουν;

Τα τελευταία έτη, ένας μεγάλος αριθμός από ερευνητικές εργασίες έχουν διατυπώσει το ερώτημα, τόσο από πρακτικής, όσο και από θεωρητικής πλευράς. Υπάρχουν έτσι τόσες πολλές αναλύσεις πια, και τόσες πολλές ερευνητικές εργασίες που συνδέουν τις τιμές των στοιχείων ενεργητικού με τη νομισματική πολιτική, που σίγουρα δεν μπορούμε να τις δούμε όλες. Θα επικεντρωθούμε στην άποψη των *Bernanke & Gertler (2000,2001)* που λέει ότι οι ΚΤ θα πρέπει να αντιδρούν στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού μόνο στην περίπτωση που αυτές επηρεάζουν τις προβλέψεις για το μελλοντικό πληθωρισμό. Σχετιζόμενη με αυτή, είναι οι απόψεις των *Mishkin & White (2002)* και του *Schwartz (2002)*, όπου αμφότερες οι εργασίες τους προτείνουν πως οι PAT θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη από τους ΚΤ, μόνο όταν επηρεάζουν τη σταθερότητα του οικονομικού συστήματος. Τέλος, οι *Cecchetti et al (2000)* και οι *Cecchetti, Genberg & Washwani (2003)* συμπεραίνουν πως ο καλύτερος τρόπος για τους ΚΤ να μετριάσουν την επίδραση των PAT στον πληθωρισμό και στην ανάπτυξη, είναι να προσαρμόζουν τα επιτόκια ως απάντηση στις αποκλίσεις των τιμών των στοιχείων ενεργητικού, **χωρίς όμως να θέτουν ως στόχο τους συγκεκριμένα διαστήματα τιμών για αυτά.**

Η όλη συζήτηση, σαφώς και δεν αφορά στους καταστατικούς στόχους των ΚΤ. Έχει να κάνει με το πώς θα επιτύχουν οποιονδήποτε συνδυασμό του ζεύγους (τιμές, σταθερότητα του παραγόμενου προϊόντος), τον οποίο έχουν θέσει ως στόχο να επιτύχουν. Η πρόταση τα επιτόκια να απαντούνε στις PAT είναι σαφέστατα συμβατή με τη στόχευση που κάνουν οι ΚΤ στον πληθωρισμό ή με οποιαδήποτε άλλη πολιτική που έχει ως στόχο τη σταθεροποίηση της οικονομίας. Να σημειώσουμε πως το ερώτημα κατά πόσον η επιτοκιακή πολιτική θα έπρεπε να απαντάει στις PAT είναι σαφώς ξέχωρο από το ερώτημα κατά πόσον οι τιμές των διαφόρων στοιχείων ενεργητικού θα έπρεπε να συμπεριλαμβάνονται στη μέτρηση του πληθωρισμού. Δηλαδή κατά πόσον θα έπρεπε, οι ΚΤ, συμπεριλαμβάνοντας τις τιμές των διαφόρων

στοιχείων ενεργητικού στα μέτρα υπολογισμού του πληθωρισμού, θα έπρεπε, εμμέσως, να στοχεύσουν απευθείας στις τιμές τους. Μία απάντηση σε αυτό το ερώτημα δίνουν οι Bryan, Cecchetti & O' Sullivan (2001, 2002) προτείνοντας να συμπεριλαμβάνονται οι τιμές των σπιτιών, αλλά όχι οι τιμές των μετοχών.

Υπάρχει μία αυξανόμενη βιβλιογραφία, που υποστηρίζει την ιδέα οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού να επηρεάζουν τους κανόνες της νομισματικής πολιτικής. Ο Dupor (2002) δημιούργησε ένα μοντέλο τιμών, όπου οι επιχειρήσεις υπερεπενδύουν σε πάγια όταν οι μετοχές υπερτιμώνται. Η βέλτιστη νομισματική πολιτική στο μοντέλο του Dupor είναι να αυξάνονται τα επιτόκια, να μειώνεται η προσφορά θέσεων εργασίας (ε να αυξάνεται δηλαδή η ανεργία), να μειώνεται η οριακή παραγωγή του κεφαλαίου, και έτσι να μειώνεται η τιμή του. Οι Gilchrist & Leahy (2002) φτάνουν σε ένα παραπλήσιο συμπέρασμα, όταν εξετάζουν τις επιπτώσεις από ένα σοκ στην καθαρή αξία του πλούτου των επιχειρηματιών (αν ορίσουμε την καθαρή αξία του πλούτου των επιχειρηματιών ως το μετοχικό τους μερίδιο στις επιτυχημένες επιχειρήσεις τους, τότε αυτό το μέγεθος είναι πολύ σημαντικό στην εκτίμηση της πιστωτικής διαβάθμισης των επιχειρήσεων. Διότι, έτσι μειώνεται η ασυμμετρία πληροφόρησης σχετικά με την κατάσταση της δανειοδοτούμενης εταιρίας, μεταξύ του εξωτερικού δανειστή και του επιχειρηματία. Αυτός είναι ο μηχανισμός που βρίσκεται στην καρδιά της οπτικής γωνίας του δανείζειν, και ως τμήμα της νομισματικής πολιτικής περιγράφηκε αρχικά από τους Bernanke & Gertler (1989)). Μία αύξηση στην παραπάνω περιγραφείσα καθαρή αξία, μειώνει το επασφάλιστρο κινδύνου στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις, αυξάνοντας έτσι τις επενδύσεις, που με τη σειρά τους αυξάνουν το κόστος του χρήματος, δηλ. τα επιτόκια. Αυτό με τη σειρά του, θα μειώσει τις διάφορες αποκλίσεις της οικονομίας σταθεροποιώντας την μακροπρόθεσμα.

Είναι σωστό να πούμε πως το συμπέρασμα πως οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού θα έπρεπε να εμφανίζονται στους κανόνες της νομισματικής πολιτικής δεν είναι και τόσο συνεπές. Ένα παράδειγμα είναι η ερευνητική εργασία των Gruen, Plumb & Stone (2003), όπου σε μία σειρά από εξομοιώσεις συγκρίνουν συμπεράσματα σε μεγάλες και μικρές PAT και βρίσκουν πως μία ενεργός νομισματική πολιτική που απαντάει σε μία PAT μπορεί να χρειάζεται μια ηπιότερη πολιτική στις μεγάλες PAT και μία πιο αποφασιστική στις μικρές PAT. Καθώς κυρίως ενδιαφερόμαστε για τις μεγάλες PAT, των οποίων τα αρνητικά αποτελέσματα στην οικονομία είναι και τα σοβαρότερα, το συμπέρασμά τους, πως θα ήταν καλύτερα αν δεν κάναμε τίποτα για αυτές, είναι μία περιττή ταυτολογία!!!!

Πολλοί έχουν επιτεθεί στην άποψη πως η νομισματική πολιτική θα πρέπει να αντιδρά στις αποκλίσεις των τιμών των στοιχείων ενεργητικού από τις θεωρητικά οικονομικά

σωστές τιμές τους (*fundamental values*). Οι Borio & Lowe (2002) παραθέτουν μία ωραία σύνοψη τριών (3) απόψεων, που είναι εναντίον της χρήσης των επιτοκίων για τον έλεγχο της αστάθειας που προκαλείται από τις PAT. Αυτές οι απόψεις είναι :

1. Η δυσκολία που έχουν οι αρχές να πούνε κατά πόσο μία άνοδος τιμών συνιστά PAT ή όχι, τόσο όσον αφορά στο μέγεθός της όσο και στο χρονικό διάστημα που αυτή λαμβάνει χώρα.
2. Ο κίνδυνος επιδείνωσης του προβλήματος λόγω της αντίδρασης των ΚΤ.
3. Η δυσκολία να εξηγηθεί στην κοινή γνώμη και στις παραγωγικές μονάδες η εκάστοτε λογική της χρήσης των επιτοκίων.

Ας αναλύσουμε κάθε μία από τις τρεις (3) παραπάνω περιπτώσεις :

Περίπτωση 1

Η περισσότερο κοινή κριτική είναι πως οι ΚΤ δεν είναι σε θέση να πούνε κατά πόσο μία άνοδος τιμών είναι PAT, όταν ούτε οι ίδιες οι αγορές δεν μπορούν να πούνε κάτι τέτοιο. Όμως δεν είναι σωστό να αγνοούμε κάτι, όταν απλά είναι δύσκολο μετρήσιμο. Οι Cecchetti et al (2003) υποστηρίζουν ότι σαφώς είναι εξίσου εύκολο (ή δύσκολο, αν το προτιμάει ο αναγνώστης) να μετρήσει κανείς τις αποκλίσεις από τις «δίκαιες» τιμές των τιμών των διαφόρων στοιχείων ενεργητικού όσο το να εκτιμήσει το δυνητικό ΑΕΠ και πως σαφώς, υπάρχουν φορές που οι τιμές των μετοχών είναι υπερ ή υπο – τιμολογημένες. Η κριτική για αυτή την άποψη είναι πως με βάση τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, οι τιμές ενσωματώνουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και αυτό αυτόματα περιορίζει τις PAT. Όμως, όταν η αντισταθμιστική αγοραπωλησία (*arbitrage*) αποτυγχάνει, τότε αποτυγχάνει και η αποτελεσματική αγορά. Στην πραγματικότητα, ακόμη και αν ο καθένας γνωρίζει πως κάτι είναι PAT, οι υφιστάμενες πληροφορίες δεν είναι σε θέση να περιορίσουν αυτό το φαινόμενο, αφού αυτές οι ίδιες έχουν δημιουργήσει τις PAT. Για παράδειγμα, αν η κοινότητα των αναλυτών αποτιμά τις εταιρίες του ίντερνετ με βάση τις πωλήσεις ανά «κλικ» στην ιστοσελίδα τους, και αυτή η μεθοδολογία είναι λανθασμένη, τότε μέχρι να εμπαιδωθεί πως αυτή η μεθοδολογία είναι λανθασμένη, εξίσου λανθασμένη θα είναι και η αποτίμηση των εταιριών ίντερνετ. Και αυτή η κατάσταση, μπορεί να κρατήσει μεγάλο χρονικό διάστημα. Αν κάποιος μοναχικός επενδυτής προσπαθήσει να πάει κόντρα στο ρεύμα, θα πρέπει να έχει την επιφάνεια του Warren Buffet ώστε αφενός να μην λιοιδοριθεί και αφετέρου να μην πτωχεύσει.

Σε μία πρόσφατη μελέτη, ο Stein (2003) κατασκευάζει ένα τέτοιο μοντέλο. Ξεκινά από τη ρεαλιστική άποψη πως δεν μπορεί να ξεχωρίσει τους καλούς από τους κακούς διαχειριστές επενδύσεων. Για να μπορεί ένας διαχειριστής να λέει πως είναι καλός και πως υπερτερεί των ασυμμετριών των αγορών, θα πρέπει να επιτρέπει την απόσυρση

επενδυμένων κεφαλαίων από τα προς επένδυση κεφάλαια που έχει. Δηλαδή τα προς επένδυση κεφάλαιά του πρέπει να είναι **Open-end** και όχι **Close-end**. Και ένα **Open-end fund** είναι εκτεθειμένο σε ρευστοποιήσεις αν δεν πηγαίνει καλά. Δηλαδή, οι επενδυτές θα παρακολουθούν τη βραχυπρόθεσμη απόδοση των κεφαλαίων τους και αν δεν είναι καλή, τότε θα παίρνουν σταδιακά τα χρήματά τους. (Το μοντέλο αυτό είχε περιγραφεί πιο γενικά, παλιότερα (το 1997), από τους **Shleifer & Vishny's** ως «**limits to arbitrage**».) Για να κατανοήσουμε καλύτερα τα παραπάνω, ας θεωρήσουμε μία **PAT** όπου είναι σίγουρο πως εν τέλει θα αναστραφεί βίαια. Ειδικότερα, ας υποθέσουμε πως ότι η **PAT** ανεβαίνει 5% κάθε τρίμηνο και πως έχει 5% πιθανότητα να αναστραφεί κάθε τρίμηνο. Η ύπαρξη της **PAT** είναι γνωστότατη μεταξύ των καλά πληροφορημένων διαχειριστών, αλλά οι αφελείς επενδυτές δεν μπορούν να είναι σίγουροι για αυτή. Θα έπαιρνε ένας διαχειριστής ενός **Open-end fund** μία θέση **short** ενάντια στην αγορά; Η απάντηση είναι σαφώς **OXI**. ΜΕ τη **PAT** να ανεβαίνει κατά 5% κάθε τρίμηνο, ο διαχειριστής που είναι **Long** θα έχει απόδοση 5% ανά τρίμηνο, μέχρι η **PAT** αν αντιστραφεί, ενώ ο διαχειριστής που είναι **short** θα έχει μία ζημία 5% κάθε τρίμηνο μέχρι να αναστραφεί η **PAT**. Όμως, αυτό θα έχει 2 συνέπειες. Αφενός θα χρειάζεται κάθε τόσο περισσότερο **Margin** για να συνεχίσει τις **short** επενδύσεις του και αφετέρου θα αντιμετωπίζει τη δυσφορία των πελατών του, που βλέποντας τις συνεχιζόμενες ζημίες θα αρχίσουν να ρευστοποιούν τα μερίδιά τους. Έτσι, εν τέλει, είναι πάρα πολύ πιθανό, ο διαχειριστής που πήγε **short**, να αναγκαστεί να κλείσει το προς διαχείριση κεφάλαιό του πριν προλάβει να γευτεί τα οφέλη της στρατηγικής του, δηλ. πριν η **PAT** αντιστραφεί. Εν κατακλείδι, κανείς δεν πουλάει **short**, όλοι πηγαίνουνε **Long** και ο δείκτης αναφοράς επί του οποίου συγκρίνονται οι αποδόσεις είναι η **PAT**, και το **arbitrage** δεν οδηγεί τις τιμές πίσω στα **fundamentals**, παρόλο που όλοι ξέρουν πως η **PAT** είναι παρούσα και κάποια στιγμή θα αντιστραφεί. Είναι λογικό να αναρωτηθούμε αν τα **hedge funds** κερδίζουν ή όχι από την παραπάνω κατάσταση. Οι διαχειριστές των **Hedge Funds** έχουν πολύ μικρούς περιορισμούς στην επενδυτική τους στρατηγική, μεγάλη δυνατότητα έκθεσης σε δανεισμό, και ελεγχόμενες εκκρές των μεριδιούχων τους σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές ή και σε συγκεκριμένα ποσά ανά φορά. Ενώ όλα αυτά είναι αληθή, το γεγονός είναι πως η μεγάλη πλειοψηφία των **hedge funds** εξετάζουν στρατηγικές και συνδυασμό πράξεων που συγκλίνουν γρήγορα. Παρόλο που η απόδοσή τους αποτιμάται το πολύ ανά τρίμηνο, αν όχι και περισσότερο αραιά. Έτσι, ενώ δεν έχουμε στοιχεία για να απαντήσουμε αν τα **hedge funds** κερδίζουν από αυτή την κατάσταση, είναι γεγονός πως στις περισσότερες φορές οι στρατηγικές τους δεν είναι μακροπρόθεσμες.

Περίπτωση 2

Τι γίνεται με τον κίνδυνο οι επιτοκιακές μεταβολές να αποσταθεροποιήσουν γενικότερα την οικονομία; Όλοι μας θυμόμαστε πως στην περίπτωση του μεγάλου κραχ του 1929, η κατάσταση επιδεινώθηκε όταν οι ΚΤ κλείσανε τη στρόφιγγα της ρευστότητας, αντί να την ανοίξουν. Γίνονται στις μέρες μας τέτοια λάθη; Μήπως για παράδειγμα οι συνταγές του ΔΝΤ της προηγούμενης 10ετίας σχετικά με τους τρόπους ανόρθωσης των προβληματικών οικονομιών της ΝΑ Ασίας, κ.ά. χωρών, που προέβλεπαν δραστικό περιορισμό της ρευστότητας της οικονομίας μέσω ανόδου επιτοκίων, αύξησης των φόρων, υποτίμησης του τοπικού νομίσματος, κλπ, είχαν τα σπέρματα τέτοιων λανθασμένων επιλογών; Μήπως τέτοια λάθη συνεχίζονται και στις μέρες μας;

Το πρόβλημα είναι πως οι εκτιμήσεις των επιπτώσεων της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία είναι πάρα πολύ ανακριβείς κάτω από μη συνήθεις συνθήκες. Ενώ έχουμε εμπειρικούς κανόνες σχετικά με το πόσο μία αλλαγή των επιτοκίων επιδρά στην ανάπτυξη και στον πληθωρισμό μετά από 1 ή 2 έτη, η στατιστική βάση την οποία έχουμε για αυτά τα θέματα είναι ακόμη σχετικά φτωχή. Η ακρίβεια με την οποία μπορούμε να εκτιμήσουμε την επίδραση της νομισματικής πολιτικής στους στόχους των ΚΤ είναι πολύ φτωχή και σίγουρα μία ΡΑΤ των μετοχών είναι μία τέτοια μη συνήθη συνθήκη.

Περίπτωση 3

Είναι πάντα δύσκολο να εξηγηθεί μία άνοδος των επιτοκίων. Και η συνήθης εξήγηση είναι πως είναι αναγκαίες για να σταθεροποιηθεί η οικονομική κατάσταση, να τιθασευτεί ο πληθωρισμός και να επιτευχθεί οικονομική μεγέθυνση μεσοπρόθεσμα.

Mishkin & White (2002)

Οι Mishkin & White (2002) συζητούνε εναντίον μιας εστίασης στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού, συμπεραίνοντας πως οι ΚΤ θα έπρεπε να εστιάζουν στην οικονομική σταθερότητα αυτή καθ' αυτή. Στο βαθμό που οι ΡΑΤ επί της ουσίας επηρεάζουν αρνητικά την ποιότητα των ισολογισμών των Χρηματοοικονομικών Ενδιάμεσων, τότε θα πρέπει να παρεμβαίνουν. Αλλά, αν οι ισολογισμοί είναι ισχυροί, και το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι σε θέση να προστατευθεί από μία ΡΑΤ, τότε οι ΚΤ θα πρέπει να κάθονται και να κοιτούνε. Θα πρέπει όμως να παρεμβαίνουν σε περιπτώσεις κινήσεων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου που μπορεί να αποδειχθούν καταστροφικές. Οι Mishkin & White (2002) θυμίζουν το πώς έδρασε ως Δανειστής Εσχάτης Ανάγκης (ΔΕΑ) η FED όταν έριξε πάνω από \$ 100 δις. Στο τραπεζικό σύστημα μετά την 11^η Σεπ 2001. Είναι γενικά δύσκολο να διαφωνήσουμε με τους Mishkin & White σε αυτό το θέμα. Όταν το τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε

κίνδυνο, είναι απαραίτητο οι ΚΤ να δράσουν. Το πραγματικό ερώτημα είναι τι θα έπρεπε να έχουν κάνει πριν βρεθούμε σε μία δύσκολη κατάσταση. Η νομισματική πολιτική είναι μία επιλογή. Μία άλλη είναι να προσαρμόσουν τους κανονισμούς, ώστε να ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα ζημιάς. Θα τα αναλύσουμε αυτά παρακάτω.

Η χρηματοοικονομική νομοθεσία και κανονισμοί σε σχέση με τη Νομισματική Πολιτική.

Από τη στιγμή που οι οικονομολόγοι που ασχολούνται με τη νομισματική πολιτική κατάλαβαν πως η υψηλή και σταθερή ανάπτυξη έχει ανάγκη ένα σταθερό οικονομικό σύστημα, απέκτησαν ενδιαφέρον για το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Κατά τη 10ετία του 1990, υπήρξε μία ευρύτερη κατανόηση της αλληλεπίδρασης μεταξύ του χρηματοοικονομικού συστήματος και της πραγματικής οικονομίας, και ειδικότερα στο πώς μπορεί να σχεδιαστεί ένα τραπεζικό σύστημα, το οποίο να προάγει την ανάπτυξη. Όλη αυτή η εξέλιξη, μας έδωσε το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών, που καλείται **Basel Capital Accord**, ή όπως είναι περισσότερο γνωστό και ως **Basel II**.

Μία σημαντική παράμετρος για αυτούς που σχεδιάζουν το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι πως οι κανονισμοί αυτοί καθ' αυτοί δε θα πρέπει να επιδεινώνουν τους επιχειρηματικούς κύκλους. Αυτή η ανάγκη προκύπτει από τον τρόπο με τον οποίο παραδοσιακά λειτουργούν οι ανάγκες των οικονομικών μονάδων για κεφάλαιο. Για παράδειγμα, ας θεωρήσουμε τις συνέπειες από μία ευρεία οικονομική επιβράδυνση. Καθώς η οικονομία βυθίζεται στην ύφεση, οι δανειζόμενοι αρχίζουν να αποπληρώνουν με μεγαλύτερη δυσχέρεια τις υποχρεώσεις τους, με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι πτωχεύσεις (**defaults**). Η αύξηση των πτωχεύσεων, σημαίνει μείωση της αξίας του ενεργητικού των τραπεζών. Εκτός και αν οι τράπεζες μπορούν να αντλήσουν επιπλέον κεφάλαια από τις αγορές, η αύξηση των πτωχεύσεων έχει ως αποτέλεσμα να μειώνονται τα δάνεια (σε αξία) που μπορούν αυτές να χορηγήσουν. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα περαιτέρω μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας και έτσι ο φαύλος κύκλος συνεχίζεται, χειροτερεύοντας την ύφεση.

Οι **Borio, Furfine & Lowe (2001)**, παραθέτουν μία λεπτομερή περιγραφή του παραπάνω μηχανισμού, και περαιτέρω προτείνουν ένα σετ επιλογών στα πλαίσια μίας νομισματικής πολιτικής, συμπεριλαμβανόμενης και της εφαρμογής κυκλικών αυξομειώσεων των απασχολούμενων κεφαλαίων. Δηλαδή, να αντλούνται κεφάλαια κατά τη διάρκεια των ΡΑΤ και να μειώνονται τα κεφάλαια κατά τη διάρκεια των υφέσεων. Τα πρόσφατα γεγονότα στις ΗΠΑ, δείχνουν πως οι πρακτικές διαχείρισης

τραπεζικού κινδύνου, μπορούν να ωθήσουν με πολύ φυσικό τρόπο την οικονομία να λειτουργεί έτσι. Κατά τη διάρκεια της PAT, στα τέλη του 1990, οι τράπεζες αύξησαν τα κεφάλαιά τους σε επίπεδα σαφώς πάνω από τα ελάχιστα απαιτούμενα από τις εποπτικές αρχές, και έτσι δεν είχαν ανάγκη για βίαιες αυξήσεις τους, κατά τη διάρκεια σπασίματος της PAT. Το ίδιο είδαμε και στην Ελλάδα, κατά το 1999, όταν πολλές εταιρίες αύξησαν υπερβολικά τα κεφάλαιά τους με ΑΜΚ μέσω του ΧΑ, και στη συνέχεια, κατά τα έτη 2003-2006 επέστρεψαν ένα τμήμα από τα κεφάλαιά τους αυτά πίσω στους μετόχους είτε με ειδικά μερίσματα, είτε με επιστροφές κεφαλαίων, είτε με επαναγορές μετοχών. Αυτή η μεθοδολογία όμως πάσχει στο ότι αφενός οι εταιρίες χρησιμοποιώντας περισσότερα Ίδια Κεφάλαια από όσα πραγματικά χρειάζονται, απολαμβάνουν μικρότερες αποδόσεις επί των Ι.Κ. τους (δεν πρέπει κανείς να ξεχνάει πως τα Ι.Κ. δεν προσφέρονται δωρεάν, αλλά έχουν κόστος, και μάλιστα σημαντικό = τουλάχιστον με το κόστος ευκαιρίας των μετόχων) και αφετέρου η πληθώρα των Ι.Κ. κάνουν το management να νομίζει πως αυτή η κατάσταση θα διαιωνίζεται με αποτέλεσμα να τα επενδύουν ακόμη και σε καταστροφικές επενδύσεις, δηλ. το management ωθείται να χάνει τμήμα των κεφαλαίων αυτών.

Η Schwartz (2002) προτείνει μία παραπλήσια λύση στο πρόβλημα των PAT. Αντί να εστιάζει στη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, προτείνει οι ανάγκες για κεφάλαια να συνδεθούν με τις τιμές εκείνων των στοιχείων ενεργητικού που μπαίνουν ενέχυρα στις τράπεζες εκ μέρους των δανειοληπτών. Αν θέλουμε να έρθουμε στα λόγια του Bernanke (2002), «η FED πρέπει να χρησιμοποιεί τη νομισματική πολιτική για να στοχεύει την οικονομία και να χρησιμοποιεί τον κανονιστικό της ρόλο, τον εποπτικό της ρόλο και το ρόλο της ως δανειστής της τελευταίας στιγμής για να προστατεύει το χρηματοοικονομικό σύστημα, και ένα από τα πράγματα από τα οποία πρέπει να το προστατεύει είναι οι κίνδυνοι που δημιουργούνται από τις PAT».

Για να αξιολογήσουμε τις παραπάνω προτάσεις, θα πρέπει να αναρωτηθούμε κατά πόσον είναι εφικτό να προσαρμόζονται οι ανάγκες για κεφάλαιο με τους προτεινόμενους τρόπους. Αν υιοθετήσουμε τις προτάσεις των Borio et al, αυτό θα σήμαινε σαν να συνδέαμε τις ανάγκες για κεφάλαιο με το output gap. Η Schwartz προτείνει να συνδέσουμε τις ανάγκες για κεφάλαιο με τον πληθωρισμό στις τιμές των μετοχών ή με τον πληθωρισμό στις τιμές των σπιτιών. Έτσι, θα πρέπει οι τραπεζίτες να συμφωνήσουν να διαπραγματευτούν την πολιτική δύναμη που έχουν, συνδέοντας τις ανάγκες τους για κεφάλαια με συγκεκριμένους δείκτες. Είναι όμως σίγουρα δύσκολο να δούμε τους (εμπορικούς) τραπεζίτες και τους ΚΤ να συμφωνούν στο πώς θα υπολογίζουν έναν τέτοιο δείκτη. Εν γένει, μία τέτοια προσέγγιση, τουλάχιστον,

θα πολιτικοποιούσε τον τρόπο υπολογισμού του **Output gap** και το δείκτη των τιμών των στοιχείων ενεργητικού που θα περιλαμβάνονταν στον τύπο.

Οι Χαρδούβελης & Θεοδοσίου (2002) και ο Χαρδούβελης (2003) υποστηρίζουν τη χρήση ενός διαφορετικού κανονιστικού εργαλείου για να προστατευθεί το χρηματοοικονομικό σύστημα από τις ΡΑΤ και τις συνέπειες των προσγειώσεων των τιμών που ακολουθεί. Αντί να προσπαθεί κανείς να ελέγχει τις πράξεις των δανειστών (τράπεζες, κλπ), ας παρακολουθεί μία ιδιαίτερη ομάδα από δανειζόμενους, αυτούς που χρησιμοποιούν δάνεια με περιθώριο ασφάλισης (**margin**) για να αγοράσουν μετοχές. Οι παραπάνω ερευνητές, παρουσιάζουν γεγονότα, πως η αύξηση των απαιτήσεων για περιθώριο ασφάλισης (**margin**) κατά τη διάρκεια των ΡΑΤ, βοηθάει να μειωθεί τόσο η επιστροφή στο μέσο όσο και η διακύμανση στις αγορές μετοχών, και αυτό με τη σειρά του βοηθάει στο να μειωθούν οι αποκλίσεις στην τιμολόγηση. Η πρότασή τους είναι οι διαμορφωτές κανονιστικών πλαισίων να εφαρμόσουν μία πολιτική όσον αφορά στα περιθώρια ασφάλισης (**margins**), η οποία να αυξάνει τις απαιτήσεις (για **margin**) καθώς οι αγορές πηγαίνουν επάνω, και να τις μειώνει καθώς οι αγορές πηγαίνουν κάτω. Αν το δούμε με μία άλλη οπτική γωνία, η πολιτική αυτή θα έχει ως αποτέλεσμα, όσο οι αγορές ανεβαίνουν, το κόστος συμμετοχής σε αυτές να αυξάνεται, καθιστώντας επιβραδυνόμενη την άνοδό τους, και σταδιακά περισσότερο συμφέρουσα την αποχή των επενδυτών από αυτές. Αντίθετα, κατά την πτώση των αγορών, το κόστος συμμετοχής των επενδυτών σε αυτές σταδιακά θα μειώνεται, ωθώντας τους έτσι να συμμετέχουν σταδιακά όλο και περισσότερο, ανακόπτοντας την πτωτική τους πορεία. Σε αυτή την προσέγγιση υπάρχουν πολλές κριτικές. Κατ' αρχήν, οι επενδυτές που χρησιμοποιούν το **margin** για να επενδύουν σε μετοχές, δεν αντιπροσωπεύουν παραπάνω από το 2% του συνόλου των αγορών μετοχών. Και σίγουρα, δεν υπάρχουν πολλά δεδομένα να υποστηρίξουν την άποψη των Χαρδούβελη & Θεοδοσίου (2002) και Χαρδούβελη (2003). Ο Χαρδούβελης, το 2003 απαντάει σε όλες αυτές τις κριτικές, υποστηρίζοντας πως οι επενδυτές που επενδύουν χρηματοδοτούμενοι μέσω **Margin** δεν είναι μικροί, τουναντίον είναι μεγάλοι και πολύ καλά εκπαιδευμένοι επενδυτές. Στις μετοχικές αγορές των ΗΠΑ, το 20% της καθημερινής ρευστότητας προέρχεται από αυτούς τους επενδυτές, και εν τέλει όπως σημειώνει ο Χαρδούβελης, το ότι μία πολιτική δεν είναι άκρως αποτελεσματική, λόγω του ότι δεν είναι ευρέως εφαρμόσιμη στο σύνολο της οικονομία, δε σημαίνει πως θα πρέπει να αγνοηθεί, ή να μη ληφθούν υπόψη τα θετικά της στοιχεία, τα οποία μπορεί να είναι εφαρμόσιμα, υπό άλλες συνθήκες, σε ευρύτερες καταστάσεις.

Όλες αυτές οι ιδέες έχουν μεγάλη ελκυστικότητα. Οι ΚΤ θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν κανονιστικά εργαλεία για να διαπιστώσουν και να αντιμετωπίσουν

αποκλίσεις των τιμών των μετοχών από τις μακροχρόνια δίκαιες τιμές τους, αφήνοντας τη χρήση των επιτοκίων για να επιτύχουν άλλους, πιο παραδοσιακούς πολιτικούς στόχους. Την προηγούμενη όμως 10ετία, οι ΚΤ δεν κινήθηκαν έτσι. Δεν έχουμε υπόψη μας χώρες, στις οποίες οι ανάγκες για κεφάλαια να ρυθμίστηκαν με αυτούς τους τρόπους. Ιδίως δε στις ΗΠΑ, μεθοδολογίες του τύπου, προσαρμογές των απαιτήσεων για margin, αγνοήθηκαν εντελώς.

Μία άλλη επιλογή, αυτή των Cecchetti & Li (2003), είναι πως η νομισματική πολιτική μπορεί να δράσει εξυγιαίνοντας τους ισολογισμούς των τραπεζών. Οι ΚΤ μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα επιτόκια για να ουδετεροποιήσουν τις κυκλικές ανάγκες για κεφάλαια, λαμβάνοντας υπόψη, την επίδραση που έχουν οι απαιτήσεις για κεφάλαια στον ισολογισμό μίας τράπεζας, στη λεγόμενη **policy reaction function** που αυτές έχουν και χρησιμοποιούν.

Κατά τη διάρκεια της PAT στις μετοχές του internet, οι αξιωματούχοι της FED παρέμειναν αξιοπρόσεκτα σιωπηλοί σχετικά με τις αγορές μετοχών, στις δημόσιες εμφανίσεις τους. Πιθανώς, λόγω του ότι όλοι θυμόντουσαν τις αντιδράσεις στην ομιλία του Greenspan, το Δεκέμβριο του 1996, οπότε και είχε μιλήσει για τις αγορές χρησιμοποιώντας τον όρο "**irrational exuberance**" ήτοι «**παράλογη ευφορία**». Αλλά, αυτό δε σήμαινε πως αγνοούσαν τις μετοχικές αγορές, επειδή δεν τις σχολίαζαν δημόσια. Τι έλεγε το FOMC; Τι έκαναν τα μέλη της επιτροπής; Μία εμπειρική ανάλυση αυτής της ερώτησης, αποτυπώνεται παρακάτω.

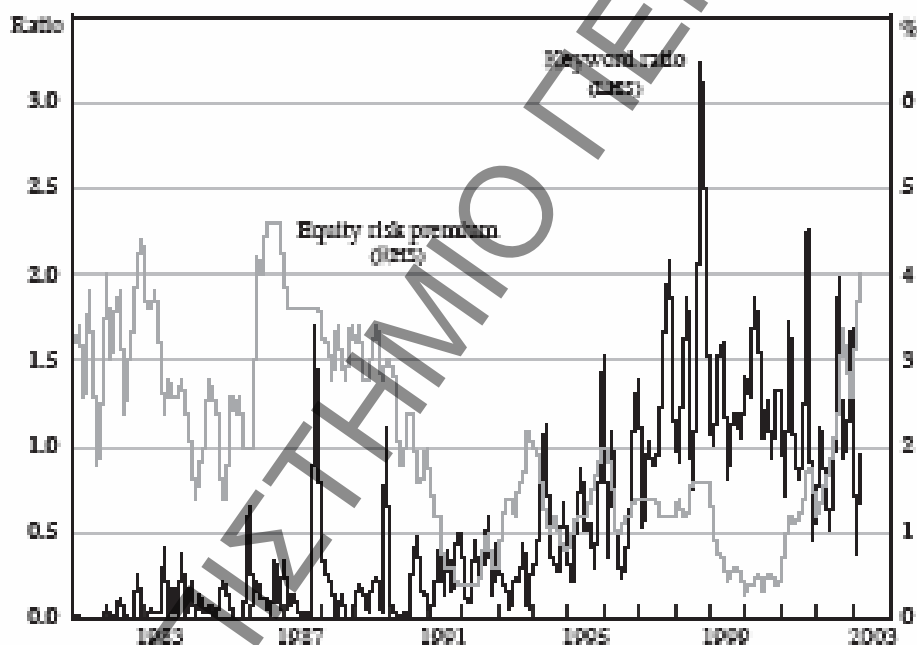
Τι έλεγε το FOMC;

Ενώ μπορεί δημοσίως να αρνούνταν πως έβαζαν πολλή προσοχή στις αγορές μετοχών, είναι πολύ ενδιαφέρον να κοιτάξουμε τι πραγματικά έλεγαν τα μέλη του FOMC στις συναντήσεις τους. Για να το κάνουμε αυτό, θα ανατρέξουμε στο άρθρο του Cecchetti (2003). Ο Cecchetti εξέτασε τα πρακτικά από τις συναντήσεις του FOMC και όλα τα έγγραφα από το 1981 και εντεύθεν, κοιτώντας για ένα σύνολο από λέξεις κλειδιά. Η όλη διαδικασία είχε να κάνει με το να μετρήσει απλά τον αριθμό των εμφανίσεων αυτών των λέξεων, χωρίς να κοιτάει όμως τα περιεχόμενα και τα άρθρα που αξιολογούν άλλα άρθρα. Για κάθε χειρόγραφο από το 1981 μέχρι και το 1997, και για κάθε σελίδα πρακτικών από τότε, ο Cecchetti κοίταξε για τις ακόλουθες λέξεις : ενεργητικό, μετοχή, μετοχές, αγορά, αξία, αξίες, επενδύσεις, χρηματοοικονομικές αγορές, δείκτης, δείκτες, S&P, Dow Jones, NYSE, PAT και ευφορία. Για να αποφύγει το γεγονός των λιγότερων ή περισσότερων συνεδριών μέσα σε κάθε έτος του FOMC, ο Cecchetti υπολόγισε το λόγο του αριθμού των λέξεων κλειδιών σε σχέση με το σύνολο των λέξεων του κάθε κειμένου. Επιπλέον, για να λύσει το πρόβλημα του διαφορετικού τρόπου συγγραφής των διαφόρων κειμένων, χρησιμοποίησε τη μέθοδο της γραμμικής παλινδρόμησης για επικαλυπτόμενα έτη, ώστε να πάρει σωστότερες

εκτιμήσεις είτε των υφισταμένων μεγεθών, είτε μεγεθών που λείπανε από το δείγμα του για τα τελευταία 5 έτη.

Άραγε, τα μέλη του FOMC μιλούσανε για τις αγορές μετοχών την ίδια ώρα που συνέβαινε η PAT σε αυτές; Στο παρακάτω διάγραμμα, φαίνεται (* 1000 φορές) ο λόγος των παραπάνω λέξεων κλειδιών σε σχέση με το σύνολο των λέξεων στα εξετασθέντα κείμενα (μαύρη γραμμή), έναντι του μετοχικού premium κινδύνου (γκρίζα γραμμή). Η συσχέτιση μεταξύ των δύο μεγεθών είναι αρνητική και ίση με $-0,42$, ενώ το SE είναι $0,07$. Από το σχήμα, είναι σαφές πως υπάρχει μία σταδιακή άνοδος των αναφορών στις μετοχικές αγορές, όσο αυτές κινούνται όλο και πιο έντονα ανοδικά, με κορύφωση το 1999 και σταδιακή εξασθένηση έπειτα.

Figure 1: Keyword Ratio and Equity Risk Premium



Τι έκανε το FOMC:

Όμως, το να μιλάει κανείς είναι πολύ φτηνό σε σχέση με το να πράττει. Πέρα όμως από αυτό, παίξανε οι τιμές των μετοχών ένα ουσιαστικό ρόλο στις αποφάσεις για τα επιτόκια. Θα περιγράψουμε παρακάτω **τον κανόνα του Taylor (Taylor Rule)**, που περιγράφεται από την **Policy Reaction Function (PRF)**. Η PRF μας δόθηκε μέσα από τη δουλειά του John Taylor (1993), ο οποίος την χαρακτηρίζει ως μία περιγραφή της συμπεριφοράς της FED από τα μέσα της 10ετίας του 1980 μέχρι τις αρχές του 1990. Δηλαδή, αυτό που ο Taylor πρότεινε, είναι πως το FOMC, αυτό που έκανε στην πράξη, ήτανε να θέτει τα ονομαστικά επιτόκια των FED Funds στο στόχο του r_t , με

$$r_t = 2 + \pi_t + \frac{1}{2}(\pi_t - \pi) + \frac{1}{2}(y_t) \quad (1)$$

όπου r είναι το ονομαστικό επιτόκιο των FED Funds, π_t είναι ο τρέχων πληθωρισμός, π είναι ο πληθωρισμός-στόχος (Ο Taylor θέτει τον πληθωρισμό-στόχο ίσο με 2% και είναι σημαντικό να θυμηθούμε πως η ECB θέτει τον πληθωρισμό-στόχο ως πέριξ του 2%, αλλά όχι μεγαλύτερο), και y_t είναι η ποσοστιαία απόκλιση του πραγματικού προϊόντος (output) από το μετρούμενο δυνητικό προϊόν (trend output). Οι Clarida, Galí & Gertler (1998, 2000) έχουν προτείνει να χρησιμοποιείται ο Taylor Rule στη μορφή του που προβλέπει προς τα μπροστά τα επιτόκια, καθώς και οι διαμορφωτές πολιτικής λειτουργούν προβλεπτικά (forward looking). Δηλαδή, αρχίζοντας με ένα απλό μακροοικονομικό μοντέλο, δημιουργούν τελικά μία PRF της μορφής :

$$r^*_t = r^* + \beta_\pi[E(\pi_{t,k} | \Omega_t) - \pi^*] + \beta_y[E(y_{t,q} | \Omega_t)] \quad (2)$$

όπου r^*_t είναι το επιθυμητό (equilibrium) βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, r^* είναι το επιθυμητό πραγματικό επιτόκιο συν ο στόχος π του πληθωρισμού, $\pi_{t,k}$ είναι ο πληθωρισμός από τη χρονική στιγμή t μέχρι τη χρονική στιγμή $t+k$, $y_{t,q}$ είναι το μέσο Output Gap από τη χρονική στιγμή t μέχρι τη χρονική στιγμή $t+q$ και $E(\cdot | \Omega_t)$ είναι η προσδοκία, με δεδομένη την πληροφόρηση στη χρονική στιγμή t . Αν βάλουμε ως πληθωρισμό-στόχο αυτόν που προκύπτει από την τάση, κατά Hodrick-Prescott, του πληθωρισμού, και το επιθυμητό (equilibrium) βραχυπρόθεσμο επιτόκιο ίσο (και σταθερό) με 2%, τότε τα παρατηρούμενα επιτόκια απαλά-απαλά συγκλίνουν σε αυτό το επιθυμητό επίπεδο, ακολουθώντας την μερική εξίσωση προσαρμογής :

$$r_t = \rho(L)r_{t-1} + (1-\rho)r^*_t + u_t \quad (3)$$

όπου $\rho(L)$ είναι ένα πολυώνυμο επί του τελεστή υστέρησης L (= Lag), τέτοιο ώστε $\rho(1) = \rho$, και u_t είναι μία i.i.d. τυχαία μεταβλητή που περιλαμβάνει τα λάθη της νομισματικής πολιτικής και προκύπτει από παράγοντες όπως μη προβλέψιμες αλλαγές στις καμπύλες ζήτησης για τα αποθέματα κεφαλαίου των τραπεζών.

Η εξίσωση (3), συνοψίζει την αποδεκτή πια άποψη, πως οι ΚΤ απαντούν με ομαλό τρόπο, χωρίς εξάρσεις, στο συνδυασμό :

- i) του πληθωρισμού (Inflation) &
- ii) της απόκλισης του πραγματικά παραγόμενου προϊόντος, από αυτό που είχε προβλεφθεί πως θα παράγονταν (Output Gap).

Παραμένει το ερώτημα, κατά πόσον οι ΚΤ εκ παραλλήλου απαντούν στις PAT και στις συνέπειές τους, όπως η πίεση στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Για να απαντήσουμε σε αυτή την ερώτηση, χρησιμοποιούμε την εξίσωση (2), στην οποία προσθέτουμε μέτρα για την κάθε μία από τις παραπάνω δύο (2) παραμέτρους. Έτσι έχουμε πως :

$$r^*_t = r^* + \beta_\pi[E(\pi_{t,k} | \Omega_t) - \pi^*] + \beta_y[E(y_{t,q} | \Omega_t)] + \beta_b b_t + \beta_s s_t \quad (2a)$$

όπου b_t είναι ένα μέτρο για την PAT στις τιμές των μετοχών και s_t είναι ένα μέτρο της συνακόλουθης πίεσης στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Θα πρέπει να εκτιμήσουμε την αντίδραση των επιτοκίων σε κάθε μία από αυτές τις δύο (2) παραμέτρους.

Όσον αφορά στο b_t , θα το εκτιμήσουμε από το *equity premium*, όπως αυτό προκύπτει από ένα απλό μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (π.χ. *Gordon*), όπου παίρνουμε τη μερισματοπόδοση του δείκτη S&P 500, αφαιρούμε το χωρίς κίνδυνο πραγματικό (χωρίς τον πληθωρισμό) επιτόκιο, προσθέτουμε την ετήσια αύξηση των μερισμάτων (2.35% για τα μερίσματα του S&P 500), και αφαιρούμε την επίδραση των επαναγορών των μετοχών εκ μέρους των εταιριών (-0,9%).

Όσον αφορά στο s_t , θα το εκτιμήσουμε από τη λεγόμενη μόχλευση (*leverage ratio*), δηλαδή από το λόγο του συνολικού Ενεργητικού προς τα συνολικά Ίδια Κεφάλαια. Να παρατηρήσουμε προς την τελευταία 20ετία τουλάχιστον, ο λόγος αυτός κινείται σαφώς πτωτικά, ένεκα της προοδευτικής απαίτησης των κανονιστικών αρχών να έχουν οι τράπεζες όλο και περισσότερα Ι.Κ. για να υποστηρίξουν τις εργασίες τους.

Χωρίς να μπαίνουμε σε λεπτομέρειες σχετικά με την ποσοτική μεθοδολογία εκτίμησης των παραπάνω δύο (2) παραμέτρων, εν τέλει η εξίσωση (2a) μετασχηματίζεται στην ακόλουθη PRF :

$$r_t = \pi_t + \frac{1}{2}(\pi_t - \pi) + \frac{1}{2}(y_t) + \frac{2}{3}(b_t) + \frac{1}{4}(s_t) \quad (4)$$

όπου, με τα υπόλοιπα μεγέθη σταθερά, 1% αύξηση στη μόχλευση του τραπεζικού συστήματος, θα έχει ως αποτέλεσμα μία προτεινόμενη (από το μοντέλο της εξίσωσης-4) μείωση στα επιτόκια των FED Funds κατά 0,25% (ή 25 μονάδες βάσης – *basis points*).

Για να καταλάβουμε τη σημαντική διαφορά της παραπάνω PRF (4) σε σχέση με την αρχική μας PRF (1), μπορούμε να κοιτάξουμε πώς, στην πραγματικότητα, κινήθηκαν τα επιτόκια κατά την περίοδο 1990 – 2003. Τα παρακάτω σχήματα, περιγράφουν τα ανατοκίζόμενα (*effective*) επιτόκια των FED Funds, σε σχέση με τα αποτελέσματα των δύο συναρτήσεων του Taylor, PRF (1) & PRF (4). Οπτικά, τα αποτελέσματα είναι σαφή : η περισσότερο εκτεταμένη συνάρτηση του Taylor, η συνάρτηση 4 δηλαδή, προσεγγίζει πολύ καλύτερα την πραγματική κίνηση των επιτοκίων, ενσωματώνοντας στο πρώτο μισό του δείγματός μας τον παράγοντα της πίεσης του χρηματοοικονομικού συστήματος και στο δεύτερο μισό του δείγματός μας τον παράγοντα της PAT στις τιμές των μετοχών.

Figure 5: Actual Federal Funds Rate and Fitted Value from Original Forward-looking Taylor Rule

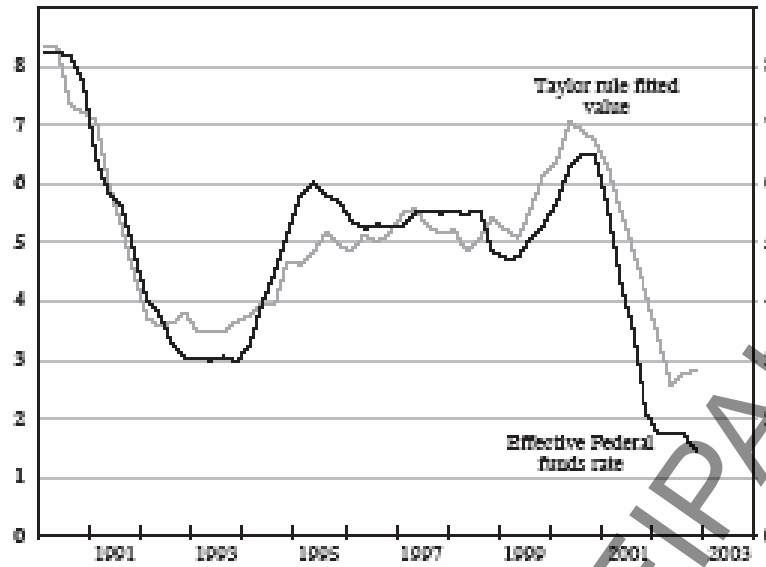
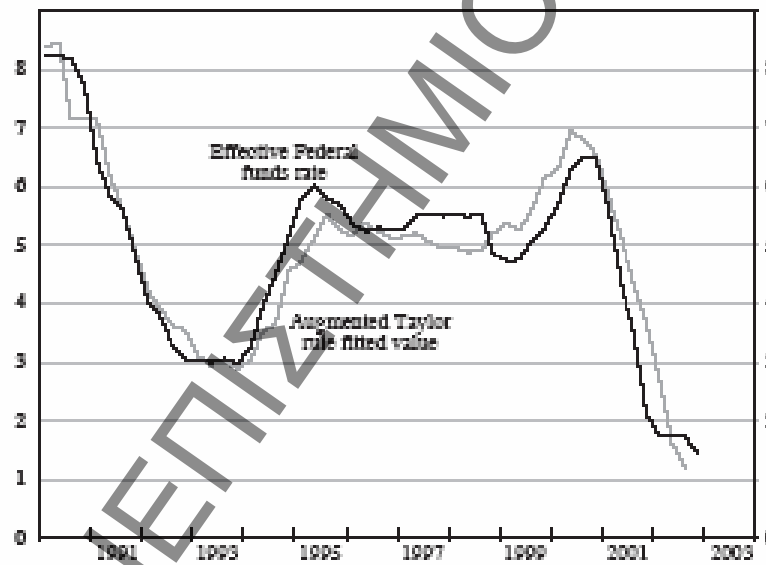


Figure 6: Actual Federal Funds Rate and Fitted Value from Augmented Forward-looking Taylor Rule



Οι Cecchetti & Li (2003) αναφέρουν παραπλήσια αποτελέσματα μελετώντας τις κινήσεις των επιτοκίων στη Γερμανία και στην Ιαπωνία. Αυτά φαίνονται στον παρακάτω ΠΙΝΑΚΑ :

Σύγκριση ΗΠΑ, ΓΕΡΜΑΝΙΑΣ, & ΙΑΠΩΝΙΑΣ όσον αφορά στην PRF (4)						
$r_t = \pi_t + \frac{1}{2}(\pi_t - \pi) + \frac{1}{2}(y_t) + \frac{2}{3}(b_t) + \frac{1}{4}(s_t)$						
	Inflation Gap	Output Gap	Equity Market Bubble	Banking System Stress	Sun of adjustments Lags, ρ	Goodness of fit (R^2)
ΗΠΑ (1990 – 2003)	0,67	0,50	-0,65	-0,23	0,40	88%
p-value (*)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	
ΓΕΡΜΑΝΙΑ (1979 – 1993)	1,23	0,31	-0,39	-0,58	0,95	98%
p-value (*)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	
ΙΑΠΩΝΙΑ (1979 – 2001)	1,99	0,36	-1,46	0,11	0,97	99%
p-value (*)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	

(*) Τα p-values αφορούν στο τεστ κατά πόσον οι εκτιμήσεις των συντελεστών είναι ίσοι με μηδέν. Όταν το p-value είναι 5% ή μικρότερο, τότε οι εκτιμήσεις των συντελεστών είναι στατιστικώς σημαντικά $\neq 0$.

Συμπέρασμα

Τον Αύγουστο του 2002, οι τιμές των μετοχών είχαν ανέβει εκ νέου, μετά από μία σειρά αυξήσεων των επιτοκίων της FED, που έλαβαν χώρα στο διάστημα 1999-2000. Ο Πρόεδρος της FED Alan Greenspan συμπέρανε (σελ. 2) : *«από την πρόσφατη εμπειρία μας, φαίνεται λογικό να γενικεύσουμε και να πούμε, πως, δεν υπάρχει κάποιος (νομισματικής υφής) τρόπος, χαμηλού κινδύνου ή / και χαμηλού κόστους να μειώσουμε τις τιμές μίας ΡΑΤ με αξιόπιστο τρόπο. Υπάρχει όμως κάποια πολιτική, που να μπορεί τουλάχιστον να ελαχιστοποιήσει το μέγεθος της ΡΑΤ, και συνακόλουθα τη δύναμη της καταστροφικής της αναστροφής; Από τα μέχρι τώρα γεγονότα, η απάντηση στο ερώτημα αυτό, φαίνεται να είναι ΟΧΙ.»*

Η παραπάνω ελαφρώς ισοπεδωτική ρήση, θα πρέπει να συνδυαστεί με μερικά ήδη προαναφερθέντα γεγονότα :

- Κατά τη διάρκεια της ΡΑΤ, τα μέλη του Συμβουλίου της FED βάσιζαν τις προβλέψεις που χρησιμοποιούσε το FOMC σε μία, υποτιθέμενη, πτώση των μετοχών, που θα ακολουθούσε. Και καθώς ο Πρόεδρος ήταν ενημέρωτος των σκέψεων των Μελών του Συμβουλίου, προφανώς ήξερε για αυτή την πρόβλεψη.
- Τα μέλη του FOMC αύξησαν την ένταση με την οποία μιλούσαν για τις αγορές μετοχών, καθώς αυτές ανέβαιναν,
- Τα επιτόκια ανέβαιναν, και παράλληλα ανέβαιναν και οι μετοχές.

Από και τα τρία παραπάνω γεγονότα, μπορούμε να καταλάβουμε πως οι ΚΤ ξέρανε πολύ καλά τι συνέβαινε και προσπαθούσαν με τις συνεχές, ομαλές και μικρές κάθε φορά αυξήσεις των επιτοκίων, να ανακόψουν τη ΡΑΤ και να επαναφέρουν τις τιμές των μετοχών πιο κοντά στις θεωρούμενες δίκαιες τιμές τους, αποφεύγοντας όμως τη βίαιη κατάρρευση των τιμών τους και τη συνακόλουθη σοκαριστική & εξουθενωτική επίδραση στην οικονομία. Έμμεσα, ο Greenspan με την παραπάνω δήλωσή του υπονόησε, πως θα ήταν πολύ επικίνδυνο για την οικονομία, να κάνουν κάτι, πέρα από ότι ήδη είχαν κάνει. Είναι άραγε σωστή η άποψη του αυτή; Αυτό, μένει να αποδειχθεί σε επόμενες ΡΑΤ, που θα δημιουργηθούν με τα χρόνια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΚΤ ΣΤΙΣ ΡΑΤ ΤΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ ΤΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ

Εισαγωγή

Το νομισματικό περιβάλλον στις βιομηχανικές χώρες κατά την προηγούμενη 10ετία χαρακτηρίστηκε από χαμηλό και σταθερό πληθωρισμό και παράλληλα από συχνά έντονες μεταβολές των τιμών των μετοχών, των ομολόγων, των νομισμάτων, των σπιτιών και γενικότερα των διαφόρων στοιχείων ενεργητικού. Ενώ η μεταβλητότητα, εν μέρει, αντανακλά τη φύση των τιμών που οδηγούνται καταρχήν από τις αναθεωρήσεις στις προσδοκίες των μελλοντικών αποδόσεων, η μεγάλη όμως μεταβλητότητα δημιουργεί ερωτήσεις σχετικά με το κατά πόσο η νομισματική πολιτική είναι σωστή ή αν αποκρίνεται με σωστό τρόπο στις αλλαγές των οικονομιών. Τα προηγούμενα χρόνια, για παράδειγμα, αρκετές ΚΤ είχαν εκφράσει τους προβληματισμούς τους για αυτές τις μεγάλες αλλαγές. Στις ΗΠΑ, ο πρώην πρόεδρος της FED **Alan Greenspan**, είχε αναρωτηθεί ακόμη και δημόσια κατά πόσον τα μεγάλα κέρδη στις τιμές των μετοχών δικαιολογούνταν στη βάση των οικονομικών επιδόσεων των εταιριών. Σε πολλές αγορές ομολόγων με υψηλά επιτόκια στην αρχή της 10ετίας του 90, όπως Ελλάδα, Ιταλία και Ισπανία, οι αποδόσεις έπεσαν αρκετές ποσοστιαίες μονάδες, ακόμη και πιέζοντας τις ΚΤ να χαλαρώσουν τα κεντρικά επιτόκιά τους. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η στερλίνα υπερτιμήθηκε περισσότερο από 15% από τον Αύγουστο 97 μέχρι τις αρχές του 1997, δίνοντας λαβή σε μία δημόσια συζήτηση μεταξύ των παρατηρητών της αγοράς και των ΚΤ σχετικά με την κατάλληλη νομισματική απάντηση.

Μέσα από το τυπικό πλαίσιο λειτουργίας των ΚΤ, όπου η σταθερότητα των τιμών είναι εκ των ουκ άνευ, η προφανής απάντηση στην παραπάνω δημόσια συζήτηση είναι απλή και προφανής: η απάντηση των ΚΤ στις μη αναμενόμενες μεγάλες μεταβολές των τιμών θα πρέπει να εξαρτάται στο πώς αυτές οι αλλαγές θα επηρεάσουν το προφίλ του πληθωρισμού. Αν αυτές οδηγούν σε μία αύξηση του προβλεπόμενου πληθωρισμού, η νομισματική πολιτική θα πρέπει να γίνει σφιχτότερη, και αντιστρόφως.

Να σημειώσουμε, πως ο κεντρικός ρόλος των προβλέψεων για τον πληθωρισμό, σε οικονομίες που έχουν υιοθετήσει στόχους για τον πληθωρισμό, έχει αναλυθεί με επάρκεια από τον **Svensson (1997)**.

Η δυσκολία έγκειται να αποφασιστεί το πώς οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό επηρεάζονται καθώς αυτό προϋποθέτει μία δομημένη και μετρήσιμη οικονομία. Επίσης, αυτό προϋποθέτει μία οικονομία της οποίας τα βασικά μεγέθη δεν έχουν μεγάλες αποκλίσεις από τα παρουσιαζόμενα ως πραγματικά, δηλαδή υπάρχει σωστή στατιστική αποτύπωση τόσο της λευκής όσο και της μαύρης οικονομίας. Παρόλο που

το μοντέλο που αναπτύχθηκε από τους **Gerlach & Smets (1996)** και περιγράφεται στην παρακάτω παράγραφο είναι απλό, επισημαίνει με επιτυχία τους δύο λόγους γιατί οι μη αναμενόμενες κινήσεις των τιμών μπορεί να επηρεάσουν τις πληθωριστικές προβλέψεις.

Αρχικά, οι αλλαγές στις τιμές επηρεάζουν την αθροιστική ζήτηση με απευθείας τρόπο. Για παράδειγμα, οι αλλαγές στις τιμές επηρεάζουν τον πλούτο των νοικοκυριών, και τα έξοδα που συνδέονται με την κατανάλωση, επηρεάζουν την ικανότητα των επιχειρήσεων να αντλούν κεφάλαια από τις αγορές, και έτσι επηρεάζουν τις επενδύσεις, αλλάζουν την αξία των ενεχύρων και έτσι αλλάζουν τη διάθεση των τραπεζών να δανείσουν τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Επίσης, απότομες αλλαγές στα επιτόκια επηρεάζουν τη ζήτηση για εισαγωγές και για εξαγωγές. Στην έκταση όπου δεν υπάρχει κάποια άλλη πληροφορία που να λέει πως οι κινήσεις στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού οφείλεται στην αλλαγή των υποκείμενων βασικών οικονομικών μεγεθών (απόδοση, κόστος χρήματος, καινοτομία, παραγωγικότητα, κλπ) η ΚΤ μπορεί να θελήσει να ουδετεροποιήσει τέτοιες αλλαγές (των τιμών), ώστε να αποφύγει μη αναγκαία μεταβλητότητα τόσο του παραγόμενου προϊόντος όσο και των τιμών.

Περαιτέρω, οι τιμές επηρεάζονται έντονα από τις προσδοκίες για μελλοντικές αποδόσεις, οι οποίες με τη σειρά τους σχετίζονται με προσδοκίες σχετικά με την μελλοντική οικονομική δραστηριότητα, τον πληθωρισμό και τη νομισματική πολιτική. Έτσι, ακόμη και αν το αποτέλεσμα τους στην συνολική ζήτηση είναι περιορισμένο, μπορούν να δώσουν χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με την τωρινή και τις μελλοντικές οικονομικές συνθήκες. Αυτή η πληροφορία μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να βελτιώσει τις προβλέψεις για τον πληθωρισμό, στις οποίες βασίζεται και η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Η βέλτιστη πολιτική σε σχέση με τις τιμές των στοιχείων ενεργητικού θα εξαρτάται έτσι από τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται σε αυτές τις τιμές. Αρκετοί συγγραφείς έχουν πρόσφατα τονίσει την αντίθεσή τους στην ενσωμάτωση των τιμών στους κανόνες της νομισματικής πολιτικής (**Fuhrer & Moore – 1992, Woodford - 1994**).

Από τα πρώτα χρόνια της 10ετίας του 1990, ένας αριθμός από ΚΤ έχουν ενσωματώσει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στο πλαίσιο λειτουργίας τους που αφορά στον περιορισμό του πληθωρισμού σε ένα επιθυμητό εύρος διακύμανσης. Αυτό το κάνουν χρησιμοποιώντας τον λεγόμενο **Δείκτη Νομισματικών Υποθέσεων – Monetary Conditions Index (MCI)**, που είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος (i) των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και (ii) της τιμής ενός στοιχείου ενεργητικού, π.χ. ισοτιμία ενός νομίσματος. Αυτή η μεθοδολογία θα μπορούσε να διευρυνθεί και με άλλες τιμές στοιχείων ενεργητικού που επηρεάζουν τη συνολική ζήτηση. Χρησιμοποιώντας το δείκτη MCI έχουμε μεγάλη πρακτικότητα και διαφάνεια σχετικά με το πώς μια ΚΤ προσπαθεί να επιτύχει τον ήδη ανακοινωμένο της στόχο για τον

πληθωρισμό. Υπάρχουν όμως, δύο δυνητικά σοβαροί περιορισμοί, οι οποίοι εν μέρει προκύπτουν από την απλότητα της ιδέας του δείκτη MCI :

1. η πολιτική που εστιάζει σε επιτόκια, ή σε συναλλαγματικές ισοτιμίες ενδεχομένως πρέπει να ποικίλει από καιρού εις καιρόν, για παράδειγμα, αναλόγως με το ποιοί από τους παράγοντες είναι η αιτία των πληθωριστικών πιέσεων &
2. ο δείκτης MCI αγνοεί τον δυνητικά χρήσιμο πληροφοριακό ρόλο των κινήσεων των τιμών, όπως έχει περιγραφεί προηγούμενα.

Η ανάλυσή μας θα έχει δύο τμήματα :

Πρώτα θα δούμε, πώς, χρησιμοποιώντας ένα απλό μοντέλο και μέσα στο γενικό πλαίσιο των καταστατικών δεσμεύσεων των ΚΤ σχετικά με τη σταθερότητα των τιμών, προκύπτει πως η βέλτιστη νομισματική απάντηση σε ανασπίντεχες αλλαγές στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού, εξαρτάται από το κατά πόσον αυτές οι αλλαγές επηρεάζουν τις προβλέψεις των ΚΤ για τον πληθωρισμό, που με τη σειρά του εξαρτάται από δύο (2) παράγοντες :

- Το ρόλο των τιμών των στοιχείων ενεργητικού στο μηχανισμό μετάδοσης των τιμών &
- Το τυπικό πληροφοριακό περιεχόμενο των τιμών.

Σε αυτό το πλαίσιο, θα πρέπει να συζητηθούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του να θέτει κανείς τη νομισματική πολιτική σε όρους του δείκτη MCI.

Κατά δεύτερο λόγο, αναφερόμενοι και σε

1. μία εκτιμημένη PRF και
2. στη βραχυπρόθεση απάντηση στις μεταβολές των τιμών άυλων στοιχείων ενεργητικού, όπως π.χ. οι ισοτιμίες νομισμάτων,

θα περιγράψουμε συνοπτικά την εμπειρία δύο χωρών που χρησιμοποιούν ως μεθοδολογία το να στοχεύουν τον επιθυμητό πληθωρισμό (Αυστραλία και Καναδάς) και θα περιγράψουμε πως η διαφορετική απάντηση στις αλλαγές των ισοτιμιών των νομισμάτων σε αυτές τις χώρες μπορεί, εν μέρει, να εξηγηθεί από τις διαφορές στις αιτίες των επιμέρους πληθωρισμών.

Το μοντέλο

Ξεκινάμε την ανάλυση της σχέσης μεταξύ των τιμών των στοιχείων ενεργητικού και της νομισματικής πολιτικής περιγράφοντας το οικονομικό μοντέλο του **Smets (1997)**, το οποίο προσπαθεί να καταδείξει πως οι αρχές μίας βέλτιστης απάντησης των ΚΤ παραμένουν οι ίδιες, ανεξαρτήτως για ποιανού χρηματιστηριακού μεγέθους (:στοιχείου ενεργητικού που δεν έχει την έννοια του πάγιου) τις τιμές μιλάμε (π.χ.

ισοτιμίες, μετοχές, ομόλογα). Παρόλο που το μοντέλο είναι πολύ απλό, πιάνει τους δύο σημαντικότερους λόγους γιατί οι νομισματικές αρχές θέλουν να απαντούνε στις μεταβολές των τιμών εις όφελος της σταθερότητας των τιμών. Κατ' αρχήν, τα σοκ στις τιμές των χρηματιστηριακών αγαθών, τα οποία δεν έχουν την προέλευσή τους στην υποκείμενη οικονομική τους αξία, μπορεί να αποσταθεροποιήσουν την οικονομία ως σύνολο, λόγω της μεγάλης τους επίδρασης στη ζήτηση. Κατά δεύτερο λόγο, οι τιμές προκύπτουν από εξισορροπητικές αγοραπωλησίες (*arbitrage pricing theory*), όπου οι προσδοκίες των μελλοντικών αποδόσεων παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο. Ως αποτέλεσμα, αυτές οι τιμές μπορεί να περιλαμβάνουν επιπρόσθετες πληροφορίες για τις τωρινές και τις μελλοντικές οικονομικές συνθήκες, που μπορεί να είναι χρήσιμες στις νομισματικές αρχές, για την πολιτική τους της σταθεροποίησης των τιμών.

Θα συνεχίσουμε με τις παρακάτω έξι (6) εξισώσεις, οι οποίες περιγράφουν μία οικονομία, όπου όλες οι μεταβλητές εκτός από τα επιτόκια, εκφράζονται σε λογάριθμους, και οι σταθερές έχουν κανονικοποιηθεί στο μηδέν :

$$p_t = E_{t-1}(p_t) + \gamma * (y_t - \varepsilon_t^s) \quad (1)$$

$$y_t = -\alpha * r_t + \beta * f_t + \varepsilon_t^d \quad (2)$$

$$f_t = \rho * E_t^+(f_{t+1}) + (1-\rho) * E_t^+(d_{t+1}) - r_t + \varepsilon_t^f \quad (3)$$

$$d_{t+1} = y_t \quad (4)$$

$$r_t = R_t - E_t(p_{t+1} - p_t) \quad (5)$$

$$f_t = F_t - p_t \quad (6)$$

Η εξίσωση (1) είναι η κλασσική καμπύλη *Phillips* που περιγράφει ότι η τιμή (p_t) αποφασίζεται από τις προσδοκίες της προηγούμενης περιόδου για το τρέχον επίπεδο τιμών και από το *output gap* ($y_t - \varepsilon_t^s$) (διαφορά μεταξύ του παραγόμενου προϊόντος από το αρχικά προϋπολογισθέν). Μία τέτοια σχέση, μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε μία οικονομία, όπου οι τιμές καθορίζονται ως ένα *mark-up* πάνω στα ημερομίσθια, και τα ημερομίσθια αποφασίζονται για κάθε περίοδο εκ των προτέρων (βλ. και **Canzoneri & Henderson – 1991**).

Η εξίσωση (2) περιγράφει πώς η συνολική ζήτηση (y_t) εξαρτάται με αρνητικό τρόπο από τα αναμενόμενα πραγματικά (*real*) επιτόκια (r_t), και με θετικό τρόπο από την πραγματική τιμή του χρηματιστηριακού στοιχείου ενεργητικού (f_t). Διάφορες ερμηνείες του f_t είναι πιθανές. Μία από αυτές μπορούμε να υποθέσουμε, χωρίς σημαντικό σφάλμα των γενικεύσεων που θα ακολουθήσουν, πως είναι οι πραγματικές τιμές των μετοχών. Αν θέσουμε $\beta=1$, τότε εύκολα προκύπτει πως το μεράδι της ζήτησης στο συνολικό πλούτο, είναι μία συνάρτηση του πραγματικού επιτοκίου.

Η εξίσωση (3) είναι η λογαριθμογραμμική προσέγγιση της εξίσωσης εξισορροπητικής αγοραπωλησίας, η οποία χρειάζεται την πραγματική απόδοση των μετοχών, η οποία με τη σειρά της μπορεί να διασπαστεί στην αναμενόμενη μερισματική απόδοση, και στο αναμενόμενο κέρδος κεφαλαίου, και εν τέλει θα ισούται με την πραγματική ακίνδυνη απόδοση συν ένα πριμ κινδύνου (risk premium) που θα είναι μεταβαλλόμενο, ανάλογα με τη χρονική στιγμή (ε_t^f). Για να κατανοήσουμε καλύτερα την εξίσωση (3), θα πρέπει να πούμε πως όταν γράφουμε $E_t(f_{t+1})$, εννοούμε την προσδοκία της μεταβλητής x στο χρόνο $t+1$, βασισμένοι στην πληροφορία που είναι διαθέσιμη τη χρονική στιγμή t . Όπως θα περιγράψουμε παρακάτω, υπάρχει πάντα το ενδεχόμενο, η πληροφόρηση που υπάρχει για τους συμμετέχοντες στις χρηματιστηριακές αγορές να είναι μεγαλύτερη από αυτή που υπάρχει για άλλες ομάδες που δρουν στην οικονομία. Αυτό το γεγονός το συμβολίζουμε ως E_t^+ .

Η εξίσωση (4) μας λέει πως το αναμενόμενο πραγματικό μέρισμα μίας μετοχής είναι ανάλογο του παραγόμενου προϊόντος. Καθώς οι μετοχές είναι στην πραγματικότητα απαιτήσεις επάνω στο παραγόμενο προϊόν της αντίστοιχης εταιρίας

Εδώ, να παρατηρήσουμε, πως οι **Gerlach & Smets (1996)** ερμηνεύουν το f_t ως το πραγματικό επιτόκιο. Τότε, η παράμετρος β πιάνει το αποτέλεσμα του πραγματικού επιτοκίου στη συνολική ζήτηση, που θα εξαρτάται, για παράδειγμα, από το μέγεθος του κλάδου των εμπορεύσιμων αγαθών. Για $\rho=1$ η εξίσωση (3) γίνεται :

$$r_t = E_t^+ (\Delta f_{t+1}) + \varepsilon_t^f \quad (3.1)$$

Η παραπάνω εξίσωση (3.1) μπορεί να μεταφραστεί ως μία **uncovered interest rate parity** συνθήκη, εάν κανονικοποιήσουμε τα επιτόκια σε Ξένο Νόμισμα και τις τιμές ώστε να είναι μηδέν. Τέλος, αν τα μερίσματα είναι μηδέν, τότε η πραγματική τιμή ενός χρηματιστηριακού στοιχείου ενεργητικού μπορεί να ειπωθεί ως η πραγματική τιμή ενός ομολόγου.

Οι εξισώσεις (5) & (6) περιγράφουν (i) τα αναμενόμενα πραγματικά επιτόκια, ως τη διαφορά μεταξύ των ονομαστικών επιτοκίων και του αναμενόμενου πληθωρισμού για την αμέσως επόμενη περίοδο και (ii) την πραγματική τιμή των χρηματιστηριακών στοιχείων ενεργητικού ως τη διαφορά μεταξύ της ονομαστικής τιμής τους (F_t) και του τρέχοντος επιπέδου τιμών (p_t).

Η ΚΤ θέτει τα ονομαστικά επιτόκια, ώστε να ελαχιστοποιήσει την ακόλουθη συνάρτηση απώλειας (**Loss Function - LF**) :

$$E_t \left(\sum_{i=0}^{\infty} \rho^i * L_{t+1} \right), \text{ όπου } L_t = \gamma^2 * (y_t - \varepsilon_t^s)^2 + \chi * (p_t - p)^2 \quad (7)$$

Η ΚΤ ενδιαφέρεται (i) για τις αποκλίσεις του παραγόμενου προϊόντος από το δυνητικά παραγόμενο, δηλ. για το λεγόμενο **output gap**, και (ii) για τις αποκλίσεις τιμών από τον επιθυμητό στόχο, δηλ για τη μεταβλητότητα του πληθωρισμού. Δύο πλευρές από την παραπάνω **LF** πρέπει να επισημανθούν. Πρώτον, η ΚΤ δεν έχει κίνητρο να σπρώξει το παραγόμενο προϊόν πέρα από το φυσικό του επίπεδο (όπως αυτό περιγράφεται από τη μεταβλητή ε_t^s), και ως αποτέλεσμα δεν υπόκειται σε μεροληψία υπέρ του πληθωρισμού (**Barro & Gordon – 2003**). Δεύτερον, η **LF**, μας οδηγεί να καταλάβουμε ότι η ΚΤ προσπαθεί να σταθεροποιήσει το επίπεδο τιμών παρά τον πληθωρισμό. Αυτό γίνεται για λόγους ευκολίας, καθώς το να στοχεύσει κανείς τον ρυθμό μεταβολής του πληθωρισμού κάνει περισσότερο πολύπλοκη την εύρεση της βέλτιστης **Reaction Function**, κάτω μάλιστα από τις υφιστάμενες ασυμμετρίες στην πληροφόρηση. Επιπλέον, υποθέτουμε πως οι τιμές των χρηματιστηριακών στοιχείων ενεργητικού είναι σταθερές στο χρόνο.

Στη συνέχεια, κάνουμε ορισμένες υποθέσεις σχετικά με το πληροφοριακό σεντ που είναι διαθέσιμο σε διάφορες οικονομικές ομάδες (η ΚΤ, οι συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές, οι καθοριστές των ημερομισθίων, κλπ) :

- Όλες οι παραπάνω οικονομικές ομάδες γνωρίζουν τις παραμέτρους και την κατανομή των ανωμαλιών του μοντέλου.
- Όλες οι παραπάνω οικονομικές ομάδες γνωρίζουν με λεπτομέρεια το επίπεδο τιμών και το παραχθέν προϊόν για την αμέσως προηγούμενη χρονική περίοδο, καθώς το τρέχων ονομαστικό επιτόκιο και τις τιμές των χρηματιστηριακών προϊόντων. Αυτή η υπόθεση, έχει 2 παραμέτρους :
 1. Ενώ οι τιμές των χρηματιστηριακών προϊόντων είναι εμφανείς συνεχώς στις αγορές, η συλλογή δεδομένων που αφορούν στο παραγόμενο προϊόν και στις τιμές είναι περισσότερο δύσκολη και χρειάζεται χρόνο.
 2. Εναλλακτικά, σε ένα δυναμικό μοντέλο, το οποίο θα ενσωμάτωνε χρονικές υστερήσεις στο μηχανισμό μετάδοσης τιμών, το μελλοντικά παραγόμενο προϊόν και οι μελλοντικές τιμές – εξ' ορισμού μη παρατηρήσιμες στο παρόν - είναι τα στοιχεία που θα μπούνε στο μοντέλο και όχι το τρέχων παραγόμενο προϊόν ή οι τρέχουσες τιμές.

Περαιτέρω, πάντα υπάρχει η πιθανότητα οι συμμετέχοντες στις αγορές να έχουν κάποια πληροφόρηση για το τρέχων επίπεδο παραγόμενου προϊόντος ή για τις τρέχουσες τιμές. Μία αιτιολόγηση είναι πως οι συμμετέχοντες στις αγορές έχουν οικονομικά κίνητρα να συλλέξουν αυτές τις πληροφορίες, καθώς τα κέρδη τους εξαρτώνται στο πόσο καλές οι προβλέψεις τους είναι για τις τρέχουσες και για τις μελλοντικές αποδόσεις. Για παράδειγμα, οι αναλυτές μετοχών, έχουν κίνητρο να συλλέξουν λεπτομερείς, σε επίπεδο εταιρίας, πληροφορίες ώστε να προβλέψουν τα

εταιρικά κέρδη. Αυτή η επιχειρηματολογία, χρησιμοποιείται συχνά υπέρ της μεθοδολογίας του να χρησιμοποιεί κανείς χρηματιστηριακές τιμές που παρατηρούνται στις αγορές, παρά μέτρα που προκύπτουν από έρευνες αγοράς, όπως δείκτες προσδοκιών του ιδιωτικού τομέα.

Τέλος, για να κατασκευάσει κανείς μία Reaction Function, πρέπει να κάνει υποθέσεις για τις στοχαστικές διαδικασίες που οδηγούν τα σοκ στην οικονομία. Για απλότητα, θα υποθέσουμε πως τα **σοκ προσφοράς** ακολουθούν **τυχαίο περίπατο** ($\epsilon_t^s = \epsilon_{t-1}^s + \xi_t^s$), τα σοκ ζήτησης μία **πρώτης τάξης AutoRegressive διαδικασία** ($\epsilon_t^d = \delta * \epsilon_{t-1}^d + \xi_t^d$), και τα οικονομικά σοκ μία **κατανομή Λευκού Θορύβου** ($\epsilon_t^f = \xi_t^f$), και πως όλα τα σοκ είναι **αμοιβαίως ασυσχέτιστα**.

Η Βέλτιστη Νομισματική Πολιτική

Στο μοντέλο που εξετάζουμε, η βέλτιστη Νομισματική Πολιτική έχει ως αποτέλεσμα να θέτουμε το προβλεπόμενο επίπεδο τιμών ίσο με τον επιθυμητό στόχο. Όμως, το πραγματικό επίπεδο ισορροπίας του παραγόμενου προϊόντος και των τιμών, θα διαφέρει από τους στόχους τους, στο βαθμό που υπάρχουν μη αναμενόμενα σοκ υπερβάλλουσας ζήτησης, τα οποία η ΚΤ θα αποτύχει να σταθεροποιήσει. Αυτό το πρόβλημα ελέγχου, προκύπτει από την έλλειψη πληροφορίας, που αφορά τα τρέχοντα σοκ που επιδρούν στο **output gap** και ως εκ τούτου στο επίπεδο τιμών. Αυτό το συμπέρασμα, είναι παραπλήσιο με τα συμπεράσματα του **Svensson (1997)**, ο οποίος μελέτησε ένα περισσότερο ρεαλιστικό δυναμικό μοντέλο στο οποίο υπάρχει υστέρηση μίας περιόδου τόσο στην καμπύλη **Phillips** όσο και στην καμπύλη της αθροιστικής ζήτησης. Σε αυτό το μοντέλο, το πραγματικό παραγόμενο προϊόν και ο πληθωρισμός θα αποκλίνουν από τους στόχους τους εξαιτίας των σοκ που συμβαίνουν κατά τη διάρκεια των χρονικών υστερήσεων (**lags**).

Ακολουθώντας, θα συζητήσουμε τη συνάρτηση αντίδρασης (**Reaction Function**) των ΚΤ, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την επίτευξη του βέλτιστου επιπέδου τιμών. Θα υποθέσουμε πως οι πληροφορίες που έχει η ΚΤ για τα τρέχοντα σοκ ζήτησης και προσφοράς είναι οι ίδιες με αυτές που έχουν οι συμμετέχοντες στην αγορά. Έτσι, θα εστιάσουμε στο ρόλο που έχουν οι τιμές στο μηχανισμό μεταφοράς νομισματικών πληροφοριών για το σχεδιασμό της βέλτιστης πολιτικής ελέγχου των τιμών αυτών καθ' αυτών. Στην περίπτωση λοιπόν αυτή, η βέλτιστη RF δίνεται από τη σχέση :

$$R_t = (\beta/a) * F_t + (1/a) * E_t (\epsilon_t^d - \epsilon_t^s) = (\beta/a) * F_t + (1/a) * (\delta * \epsilon_{t-1}^d - \epsilon_{t-1}^s) \quad (8)$$

Με στόχο να επιτύχει το βέλτιστο επίπεδο τιμών, η ΚΤ σφίγγει τη νομισματική πολιτική ως απάντηση σε μία άνοδο των τιμών και αποδίδει τα σοκ υπερβάλλουσας ζήτησης στο **Output gap**. Σε αυτή την περίπτωση, το **Output gap**, είναι απλά μία συνάρτηση παρελθουσών σοκ στην προσφορά και στη ζήτηση. Για να καταλάβουμε τη λογική πίσω από αυτή τη RF, ας παρατηρήσουμε πως από τις συναρτήσεις (1) & (2) για δοθείσες προσδοκίες τιμών και κρατώντας σταθερά τα επιτόκια και τις ισοτιμίες, η υπερβάλλουσα ζήτηση θα τροφοδοτήσει απευθείας τις τιμές. Καθώς η νομισματική πολιτική επηρεάζει τις τιμές μέσω του επηρεασμού των επιτοκίων είναι λογικό να αλλάξουμε τα επιτόκια με τέτοιο τρόπο ώστε το συνδυασμένο αποτέλεσμα των μεταβολών των επιτοκίων και των κινήσεων των τιμών να εκμηδενίζει το αποτέλεσμα των σοκ στο **Output gap**.

Τότε, τα σημεία ισορροπίας για τις τιμές και για τα επιτόκια, δίνονται από τις σχέσεις:

$$F_t^* = (a(1-\rho)+1)/(a(1-\rho)+\beta) * \varepsilon_{t-1}^s - \delta/(a(1-\rho\delta)+\beta) * \varepsilon_{t-1}^d + a/(a+\beta) * \varepsilon_t^f \quad (9)$$

$$R_t^* = -((1-\beta)(1-\rho)\theta)/(a(1-\rho)+\beta) * \varepsilon_{t-1}^s + (\delta(1-\rho\delta))/(a(1-\rho\delta)+\beta) * \varepsilon_{t-1}^d + \beta/(a+\beta) * \varepsilon_t^f \quad (10)$$

Αυστραλία & Καναδάς

Από τις αρχές του 1990, τόσο η ΚΤ του Καναδά όσο και η ΚΤ Αποθεμάτων της Αυστραλίας έχουν δημοσίως ανακοινώσει συγκεκριμένους στόχους για τον πληθωρισμό.

Η ΚΤ του Καναδά, το Φεβρουάριο 1991 ανακοίνωσε μείωση του αποδεκτού εύρους διακύμανσης για τον πληθωρισμό και από το 1995 στοχεύει σε πληθωρισμό μεταξύ 1% και 3% με μέσο επιθυμητό όρο το 2% και ελάχιστη διακύμανση γύρω από το 2%. Επίσης, ΚΤ του Καναδά έχει ενσωματώσει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στο πλαίσιο λειτουργίας της για τη στόχευση του πληθωρισμού, χρησιμοποιώντας το Δείκτη MCI ως λειτουργικό στόχο.

Η ΚΤ Αποθεμάτων της Αυστραλίας, το 1993 ανακοίνωσε στόχο για τον πληθωρισμό μεταξύ 2% και 3%, ανάλογα με το σημείο του επιχειρηματικού κύκλου. Όμως, η ΚΤ Αποθεμάτων της Αυστραλίας έχει συστηματικά αρνηθεί να απαντήσει σε μη αναμενόμενες αλλαγές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία που έχουν προτείνει οι **Clarida et al. (1997)**, που υποθέτουν πως μέσα σε κάθε διαχειριστική περίοδο η ΚΤ έχει ένα στόχο R_t^* για τα ονομαστικά κρατικά ελεγχόμενα επιτόκια, που βασίζεται στον τρέχοντα κύκλο της οικονομίας, και ειδικότερα στον πληθωρισμό και στο παραγόμενο προϊόν, προκύπτει η **Policy Reaction Function** :

$$R_t^* = \bar{R} + \beta * (E[\pi_t|\Omega_t] - \bar{\pi}) + \gamma * E[y_t - y_t^*|\Omega_t] \quad (11)$$

Όπου R^* είναι το ονομαστικό επιτόκιο ισορροπίας, π_t η τάση του πληθωρισμού, π^* είναι ο στόχος για τον πληθωρισμό, και $y_t - y_t^*$ το output gap.

Ο Κανόνας (11), είναι μία γενίκευση του Κανόνα του Τέιλορ. Μετασχηματίζοντας περαιτέρω τον Κανόνα (11), προκύπτει ο Κανόνας :

$$\Delta R_t = (1-\rho) * \{a + \beta * (E[\pi_t | \Omega_t] + \gamma * E[y_t - y_t^* | \Omega_t] - R_{t-1})\} + v_t \quad (12)$$

Που με τη σειρά του μετασχηματίζεται στην Policy Reaction Function :

$$\Delta R_t = (1-\rho) * \{a + \beta * \pi_t + \gamma * (y_t - y_t^*) - R_{t-1}\} + \sum_{i=1}^3 \omega_i \Delta \chi_{it} + \varepsilon_t \quad (13)$$

Ο Frank Smets (1997) χρησιμοποιώντας εμπειρικά δεδομένα για τις δύο χώρες, κατέληξε πως υπάρχει μία εμπειρική σχέση (!!!) μεταξύ του στόχου για τον πληθωρισμό π^* και του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας r^* , που περιγράφεται από τη σχέση :

$$\pi^* = (r^* - a) / (\beta - 1) \quad (14)$$

Επίσης, διαπίστωσε πως για την περίοδο 1973 – 1996, το μέσο πραγματικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο για τον Καναδά ήτανε 3,49% και για την Αυστραλία 4,04% και αυτά τα δύο νούμερα χρησιμοποίησε ως εκτίμηση για το στόχο του πληθωρισμού.

Τα βασικά συμπεράσματα στα οποία κατέληξε ο Smets, είναι τα ακόλουθα:

- Και στις δύο χώρες, οι παράμετροι που εφαρμόζονται στον πληθωρισμό είναι σημαντικά μεγαλύτεροι από τη μονάδα.
- Ο εκτιμώμενος στόχος για τον πληθωρισμό είναι πολύ κοντά και όχι στατιστικά διαφορετικός, από το μέσο των ανακοινωμένων επιθυμητών διαστημάτων διακύμανσης του πληθωρισμού, που είναι 2,5% για την Αυστραλία και 2% για τον Καναδά.
- Η εκτιμώμενη απάντηση στο Output gap είναι δυνατή και σημαντική στον Καναδά, όπου τα επιτόκια αυξάνονται περισσότερο από 1% για κάθε 1% αύξηση του Output gap. Στην Αυστραλία, η απάντηση είναι μεν θετική (περίπου 0,33%) αλλά στατιστικά ασήμαντη.
- Επίσης, η ΚΤ του Καναδά, μειώνει τα επιτόκια σημαντικά, ως απάντηση στην ανατίμηση της εμπορικά χρησιμοποιούμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το βάρος στη συναλλαγματική ισοτιμία είναι 0,12.
- Επίσης, αλλαγές στο δείκτη τιμών του τοπικού χρηματιστηρίου, έχουν σημαντική επίδραση στην Policy Reaction Function της ΚΤ του Καναδά και μάλιστα, η άνοδος του χρηματιστηρίου, έχει ως αποτέλεσμα την πτώση των επιτοκίων (πιθανή

εξήγηση : άνοδος του TSE \Rightarrow άνοδος του Output \Rightarrow άνοδος της προσφοράς \Rightarrow πτώση του πληθωρισμού.

- Όμως η ΚΤ της Αυστραλίας, δεν αντιδρά στις αλλαγές στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού, και ούτε στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.
- Όσον αφορά στο output gap, για τον Καναδά 1% άνοδος στο output gap συντελεί στη μείωση των επιτοκίων κατά 1%, ενώ για την Αυστραλία τα επιτόκια αυξάνουν 0,25% για κάθε 1% άνοδο του Output gap.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι διάφορες απόψεις για τη νομισματική πολιτική που έχουν αναλυθεί στην παρούσα Διπλωματική Εργασία, καθώς και η περιρρέουσα βιβλιογραφία, αναφέρονται στη μεταφορά της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία.

Η μία μεγάλη οικογένεια απόψεων, υποστηρίζει πως μία ΚΤ που στοχεύει στον πληθωρισμό, πρέπει να θέτει τα επιτόκια ως απάντηση στις προβλέψεις για τον πληθωρισμό και το **output gap**, Και να μην αντιδρά ευθέως στις αποκλίσεις των τιμών των στοιχείων ενεργητικού. Μία τέτοια πολιτική δικαιολογείται από την άποψη πως οι αποκλίσεις των τιμών των στοιχείων ενεργητικού δεν είναι εύκολα αποδείξιμες. Επιπλέον, οι τιμές αυτές-καθαυτές είναι αρκετά ευμετάβλητες, πράγμα το οποίο μπορεί να συντελέσει σε μία νομισματική πολιτική που μπορεί να αποδειχθεί αποσταθεροποιητική. Έτσι, καταλήγουμε πως οι ΚΤ αντιδρούν εμμέσως στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού, απαντώντας στα αποτελέσματά τους στον πληθωρισμό και στο παραγόμενο προϊόν (**Bernanke & Gertler 2001, Bean 2003**). Για παράδειγμα, οι ισοτιμίες μπορούν να έχουν απευθείας αποτελέσματα στον πληθωρισμό μέσω του πληθωρισμού στα προϊόντα που εισάγει η χώρα, ενώ οι τιμές των σπιτιών και των μετοχών, μέσω των επιδράσεών τους στην ανάπτυξη του τραπεζικού δανεισμού των επενδύσεων και της κατανάλωσης, μπορούν να επηρεάσουν τον πληθωρισμό και το παραγόμενο προϊόν.

Η άλλη μεγάλη οικογένεια απόψεων, υποστηρίζει πως οι ΚΤ μπορούν να βελτιώσουν τη συμπεριφορά των μακροοικονομικών δεικτών (με την έννοια της ελαχιστοποίησης της μεταβλητότητας του παραγόμενου προϊόντος και του πληθωρισμού) αν αντιδράσουν επιπρόσθετα και στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού, παράλληλα με την αντίδρασή τους στα αποτελέσματα των μεταβολών των τιμών των στοιχείων ενεργητικού (**Cecchetti et al. 2000**). Χωρίς να μπορούμε στην μεθοδολογική εξερεύνηση του πώς ορίζεται και πώς γίνεται κατανοητή μία απόκλιση στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού, είναι αποδεκτό ότι μία PAT μπορεί να οδηγήσει σε υπερεπενδύσεις και σε υπερκατανάλωση, που με τη σειρά τους θα διορθωθούν από μόνες τους, αλλά με απότομο τρόπο, όταν η PAT σκάσει. Έτσι, τόσο ο πληθωρισμός όσο και το παραγόμενο προϊόν μπορούν να αποκτήσουν αυξημένη μεταβλητότητα, εξαιτίας της εξέλιξης μίας PAT στις τιμές των στοιχείων ενεργητικού (**Cecchetti et al. 2000, Borio and Lowe 2002, Bordo and Jeanne 2002**).

Όλες οι απόψεις έχουν πλεονεκτήματα. Όμως, καμία δεν έχει δείξει στενή σχέση με τους απόλυτους στόχους της νομισματικής πολιτικής. Συνεπώς, οι διαμορφωτές της νομισματικής πολιτικής τείνουν να χρησιμοποιούν ένα ευρύ πεδίο εκτιμητών & ενδείξεων, και να συμπεριλαμβάνουν και την πραγματική συμπεριφορά του παραγόμενου προϊόντος και των τιμών, ώστε να κρίνουν για τις τάσεις της οικονομίας και να διαμορφώσουν τη νομισματική πολιτική.

Μία τέτοια εκλεκτική προσέγγιση, δίνει τη δυνατότητα στις ΚΤ να χρησιμοποιούν όλη την υπάρχουσα πληροφόρηση. Αυτή η μεθοδολογία γίνεται πολύ σημαντική, καθώς η αγορά και η οικονομία διαμορφώνονται και μεταλλάσσονται με δυναμικό τρόπο, ώστε να μειώνουν τη χρησιμότητα και τη χρηστικότητα του κάθε ενός πληροφοριακού παράγοντα χωριστά. Όμως, μία τέτοια προσέγγιση, δύσκολα μπορεί να έρθει σε γνώση του κοινού, διότι η έλλειψη απλών διαδικασιών εκ μέρους των ΚΤ δε βοηθάει το ευρύ κοινό να κατανοήσει τις ενέργειές τους και κατά πόσον αυτές είναι συμβατές με τους στρατηγικούς στόχους τους.

Θα κλείσουμε τα συμπεράσματά μας, παραθέτοντας μία πρόσφατη συνέντευξη του **Alan Greenspan, του Αυγούστου 2006** :

Greenspan : «Γενικά, πάντως, απεχθάνομαι τις θεωρίες. Πιστεύω ότι είναι αδύνατον να καταλάβει κανείς ένα πρόβλημα και τη φύση του χρησιμοποιώντας μία μόνον οπτική γωνία. Όσον αφορά την A. Rand, εκτιμώ το ρόλο που έδωσε στο άτομο και στις ελευθερίες του».

Δημοσιογράφ. : **Μήπως φθάσαμε στο τέλος των οικονομικών δογμάτων και θεωριών;**

Greenspan : «Όχι, δεν πιστεύω κάτι τέτοιο. Φθάσαμε, όμως, στο τέλος των πακεταρισμένων λύσεων που μπορούν να προσαρμόζονται σε οποιαδήποτε κατάσταση. Δεν πρέπει ποτέ να ξεχνάμε ότι κάθε οικονομική θεωρία είναι το προϊόν του γεωγραφικού, διανοητικού και κοινωνιολογικού περιβάλλοντός της».

*Είναι χαρακτηρισική η προσέγγιση του Greenspan, στο θέμα της θέσπισης ή όχι κανόνων με βάση τους οποίους κινείται η νομισματική πολιτική. Επί της ουσίας, αυτό που λέει, είναι πως ακόμη και αν οι ΚΤ έχουν εσωτερικά κάποιους κανόνες, αυτοί εν γένει **δε θα πρέπει να αποκαλύπτονται σε ευρεία έκταση** στο κοινό, διότι αφενός **δεν είναι εύκολο να γίνουν κατανοητοί** και αφετέρου **μπορεί να αυτοαναιρεθούν**. Αντ' αυτού, θα πρέπει τα άτομα, που διοικούν τις ΚΤ, να εμφανίζονται ως **γνώστες της κατάστασης**, να δρουν με **συντεταγμένο τρόπο** και κάτω από **συνεπή μεθοδολογία** και να **μη δρουν αιφνιδιαστικά** προς τις αγορές,*

αλλά έχοντάς τες **προϊδέασει** αρκετά νωρίτερα για τις προθέσεις τους, τόσο σε **ποσοτικό επίπεδο**, όσο και σε **χρονικό εύρος**. Είναι επίσης πολύ βασικό οι ΚΤ να έχουν διαμορφώσει σταδιακά στο παρελθόν ένα ιστορικό **επιτυχών νομισματικών κινήσεων (track record)**, ακόμη και σε εποχές με μη αξιόπιστα δεδομένα, ώστε οι αγορές να τις **εμπιστεύονται** και να τις θεωρούν **αξιόπιστες**.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Παρακάτω, θα παραθέσουμε μερικά άρθρα, ασχολίαστα, που έχουν δημοσιευτεί το τελευταίο διάστημα, και αφορούν στα θέματα που πραγματεύεται η παρούσα μελέτη. Το κάνουμε αυτό, για να δείξουμε το μεγάλο πια ενδιαφέρον της επενδυτικής κοινότητας, των συμμετεχόντων στις αγορές, των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης και των Κυβερνήσεων, για την ευστάθεια του χρηματοοικονομικού συστήματος, και την απρόσκοπτη οικονομική ανάπτυξη σε περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και πληθωρισμού, υψηλής απασχολησιμότητας και ελεγχόμενων ελλειμμάτων.

ΕΚΤ: Ανισορροπίες απειλούν το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, Πέμπτη, 20 Ιουλίου 2006

Για τις ανισορροπίες που απειλούν το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα έκαναν χθες λόγο ο διοικητής της κεντρικής τράπεζας του Καναδά Ντέιβιντ Ντοτς και ο Λορέτζο Μπίνι Σμάγκι, μέλος του δ.σ. της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

Ο κ. Ντοτς προειδοποίησε ότι ο κίνδυνος μεγαλύτερης χρηματοοικονομικής αστάθειας διεθνώς θα μπορούσε να γίνει μεγαλύτερος εάν οι σημαντικότερες οικονομίες δεν σημειώσουν πρόοδο όσον αφορά την υιοθέτηση ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Για το λόγο αυτό, κάλεσε τους διαμορφωτές πολιτικής να αντισταθούν στις πιέσεις για εμπορικό προστατευτισμό και τάχθηκε υπέρ της μεταρρύθμισης του **Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου ΔΝΤ**, έτσι ώστε να αυξηθεί ο έλεγχος των χωρών που θεωρούνται ότι καταστρατηγούν τους «κανόνες του παιχνιδιού». Την ίδια στιγμή, ο κ. Σμάγκι ανέφερε ότι οι παγκόσμιες οικονομικές ανισορροπίες διευρύνονται με άτακτο ρυθμό, εξέλιξη που ενισχύει τις πιθανότητες παρέμβασης των διαμορφωτών πολιτικής.

Οι αυξήσεις των επιτοκίων σε παγκόσμιο επίπεδο θα μπορούσε να βοηθήσει την κατάσταση. «Οι πρόσφατες εξελίξεις σε επίπεδο νομισματικής πολιτικής ενδεχομένως να λειτουργήσουν προς όφελος μιας ήπιας προσαρμογής», ανέφερε χαρακτηριστικά.

Επίσης, κάλεσε και αυτός το ΔΝΤ να δημοσιεύει όλες τις ανακοινώσεις του σε κάθε χώρα ξεχωριστά, ώστε να δίδεται η δυνατότητα στον ιδιωτικό τομέα να έχει καλύτερη πρόσβαση στον κίνδυνο.

Lex: Συναλλαγματικά αποθέματα Κίνας.

ΠΗΓΗ: FT.com, 26/07/06

Εάν έχεις κάτι σε πλεόνασμα, που περιμένεις ότι η αξία του θα πέσει, η λύση είναι να πουλήσεις. Η Στατιστική Υπηρεσία της Κίνας ανακοίνωσε ότι θα επιταχύνει την

διασπορά των αποθεμάτων της σε ξένο συνάλλαγμα. Με έναν επεξηγηματικό οίστρο που δεν συνηθίζει η υπηρεσία, δήλωσε ότι ο λόγος είναι ο κίνδυνος πτώσης του δολαρίου. Η διασπορά όμως είναι ένα περίπλοκο ζήτημα.

Τα αποθέματα ύψους 941 δισ. δολαρίων της Κίνας, που αντιστοιχούν στο 35% και πλέον του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος και αποτελούνται κατά κύριο λόγο από δολάρια, είναι πολύ περισσότερα από όσα χρειάζεται.

Οι αξιωματούχοι της Κίνας προσέφεραν ενδείξεις για τα κατάλληλα επίπεδα των αποθεμάτων –τα οποία θα πρέπει να είναι επαρκή για την χρηματοδότηση των εισαγωγών τριών μηνών και την πλήρη αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους. Επιπλέον, τα αποθέματα θα πρέπει να φτάνουν για την πληρωμή των μερισμάτων των ξένων επενδυτών, για τις επενδύσεις των εγχώριων επιχειρήσεων στο εξωτερικό και για τις ανάγκες των πολιτών που ταξιδεύουν στο εξωτερικό.

Ακόμη όμως και με τις πλέον συντηρητικές εκτιμήσεις, μόνο 500-600 δισ. δολάρια επαρκούν για αυτές τις απαιτήσεις.

Οπότε, ένα μεγάλο τμήμα των κινεζικών αποθεμάτων, είναι επενδυτικό περιουσιακό στοιχείο. Η διασπορά, ωστόσο, για την προστασία της αξίας αυτής της επένδυσης, μπορεί να αποδειχθεί αυτοκαταστροφική.

Οι πωλήσεις σημαντικού τμήματος των αποθεμάτων σε δολάρια μπορεί να αποδυναμώσουν το νόμισμα και να μειώσουν την αξία των υπολοίπων αποθεμάτων της Κίνας.

Οι πωλήσεις δολαρίων επιπλέον θα αναβαθμίσουν τις προσδοκίες για ανατίμηση του εθνικού νομίσματος ρενμίνμπι, και θα ενθαρρύνουν περαιτέρω βραχυπρόθεσμες εισροές κεφαλαίων, σε μια εποχή που η Κίνα είναι ήδη αντιμέτωπη με ταχεία αύξηση της προσφοράς χρήματος. Η διασπορά είναι, κατά συνέπεια, πιθανότερο να γίνει σταδιακά και να περιοριστεί στα νέα αποθέματα.

Είναι γεγονός ότι ήταν λογικό η Κίνα να έχει μεγάλο τμήμα των αποθεμάτων της σε χρεόγραφα δολαρίου. Καθώς δεν έχει μια εξελιγμένη εγχώρια χρηματο-οικονομική αγορά, η Κίνα ευνοήθηκε από την ανακύκλωση κεφαλαίων μέσω άμεσων ξένων επενδύσεων, γεγονός που στήριξε την ανάπτυξη. Υπάρχουν όμως δύο πιο μακροχρόνια ζητήματα.

Πρώτον, οι ευρωπαϊκές αγορές κεφαλαίου έχουν τη δυνατότητα να συνεισφέρουν σε μεγαλύτερο βαθμό σε αυτή η λειτουργία. Δεύτερον, η Κίνα έχει αντιμετωπίσει πολιτική αντίσταση στην προσπάθειά της να κάνει διασπορά προς υλικά περιουσιακά στοιχεία στις ΗΠΑ.

Όταν τοποθετούνται εμπόδια σε αυτά που θέλει να αγοράσει η Κίνα, τότε η Κίνα απλώς στρέφεται αλλού.

Ορισμός ενός συγκεκριμένου στόχου πληθωρισμού από τη FED;

Copyright The Financial Times Ltd. All rights reserved.

Για πρώτη φορά μετά από πολλά χρόνια, η αμερικανική κεντρική τράπεζα αντιμετωπίζει σοβαρά το ενδεχόμενο να ορίσει ένα συγκεκριμένο στόχο πληθωρισμού, όπως ακριβώς κάνει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με τον περιβόητο 2% που θεωρεί ως *Price Stability* αλλά και η *Bank of England*. Αν η FED επιχειρήσει να ποσοτικοποιήσει το πρόβλημα, αν ορίσει ένα συγκεκριμένο στόχο πληθωρισμού, τότε θα πρέπει κάθε μήνα να αναπροσαρμόζει τη νομισματική της πολιτική ανάλογα με τις εξελίξεις στην υπερκαταναλωτική και ιδιαίτερος νευρική αμερικανική αγορά σε μια οικονομία που τα $\frac{3}{4}$ του ΑΕΠ προέρχονται από την κατανάλωση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Bean C. (2003), 'Asset-prices, Financial Imbalances and Monetary Policy : Are Inflation Targets Enough?.' BIS Working Paper 140, Basle: BIS.
- Bernanke BS (2002), 'Asset-price "bubbles" and monetary policy', remarks before the New York Chapter of the National Association of Business Economics, New York, 15 Oct 2002. Available at <www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021015/default.htm>.
- Bernanke BS and M Gertler (1989), 'Agency costs, net worth, and business fluctuations', *American Economic Review*, 79(1), pp 14–31.
- Bernanke BS and M Gertler (2000), 'Monetary policy and asset price volatility', in *New challenges for monetary policy: a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, pp 77–128.
- Bernanke BS and M Gertler (2001), 'Should central banks respond to movements in asset prices?', *American Economic Review*, 91(2), pp 253–257.
- Borio C, C Furfi ne and P Lowe (2001), 'Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options', in *Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability*, BIS Papers No 1, Basel, Switzerland, pp 1–57.
- Borio C and P Lowe (2002), 'Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus', BIS Working Paper No 114.
- Bryan MF, SG Cecchetti and R O'Sullivan (2001), 'Asset prices in the measurement of inflation', *De Economist*, 149(4), pp 405–431.
- Bryan MF, SG Cecchetti and R O'Sullivan (2002), 'A stochastic cost-of-life index', in WC Hunter, GG Kaufman and M Pomerleano (eds), *Asset price bubbles: the implications for monetary, regulatory, and international policies*, MIT Press, Cambridge, Mass, pp 277–290.
- Cecchetti SG (1998), 'Understanding the great depression: lessons for current policy', in M Wheeler (ed), *The economics of the Great Depression*, WE Upjohn Institution for Employment Research, Michigan, pp 171–194.
- Cecchetti SG, H Genberg, J Lipsky and S Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Reports on the World Economy No 2, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, Geneva.
- Cecchetti SG, H Genberg and S Wadhvani (2003), 'Asset prices in a flexible inflation targeting framework', in WC Hunter, GG Kaufman and M Pomerleano (eds), *Asset price bubbles: the implications for monetary, regulatory, and international policies*, MIT Press, Cambridge, Mass, pp 427–444.

- Cecchetti SG and L Li (2003), 'Do capital adequacy requirements matter for monetary policy?', Ohio State University, unpublished manuscript.
- Clarida R, J Galí and M Gertler (1998), 'Monetary policy rules in practice: some international evidence', *European Economic Review*, 42(6), pp 1033–1067.
- Clarida R, J Galí and M Gertler (2000), 'Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory', *Quarterly Journal of Economics*, 115(1), pp 147–180.
- d'Avolio G (2002), 'The market for borrowing stock', *Journal of Financial Economics*, 66(2/3), pp 271–306.
- Dupor B (2002), 'Nominal price versus asset price stabilization', The Wharton School, University of Pennsylvania, unpublished manuscript.
- Garnier Julien & Bjorn-Roger Wilhelmsen (2005), 'The Natural Real Interest Rate and the Output Gap in the EURO Area, A Joint Estimation', ECB, Working Paper Series, No 546, Nov2005.
- Gilchrist S and JV Leahy (2002), 'Monetary policy and asset prices', *Journal of Monetary Economics*, 49(1), pp 75–97.
- Greenspan A (2002), 'Economic volatility', remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 28–30 August.
- Hardouvelis GA (2003), 'Asset prices and the need for new policy instruments: the case of countercyclical margin policy', paper presented for the International Symposium of the Banque de France, Paris, 7 March.
- Hardouvelis GA and P Theodossiou (2002), 'The asymmetric relations between initial margin requirements and stock market volatility across bull and bear markets', *Review of Financial Studies*, 15(5), pp 1525–1559.
- IMF (International Monetary Fund) (2003), *World economic outlook*, Washington DC.
- Meyer LH (1998), 'Come with me to the FOMC', remarks at The Gillis Lecture, Willamette College, Oregon, 2 April.
- Prof Issing Otmar (2003), 'Introductory Statement at the ECB Workshop on Asset Prices and Monetary Policy', ECB Workshop, Frankfurt am Main, 11/12 Dec, 2003.
- Mishkin FS and EN White (2002), 'U.S. stock market crashes and their aftermath: implications for monetary policy', NBER Working Paper No 8992.
- Schwartz AJ (2002), 'Asset price inflation and monetary policy', NBER Working Paper No 9321.
- Shleifer A and RW Vishny (1997), 'The limits to arbitrage', *Journal of Finance*, 52(1), pp 35–55.
- Stein JC (2003), 'Why are most funds open-end? Competition and the limits to arbitrage', Harvard University, unpublished manuscript.

Smets Frank (1997), 'Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence', Reserve Bank of Australia.

Svensson, L.E.O. (1997), 'Inflation Forecast Targeting: implementing and monitoring inflation target', European Economic Review, vol. 41:6, pp. 1111-46.

Taylor J. B. (1993), 'Discretion versus policy rules in practice', Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, pp. 195–214.

Taylor J.B. (1996), 'Policy Rules as a means to a more effective monetary policy', Discussion Paper 96-E-12, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – ECB

(www.ecb.int)

Η Αμερικανική Κεντρική Τράπεζα – FED

(www.federalreserve.gov)

Η Τράπεζα της Ελλάδος - ΤτΕ

(www.bankofgreece.gr)

Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών - BIS

(www.bis.org)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΕΚΤ)

Το Διοικητικό Συμβούλιο

είναι το βασικό όργανο λήψευς αποφάσεων της ΕΚΤ. Αποτελείται από

- τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής, και
- τους διοικητές όλων των εθνικών κεντρικών τραπεζών (ΕθνΚΤ) των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου



Το Διοικητικό Συμβούλιο συνεδριάζει δύο φορές το μήνα

Αρμοδιότητες

- Καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και λαμβάνει τις αναγκαίες αποφάσεις για την εκπλήρωση των καθηκόντων που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα.
- Χαράσσει νομισματική πολιτική για τη ζώνη του ευρώ. Το καθήκον αυτό περιλαμβάνει τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τους στόχους νομισματικής πολιτικής, τα βασικά επιτόκια, την προσφορά διαθεσίμων στο Ευρωσύστημα, καθώς και τη θέσπιση κατευθυντηρίων γραμμών για την εφαρμογή των αποφάσεων αυτών.

Συνεδριάσεις και λήψη αποφάσεων

Το Διοικητικό Συμβούλιο συνεδριάζει συνήθως δύο φορές το μήνα στο κτίριο Eurotower στη Φραγκφούρτη της Γερμανίας.

Κατά την πρώτη συνεδρίαση κάθε μήνα, το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολογεί τις νομισματικές και οικονομικές εξελίξεις και λαμβάνει τη μηνιαία απόφασή του για τη νομισματική πολιτική. Κατά τη δεύτερη συνεδρίασή του, το Διοικητικό Συμβούλιο συζητά θέματα που αφορούν άλλα καθήκοντα και αρμοδιότητες της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος.

Τα πρακτικά των συνεδριάσεων δεν δημοσιεύονται, αλλά η απόφαση για τη νομισματική πολιτική ανακοινώνεται στη διάρκεια συνέντευξης Τύπου η οποία

πραγματοποιείται αμέσως μετά την πρώτη συνεδρίαση κάθε μήνα. Ο Πρόεδρος, επικουρούμενος από τον Αντιπρόεδρο, προεδρεύει της συνέντευξης Τύπου.

Μέλη

- **Jean-Claude Trichet**, Πρόεδρος της ΕΚΤ (από την 1η Νοεμβρίου 2003) [Βιογραφικό σημείωμα \(μόνο στα αγγλικά\)](#)
- **Λουκάς Δ. Παπαδήμος**, Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ (από την 1η Ιουνίου 2002) [Βιογραφικό σημείωμα \(μόνο στα αγγλικά\)](#)
- **Lorenzo Bini Smaghi**, Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ [Βιογραφικό σημείωμα \(μόνο στα αγγλικά\)](#)
- **José Manuel González-Páramo**, Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ [Βιογραφικό σημείωμα \(μόνο στα αγγλικά\)](#)
- **Jürgen Stark**, Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ [Βιογραφικό σημείωμα \(μόνο στα αγγλικά\)](#)
- **Gertrude Tumpel-Gugerell**, Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ [Βιογραφικό σημείωμα \(μόνο στα αγγλικά\)](#)
- **Guy Quaden**, Διοικητής, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
- **Axel A. Weber**, Πρόεδρος, Deutsche Bundesbank
- **Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας**, Διοικητής, Τράπεζα της Ελλάδος
- **Miguel Ángel Fernández Ordóñez**, Διοικητής, Banco de España
- **Christian Noyer**, Διοικητής, Banque de France
- **John Hurley**, Διοικητής, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
- **Mario Draghi**, Διοικητής, Banca d'Italia
- **Yves Mersch**, Διοικητής, Banque centrale du Luxembourg
- **Nout Wellink**, Πρόεδρος, De Nederlandsche Bank
- **Klaus Liebscher**, Διοικητής, Oesterreichische Nationalbank
- **Vítor Manuel Ribeiro Constâncio**, Διοικητής, Banco de Portugal
- **Erkki Liikanen**, Διοικητή, Suomen Pankki – Finlands Bank

Ανεξαρτησία

Πολιτική ανεξαρτησία

Η ανεξαρτησία της ΕΚΤ συντελεί στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Αυτό αποδεικνύεται από τη θεωρητική ανάλυση και τα εμπειρικά στοιχεία. Η ανεξαρτησία της ΕΚΤ καθορίζεται στο θεσμικό πλαίσιο για την ενιαία νομισματική πολιτική (στη Συνθήκη και στο Καταστατικό).

Πρακτικές επιπτώσεις

Ούτε η ΕΚΤ ούτε οι εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) ούτε κανένα μέλος των οργάνων λήψης αποφάσεων των ιδρυμάτων αυτών δεν μπορεί να ζητεί ή να δέχεται υποδείξεις από κοινοτικά όργανα ή οργανισμούς, από οποιαδήποτε κυβέρνηση κράτους μέλους της ΕΕ ή από οποιονδήποτε άλλο οργανισμό.

Τα κοινοτικά όργανα και οργανισμοί, καθώς και οι κυβερνήσεις των κρατών μελών πρέπει να τηρούν την αρχή αυτή και να μην επιδιώκουν να επηρεάζουν τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ (άρθρο 108 της Συνθήκης).

Λοιπές διατάξεις

Η οικονομική διαχείριση της ΕΚΤ είναι χωριστή από την οικονομική διαχείριση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Η ΕΚΤ έχει τον δικό της προϋπολογισμό. Οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ εγγράφονται στο κεφάλαιο της ΕΚΤ και καταβάλλουν μερίδιο συμμετοχής σε αυτό.

Το Καταστατικό προβλέπει πολυετείς θητείες για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής δεν μπορεί να ανανεωθεί.

Η θητεία των διοικητών των ΕθνΚΤ και των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής διασφαλίζεται ως ακολούθως:

- πενταετής τουλάχιστον θητεία των διοικητών των ΕθνΚΤ,
- μη ανανεώσιμη, οκταετής θητεία για τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ,
- απαλλαγή από τα καθήκοντα τους μόνο λόγω ανικανότητας εκτέλεσης των καθηκόντων αυτών ή σοβαρού παραπτώματος,
- το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων είναι αρμόδιο για την επίλυση οποιασδήποτε διαφοράς.

Δεν επιτρέπεται στο Ευρωσύστημα να χορηγεί δάνεια σε κοινοτικούς οργανισμούς ή εθνικούς δημόσιους φορείς, γεγονός που το προφυλάσσει περαιτέρω από οποιαδήποτε επιρροή ασκούν οι δημόσιες αρχές.

Το Ευρωσύστημα είναι λειτουργικά ανεξάρτητο. Η ΕΚΤ έχει στη διάθεσή της όλα τα μέσα και τις αρμοδιότητες που απαιτούνται για την άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής και είναι εξουσιοδοτημένη να αποφασίζει αυτόνομα πώς και πότε θα τα χρησιμοποιήσει.

Η ΕΚΤ έχει το δικαίωμα να εκδίδει δεσμευτικούς κανονισμούς στο βαθμό που αυτό είναι απαραίτητο για την εκτέλεση των καθηκόντων του ΕΣΚΤ και σε ορισμένες άλλες περιπτώσεις σύμφωνα με τις ειδικές διατάξεις του Συμβουλίου της ΕΕ.

Διαφάνεια

Ορισμός

Διαφάνεια σημαίνει ότι η κεντρική τράπεζα παρέχει, εγκαίρως, στο ευρύ κοινό και στις αγορές όλες τις πληροφορίες που αφορούν τη στρατηγική, τις αξιολογήσεις και τις αποφάσεις πολιτικής της, καθώς και τις διαδικασίες της, με τρόπο ειλικρινή και σαφή.

Σήμερα, οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες, συμπεριλαμβανομένης της ΕΚΤ, αποδίδουν εξέχουσα σημασία στη διαφάνεια. Αυτό αληθεύει κυρίως όσον αφορά το πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής τους. Η ΕΚΤ δίδει υψηλή προτεραιότητα στην αποτελεσματική επικοινωνία με το κοινό.

Διαφάνεια της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ

Η διαφάνεια βοηθά το κοινό να κατανοήσει τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ. Όσο καλύτερα κατανοεί το κοινό την πολιτική της ΕΚΤ τόσο πιο αξιόπιστη και αποτελεσματική γίνεται η πολιτική αυτή. Διαφάνεια σημαίνει ότι η ΕΚΤ εξηγεί τον τρόπο με τον οποίο ερμηνεύει την αποστολή της και ότι ενημερώνει για τους στόχους πολιτικής της.

Αξιοπιστία

Η ΕΚΤ προωθεί την αξιοπιστία καθιστώντας σαφή την εντολή που της έχει ανατεθεί και τον τρόπο με τον οποίο εκτελεί τα καθήκοντά της. Όταν γίνεται αντιληπτό ότι η ΕΚΤ έχει τη δυνατότητα και τη θέληση να εκπληρώσει τα καθήκοντα που έχει αναλάβει, οι προσδοκίες για τις τιμές σταθεροποιούνται. Η τακτική ενημέρωση σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο μια κεντρική τράπεζα αξιολογεί την οικονομική κατάσταση είναι ιδιαίτερα χρήσιμη. Είναι επίσης χρήσιμο οι κεντρικές τράπεζες να είναι ειλικρινείς και ρεαλιστικές για το τι μπορεί να κάνει η νομισματική πολιτική και –κάτι ακόμη πιο σημαντικό- για το τι δεν μπορεί να κάνει.

Αυτοπειθαρχία

Η αυστηρή δέσμευση για διαφάνεια επιβάλλει αυτοπειθαρχία στους φορείς χάραξης πολιτικής. Διασφαλίζει ότι οι αποφάσεις πολιτικής και οι σχετικές επεξηγήσεις παραμένουν συνεπείς με την πάροδο του χρόνου. Η συνεχής επαγρύπνηση του κοινού όσον αφορά τις ενέργειες νομισματικής πολιτικής αποτελεί για τους φορείς

λήψης αποφάσεων έναν επιπλέον λόγο να επιδιώκουν την εκπλήρωση της αποστολής τους με τον καλύτερο δυνατό τρόπο.

Λογοδοσία

Υποχρέωση υποβολής εκθέσεων

Για τη διατήρηση της νομιμότητας, μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα πρέπει να λογοδοτεί σε δημοκρατικούς θεσμούς και στο ευρύ κοινό για τις ενέργειές της κατά την εκτέλεση των αρμοδιοτήτων που της έχουν ανατεθεί. Η ΕΚΤ έχει σαφείς υποχρεώσεις υποβολής εκθέσεων, οι οποίες καθορίζονται στο άρθρο 15 του Καταστατικού της.

Σύμφωνα με το Καταστατικό, η ΕΚΤ υποχρεούται να δημοσιεύει τριμηνιαίες εκθέσεις για τις δραστηριότητες του Ευρωσυστήματος, καθώς και ενοποιημένη εβδομαδιαία λογιστική κατάσταση. Επιπλέον, υποχρεούται να συντάσσει Ετήσια Έκθεση για τις δραστηριότητές της και για τη νομισματική πολιτική του προηγούμενου και του τρέχοντος έτους. Η Ετήσια Έκθεση πρέπει να παρουσιάζεται στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στο Συμβούλιο της ΕΕ, στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο.

Προκείμενου να πληροί τις απαιτήσεις που προβλέπονται από το Καταστατικό, η ΕΚΤ δημοσιεύει:

- μηνιαίο δελτίο (πέραν του τριμηνιαίου),
- ενοποιημένη εβδομαδιαία λογιστική κατάσταση,
- ετήσιες εκθέσεις.

Εκτός αυτών, η ΕΚΤ δημοσιεύει ποικίλες εκδόσεις που αφορούν τα καθήκοντά της.

Εταιρική διακυβέρνηση

Επίπεδα ελέγχου

Εκτός από τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ, η εταιρική διακυβέρνηση της ΕΚΤ περιλαμβάνει και διάφορα επίπεδα εξωτερικού και εσωτερικού ελέγχου.

Εξωτερικά επίπεδα ελέγχου:

- [Εξωτερικοί ελεγκτές και το Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο](#)

Εσωτερικά επίπεδα ελέγχου:

- [Εσωτερική επιθεώρηση](#)
- [Διάρθρωση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου](#)
- [Κώδικας συμπεριφοράς και κανόνες περί εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών](#)
- [Αρχή αρμόδια για τον προϋπολογισμό](#)
- [Υπεύθυνος προστασίας δεδομένων](#)
- [Πρόληψη της απάτης στο εσωτερικό της ΕΚΤ και κανόνες που ισχύουν για τις έρευνες της OLAF](#)
- [Επιτροπή Εσωτερικών Επιθεωρητών](#)

Εξωτερικά επίπεδα ελέγχου

Το Καταστατικό του ΕΣΚΤ προβλέπει δύο επίπεδα:

- τους εξωτερικούς ελεγκτές, και
- το Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο.

Οι εξωτερικοί ελεγκτές ελέγχουν τους ετήσιους λογαριασμούς της ΕΚΤ (άρθρο 27 παράγραφος 1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ). Το Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο εξετάζει την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης της ΕΚΤ (άρθρο 27 παράγραφος 2).

Οι εκθέσεις των εξωτερικών ελεγκτών δημοσιεύονται στην ετήσια έκθεση της ΕΚΤ (βλ. ενότητα "Publications").

Εσωτερικά επίπεδα ελέγχου

Εσωτερική επιθεώρηση

Η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης λειτουργεί υπό την άμεση ευθύνη της Εκτελεστικής Επιτροπής. Τα καθήκοντα της Διεύθυνσης Εσωτερικής Επιθεώρησης ορίζονται στο Καταστατικό Επιθεώρησης της ΕΚΤ που έχει εγκριθεί από την Εκτελεστική Επιτροπή.

Το Καταστατικό Επιθεώρησης θεσπίστηκε με βάση διεθνώς παραδεδεγμένα επαγγελματικά πρότυπα, ειδικότερα τα πρότυπα του Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών (IIA).

Διάρθρωση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου

Η διάρθρωση του εσωτερικού ελέγχου της ΕΚΤ βασίζεται σε μια λειτουργική προσέγγιση. Κάθε υπηρεσιακή μονάδα (Τμήμα, Διεύθυνση ή Γενική Διεύθυνση) είναι υπεύθυνη για το δικό της εσωτερικό έλεγχο και τη δική της αποτελεσματικότητα. Προς το σκοπό αυτό, οι υπηρεσιακές μονάδες εφαρμόζουν μια σειρά από διαδικασίες λειτουργικού ελέγχου στον τομέα της αρμοδιότητάς τους.

Για παράδειγμα, υπάρχει ένα σύνολο κανόνων και διαδικασιών –γνωστό και ως "σινικό τείχος"– που εμποδίζει τη διαρροή εμπιστευτικών πληροφοριών, προερχόμενων π.χ. από τομείς αρμόδιους για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής προς τομείς υπεύθυνους για τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ.

Παράλληλα με αυτούς τους ελέγχους, ορισμένες υπηρεσιακές μονάδες συμβουλεύουν την Εκτελεστική Επιτροπή και εισηγούνται προτάσεις σε αυτήν σχετικά με ειδικά θέματα ελέγχου σε οριζόντια βάση.

Κώδικας συμπεριφοράς και κανόνες περί εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών

Ο Κώδικας Συμπεριφοράς της ΕΚΤ παρέχει κατευθυντήριες γραμμές και καθορίζει σημεία αναφοράς για το προσωπικό της ΕΚΤ και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής. Όλοι καλούνται να διατηρούν υψηλό επίπεδο επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους στην ΕΚΤ, αλλά και στις σχέσεις τους με τις ΕθνΚΤ, τις δημόσιες αρχές, τους συμμετέχοντες στην αγορά, τους εκπροσώπους των μέσων ενημέρωσης και το κοινό εν γένει.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συμμορφώνονται και αυτά με έναν Κώδικα Συμπεριφοράς, ο οποίος αντανάκλα την ευθύνη τους να διαφυλάττουν την ενότητα και το κύρος του Ευρωσυστήματος, καθώς και την αποτελεσματικότητα των πράξεών του.

Η Εκτελεστική Επιτροπή έχει θεσπίσει και ένα σύνολο εσωτερικών ελέγχων για την πρόληψη της κατάχρησης ευαίσθητων πληροφοριών για τις χρηματοπιστωτικές αγορές (κανόνες περί εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών).

Το προσωπικό της ΕΚΤ και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής απαγορεύεται να εκμεταλλεύονται, άμεσα ή έμμεσα, εσωτερικές πληροφορίες στις οποίες έχουν πρόσβαση, προκειμένου να ασκούν ιδιωτικές οικονομικές δραστηριότητες είτε με δικό τους κίνδυνο και για δικό τους λογαριασμό είτε με κίνδυνο και για λογαριασμό τρίτων.

Διαδικασία συμμόρφωσης και Σύμβουλος Δεοντολογίας

Μια διαδικασία συμμόρφωσης επιβάλλει συγκεκριμένες υποχρεώσεις στα μέλη του προσωπικού που έχουν τακτική πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες.

Η Εκτελεστική Επιτροπή έχει διορίσει Σύμβουλο Δεοντολογίας με σκοπό την παροχή

κατευθυντηρίων γραμμών για όλες τις πτυχές επαγγελματικής συμπεριφοράς και επαγγελματικού απορρήτου. Επιπλέον, ο Σύμβουλος Δεοντολογίας εξασφαλίζει ότι οι κανόνες για την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών ερμηνεύονται με συνεπή τρόπο.

Αρχή αρμόδια για τον προϋπολογισμό

Αρμόδιο για τον προϋπολογισμό της ΕΚΤ είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο ψηφίζει τον προϋπολογισμό της ΕΚΤ, ύστερα από πρόταση της Εκτελεστικής Επιτροπής. Επιπλέον, η Επιτροπή Προϋπολογισμού επικουρεί το Διοικητικό Συμβούλιο σε θέματα που σχετίζονται με τον προϋπολογισμό της ΕΚΤ.

Υπεύθυνος προστασίας δεδομένων

Σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 45/2001 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, η Εκτελεστική Επιτροπή διόρισε υπεύθυνο προστασίας δεδομένων, από την 1η Ιανουαρίου 2002.

Πρόληψη της απάτης στο εσωτερικό της ΕΚΤ και κανόνες που ισχύουν για τις έρευνες της OLAF

Μέτρα για την καταπολέμηση της απάτης σε όλη την ΕΕ

Το 1999 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της ΕΕ εξέδωσαν τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1073/1999 σχετικά με τις έρευνες που πραγματοποιούνται από την Ευρωπαϊκή Υπηρεσία Καταπολέμησης της Απάτης ("κανονισμός OLAF"), προκειμένου να ενταθεί ο αγώνας κατά της απάτης, της δωροδοκίας και οποιασδήποτε άλλης παράνομης δραστηριότητας που είναι επιζήμια για τα οικονομικά συμφέροντα των Κοινοτήτων. Ο κανονισμός προβλέπει κυρίως τη διενέργεια από την OLAF εσωτερικών ερευνών όπου υπάρχουν υποψίες για απάτη εντός των θεσμικών οργάνων, φορέων και υπηρεσιών της Κοινότητας.

Μέτρα της ΕΚΤ για την καταπολέμηση της απάτης

Απόφαση της ΕΚΤ σχετικά με τους κανόνες που ισχύουν για τις έρευνες της OLAF – Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας εξέδωσε στις 3 Ιουνίου 2004 απόφαση (ΕΚΤ/2004/11) σχετικά με τους όρους και τις λεπτομέρειες διεξαγωγής ερευνών από την Ευρωπαϊκή Υπηρεσία Καταπολέμησης της Απάτης στην ΕΚΤ στον τομέα της καταπολέμησης της απάτης, της δωροδοκίας και κάθε άλλης παράνομης δραστηριότητας επιζήμιας για τα οικονομικά συμφέροντα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και σχετικά με την τροποποίηση των όρων απασχόλησης του προσωπικού της ΕΚΤ. Η απόφαση αυτή τέθηκε σε ισχύ την 1 η Ιουλίου 2004.

Προηγούμενα μέτρα της ΕΚΤ για την καταπολέμηση της απάτης

Αν και το Διοικητικό Συμβούλιο είχε αποδεχθεί την ανάγκη ανάληψης δραστικών μέτρων για την καταπολέμηση της απάτης, θεωρούσε ότι η ανεξάρτητη θέση και τα καθήκοντα που έχουν ανατεθεί στην ΕΚΤ απέκλειαν την εφαρμογή του κανονισμού OLAF στην ΕΚΤ. Αντ' αυτού, εξέδωσε ξεχωριστή απόφαση στις 7 Οκτωβρίου 1999 σχετικά με την καταπολέμηση της απάτης (ΕΚΤ/1999/5), η οποία προέβλεπε ένα ολοκληρωμένο πρόγραμμα καταπολέμησης της απάτης υπό τον τελικό έλεγχο μιας ανεξάρτητης Επιτροπής Καταπολέμησης της Απάτης.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, υποστηριζόμενη από το Βασίλειο των Κάτω Χωρών, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της ΕΕ, κατέθεσε αίτηση ακύρωσης της απόφασης της ΕΚΤ (υπόθεση C-11/00). Στις 10 Ιουλίου 2003 το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο ακύρωσε την εν λόγω απόφαση (ΕΚΤ/1999/5).

Η απόφαση του Δικαστηρίου έθεσε αναμφισβήτητα την ΕΚΤ "εντός του πλαισίου της Κοινότητας". Συγχρόνως, επισήμανε ότι η βούληση του νομοθέτη ήταν να διασφαλίσει την ανεξαρτησία της ΕΚΤ κατά την εκτέλεση των καθηκόντων που της έχουν ανατεθεί. Ωστόσο, το Δικαστήριο έκρινε ότι αυτή η ανεξαρτησία δεν συνεπάγεται τον πλήρη διαχωρισμό της ΕΚΤ από την Κοινότητα ούτε εξαίρεσή της από κάθε κανόνα κοινοτικού δικαίου. Αυτό συμβαδίζει με την προσέγγιση της ΕΚΤ. Η εφαρμογή του κανονισμού OLAF δεν θα πρέπει να επηρεάσει την ανεξαρτησία της ΕΚΤ κατά την εκτέλεση των καθηκόντων της.

Επιτροπή Εσωτερικών Επιθεωρητών

Η Επιτροπή Εσωτερικών Επιθεωρητών είναι υπεύθυνη για τη διενέργεια ελέγχων με εντολή του Διοικητικού Συμβουλίου, το οποίο θέσπισε την πολιτική ελέγχου του ΕΣΚΤ, προκειμένου να διασφαλίζεται έλεγχος για τα κοινά προγράμματα και τα κοινά λειτουργικά συστήματα σε επίπεδο ΕΣΚΤ. Ο συντονισμός του ελέγχου αυτού διενεργείται από την εν λόγω επιτροπή.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΟ ΚΑΤΑΣΤΑΤΙΚΟ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΤτΕ)

βλ. συνημμένο κείμενο (.pdf)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ