



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

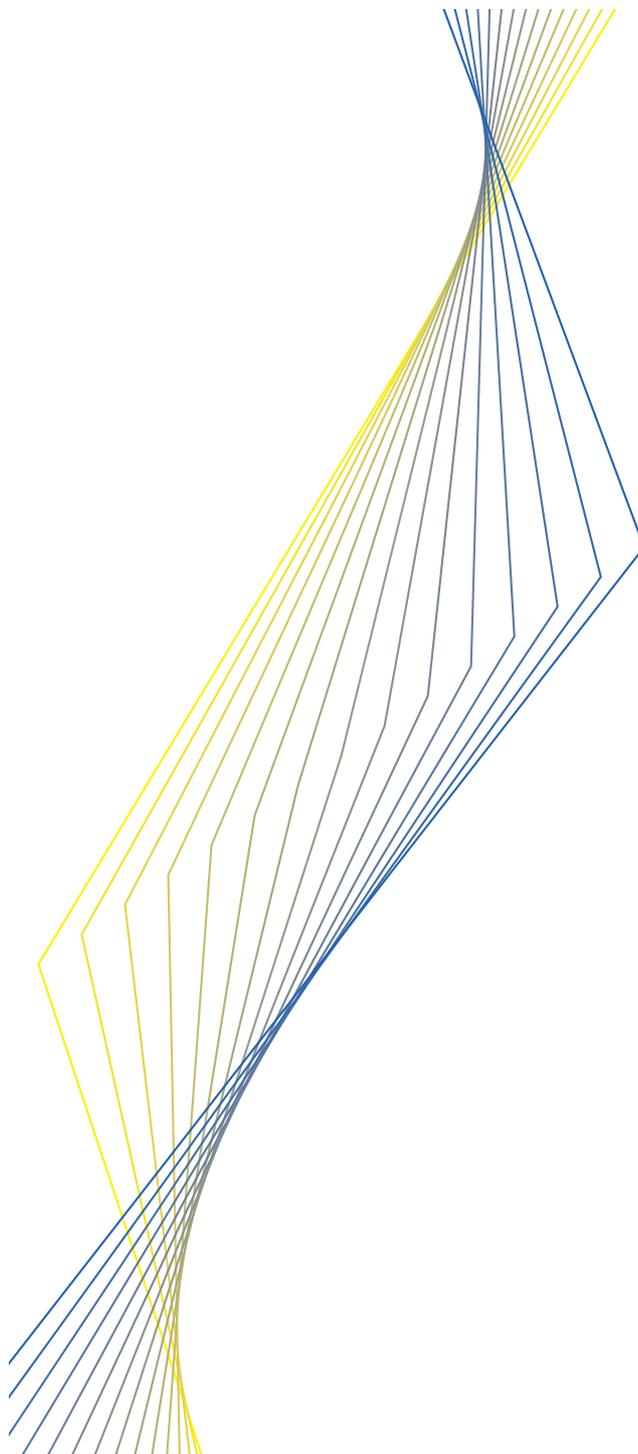
ΕΣΒ ΕΖΒ ΕΚΤ ΒΣΕ ΕΚΡ

# ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ

2002



**ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ**



**ΕΤΗΣΙΑ  
ΕΚΘΕΣΗ**

**2002**

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2003

<b>Διεύθυνση</b>	<b>Kaiserstrasse 29</b> <b>D-60311 Frankfurt am Main</b> <b>Germany</b>
<b>Ταχυδρομική θυρίδα</b>	<b>Postfach 16 03 19</b> <b>D-60066 Frankfurt am Main</b> <b>Germany</b>
<b>Τηλέφωνο</b>	<b>+49 69 1344 0</b>
<b>Ίντερνετ</b>	<b><a href="http://www.ecb.int">http://www.ecb.int</a></b>
<b>Φαξ</b>	<b>+49 69 1344 6000</b>
<b>Τέλεξ</b>	<b>411 144 ecb d</b>

*Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος.*

*Επιτρέπεται η αναπαραγωγή για εκπαιδευτικούς και μη εμπορικούς σκοπούς, εφόσον αναφέρεται η πηγή.*

*Η τελευταία ημερομηνία για τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση ήταν η 28η Φεβρουαρίου 2003.*

ISSN 1561-4514 (έντυπη μορφή)

ISSN 1725-2857 (ηλεκτρονική μορφή)

# Περιεχόμενα

Πρόλογος	2
----------	---

---

## Κεφάλαιο I

### Οικονομικές εξελίξεις και νομισματική πολιτική

<b>1</b>	<b>Επισκόπηση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής το 2002</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>Νομισματικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις</b>	<b>17</b>
2.1	Νομισματικές εξελίξεις	17
2.2	Χρηματοπιστωτικές αγορές	23
<b>3</b>	<b>Η εξέλιξη των τιμών</b>	<b>45</b>
<b>4</b>	<b>Η εξέλιξη της παραγωγής, της ζήτησης και της αγοράς εργασίας</b>	<b>54</b>
<b>5</b>	<b>Δημοσιονομικές εξελίξεις</b>	<b>63</b>
<b>6</b>	<b>Το διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και το ισοζύγιο πληρωμών</b>	<b>68</b>

---

## Κεφάλαιο II

### Εργασίες κεντρικής τράπεζας

<b>1</b>	<b>Εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής</b>	<b>84</b>
1.1	Γενικά	84
1.2	Διαχείριση ρευστότητας	85
1.3	Πράξεις ανοικτής αγοράς	88
1.4	Πάγιες διευκολύνσεις	89
1.5	Το σύστημα ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών	90
1.6	Αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία	91
1.7	Δραστηριότητα στην αγορά χρήματος	94
<b>2</b>	<b>Πράξεις συναλλάγματος και διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ</b>	<b>95</b>
2.1	Πράξεις συναλλάγματος	95
2.2	Διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων	95
2.3	Διαχείριση ιδίων κεφαλαίων	97
2.4	Οργάνωση της διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ	97

---

## Κεφάλαιο III

### Διαχείριση κινδύνων

<b>1</b>	<b>Γενικά</b>	<b>102</b>
----------	---------------	------------

<b>2</b>	<b>Πράξεις πολιτικής</b>	102
<b>3</b>	<b>Πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων για τις πράξεις πολιτικής</b>	103
<b>4</b>	<b>Επενδυτικές εργασίες</b>	106
<b>5</b>	<b>Πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων για τις επενδυτικές εργασίες</b>	106

---

## Κεφάλαιο IV

	<b>Οικονομικές εξελίξεις στις λοιπές χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης</b>	111
--	--	-----

---

## Κεφάλαιο V

### Ευρωπαϊκή και διεθνής συνεργασία

<b>1</b>	<b>Ευρωπαϊκά θέματα</b>	124
1.1	Εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης	125
1.2	Προτάσεις για την ενίσχυση του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής και για την αποτελεσματική οργάνωση των διαδικασιών συντονισμού	127
1.3	Η Συνέλευση για το Μέλλον της Ευρώπης	129
1.4	Μεταρρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών	130
<b>2</b>	<b>Διεθνής συνεργασία</b>	131
2.1	Πολυμερής και διμερής εποπτεία της μακροοικονομικής πολιτικής	132
2.2	Παρακολούθηση των εξελίξεων στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές	133
2.3	Σχέσεις με το ΔΝΤ και συναφείς φορείς	134
2.4	Συνεργασία με τις γειτονικές χώρες της ΕΕ	136
2.5	Συνεργασία με τις χώρες της Ασίας-Ειρηνικού και της Λατινικής Αμερικής	138

---

## Κεφάλαιο VI

### Διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης

<b>1</b>	<b>Εισαγωγή</b>	142
<b>2</b>	<b>Βασικά οικονομικά, νομικά και θεσμικά ζητήματα</b>	143
2.1	Πραγματική σύγκλιση	143
2.2	Νομική και θεσμική σύγκλιση	145
2.3	Ονομαστική σύγκλιση	146
2.4	Στρατηγική νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής	147
2.5	Εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα	149
2.6	Συμπεράσματα	150
<b>3</b>	<b>Προετοιμασίες για την ένταξη</b>	151
3.1	Προετοιμασία των οργάνων λήψεως αποφάσεων και των επιτροπών του ΕΣΚΤ	151

3.2	Το εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ και ανώτατο όριο για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα	152
3.3	Γενικό πλαίσιο στρατηγικής	153
3.4	Αξιολόγηση των υποδομών πληρωμών και εκκαθάρισης – διακανονισμού τίτλων στις υπό ένταξη χώρες	153
3.5	Συμφωνία εμπιστευτικότητας με τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών	154
3.6	Συνεργασία για την παρακολούθηση των πλαστών τραπεζογραμμάτων	154
3.7	Συνεργασία σε θέματα κεντρικών τραπεζών	154

---

## Κεφάλαιο VII

### Παραγωγή και έκδοση τραπεζογραμμάτων

<b>1</b>	<b>Η εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ και η εξέλιξη της κυκλοφορίας τους</b>	<b>158</b>
1.1	Προεφοδιασμός πιστωτικών ιδρυμάτων και εμπορικών επιχειρήσεων με τραπεζογραμμάτια και κέρματα ευρώ το 2001	158
1.2	Η εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ κατά την περίοδο μετάβασης	158
1.3	Η εξέλιξη της ποσότητας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ τους υπόλοιπους μήνες του 2002	160
1.4	Απόσυρση των εθνικών τραπεζογραμμάτων	160
<b>2</b>	<b>Παραγωγή των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ</b>	<b>161</b>
2.1	Παραγωγή των τραπεζογραμμάτων ευρώ	161
2.2	Διαχείριση αποθεμάτων και δημιουργία του Στρατηγικού Αποθέματος του Ευρωσυστήματος	162
2.3	Υποστήριξη για την παραγωγή των κερμάτων ευρώ	162
<b>3</b>	<b>Κοινές πολιτικές του Ευρωσυστήματος για την ταμειακή διαχείριση</b>	<b>163</b>
3.1	Τιμολογιακή πολιτική και κοινή προσέγγιση του Ευρωσυστήματος ως προς το ωράριο λειτουργίας και τους κανόνες χρεωπίστωσης των ταμειακών συναλλαγών που προσφέρουν από τις θυρίδες τους οι ΕθνΚΤ	163
3.2	Θέσπιση όρων αναφοράς για τη χρήση μηχανημάτων ανακύκλωσης μετρητών στη ζώνη του ευρώ	163
<b>4</b>	<b>Προστασία των τραπεζογραμμάτων ευρώ από την παραχάραξη</b>	<b>164</b>

---

## Κεφάλαιο VIII

### Συστήματα πληρωμών και διακανονισμού τίτλων

<b>1</b>	<b>Εργασίες σχετικές με τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού του Ευρωσυστήματος</b>	<b>169</b>
1.1	Το σύστημα TARGET	169
1.2	Το σύστημα ανταποκριτών κεντρικών τραπεζών	172
<b>2</b>	<b>Γενικά θέματα στον τομέα της επίβλεψης των συστημάτων πληρωμών</b>	<b>173</b>

<b>3</b>	<b>Συστήματα πληρωμών μεγάλων ποσών</b>	174
3.1	Εξελίξεις στα άλλα συστήματα πληρωμών μεγάλων ποσών σε ευρώ	174
3.2	Σύστημα Διακανονισμού Αδιάλειπτης Σύνδεσης	174
<b>4</b>	<b>Υπηρεσίες πληρωμών μικρής αξίας</b>	175
<b>5</b>	<b>Συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων</b>	177
5.1	Αξιολόγηση των συστημάτων διακανονισμού τίτλων	177
5.2	Ενοποίηση των ευρωπαϊκών υποδομών στον τομέα των κινητών αξιών	178
5.3	Συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών	178
<b>6</b>	<b>Άλλες δραστηριότητες</b>	179

---

## Κεφάλαιο ΙΧ

### Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εποπτεία

<b>1</b>	<b>Διάρθρωση, επιδόσεις και κίνδυνοι στον τραπεζικό τομέα</b>	182
<b>2</b>	<b>Ρυθμίσεις για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την εποπτεία</b>	186
<b>3</b>	<b>Ρύθμιση του τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού τομέα</b>	189

---

## Κεφάλαιο Χ

### Στατιστικό πλαίσιο

<b>1</b>	<b>Εισαγωγή</b>	196
<b>2</b>	<b>Στατιστικά στοιχεία για το νόμισμα, τις τράπεζες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές</b>	196
<b>3</b>	<b>Στατιστικά στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα και τη διεθνή επενδυτική θέση και σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες</b>	198
<b>4</b>	<b>Χρηματοπιστωτικοί λογαριασμοί</b>	199
<b>5</b>	<b>Στατιστικά στοιχεία για τα δημόσια οικονομικά</b>	200
<b>6</b>	<b>Γενικά οικονομικά στατιστικά στοιχεία</b>	200
<b>7</b>	<b>Συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και με διεθνείς οργανισμούς</b>	200

## Κεφάλαιο XI

### Λοιπά καθήκοντα και δραστηριότητες

<b>1 Συμβουλευτικές λειτουργίες</b>	204
<b>2 Συμμόρφωση με τις απαγορεύσεις νομισματικής χρηματοδότησης και προνομιακής πρόσβασης</b>	207
<b>3 Διαχείριση των δανειοληπτικών και δανειοδοτικών πράξεων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας</b>	207

---

## Κεφάλαιο XII

### Εξωτερική επικοινωνία και λογοδοσία

<b>1 Η επικοινωνιακή πολιτική και οι συναφείς δραστηριότητες της ΕΚΤ</b>	212
1.1 Επικοινωνιακές δραστηριότητες	212
1.2 Σημαντικά επικοινωνιακά ζητήματα κατά το 2002	214
<b>2 Η ανταλλαγή πληροφοριών και απόψεων με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο</b>	214
2.1 Επισκόπηση των σχέσεων μεταξύ της ΕΚΤ και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου	214
2.2 Απόψεις της ΕΚΤ σχετικά με επιλεγμένα θέματα που τέθηκαν κατά τις συνεδριάσεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου	215

---

## Κεφάλαιο XIII

### Το θεσμικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών

<b>1 Το Ευρωσύστημα και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών</b>	223
<b>2 Τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ</b>	224
2.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο	224
2.2 Η Εκτελεστική Επιτροπή	227
2.3 Το Γενικό Συμβούλιο	228
<b>3 Η οργάνωση της ΕΚΤ</b>	230
3.1 Η εταιρική διακυβέρνηση της ΕΚΤ	230
3.2 Διαχείριση ανθρώπινου δυναμικού	231
3.3 Το οργανόγραμμα της ΕΚΤ	233
3.4 Εγκαταστάσεις της ΕΚΤ	234
<b>4 Ο Κοινωνικός Διάλογος του ΕΣΚΤ</b>	234
<b>5 Οι Επιτροπές του ΕΣΚΤ</b>	234

## Κεφάλαιο XIV

### Ετήσιοι λογαριασμοί της ΕΚΤ και Ενοποιημένος Ισολογισμός του Ευρωσυστήματος για το 2002

1	Ισολογισμός της 31ης Δεκεμβρίου 2002	238
2	Αποτελέσματα χρήσεως 1.1.2002 – 31.12.2002	239
3	Λογιστικές πολιτικές	241
4	Σημειώσεις επί του ισολογισμού	246
5	Σημειώσεις επί των αποτελεσμάτων χρήσεως	252
6	Έκθεση εξωτερικών ελεγκτών	256
7	Σημείωση επί της διανομής των κερδών	257
8	Ενοποιημένος ισολογισμός του Ευρωσυστήματος της 31ης Δεκεμβρίου 2002	258

---

	Νομικές πράξεις που υιοθετήθηκαν από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα το 2002	261
--	---	-----

---

	Εκδόσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	263
--	--	-----

#### Παραρτήματα

	Χρονολόγιο	280
	Γλωσσάριο	282

### Κατάλογος Πλαισίων, Πινάκων και Διαγραμμάτων

#### Πλαίσια

1	Η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ να αξιολογεί την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μία φορά το μήνα και οι επιδράσεις της στη μεταβλητότητα της αγοράς χρήματος	15
	Διάγραμμα: Μεταβλητότητα των επιτοκίων: διάρθρωση ως προς τη διάρκεια	15
2	Σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας των χρηματιστηριακών αγορών στη ζώνη του ευρώ το 2002	33
	Διάγραμμα Α: Μέσο ετήσιο μέγεθος της απόλυτης ημερήσιας μεταβολής του δείκτη Dow Jones EURO STOXX, 1992-2002	33
	Διάγραμμα Β: Δείκτης Dow Jones EURO STOXX και αντίστροφο τεκμαρτής μεταβλητότητας στις χρηματιστηριακές αγορές, 1998-2002	34

3	Προσδιοριστικοί παράγοντες των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ	42
	Διάγραμμα: Διαφορές επιτοκίων των τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις και διαφορές αποδόσεων εταιρικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ	44
4	Επιδράσεις της εισαγωγής των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ στις τιμές καταναλωτή	50
	Διάγραμμα Α: Τιμές εστιατορίων και καφέ	51
	Διάγραμμα Β: Τιμές κομμωτηρίων	51
	Διάγραμμα Γ: Εκτιμήσεις και προβλέψεις για τον πληθωρισμό και γενικός πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ	52
5	Περιορισμένη πρόοδος των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και εργασίας της ζώνης του ευρώ	61
6	Δημόσια οικονομικά και οικονομική σταθεροποίηση	67
7	Η εξέλιξη των ανισορροπιών στις ΗΠΑ	70
	Διάγραμμα Α: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και διεθνής επενδυτική θέση των ΗΠΑ	70
	Διάγραμμα Β: Δανεισμός των νοικοκυριών	70
	Διάγραμμα Γ: Χρέος νοικοκυριών	71
8	Τάσεις των διεθνών εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ 1990 και 2002	78
	Διάγραμμα Α: Συνολική αξία εξαγορών και συγχωνεύσεων	78
	Διάγραμμα Β: Εγχώριες και ξένες εξαγορές και συγχωνεύσεις στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ	78
	Διάγραμμα Γ: Εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ ζώνης ευρώ και ΗΠΑ	79
	Διάγραμμα Δ: Εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά τομέα, 1997-2002	80
	Διάγραμμα Ε: Εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας	80
9	Δημόσια διαβούλευση σχετικά με τη λήψη μέτρων βελτίωσης της αποτελεσματικότητας του λειτουργικού πλαισίου της νομισματικής πολιτικής	87
10	Γνωμοδοτήσεις της ΕΚΤ κατά το 2002	204
	(α) Αιτήματα κρατών-μελών	204
	(β) Αιτήματα ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων	206
11	Η Εκστρατεία Ενημέρωσης Ευρώ 2002	213

## Πίνακες

1	Συνιστώσες του Μ3	19
2	Παράγοντες μεταβολής του Μ3	22
3	Κυκλοφορούντα χρεόγραφα σε ευρώ εκδοθέντα από κατοίκους της ζώνης του ευρώ: ανάλυση κατά τομέα κατόχου	25
4	Χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ μέσω χρέους	26
5	Δάνεια από ΝΧΙ προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	28
6	Η εξέλιξη των τιμών και του κόστους στη ζώνη του ευρώ	45
7	Σύνθεση της αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ	54
8	Βιομηχανική παραγωγή στη ζώνη του ευρώ	57
9	Εξελίξεις στην αγορά εργασίας στη ζώνη του ευρώ	59
10	Δημοσιονομική κατάσταση των χωρών της ζώνης του ευρώ	63
11	Μακροοικονομικοί δείκτες για τη Δανία	112
12	Μακροοικονομικοί δείκτες για τη Σουηδία	116
13	Μακροοικονομικοί δείκτες για το Ηνωμένο Βασίλειο	119

14	Μέσοι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ	143
15	Βασικά στοιχεία για τις υπό ένταξη χώρες	144
16	Πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ, μέσος όρος περιόδου	146
17	Στρατηγική νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής των υπό ένταξη χωρών	148
18	Κατανομή της παραγωγής τραπεζογραμματίων ευρώ το 2002	162
19	Όγκος και αξία πληρωμών μέσω TARGET	169
20	Μέγιστο επίπεδο πληρωμών μέσω TARGET το 2002	170

### Διαγράμματα

1	Επιτόκια της ΕΚΤ και της αγοράς χρήματος	10
2	Αύξηση του M3 και τιμή αναφοράς	17
3	Απόκλιση της ονομαστικής και πραγματικής ποσότητας χρήματος	18
4	Κινήσεις του M3 και των παραγόντων μεταβολής του	21
5	Αξία κυκλοφορούντων χρεογράφων σε ευρώ που έχουν εκδοθεί από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	24
6	Χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ μέσω χρέους	27
7	Λόγος χρέους/ΑΕΠ των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ	28
8 (α)	Δείκτες τιμών μετοχών στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία	30
(β)	Τεκμαρτή μεταβλητότητα στις χρηματιστηριακές αγορές στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία	30
9	Βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ και η κλίση της καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος	36
10	EURIBOR 3 μηνών βάσει συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και τεκμαρτή μεταβλητότητα από δικαιώματα προαίρεσεως επί συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στο EURIBOR 3 μηνών	36
11 (α)	Αποδόσεις μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία	38
(β)	Διαφορά αποδόσεων μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων μεταξύ των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ	38
12	Πραγματικό επιτόκιο της ζώνης του ευρώ και πληθωρισμός “νεκρού σημείου” όπως υπολογίζεται για τον ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ	39
13	Βραχυπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια λιανικής και συγκρίσιμο επιτόκιο της αγοράς	41
14	Μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια λιανικής και συγκρίσιμο επιτόκιο της αγοράς	41
15	Συμβολή στην αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ κατά συνιστώσα	46
16	Ανάλυση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ κατά συνιστώσα	47
17	Ανάλυση τιμών παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων για τη ζώνη του ευρώ	48
18	Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό και παραγωγικότητα εργασίας στη ζώνη του ευρώ	49
19	Συμβολή στην ανά τρίμηνο αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ	55
20	Δείκτες εμπιστοσύνης στη ζώνη του ευρώ	56
21	Εξαγωγές αγαθών και βιομηχανική παραγωγή στη ζώνη του ευρώ	58
22	Ανεργία στη ζώνη του ευρώ	60
23	Ονομαστική και πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ	74

24	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και εμπορικές συναλλαγές επί αγαθών στη ζώνη του ευρώ	75
25	Όγκος εμπορικών συναλλαγών με χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ	76
26	Δείκτες μοναδιαίας αξίας εμπορικών συναλλαγών με χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ	76
27	Άθροισμα καθαρών ροών άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ	77
28	Παράγοντες ρευστότητας και χρήση πάγιων διευκολύνσεων στη ζώνη του ευρώ το 2002	86
29	Περιουσιακά στοιχεία πρώτης βαθμίδας που είναι αποδεκτά για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος	92
30	Χρήση ασφαλειών στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος	93
31	Οικονομικοί και χρηματοπιστωτικοί δείκτες για τη ζώνη του ευρώ και για τις εκτός της ζώνης χώρες της ΕΕ	113
32	Διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων των εκτός της ζώνης του ευρώ χωρών έναντι του ευρώ	114
33	Τραπεζογραμμάτια ευρώ σε κυκλοφορία το 2002	159
34	Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία μεταξύ 2000 και 2002	160
35	Διασυνοριακές ασφάλειες ως ποσοστό των συνολικών ασφαλειών που παρέχονται στο Ευρωσύστημα	172

## Συντομογραφίες

### Χώρες

ΒΕΛ	Βέλγιο
ΔΑΝ	Δανία
ΓΕΡ	Γερμανία
ΕΛΛ	Ελλάδα
ΙΣΠ	Ισπανία
ΓΑΛ	Γαλλία
ΙΡΛ	Ιρλανδία
ΙΤΑ	Ιταλία
ΛΟΥ	Λουξεμβούργο
ΟΛΛ	Ολλανδία
ΑΥΣ	Αυστρία
ΠΟΡ	Πορτογαλία
ΦΙΝ	Φινλανδία
ΣΟΥ	Σουηδία
ΗΒ	Ηνωμένο Βασίλειο
ΙΑΠ	Ιαπωνία
ΗΠΑ	Ηνωμένες Πολιτείες

### Άλλες συντομογραφίες

ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΔΝΤ	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
ΔΟΕ	Διεθνής Οργάνωση Εργασίας
ΔΤΚ	Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
ΕCΥ	Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕθνΚΤ	εθνικές κεντρικές τράπεζες
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕνΔΤΚ	Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
ΕΝΙ	Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα
ΕΣΚΤ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΕΣΛ 95	Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών 1995
ΕΥΡ	ευρώ
ΝΧΙ	Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα
ΠΚ	πιστοποιητικά καταθέσεων
repos	πράξεις αγοράς/πώλησης τίτλων με συμφωνία επαναγοράς/επαναπώλησης
ΣΣΙ	σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία
ΤΔΔ	Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών

**Σύμφωνα με την πρακτική της Κοινότητας, οι χώρες της ΕΕ αναφέρονται στην παρούσα έκθεση με την αλφαβητική σειρά του ονόματός τους στην αντίστοιχη εθνική γλώσσα.**

## Φωτογραφίες που περιέχονται στην Ετήσια Έκθεση για το 2002

1	Το Πάρτυ του Ευρώ στις 18 Ιανουαρίου 2002 – γιορτή για την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος.	8
2	Συνέντευξη τύπου μετά την εκτός έδρας συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου που έγινε στο Μάαστριχτ στις 7 Φεβρουαρίου 2002 με την ευκαιρία της συμπλήρωσης 10 ετών από την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Ο Πρόεδρος κ. Duisenberg ανακοινώνει ότι θα παραιτηθεί το 2003. Το κυβερνητικό μέγαρο της Επαρχίας Limburg στο Μάαστριχτ, όπου έγινε η συνεδρίαση.	82
3	Για την επιτυχή εισαγωγή του ευρώ, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ κ. Willem F. Duisenberg παραλαμβάνει το Διεθνές Βραβείο Καρλομάγνου για το 2002, κατά την τελετή απονομής στο ιστορικό Δημαρχείο του Άαχεν.	100
4	Νέοι επισκέπτονται την ΕΚΤ στις 13 Μαΐου 2002.	110
5	Ο πρώην και ο σημερινός Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ, κ.κ. Christian Noyer (αριστερά) και Λουκάς Παπαδήμος. Αποχαιρετιστήρια δεξίωση προς τιμήν του απερχόμενου Αντιπροέδρου κ. Christian Noyer, στις 28 Μαΐου 2002.	122
6	Ο Ολλανδός συγγραφέας Harry Mulisch διαβάζει αποσπάσματα από το τελευταίο βιβλίο του στη διάρκεια της Ολλανδικής Πολιτιστικής Εβδομάδας, το Σεπτέμβριο του 2002. Παρουσίαση του έργου του Ισπανού αρχιτέκτονα Antoni Gaudí στη διάρκεια της Ισπανικής Πολιτιστικής Εβδομάδας, το Μάιο του 2002.	140
7	Έκθεση φωτογραφίας υπό την αιγίδα της ΕΚΤ με τίτλο “The Making of the Euro” στη Banco de España στη Μαδρίτη και τη Βαρκελώνη το καλοκαίρι του 2002.	156
8	Εγκαίνια του Ευρωπαϊκού Σχολείου, Φραγκφούρτη, 5 Σεπτεμβρίου 2002.	166
9	Συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στον Ευρωπύργο, στις 26 Σεπτεμβρίου 2002.	180
10	Το περίπτερο του Ευρωσυστήματος στην έκθεση χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών “Sibos 2002” (Γενεύη, 30 Σεπτεμβρίου – 4 Οκτωβρίου).	194
11	Δεύτερο Συνέδριο της ΕΚΤ για θέματα κεντρικών τραπεζών, Φραγκφούρτη, 24 και 25 Οκτωβρίου 2002.	202
12	Η κριτική επιτροπή του διεθνούς αρχιτεκτονικού διαγωνισμού για το νέο κτίριο της ΕΚΤ επισκέπτεται το χώρο ανέγερσης του νέου κτιρίου, τη Grossmarkthalle, στη Φραγκφούρτη. Η πρώτη συνάντηση της επιτροπής, στις 30 και 31 Οκτωβρίου 2002.	210
13	Η έκθεση φωτογραφίας υπό την αιγίδα της ΕΚΤ με τίτλο “The Making of the Euro” στην έδρα της Εθνικής Τράπεζας της Πολωνίας στη Βαρσοβία (2 Δεκεμβρίου 2002 – 15 Ιανουαρίου 2003). Ο κ. Eugenio Domingo Solans, Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, και ο κ. Leszek Balcerowicz, Πρόεδρος της Εθνικής Τράπεζας της Πολωνίας, εγκαινιάζουν την έκθεση.	220
14	Έκθεση με τίτλο “Σύγχρονη Τέχνη από την Πορτογαλία”, στην ΕΚΤ, στις 4 Δεκεμβρίου 2002. Ο κ. Vítor Constâncio, Διοικητής της Banco de Portugal, και ο κ. Λουκάς Παπαδήμος, Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ, εγκαινιάζουν την έκθεση.	236



## **Πρόλογος**



Το 2002 ήταν, από πολλές απόψεις, ένας ακόμη σταθμός στην πορεία προς την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. Το πρώτο σημαντικό γεγονός του έτους ήταν η επιτυχής εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ την 1η Ιανουαρίου, η οποία αποτέλεσε την τελική φάση της δημιουργίας της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Η μετάβαση στο ευρώ σε φυσική μορφή ήταν ένα σύνθετο, φιλόδοξο και πρωτοφανές εγχείρημα, γι' αυτό και η ομαλή και ταχεία πραγματοποίησή της δεν θα ήταν δυνατή χωρίς τη συστηματική προετοιμασία και το συντονισμό όλων των εμπλεκόμενων φορέων. Ήταν λοιπόν απαραίτητο να συμμετάσχουν ενεργά, ήδη από τα πρώτα στάδια, ο τραπεζικός τομέας, οι εταιρίες χρηματοπιστολών, οι εμπορικές επιχειρήσεις και ο κλάδος παραγωγής και εκμετάλλευσης μηχανημάτων αποδοχής μετρητών – καθώς και τα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), το Ευρωσύστημα και οι αρμόδιες εθνικές αρχές. Η μετάβαση στο ευρώ επίσης απαιτούσε σημαντικές οργανωτικές, υλικοτεχνικές και οικονομικές προσπάθειες εκ μέρους όλων εκείνων που χρησιμοποιούν και διαχειρίζονται τραπεζογραμ-

μάτια και κέρματα. Προ πάντων δε η επιτυχία της μετάβασης εξαρτήθηκε από την ευνοϊκή στάση του κοινού και τη θερμή υποδοχή που επιφύλαξε στο ευρώ. Τώρα πλέον, 300 εκατομμύρια πολίτες της ζώνης του ευρώ έχουν αγκαλιάσει το νέο τους νόμισμα και έχουν ασπαστεί την ιδέα μιας πιο ενοποιημένης Ευρώπης.

Το δεύτερο σημαντικό γεγονός του 2002 ήταν η απόφαση που έλαβαν οι Αρχηγοί Κρατών ή Κυβερνήσεων της ΕΕ να επιτρέψουν σε δέκα χώρες να ενταχθούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως νέα μέλη από το 2004, μολονότι η απόφαση αυτή δεν έχει ακόμη κυρωθεί. Η διεύρυνση αυτή έχει μεγάλη ιστορική σημασία για τρεις λόγους. Πρώτον, σηματοδοτεί σαφώς το τέλος του διχασμού που επικράτησε μεταπολεμικά στην Ευρώπη και για το λόγο αυτό έχει βαρύνουσα πολιτική σπουδαιότητα. Δεύτερον, πρόκειται για τη μεγαλύτερη διεύρυνση από καταβολής Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τέλος, δεδομένου ότι τα περισσότερα από τα υποψήφια κράτη-μέλη βρίσκονται ακόμη σε φάση μετάβασης προς την οικονομία της αγοράς, οι ανισότητες είναι πολύ μεγαλύτερες από ό,τι σε προηγούμενες διευρύνσεις. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται σημαντικές προκλήσεις τόσο για τα σημερινά όσο και για τα μελλοντικά κράτη-μέλη.

Το πόσο γρήγορα τα νέα κράτη-μέλη θα υιοθετήσουν το ευρώ – αφού πρώτα ενταχθούν στην ΕΕ – θα εξαρτηθεί από το πόσο γρήγορα θα εκπληρώσουν τα κριτήρια σύγκλισης για να συμμετάσχουν στη ζώνη του ευρώ. Οι διαφορές μεταξύ των νέων κρατών-μελών ως προς το στάδιο οικονομικής ανάπτυξης μπορεί να σημαίνουν ότι δεν θα υιοθετήσουν όλα ταυτόχρονα το ευρώ. Εντούτοις, μία από τις βασικές προτεραιότητες του Ευρωσυστήματος είναι να διαθέτει την τεχνική και θεσμική υποδομή για το διευρυμένο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) από το 2004, όπως προβλέπεται στο χρονοδιάγραμμα για τη διεύρυνση της ΕΕ. Στο πλαίσιο της προετοιμασίας για τη διεύρυνση, το Διοικητικό Συμβούλιο της

Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) εξέδωσε επίσης σύσταση για την τροποποίηση των όρων ψηφοφορίας σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις της Συνθήκης της Νίκαιας. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα έχει ήδη αναπτύξει στενές επαφές με τις κεντρικές τράπεζες των χωρών που θα προσχωρήσουν στην ΕΕ και παρακολουθεί επισταμένως τις οικονομικές, χρηματοπιστωτικές, θεσμικές και νομικές εξελίξεις στις χώρες αυτές. Η παρούσα Ετήσια Έκθεση περιλαμβάνει ειδικό κεφάλαιο για τη διαδικασία της διεύρυνσης.

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής το 2002 χαρακτηρίστηκε από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας όσον αφορά τις προοπτικές της οικονομίας. Ο μέσος πληθωρισμός, μετρούμενος βάσει του ΕνΔΤΚ, ήταν 2,2%, ελαφρώς χαμηλότερος από ό,τι το 2001 (2,4%), αλλά παρέμεινε ελαφρώς υψηλότερος από τα επίπεδα που θεωρούνται συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών, όπως την ορίζει η ΕΚΤ. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους Μ3 επιταχύνθηκε και έφθασε σε επίπεδο άνω του 7%, από 5,5% περίπου το 2001, υπερβαίνοντας έτσι σημαντικά την τιμή αναφοράς (4,5%). Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν στην υψηλή μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και αντανakλούσε κυρίως την προτίμηση των επενδυτών για βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις με υψηλό βαθμό ρευστότητας και χαμηλότερο κίνδυνο. Επίσης αντανakλούσε τα σχετικά χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν στη ζώνη του ευρώ το 2002. Λόγω της ταχείας νομισματικής επέκτασης, στη ζώνη του ευρώ συσσωρεύθηκε περισσότερη ρευστότητα από όση θα χρειαζόταν για τη χρηματοδότηση διατηρήσιμης μη πληθωριστικής ανάπτυξης μακροπρόθεσμα. Συνολικά πάντως, εν όψει του σχετικά υποτονικού ρυθμού της οικονομικής δραστηριότητας και δεδομένου ότι ορισμένες μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων προς στοιχεία που περιλαμβάνονται στο Μ3 είχαν πιθανότατα παροδικό χαρακτήρα, οι νομισματικές εξελίξεις το 2002 δεν

θεωρήθηκε ότι σηματοδοτούν κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών. Η αξιολόγηση αυτή επιβεβαιώθηκε από τη σχετικά συγκρατημένη πιστωτική επέκταση το 2002.

Δυστυχώς, η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ το 2002 ήταν βραδύτερη από ό,τι αναμενόταν, με αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ να διαμορφωθεί στο σχετικά χαμηλό – αλλά θετικό – επίπεδο του 0,8%, έναντι 1,4% το 2001. Επικράτησαν συνθήκες υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας, καθώς διάφοροι παράγοντες συνέβαλλαν σε έναν ασυνήθιστα υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. Τέτοιου είδους παράγοντες ήταν οι γεωπολιτικές εντάσεις και οι επιπτώσεις τους στις τιμές του πετρελαίου και στην εμπιστοσύνη, οι δυσμενείς εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές (οι οποίες όμως δεν απείλησαν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ) και οι ανισορροπίες που εξακολουθούν να παρατηρούνται παγκοσμίως. Στο πλαίσιο αυτό, και με δεδομένη τη σταδιακή ανατίμηση του ευρώ το 2002 και στις αρχές του 2003, οι πληθωριστικές πιέσεις υποχώρησαν, ιδίως από το δεύτερο εξάμηνο του 2002. Κατόπιν τούτου, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να μειώσει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 50 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2002 και κατά 25 μονάδες βάσης το Μάρτιο του 2003.

Παρά τις συνθήκες υποτονικής δραστηριότητας που προαναφέρθηκαν, ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε σχετικά υψηλός. Ωστόσο, στην άνοδο των τιμών το 2002 συνέβαλαν ορισμένοι παροδικοί και έκτακτοι παράγοντες, όπως οι επιδράσεις από τη χαμηλή βάση σύγκρισης, οι αυξήσεις της έμμεσης φορολογίας και οι δυσμενείς καιρικές συνθήκες. Εξάλλου, ο ρυθμός αύξησης των πραγματικών μισθών παρέμεινε υψηλός παρά την άνοδο της ανεργίας, γεγονός που υποδηλώνει ότι υπάρχουν επίμονες διαρθρωτικές δυσκαμψίες στις αγορές εργασίας.

Είναι γεγονός ότι ορισμένες από τις αυξήσεις των τιμών που σημειώθηκαν πέρυσι σε κάποιες χώρες της ζώνης του ευρώ συνδέονταν με την εισαγωγή του ευρώ. Ωστόσο, δημιουργήθηκε η εντύπωση ότι η πληθωριστική επίπτωση από την εισαγωγή του ευρώ ήταν μεγαλύτερη. Οι καταναλωτές τείνουν να παρατηρούν κυρίως τις αυξήσεις των τιμών στα είδη που αγοράζουν συχνά και όχι τόσο τις σχετικά συγκρατημένες αυξήσεις, ή ακόμη και μειώσεις τιμών, στα είδη που αγοράζουν λιγότερο συχνά, τα οποία αποτελούν μεγαλύτερο μέρος του προϋπολογισμού των νοικοκυριών. Επιπλέον, συνέπεσε να ασκηθούν και ανεξάρτητες ανοδικές πιέσεις στις τιμές, π.χ. λόγω της κακοκαιρίας το χειμώνα του 2001-02, οι οποίες θεωρήθηκε εσφαλμένως ότι συνδέονταν με τη μετάβαση στο ευρώ. Η πολύ περιορισμένη συνολική επίδραση της εισαγωγής του ευρώ στην άνοδο των τιμών θα είναι πιθανότατα παροδική. Πράγματι, αναμένεται ότι μεσοπρόθεσμα η εισαγωγή του ευρώ θα συγκρατήσει το ρυθμό αύξησης των τιμών σε χαμηλά επίπεδα, δεδομένου ότι το νέο νόμισμα έχει αυξήσει τη διαφάνεια των τιμών μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ, εντείνοντας έτσι τον ανταγωνισμό.

Στις αρχές του 2003, οι προοπτικές για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα φαίνονται μάλλον ευνοϊκές, εφόσον οι μισθολογικές αυξήσεις παραμένουν συγκρατημένες. Άλλωστε, ένα από τα βασικά μηνύματα του 2002 ισχύει και τώρα, δηλ. ότι πρέπει να επιταχυνθούν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Και τούτο διότι οι πιο ευέλικτες αγορές εργασίας και προϊόντων οδηγούν σε ταχύτερες προσαρμογές των τιμών (διευκολύνοντας έτσι το έργο αυτών που χαράζουν τη νομισματική πολιτική) και, γενικότερα, σε μικρότερες αυξήσεις των τιμών.

Παρότι η χάραξη της νομισματικής πολιτικής έχει να αντιμετωπίσει δύσκολες περιστάσεις, το χαμηλό επίπεδο των μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκίων και των ασφαλιστρών κινδύνου που

επικρατούν στις αγορές ομολόγων φαίνεται να υποδηλώνει ότι οι οικονομικοί παράγοντες έχουν εμπιστοσύνη στην ικανότητα της ΕΚΤ να διατηρήσει τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Με δεδομένη την αβεβαιότητα σχετικά με τις οικονομικές εξελίξεις, η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνέχισε να αποτελεί ένα χρησιμότερο πλαίσιο αναφοράς τόσο για το Διοικητικό Συμβούλιο (ώστε να λαμβάνει κατάλληλες αποφάσεις νομισματικής πολιτικής) όσο και για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους οικονομικούς παράγοντες (επειδή καθοδηγεί τις προσδοκίες τους σχετικά με τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής).

Η αβεβαιότητα που χαρακτήρισε τις οικονομικές εξελίξεις το 2002 υπογράμμισε το σημαντικό καθοδηγητικό ρόλο τον οποίο διαδραματίζει για τους οικονομικούς παράγοντες η ύπαρξη ενός πλαισίου μακροοικονομικής πολιτικής προσανατολισμένου στη σταθερότητα. Στον τομέα της νομισματικής πολιτικής, το πλαίσιο αυτό αναθέτει στην ΕΚΤ να επιδιώκει, ως πρωταρχικό της σκοπό, τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, ανεξάρτητα από τρίτους. Στη δημοσιονομική πολιτική, η Συνθήκη ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης χρησιμεύουν ως σημείο αναφοράς για τις προσδοκίες των οικονομικών παραγόντων. Αυτό το εννοιολογικό πλαίσιο επιβεβαιώθηκε από την Ευρωπαϊκή Συνέλευση, η οποία καταρτίζει "Συνθήκη θεσπίζουσα ένα Σύνταγμα για την Ευρώπη" εν όψει της προσεχούς Διακυβερνητικής Διάσκεψης. Η θέσπιση ενός τέτοιου Συντάγματος θα αποτελέσει σημαντικό βήμα για την Ευρώπη και θα ενισχύσει περαιτέρω το πλαίσιο για την επιτυχή λειτουργία της ΟΝΕ.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ ήταν γενικά απογοητευτικές το 2002. Το μέσο δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε σε 2,2% του ΑΕΠ, από 1,6% το 2001. Οι περισσότερες χώρες δεν επέτυχαν τους στόχους που είχαν θέσει στα προγράμματα σταθερότητας. Το

Συμβούλιο ECOFIN δήλωσε επίσημα, το Νοέμβριο του 2002 και τον Ιανουάριο του 2003 αντίστοιχα, ότι η Πορτογαλία και η Γερμανία είχαν υπερβολικά ελλείμματα. Το Συμβούλιο ECOFIN επίσης εξέδωσε σύσταση τον Ιανουάριο του 2003, με την οποία απηύθυνε έγκαιρη προειδοποίηση στη Γαλλία ώστε να προσπαθήσει να αποφύγει την εμφάνιση υπερβολικού ελλείμματος. Το 2002 το έλλειμμα της Γαλλίας υπερέβη το 3%, που είναι η τιμή αναφοράς για το λόγο ελλείμματος/ΑΕΠ σύμφωνα με τη Συνθήκη.

Αντίθετα με ό,τι υποστηρίζεται συχνά, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης δεν “δένει τα χέρια” των χωρών έτσι ώστε να τις εξαναγκάζει να ασκούν δημοσιονομικές πολιτικές που επιτείνουν τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας. Αντίθετα, εφόσον οι χώρες επιτύχουν μεσοπρόθεσμη δημοσιονομική θέση σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική, το Σύμφωνο παρέχει ευελιξία για την πλήρη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών. Οι χώρες που προσπαθούν ήδη να αποκαταστήσουν την τάξη στα δημόσια οικονομικά τους δεν μείωσαν επαρκώς τα δημοσιονομικά τους ελλείμματα τα προηγούμενα έτη, κατά τα οποία οι οικονομικές συνθήκες ήταν σχετικά ευνοϊκές. Οι χώρες που έμειναν προσηλωμένες στους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης ήδη αντιμετωπίζουν λιγότερες δημοσιονομικές δυσκολίες και επωφελούνται από την ομαλή λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών. Για να διορθωθούν οι σημερινές δημοσιονομικές ανισορροπίες, όσες χώρες έχουν έλλειμμα πλησίον ή άνω του 3% του ΑΕΠ πρέπει να λάβουν μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής που παράλληλα να ευνοούν την οικονομική ανάπτυξη, προκειμένου να μειώσουν το έλλειμμα κατά τα προβλεπόμενα στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Η παρούσα Ετήσια Έκθεση συνοψίζει τις δραστηριότητες της ΕΚΤ, του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ κατά το 2002

και επισκοπεί τις νομισματικές, οικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ κατά το 2002 και στις αρχές του 2003. Η ΕΚΤ απασχολούσε 1.105 υπαλλήλους στο τέλος του 2002, έναντι 1.043 το 2001. Ο αριθμός των υπαλλήλων αναμένεται να αυξηθεί το 2003 σε 1.263,5, εν όψει των αυξημένων αναγκών λόγω της επικείμενης διεύρυνσης του ΕΣΚΤ. Το 2002 η ΕΚΤ συνήψε σύμβαση αγοραπωλησίας με το Δήμο της Φραγκφούρτης για την απόκτηση οικοπέδου με σκοπό την ανέγερση ιδιόκτητων γραφείων. Κατόπιν προκήρυξε διεθνή αρχιτεκτονικό διαγωνισμό για τη διαμόρφωση του χώρου. Μετά την αποπεράτωση των νέων εγκαταστάσεων, όλες οι υπηρεσιακές μονάδες της ΕΚΤ θα στεγαστούν σε ενιαίο χώρο και όχι, όπως σήμερα, σε χωριστά μισθωμένα κτίρια.

Η εφετινή Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ είναι η τελευταία που φέρει την υπογραφή μου. Είμαι πολύ υπερήφανος που υπήρξα ο πρώτος Πρόεδρος της ΕΚΤ και που είχα τη χαρά και την τιμή να προϊσταμαι της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος στα πρώτα τους βήματα και να συμμετάσχω σε κοσμοϊστορικά γεγονότα όπως η έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ και η εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ. Ευχαριστώ όλους τους συναδέλφους μου στην Εκτελεστική Επιτροπή, στο Διοικητικό Συμβούλιο και στο Γενικό Συμβούλιο για την εποικοδομητική συνεργασία που είχαμε τα τελευταία πέντε χρόνια. Εκφράζω επίσης την ευγνωμοσύνη μου στα μέλη του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και ιδίως της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων, του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, του Συμβουλίου ECOFIN και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Τέλος, ευχαριστώ θερμά το προσωπικό της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος για τη συνεχή τους στήριξη και την προσήλωσή τους στο στόχο της επιτυχούς εισαγωγής του ευρώ και της λειτουργίας της ΟΝΕ. Είμαι ιδιαίτερα υπερήφανος που είχα την ευκαιρία να συνεργαστώ μαζί τους σ' αυτό

το μοναδικό και κοσμοϊστορικό εγχείρημα. Αλλά πάνω απ' όλα ευχαριστώ τους πολίτες της Ευρώπης που περιέβαλαν με την εμπιστοσύνη τους το ευρώ και το θεματοφύλακά του, την ΕΚΤ. Σας διαβεβαιώ ότι η ΕΚΤ δεν θα πάψει να καταβάλλει προσπάθειες ώστε να ανταποκριθεί στις προσδοκίες των πολιτών της Ευρώπης

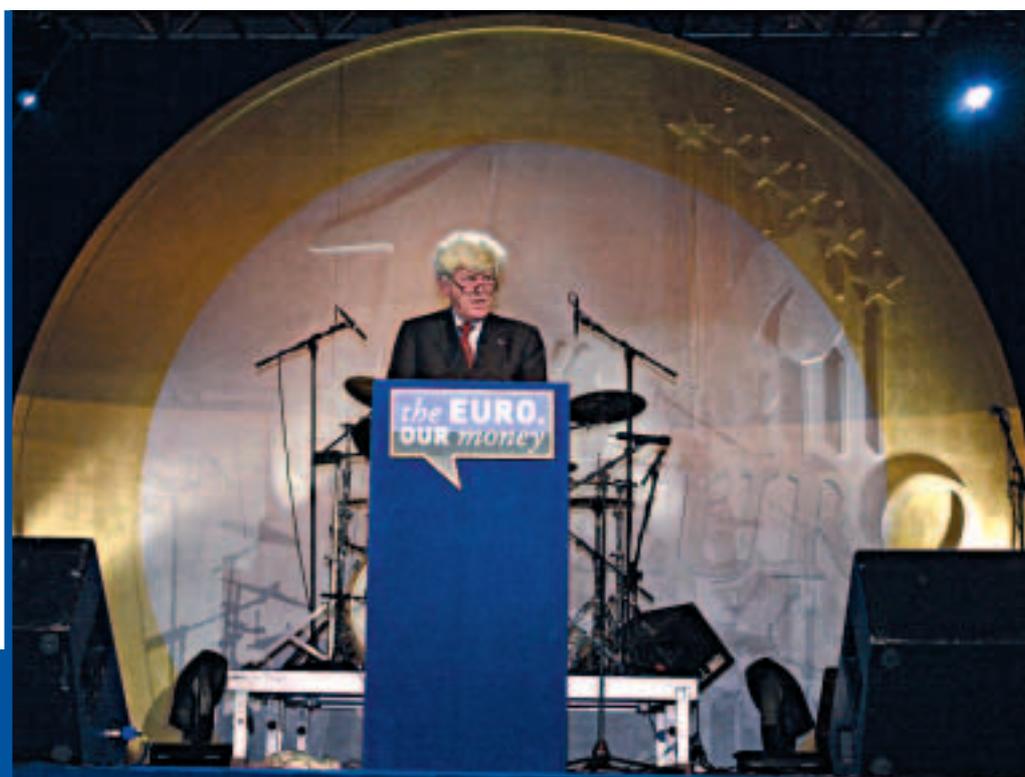
και θα συνεχίσει να διαφυλάσσει την αγοραστική δύναμη του νομίσματός μας, προς όφελος όλων.

Φραγκφούρτη, Μάρτιος 2003



Willem F. Duisenberg





Ιανουάριος 2002



Το Πάρτυ του Ευρώ στις 18 Ιανουαρίου 2002 – γιορτή για την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος

# Κεφάλαιο I

## Οικονομικές εξελίξεις και νομισματική πολιτική

## I Επισκόπηση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής κατά το 2002

Το περιβάλλον στο οποίο ασκήθηκε η νομισματική πολιτική το 2002 χαρακτηρίστηκε από σημαντική αβεβαιότητα. Οι ενδείξεις σχετικά με τις μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές πιέσεις υπήρξαν ενίοτε ανάμικτες και ευμετάβλητες. Μετά την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας καθ' όλη τη διάρκεια του 2001, η οποία επιτάχθηκε περαιτέρω από τον κλονισμό της εμπιστοσύνης λόγω των τρομοκρατικών επιθέσεων στις ΗΠΑ το Σεπτέμβριο του 2001, στις αρχές του 2002 σημειώθηκε περιορισμένη ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, όσο προχωρούσε το έτος, ο ρυθμός της ανάκαμψης μετριάστηκε εξαιτίας της νέας αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές και των γεωπολιτικών εντάσεων που επέδρασαν στην τιμή του πετρελαίου και στην εμπιστοσύνη. Συνολικά, η ετήσια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι ήταν 0,8% το 2002, έναντι 1,4% το 2001.

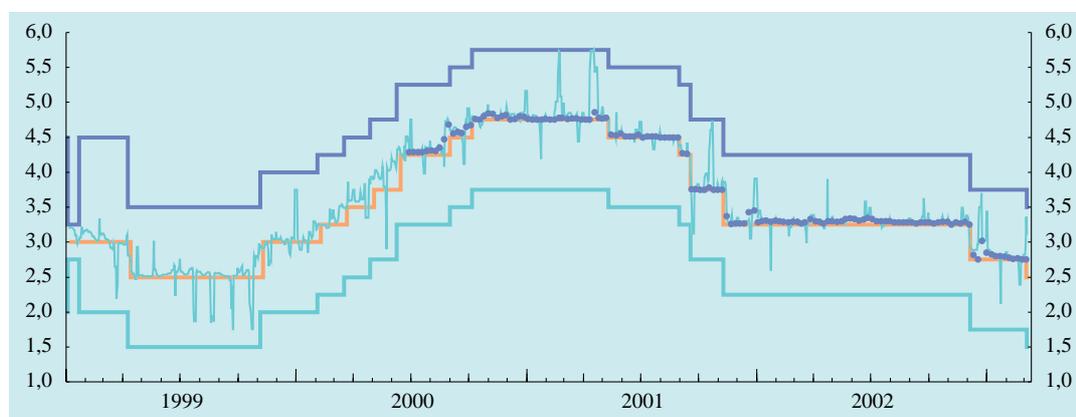
Παρά τον υποτονικό ρυθμό της οικονομικής ανάκαμψης, το 2002 ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ σημείωσε μόνο μικρή επιβράδυνση, σε 2,2% κατά μέσο όρο από 2,4% το 2001, παραμένοντας έτσι ελαφρώς υψηλότερος από το άνω όριο που είναι συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών όπως την ορίζει η ΕΚΤ. Το πρώτο εξάμηνο του έτους, προσωρινοί παράγοντες – όπως η κακοκαιρία που επηρέασε τις τιμές των ειδών διατροφής – συνέβαλαν στην άνοδο του πληθωρισμού, ενώ κάποια άλλα στοιχεία, όπως οι νομισματικές και μισθολογικές εξελίξεις, προκάλεσαν ανησυχίες σχετικά με τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ μεσοπρόθεσμα. Αργότερα το ίδιο έτος, η σημαντική αύξηση των τιμών του πετρελαίου άσκησε ανοδικές πιέσεις στις τιμές καταναλωτή, οι οποίες όμως αντισταθμίζονταν εν μέρει από ορισμένους άλλους παράγοντες που σχετιζόνταν με τον παρατεταμένα υποτονικό ρυθμό της οικονομικής

### Διάγραμμα I

#### Επιτόκια της ΕΚΤ και της αγοράς χρήματος

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)

- επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης
- επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων
- επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης/ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς
- επιτόκιο μίας ημέρας (EONIA)
- οριακό επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης είναι αυτό που εφαρμόζονταν στις δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου για πράξεις που διακανονίστηκαν πριν από τις 28 Ιουνίου 2000. Μετά την ημερομηνία αυτή, το επιτόκιο αντικατοπτρίζει το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου.

ανάπτυξης, καθώς και με τη σημαντική ανατίμηση του ευρώ.

Εν όψει αυτών των αντίρροπων παραγόντων, κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο διατήρησε το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης αμετάβλητο στο 3,25%. Ωστόσο, καθώς η ατονία της οικονομικής δραστηριότητας παρέμενε αμείωτη όσο εξακολουθούσαν οι γεωπολιτικές εντάσεις – και με δεδομένη τη συνεχιζόμενη ανατίμηση του ευρώ – εκτιμήθηκε ότι οι πληθωριστικές πιέσεις είχαν υποχωρήσει. Κατά συνέπεια, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να μειώσει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ το Δεκέμβριο του 2002 κατά 50 μονάδες βάσης και εκ νέου το Μάρτιο του 2003 κατά 25 μονάδες βάσης ακόμη (βλ. Διάγραμμα 1).

Οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής που ελήφθησαν το 2002 και στις αρχές του 2003 θα πρέπει να εξεταστούν και σε συνδυασμό με τις σημαντικές μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ που αποφασίστηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο το 2001 (συνολικά κατά 150 μονάδες βάσης, το δε ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε σε 3,25% στις 8 Νοεμβρίου 2001). Το 2001, ιδίως μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις του Σεπτεμβρίου, οι διαθέσιμες ενδείξεις υποδήλωναν ότι η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ θα είχε μάλλον μεγαλύτερη διάρκεια και ένταση από ό,τι αναμενόταν, οπότε θα συνέβαλλε στη συγκράτηση των ανοδικών πιέσεων στις τιμές. Ταυτόχρονα, εξασθενούσαν σταδιακά οι επιπτώσεις από προηγούμενες διαταράξεις των τιμών προς τα άνω – που οφείλονταν στις αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου, στην υποτίμηση του ευρώ το 1999 και το 2000 και στις ανατιμήσεις των ειδών διατροφής στις αρχές του 2001. Συνολικά, οι παράγοντες αυτοί υποδήλωναν χαμηλότερες πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα και, σε συνδυασμό με την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, αναμενόταν

να συμβάλουν στη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων. Παρόμοια εκτίμηση προέκυπτε και από την ανάλυση των νομισματικών στοιχείων. Η νομισματική επέκταση επιταχύνθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2001, ιδίως μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις, αλλά η εξέλιξη αυτή σε μεγάλο βαθμό αντανάκλωσε τη στροφή των επενδυτών του ιδιωτικού τομέα από μετοχές και άλλες πιο μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις προς περισσότερο ρευστά και σχετικά ασφαλή βραχυπρόθεσμα χρηματοδοτικά μέσα που περιλαμβάνονται στο M3. Επίσης, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα συνέχισε να υποχωρεί.

Κατ' αρχάς όσον αφορά τον πρώτο πυλώνα της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, τους πρώτους μήνες του 2002 η αύξηση του M3 επιβραδύνθηκε κάπως, μετά τις σημαντικές μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων που είχαν παρατηρηθεί το φθινόπωρο του 2001. Ωστόσο, η επιβράδυνση αυτή ήταν πολύ αργή και τελικά ανακόπηκε το β' τρίμηνο του 2002, κατά το οποίο εκδηλώθηκε σημαντικά αυξημένη ζήτηση χρηματοδοτικών μέσων που περιλαμβάνονται στο M1. Πέρα από την παρατεινόμενη αβεβαιότητα στις χρηματιστηριακές αγορές, η νομισματική επέκταση φάνηκε να ευνοείται αυτή την περίοδο και από το χαμηλό κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος. Επίσης στις αρχές του 2002, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα συνέχισε να υποχωρεί, αν και φάνηκε να σταθεροποιείται το β' τρίμηνο του έτους. Εκείνη τη χρονική περίοδο, το γεγονός ότι η διαθέσιμη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ ήταν σημαντικά υψηλότερη από όση ενδεχομένως θα χρειαζόταν για τη χρηματοδότηση διατηρήσιμης μη πληθωριστικής οικονομικής ανάπτυξης προξενούσε ολοένα μεγαλύτερη ανησυχία.

Όσον αφορά την ανάλυση στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα κατά το πρώτο εξάμηνο του 2002, οι πληροφορίες που συγκεντρώνονταν στις αρχές του έτους επιβεβαίωναν τις προηγούμενες προσδοκίες

του Διοικητικού Συμβουλίου σχετικά με τις οικονομικές προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ. Από τις ενδείξεις που ήταν διαθέσιμες τους πρώτους μήνες του 2002 άρχισε να διαφαίνεται ότι η οικονομική δραστηριότητα ίσως είχε φθάσει στο κατώτατο σημείο της στα τέλη του 2001 και ότι μάλλον θα επερχόταν ανάκαμψη στη διάρκεια του 2002. Η αβεβαιότητα σχετικά με το παγκόσμιο περιβάλλον φάνηκε να μειώνεται κάπως. Στη ζώνη του ευρώ, ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έγινε θετικός το α' τρίμηνο του έτους και οι έρευνες συγκυρίας άρχισαν να υποδηλώνουν ότι ίσως είχε δρομολογηθεί ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Οι προσδοκίες για οικονομική ανάκαμψη ενισχύονταν από το γεγονός ότι δεν υπήρχαν στη ζώνη του ευρώ σημαντικές μακροοικονομικές ανισορροπίες οι οποίες να απαιτούν μακροχρόνια διαδικασία προσαρμογής. Σ' αυτό το περιβάλλον, εκτιμήθηκε ότι τα χαμηλά επιτόκια και οι ευεργετικές επιδράσεις στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, οι οποίες θα προέρχονταν από την αναμενόμενη υποχώρηση του πληθωρισμού, θα τονώσουν την αύξηση της εγχώριας ζήτησης.

Από τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, καθώς και από τις προβλέψεις διεθνών οργανισμών και ιδιωτικών φορέων, προέκυπτε μια παρόμοια εικόνα την άνοιξη του 2002. Γενικά αναμενόταν ότι η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ θα προσεγγίσει πάλι το δυναμικό της ρυθμό προς το τέλος του έτους και θα σταθεροποιηθεί σ' αυτά τα επίπεδα το 2003. Ανάλογες προσδοκίες για σχετικά ομαλή οικονομική ανάκαμψη επικρατούσαν και στις χρηματοπιστωτικές αγορές, όπως αντικατοπτριζόταν στις αποδόσεις των ομολόγων. Ωστόσο, παρά τις προσδοκίες αυτές, η ακριβής χρονική κλιμάκωση της οικονομικής ανάκαμψης παρέμενε αβέβαιη, σε συνδυασμό μάλιστα με τη σημαντική αύξηση των τιμών του πετρελαίου και τις μακροοικονομικές ανισορροπίες που επικρατούσαν εκτός της ζώνης του ευρώ.

Οι τιμές καταναλωτή σημείωσαν σχετικά υψηλούς ετήσιους ρυθμούς ανόδου στις αρχές του 2002 (Ιανουάριος: 2,7%). Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ παρουσίασε επίσης κάποιες διακυμάνσεις στις αρχές του 2002, κυρίως εξαιτίας έκτακτων και παροδικών παραγόντων, όπως η κακοκαιρία που οδήγησε σε άνοδο των τιμών των ειδών διατροφής, οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων και η δυσμενής βάση σύγκρισης λόγω της εξέλιξης των τιμών της ενέργειας στις αρχές του 2001. Η συνολική επίπτωση της εισαγωγής των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ στο επίπεδο των τιμών εκτιμήθηκε ότι ήταν μικρή, παρότι υπήρξε κάποια ανοδική επίδραση στις τιμές, ιδίως ορισμένων υπηρεσιών. Οι δωδεκάμηνοι ρυθμοί αύξησης του ΕνΔΤΚ υποχώρησαν βαθμιαία μετά τους δύο πρώτους μήνες του 2002, κυρίως λόγω της υψηλής βάσης σύγκρισης του προηγούμενου έτους. Η υποχώρηση αυτή όμως ήταν σχετικά βραδεία, εν μέρει εξαιτίας των αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου που είχαν σημειωθεί στις αρχές του 2002. Ταυτόχρονα, ανησυχίες προκαλούσε το γεγονός ότι ο πληθωρισμός χωρίς τις πιο ευμετάβλητες συνιστώσες του (ενέργεια και μη επεξεργασμένα είδη διατροφής) παρέμενε υψηλός, αντανακλώντας ιδίως την εξέλιξη των τιμών των υπηρεσιών. Εξάλλου, οι μισθολογικές εξελίξεις δεν ήταν καθησυχαστικές, γι' αυτό και συνολικά η πορεία του πληθωρισμού ήταν σχετικά λιγότερο ευνοϊκή από ό,τι είχε προβλεφθεί στο τέλος του 2001.

Υπό αυτές τις συνθήκες, τους πρώτους μήνες του 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι οι νομισματικές και μισθολογικές εξελίξεις και ο επίμονα υψηλός ρυθμός αύξησης των τιμών των υπηρεσιών ίσως υποδήλωναν κινδύνους ανόδου των τιμών μεσοπρόθεσμα. Οι κίνδυνοι αυτοί όμως μετριάζονταν από την ανατίμηση του ευρώ, η οποία άρχισε την άνοιξη. Επιπλέον, ένας σημαντικός παράγοντας που οδηγούσε στην παραπάνω αξιολόγηση ήταν ότι οι οικονομικές προοπτικές εξακολουθούσαν

να χαρακτηρίζονται από αβεβαιότητα. Δεδομένου ότι ορισμένοι παράγοντες υποδήλωναν αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις, παρά τη συνεχιζόμενη αβεβαιότητα σχετικά με το δυναμισμό της οικονομικής ανάπτυξης (που με τη σειρά της θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά τις προοπτικές για τη σταθερότητα των τιμών), το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι από τις διαθέσιμες πληροφορίες δεν προέκυπτε σαφώς αν μεταξύ των κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα επικρατούσαν οι κίνδυνοι ανόδου ή οι κίνδυνοι μείωσης των τιμών.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2002 εντάθηκαν οι ανησυχίες σχετικά με τις οικονομικές προοπτικές, όπως αντικατοπτρίστηκε στην αρνητική πορεία των χρηματοπιστωτικών αγορών. Οι νέες απότομες μειώσεις των τιμών στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές κατά τους θερινούς μήνες ενίσχυσαν τις πτωτικές τάσεις που παρατηρούνται στις αγορές αυτές μετά τις πρωτοφανείς υψηλές τιμές των μετοχών στις αρχές του 2000. Αν και η υπερτίμηση της αξίας των μετοχών είναι πάντοτε δύσκολο να υπολογιστεί επακριβώς, οι μειώσεις των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές ήταν εν μέρει διορθώσεις παλαιότερων υπερτιμήσεων. Προήλθαν δε από παράγοντες όπως η αυξημένη αβεβαιότητα των αγορών σχετικά με την αξιοπιστία των παρεχόμενων λογιστικών στοιχείων, τα χαμηλότερα των αναμενόμενων εταιρικά κέρδη και η βαθμιαία αύξηση των γεωπολιτικών εντάσεων, σε συνδυασμό και με τις επιπτώσεις τους στις τιμές του πετρελαίου. Οι διαθέσιμες ενδείξεις υποδηλώνουν ότι, παρά τη σημαντική αύξηση των μετοχών που διακρατούν τα νοικοκυριά της ζώνης του ευρώ, η οποία άρχισε στα τέλη της δεκαετίας του '90, οι άμεσες επιδράσεις των μεταβολών των χρηματιστηριακών αγορών στην καταναλωτική δαπάνη είναι κατά κανόνα μικρότερες στη ζώνη του ευρώ από ό,τι σε άλλες μεγάλες οικονομίες. Ωστόσο, το γεγονός ότι η πτώση των χρηματιστηριακών τιμών παρατηρήθηκε σε παγκόσμιο επίπεδο αύξησε την πιθανότητα

να επηρεαστεί η οικονομία της ζώνης του ευρώ μέσω των διεθνών διασυνδέσεων. Επιπλέον, λόγω της αναταραχής που επικράτησε στις χρηματιστηριακές αγορές αυξήθηκε για τις επιχειρήσεις το κόστος άντλησης κεφαλαίων μέσω των αγορών αυτών. Οι μειώσεις των τιμών των μετοχών συνοδεύονταν και από διεύρυνση της διαφοράς αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ έναντι των αντίστοιχων κρατικών ομολόγων, ιδίως στην περίπτωση εταιριών με χαμηλότερη διαβάθμιση πιστοληπτικής ικανότητας. Πέρα από την αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες που εξακολουθούσαν να παρατηρούνται εκτός της ζώνης του ευρώ επέτειναν το κλίμα αβεβαιότητας στη ζώνη του ευρώ και διεθνώς.

Οι παράγοντες αυτοί αντικατοπτρίζονταν στους δείκτες μελλοντικών εξελίξεων. Ύστερα από συνεχή βελτίωση μέχρι τα μέσα του 2002, οι δείκτες εμπιστοσύνης και τα αποτελέσματα των ερευνών συγκυρίας υποδήλωναν ότι δεν ήταν πλέον πιθανό να επιταχυνθεί περαιτέρω η οικονομική δραστηριότητα στο υπόλοιπο του έτους. Επιπλέον, οι γεωπολιτικές εντάσεις επιδεινώθηκαν το δεύτερο εξάμηνο του 2002 και προκάλεσαν απότομη αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Επομένως διαφαινόταν ότι η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ και παγκοσμίως θα εξελισσόταν το δεύτερο εξάμηνο του 2002 με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν στην αρχή του έτους. Λαμβάνοντας υπόψη την εκτίμηση αυτή, καθώς και τις παρόμοιες αξιολογήσεις που προέκυπταν από τις προβλέψεις δημόσιων και ιδιωτικών φορέων και από τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, το Διοικητικό Συμβούλιο μείωσε σταδιακά τις προσδοκίες του σχετικά με την οικονομική ανάπτυξη στο υπόλοιπο του έτους και τους πρώτους μήνες του 2003. Ως εκ τούτου, επιτάχυνση των ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμενόταν να υπάρξει αργότερα στη διάρκεια του 2003. Τα στοιχεία για την

οικονομική δραστηριότητα που ήταν διαθέσιμα το δεύτερο εξάμηνο του 2002 και στις αρχές του 2003 επιβεβαίωσαν ότι η οικονομική ανάπτυξη παρέμενε πράγματι πολύ υποτονική.

Όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών, το δεύτερο εξάμηνο του 2002 ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ κυμαινόταν γύρω στο 2%, δηλ. το άνω όριο που είναι συμβατό με τον ορισμό που δίνει η ΕΚΤ στη σταθερότητα των τιμών. Επίσης, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις πιο ευμετάβλητες συνιστώσες του (ενέργεια και μη επεξεργασμένα είδη διατροφής) παρέμενε σχετικά υψηλός, με ρυθμούς της τάξεως του 2,5%, αντανakλώντας ιδίως την έντονη δυναμική των τιμών των υπηρεσιών, η οποία με τη σειρά της θα μπορούσε να αποδοθεί – εν μέρει τουλάχιστον – στη συνεχή ανοδική τάση του ρυθμού αύξησης των ονομαστικών αποδοχών μέχρι την αρχή του 2002. Συνολικά, το γεγονός ότι ο πληθωρισμός τιμών καταναλωτή παρέμενε σ' αυτά τα επίπεδα υποδήλωνε ότι οι διαρθρωτικές δυσκαμψίες που υφίστανται στη ζώνη του ευρώ ίσως παρακάλυσαν την κατάλληλη προσαρμογή των μισθών και των τιμών στις συνθήκες χαμηλής οικονομικής ανάπτυξης.

Ωστόσο, όσον αφορούσε το μέλλον, θεωρήθηκε ότι η υποτονική οικονομική δραστηριότητα ήταν ένας παράγοντας που θα περιόριζε τους δυνητικούς κινδύνους ανόδου των τιμών. Οι κίνδυνοι που συνδέονταν με τις αυξήσεις των μισθών, παρότι δεν είχαν εκλείψει, θεωρήθηκαν λιγότερο πιθανοί αν δεν σημειωνόταν κάποια σημαντική μεταβολή στο οικονομικό περιβάλλον. Στην περαιτέρω μείωση των πληθωριστικών πιέσεων αναμενόταν να συμβάλει επίσης και το επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, το οποίο το δεύτερο εξάμηνο του 2002 και τους πρώτους μήνες του 2003 ήταν υψηλότερο από ό,τι το πρώτο εξάμηνο του 2002.

Η αξιολόγηση των επιπτώσεων των νομισματικών εξελίξεων στη σταθερότητα

των τιμών ήταν λιγότερο απλή το δεύτερο εξάμηνο του 2002. Παρότι η νομισματική επέκταση εξακολουθούσε να είναι ταχεία μετά το καλοκαίρι, έπρεπε να σταθμιστούν προσεκτικά οι παράγοντες που διαμόρφωναν τις τάσεις των νομισματικών μεγεθών. Η συνεχιζόμενη έντονη νομισματική επέκταση οφειλόταν αφενός, σε μεγάλο βαθμό, στην αναταραχή των χρηματιστηριακών αγορών, εξαιτίας της οποίας οι επενδυτές στράφηκαν σε χρηματοδοτικά μέσα που περιλαμβάνονται στο M3 και χαρακτηρίζονται από υψηλότερο βαθμό ρευστότητας και χαμηλότερο κίνδυνο. Αφετέρου οφειλόταν στο χαμηλό κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος, δεδομένου ότι το χαμηλό επίπεδο επιτοκίων που επικρατούσε στη ζώνη του ευρώ ευνοούσε τη νομισματική επέκταση, πράγμα που αντικατοπτριζόταν ιδίως στη σημαντική αύξηση του στενού νομισματικού μεγέθους M1. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, η έντονη νομισματική επέκταση εξακολουθούσε να εμπνέει ανησυχίες, καθώς η διαθέσιμη ρευστότητα ήταν περισσότερη από όση ενδεχομένως θα χρειαζόταν για τη χρηματοδότηση διατηρήσιμης μη πληθωριστικής ανάπτυξης. Ωστόσο, το Διοικητικό Συμβούλιο θεώρησε ότι ο κίνδυνος να δημιουργηθούν πληθωριστικές πιέσεις από αυτή την υπερβάλλουσα ρευστότητα ήταν μικρός υπό τις επικρατούσες συνθήκες υποτονικής οικονομικής ανάπτυξης. Υπέρ της αξιολόγησης αυτής συνηγορούσε και η υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, ιδίως προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Συνολικά, αντανakλώντας τη βραδεία οικονομική ανάπτυξη και την ανατίμηση του ευρώ, από το φθινόπωρο του 2002 και μετά άρχισε βαθμιαία να διαφαίνεται άμβλυνση των πληθωριστικών πιέσεων. Παρότι οι εντάσεις στις αγορές πετρελαίου καθιστούσαν δύσκολη την πρόβλεψη της πορείας του πληθωρισμού βραχυπρόθεσμα, η ανάλυση αυτή οδήγησε στην εκτίμηση ότι είχαν βελτιωθεί οι προοπτικές να

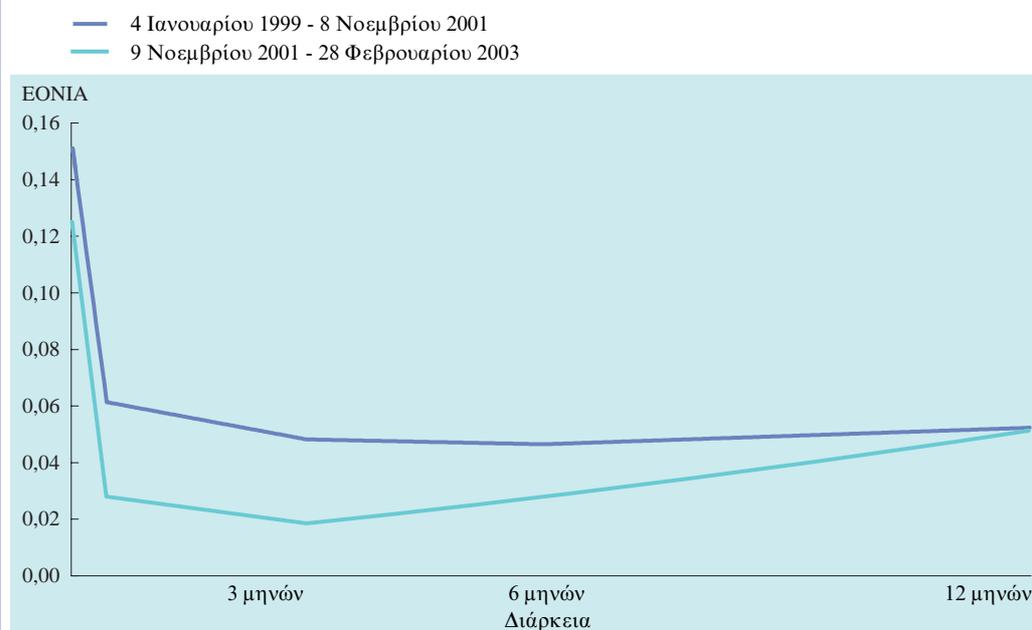
## Πλαίσιο Ι

### Η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ να αξιολογεί την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μία φορά το μήνα και οι επιδράσεις της στη μεταβλητότητα της αγοράς χρήματος

Στη συνεδρίασή του στις 8 Νοεμβρίου 2001 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι στο εξής κατά κανόνα θα αξιολογεί την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μόνο κατά την πρώτη του συνεδρίαση κάθε μήνα και ότι υπό κανονικές συνθήκες θα λαμβάνει αποφάσεις σχετικά με τα επιτόκια μόνο κατά τις συνεδριάσεις αυτές. Ένας από τους στόχους αυτής της απόφασης ήταν να συμβάλει στη σταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Παρότι οι αποφάσεις της ΕΚΤ για

#### Μεταβλητότητα των επιτοκίων: διάρθρωση ως προς τη διάρκεια

(τοπική απόκλιση, σε εκατοστιαίες μονάδες, των ημερήσιων μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ, κατά την αναγραφόμενη περίοδο)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Παρεμβολή της τοπικής απόκλισης του επιτοκίου EONIA και των επιτοκίων πράξεων ανταλλαγής επί του δείκτη EONIA διάρκειας 2 εβδομάδων και 3, 6 και 12 μηνών.

τη νομισματική πολιτική υπήρξαν γενικώς προβλέψιμες από την αρχή του Τρίτου Σταδίου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης,<sup>1</sup> μερικές φορές η αβεβαιότητα των αγορών αφορούσε τον ακριβή χρόνο εφαρμογής και την έκταση των αποφάσεων αυτών και η μεγάλη συχνότητα των συνεδριάσεων ενδέχεται να συνέβαλλε σ' αυτή την αβεβαιότητα. Επίσης, θεωρήθηκε ότι η λήψη αποφάσεων για τη νομισματική πολιτική μία φορά το μήνα θα συνέβαλλε και στη σταθεροποίηση της συμπεριφοράς των αντισυμβαλλομένων κατά την υποβολή προσφορών στις τακτικές πράξεις αναχρηματοδότησης. Εφόσον οι αγορές θα είχαν λιγότερες ευκαιρίες να ασχοληθούν με τις μεταβολές των επιτοκίων, θα υπήρχαν προφανώς και λιγότερα κίνητρα για κερδοσκοπική συμπεριφορά και άρα τα επιτόκια στις δημοπρασίες της ΕΚΤ θα γίνονταν λιγότερο ευμετάβλητα.

1 Pérez-Quirós and Sicilia (2002), "Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?", ECB Working Paper No 192. Βλ. επίσης Gaspar, Pérez-Quirós and Sicilia (2001), "The ECB monetary policy strategy and the money market", *International Journal of Finance and Economics* 6, 2001, σελ. 325-342.

Με βάση τα παραπάνω, το παρόν Πλαίσιο εξετάζει κατά πόσον τα επιτόκια της αγοράς έγιναν πιο σταθερά μετά την αλλαγή της συχνότητας των συνεδριάσεων νομισματικής πολιτικής. Ασχολείται ειδικότερα με τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για τις πολύ μικρές διάρκειες, δεδομένου ότι κυρίως αυτά θα αναμενόταν να επηρεαστούν από τη μείωση της συχνότητας των συνεδριάσεων νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, η σχετική ανάλυση δεν είναι απλή καθότι είναι δύσκολο να ελεγχθούν όλοι οι λοιποί παράγοντες που ενδέχεται να επηρεάσουν τη μεταβλητότητα αυτών των επιτοκίων της αγοράς χρήματος, όπως π.χ. η συχνότητα με την οποία πράγματι αποφασίζονται μεταβολές των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Κατ' αρχήν, θα ήταν επόμενο η μειωμένη συχνότητα των συνεδριάσεων νομισματικής πολιτικής να ελαττώσει τη μεταβλητότητα των επιτοκίων της αγοράς χρήματος κυρίως στις μικρές διάρκειες και να μην επηρεάσει σχεδόν καθόλου τα επιτόκια στις μεγαλύτερες διάρκειες, τα οποία μάλλον τείνουν να σηματοδοτούν το βαθμό της μακροοικονομικής αβεβαιότητας.

Το διάγραμμα απεικονίζει τη μεταβλητότητα των επιτοκίων της αγοράς χρήματος για διάρκειες από μία ημέρα έως ένα έτος, όπως εξελίχθηκε την περίοδο 4 Ιανουαρίου 1999-8 Νοεμβρίου 2001 και την περίοδο από τις 9 Νοεμβρίου 2001 και εξής. Μετά την παραπάνω απόφαση η μεταβλητότητα των επιτοκίων 12 μηνών είναι παρόμοια όπως και κατά την προηγούμενη περίοδο. Αυτό υποδηλώνει ότι η γενική αβεβαιότητα δεν μεταβλήθηκε αισθητά μετά την απόφαση να μειωθεί η συχνότητα των συνεδριάσεων νομισματικής πολιτικής. Στις μικρότερες διάρκειες όμως, η μεταβλητότητα των επιτοκίων μειώθηκε σημαντικά μετά την αλλαγή της συχνότητας των συνεδριάσεων νομισματικής πολιτικής. Αν και είναι δύσκολο να συναχθούν ασφαλή συμπεράσματα μόλις ένα έτος μετά, η μείωση της μεταβλητότητας ίσως υποδηλώνει ότι η αβεβαιότητα ως προς το πότε θα ληφθούν οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής όντως μειώθηκε παράλληλα με την απόφαση να γίνονται συνεδριάσεις νομισματικής πολιτικής με μικρότερη συχνότητα.

υποχωρήσει ο πληθωρισμός σε επίπεδα κάτω του 2% στη διάρκεια του 2003 και στη συνέχεια να παραμείνει σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών. Ως εκ τούτου, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε στις 5 Δεκεμβρίου 2002 να μειώσει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 50 μονάδες βάσης και στις 6 Μαρτίου 2003 κατά 25 ακόμη μονάδες βάσης. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης έφθασε έτσι στο 2,50%, δηλ. σε επίπεδο εξαιρετικά χαμηλό συγκριτικά με τον ιστορικό μέσο όρο του. Οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ αποφασίστηκαν με στόχο να αντισταθμιστούν οι διάφοροι παράγοντες που επηρέαζαν δυσμενώς την οικονομική δραστηριότητα, συμβάλλοντας έτσι στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Στη συνεδρίασή του στις 5 Δεκεμβρίου το Διοικητικό Συμβούλιο επανεξέτασε επίσης την τιμή αναφοράς για τη νομισματική επέκταση, η οποία παίζει σημαντικό ρόλο στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητη στο 4,5% την τιμή αυτή (ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3), εκτιμώντας ότι, σύμφωνα με τις ενδείξεις, εξακολουθούν να ισχύουν οι παραδοχές με βάση τις οποίες είχε καθοριστεί το Δεκέμβριο του 1998 και στη συνέχεια διαδοχικά επιβεβαιωνόταν η τιμή αναφοράς. Συγκεκριμένα, οι παραδοχές αυτές αφορούσαν δυνητική ετήσια αύξηση, βάσει της τάσης, του ΑΕΠ κατά 2,0-2,5% και ετήσια μείωση, βάσει της τάσης, της εισοδηματικής ταχύτητας του M3 κατά 0,5-1,0% στη ζώνη του ευρώ. Το Δεκέμβριο του 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο επανέλαβε ότι η τιμή αναφοράς είναι μεσοπρόθεσμη έννοια, κάτι που πρέπει να

λαμβάνεται υπόψη κατά τη σύγκριση των τρεχουσών εξελίξεων του M3 με την τιμή αναφοράς. Πράγματι, η πείρα των δύο τελευταίων ετών υποδηλώνει ότι οι βραχυχρόνιες κινήσεις του M3 δεν έχουν απαραίτητως επιπτώσεις στις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών και ότι οι αποκλίσεις

του M3 από την τιμή αναφοράς θα πρέπει να αναλύονται σε συνδυασμό με άλλους πραγματικούς και χρηματοπιστωτικούς δείκτες προκειμένου να γίνονται κατανοητές οι επιπτώσεις τους στη σταθερότητα των τιμών.

## 2 Νομισματικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις

### 2.1 Νομισματικές εξελίξεις

#### Ο ρυθμός αύξησης του M3 παρέμεινε υψηλός στη διάρκεια του 2002

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ευρέος νομισματικού μεγέθους M3 επιταχύνθηκε σε 7,4% το 2002, από 5,5% το 2001. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του M3, μετά από σημαντική επιτάχυνση το δεύτερο εξάμηνο του 2001, μετριάστηκε κάπως τους πρώτους μήνες του 2002, αλλά αργότερα σταθεροποιήθηκε γύρω στο 7% (βλ. Διάγραμμα 2). Παρότι ο κινητός μέσος

όρος τριών μηνών των δωδεκάμηνων ρυθμών αύξησης του M3 υποχώρησε και αυτός ελαφρώς στη διάρκεια του 2002, παρέμεινε πολύ υψηλότερος από την τιμή αναφοράς 4,5% σε όλη τη διάρκεια του έτους.

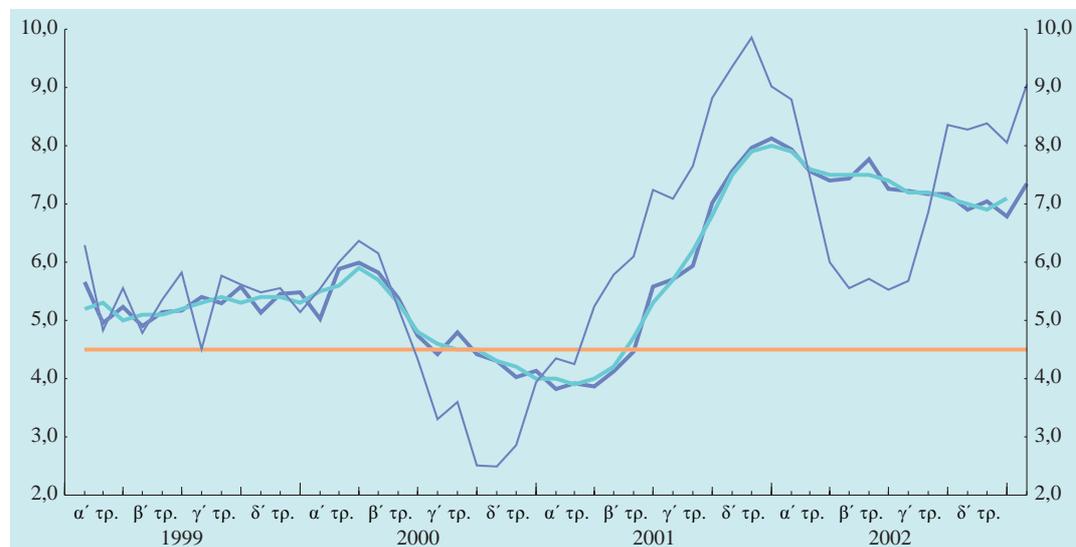
Η ταχεία νομισματική επέκταση που παρατηρήθηκε το 2002 συνέχισε να αντανακλά, σε μεγάλο βαθμό, τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Όπως και το δεύτερο εξάμηνο του 2001, οι επενδυτές εκτός των ΝΧΙ έδειξαν έντονη προτίμηση για ασφαλή και ρευστά περιουσιακά

### Διάγραμμα 2

#### Αύξηση του M3 και τιμή αναφοράς

(εποχικός και ημερολογιακός διορθωμένα στοιχεία)

- M3 (ετήσιος ρυθμός αύξησης)
- M3 (κινητός κεντρικός μέσος όρος τριών μηνών του ετήσιου ρυθμού αύξησης)
- τιμή αναφοράς (4½%)
- M3 (εξαμηνιαίος ρυθμός αύξησης ανηγμένος σε ετήσια βάση)



Πηγή: ΕΚΤ.

στοιχεία, αντιδρώντας στην υποχώρηση των τιμών των μετοχών και την υψηλή μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Μετά την αποκατάσταση της ηρεμίας στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές στα τέλη του 2001 και τις αρχές του 2002 – όπως υποδηλώνουν η ελαφρά ανάκαμψη των τιμών των μετοχών και η έντονη πτώση της τεκμαρτής μεταβλητότητας των χρηματιστηριακών αγορών – η βραχυχρόνια δυναμική του M3 εξασθένησε κάπως τους πρώτους μήνες του 2002. Στη συνέχεια όμως, εν μέσω των νέων μειώσεων των τιμών των μετοχών και της αυξημένης μεταβλητότητας των χρηματιστηριακών αγορών, οι επενδυτές εκτός των NXI έδειξαν για μια ακόμη φορά έντονη προτίμηση για ασφαλή και ρευστά στοιχεία. Παρότι κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού τα κεφάλαια διοχετεύονταν προς χρηματοδοτικά μέσα που περιλαμβάνονται στο M3 καθώς και προς πιο μακροπρόθεσμες έντοκες τοποθετήσεις, με αντίστοιχη μείωση των επενδύσεων σε μετοχές, αργότερα φάνηκε

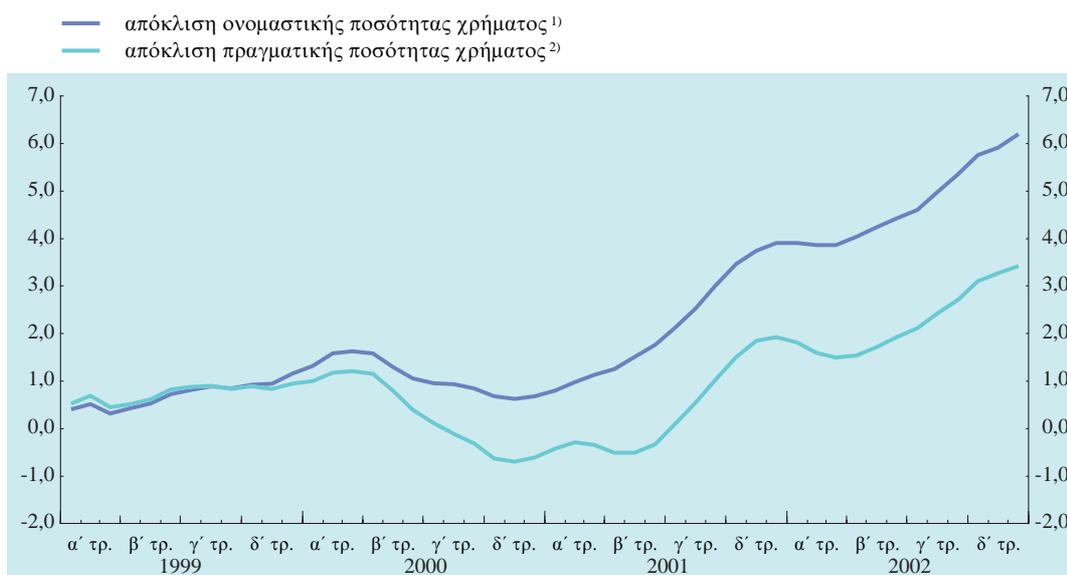
να στρέφονται και πάλι κυρίως προς βραχυπρόθεσμες συνιστώσες του M3, όπως αντανakλάται στον περιορισμό της ανοδικής κλίσης της καμπύλης αποδόσεων και στην αυξημένη μεταβλητότητα στις αγορές ομολόγων. Συνάδοντας με αυτές τις εξελίξεις, η βραχυχρόνια δυναμική του M3 ενισχύθηκε σημαντικά προς το τέλος του έτους.

Εντούτοις, οι μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων δεν ήταν ο μόνος παράγοντας που συνέβαλε στην έντονη δυναμική της νομισματικής επέκτασης το 2002. Είναι πιθανό η αύξηση του M3 να τροφοδοτήθηκε και από το χαμηλό επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και άρα από το χαμηλό κόστος ευκαιρίας που συνεπαγόταν η διακράτηση χρηματοδοτικών μέσων που περιλαμβάνονται στο M3 και ιδίως εκείνων με τον υψηλότερο βαθμό ρευστότητας. Αυτό αντανakλάται στη βαθμιαία επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του στενού νομισματικού μεγέθους M1 σε 8,8% το δ' τρίμηνο του 2002 από 5,5% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2001.

### Διάγραμμα 3

#### Απόκλιση της ονομαστικής και πραγματικής ποσότητας χρήματος

(ως ποσοστό του M3, κινητοί μέσοι όροι τριών μηνών)



Πηγή: ΕΚΤ.

- 1) Απόκλιση του επιπέδου στο οποίο διαμορφώθηκε το M3 από το επίπεδο που είναι συμβατό με την αύξηση της ποσότητας χρήματος σύμφωνα με την τιμή αναφοράς, με περίοδο βάσης το Δεκέμβριο του 1998.
- 2) Απόκλιση ονομαστικής ποσότητας χρήματος μείον την απόκλιση των τιμών καταναλωτή από τον ορισμό της σταθερότητας των τιμών, με περίοδο βάσης το Δεκέμβριο του 1998.

## Πίνακας Ι

### Συνιστώσες του Μ3

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, ετήσιοι και τριμηνιαίοι μέσοι όροι)

	2001	2002	2001 δ' τρ.	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.	2003 Ιαν.
<i>Με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση</i>								
<b>M1</b>	3,6	7,3	5,5	6,2	6,6	7,6	8,8	9,8
<i>εκ του οποίου: νόμισμα σε κυκλοφορία</i>	-7,6	-11,8	-18,6	-28,0	-19,9	-7,7	12,9	34,6
<i>εκ του οποίου: καταθέσεις μίας ημέρας</i>	5,9	10,7	10,4	13,0	11,7	10,3	8,2	6,6
M2 - M1 (= άλλες βραχυπρόθεσμες καταθέσεις)	4,8	5,9	5,9	6,7	6,4	5,5	4,9	4,0
<b>M2</b>	4,2	6,5	5,7	6,5	6,5	6,5	6,7	6,7
M3 - M2 (= εμπορεύσιμα μέσα)	14,2	12,3	20,6	15,9	14,0	11,6	8,4	11,0
<b>M3</b>	5,5	7,4	7,7	7,8	7,5	7,2	7,0	7,4
<i>Χωρίς εποχική και ημερολογιακή διόρθωση</i>								
Νόμισμα σε κυκλοφορία	-7,7	-11,6	-18,4	-27,9	-19,7	-7,7	12,9	35,2
Καταθέσεις μίας ημέρας	5,9	10,8	10,1	13,0	11,7	10,4	8,3	6,1
Καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη	11,9	2,3	7,3	3,6	2,9	1,4	1,3	0,6
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	-0,5	8,8	5,0	9,1	9,4	8,9	7,7	6,9
Συμφωνίες επαναγοράς	18,6	3,0	19,5	4,6	2,3	2,9	2,3	11,9
Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος	13,9	23,6	25,5	29,5	25,1	22,4	18,6	17,2
Χρεόγραφα με αρχική διάρκεια έως 2 έτη <sup>1)</sup>	9,3	-2,2	11,5	1,6	3,9	-4,3	-9,2	-8,3

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Συμπεριλαμβάνονται οι τίτλοι της αγοράς χρήματος.

Αυτή η παρατεταμένη ταχεία νομισματική επέκταση είχε αποτέλεσμα τη συσσώρευση περισσότερης ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ από όση ενδεχομένως θα χρειαζόταν για τη χρηματοδότηση διατηρήσιμης μη πληθωριστικής ανάπτυξης, όπως μαρτυρούν οι δείκτες πλεονάζουσας ρευστότητας. Στο Διάγραμμα 3, η απόκλιση της ονομαστικής ποσότητας χρήματος μετρείται ως η διαφορά μεταξύ του επιπέδου στο οποίο διαμορφώνεται το Μ3 και του επιπέδου στο οποίο θα διαμορφωνόταν υπό συνθήκες διαρκούς νομισματικής επέκτασης με ρυθμό συμβατό προς την τιμή αναφοράς (4,5%), από το Δεκέμβριο του 1998 (ο οποίος λαμβάνεται ως περίοδος βάσης). Επιπλέον, η απόκλιση της πραγματικής ποσότητας χρήματος ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του επιπέδου στο οποίο διαμορφώνεται το Μ3, αποπληθωρισμένου με βάση τον ΕνΔΤΚ, και του επιπέδου στο οποίο θα διαμορφωνόταν σε πραγματικούς όρους αν η ονομαστική νομισματική επέκταση εξελισσόταν σύμφωνα με την τιμή αναφοράς (4,5%) και αν ο πληθωρισμός ήταν συμβατός με τον ορισμό που δίνει η ΕΚΤ στη σταθερότητα

των τιμών, και πάλι με περίοδο βάσης το Δεκέμβριο του 1998.<sup>1</sup> Αφού υποχώρησαν ελαφρά τους πρώτους μήνες του 2002, οι αποκλίσεις τόσο της ονομαστικής όσο και της πραγματικής ποσότητας χρήματος αυξήθηκαν βαθμιαία και μέχρι τα τέλη του 2002 είχαν φθάσει στα ανώτατα επίπεδα που έχουν καταγραφεί από την αρχή του Τρίτου Σταδίου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ).

Η έντονη δυναμική της νομισματικής επέκτασης το 2002 οφειλόταν κυρίως στις εξελίξεις του Μ1 και των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων (βλ. Πίνακα Ι). Από τις συνιστώσες του Μ1, σημειώθηκε έντονη ανάκαμψη του ετήσιου ρυθμού αύξησης του νομίσματος σε κυκλοφορία. Παρότι το νόμισμα σε κυκλοφορία μειώθηκε σχεδόν κατά 1/3 το 2001, την περίοδο πριν από

1) Κατά την ερμηνεία των αποκλίσεων της ονομαστικής και της πραγματικής ποσότητας χρήματος πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι η επιλογή της περιόδου βάσης είναι κάπως αυθαίρετη. Ως εκ τούτου, τα επίπεδα των δεικτών αυτών είναι λιγότερο διαφωτιστικά από ό,τι οι μεταβολές των επιπέδων τους (βλ. το άρθρο "Πλαίσιο και εργαλεία της νομισματικής ανάλυσης" στο τεύχος Μαΐου 2001 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ).

την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή, το 2002 η διακράτηση νομίσματος επανήλθε στα προηγούμενα επίπεδα σχετικά γρήγορα. Αυτό αντανάκλωσε κυρίως την αντιστροφή προγενέστερων μετατοπίσεων από νόμισμα προς καταθέσεις μίας ημέρας και άλλες βραχυπρόθεσμες καταθέσεις που περιλαμβάνονται στο M3, αλλά και την αναζωπύρωση της ζήτησης τραπεζογραμμάτων ευρώ εκ μέρους μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ, όπως υποδηλώνουν τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών της ζώνης του ευρώ. Λόγω της αντιστροφής των προγενέστερων μετατοπίσεων από νόμισμα προς βραχυπρόθεσμες καταθέσεις, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων μίας ημέρας επιβραδύνθηκε κάπως στη διάρκεια του 2002, αλλά παρέμεινε σχετικά υψηλός. Όπως προαναφέρθηκε, οι εξελίξεις του M1 συνολικά αντανάκλωσαν κυρίως το χαμηλό κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος και καταθέσεων μίας ημέρας. Επίσης, η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές συνέβαλε πιθανόν και αυτή στην αύξηση της ζήτησης περιουσιακών στοιχείων με υψηλό βαθμό ρευστότητας, ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Αντίθετα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των λοιπών βραχυπρόθεσμων καταθέσεων εκτός των καταθέσεων μίας ημέρας επιβραδύνθηκε το 2002, σε 4,9% το τελευταίο τρίμηνο από 5,9% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2001. Η επιβράδυνση αυτή οφειλόταν κυρίως στην εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων προθεσμίας (δηλ. των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο ετών), η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από τον ταχύτερο ετήσιο ρυθμό αύξησης των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων ταμειυτηρίου (δηλ. των καταθέσεων υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών). Η σχετικά μικρή διαφορά των επιτοκίων λιανικής μεταξύ των δύο αυτών κατηγοριών βραχυπρόθεσμων καταθέσεων κατέστησε όπως φαίνεται τη διακράτηση βραχυπρόθεσμων καταθέσεων ταμειυτηρίου σχετικά ελκυστικότερη. Η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης όλων των λοιπών βραχυπρόθεσμων καταθέσεων εκτός των καταθέσεων μίας

ημέρας ίσως σχετιζόταν επίσης εν μέρει και με το γεγονός ότι μετά την εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ αντιστράφηκαν οι μετατοπίσεις από τη διακράτηση χρήματος προς τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων, παρότι υποχώρησε στη διάρκεια του 2002, παρέμεινε σχετικά υψηλός και διαμορφώθηκε στο 8,4% το τελευταίο τρίμηνο του 2002. Επιπλέον, η βραχυχρόνια δυναμική της κατηγορίας αυτής ενισχύθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2002, υποδηλώνοντας νέες μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων προς στοιχεία του M3 εν μέσω της μεγάλης αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Μεταξύ των εμπορεύσιμων μέσων, η αύξηση των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος ήταν ιδιαίτερα σημαντική το 2002. Η κατηγορία αυτή χρησιμοποιείται συχνά για προσωρινές τοποθετήσεις χρήματος σε περιόδους αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η νομισματική επέκταση παρέμεινε υψηλή και τον Ιανουάριο του 2003, λόγω των συνεχιζόμενων μετατοπίσεων χαρτοφυλακίων και του χαμηλού επιπέδου των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Ο κινητός μέσος όρος τριών μηνών των ετήσιων ρυθμών αύξησης του M3 επιταχύνθηκε σε 7,1% την περίοδο από το Νοέμβριο του 2002 μέχρι το Ιανουάριο του 2003, από 6,9% την περίοδο Οκτωβρίου-Δεκεμβρίου 2002.

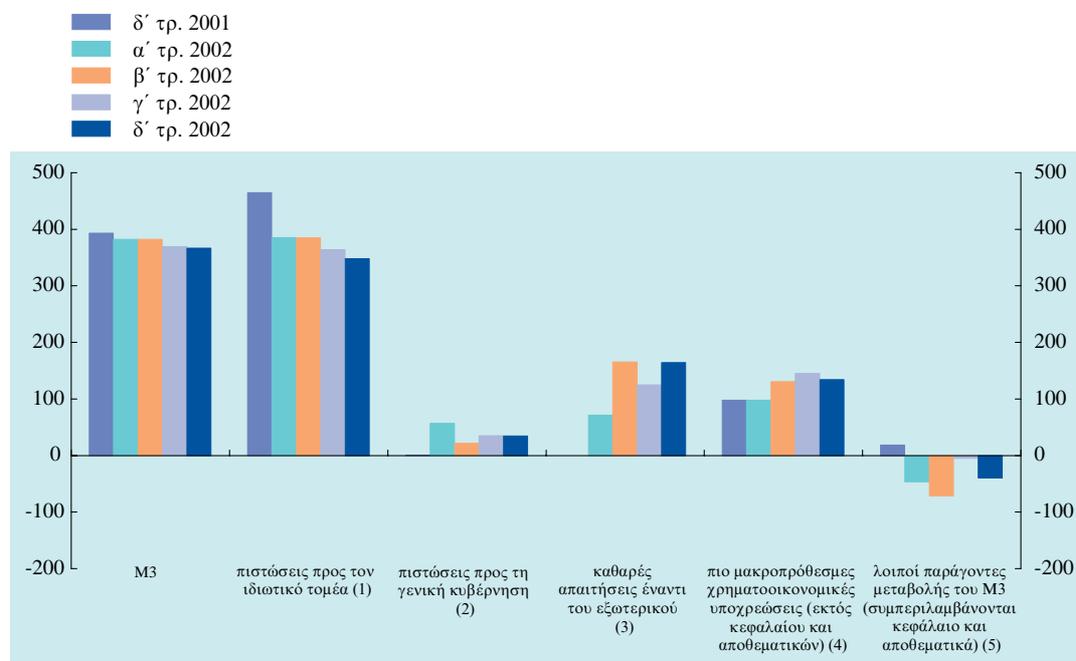
#### **Συνεχιζόμενη επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα**

Στο Διάγραμμα 4 παρουσιάζονται οι κινήσεις του M3 και των παραγόντων μεταβολής του, όπως προκύπτουν από τον ενοποιημένο ισολογισμό των NXI για το 2002. Συνολικά, η ταχεία άνοδος του M3 συνοδεύθηκε από φθίνουσα αύξηση των συνολικών πιστώσεων που χορηγήθηκαν

#### Διάγραμμα 4

### Κινήσεις του M3 και των παραγόντων μεταβολής του

(ετήσιες ροές, τέλος περιόδου, δισεκ. ευρώ, χωρίς εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)



Πηγή: EKT.

$$M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$$

από τα NXI προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ, επιταχυνόμενη αύξηση των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των NXI (εκτός κεφαλαίου και αποθεματικών) και υψηλότερες καθαρές απαιτήσεις του τομέα των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού.

Αναλυτικότερα, κατ' αρχάς όσον αφορά τις πιστωτικές εξελίξεις, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων που χορηγήθηκαν από NXI προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ υποχώρησε στο 4,5% το 2002, από 5,4% το 2001. Η εξέλιξη αυτή προήλθε κυρίως από τη σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός των δανείων προς τη γενική κυβέρνηση έγινε θετικός το 2002 (βλ. Πίνακα 2).

Η επιβράδυνση της ετήσιας πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα αντανάκλωσε τις εξελίξεις στις χορηγήσεις δανείων από τα NXI, ο ετήσιος

ρυθμός των οποίων υποχώρησε σε 4,8% το δ' τρίμηνο του 2002, από 6,5% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2001. Αναλυτικά κατά τομέα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μειώθηκε σημαντικά, αντανάκλωντας εν μέρει την εξασθένηση της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά επιταχύνθηκε ελαφρά. (Περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τις εξελίξεις κατά τομέα βλ. στην Ενότητα 2.2 σχετικά με τη χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ μέσω χρέους).

Συνολικά, το 2002 ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα ήταν, σε πραγματικούς όρους, κατά τι χαμηλότερος από τον μακροχρόνιο μέσο όρο του από το 1980 και εξής. Ωστόσο, η δυναμική των δανείων δεν φάνηκε να έχει εξασθενήσει ιδιαίτερα, αν ληφθεί υπόψη ότι το γενικότερο περιβάλλον χαρακτηρίστηκε

## Πίνακας 2

### Παράγοντες μεταβολής του M3

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, ετήσιοι και τριμηνιαίοι μέσοι όροι, χωρίς εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)

	2001	2002	2001 δ' τρ.	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.	2003 Ιαν.
<b>Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (εκτός κεφαλαίου και αποθεματικών)</b>	3,0	4,4	2,9	3,1	4,0	5,1	5,2	5,7
Καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια άνω των 2 ετών	-0,2	1,4	-0,2	0,2	0,9	1,9	2,6	2,6
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών	3,8	-11,2	-5,7	-11,5	-13,2	-11,1	-9,0	-5,3
Χρεόγραφα διάρκειας άνω των 2 ετών	5,4	7,8	5,9	6,5	7,7	8,8	8,1	8,7
<b>Πιστώσεις προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	5,4	4,5	5,2	5,1	4,5	4,2	4,1	4,2
<b>Πιστώσεις προς τη γενική κυβέρνηση</b>	-4,0	1,6	-0,7	1,7	1,8	1,1	1,9	1,8
Τίτλοι πλην μετοχών	-6,2	3,5	-0,7	3,5	3,8	2,5	4,1	3,5
Δάνεια	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-0,8
<b>Πιστώσεις προς λοιπούς κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	8,3	5,3	6,9	6,1	5,2	5,0	4,8	4,8
Τίτλοι πλην μετοχών	22,6	12,5	23,8	22,3	14,8	7,5	6,9	9,1
Μετοχές και λοιπές συμμετοχές	7,2	0,7	3,2	2,1	-3,5	1,0	3,3	0,4
Δάνεια	7,8	5,3	6,5	5,7	5,6	5,3	4,8	5,0

Πηγή: EKT.

από υποτονική οικονομική ανάπτυξη και υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. Επομένως, τα στοιχεία για την αύξηση των δανείων μάλλον δεν υποδήλωναν ότι υπήρχαν σοβαροί ανασταλτικοί παράγοντες στην προσφορά πιστώσεων στη ζώνη του ευρώ. Παράλληλα, δεν αποκλείεται σε ορισμένες χώρες τα NXI να υιοθέτησαν μια πιο επιφυλακτική στάση ως προς τη χορήγηση δανείων προς ορισμένους τομείς της οικονομίας.

Τέλος, η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τη γενική κυβέρνηση αντανακλούσε τις αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες οφείλονταν εν μέρει στη μείωση των φορολογικών εσόδων στο πλαίσιο της σχετικά χαμηλής οικονομικής ανάπτυξης.

Όσον αφορά τους λοιπούς παράγοντες μεταβολής του M3, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των NXI (εκτός κεφαλαίου και αποθεματικών) επιταχύνθηκε σημαντικά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2002. Η επιτάχυνση αυτή αρχικά ίσως αντανακλούσε την εντονότερη

ανοδική κλίση της καμπύλης αποδόσεων στο διάστημα μέχρι την άνοιξη του 2002, αλλά στη συνέχεια αντικατόπτριζε επίσης τη νέα αύξηση της αβεβαιότητας στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές. Το τελευταίο τρίμηνο του 2002 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της κατηγορίας αυτής παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερός, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι αυξητικές επιδράσεις των εξελίξεων στις χρηματιστηριακές αγορές είχαν αντισταθμιστεί από τις επιδράσεις της υποχώρησης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και πιθανόν και από την αύξηση της μεταβλητότητας στην αγορά ομολόγων.

Τέλος, οι ροές των καθαρών απαιτήσεων του τομέα των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού σε δωδεκάμηνη βάση συνέχισαν να αυξάνονται με σημαντικό ρυθμό στη διάρκεια του 2002. Κατά το δωδεκάμηνο μέχρι το Δεκέμβριο του 2002 οι καθαρές απαιτήσεις του τομέα των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού αυξήθηκαν κατά 164 δισεκ. ευρώ, ενώ κατά το δωδεκάμηνο μέχρι το Δεκέμβριο του 2001 είχαν παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερές. Αυτή η σημαντική βελτίωση της θετικής καθαρής

θέσης του τομέα των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού αντανακλούσε τόσο τη σημαντική βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ όσο και τις καθαρές εισροές που εμφάνισαν οι άμεσες επενδύσεις και οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου μαζί. Οι καθαρές αυτές εισροές σχετίζονταν μεταξύ άλλων και με τις σχετικά περιορισμένες επενδύσεις χαρτοφυλακίου των κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε μετοχές και χρεόγραφα του εξωτερικού.

Εν κατακλείδι, η ετήσια αύξηση του Μ3 παρέμεινε έντονη το 2002, με αποτέλεσμα να συσσωρευθεί στη ζώνη του ευρώ περισσότερη ρευστότητα από όση ενδεχομένως θα χρειαζόταν για τη χρηματοδότηση διατηρήσιμης μη πληθωριστικής ανάπτυξης. Τους πρώτους μήνες του 2002 διαφάνηκαν κάποιες ενδείξεις ελαφρού μετριασμού της νομισματικής επέκτασης, ο οποίος σχετιζόταν με τη βραδεία αντι-στροφή προγενέστερων μετατοπίσεων χαρτοφυλακίων, στη συνέχεια όμως οι εξελίξεις αυτές δεν επιβεβαιώθηκαν. Αντιθέτως, αργότερα στη διάρκεια του έτους, νέες μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων επέφεραν περαιτέρω αύξηση των δεικτών πλεονάζουσας ρευστότητας. Αυτή η υψηλή πλεονάζουσα ρευστότητα θεωρήθηκε ότι πιθανόν θα απειλούσε τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα αν δεν διορθωνόταν σε εύλογο χρόνο. Ωστόσο, με δεδομένη την υποτονική οικονομική ανάπτυξη το 2002, ο κίνδυνος αυτή η υπερβολική ρευστότητα να προκαλέσει πληθωριστικές πιέσεις εκτιμήθηκε ότι ήταν μικρός, άποψη που επικράτησε ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του 2002. Ο συνεχιζόμενος μετριασμός του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα υποστήριζε την εκτίμηση αυτή.

## 2.2 Χρηματοπιστωτικές αγορές

### **Επιβραδύνθηκε η αύξηση των εκδόσεων χρεογράφων**

Το 2002 η αγορά χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από κατοίκους της ζώνης του ευρώ συνέχισε να μεγεθύνεται, αλλά με ελαφρώς βραδύτερο ρυθμό από ό,τι το 2001. Η αξία των κυκλοφορούντων χρεογράφων αυξήθηκε κατά 6,4% το 2002, έναντι αύξησης κατά 7,1% το 2001. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της αξίας των κυκλοφορούντων βραχυπρόθεσμων χρεογράφων επιταχύνθηκε από 4,1% στο τέλος του 2001 σε 12,0% στο τέλος του 2002, μολονότι στη διάρκεια του έτους επιβραδύνθηκε, φθάνοντας στο 0,2% τον Απρίλιο, και τους επόμενους μήνες ανέκαμψε. Ταυτόχρονα, ελαφρά επιβράδυνση παρουσίασε ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της αξίας των κυκλοφορούντων μακροπρόθεσμων χρεογράφων, φθάνοντας στο 5,8% το 2002, από 7,4% το 2001.

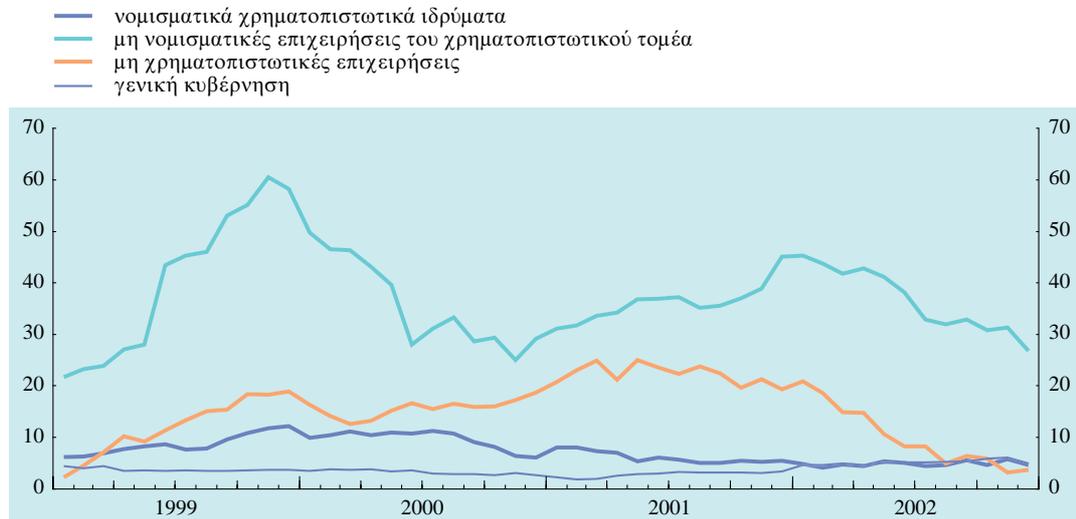
Μεταξύ των νέων εκδόσεων χρεογράφων κατά το 2002, οι τίτλοι του ιδιωτικού τομέα παρουσίασαν κάμψη, ενώ αντίθετα οι τίτλοι του τομέα της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκαν. Οι αποκλίνουσες αυτές εξελίξεις αντανακλούν, μεταξύ άλλων, διαφορές ως προς τις χρηματοδοτικές ανάγκες των δύο τομέων σε μια περίοδο υποτονικής ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης επιταχύνθηκε από 3,4% στο τέλος του 2001 σε 5,0% στο τέλος του 2002, δεδομένου ότι και η κεντρική κυβέρνηση και οι λοιποί τομείς της γενικής κυβέρνησης εντατικοποίησαν την εκδοτική τους δραστηριότητα (βλ. Διάγραμμα 5). Η αξία των κυκλοφορούντων χρεογράφων των λοιπών τομέων της γενικής κυβέρνησης (στους οποίους περιλαμβάνονται κυρίως οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και περιφερειακές κυβερνήσεις) αυξήθηκε κατά 27,4% το 2002, από 24,0% στο τέλος του 2001,

## Διάγραμμα 5

### Αξία κυκλοφορούντων χρεογράφων σε ευρώ που έχουν εκδοθεί από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: EKT.

αντανακλώντας το γεγονός ότι οι δημοσιονομικές εξελίξεις στους εν λόγω τομείς ήταν λιγότερο ευνοϊκές και κατ' επέκταση οι δανειακές τους ανάγκες ήταν αυξημένες.

Όσον αφορά τον ιδιωτικό τομέα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από ΝΧΙ επιβραδύνθηκε ελαφρώς, από 5,5% στο τέλος του 2001 σε 4,6% στο τέλος του 2002. Η επιβράδυνση αυτή πιθανόν αντανακλούσε το γεγονός ότι οι χρηματοδοτικές ανάγκες των ΝΧΙ ήταν περιορισμένες λόγω της χαμηλής ζήτησης δανείων εκ μέρους του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα υπό συνθήκες υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και επειδή η εισροή καταθέσεων προς τα ιδρύματα αυτά παρέμεινε υψηλή.

Στο λοιπό ιδιωτικό τομέα εκτός των ΝΧΙ, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της αξίας των κυκλοφορούντων χρεογράφων σε ευρώ που έχουν εκδοθεί από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε σημαντικά σε 3,7% στο τέλος του 2002, από 19,3% στο τέλος του 2001.

Η αξία των κυκλοφορούντων χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από μη νομισματικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα αυξήθηκε κατά 26,8% το 2002, έναντι 45,1% στο τέλος του 2001. Η συνεχιζόμενη δυναμική άνοδος της εκδοτικής δραστηριότητας του τομέα αυτού πιθανώς αντανακλά εν μέρει τη στροφή από την έκδοση χρεογράφων απευθείας από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις προς την έμμεση έκδοση, δηλ. με τη μεσολάβηση φορέων ειδικού σκοπού (special purpose vehicles) που υπάγονται στις μη νομισματικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η αυξημένη εκδοτική δραστηριότητα μέσω αυτών των φορέων ενδέχεται να αντανακλά το γεγονός ότι η εν λόγω πηγή χρηματοδότησης γενικώς απολαμβάνει υψηλές διαβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Εντούτοις, η βραδύτερη αύξηση της αξίας των κυκλοφορούντων χρεογράφων που εκδόθηκαν συνολικά από τον ιδιωτικό τομέα εκτός των ΝΧΙ σημειώθηκε υπό συνθήκες μειωμένων αναγκών για κεφάλαια κίνησης και αυξανόμενων ανησυχιών των επενδυτών σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο. Οι

ανησυχίες αυτές αντικατοπτρίστηκαν στη χειροτέρευση των όρων χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, καθώς οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των εταιρικών ομολόγων με τη χαμηλότερη ποιοτική διαβάθμιση και των αντίστοιχων κρατικών ομολόγων διευρύνθηκαν σημαντικά και διαμορφώθηκαν σε σχετικά υψηλά επίπεδα το 2002 σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη. Στη διάρκεια του έτους, έτειναν επίσης να αυξάνονται οι περιπτώσεις υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας ορισμένων εταιριών κάτω από το όριο που απαιτείται ώστε τα χρεόγραφα τους να χαρακτηρίζονται κατάλληλα για επενδύσεις. Αυτό σήμαινε ότι για τις υποβαθμισθείσες αυτές εταιρίες – που χαρακτηρίστηκαν “έκπτωτοι άγγελοι” αφού έχασαν την επενδυτική τους αξία – το κόστος χρηματοδότησής τους μέσω των αγορών εταιρικών ομολόγων αυξήθηκε ακόμη περισσότερο από ό,τι οι διαφορές αποδόσεων.

Μολονότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της αξίας των κυκλοφορούντων χρεογράφων σε ευρώ επιβραδύνθηκε σημαντικά, οι όροι χρηματοδότησης των επιχειρήσεων δεν χειροτέρευσαν σοβαρά. Η εκδοτική δραστηριότητα όσον αφορά τα χρεόγραφα παρέμεινε αρκετά σταθερή. Εξάλλου, για τα χρεόγραφα επενδυτικής αξίας το συνολικό κόστος χρηματοδότησης βελτιώθηκε, καθώς η διεύρυνση των διαφορών των αποδόσεων τους έναντι των κρατικών ομολόγων υπεραντισταθμίστηκε από τη μείωση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων (βλ. Διάγραμμα 11(α)). Συνολικά, η αγορά εταιρικών ομολόγων σε ευρώ επέδειξε σημαντικό βαθμό ανθεκτικότητας.

Στην υποτονική εκδοτική δραστηριότητα του ιδιωτικού τομέα συνέβαλε η σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των κυκλοφορούντων βραχυπρόθεσμων χρεογράφων. Δεδομένου ότι, όπως προαναφέρθηκε, υπήρξαν πολλές περιπτώσεις υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας διαφόρων εταιριών, ορισμένοι

### Πίνακας 3

#### Κυκλοφορούντα χρεόγραφα σε ευρώ εκδοθέντα από κατοίκους της ζώνης του ευρώ: ανάλυση κατά τομέα κατόχου

(ποσοστά %, τέλος περιόδου)

	1998	1999	2000	2001	2002
NXI	35,8	37,0	37,4	36,5	36,1
Επιχειρήσεις πλην των NXI	7,1	8,5	9,7	11,6	12,5
Μη νομισματικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα	2,3	3,3	4,0	5,3	6,3
Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	4,8	5,2	5,7	6,3	6,2
Γενική κυβέρνηση	57,1	54,5	52,9	51,9	51,4
Κεντρική κυβέρνηση	55,4	52,9	51,2	50,0	49,1
Λοιπή γενική κυβέρνηση	1,7	1,6	1,7	1,9	2,3

Πηγή: EKT.

Σημείωση: Από 1ης Ιανουαρίου 2001, τα στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ περιλαμβάνουν και την Ελλάδα.

εκδότες χρεογράφων θεώρησαν ότι οι συνθήκες της αγοράς ευνοούσαν την έκδοση μακροπρόθεσμων αντί βραχυπρόθεσμων τίτλων, εφόσον πολλοί επενδυτές δεν ήταν διατεθειμένοι να αποκτήσουν βραχυπρόθεσμους τίτλους με αξιολόγηση κάτω από κάποιο επίπεδο.

Παρά την πτώση των ρυθμών ανόδου τους, το ποσοστό των κυκλοφορούντων χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από μη νομισματικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα και από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επί του συνόλου των εκδόσεων χρεογράφων από κατοίκους της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε ελαφρώς στο τέλος του 2002, φθάνοντας στο 12,5% από 11,6% στο τέλος του 2001 (βλ. Πίνακα 3). Αντανακλώντας αυτή τη μικρή μεταβολή, τα αντίστοιχα ποσοστά των χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από τον τομέα των NXI και από τον τομέα της γενικής κυβέρνησης παρέμειναν επίσης σχεδόν αμετάβλητα, 36,1% και 51,4% στο τέλος του 2002. Οι δύο αυτοί τομείς μαζί, τόσο σε όρους αξίας κυκλοφορούντων χρεογράφων όσο και σε όρους συνολικού όγκου εκδόσεων, συνέχισαν να κυριαρχούν στην αγορά χρεογράφων σε ευρώ.

Το ποσοστό των ακαθάριστων εκδόσεων χρεογράφων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ επί του συνόλου των εκδόσεων τους σε όλα τα νομίσματα παρέμεινε σταθερό το 2002, γύρω στο 93%. Σχετικά σταθερός παρέμεινε και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρεογράφων σε άλλα νομίσματα που εκδόθηκαν από κατοίκους της ζώνης του ευρώ (11,3% το 2002). Από

την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της ΟΝΕ, οι εκδόσεις χρεογράφων σε ξένα νομίσματα από κατοίκους της ζώνης του ευρώ αυξάνονται συστηματικά με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι οι εκδόσεις τους σε ευρώ. Η εξέλιξη αυτή πιθανόν συνδέεται με την προϊούσα διεθνοποίηση των αγορών κεφαλαίων, η οποία ενθαρρύνει τους εκδότες χρεογράφων της ζώνης του ευρώ

#### Πίνακας 4

### Χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ μέσω χρέους <sup>1)</sup>

	Ανεξόφλητο υπόλοιπο ως ποσοστό της ανά τομέα χρηματοδότησης μέσω χρέους <sup>2)</sup>	Ετήσιοι ρυθμοί αύξησης (τέλος περιόδου) <sup>3)</sup>						
		1999	2000	2001	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ. <sup>4)</sup>
<b>Σύνολο</b>	<b>100</b>	<b>6,3</b>	<b>7,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4 ¼</b>
<i>εκ του οποίου: χρηματοδότηση μέσω βραχυπρόθεσμου χρέους</i>	17,8	5,3	11,0	5,4	3,0	1,6	0,8	1 ½
<i>εκ του οποίου: χρηματοδότηση μέσω μακροπρόθεσμου χρέους</i>	82,2	6,6	6,4	5,4	5,9	5,9	5,6	5
<b>Νοικοκυριά <sup>5)</sup></b>	<b>27,1</b>	<b>10,7</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>	<b>6</b>
<i>εκ του οποίου: χρηματοδότηση μέσω βραχυπρόθεσμου χρέους</i>	8,1	9,0	6,3	-0,7	-0,6	1,1	1,2	2 ¼
<i>εκ του οποίου: χρηματοδότηση μέσω μακροπρόθεσμου χρέους</i>	91,9	10,8	7,5	6,3	6,3	6,4	6,6	6 ¼
<b>Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις</b>	<b>33,3</b>	<b>8,6</b>	<b>14,3</b>	<b>8,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3 ¾</b>
<i>εκ του οποίου: χρηματοδότηση μέσω βραχυπρόθεσμου χρέους</i>	30,6	10,9	20,2	5,0	1,0	-2,9	-3,4	-2 ¼
<i>εκ του οποίου: χρηματοδότηση μέσω μακροπρόθεσμου χρέους</i>	69,4	7,6	11,7	9,9	9,2	10,0	8,0	6 ¾
<b>Γενική κυβέρνηση</b>	<b>39,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3 ½</b>
<i>εκ του οποίου: χρηματοδότηση μέσω βραχυπρόθεσμου χρέους</i>	13,8	-4,6	-2,8	9,2	8,9	11,6	9,7	9
<i>εκ του οποίου: χρηματοδότηση μέσω μακροπρόθεσμου χρέους</i>	86,2	3,4	2,5	2,0	3,6	2,8	3,3	2 ¾

Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Οι περισσότερες κατηγορίες των υποχρεώσεων που περιλαμβάνονται στο ΕΣΛ 95 καλύπτονται από τα τριμηνιαία στοιχεία για τη χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών τομέων στη ζώνη του ευρώ. Δεν περιλαμβάνονται προς το παρόν τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, τα δάνεια που χορηγούνται από τη γενική κυβέρνηση και από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, οι μη εισηγμένες μετοχές, λοιπές συμμετοχές και λοιπές υποχρεώσεις. Το ίδιο ισχύει για τα δάνεια που χορηγούνται από τράπεζες του εξωτερικού. Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στην υποσημείωση στον Πίνακα 6.1 στο κεφάλαιο "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

- 1) Η χρηματοδότηση μέσω χρέους περιλαμβάνει τα δάνεια, τα εκδοθέντα χρεόγραφα, τα αποθεματικά των ταμείων συντάξεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και τις υποχρεώσεις από καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης. Η χρηματοδότηση μέσω βραχυπρόθεσμου χρέους, δηλ. χρέους με αρχική διάρκεια έως ένα έτος, περιλαμβάνει τα βραχυπρόθεσμα δάνεια, τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα και τις υποχρεώσεις από καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης.
- 2) Τέλος γ' τριμήνου 2002. Συνολική χρηματοδότηση μέσω βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους και ανά τομέα χρηματοδότηση μέσω χρέους ως ποσοστά της συνολικής χρηματοδότησης μέσω χρέους. Ανά τομέα χρηματοδότηση μέσω βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους ως ποσοστό της χρηματοδότησης μέσω χρέους του αντίστοιχου τομέα. Τα σύνολα μπορεί να διαφέρουν λόγω στρογγυλοποίησης.
- 3) Οι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης υπολογίζονται ως το ηλίκο του σωρευτικού ύψους της χρηματοδότησης μέσω χρέους τα τελευταία τέσσερα τρίμηνα διά το αρχικό ύψος.
- 4) Τα στοιχεία για το πιο πρόσφατο τρίμηνο υπολογίζονται με βάση τις συναλλαγές όπως απεικονίζονται στα στατιστικά στοιχεία για το νόμισμα, τις τράπεζες και τις εκδόσεις τίτλων.
- 5) Περιλαμβάνονται και μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.

να επιδιώκουν αυξημένη διασπορά μεταξύ των νομισμάτων (βλ. Πλαίσιο 2 “Πρόσφατες βελτιώσεις των στατιστικών στοιχείων για τις εκδόσεις τίτλων” στο τεύχος Ιανουαρίου 2003 του Μηνιαίου Δελτίου). Το ευρώ παρέμεινε ελκυστικό νόμισμα και για τους διεθνείς επενδυτές. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των κυκλοφορούντων χρεογράφων σε ευρώ που έχουν εκδοθεί από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ ήταν περίπου 12,9% το 2002, έναντι 17,5% στο τέλος του 2001.

#### Αποκλίνουσες εξελίξεις στη χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ μέσω χρέους

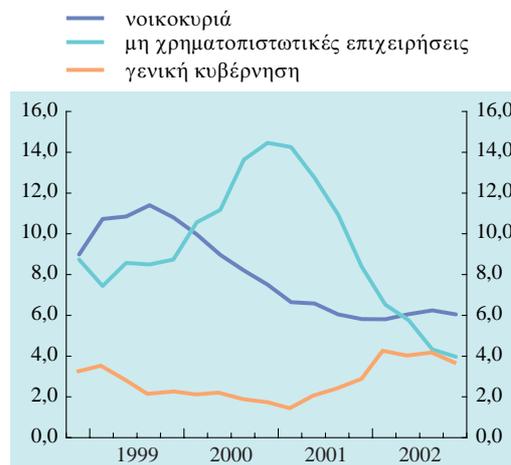
Συμβαδίζοντας με την εξέλιξη των χορηγήσεων των ΝΧΙ και των εκδόσεων χρεογράφων, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ μέσω χρέους επιβραδύνθηκε στη διάρκεια του έτους και έφθασε στο 4,25% περίπου το δ΄ τρίμηνο του 2002, από 5,4% το δ΄ τρίμηνο του 2001 (βλ. Πίνακα 4). Αυτή η ελαφρά καθοδική τάση αντανάκλασε τη συνεχιζόμενη επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μέσω χρέους, ενώ οι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης της χρηματοδότησης των νοικοκυριών και της γενικής κυβέρνησης μέσω χρέους επιταχύνθηκαν κάπως σε σύγκριση με το δ΄ τρίμηνο του 2001 (βλ. Διάγραμμα 6).

Μετά από παρατεταμένη πτώση μεταξύ του γ΄ τριμήνου του 1999 και του α΄ τριμήνου του 2002, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των νοικοκυριών μέσω χρέους επιταχύνθηκε ελαφρώς και το δ΄ τρίμηνο του 2002 διαμορφώθηκε στο 6% περίπου. Ειδικότερα, η χρηματοδότηση των νοικοκυριών μέσω μακροπρόθεσμου χρέους (δηλ. με αρχική διάρκεια άνω του ενός έτους) συνέχισε να επεκτείνεται με ταχύ ρυθμό, που αντανάκλα σε μεγάλο βαθμό την έντονη άνοδο των δανείων για

#### Διάγραμμα 6

#### Χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ μέσω χρέους

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Λεπτομέρειες βλ. στον Πίνακα 4.

αγορά κατοικίας που χορηγούνται από ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ (βλ. Πίνακα 5). Η άνοδος αυτή με τη σειρά της τροφοδοτήθηκε από τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια των στεγαστικών δανείων και από τις συνεχιζόμενες σημαντικές αυξήσεις των τιμών των κατοικιών σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Εξαιτίας της έντονης αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών μέσω χρέους, ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το ΑΕΠ αυξήθηκε ελαφρώς το 2002 και έφθασε γύρω στο 51% το γ΄ τρίμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα 7).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μέσω χρέους σημείωσε κάμψη και έφθασε σε επίπεδο ελαφρώς κάτω του 4% το δ΄ τρίμηνο του 2002, από 8,3% το δ΄ τρίμηνο του 2001. Το πρώτο εξάμηνο του έτους, η εξέλιξη αυτή αντανάκλασε κυρίως την έντονη πτώση του ρυθμού μεταβολής του βραχυπρόθεσμου δανεισμού των εν λόγω επιχειρήσεων (δηλ. με αρχική διάρκεια έως ένα έτος). Ειδικότερα, οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μείωσαν

## Πίνακας 5

### Δάνεια από ΝΧΙ προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις

(τέλος περιόδου, στοιχεία χωρίς εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)

	Ανεξόφλητο υπόλοιπο ως % του συνόλου <sup>1)</sup>	Ετήσιοι ρυθμοί αύξησης						
		1999	2000	2001	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.
<b>Νοικοκυριά<sup>2)</sup></b>	<b>52,5</b>	<b>10,7</b>	<b>7,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>
Καταναλωτική πίστη <sup>3)</sup>	15,8	7,5	7,8	3,0	3,7	3,0	3,2	3,7
Στεγαστικά δάνεια <sup>3)</sup>	66,4	12,2	8,5	6,9	7,3	7,8	7,8	7,6
Λοιπά δάνεια	17,8	8,8	3,6	1,7	0,4	0,9	1,7	1,5
<b>Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις</b>	<b>47,5</b>	<b>6,9</b>	<b>10,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
Έως 1 έτος	33,2	5,9	12,8	2,1	-1,6	-3,1	-2,6	-1,6
Άνω του 1 έτους	66,8	7,5	9,9	8,6	8,8	8,8	6,9	6,3

Πηγή: ΕΚΤ.

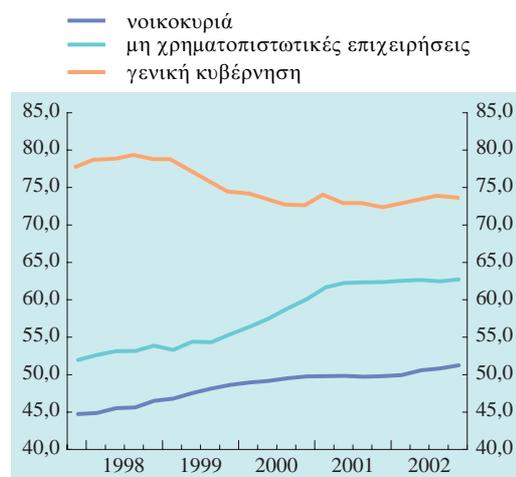
Σημείωση: Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στις υποσημειώσεις του Πίνακα 2.5 στο κεφάλαιο "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου και τις αντίστοιχες τεχνικές σημειώσεις.

- 1) Τέλος δ' τριμήνου 2002. Τα δάνεια ανά τομέα εμφανίζονται ως ποσοστό των συνολικών δανείων που χορηγούν τα ΝΧΙ προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα (εξαιρούνται τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά). Ανάλυση κατά διάρκεια και σκοπό ως ποσοστό των δανείων που χορηγούν τα ΝΧΙ προς τον αντίστοιχο τομέα. Τα σύνολα μπορεί να διαφέρουν λόγω στρογγυλοποίησης.
- 2) Όπως ορίζονται στο ΕΣΛ 95, δηλ. χωρίς τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.
- 3) Οι ορισμοί της καταναλωτικής πίστης και των στεγαστικών δανείων δεν είναι πλήρως εναρμονισμένοι μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

## Διάγραμμα 7

### Λόγος χρέους/ΑΕΠ των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ

(σε ποσοστά %)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Λεπτομέρειες βλ. στον Πίνακα 4. Ο λόγος χρέους/ΑΕΠ με βάση τους τριμηνιαίους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς είναι κάπως χαμηλότερος από ό,τι με βάση τους αντίστοιχους ετήσιους λογαριασμούς, κυρίως επειδή στην πρώτη περίπτωση δεν συμπεριλαμβάνονται τα δάνεια που χορηγούνται από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και από τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ.

τα βραχυπρόθεσμα δάνειά τους από ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ, τα οποία αντιπροσωπεύουν περί το 75% του ανεξόφλητου υπολοίπου του βραχυπρόθεσμου χρέους τους. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μέσω χρέους παρέμεινε μάλλον υψηλός την εν λόγω περίοδο. Το δεύτερο εξάμηνο του 2002 αντίθετα, επιβραδύνθηκε και έφθασε γύρω στο 6,75% το δ' τρίμηνο του 2002, από 10,0% το β' τρίμηνο. Η επιβράδυνση αυτή προήλθε και από τα μακροπρόθεσμα δάνεια και από τη μακροπρόθεσμη έκδοση χρεογράφων, που εξελίχθηκαν παρόμοια. Συνολικά, το 2002 ο λόγος του χρέους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων προς το ΑΕΠ σταθεροποιήθηκε σε γενικές γραμμές, σε επίπεδο κατά τι υψηλότερο του 62% (βλ. Διάγραμμα 7).

Η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μέσω χρέους αντανάκλωσε τη σημαντική μείωση των

συγχωνεύσεων και εξαγορών και την υποτονική πραγματική επενδυτική δραστηριότητα στο πλαίσιο της χαλαρής συνολικής ζήτησης και των χαμηλών εταιρικών κερδών. Επιπλέον, οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ίσως αισθάνθηκαν την ανάγκη να βελτιώσουν τη χρηματοοικονομική τους θέση και να μειώσουν το επίπεδο του χρέους τους. Τέλος, δεν αποκλείεται σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ τα ΝΧΙ να υιοθέτησαν κάπως πιο επιφυλακτική στάση ως προς την χορήγηση δανείων αντιδρώντας στην κάμψη της κερδοφορίας των εταιριών και τις μειώσεις της αξίας των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης μέσω χρέους κυμάνθηκε γύρω στο 4% το 2002, έναντι 2,9% το δ' τρίμηνο του 2001. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλασε τις αυξημένες δανειακές ανάγκες του Δημοσίου υπό συνθήκες παρατεταμένης υποτονικής οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού της γενικής κυβέρνησης παρέμεινε υψηλός, μολονότι επιβραδύνθηκε κάπως το δεύτερο εξάμηνο του έτους, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός του μακροπρόθεσμου δανεισμού κυμάνθηκε γύρω στο 3% μόνο. Πιθανόν αυτό υποδηλώνει ότι οι κυβερνήσεις επωφελήθηκαν από τα χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια για να καλύψουν τις πρόσθετες δανειακές τους ανάγκες.

#### **Οι τιμές των μετοχών μειώθηκαν περαιτέρω το 2002 εν μέσω υψηλής αβεβαιότητας**

Συνεχίζοντας τις διορθωτικές τους κινήσεις που είχαν αρχίσει το Μάρτιο του 2002, οι διεθνείς τιμές των μετοχών μειώθηκαν στη διάρκεια του 2002, για τρίτο κατά σειρά έτος. Στο τέλος του 2002 οι τιμές των μετοχών είχαν φθάσει σε επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί μόνο

αμέσως μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του φθινοπώρου του 1998 (βλ. Διάγραμμα 8 (α)). Η πτώση των τιμών των μετοχών συνοδεύθηκε από ασυνήθιστα υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, όπως μετρείται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς, ιδίως στο διάστημα από τα μέσα Μαΐου έως τις αρχές Οκτωβρίου (βλ. Διάγραμμα 8 (β) και Πλαίσιο 3).

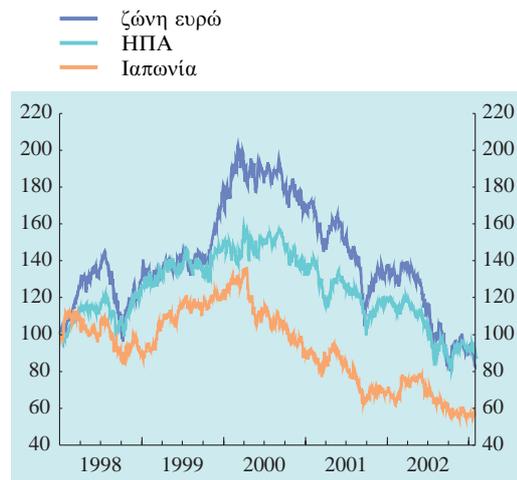
Συνολικά, οι ευρείς δείκτες τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και τη ζώνη του ευρώ ακολούθησαν παρόμοια πορεία το 2002, μολονότι η εξέλιξη των τιμών των ιαπωνικών μετοχών κατά καιρούς προσδιοριζόταν κυρίως από εγχώριους παράγοντες. Στις αρχές του 2002, οι παραπάνω δείκτες ήταν σχετικά σταθεροί και η τεκμαρτή μεταβλητότητα παρέμενε σε μέτρια επίπεδα, καθώς οι συμμετέχοντες στις αγορές γενικώς ανέμεναν σταδιακή και σταθερή οικονομική ανάκαμψη. Από τα μέσα Μαΐου έως τα τέλη Ιουνίου όμως, οι τιμές των μετοχών δέχθηκαν σημαντικές καθοδικές πιέσεις, οι οποίες πυροδοτήθηκαν εν μέρει από τις αυξανόμενες ανησυχίες σχετικά με την αξιοπιστία των λογιστικών πρακτικών των επιχειρήσεων. Το ίδιο κλίμα ώθησε και τη μεταβλητότητα σε υψηλά επίπεδα, ανάλογα εκείνων που είχαν παρατηρηθεί αμέσως μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου 2001. Επιπλέον, στη μείωση των τιμών των μετοχών και στην άνοδο της μεταβλητότητας συνέβαλαν και η δυσμενής πορεία των εταιρικών κερδών, τα οποία αποδείχθηκαν χαμηλότερα από όσο αναμενόταν, και η χειροτέρευση των προοπτικών για την παγκόσμια οικονομία.

Στα τέλη Ιουλίου και σχεδόν ολόκληρο τον Αύγουστο, οι τιμές των μετοχών ανέκαμψαν παροδικά στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ, γεγονός που φάνηκε να αντανάκλα κυρίως την ανακούφιση των αγορών, καθώς θεωρήθηκε πιθανό ότι οι λογιστικές ατασθαλίες δεν θα ήταν τελικά τόσο εκτεταμένες όσο αρχικά αναμενόταν. Στη διάρκεια του Σεπτεμβρίου όμως, καθώς υποχωρούσε η αισιοδοξία σχετικά με τις

## Διάγραμμα 8

### (α) Δείκτες τιμών μετοχών στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία

(1 Ιανουαρίου 1998 = 100, ημερήσια στοιχεία)

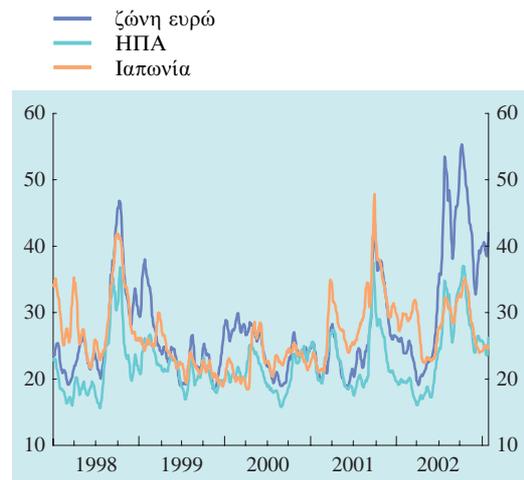


Πηγή: Reuters.

Σημείωση: Ευρύς δείκτης (τιμών μετοχών) Dow Jones EURO STOXX για τη ζώνη του ευρώ, δείκτης Standard & Poor's 500 για τις ΗΠΑ και δείκτης Nikkei 225 για την Ιαπωνία. Από την 1η Ιανουαρίου 2001 και εξής, στα στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ περιλαμβάνεται και η Ελλάδα.

### (β) Τεκμαρτή μεταβλητότητα στις χρηματιστηριακές αγορές στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία

(ποσοστά % ετησίως, 10ήμερος κινητός μέσος όρος ημερήσιων στοιχείων)



Πηγή: Bloomberg.

Σημείωση: Οι στατιστικές σειρές τεκμαρτής μεταβλητότητας αντανακλούν την αναμενόμενη τυπική απόκλιση των εκατοστιαίων μεταβολών των τιμών των μετοχών επί μία περίοδο διάρκειας έως τριών μηνών, όπως υπολογίζεται με βάση τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσης επί δεικτών τιμών μετοχών. Οι δείκτες μετοχών τους οποίους αφορούν οι τεκμαρτές μεταβλητότητες είναι ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX 50 για τη ζώνη του ευρώ, ο δείκτης Standard & Poor's 500 για τις ΗΠΑ και ο Nikkei 225 για την Ιαπωνία. Για περιόδους πριν από το 1999, η στατιστική σειρά της τεκμαρτής μεταβλητότητας για τη ζώνη του ευρώ έχει κατασκευαστεί με βάση τις αντίστοιχες διαθέσιμες εθνικές στατιστικές σειρές.

προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας και πλήθαιναν οι προαγγελίες μειωμένων εταιρικών κερδών, οι τιμές των μετοχών επηρεάστηκαν αρνητικά και όλοι οι σημαντικοί δείκτες σημείωσαν έντονη πτώση, φθάνοντας στα χαμηλότερα επίπεδα του έτους στις αρχές Οκτωβρίου. Το δ' τρίμηνο του 2002 οι αγορές μετοχών ανέκαμψαν και πάλι. Η άνοδος των τιμών των μετοχών, η οποία ήταν ιδιαίτερα μεγάλη τον Οκτώβριο, μάλλον πιο ήπια το Νοέμβριο και αναστράφηκε ελαφρώς το Δεκέμβριο, σημειώθηκε σε μια συγκυρία που χαρακτηρίστηκε από τη δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων με ευνοϊκότερα – σε σύγκριση με τα αναμενόμενα – στοιχεία για τα κέρδη των εταιριών και από κάποια βελτίωση των προσδοκιών για την οικονομική ανάπτυξη, ιδίως στις ΗΠΑ.

Συνολικά, οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ, με βάση τον ευρύ δείκτη Dow Jones EURO STOXX, υποχώρησαν κατά 35% το 2002. Στο ίδιο διάστημα, οι τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ, με βάση το δείκτη Standard & Poor's 500, μειώθηκαν κατά 23%, ενώ στην Ιαπωνία ο δείκτης Nikkei 225 κατέγραψε απώλειες 19%. Το β' εξάμηνο του 2002, η τεκμαρτή μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς παρέμεινε σχετικά υψηλή στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία.

Η σημαντική μείωση των τιμών των μετοχών στη ζώνη του ευρώ συνέβαλε ώστε οι λόγοι τιμής προς κέρδη (P/E) των εταιριών της ζώνης του ευρώ να υποχωρήσουν και να φθάσουν κοντά στα

ιστορικά μέσα επίπεδά τους. Αντίθετα, στις ΗΠΑ οι λόγοι P/E παρέμειναν ελαφρώς άνω από τα ιστορικά μέσα επίπεδά τους.

Στις ΗΠΑ, η δημοσίευση χαμηλότερων από ό,τι αναμενόταν εταιρικών κερδών και η διστακτική ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας οδήγησαν τις τιμές των μετοχών σε πτωτική πορεία. Επιπλέον, εξαιτίας των λογιστικών ατασθαλιών που παρατηρήθηκαν σε πολλές περιπτώσεις, δημιουργήθηκαν αμφιβολίες σχετικά με την αξιοπιστία των στοιχείων για τα εταιρικά κέρδη. Ειδικότερα στα τέλη Ιουνίου, η εταιρία τηλεπικοινωνιών WorldCom δημοσίευσε τη μεγαλύτερη αναθεώρηση κερδών που είχε σημειωθεί ποτέ στα χρονικά των εταιριών των ΗΠΑ, δίνοντας αφορμή για έντονη πτώση των τιμών των μετοχών και ταυτόχρονη άνοδο της μεταβλητότητας στην αγορά. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (Securities and Exchange Commission – SEC) να διατάξει τα διευθυντικά στελέχη ορισμένων μεγάλων αμερικανικών εταιριών να ορκιστούν (στις περισσότερες περιπτώσεις πριν από τις 14 Αυγούστου 2002) ότι οι οικονομικές καταστάσεις τους είναι ακριβείς, προκειμένου να κοπιάσουν οι ανησυχίες σχετικά με τις λογιστικές ατασθαλίες. Όπως και τα δύο προηγούμενα έτη, οι μειώσεις των τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ το 2002 ήταν ιδιαίτερα μεγάλες στον τομέα της τεχνολογίας, όπου ο δείκτης Nasdaq Composite υποχώρησε κατά 32% συνολικά το 2002.

Στην Ιαπωνία, οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν το πρώτο εξάμηνο του έτους, εν μέρει χάρη στα νέα μέτρα που έλαβε η ιαπωνική κυβέρνηση με σκοπό να θεσπίσει αυστηρότερους κανονισμούς για τις ακάλυπτες πωλήσεις μετοχών. Από το γ' τρίμηνο και μετά όμως, οι κινήσεις των τιμών των ιαπωνικών μετοχών προσδιορίζονταν κυρίως από παράγοντες παγκόσμιας εμβέλειας. Λόγω της μεγάλης αβεβαιότητας, οι επενδυτές αναζήτησαν ασφαλέστερες τοποθετήσεις και στράφηκαν προς την αγορά ομολόγων, με

αποτέλεσμα την περαιτέρω συμπίεση των τιμών των μετοχών. Οι καθοδικές πιέσεις συνεχίστηκαν προς το τέλος του έτους, παρότι οι άλλες σημαντικές χρηματιστηριακές αγορές παρουσίαζαν ανάκαμψη, καθώς ορισμένοι εγχώριοι παράγοντες, όπως η αυξανόμενη ανησυχία των αγορών για την αστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ιαπωνίας και για το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων τραπεζικών δανείων, επηρέαζαν δυσμενώς τις τιμές των ιαπωνικών μετοχών. Στις 14 Νοεμβρίου ο δείκτης Nikkei 225 έφθασε στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 19 ετών.

Στη ζώνη του ευρώ, οι τιμές των μετοχών επηρεάστηκαν σοβαρά από τις έντονες διακυμάνσεις που παρατηρήθηκαν στις αμερικανικές χρηματιστηριακές αγορές. Ωστόσο, η πτώση των τιμών των μετοχών στη ζώνη του ευρώ ήταν μεγαλύτερη και σημειώθηκε σε ένα περιβάλλον εξαιρετικά υψηλής αβεβαιότητας, όπως μετρείται με την τεκμαρτή μεταβλητότητα που υπολογίζεται με βάση τα δικαιώματα προαίρεσως επί του δείκτη Dow Jones EURO STOXX 50. Η αναταραχή που επικράτησε στην αγορά μετοχών της ζώνης του ευρώ φάνηκε να αντανakλά κυρίως δευτερογενείς επιδράσεις από την αποκάλυψη λογιστικών σκανδάλων σε μεγάλες αμερικανικές εταιρίες και από τη συνεχιζόμενη αβεβαιότητα σχετικά με την ταχύτητα και το μέγεθος της αναμενόμενης παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης. Παράλληλα όμως η πτώση των τιμών των μετοχών στη ζώνη του ευρώ αντανakλούσε και διάφορους εγχώριους παράγοντες. Ένας από αυτούς ήταν οι σχετικά χαμηλότερες επιδόσεις και προοπτικές της οικονομίας της ζώνης του ευρώ σε σύγκριση με την οικονομία των ΗΠΑ. Δεύτερον, το γεγονός ότι οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων, που παίζουν κρίσιμο ρόλο στον καθορισμό του συντελεστή προεξόφλησης των μετοχών, μειώθηκαν περισσότερο στις ΗΠΑ παρά στη ζώνη του ευρώ το 2002 είναι πιθανόν να στήριζε τη χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ σε μεγαλύτερο βαθμό.

Αναλυτικότερα κατά τομέα της οικονομίας, η γενική πτώση των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές της ζώνης του ευρώ οφειλόταν κυρίως στη σημαντική μείωση των τιμών των μετοχών του τομέα της τεχνολογίας, των τηλεπικοινωνιών και του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι οποίες υποχώρησαν κατά 52%, 36% και 36% αντίστοιχα το 2002. Οι τρεις αυτοί τομείς μαζί συνέβαλαν στο ήμισυ και πλέον της συνολικής πτώσης που σημειώθηκε στον ευρύ δείκτη το 2002. Η μείωση των τιμών των μετοχών του τομέα της τεχνολογίας και του τομέα των τηλεπικοινωνιών αντανάκλωσε, όπως φάνηκε, εν μέρει τις συνεχιζόμενες διορθωτικές κινήσεις μετά τα υψηλά επίπεδα που επικρατούσαν στο τέλος της δεκαετίας του '90, καθώς οι συμμετέχοντες στην αγορά εξακολούθησαν να αναθεωρούν επί το δυσμενέστερον τις προσδοκίες τους για τα κέρδη των αντίστοιχων εταιριών. Εξάλλου, οι αυξανόμενες ανησυχίες για τα υψηλά χρέη των εταιριών τηλεπικοινωνιών επέτειναν τη μείωση των τιμών των μετοχών στον εν λόγω τομέα. Στο χρηματοπιστωτικό τομέα, η κατακόρυφη πτώση των τιμών των μετοχών στη διάρκεια του β' και του γ' τριμήνου είχε αρνητική επίπτωση τόσο στην κερδοφορία ορισμένων τραπεζών όσο και στους ισολογισμούς των ασφαλιστικών εταιριών που ήταν σε σχετικά υψηλό βαθμό εκτεθειμένες στις μεταβολές των τιμών των μετοχών. Ο τομέας των ασφαλειών επηρεάστηκε επίσης αρνητικά από τις οικονομικές ζημιές που προήλθαν από τις φυσικές καταστροφές.

Η σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών το 2002, σε συνδυασμό με τις δυσμενείς εξελίξεις που είχαν σημειωθεί τα δύο προηγούμενα έτη, φαίνεται ότι είχε αρνητικές συνέπειες για την οικονομία της ζώνης του ευρώ. Η χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να επηρεάσει άμεσα την οικονομική δραστηριότητα μέσω τεσσάρων κύριων διαύλων, οι οποίοι είναι οι εξής: επιδράσεις πλούτου, οπότε επηρεάζεται η κατανα-

λωτική δαπάνη, επιδράσεις κόστους κεφαλαίου, οπότε επηρεάζονται οι επιχειρηματικές επενδύσεις, και επιδράσεις ισολογισμού και επιδράσεις εμπιστοσύνης, οπότε επηρεάζονται και η κατανάλωση και οι επενδύσεις. Είναι όμως δύσκολο να προσδιοριστεί επακριβώς η επίδραση κάθε μεμονωμένου διαύλου στην οικονομική δραστηριότητα (βλ. και Πλαίσιο 3 στο τεύχος Σεπτεμβρίου 2002 του Μηνιαίου Δελτίου). Ωστόσο, οι διαθέσιμες εμπειρικές ενδείξεις, αν και λιγοστές, υποδηλώνουν ότι στη ζώνη του ευρώ οι άμεσες επιδράσεις των χρηματιστηριακών εξελίξεων στην οικονομική δραστηριότητα είναι μεν αισθητές, αλλά σημαντικά πιο περιορισμένες από ό,τι στην οικονομία των ΗΠΑ όπου η διακράτηση μετοχών είναι πιο διαδεδομένη. Επειδή πάντως η πτώση των τιμών των μετοχών ήταν παγκόσμιο φαινόμενο, η οικονομία της ζώνης του ευρώ είχε αυξημένες πιθανότητες να επηρεαστεί μέσω των διεθνών οικονομικών διασυνδέσεων.

Στο διάστημα από το τέλος του 2002 έως τις 28 Φεβρουαρίου 2003 οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ (δείκτης Dow Jones EURO STOXX) και στις ΗΠΑ (δείκτης Standard and Poor's 500) συνέχισαν την καθοδική τάση που παρατηρήθηκε τα τρία προηγούμενα έτη και μειώθηκαν κατά 9% και 4% αντίστοιχα. Παράλληλα, το ίδιο δίμηνο, αυξήθηκε η αβεβαιότητα, μετρούμενη με την τεκμαρτή μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών αγορών. Στις εξελίξεις αυτές φαίνεται να συνέβαλαν δύο παράγοντες. Πρώτον, γενικά, οι εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές αντανάκλωσαν κυρίως τις συνεχιζόμενες ανησυχίες για τις γεωπολιτικές εντάσεις. Δεύτερον, από τις δημοσιεύσεις στοιχείων για την οικονομία και για τα κέρδη των εταιριών προέκυπταν μάλλον αντιφατικά μηνύματα, τα οποία προκαλούσαν αβεβαιότητα στις αγορές όσον αφορά την αναμενόμενη εξέλιξη των εταιρικών κερδών στο άμεσο μέλλον.

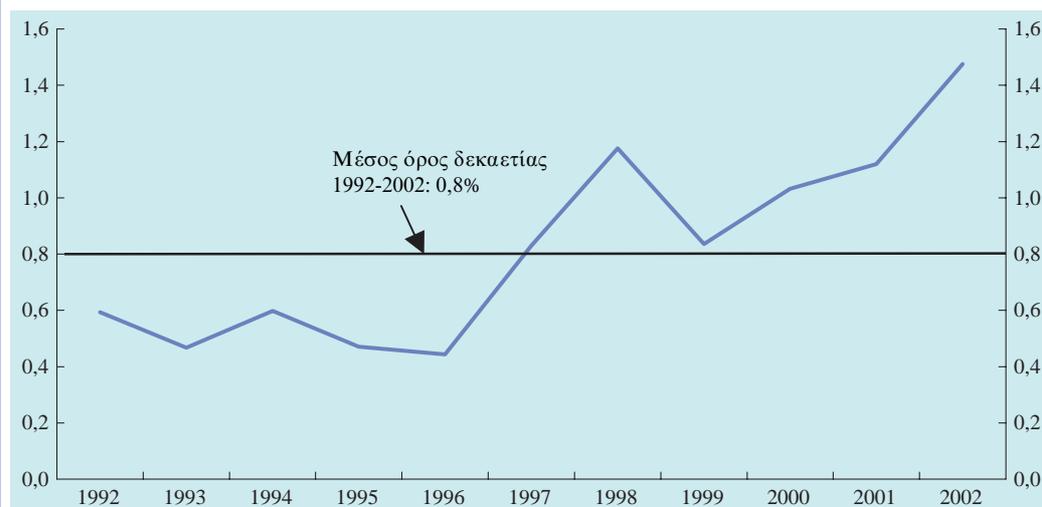
## Πλαίσιο 2

### Σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας των χρηματιστηριακών αγορών στη ζώνη του ευρώ το 2002

Οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ σημείωσαν έντονες διακυμάνσεις το 2002. Οι ευρείς δείκτες των τιμών των μετοχών, εκτός του ότι μειώθηκαν σημαντικά, παρουσίασαν και γενικά πολύ υψηλότερες ημερήσιες μεταβολές κατά μέσο όρο το 2002 από ό,τι τα προηγούμενα έτη (βλ. Διάγραμμα Α). Αν και το μέσο απόλυτο μέγεθος των ημερήσιων μεταβολών του ευρύτερου δείκτη Dow Jones EURO STOXX τείνει να αυξάνεται τα τελευταία έτη, κατά το 2002 το μέσο ετήσιο επίπεδο του μεγέθους αυτού διαμορφώθηκε σε 1,5%, σχεδόν διπλάσιο από ό,τι την περίοδο 1992-2002 (0,8% περίπου). Στο παρόν πλαίσιο επισημαίνονται ορισμένοι από τους παράγοντες, είτε παγκόσμιους είτε ειδικούς για τη ζώνη του ευρώ, στους οποίους μπορεί να αποδοθεί η έντονη αναταραχή των χρηματιστηριακών αγορών, όπως αντανακλάται στην υψηλή μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών στη ζώνη του ευρώ το 2002.

#### Διάγραμμα Α: Μέσο ετήσιο μέγεθος της απόλυτης ημερήσιας μεταβολής του δείκτη Dow Jones EURO STOXX, 1992-2002

(σε ποσοστά %)



#### Συνεχής υψηλή τεκμαρτή μεταβλητότητα το 2002

Ο βαθμός αναταραχής των χρηματιστηριακών αγορών συχνά συνάγεται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα όπως υπολογίζεται με βάση τα δικαιώματα προαίρεσης επί δεικτών τιμών μετοχών, η οποία – σε κάποια έκταση – περιέχει πληροφορίες για τη συλλογική αντίληψη των αγορών σχετικά με την αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές των τιμών των μετοχών. Με βάση τα ιστορικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ αλλά και με βάση συγκρίσεις μεταξύ χωρών, η αβεβαιότητα των χρηματιστηριακών αγορών, όπως υποδηλώνεται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα των τιμών της χρηματιστηριακής αγοράς της ζώνης του ευρώ, ήταν εξαιρετικά υψηλή το 2002. Κατά μέσο όρο ήταν 35%, έναντι 27% περίπου κατά μέσο όρο το 1998-2002, ενώ ήταν επίσης υψηλότερη από τα επίπεδα που σημειώθηκαν τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ιαπωνία το 2002 (βλ. Διάγραμμα 8 (β)).

### Στην υψηλότερη μεταβλητότητα συνέβαλαν παγκόσμιοι και εγχώριοι παράγοντες

Στις αρχές του 2002, οι συνθήκες των παγκόσμιων αγορών μετοχών έγιναν σταδιακά λιγότερο ευμετάβλητες, αφού αποκαταστάθηκε η ηρεμία στις αγορές μετά τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου 2001. Μετά τα μέσα Μαΐου όμως, μια σειρά αρνητικών παραγόντων οδήγησε σε αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με τις πιθανές μελλοντικές τάσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών και προκάλεσε άνοδο της μεταβλητότητας στις περισσότερες από τις μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές. Ορισμένοι από αυτούς τους παράγοντες, όπως οι ανησυχίες για τις λογιστικές ατασθαλίες και την αξιοπιστία των στοιχείων για τα εταιρικά κέρδη, οι γεωπολιτικές εντάσεις και οι προς τα κάτω αναθεωρήσεις των προβλέψεων για την οικονομική ανάπτυξη, ήταν παγκόσμιας εμβέλειας.

#### Διάγραμμα Β: Δείκτης Dow Jones EURO STOXX και αντίστροφο τεκμαρτής μεταβλητότητας στις χρηματιστηριακές αγορές, 1998-2002



Άλλοι παράγοντες, που αφορούσαν περισσότερο τη ζώνη του ευρώ, ενδέχεται να συνέβαλαν εν μέρει στην ιδιαίτερα υψηλή αβεβαιότητα στην περιοχή αυτή το 2002. Πρώτον, η μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς τείνει να είναι υψηλότερη όταν οι τιμές των μετοχών μειώνονται και όχι όταν αυξάνονται (βλ. Διάγραμμα Β). Αυτό κατά κανόνα οφείλεται στην “επίδραση της δανειακής εξάρτησης”, δεδομένου ότι – εφόσον το ύψος του χρέους μιας επιχείρησης είναι βραχυχρόνια σταθερό – η πτώση της τιμής της μετοχής της τείνει να αυξάνει το λόγο δανειακών/ιδίων κεφαλαίων της, δηλ. τη δανειακή της εξάρτηση.<sup>1</sup> Η αύξηση της δανειακής εξάρτησης μιας επιχείρησης μειώνει τα κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας που θα την προστατεύσουν σε περίπτωση διακυμάνσεων των εσόδων της και άρα τα μελλοντικά κέρδη της τείνουν να είναι πιο αβέβια. Γι’ αυτό και η τιμή της μετοχής γίνεται πιο ευμετάβλητη. Επειδή η πτώση των τιμών των μετοχών στη ζώνη του ευρώ το 2002 ήταν εντονότερη από ό,τι σε άλλες αγορές, το συνολικό επίπεδο μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών στη ζώνη του ευρώ ήταν υψηλότερο σε σύγκριση με άλλες οικονομικές περιοχές. Επιπλέον, ο τομέας των τηλεπικοινωνιών είχε υπερχρεωθεί τα τελευταία έτη, κυρίως λόγω της αγοράς αδειών κινητής τηλεφωνίας τρίτης γενεάς (UMTS), γεγονός που ενίσχυε την επίδραση δανειακής εξάρτησης.

Επίσης, λόγω των μεγάλων ζημιών που υπέστησαν από τις μετοχές που είχαν στα χαρτοφυλάκιά τους, πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες επανεξισορρόπησαν τα χαρτοφυλάκιά

<sup>1</sup> Βλ. π.χ. Black F. (1976), “Studies of Stock Price Volatility Changes”, *Proceedings of the meeting of the American Statistical Association*.

τους περιορίζοντας την αναλογία των μετοχών που διακρατούσαν στη διάρκεια του 2002. Αυτές οι σημαντικές μετατοπίσεις κεφαλαίων από τις αγορές μετοχών προς άλλα τμήματα των αγορών κεφαλαίων (π.χ. προς τις αγορές ομολόγων), οι οποίες σημειώθηκαν σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, ενδέχεται να συνέβαλαν στην αυξημένη μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών αγορών της ζώνης του ευρώ.

Ένας άλλος παράγοντας που εξηγεί τη σχετικά υψηλή μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών αγορών της ζώνης του ευρώ μπορεί να είναι το γεγονός ότι η πτώση των τιμών των μετοχών το 2002 επεκτάθηκε σε περισσότερους τομείς από ό,τι σε άλλες σημαντικές αγορές, πράγμα που υποδηλώνει υψηλότερη θετική συσχέτιση μεταξύ των επιμέρους τομέων. Αυτή μπορεί να προκάλεσε αυξημένη μεταβλητότητα στο γενικό δείκτη των τιμών των μετοχών.

Γενικά, ενώ οι παράγοντες παγκόσμιας εμβέλειας φαίνεται ότι προκάλεσαν αύξηση της μεταβλητότητας των χρηματιστηριακών αγορών της ζώνης του ευρώ αποκαλύπτοντας ορισμένες διαρθρωτικές αδυναμίες και τρωτά σημεία που χαρακτηρίζουν συγκεκριμένους τομείς στη ζώνη του ευρώ, η πτώση των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών είχε πολύ μεγαλύτερη επίδραση στη ζώνη του ευρώ. Το αποτέλεσμα ήταν ότι οι έντονες διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών στη ζώνη του ευρώ, ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του 2002, υπερέβαιναν κάθε πρόσφατο ιστορικό προηγούμενο.

### **Πτώση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος συνολικά στη διάρκεια του 2002**

Τα επιτόκια της αγοράς χρήματος σημείωσαν άνοδο το πρώτο πεντάμηνο του 2002, συνεχίζοντας την τάση που ξεκίνησε στα τέλη του 2001. Στα μέσα Μαΐου, η τάση αυτή διακόπηκε και τα επιτόκια της αγοράς χρήματος μειώνονταν σταδιακά όλο το δεύτερο εξάμηνο του 2002. Η εξέλιξη των επιτοκίων της αγοράς χρήματος αντανάκλασε τις προσδοκίες των αγορών για τα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος. Το πρώτο πεντάμηνο του 2002 οι αγορές ανέμεναν άνοδο των μελλοντικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Οι προσδοκίες αυτές προσαρμόστηκαν σταδιακά προς τα κάτω, παράλληλα με τις προσδοκίες σχετικά με τις προοπτικές της οικονομίας και τον πληθωρισμό. Έτσι, τελικά το δ' τρίμηνο του έτους οι αγορές ανέμεναν πτώση των μελλοντικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς χρήματος και σε μεγάλο βαθμό προεξοφλούσαν τη μείωση κατά 50 μονάδες βάσης των βασικών επιτοκίων που αποφάσισε το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του στις 5 Δεκεμβρίου 2002, η οποία ήταν και η μόνη μεταβολή του έτους. Στο τέλος του 2002 η κλίση της

καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος, μετρούμενη ως η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου EURIBOR δώδεκα μηνών και ενός μηνός, ήταν ελαφρώς αρνητική.

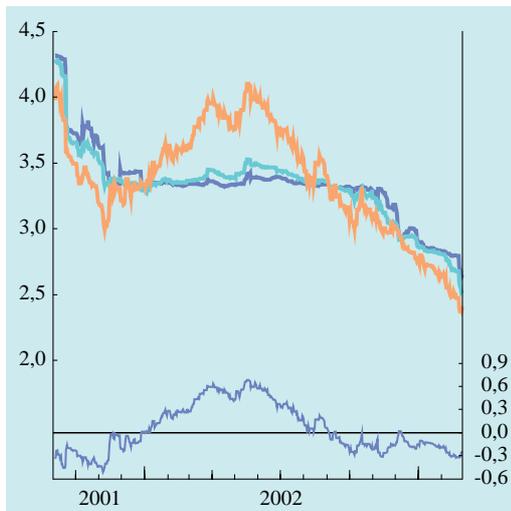
Αναλυτικότερα, τους τελευταίους μήνες του 2001 τα επιτόκια της αγοράς χρήματος υποχώρησαν σημαντικά, ιδίως μετά τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου και τη μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ που επακολούθησε, καθώς γενικεύονταν οι προσδοκίες για μείωση των πληθωριστικών πιέσεων στο πλαίσιο των επιδεινούμενων προοπτικών της παγκόσμιας οικονομίας. Εντούτοις, προς το τέλος του 2001 και στην αρχή του 2002, η πορεία αυτή άρχισε να αντιστρέφεται, καθώς υποχωρούσε η απαισιοδοξία και οι προσδοκίες της αγοράς στρέφονταν σταδιακά προς την οικονομική ανάκαμψη και την εμφάνιση ανοδικών κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών. Ως εκ τούτου, από τα τέλη του 2001 έως τα μέσα Μαΐου του 2002, τα επιτόκια της αγοράς χρήματος αυξάνονταν. Η αύξηση ήταν πιο έντονη στις μεγαλύτερες διάρκειες (βλ. Διάγραμμα 9). Έτσι, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος, η οποία ήταν σχεδόν οριζόντια στην αρχή του 2002, αυξήθηκε

### Διάγραμμα 9

#### Βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ και η κλίση της καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος

(ποσοστά % ετησίως ή εκατοστιαίες μονάδες, ημερήσια στοιχεία)

- EURIBOR 1 μηνός (αριστερή κλίμακα)
- EURIBOR 3 μηνών (αριστερή κλίμακα)
- EURIBOR 12 μηνών (αριστερή κλίμακα)
- διαφορά μεταξύ EURIBOR 12 μηνών και 1 μηνός (δεξιά κλίμακα)



Πηγή: Reuters.

σημαντικά τους πρώτους μήνες του έτους και έφθασε τις 70 περίπου μονάδες βάσης στα μέσα Μαΐου.

Οι μεταβολές της αναμενόμενης μελλοντικής πορείας των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς χρήματος την παραπάνω περίοδο διαπιστώνονται και από την εξέλιξη των τεκμαρτών επιτοκίων που υπολογίζονται με βάση τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR τριών μηνών με ημερομηνίες παράδοσης εντός του 2002 και στις αρχές του 2003. Τα επιτόκια αυτά αυξήθηκαν κατά 100 μονάδες βάσης περίπου από τα τέλη του 2001 έως τα μέσα Μαΐου του 2002. Την ίδια περίοδο, η αβεβαιότητα των αγορών σχετικά με τα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια παρέμεινε γενικά σταθερή σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, όπως μετρείται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών που προκύπτει από τα δικαιώματα προαίρεσης επί των

συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (βλ. Διάγραμμα 10).

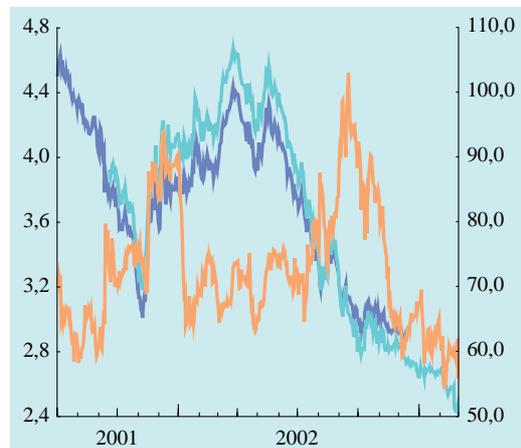
Η ανοδική τάση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος τους πέντε πρώτους μήνες του 2002 αντιστράφηκε στα τέλη Μαΐου και κατόπιν τα επιτόκια μειώνονταν σταδιακά έως το τέλος του έτους. Από το τέλος Μαΐου έως τις αρχές Σεπτεμβρίου η καμπύλη αποδόσεων της αγοράς χρήματος, υπολογιζόμενη ως η διαφορά μεταξύ του EURIBOR δώδεκα μηνών και ενός μηνός, έγινε σχεδόν οριζόντια μετά την πτώση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος στις μεγαλύτερες διάρκειες. Ταυτόχρονα αυξήθηκε σημαντικά η αβεβαιότητα της αγοράς. Στα μέσα Σεπτεμβρίου η κλίση της καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος αντιστράφηκε σταδιακά,

### Διάγραμμα 10

#### EURIBOR 3 μηνών βάσει συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και τεκμαρτή μεταβλητότητα από δικαιώματα προαίρεσης επί συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στο EURIBOR 3 μηνών

(ποσοστά % ετησίως, μονάδες βάσης, ημερήσια στοιχεία)

- EURIBOR 3 μηνών βάσει συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης που λήγουν το Δεκέμβριο του 2002 (αριστερή κλίμακα)
- EURIBOR 3 μηνών βάσει συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης που λήγουν το Μάρτιο του 2003 (αριστερή κλίμακα)
- Τεκμαρτή μεταβλητότητα με σταθερή εναπομένονσα διάρκεια 6 μηνών (δεξιά κλίμακα)



Πηγές: Bloomberg, Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

συνοδευόμενη από σημαντική μείωση της τεκμαρτής μεταβλητότητας, καθώς παγιώνονταν οι προβλέψεις της αγοράς για μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Στο τέλος του 2002 το επιτόκιο EURIBOR ενός μηνός και δώδεκα μηνών ήταν 2,90% και 2,75% αντίστοιχα, δηλ. 43 και 59 μονάδες βάσης χαμηλότερα από ό,τι στο τέλος του 2001, και η τεκμαρτή μεταβλητότητα είχε επιστρέψει στα προηγούμενα χαμηλά της επίπεδα. Τους δύο πρώτους μήνες του 2003 τόσο τα επιτόκια της αγοράς χρήματος όσο και τα επιτόκια των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR σημείωσαν περαιτέρω πτώση.

Στη διάρκεια του 2002 το επίπεδο το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς χρήματος για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας, όπως μετρείται από το δείκτη EONIA, ακολούθησε πορεία παράλληλη με αυτήν του ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Η μεταβλητότητα του δείκτη EONIA ήταν γενικά μικρή και εντοπιζόταν στο τέλος των περιόδων τήρησης, επειδή τότε η υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών γίνεται δεσμευτική για τον τραπεζικό τομέα. Ο δείκτης EONIA έτεινε επίσης να αυξάνεται κάπως την τελευταία ημέρα συναλλαγών κάθε μηνός, επειδή τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επιθυμούσαν να προσαρμόσουν τις λογιστικές τους καταστάσεις. Όπως και τα προηγούμενα έτη, το φαινόμενο αυτό ήταν εντονότερο γύρω στην αλλαγή του έτους. Στις αρχές Ιανουαρίου του 2002 ο δείκτης EONIA παρέμενε κάπως υψηλότερος από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς. Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν στη σχετική στενότητα ρευστότητας που προκάλεσε η μετάβαση στο ευρώ, επειδή η ζήτηση τραπεζογραμματίων ευρώ ήταν μεγαλύτερη από την αναμενόμενη και η επιστροφή εθνικών τραπεζογραμματίων μέσω των πιστωτικών ιδρυμάτων προς τις εθνικές κεντρικές τράπεζες ήταν βραδύτερη από την αναμενόμενη. Υπό τις συνθήκες αυτές, το Ευρωσύστημα

διεξήγαγε δύο πράξεις ρύθμισης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας στις αρχές Ιανουαρίου του 2002 για να προσφέρει ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα. Οι πράξεις αυτές συνέβαλαν στην αποκατάσταση της ομαλότητας των αγορών και ο δείκτης EONIA μειώθηκε και πάλι σταδιακά και τελικά σταθεροποιήθηκε σε επίπεδο λίγο υψηλότερο από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς. Πράξη ρύθμισης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας διενεργήθηκε επίσης στις 18 Δεκεμβρίου 2002 με σκοπό την παροχή ρευστότητας λόγω των υπερβολικά χαμηλών προσφορών που είχαν υποβληθεί στην πράξη κύριας αναχρηματοδότησης της 17ης Δεκεμβρίου, καθώς και λόγω των στενότερων συνθηκών ρευστότητας (βλ. Κεφάλαιο 2).

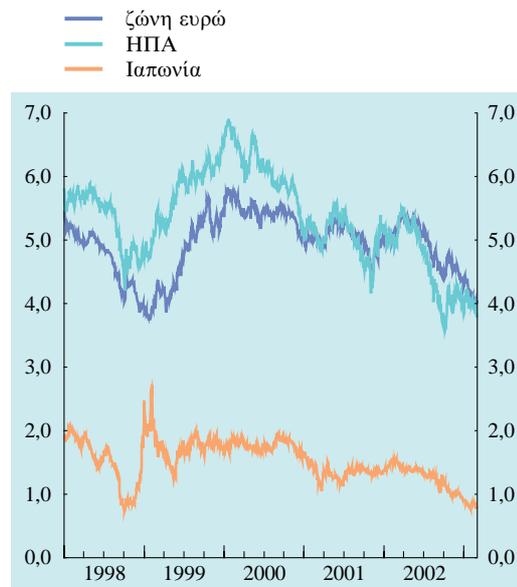
**Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων έφθασαν σε χαμηλά επίπεδα το 2002, αντανακλώντας εν μέρει μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων υπέρ ασφαλέστερων τοποθετήσεων**

Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ, μετά από μικρές μεταβολές το 2001, υποχώρησαν κατά τη διάρκεια του 2002. Η πτώση αυτή σημειώθηκε κυρίως από τα μέσα Μαΐου έως τις αρχές Οκτωβρίου και ο βασικός παράγοντας που επηρέασε τις εξελίξεις στην αγορά ομολόγων την περίοδο αυτή φαίνεται να ήταν η αναταραχή στις χρηματιστηριακές αγορές η οποία προκάλεσε στροφή των επενδυτών προς τα ομόλογα σε αναζήτηση ασφαλέστερων τοποθετήσεων. Συνολικά το 2002, οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ μειώθηκαν κατά 90 και 130 μονάδες βάσης αντίστοιχα και διαμορφώθηκαν γύρω στο 4,3% και 3,8% στο τέλος του έτους (βλ. Διάγραμμα 11(α)). Επειδή η πτώση αυτή ήταν μεγαλύτερη στις ΗΠΑ, η διαφορά αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων μεταξύ ΗΠΑ και ζώνης του ευρώ ήταν αρνητική κατά το μεγαλύτερο μέρος του

## Διάγραμμα Ι Ι

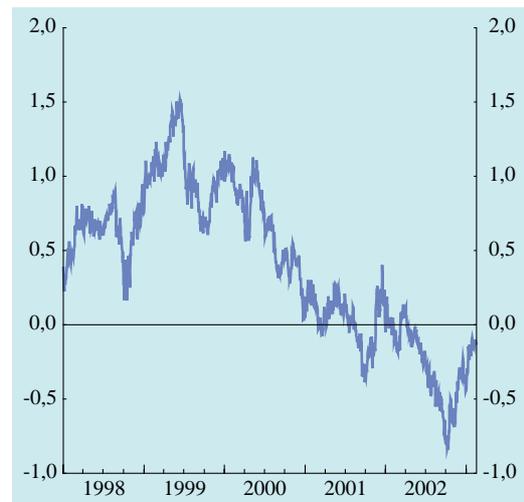
### (α) Αποδόσεις μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



### (β) Διαφορά αποδόσεων μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων μεταξύ των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Reuters.

Σημείωση: Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων αφορούν τα δεκαετή ομόλογα ή ομόλογα με την πλησιέστερη διαθέσιμη διάρκεια. Από την 1η Ιανουαρίου 2001 και εξής, στα στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ περιλαμβάνεται και η Ελλάδα.

2002, αφού είχε κυμανθεί γύρω στο μηδέν το 2001 (βλ. Διάγραμμα Ι Ι(β)).

Στις ΗΠΑ, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων σημείωσαν μικρή άνοδο τους πρώτους μήνες του 2002, καθώς οι αγορές έγιναν πιο αισιόδοξες για τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης, μετά την απαισιοδοξία που είχε επικρατήσει έπειτα από τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου 2001. Στην επαναξιολόγηση αυτή συνέβαλαν οι μειώσεις του βασικού επιτοκίου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, το οποίο έφθασε το 1,75% στην αρχή του 2002, δηλ. στο χαμηλότερο επίπεδό του από το 1961. Στη συνέχεια, καθώς οι αγορές διέβλεπαν ευνοϊκότερες προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων έγινε πιο απότομη, εξέλιξη που οφειλόταν σε κάποιο βαθμό στην αύξηση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων. Υπήρχαν επίσης ενδείξεις τους πρώτους μήνες του

έτους ότι είχαν αυξηθεί οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες της αγοράς. Την εξέλιξη αυτή αντανάκλα π.χ. η άνοδος του πληθωρισμού νεκρού σημείου, όπως μετρείται από τη διαφορά μεταξύ των ονομαστικών αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ και των αποδόσεων των δεκαετών τιμαριθμοποιημένων ομολόγων που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ.

Οι αισιόδοξες προσδοκίες της αγοράς για την οικονομική ανάπτυξη υποχώρησαν μετά τα μέσα Μαΐου και οι αποδόσεις των ομολόγων σημείωσαν πτώση λόγω της στροφής των επενδυτών από τις αγορές μετοχών προς τις αγορές ομολόγων, δηλ. σε ασφαλέστερα χρηματοδοτικά μέσα, με αφορμή εν μέρει την αποκάλυψη μιας σειράς λογιστικών ατασθαλιών σε αμερικανικές εταιρίες. Στη μείωση των αποδόσεων των ομολόγων συνέβαλαν επίσης οι αυξανόμενες εντάσεις στη Μέση

Ανατολή και η δημοσίευση δυσμενέστερων από τα αναμενόμενα στοιχείων για την οικονομία. Επιπλέον, οι πολιτικές αντιστάθμισης των κινδύνων τις οποίες εφάρμοσαν τα αμερικανικά ιδρύματα στεγαστικής πίστης ενδέχεται να ενίσχυσαν την καθοδική τάση, με αποτέλεσμα οι ονομαστικές αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων να φθάσουν στις αρχές Οκτωβρίου στα χαμηλότερα επίπεδά τους από το 1958. Μετά τα μέσα Οκτωβρίου οι αποδόσεις των ομολόγων σημείωσαν νέα άνοδο, καθώς μετριάστηκαν οι εντάσεις στην αγορά μετοχών και οι επενδυτές επανέφεραν τα κεφάλαιά τους στη χρηματιστηριακή αγορά σε ένα περιβάλλον όπου τα στοιχεία περί μακροοικονομικών μεγεθών και εταιρικών κερδών αύξησαν την αισιοδοξία για τη μελλοντική οικονομική ανάπτυξη. Η απόφαση της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς να μειώσει το βασικό επιτόκιο παρέμβασης κατά 50 μονάδες βάσης σε 1,25% στις 6 Νοεμβρίου ενίσχυσε περαιτέρω την αισιοδοξία αυτή.

Στην Ιαπωνία, οι εξελίξεις των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων δεν επηρεάστηκαν σημαντικά από τις παγκόσμιες εξελίξεις το 2002. Το πρώτο εξάμηνο του 2002 οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων παρέμειναν σχετικά σταθερές γύρω στο 1,4%, ενώ κατόπιν μειώνονταν σχεδόν συνεχώς και έφθασαν γύρω στο 0,9% στο τέλος του 2002. Οι ανησυχίες των αγορών σχετικά με τις προοπτικές της οικονομίας και το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, καθώς και οι μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων από τις αγορές μετοχών προς τις αγορές ομολόγων, συνέβαλαν στην πτώση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων κατά τη διάρκεια του έτους.

Στη ζώνη του ευρώ, οι εξελίξεις των αγορών ομολόγων συμβάδιζαν σε μεγάλο βαθμό με τις εξελίξεις στις ΗΠΑ το 2002, αν και η συνολική πτώση των αποδόσεων των ομολόγων στη ζώνη του ευρώ ήταν λιγότερο έντονη. Όπως και στις ΗΠΑ, τους πρώτους μήνες του 2002 οι αγορές έγιναν

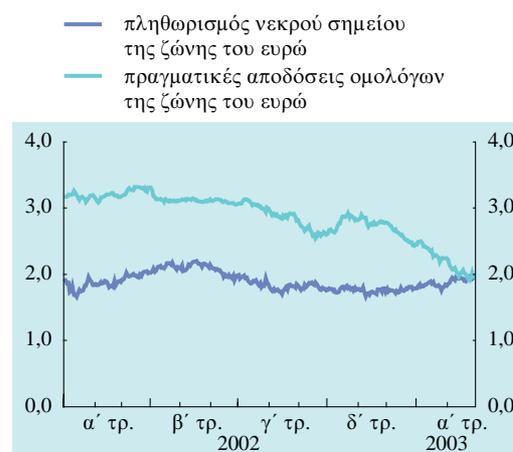
σταδιακά πιο αισιόδοξες για τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης, πράγμα που προκάλεσε μικρή άνοδο των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων. Παράλληλα, αυξήθηκαν οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες των αγορών, εξέλιξη που αντανάκλαται στον πληθωρισμό νεκρού σημείου – που υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ των ονομαστικών αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων και των αποδόσεων των δεκαετών τιμαριθμοποιημένων (με βάση τον ΕνΔΚΤ της ζώνης του ευρώ χωρίς τις τιμές του καπνού) ομολόγων της ζώνης του ευρώ – ο οποίος αυξήθηκε κατά 30 μονάδες βάσης περίπου από το τέλος Δεκεμβρίου 2001 έως τα μέσα Μαΐου 2002 (βλ. Διάγραμμα 12).

Αργότερα στη διάρκεια του έτους, η δημοσίευση λιγότερο ευνοϊκών μακροοικονομικών στοιχείων καθώς και η πτώση των τιμών των μετοχών επηρέασαν αρνητικά τις προσδοκίες των αγορών για

### Διάγραμμα 12

#### Πραγματικό επιτόκιο της ζώνης του ευρώ και πληθωρισμός “νεκρού σημείου” όπως υπολογίζεται για τον ΕνΔΚΤ της ζώνης του ευρώ

(σε ποσοστά %, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: Reuters, Υπουργείο Οικονομικών της Γαλλίας και ISMA. Σημείωση: Οι πραγματικές αποδόσεις των ομολόγων υπολογίζονται με βάση τις αγοραίες τιμές των τιμαριθμοποιημένων σύμφωνα με τον ΕνΔΚΤ της ζώνης του ευρώ (πλην καπνού) γαλλικών ομολόγων που λήγουν το 2012. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του πληθωρισμού νεκρού σημείου περιγράφονται στη σελ. 16 του τεύχους Φεβρουαρίου 2002 του Μηνιαίου Δελτίου.

την οικονομική ανάπτυξη. Η νέα αυτή απαισιοδοξία άσκησε καθοδικές πιέσεις στις αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων της ζώνης του ευρώ από τα μέσα Μαΐου έως τον Οκτώβριο, με αποτέλεσμα να περιοριστεί η κλίση της καμπύλης αποδόσεων, ενώ παράλληλα μειώθηκαν οι αποδόσεις των δεκαετών τιμαριθμοποιημένων ομολόγων της ζώνης του ευρώ και ο πληθωρισμός νεκρού σημείου. Καθοδικές πιέσεις στις αποδόσεις άσκησαν επίσης τα λογιστικά σκάνδαλα ορισμένων αμερικανικών επιχειρήσεων, τα οποία έγιναν αφορμή να αμφισβητήσουν οι αγορές την αξιοπιστία των δημοσιευμένων στοιχείων για την κερδοφορία των εταιριών στη ζώνη του ευρώ. Η εξέλιξη αυτή αύξησε τα ασφάλιστρα κινδύνου που ζητούν οι επενδυτές προκειμένου να διακρατήσουν μετοχές και προκάλεσε μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων από τις αγορές μετοχών προς τις αγορές ομολόγων. Παράλληλα, αυξήθηκε η αβεβαιότητα των αγορών σχετικά με τη μελλοντική πορεία των αποδόσεων των ομολόγων της ζώνης του ευρώ, όπως αντικατοπτρίζεται στην αύξηση της τεκμαρτής μεταβλητότητας της αγοράς ομολόγων. Από τον Οκτώβριο, αντίθετα με τις ΗΠΑ όπου σημειώθηκε άνοδος των αποδόσεων των ομολόγων, οι αποδόσεις των ομολόγων στη ζώνη του ευρώ δεν επέδειξαν σαφή τάση, σε ένα περιβάλλον ανάμικτων ενδείξεων από τις δημοσιεύσεις οικονομικών στοιχείων.

Στις αγορές εταιρικών ομολόγων τόσο της ζώνης του ευρώ όσο και των ΗΠΑ, οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των μακροπρόθεσμων εταιρικών ομολόγων που εκδίδουν επιχειρήσεις κατηγορίας BBB και των κρατικών ομολόγων με συγκρίσιμες διάρκειες παρουσίασαν σχετικά μεγάλες διακυμάνσεις στη διάρκεια του 2002, αντίστοιχες με την εξέλιξη της τεκμαρτής μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής αγοράς. Συγκεκριμένα, οι διαφορές αυτές δεν παρουσίασαν σαφή τάση τους πρώτους μήνες του 2002, σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης αισιοδοξίας των αγορών για τις προοπτικές της οικονομίας τόσο στη

ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ. Αργότερα όμως, οι διαφορές διευρύνθηκαν όταν οι αγορές άρχισαν να ανησυχούν σχετικά με την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών, ιδίως στις ΗΠΑ αλλά και στη ζώνη του ευρώ. Εντούτοις, καθώς οι ανησυχίες αυτές φάνηκε να μετριάζονται το τελευταίο τρίμηνο του 2002, οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των δύο κατηγοριών ομολόγων μειώθηκαν πάλι στις δύο οικονομίες και προσέγγισαν τα επίπεδα που επικρατούσαν στην αρχή του έτους, εν μέρει λόγω της σχετικής σταθεροποίησης των χρηματιστηριακών αγορών.

Στις αρχές του 2003, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να υποχωρούν γενικά, ενώ οι αποδόσεις των ομολόγων σημείωσαν ελάχιστες μεταβολές στις ΗΠΑ. Από τα τέλη Δεκεμβρίου 2002 έως τις 28 Φεβρουαρίου 2003, οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν κατά 30 μονάδες βάσης περίπου και έφθασαν στο 4,0%, ενώ οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ σημείωσαν μικρή μόνο πτώση την ίδια περίοδο. Κατόπιν τούτου, η διαφορά αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγων μεταξύ των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ μειώθηκε κατά 20 μονάδες βάσης σε -20 μονάδες βάσης στις 28 Φεβρουαρίου 2003.

#### **Τα τραπεζικά επιτόκια λιανικής μειώθηκαν συνολικά το 2002**

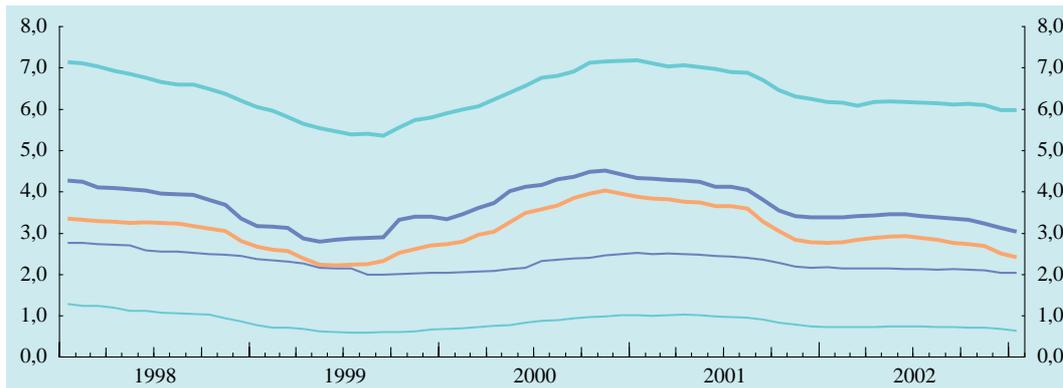
Τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια λιανικής σημείωσαν πτώση το 2002 σε ένα περιβάλλον όπου τα επιτόκια της αγοράς χρήματος παρουσίαζαν περιορισμένες διακυμάνσεις. Από το τέλος του 2001 έως το τέλος του 2002 τα επιτόκια τριών μηνών της αγοράς χρήματος μειώθηκαν κατά 40 μονάδες βάσης. Την ίδια περίοδο, τα επιτόκια των καταθέσεων μίας ημέρας και των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων ταμειυτηρίου (δηλ. καταθέσεων υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών)

### Διάγραμμα 13

#### Βραχυπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια λιανικής και συγκρίσιμο επιτόκιο της αγοράς

(ποσοστά % ετησίως, μηνιαίοι μέσοι όροι)

- επιτόκιο αγοράς χρήματος 3 μηνών
- δάνεια προς επιχειρήσεις διάρκειας έως 1 έτος
- καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος
- καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών
- καταθέσεις μίας ημέρας



Πηγές: ΕΚΤ και Reuters.

Σημείωση: Από την 1η Ιανουαρίου 2001, τα στοιχεία περιλαμβάνουν και την Ελλάδα.

υποχώρησαν κατά 10 μονάδες βάσης περίπου, ενώ το επιτόκιο των καταθέσεων συμφωνημένης διάρκειας έως ένα έτος μειώθηκε σχεδόν κατά 30 μονάδες βάσης, αντανakλώντας τη συνήθως μικρή συσχέτιση αυτών των επιτοκίων προς τα επιτόκια της αγοράς. Όσον αφορά τα επιτόκια βραχυπρόθεσμων χορηγήσεων, τα

επιτόκια λιανικής για δάνεια προς επιχειρήσεις διάρκειας έως ένα έτος υποχώρησαν σχεδόν εξίσου με τα επιτόκια τριών μηνών της αγοράς χρήματος (βλ. Διάγραμμα 13).

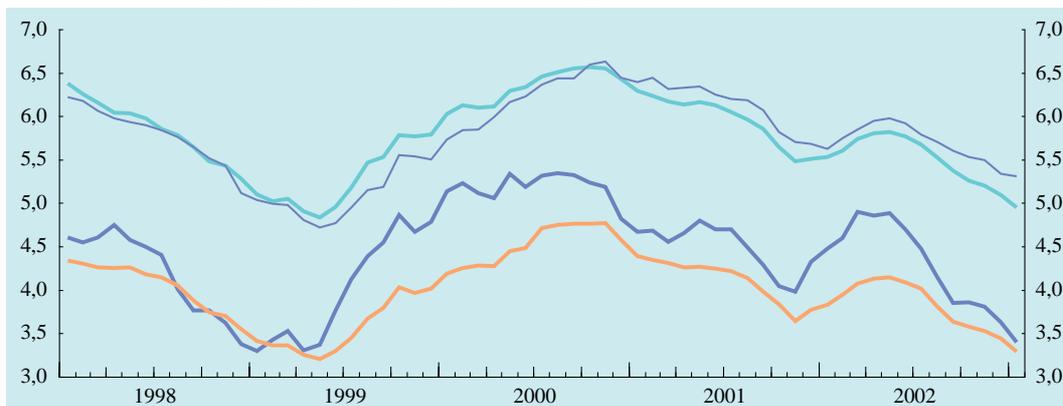
Τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια λιανικής αυξάνονταν σταθερά έως το Μάιο

### Διάγραμμα 14

#### Μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια λιανικής και συγκρίσιμο επιτόκιο της αγοράς

(ποσοστά % ετησίως, μηνιαίοι μέσοι όροι)

- αποδόσεις 5ετών κρατικών ομολόγων
- στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά
- καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια άνω των 2 ετών
- δάνεια προς επιχειρήσεις διάρκειας άνω του έτους



Πηγές: ΕΚΤ και Reuters.

Σημείωση: Από την 1η Ιανουαρίου 2001, τα στοιχεία περιλαμβάνουν και την Ελλάδα.

του 2002, ενώ κατόπιν υποχώρησαν και έφθασαν στο τέλος του 2002 σε επίπεδα γενικά χαμηλότερα από ό,τι στο τέλος του 2001 (βλ. Διάγραμμα 14), ακολουθώντας πορεία σχεδόν παράλληλη με εκείνη των επιτοκίων της αγοράς χρήματος. Οι αποδόσεις των πενταετών κρατικών ομολόγων, με τις οποίες συνδέονται στενότερα ορισμένα μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια λιανικής, σημείωσαν αρχικά άνοδο, σχεδόν κατά 60 μονάδες βάσης από το τέλος του 2001 έως το Μάιο του 2002, και κατόπιν υποχώρησαν κατά 130 σχεδόν μονάδες βάσης έως το τέλος του 2002. Αντίστοιχα, το επιτόκιο των μακροπρόθεσμων καταθέσεων προθεσμίας (δηλ. καταθέσεων διάρκειας άνω των δύο ετών) και το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά αυξήθηκαν κατά 30 μονάδες βάσης περίπου και κατόπιν υποχώρησαν κατά 70 μονάδες βάσης περίπου την ίδια περίοδο. Οι λιγότερο έντονες κινήσεις των μακροπρόθεσμων τραπεζικών επιτοκίων λιανικής αντικατοπτρίζουν τη συνήθη χρονική υστέρηση με την οποία αυτά επηρεάζονται από τα επιτόκια της αγοράς.

Την περίοδο μετά το Μάιο του 2002 σημειώθηκε μια μάλλον βραδύτερη προσαρμογή ορισμένων μακροπρόθεσμων τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων, ιδίως των δανείων προς τις επιχειρήσεις, λόγω της υποχώρησης των επιτοκίων της αγοράς. Η εξέλιξη αυτή ενδεχομένως

συνδεόταν με τις αυξανόμενες ανησυχίες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων, καθώς όλο και περισσότερες εταιρίες κηρύσσονταν σε πτώχευση. Όπως παρουσιάζει το Πλαίσιο 3, ο αυξανόμενος πιστωτικός κίνδυνος, τον οποίο υποδηλώνει η διεύρυνση της διαφοράς αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων έναντι των αντίστοιχων κρατικών ομολόγων, συνδέεται συνήθως με αύξηση των διαφορών μεταξύ τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων και επιτοκίων της αγοράς. Συγκεκριμένα, η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων κατηγορίας BBB και των κρατικών ομολόγων με συγκρίσιμες διάρκειες αυξήθηκε από 190 μονάδες βάσης περίπου σε 220 μονάδες βάσης περίπου από το Μάιο έως το Δεκέμβριο, φθάνοντας στο υψηλότερο επίπεδο (260 μονάδες βάσης περίπου) τον Οκτώβριο.

Μετά τη μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ στις αρχές Δεκεμβρίου του 2002 και την πτώση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος που επακολούθησε, τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων σημείωσαν μικρή κάμψη τον Ιανουάριο του 2003, ενώ τα αντίστοιχα επιτόκια χορηγήσεων παρουσίασαν ελάχιστη μεταβολή. Τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια λιανικής μειώθηκαν περαιτέρω τον Ιανουάριο του 2003, συνεχίζοντας την τάση που ξεκίνησε μετά το Μάιο του 2002.

### Πλαίσιο 3

#### Προσδιοριστικοί παράγοντες των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ

Διάφοροι παράγοντες, όπως το διοικητικό κόστος που συνεπάγεται η εφαρμογή νέων τραπεζικών επιτοκίων και οι σχέσεις των τραπεζών με την πελατεία τους, παίζουν ρόλο στη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων. Σημαντικό ρόλο επίσης ενδέχεται να παίξουν ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των τραπεζών, π.χ. η κερδοφορία τους σε συνδυασμό με τους όρους αναχρηματοδότησής τους.<sup>1</sup> Το παρόν πλαίσιο εξετάζει ειδικότερα τρεις από αυτούς τους προσδιοριστικούς παράγοντες. Πρώτον, τα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων τείνουν να επηρεάζονται από τις εξελίξεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, είτε επειδή οι τράπεζες αναχρηματοδοτούνται μέσω των αγορών αυτών είτε επειδή τα περισσότερα επιτόκια καταθέσεων

<sup>1</sup> M. A. Weth (2002), "The pass-through from market interest rates to bank lending rates in Germany", Discussion Paper 11/02, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank.

τους πρέπει να αντικατοπτρίζουν τις τάσεις στις αγορές αυτές για να προσελκύουν κεφάλαια. Συνεπώς, υπάρχει συνήθως στενή σχέση μεταξύ των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων και των επιτοκίων της αγοράς με συγκρίσιμες διάρκειες. Παραδείγματος χάριν, το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά κινείται κατά κανόνα παράλληλα με τις αποδόσεις των πενταετών κρατικών ομολόγων (βλ. Διάγραμμα 14). Ο δεύτερος προσδιοριστικός παράγοντας των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων που εξετάζεται εδώ είναι ο βαθμός ανταγωνισμού στα διάφορα τμήματα της αγοράς τραπεζικών πιστώσεων. Οι τράπεζες πρέπει να καθορίζουν τα επιτόκιά τους σε ανταγωνιστικά επίπεδα για να προσελκύουν πελάτες και η δυνατότητά τους να επηρεάζουν τα επιτόκια εξαρτάται κατά πολύ από το αν οι πελάτες των τραπεζών μπορούν να προσφύγουν σε εναλλακτικές πηγές κεφαλαίων. Ο τρίτος παράγοντας που εξετάζεται εδώ είναι ο (αναμενόμενος) πιστωτικός κίνδυνος τον οποίο αναλαμβάνει μια τράπεζα όταν χορηγεί ένα δάνειο.

### **Σχετικά αδρανής η βραχυχρόνια προσαρμογή των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων στις εξελίξεις των επιτοκίων της αγοράς**

Οι κινήσεις των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και των λοιπών χρηματοπιστωτικών αγορών, που είναι οι κύριες πηγές μέσω των οποίων τα ΝΧΙ αντλούν κεφάλαια έτσι ώστε να χορηγήσουν δάνεια, αποτελούν το βασικό προσδιοριστικό παράγοντα των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων. Η πείρα έχει δείξει ότι τα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων της ζώνης του ευρώ αντιδρούν με χρονική υστέρηση στις εξελίξεις των επιτοκίων της αγοράς.<sup>2</sup> Το ποσοστό της μεταβολής του επιτοκίου της αγοράς που μεταφέρεται σε διάστημα ενός μηνός στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων είναι συχνά χαμηλότερο από 50%. Μακροχρόνια όμως τα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων ευθυγραμμίζονται απόλυτα με τα επιτόκια της αγοράς. Είναι ενδιαφέρον επίσης ότι η ταχύτητα με την οποία τα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων προσαρμόζονται τελικά στις μεταβολές των επιτοκίων της αγοράς φαίνεται να έχει αυξηθεί μετά την εισαγωγή του ευρώ. Εξαίρεση πιθανώς αποτελεί το επιτόκιο καταναλωτικής πίστωσης, το οποίο παρουσιάζει κάποια αδράνεια σε σχέση με τις εξελίξεις της αγοράς.

### **Περισσότερο ανταγωνιστικές οι αγορές τα τελευταία έτη**

Οι δυνάμεις του ανταγωνισμού που επικρατούν στα περισσότερα τμήματα της αγοράς τραπεζικών πιστώσεων φαίνεται να έχουν αυξηθεί τα τελευταία έτη, σε σχέση τόσο με την προσφορά όσο και με τη ζήτηση πιστώσεων. Αυτή η τάση προς εντονότερο ανταγωνισμό ενδέχεται να συνέβαλε στην παρατηρούμενη από το 1999 ταχύτερη προσαρμογή των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων στις μεταβολές των επιτοκίων της αγοράς, τα οποία εκφράζουν κατά προσέγγιση το οριακό κόστος χρηματοδότησης των τραπεζικών δανείων. Στην πλευρά της προσφοράς, η προϊούσα αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα φαίνεται ότι ενίσχυσε την αποτελεσματικότητα των τραπεζικών αγορών και συνέβαλε στη διαμόρφωση πιο ανταγωνιστικών τιμών. Επιπλέον, παρά τη σταθερή μείωση του αριθμού των πιστωτικών ιδρυμάτων, νέα ιδρύματα (από το εξωτερικό) δραστηριοποιήθηκαν στην αγορά τραπεζικών πιστώσεων. Οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ αντιμετωπίζουν επίσης όλο και μεγαλύτερο ανταγωνισμό από άλλους φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, όπως οι ασφαλιστικές εταιρίες και τα ταμεία συντάξεων.<sup>3</sup>

Στην πλευρά της ζήτησης, υπάρχουν ενδείξεις ότι ο ανταγωνισμός έχει αυξηθεί, καθώς οι πελάτες των τραπεζών εξετάζουν περισσότερο τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων σε σύγκριση με τα

2 G. de Bond (2000), "Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level", ECB Working Paper No. 136, F. Heinemann and M. Schüler (2002), "Integration benefits on EU retail credit markets – evidence from interest rate pass-through", Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, και S. Kleimeier and H. Sander (2002), "Consumer credit rates in the eurozone: evidence on the emergence of a single retail banking market", European Credit Research Institute, Research Report 2.

3 EKT (2002), "Report on Financial Structures".

### Διαφορές επιτοκίων των τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις και διαφορές αποδόσεων εταιρικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ

(μονάδες βάσης, μηνιαίοι μέσοι όροι)



Πηγές: Bloomberg, EKT και Reuters.

Σημείωση: Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων διάρκειας 7-10 ετών και των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων διάρκειας 7-10 ετών.

επιτόκια που ισχύουν σε άλλες τράπεζες και στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να συνδέεται με τη μεγαλύτερη σταθερότητα των ονομαστικών επιτοκίων σε περιβάλλον σταθερότητας των τιμών, η οποία διευκολύνει τη σύγκριση των τιμών μεταξύ των διαφόρων προμηθευτών, καθώς και με την ύπαρξη περισσότερων εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης εκτός των τραπεζών, τουλάχιστον για ορισμένες επιχειρήσεις. Παραδείγματος χάριν, οι αγορές εμπορικών χρεογράφων και εταιρικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ έχουν αποκτήσει μεγαλύτερο βάθος και υψηλότερο βαθμό ρευστότητας τα τελευταία έτη. Προφανώς, όπως επισημάνθηκε παραπάνω, ο ανταγωνισμός μπορεί να διαφέρει σημαντικά στα διάφορα τμήματα της αγοράς τραπεζικών πιστώσεων. Ενώ ο ανταγωνισμός φαίνεται να είναι σχετικά υψηλός στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά, η αγορά καταναλωτικής πίστωσης χωρίς παροχή ασφάλειας φαίνεται να είναι λιγότερο ανταγωνιστική.

#### Αυξήθηκαν οι ανησυχίες για τον πιστωτικό κίνδυνο το 2002

Το μέγεθος και η εξέλιξη της διαφοράς μεταξύ των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων και των συγκρίσιμων επιτοκίων της αγοράς καθορίζονται επίσης από τον πιστωτικό κίνδυνο. Όπως δείχνει το διάγραμμα, από το 2000 η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου μακροπρόθεσμων δανείων προς επιχειρήσεις και του επιτοκίου της αγοράς με συγκρίσιμη διάρκεια συμβαδίζει σε γενικές γραμμές με τη διαφορά αποδόσεων μεταξύ των μακροπρόθεσμων εταιρικών ομολόγων κατηγορίας BBB και των συγκρίσιμων κρατικών ομολόγων. Η δεύτερη αυτή διαφορά παρέχει μια ένδειξη για τον πιστωτικό κίνδυνο που επικρατεί, όπως τον αντιλαμβάνονται οι συμμετέχοντες στις αγορές εταιρικών ομολόγων. Το διάγραμμα δείχνει επίσης ότι οι ανησυχίες για τον πιστωτικό κίνδυνο αυξήθηκαν το 2002, όπως υποδηλώνει η διεύρυνση της διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου των δανείων προς επιχειρήσεις με διάρκεια άνω του ενός έτους και των αποδόσεων των διετών κρατικών ομολόγων.

Όλοι οι προαναφερθέντες προσδιοριστικοί παράγοντες των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων φαίνεται ότι διαδραμάτισαν κάποιο ρόλο το 2002. Ενώ τα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων στη ζώνη

του ευρώ προσαρμόστηκαν το 2002 στις εξελίξεις των επιτοκίων της αγοράς, είναι σαφές ότι η ταχύτητα και η έκταση της προσαρμογής αυτής επηρεάστηκαν, μεταξύ άλλων, και από τις αυξανόμενες ανησυχίες για τον πιστωτικό κίνδυνο σε ορισμένα τμήματα της αγοράς πιστώσεων.

### 3 Η εξέλιξη των τιμών

**Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού ήταν κάπως χαμηλότερος το 2002 σε σχέση με το 2001**

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ το 2002 ήταν 2,2%, δηλ.

κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας χαμηλότερος από ό,τι το 2001 (βλ. Πίνακα 6). Την ίδια περίοδο ο μέσος ρυθμός ανόδου του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας επιταχύνθηκε από 2,0% σε

**Πίνακας 6**

#### Η εξέλιξη των τιμών και του κόστους στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	2000	2001	2002	2001 α' τρ.	2001 β' τρ.	2001 γ' τρ.	2001 δ' τρ.	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.	2002 Δεκ.	2003 Ιαν.
<b>Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του</b>													
Γενικός δείκτης	2,1	2,4	2,2	2,1	3,0	2,4	2,2	2,5	2,1	2,1	2,3	2,3	2,2
<i>εκ του οποίου:</i>													
Αγαθά	2,5	2,3	1,6	2,1	3,2	2,2	1,6	2,1	1,4	1,3	1,8	1,9	1,6
Είδη διατροφής	1,4	4,4	3,1	3,2	4,9	5,1	4,7	4,9	2,9	2,3	2,3	2,2	1,4
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	1,2	2,8	3,1	1,8	2,6	3,3	3,4	3,5	3,2	3,0	2,7	2,7	2,8
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	1,8	7,0	3,1	5,3	8,3	7,8	6,6	7,0	2,4	1,4	1,7	1,4	-0,6
Βιομηχανικά αγαθά	3,0	1,2	0,9	1,5	2,4	0,8	0,2	0,8	0,7	0,8	1,5	1,7	1,8
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	0,5	0,9	1,4	0,2	1,2	0,8	1,5	1,7	1,6	1,3	1,2	1,2	0,6
Ενέργεια	13,1	2,3	-0,6	6,6	6,8	0,8	-4,3	-2,1	-2,3	-0,7	2,8	3,8	6,0
Υπηρεσίες	1,5	2,7	3,1	2,2	2,6	2,7	3,0	3,1	3,1	3,3	3,1	3,0	2,8
<b>Άλλοι δείκτες τιμών και κόστους</b>													
Τιμές παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων <sup>1)</sup>	5,5	2,2	-0,1	4,5	3,6	1,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,1	1,2	1,5	.
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος <sup>2)</sup>	1,3	2,6	.	2,1	2,7	2,5	3,3	3,5	2,4	2,0	.	-	-
Παραγωγικότητα εργασίας <sup>2)</sup>	1,3	0,0	.	0,4	0,0	0,1	-0,4	-0,4	0,2	0,6	.	-	-
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό <sup>2)</sup>	2,6	2,7	.	2,5	2,8	2,6	2,9	3,1	2,6	2,6	.	-	-
Συνολικό ωριαίο κόστος εργασίας <sup>3)</sup>	3,3	3,4	.	3,4	3,0	3,7	3,4	3,9	3,5	3,6	.	-	-
Τιμές πετρελαίου (ευρώ/βαρέλι) <sup>4)</sup>	31,0	27,8	26,5	28,4	31,7	29,0	22,4	24,6	27,8	27,2	26,5	27,1	28,3
Τιμές εμπορευμάτων <sup>5)</sup>	16,7	-7,6	-1,7	-0,8	-3,0	-10,5	-15,6	-3,6	-5,5	-1,6	4,4	2,1	-2,3

Πηγές: Eurostat, εθνικά στοιχεία, Διεθνές Χρηματιστήριο Πετρελαίου, HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburg) – και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Για περιόδους πριν από το 2001, τα στοιχεία για τον ΕνΔΤΚ δεν περιλαμβάνουν την Ελλάδα. Οι λοιποί δείκτες τιμών και κόστους περιλαμβάνουν την Ελλάδα και για περιόδους πριν από το 2001.

1) Πλήν κατασκευών.

2) Σύνολο οικονομίας.

3) Σύνολο οικονομίας (εξαιρούνται: γεωργία, δημόσια διοίκηση, εκπαίδευση, υγεία και λοιπές υπηρεσίες).

4) Αργό Brent εμπλουτισμένο (παράδοση μετά από ένα μήνα). Σε ECU μέχρι και το Δεκέμβριο του 1998.

5) Εκτός ενέργειας. Σε ευρώ.

2,5%. Η υποχώρηση του μέσου ρυθμού πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ το 2002 εξηγείται από τη μικρότερη ετήσια αύξηση των πιο ευμετάβλητων συνιστωσών του – δηλ. των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας. Τον Ιανουάριο του 2003 οι δωδεκάμηνοι ρυθμοί μεταβολής του ΕνΔΤΚ και του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας υποχώρησαν σε 2,2% και 2,0% αντίστοιχα, δηλ. ήταν χαμηλότεροι κατά 0,1 και 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2002.

**Η εξέλιξη του μετρούμενου πληθωρισμού το 2002 αντανακλούσε κυρίως τις βραχυχρόνιες μεταβολές των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας**

Ο συνολικός ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ παρουσίασε διακυμάνσεις το 2002, οι οποίες αντανακλούσαν κυρίως τις βραχυχρόνιες μεταβολές των πιο ευμετάβλητων συνιστωσών του. Μετά από κατακόρυφη άνοδο τον Ιανουάριο του 2002, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ υποχωρούσε έως τον Ιούνιο, οπότε άρχισε και πάλι να αυξάνεται, φθάνοντας σε 2,3% το Δεκέμβριο του 2002 (βλ. Διάγραμμα 15). Η επιτάχυνση του πληθωρισμού τον Ιανουάριο του 2002 οφειλόταν σε ποικίλους παράγοντες, όπως η άνοδος των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας, η χαμηλότερη βάση σύγκρισης του προηγούμενου έτους, καθώς και οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών. Συγκεκριμένα, οι δυσμενείς καιρικές συνθήκες άσκησαν ανοδική πίεση στις τιμές των οπωροκηπευτικών. Τους επόμενους μήνες όμως οι τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής ήταν ο κυριότερος παράγοντας που συνέβαλε στη μείωση του ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού, αφού οι επιδράσεις των δυσμενών καιρικών συνθηκών άρχισαν να εξαλείφονται. Επιπλέον, οι πληθωριστικές

**Διάγραμμα 15**

**Συμβολή στην αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ κατά συνιστώσα**

(ετήσια συμβολή σε εκατοστιαίες μονάδες, μηνιαία στοιχεία)

- υπηρεσίες
- βιομηχανικά αγαθά πλην ενέργειας
- επεξεργασμένα είδη διατροφής
- μη επεξεργασμένα είδη διατροφής
- ενέργεια
- γενικός δείκτης



Πηγή: Eurostat.

πιέσεις που προέρχονταν από τις τιμές των κρεάτων αμβλύνηκαν την περίοδο αυτή, καθώς οι αυξητικές επιδράσεις στις τιμές που συνδέονταν με τα κρούσματα αφθώδους πυρετού και σπογγώδους εγκεφαλοπάθειας των βοοειδών εξασθένισαν περαιτέρω.

Οι τιμές της ενέργειας συνέβαλαν επίσης ελαφρά στην υποχώρηση του πληθωρισμού το πρώτο εξάμηνο του 2002. Το δεύτερο εξάμηνο του έτους όμως ήταν ο κυριότερος παράγοντας που συνέβαλε στην άνοδο του συνολικού πληθωρισμού, αντανακλώντας τόσο τις επιδράσεις της χαμηλής βάσης σύγκρισης όσο και κάποια ανοδική πίεση στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου που σημειώθηκε προς το τέλος του έτους.

### Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις πιο ευμετάβλητες συνιστώσες του παρέμεινε υψηλός το 2002

Παρά τις σχετικά χαλαρές συνθήκες της ζήτησης στη ζώνη του ευρώ, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής του ΕνΔΤΚ χωρίς τις πιο ευμετάβλητες συνιστώσες του – δηλ. τις τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας – σημείωσε σχετικά περιορισμένη επιβράδυνση στη διάρκεια του 2002, γεγονός που συνδεόταν εν μέρει με τις έμμεσες επιδράσεις προγενέστερων διαταραχών που παρατηρήθηκαν στις τιμές του πετρελαίου και των ειδών διατροφής, καθώς και με την υποτίμηση της ισοτιμίας του ευρώ κατά το προηγούμενο έτος. Επιπλέον, από την εξέταση των επιμέρους συνιστωσών του ΕνΔΤΚ προκύπτει ότι στις τιμές ορισμένων από αυτές (κυρίως των υπηρεσιών) σημειώθηκαν αυξήσεις οι οποίες θα μπορούσαν να συνδέονται με την εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ (βλ. Πλαίσιο 4). Εάν απομονώσουμε τους παραπάνω παράγοντες, ο παρατεταμένα υψηλός δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής, ιδίως των τιμών των υπηρεσιών, μπορεί επίσης να οφείλεται στην επίδραση άλλων – όχι έκτακτων ή πρόσκαιρων – παραγόντων, όπως η εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

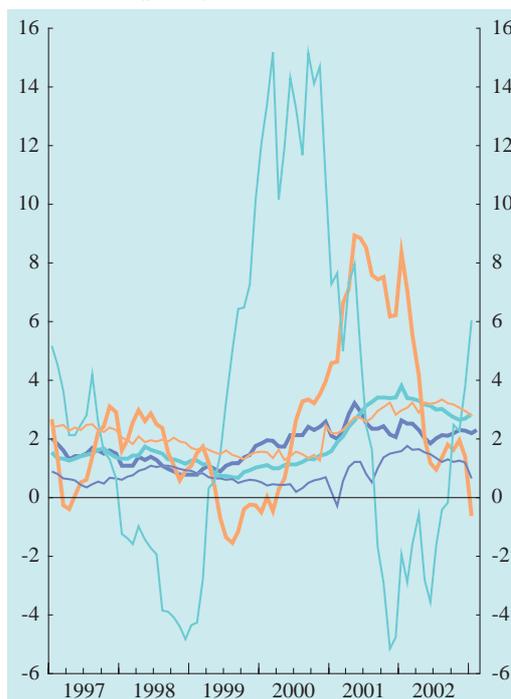
Ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των τιμών των υπηρεσιών ήταν 2,9% ή και υψηλότερος σε όλη τη διάρκεια του έτους (βλ. Διάγραμμα 16) και διαμορφώθηκε στο 3,1% κατά μέσο όρο το 2002, έναντι 2,7% το 2001. Οι λοιπές βασικές και όχι τόσο ευμετάβλητες συνιστώσες του ΕνΔΤΚ – δηλ. οι τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής και των βιομηχανικών αγαθών πλην της ενέργειας – αυξήθηκαν επίσης κατά μέσο όρο με ταχύτερο ρυθμό το 2002 σε σχέση με το 2001. Εντούτοις, αντίθετα με τις τιμές των υπηρεσιών, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των τιμών στις εν λόγω κατηγορίες αγαθών ήταν βραδύτερος το 2002. Ως εκ τούτου, ο παρατεταμένα υψηλός ετήσιος ρυθμός

### Διάγραμμα 16

#### Ανάλυση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ κατά συνιστώσα

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, μηνιαία στοιχεία)

- γενικός ΕνΔΤΚ
- επεξεργασμένα είδη διατροφής
- μη επεξεργασμένα είδη διατροφής
- βιομηχανικά αγαθά πλην ενέργειας
- ενέργεια
- υπηρεσίες



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Για περιόδους πριν από το 2001, τα στοιχεία για τον ΕνΔΤΚ δεν περιλαμβάνουν την Ελλάδα.

πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας εξηγείται κατά κύριο λόγο από τις τιμές των υπηρεσιών.

#### Οι διαφορές πληθωρισμού μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες το 2002

Η εξέλιξη του πληθωρισμού παρουσίασε κάποιες αποκλίσεις στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ το 2002, αντανακλώντας μεταξύ άλλων την ανομοιογενή επίδραση των διαταραχών στις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής, τη διαφορετική εξέλιξη του

κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, καθώς και τις μεταβολές των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των έμμεσων φόρων. Συνολικά πάντως, η διασπορά των ρυθμών πληθωρισμού διατηρήθηκε σχεδόν αμετάβλητη το 2002 σε σύγκριση με το 2001.

**Εκτιμήσεις ότι ο πληθωρισμός είχε αυξηθεί και προβλέψεις των καταναλωτών ότι θα μειωθεί**

Ενώ ο πράγματι καταγραφόμενος πληθωρισμός μειώθηκε το 2002, το ευρύ κοινό σε αυξανόμενο βαθμό κατά τη διάρκεια του έτους εκτιμούσε ότι ο πληθωρισμός είχε αυξηθεί. Π.χ. ο δείκτης των εκτιμήσεων για τον πληθωρισμό κατά το προηγούμενο δωδεκάμηνο που καταρτίζει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ακολουθούσε σταθερά ανοδική πορεία (βλ. Πλαίσιο 4, Διάγραμμα Γ). Ως εκ τούτου, η διαφορά μεταξύ του καταγραφόμενου πληθωρισμού και των εκτιμήσεων για τον πληθωρισμό έφθασε σε πρωτοφανή επίπεδα. Ως φαίνεται, τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού που παρουσιάζουν οι εκτιμήσεις συνδέονται έως ένα βαθμό με τις αυξήσεις τιμών που παρατηρήθηκαν σε συγκεκριμένα είδη, κυρίως στις υπηρεσίες, εν μέρει λόγω της κυκλοφορίας των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ. (Στο Πλαίσιο 4 παρουσιάζονται εκτενέστερα οι επιδράσεις στις τιμές από την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή.)

Αντίθετα, από τις προβλέψεις των καταναλωτών κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2002 προκύπτει υποχώρηση του πληθωρισμού, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι καταναλωτές προέβλεπαν ότι οι ανατιμήσεις οι οποίες σημειώθηκαν στη διάρκεια του έτους θα ήταν στην πλειονότητά τους προσωρινές. Αυτό συμβαδίζει με την άποψη ότι διάφοροι περιστασιακοί παράγοντες – στους οποίους περιλαμβάνονται από αυξήσεις των έμμεσων φόρων μέχρι και επιδράσεις της χαμηλής βάσης σύγκρισης – λειτούργησαν επιβαρυντικά για τον ετήσιο ρυθμό του πληθωρισμού το 2002.

Σημειωτέον ότι το Φεβρουάριο του 2003 ο δείκτης των εκτιμήσεων για τον πληθωρισμό υποχώρησε σημαντικά. Είναι πάντως πολύ νωρίς για να εκτιμηθεί αν η υποχώρηση αυτή αντιπροσωπεύει μια μονιμότερη διακοπή στην ανοδική πορεία που ακολουθούσε ο δείκτης αυτός πέρυσι.

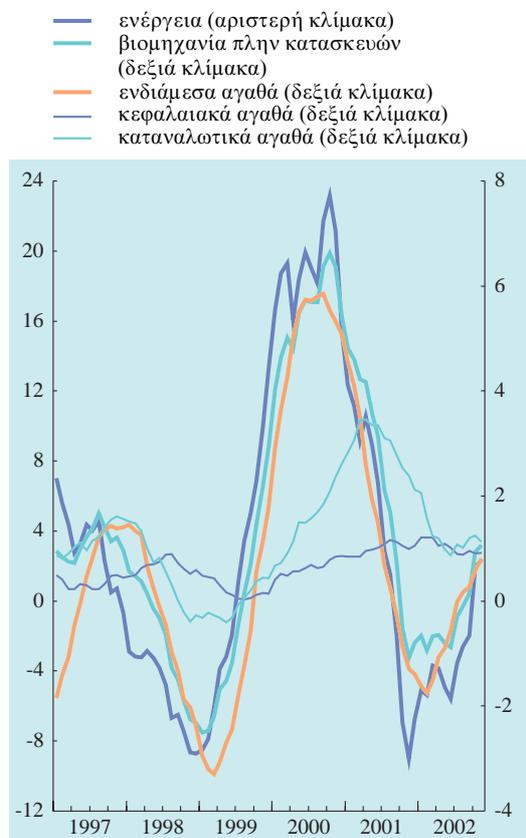
**Οι τιμές στα αρχικά στάδια της αλυσίδας παραγωγής παρέμειναν συγκρατημένες το 2002**

Ο δείκτης τιμών παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων (εκτός των κατασκευών) υποχώρησε κατά 0,1% κατά μέσο όρο το 2002, έναντι αύξησης κατά 2,2% το 2001. Η

**Διάγραμμα 17**

**Ανάλυση τιμών παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων για τη ζώνη του ευρώ**

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, μηνιαία στοιχεία)



Πηγή: Eurostat.  
Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν τα 12 κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ (και για περιόδους πριν από το 2001).

μείωση αυτή οφειλόταν κυρίως στην εξέλιξη των τιμών της ενέργειας και δευτερευόντως στην εξέλιξη των τιμών των ενδιάμεσων και των καταναλωτικών αγαθών (βλ. Διάγραμμα 17). Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των τιμών παραγωγού εκτός της ενέργειας και των κατασκευών διαμορφώθηκε στο 0,6%, έναντι 1,8% το 2001. Η βραδεία αύξηση των τιμών στα αρχικά στάδια της αλυσίδας παραγωγής αντανακλά εν μέρει τις μικρές αυξήσεις των τιμών των εισαγομένων εξαιτίας της ανατίμησης του ευρώ το 2002. Επιπλέον, οι συνθήκες της ζήτησης παρέμειναν σχετικά χαλαρές στη διάρκεια του έτους, γεγονός που με τη σειρά του εμπόδιζε τις βιομηχανικές επιχειρήσεις να αυξήσουν τις τιμές τους.

Οι τιμές της ενέργειας που περιλαμβάνονται στις τιμές παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων μειώθηκαν κατά 2,4% το 2002 έναντι αύξησης κατά 2,8% το 2001. Μολονότι οι μέσες τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες σε σχέση με το προηγούμενο έτος, υπολογιζόμενες σε ευρώ υποχώρησαν κατά 5% περίπου. Ως εκ τούτου, η παραπάνω μείωση των τιμών της ενέργειας εξηγείται σχεδόν εξ ολοκλήρου από την ενίσχυση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Οι βραδύτεροι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών των ενδιάμεσων και των καταναλωτικών αγαθών συνέβαλαν επίσης στην πτώση του συνολικού ρυθμού ανόδου των τιμών παραγωγού. Η επιβράδυνση των τιμών παραγωγού των καταναλωτικών αγαθών αντικατόπτριζε τη μικρότερη αύξηση των τιμών των διαρκών και των μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών. Η μέση ετήσια άνοδος των τιμών των κεφαλαιακών αγαθών το 2002 ήταν 1,0%, δηλ. παρέμεινε σταθερή σε σχέση με το 2001.

### Σχεδόν αμετάβλητη η ετήσια αύξηση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό το 2002, παρά τη χειροτέρευση των συνθηκών στις αγορές εργασίας

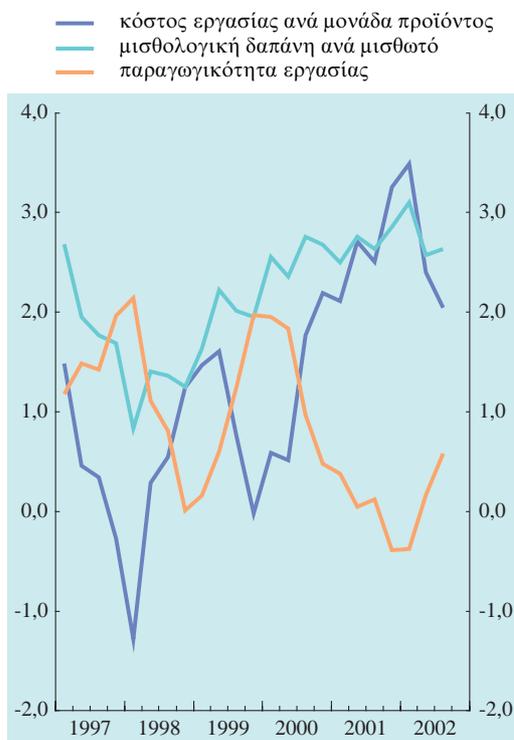
Από το 1999 και εξής όλοι σχεδόν οι δείκτες των αμοιβών και του κόστους εργασίας στη ζώνη του ευρώ ακολουθούν σταδιακή ανοδική πορεία. Το φαινόμενο αυτό συνεχίστηκε το 2001 και στις αρχές του 2002, παρά την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και την αύξηση της ανεργίας.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό ήταν κατά μέσο όρο 2,8% τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2002, ελαφρά υψηλότερος από ό,τι το 2001 (βλ. Διάγραμμα 18). Επιπλέον, οι

#### Διάγραμμα 18

### Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό και παραγωγικότητα εργασίας στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, τριμηνιαία στοιχεία)



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν τα 12 κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ (και για περιόδους πριν από το 2001). Σύνολο οικονομίας.

#### Πλαίσιο 4

#### Επιδράσεις της εισαγωγής των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ στις τιμές καταναλωτή

Πάνω από ένας χρόνος έχει περάσει από την εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2002 και τη μετατροπή όλων των τιμών της ζώνης του ευρώ στο νέο νόμισμα. Σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ οι καταναλωτές εκτιμούσαν ότι η μετάβαση στο ευρώ προκάλεσε σημαντικές αυξήσεις των τιμών. Το παρόν Πλαίσιο συνοψίζει στοιχεία σχετικά με την επίπτωση που είχε στις τιμές η μετάβαση στο ευρώ και εξετάζει πιθανούς λόγους για τους οποίους οι καταναλωτές εκτίμησαν ότι το ευρώ αποτέλεσε πηγή πιέσεων στις τιμές. Η άποψη που προβάλλεται είναι ότι οι επιδράσεις αυτές θα είναι ως επί το πλείστον προσωρινές και ότι μακροπρόθεσμα η αυξημένη διαφάνεια των τιμών μεταξύ των χωρών αναμένεται ότι θα εντείνει τον ανταγωνισμό και θα συγκρατήσει τις πιέσεις επί των τιμών.

#### Ορισμένες τιμές φαίνεται να έχουν επηρεαστεί σημαντικά από τη μετάβαση στο ευρώ, αλλά η συνολική επίπτωση είναι πιο περιορισμένη

Οι συνέπειες που είχε η μετατροπή των τιμών από τα εθνικά νομίσματα σε ευρώ έχουν εκτιμηθεί με διάφορες προσεγγίσεις: αναλύσεις της εξέλιξης των τιμών σε συνολικό επίπεδο, μελέτες ορισμένων βασικών στατιστικών σειρών τιμών επιλεγμένων αγαθών και υπηρεσιών και έρευνες σχετικά με την τιμολογιακή στρατηγική των επιχειρήσεων κατά τη μετάβαση στο νέο νόμισμα. Εξαιτίας των διαφορών που παρουσιάζουν οι προσεγγίσεις αυτές, είναι δύσκολο να συγκριθούν τα αποτελέσματά τους. Επιπλέον, τα αποτελέσματα αυτά θα πρέπει να ερμηνεύονται μόνο ως γενικές ενδείξεις όσον αφορά τη συνολική επίπτωση, επειδή είναι πολύ δύσκολο να διαχωριστούν οι επιδράσεις που προέρχονται αμιγώς από τη μετάβαση στο ευρώ από εκείνες που προέρχονται από άλλες πηγές πιέσεων στις τιμές, όπως τυχόν αυξήσεις των έμμεσων φόρων, των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών, των μισθών ή των τιμών των εισαγομένων. Παρά την επιφύλαξη αυτή, οι περισσότερες μελέτες καταλήγουν στο ίδιο βασικό συμπέρασμα: η εισαγωγή του ευρώ δεν οδήγησε σε γενικευμένες αυξήσεις των τιμών. Π.χ. σύμφωνα με μελέτη που δημοσίευσε η Eurostat τον Ιούλιο του 2002, βάσει στοιχείων ενός εξαμήνου για τον ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ, η επίδραση της κυκλοφορίας των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ στον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ το πρώτο εξάμηνο του 2002 κατά πάσα πιθανότητα κυμάνθηκε από 0,0 έως 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας. Η αυξητική επίδραση στις τιμές θα μπορούσε να οφείλεται είτε στο ότι οι επιχειρήσεις μετακύλισαν στους καταναλωτές το κόστος της μετάβασης στο ευρώ είτε σε σύστοιχες μεταβολές των τιμών. Ακόμη, μπορεί οι επιχειρήσεις να στρογγυλοποίησαν τις τιμές κατά τρόπο ώστε οι νέες τιμές σε ευρώ να είναι ελκυστικές ή να προσπάθησαν να αυξήσουν τα περιθώρια κέρδους τους.<sup>1</sup>

Η επίδραση από τη μετάβαση στο ευρώ ενδέχεται να διέφερε από χώρα σε χώρα. Π.χ. στη Γαλλία η επίπτωση στον εγχώριο ΔΤΚ εκτιμάται σε 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας, ενώ στην Ολλανδία ήταν πιθανώς 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας.<sup>2</sup> Οι διαφορές μεταξύ των χωρών συνδέονται ίσως με το διαφορετικό βαθμό ανταγωνισμού στις αντίστοιχες εθνικές αγορές (ο οποίος με τη σειρά του συνδέεται και με τη σημασία των μικρών εμπορικών επιχειρήσεων σε σχέση με τις μεγάλες), καθώς και με τις διαφορετικές συνθήκες της ζήτησης στις αντίστοιχες χώρες.

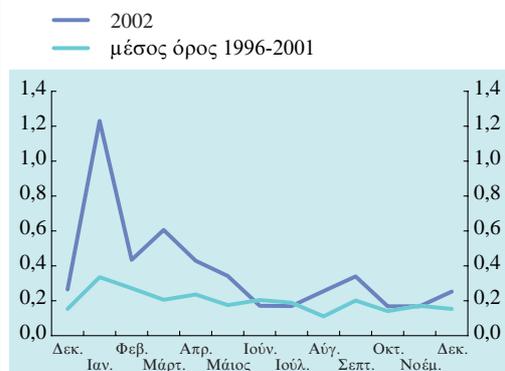
Από τα διαθέσιμα στοιχεία φαίνεται ότι οι επιδράσεις στις τιμές εντοπίζονται κυρίως σε συγκεκριμένους κλάδους του τομέα των υπηρεσιών, όπως άλλωστε επισήμαναν και πολλοί καταναλωτές. Συγκεκριμένα, οι τιμές κάποιων υπηρεσιών, π.χ. εστιατόρια, καφέ, κομμωτήρια και στεγνωκαθαριστήρια, φαίνεται ότι αυξήθηκαν σημαντικά σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ μετά

<sup>1</sup> Εκτενέστερη εξήγηση των επιδράσεων στις τιμές βλ. στο Πλαίσιο 3 της Ετήσιας Έκθεσης της ΕΚΤ για το 2001.

<sup>2</sup> Βλ. "The short-term impact on prices of the euro cash changeover", Banque de France Bulletin Digest, Σεπτέμβριος 2002, και "Getting used to the euro", De Nederlandsche Bank Quarterly Bulletin, Σεπτέμβριος 2002.

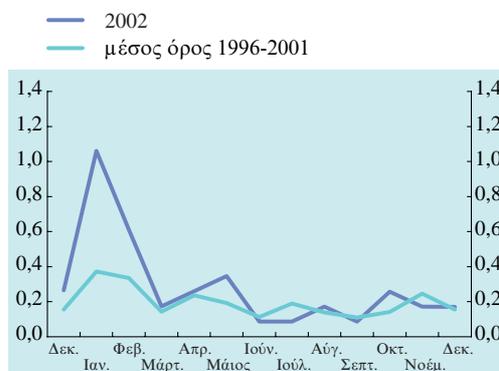
### Διάγραμμα Α: Τιμές εστιατορίων και καφέ

(μηνιαία εκατοστιαία μεταβολή)



### Διάγραμμα Β: Τιμές κομμωτηρίων

(μηνιαία εκατοστιαία μεταβολή)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

την εισαγωγή του ευρώ. Οι ανατιμήσεις που καταγράφηκαν σε ορισμένες από αυτές τις συνιστώσες του ΕνΔΤΚ ήταν εξαιρετικά υψηλές το 2002 σε σχέση με τη μέση εξέλιξή τους τα προηγούμενα έτη. Π.χ. τον Ιανουάριο του 2002 η μηνιαία άνοδος των τιμών των εστιατορίων και των καφέ της ζώνης του ευρώ (που είχαν συντελεστή στάθμισης στον ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ 6,7% το 2002) ήταν υπερτριπλάσια από τη μέση αύξησή τους τον ίδιο μήνα στη διάρκεια της περιόδου 1996-2001 (βλ. Διάγραμμα Α). Παρόμοιες εξελίξεις παρατηρήθηκαν στις τιμές των κομμωτηρίων (συντελεστής στάθμισης στον ΕνΔΤΚ: 1,1%, βλ. Διάγραμμα Β) και άλλων υπηρεσιών. Για τις περισσότερες από τις παραπάνω κατηγορίες οι αυξήσεις τιμών στη ζώνη του ευρώ ήταν μάλλον μεγάλες και σε σύγκριση με τις εκτός της ζώνης του ευρώ χώρες της ΕΕ. Αυτές οι αυξήσεις των τιμών που ήταν υψηλότερες από το μέσο όρο θα μπορούσαν θεωρητικά να οφείλονται και σε άλλους παράγοντες άσχετους με τη μετάβαση στο νέο νόμισμα, είναι όμως δύσκολο να ανιχνεύσουμε τους παράγοντες αυτούς.

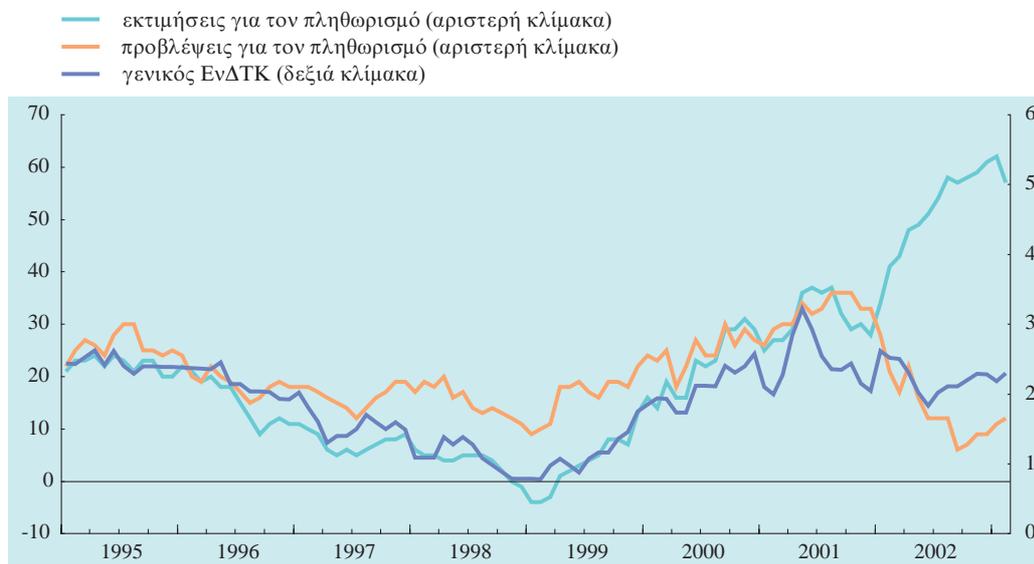
Οι τιμές των αγαθών, τα οποία αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 60% των ιδιωτικών καταναλωτικών δαπανών στη ζώνη του ευρώ, αυτές συνολικά δεν φαίνεται να έχουν επηρεαστεί σημαντικά από τη μετάβαση στο νέο νόμισμα. Ωστόσο, η μετάβαση στο ευρώ ενδέχεται να προκάλεσε σε όλη τη ζώνη του ευρώ ανατιμήσεις ορισμένων φθηνών αγαθών που αγοράζονται συχνά από τα νοικοκυριά, όπως είναι τα είδη αρτοποιίας και οι εφημερίδες. Λόγω της χαμηλής τιμής των αγαθών αυτών, κάθε στρογγυλοποίηση μπορεί να είναι σχετικά σημαντική ως ποσοστιαία μεταβολή. Αντίθετα, οι τιμές των ακριβότερων αγαθών, ιδίως των διαρκών καταναλωτικών αγαθών, φαίνεται ότι έτειναν να στρογγυλοποιούνται προς τα κάτω, γεγονός που συνδεόταν με την τεχνολογική πρόοδο και με το σχετικά έντονο ανταγωνισμό στις αγορές αυτές.

Μολονότι οι τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών που κατά τα φαινόμενα επηρεάστηκαν από την εισαγωγή του ευρώ εξακολούθησαν να παρουσιάζουν έντονη επιτάχυνση επί αρκετούς μήνες το 2002, τους πιο πρόσφατους μήνες φαίνεται ότι έχουν επανέλθει ως επί το πλείστον στα φυσιολογικά τους επίπεδα ή έχουν επιβραδυνθεί. Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει ότι η επίπτωσή τους στον πληθωρισμό θα είναι μόνο προσωρινή, αν και ενδέχεται να υπάρξουν και κάποιες πρόσθετες επιδράσεις, δεδομένου ότι δεν φαίνεται να έπαυσαν ακόμη οι προσαρμογές των τιμών που αποσκοπούν στη δημιουργία νέων ελκυστικών τιμών σε ευρώ.<sup>3</sup> Επιπλέον, οι ανατιμήσεις ενδεχομένως θα συνεχιστούν στις χώρες που εξακολουθούν να εφαρμόζουν κάποιου είδους τιμαριθμική αναπροσαρμογή των μισθών. Μακροπρόθεσμα, δεν αναμένεται να υπάρξει κάποια

<sup>3</sup> Βλ. λ.χ. "Consumer prices and the changeover from Deutsche Mark to euro", Deutsche Bundesbank Monthly Bulletin, Ιούλιος 2002.

### Διάγραμμα Γ: Εκτιμήσεις και προβλέψεις για τον πληθωρισμό και γενικός πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ

(διαφορά ποσοστών θετικών-αρνητικών απαντήσεων και ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, μηνιαία στοιχεία)



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Business and Consumer Surveys) και Eurostat.

Σημείωση: Οι δείκτες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις εκτιμήσεις και τις προβλέψεις σχετικά με τον πληθωρισμό εκφράζονται ως διαφορές θετικών-αρνητικών απαντήσεων και δεν μπορούν να συσχετιστούν άμεσα με τον καταγραφόμενο ρυθμό πληθωρισμού. Για τις περιόδους πριν από το 2001, τα στοιχεία για τον ΕνΔΤΚ δεν περιλαμβάνουν την Ελλάδα.

μόνιμη επίδραση στον πληθωρισμό, όταν πλέον η συμπεριφορά των καταναλωτών θα προσαρμοστεί στη νέα κλίμακα τιμών. Αντίθετα, αναμένεται ότι το ευρώ θα συμβάλει στη συγκράτηση των ανατιμήσεων, εφόσον θα ενισχύσει τη διαφάνεια των τιμών και τον ανταγωνισμό στη ζώνη του ευρώ, και μάλιστα τα οφέλη αυτά θα έχουν μόνιμο χαρακτήρα.

#### Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των καταναλωτών, ο πληθωρισμός αυξήθηκε

Τα εμπειρικά ευρήματα όσον αφορά την επίπτωση της μετάβασης στο ευρώ έρχονται σε πλήρη αντίθεση με τη γενική εντύπωση των καταναλωτών στη ζώνη του ευρώ. Σύμφωνα με το Ευρωβάρόμετρο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2002), πάνω από το 80% των καταναλωτών στη ζώνη του ευρώ θεωρεί ότι η μετατροπή των τιμών σε ευρώ συνδέθηκε με σημαντικές ανατιμήσεις. Αυτό αντανακλάται στη συνεχή σημαντική άνοδο που σημείωσε ο δείκτης των εκτιμήσεων για τον πληθωρισμό, τον οποίο καταρτίζει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, από τον Ιανουάριο του 2002 και σε όλη τη διάρκεια του έτους (βλ. Διάγραμμα Γ). Η εξέλιξη αυτή, που παρατηρήθηκε στην πλειονότητα των χωρών της ζώνης του ευρώ, έρχεται σε πλήρη αντίθεση με την υποχώρηση του καταγραφόμενου πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ την ίδια περίοδο, με αποτέλεσμα η διαφορά μεταξύ εκτιμήσεων για τον πληθωρισμό και καταγραφόμενου πληθωρισμού να διευρύνεται όλο και περισσότερο.

Μια πιθανή αιτία της διαφοράς αυτής είναι το γεγονός ότι οι καταναλωτές αποδίδουν μεγαλύτερη σημασία στην εξέλιξη των τιμών των συγκεκριμένων αγαθών και υπηρεσιών που αγοράζουν συχνότερα και δεν είναι τόσο ενήμεροι για την εξέλιξη των τιμών των ακριβότερων ειδών, όπως είναι τα διαρκή αγαθά, τα οποία αγοράζουν λιγότερο συχνά. Υπάρχουν ενδείξεις ότι, σε ορισμένες περιπτώσεις, η μετατροπή των τιμών από τα εθνικά νομίσματα σε ευρώ συνδέθηκε όντως με σημαντικές ανατιμήσεις, πράγμα το οποίο προέβλεπαν ιδιαίτερα τα μέσα μαζικής ενημέρωσης και πρόσεξαν οι καταναλωτές. Οι τιμές κάποιων από τα αγαθά που οι καταναλωτές προμηθεύονται σε καθημερινή βάση, όπως τα λαχανικά, αυξήθηκαν επίσης σημαντικά στην αρχή του 2002. Αυτές οι

ανατιμήσεις εξηγούνται σε μεγάλο βαθμό από παράγοντες άσχετους με την εισαγωγή του ευρώ, όπως οι δυσμενείς καιρικές συνθήκες, ωστόσο το κοινό φαίνεται να έχει συνδέσει και αυτές τις ανατιμήσεις με τη μετάβαση στο ευρώ. Μολονότι το β' τρίμηνο του 2002 οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών πολλών από αυτά τα αγαθά άρχισαν να υποχωρούν, ο δείκτης των εκτιμήσεων για τον πληθωρισμό συνέχισε να αυξάνεται.

Το ερώτημα λοιπόν πώς ερμηνεύεται η διαφορά μεταξύ εκτιμήσεων για τον πληθωρισμό και καταγεγραμμένου πληθωρισμού παραμένει. Ένας παράγοντας που πιθανώς έπαιξε ρόλο είναι το γεγονός ότι οι καταναλωτές δεν έχουν εξοικειωθεί με τις τιμές σε ευρώ. Οι πρόχειροι εμπειρικοί υπολογισμοί στους οποίους καταφεύγουν για να συγκρίνουν τις νέες τιμές σε ευρώ με τις παλαιές τιμές στο εθνικό νόμισμα ίσως να είναι επίσης σημαντικό στοιχείο για να κατανοηθούν οι εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό σε ορισμένες χώρες. Επιπλέον, σύμφωνα με τις ενδείξεις, μετά την εισαγωγή του ευρώ υπάρχουν σημαντικά περισσότερες τιμές για το ίδιο προϊόν. Ο μεγαλύτερος αριθμός διαφορετικών τιμών ίσως προκάλεσε σύγχυση στους καταναλωτές, οι οποίοι πιθανώς χρειάζονται περισσότερο χρόνο για να προσαρμοστούν στα νέα πρότυπα τιμολόγησης.<sup>4</sup> Γενικά, μολονότι πολλοί παράγοντες μπορούν να βοηθήσουν να εξηγηθεί γιατί από τις εκτιμήσεις των καταναλωτών προκύπτει ένας συνεχής υψηλός ρυθμός πληθωρισμού, οι περισσότεροι από τους ίδιους παράγοντες θα υποδήλωναν ότι πρόκειται απλώς για ένα προσωρινό φαινόμενο, όπως φαίνεται και από τη σημαντική υποχώρηση των προβλέψεων για τον πληθωρισμό κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2002 (βλ. επίσης Διάγραμμα Γ).

Γενικά, μολονότι οι καταναλωτές επισήμαναν υπερβολικές αυξήσεις τιμών στο πλαίσιο της μετάβασης στο ευρώ, φαίνεται ότι οι περιπτώσεις αυτές ήταν ακραίες και η συνολική τους σημασία ήταν πολύ περιορισμένη. Εν προκειμένω, οι καταναλωτές θα πρέπει από την πλευρά τους να δείξουν ότι δεν είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν κάποια συγκεκριμένα αγαθά στα οποία έχουν γίνει εξόφθαλμα αδικαιολόγητες αυξήσεις τιμών. Επιπλέον, τα αγαθά και οι υπηρεσίες που επηρεάστηκαν από την κυκλοφορία του ευρώ αντιπροσωπεύουν σχετικά μικρό ποσοστό στο συνολικό "καλάθι" των ειδών που απαρτίζουν τον ΕνΔΤΚ. Συνεπώς, μόνο ένα μάλλον περιορισμένο τμήμα του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ θα μπορούσε να αποδοθεί στην εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή το 2002. Αυτές οι επιπτώσεις στον πληθωρισμό (ΕνΔΤΚ) θα είναι ως επί το πλείστον προσωρινές, ενώ η ενίσχυση της διαφάνειας των τιμών σε διασυννοριακό επίπεδο εξαιτίας της εισαγωγής του ευρώ αναμένεται ότι, πιο μακροχρόνια, θα εντείνει τον ανταγωνισμό και θα συγκρατήσει τις πιέσεις επί των τιμών.

4 Βλ. π.χ. "The adaptation of prices to the changeover to the euro", Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, [www.nbb.be](http://www.nbb.be).

δωδεκάμηνοι ρυθμοί αύξησης του συνολικού ωριαίου κόστους εργασίας και των ακαθάριστων μηνιαίων αποδοχών ήταν και αυτοί υψηλότεροι τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2002 σε σύγκριση με το 2001. Ωστόσο, από τα διαθέσιμα στοιχεία για τις επιμέρους χώρες δεν προκύπτει περαιτέρω επιτάχυνση του κόστους εργασίας προς το τέλος του 2002. Η άποψη αυτή επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των συμβατικών αποδοχών υποχώρησε το δεύτερο εξάμηνο του 2002.

Σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας ήταν ελαφρά υψηλότερος τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2002, αν και παρέμεινε σε χαμηλό επίπεδο. Αντανακλώντας τις κυκλικές διακυμάνσεις, η παραγωγικότητα της εργασίας ανέκαμψε το β' και το γ' τρίμηνο του 2002, ενώ τα δύο προηγούμενα τρίμηνα είχε σημειώσει αρνητική ετήσια αύξηση. Έτσι, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας της ζώνης του

ευρώ επιβραδύνθηκε από 3,5% το α' τρίμηνο σε 2,4% το β' και σε 2,0% το γ' τρίμηνο. Η εξέλιξη των ποσοστών κέρδους, όπως υπολογίζεται κατά προσέγγιση με βάση τη διαφορά ετήσιων ρυθμών αύξησης μεταξύ του αποπληθωριστή του ΑΕΠ και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, δείχνει ότι η επιβράδυνση της

οικονομικής δραστηριότητας επέδρασε αρνητικά στα κέρδη. Εντούτοις, εξαιτίας της κυκλικής ανάκαμψης της παραγωγικότητας το 2002, η άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έχει επιβραδυνθεί και συνεπώς έχουν μειωθεί οι καθοδικές πιέσεις επί των ποσοστών κέρδους.

#### 4 Η εξέλιξη της παραγωγής, της ζήτησης και της αγοράς εργασίας

##### Υποτονική οικονομική δραστηριότητα το 2002

Παρά τις θετικές ενδείξεις που παρατηρήθηκαν στην αρχή του έτους, η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε χαμηλή το 2002. Η ανάκαμψη που ξεκίνησε

στην αρχή του 2002 δεν επιταχύνθηκε και οι τριμηνιαίοι ρυθμοί αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ παρέμειναν σε όλη τη διάρκεια του έτους σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά που είναι συνεπή με το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ. Το τελευταίο τρίμηνο του

#### Πίνακας 7

##### Σύνθεση της αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ

(εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)

	Ετήσιοι ρυθμοί <sup>1)</sup>								Τριμηνιαίοι ρυθμοί <sup>2)</sup>				
	2000	2001	2002	2001 δ' τρ.	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.	2001 δ' τρ.	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.
Πραγματικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	3,5	1,4	0,8	0,5	0,3	0,6	0,9	1,3	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,2
εκ του οποίου:													
Εγχώρια ζήτηση	2,9	0,9	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,4	0,8	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4
Ιδιωτική κατανάλωση	2,5	1,8	0,6	1,6	0,5	0,4	0,6	1,0	0,0	-0,2	0,4	0,4	0,4
Δημόσια κατανάλωση	2,0	2,1	2,5	1,6	2,0	2,6	2,7	2,6	0,6	0,7	0,9	0,3	0,5
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	4,9	-0,6	-2,5	-2,5	-2,5	-3,2	-2,6	-1,8	-0,9	-0,2	-1,3	-0,2	-0,1
Μεταβολές αποθεμάτων <sup>3),4)</sup>	0,0	-0,4	-0,1	-0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Καθαρές εξαγωγές <sup>5)</sup>	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,5	0,5	-0,2	0,4	0,1	0,2	-0,2
Εξαγωγές <sup>5)</sup>	12,6	2,8	1,2	-2,8	-2,4	0,6	2,7	4,1	-1,2	0,2	1,7	2,1	0,0
Εισαγωγές <sup>5)</sup>	11,3	1,5	-0,3	-4,1	-3,9	-1,5	1,5	3,0	-0,8	-1,0	1,5	1,8	0,6
Πραγματική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία:													
εκ της οποίας:													
Βιομηχανία πλην κατασκευών	4,0	1,1	0,2	-1,5	-1,8	0,1	0,7	1,7	-1,3	0,9	0,6	0,5	-0,4
Κατασκευές	2,4	-0,6	-1,5	-0,6	-0,6	-1,6	-1,8	-2,0	0,0	-0,7	-1,0	-0,1	-0,2
Υπηρεσίες αγοράς <sup>6)</sup>	4,8	2,6	1,3	1,7	1,3	1,2	1,2	1,5	0,1	0,3	0,5	0,3	0,4

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Εκατοστιαία μεταβολή έναντι της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους.

2) Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου τριμήνου.

3) Συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, σε εκατοστιαίες μονάδες.

4) Συμπεριλαμβάνεται η κτήση (μείον διάθεση) τιμαλφών.

5) Οι εξαγωγές και οι εισαγωγές καλύπτουν αγαθά και υπηρεσίες και συμπεριλαμβάνουν το διασυνοριακό εμπόριο εντός της ζώνης του ευρώ. Το εμπόριο εντός της ζώνης του ευρώ δεν απαλείφεται από τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών για τις εισαγωγές και τις εξαγωγές. Συνεπώς, τα στοιχεία αυτά δεν είναι πλήρως συγκρίσιμα με τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών.

6) Περιλαμβάνουν: εμπόριο, μεταφορές, επικοινωνίες, χρηματοοικονομικές και επιχειρηματικές υπηρεσίες.

έτους παρατηρήθηκαν νέες ενδείξεις επιβράδυνσης, καθώς ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε χαμηλό επίπεδο. Συνολικά, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε σε 0,8% το 2002, από 1,4% το 2001, αντανακλώντας τη μεταφερόμενη επιβάρυνση από το 2001, σε συνδυασμό με τους μέτριους τριμηνιαίους ρυθμούς αύξησης που σημειώθηκαν στη διάρκεια του 2002 (βλ. Πίνακα 7).

Η παρατεταμένη βραδεία ανάπτυξη από το τέλος του 2000 συνέβαλε στη σημαντική συρρίκνωση των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, με αποτέλεσμα το αχρησιμοποίητο παραγωγικό δυναμικό να εξακολουθεί να είναι περιορισμένο το 2002. Ο μέσος βαθμός αξιοποίησης του παραγωγικού δυναμικού στον τομέα της μεταποίησης το 2002 προσέγγιζε το μακροχρόνιο μέσο όρο του, ενώ το ποσοστό ανεργίας σημείωσε μέτρια μόνο αύξηση και παρέμεινε χαμηλότερο σε σχέση με το 2000.

Η βραδεία οικονομική ανάπτυξη το 2002 οφειλόταν σε ένα σύνολο αρνητικών διαταραχών, οι οποίες όξυναν την αβεβαιότητα και μείωσαν τις προσδοκίες ταχείας ανάκαμψης. Οι γεωπολιτικές εντάσεις, οι οποίες επηρέασαν αρνητικά τη τιμή του πετρελαίου και τις προσδοκίες, η κάθετη πτώση των τιμών των μετοχών και οι επίμονες ανισορροπίες που εξακολουθούσαν να επικρατούν στην παγκόσμια οικονομία συνέβαλαν στην επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας το 2002.

Σ' αυτό το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον, είναι σημαντικό να υλοποιηθούν οι προγραμματισμένες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, οι οποίες αναμένεται να ενισχύσουν την εμπιστοσύνη στη μελλοντική οικονομική ανάπτυξη και αύξηση της απασχόλησης. Το Πλαίσιο 6 εξετάζει πόσο έχει προχωρήσει η εφαρμογή του προγράμματος μεταρρυθμίσεων της ΕΕ.

### Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ επιβραδύνθηκε περαιτέρω το 2002 λόγω της μικρότερης συμβολής της εγχώριας ζήτησης

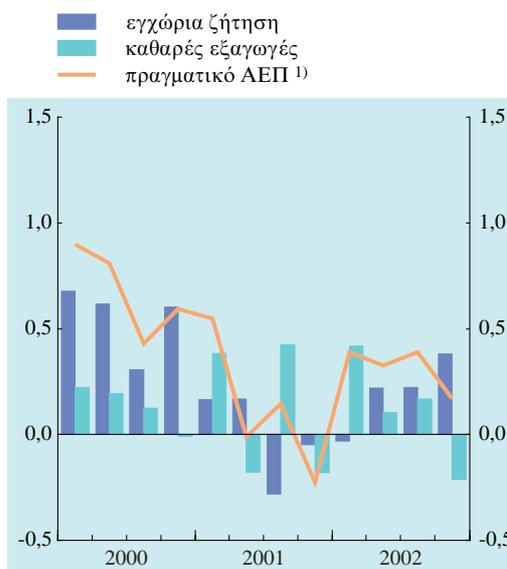
Σε σύγκριση με το 2001, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν χαμηλότερος το 2002, λόγω της μικρότερης συμβολής της εγχώριας ζήτησης στην οικονομική δραστηριότητα. Η υποτονικότητα της εγχώριας ζήτησης προκλήθηκε από τη σημαντική συρρίκνωση των κεφαλαιακών δαπανών, η οποία αντισταθμίστηκε μόνο εν μέρει από τη συγκρατημένη άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου συρρικνώθηκαν επί δεύτερο συνεχές έτος το 2002 και σημείωσαν μέση πτώση κατά 2,5% (βλ. Πίνακα 7). Η κάμψη των επενδύσεων αυτών μπορεί να αποδοθεί σε ποικίλους παράγοντες. Πρώτον, οι προοπτικές σθεναρής οικονομικής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν στη διάρκεια του έτους, με συνέπεια οι επιχειρήσεις να περικόψουν

### Διάγραμμα 19

#### Συμβολή στην ανά τρίμηνο αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ

(συμβολή ανά τρίμηνο σε εκατοστιαίες μονάδες, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου τριμήνου.

τα επενδυτικά τους προγράμματα. Δεύτερον, η κερδοφορία του επιχειρηματικού τομέα επηρεάστηκε δυσμενώς από την οικονομική επιβράδυνση. Αλλά και η τιμολογιακή συμπεριφορά των επιχειρήσεων που επιδίωξαν να διατηρήσουν το μερίδιό τους στην εξαγωγική αγορά ενόσω το ευρώ σημείωνε ανατίμηση ενδέχεται να συμπίεσε τα επιχειρηματικά κέρδη. Τρίτον, η έντονη πτώση των τιμών των μετοχών το 2002 είχε συνέπεια να αυξηθεί το κόστος άντλησης κεφαλαίων μέσω της έκδοσης μετοχών, πράγμα το οποίο με τη σειρά του μπορεί να επηρέασε αρνητικά τις επενδυτικές δαπάνες. Τέταρτον, οι συνεχώς διευρυνόμενες διαφορές τόσο των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων όσο και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων τραπεζικών χορηγήσεων λιανικής ενδεχομένως συνεπάγονταν ότι οι όροι χρηματοδότησης των επιχειρήσεων ήταν επαχθέστεροι, παρά τα χαμηλά επιτόκια (βλ. Πλαίσιο 3). Τέλος, η μείωση του πραγματικού εισοδήματος των νοικοκυριών και η αύξηση της αβεβαιότητας επέδρασαν επίσης αρνητικά στις επενδύσεις για αγορά κατοικίας, οι οποίες εκτιμάται ότι μειώθηκαν κατά 2% περίπου το 2002.

Το 2002 η ιδιωτική κατανάλωση επηρεάστηκε αρνητικά από την υποτονική οικονομική δραστηριότητα και την έντονη αβεβαιότητα. Συνολικά, η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε με μέσο ρυθμό 0,6% το 2002 (βλ. Πίνακα 7). Ειδικότερα, σε σύγκριση με το 2001, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών εκτιμάται ότι σημείωσε μικρότερη άνοδο στη διάρκεια του 2002, κυρίως εξαιτίας της βραδύτερης αύξησης της απασχόλησης, η οποία όμως αντισταθμίστηκε εν μέρει από την ελαφρά άνοδο των πραγματικών αμοιβών το 2002 λόγω του κάπως χαμηλότερου πληθωρισμού. Η συμβολή των καθαρών δημόσιων μεταβιβάσεων, φόρων και εισφορών κοινωνικής ασφάλισης στην αύξηση του εισοδήματος των νοικοκυριών εκτιμάται ότι παρέμεινε σχετικά αμετάβλητη το 2002 έναντι του 2001.

Το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών εκτιμάται ότι αυξήθηκε το

2002. Στην αρχή του 2002 η άνοδος του ποσοστού αυτού συνδέθηκε με τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου 2001 και – σε μικρότερο βαθμό – με τη μετάβαση στο ευρώ σε φυσική μορφή, εξαιτίας της οποίας οι καταναλωτές εκτιμούσαν ότι ο πληθωρισμός είχε αυξηθεί (βλ. Πλαίσιο 4) και ήταν πιο απρόθυμοι να πραγματοποιήσουν σημαντικές αγορές. Τους επόμενους μήνες του 2002 η κάθετη πτώση των τιμών των μετοχών άσκησε περαιτέρω ανοδικές πιέσεις στο ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών, επειδή μείωσε τον πλούτο του τομέα των νοικοκυριών και επηρέασε δυσμενώς την εμπιστοσύνη (βλ. Διάγραμμα 20). Ωστόσο, οι αρνητικές επιπτώσεις της μείωσης των τιμών των μετοχών στην καθαρή αξία των νοικοκυριών ενδέχεται να αντισταθμίστηκαν εν μέρει από αυξήσεις

## Διάγραμμα 20

### Δείκτες εμπιστοσύνης στη ζώνη του ευρώ

(διαφορές ποσοστών θετικών-αρνητικών απαντήσεων)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Business and Consumer Surveys). Σημείωση: Όλα τα στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα. Τα στοιχεία έχουν υπολογιστεί ως αποκλίσεις από το μέσο όρο της περιόδου από τον Ιανουάριο του 1985 και εξής για την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και τις επιχειρηματικές προσδοκίες της βιομηχανίας και από τον Απρίλιο του 1995 και εξής για τις επιχειρηματικές προσδοκίες του τομέα των υπηρεσιών.

των τιμών των κατοικιών σε ορισμένες περιοχές της ζώνης του ευρώ. Ακόμη, οι σοβαρές γεωπολιτικές εντάσεις και η σταδιακή χειροτέρευση των συνθηκών στην αγορά εργασίας μπορεί επίσης να οδήγησαν τα νοικοκυριά να αυξήσουν τις αποταμιεύσεις τους για προληπτικούς λόγους.

**Οι μεταβολές των αποθεμάτων δεν συνέβαλαν στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το 2002, ενώ οι καθαρές εξαγωγές συνέβαλαν θετικά**

Οι μεταβολές των αποθεμάτων, μετά από μεγάλη αρνητική συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το 2001, είχαν μηδενική κατά μέσο όρο συμβολή το 2002. Η βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών στην αρχή του έτους σήμανε το τέλος μιας μακράς περιόδου που χαρακτηρίστηκε από εξάντληση των αποθεμάτων. Ωστόσο, το δεύτερο εξάμηνο του έτους ο απογοητευτικός ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας οδήγησε τις επιχειρήσεις να

προσαρμόσουν προς τα κάτω το επιθυμητό ύψος των αποθεμάτων τους, γεγονός που δεν επέτρεψε στη σχετική συνιστώσα να έχει σημαντική συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ.

Το 2002 ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του όγκου τόσο των εισαγωγών όσο και των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (συμπεριλαμβανομένων και των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ) μειώθηκε περαιτέρω σε -0,3% και 1,2% αντίστοιχα. Η εξέλιξη αυτή αντικατοπτρίζει εν μέρει τη σημαντική μεταφερόμενη επιβάρυνση από την έντονη συρρίκνωση του όγκου των συναλλαγών το δεύτερο εξάμηνο του 2001. Ωστόσο, ο όγκος των εμπορικών συναλλαγών ανέκαμψε περί τα μέσα του 2002. Η δυναμική των εξαγωγών ενισχύθηκε χάρη στην άνοδο της παγκόσμιας ζήτησης. Οι εισαγωγές επίσης τονώθηκαν περί τα μέσα του έτους. Το τελευταίο τρίμηνο του έτους η αύξηση των εισαγωγών και των εξαγωγών επιβραδύνθηκε, ενώ το εμπορικό ισοζύγιο είχε αρνητική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ. Κατά μέσο όρο το

**Πίνακας 8**

**Βιομηχανική παραγωγή στη ζώνη του ευρώ**

(εκατοστιαίες μεταβολές)

	Ετήσιοι ρυθμοί <sup>1)</sup>									Τριμηνιαίοι ρυθμοί <sup>2)</sup>				
	2000	2001	2002	2001 δ' τρ.	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.	2001 δ' τρ.	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.	
Σύνολο βιομηχανίας πλην κατασκευών	5,5	0,4	-0,7	-3,6	-2,7	-0,6	-0,5	0,9	-1,8	0,6	0,6	-0,1	-0,1	
κύριες ομάδες βιομηχανικών κλάδων:														
Σύνολο βιομηχανίας πλην κατασκευών και ενέργειας	6,0	0,2	-0,9	-4,7	-3,2	-0,9	-0,8	1,2	-2,3	0,9	0,5	0,0	-0,2	
Ενδιάμεσα αγαθά	5,9	-0,8	0,3	-6,0	-2,1	0,3	0,7	2,3	-2,6	2,3	0,7	0,2	-0,9	
Κεφαλαιακά αγαθά	9,4	1,3	-2,6	-4,9	-6,7	-2,7	-1,9	1,0	-2,5	-0,6	0,8	0,2	0,3	
Καταναλωτικά αγαθά	2,2	0,4	-1,0	-2,6	-1,2	-0,9	-1,9	-0,1	-2,0	0,3	0,2	-0,5	-0,1	
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά	6,5	-2,5	-4,9	-7,4	-6,7	-5,8	-3,9	-3,0	-3,7	-0,5	-0,9	0,6	-2,4	
Μη διαρκή καταναλωτικά αγαθά	1,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,1	-1,5	0,5	-1,7	0,5	0,4	-0,6	0,3	
Ενέργεια	1,9	1,2	0,7	3,5	1,2	2,1	0,7	-1,0	1,9	-1,6	1,1	-0,5	0,2	
Μεταποίηση	5,9	0,2	-1,0	-4,6	-3,4	-1,0	-0,7	1,2	-2,3	0,8	0,6	0,0	-0,2	

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Εκατοστιαία μεταβολή έναντι της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους. Χρησιμοποιούνται στοιχεία διορθωμένα για διαφοροποιήσεις ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών.

2) Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Χρησιμοποιούνται στοιχεία διορθωμένα τόσο εποχικά όσο και ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών.

2002, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας ήταν σημαντική, λόγω της μείωσης του όγκου των εισαγωγών.

**Ο τομέας των υπηρεσιών εξακολούθησε να είναι η κινητήρια δύναμη της οικονομικής δραστηριότητας το 2002**

Σύμφωνα με εθνικολογιστικά στοιχεία, η προστιθέμενη αξία στη βιομηχανία εκτός των κατασκευών αυξήθηκε ελαφρά το 2002, κατά 0,2%. Η βραδεία αυτή άνοδος προήλθε κυρίως από τη μεταφερόμενη επιβάρυνση από το 2001, παρότι η βιομηχανική δραστηριότητα ανέκαμψε το πρώτο εξάμηνο του έτους (βλ. Πίνακα 7). Τα στοιχεία για τη βιομηχανική παραγωγή δείχνουν ότι η ανάκαμψη ξεκίνησε στην αρχή του έτους από τα ενδιάμεσα αγαθά (βλ. Πίνακα 8), παράλληλα με την αντιστροφή του κύκλου των αποθεμάτων και την ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης (βλ. Διάγραμμα 21). Το δεύτερο εξάμηνο του 2002 η βιομηχανική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε, αντανακλώντας τις δυσμενέστερες τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές, μολονότι οι δωδεκάμηνοι ρυθμοί αύξησής της εξακολουθούσαν να επιταχύνονται, ευνοούμενοι από τη σύγκριση με τους χαμηλούς ρυθμούς του δεύτερου εξαμήνου του 2001. Η παραγωγή του κατασκευαστικού τομέα, μετρούμενη με βάση την πραγματική προστιθέμενη αξία, μειώθηκε κατά 1,5% το 2002. Η κάμψη της κατασκευαστικής δραστηριότητας προήλθε σε μεγάλο βαθμό από τις συνεχείς δυσμενείς εξελίξεις στη Γερμανία, ενώ σημαντικά επίσης συνέβαλαν η χειροτέρευση του γενικότερου οικονομικού κλίματος στη ζώνη του ευρώ και η έντονη αβεβαιότητα.

Αντίθετα, η προστιθέμενη αξία στον τομέα των υπηρεσιών συνέχισε να αυξάνεται το 2002, αν και με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι το 2001. Η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών αγοράς αυξήθηκε κατά 1,3% (βλ. Πίνακα 7), παραμένοντας η βασική

**Διάγραμμα 21**  
**Εξαγωγές αγαθών και βιομηχανική παραγωγή στη ζώνη του ευρώ**

(όγκοι, ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.  
Σημείωση: Τα στοιχεία έχουν υπολογιστεί με βάση κεντρικούς κινητούς μέσους όρους τριών μηνών.

κινητήρια δύναμη της οικονομικής ανάπτυξης το 2002. Οι τριμηνιαίοι ρυθμοί αύξησης της συνολικής προστιθέμενης αξίας στον τομέα αυτό παρέμειναν σχετικά σταθεροί στη διάρκεια του έτους.

**Ο βαθμός διασποράς των ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ μειώθηκε το 2002**

Ο βαθμός διασποράς των ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ σημείωσε πτώση το 2002. Η διαφορά μεταξύ των δύο χωρών που είχαν τον υψηλότερο και το χαμηλότερο ρυθμό αύξησης περιορίστηκε σε 4,1 εκατοστιαίες μονάδες, από 5,0 εκατοστιαίες μονάδες το 2001. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ υποχώρησε σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ, με εξαίρεση τη Φινλανδία. Εξαιτίας της υποτονικής οικονομικής

δραστηριότητας το 2002, οι μέσοι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν χαμηλοί σε αρκετές χώρες. Σε ορισμένες μάλιστα το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε μόνο οριακά το 2002.

### Η αύξηση της απασχόλησης επιβραδύνθηκε περαιτέρω το 2002

Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας επηρέασε σταδιακά και τις αγορές εργασίας το 2002 και οι τριμηνιαίοι ρυθμοί αύξησης της συνολικής απασχόλησης έγιναν αρνητικοί το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα εθνικά στοιχεία, η άνοδος της συνολικής απασχόλησης εκτιμάται σε 0,4% το 2002, έναντι 1,4% το 2001. Σε σύγκριση με παλαιότερες επιβραδύνσεις της οικονομικής δραστηριότητας που σημειώθηκαν τη δεκαετία του '90, η αύξηση της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε σχετικά ανθεκτική επί μεγάλο μέρος του 2002. Η ανθεκτικότητα αυτή πιθανώς εξηγείται εν μέρει από το γεγονός ότι στις αρχές του 2002 πολλές επιχειρήσεις ανέμεναν ότι η επιβράδυνση

θα ήταν βραχύβια. Επειδή όμως η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε χαμηλή, οι συνθήκες στην αγορά εργασίας χειροτέρευσαν το δεύτερο εξάμηνο του έτους (βλ. Πίνακα 9).

Όσον αφορά τις εξελίξεις το 2002 κατά τομέα, οι βιομηχανικοί τομείς (δηλ. οι κατασκευές και η βιομηχανία εκτός κατασκευών) εμφάνισαν αρνητικό δωδεκάμηνο ρυθμό αύξησης της απασχόλησης, ενώ στον τομέα των υπηρεσιών συνεχίστηκε η καθαρή δημιουργία θέσεων εργασίας. Ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης στον τομέα αυτό επιβραδύνθηκε αξιοσημείωτα σε σχέση με το 2001. Ειδικότερα, η αύξηση της απασχόλησης στις χρηματοπιστωτικές και επιχειρηματικές υπηρεσίες, οι οποίες αποτελούσαν τον κυριότερο προωθητικό παράγοντα της καθαρής δημιουργίας θέσεων εργασίας τα τελευταία χρόνια, ήταν χαμηλότερη από το ήμισυ της αντίστοιχης αύξησης το 2001. Στις υπόλοιπες υπηρεσίες αγοράς (δηλ. στο εμπόριο, τις μεταφορές και τις επικοινωνίες), η αύξηση της απασχόλησης επίσης επιβραδύνθηκε αισθητά, αν και λιγότερο έντονα.

## Πίνακας 9

### Εξελίξεις στην αγορά εργασίας στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές και ποσοστά %)

	Ετήσιες μεταβολές										Τριμηνιαίες μεταβολές				
	1999	2000	2001	2002	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2001	2002	2002	2002	2002
					δ' τρ.	α' τρ.	β' τρ.	γ' τρ.	δ' τρ.	δ' τρ.	α' τρ.	β' τρ.	γ' τρ.	δ' τρ.	
Εργατικό δυναμικό	0,9	1,0	0,9	.	0,7	0,8	0,8	0,7	.	0,3	0,2	0,2	0,1	.	
Απασχόληση	1,8	2,1	1,4	.	0,9	0,7	0,5	0,3	.	0,2	0,1	0,0	-0,1	.	
Γεωργία <sup>1)</sup>	-2,4	-1,6	-0,8	.	-1,6	-2,3	-1,9	-1,9	.	-0,5	-0,4	-0,2	-0,9	.	
Βιομηχανία <sup>2)</sup>	0,3	0,9	0,3	.	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.	
- πλην κατασκευών	-0,2	0,6	0,3	.	-0,5	-1,1	-1,1	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.	
- κατασκευές	2,0	1,7	0,3	.	-0,2	-0,6	-0,7	-1,3	.	-0,2	-0,3	-0,1	-0,7	.	
Υπηρεσίες <sup>3)</sup>	2,7	2,9	2,0	.	1,6	1,6	1,3	1,0	.	0,4	0,3	0,1	0,2	.	
<b>Ποσοστά ανεργίας<sup>4)</sup></b>															
Συνολικό	9,4	8,5	8,0	8,3	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	-	-	-	-	-	
Κάτω των 25 ετών	18,5	16,6	15,6	16,1	15,7	15,8	16,1	16,2	16,3	-	-	-	-	-	
25 ετών και άνω	8,2	7,4	7,0	7,3	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	-	-	-	-	-	

Πηγές: Εθνικά στοιχεία και υπολογισμοί της ΕΚΤ για το εργατικό δυναμικό. Στοιχεία Eurostat για την απασχόληση και την ανεργία.

1) Συμπεριλαμβάνονται η αλιεία, η θήρα και η εκμετάλλευση δασών.

2) Περιλαμβάνονται η μεταποίηση, οι κατασκευές, τα ορυχεία-μεταλλεία-λατομεία, ο ηλεκτρισμός, το φυσικό αέριο και η ύδρευση.

3) Εξαιρούνται ετερόδοκοι οργανισμοί και όργανα.

4) Ποσοστό του εργατικού δυναμικού σύμφωνα με τις συστάσεις της Διεθνούς Οργάνωσης Εργασίας.

### Σταδιακή αύξηση της ανεργίας το 2002

Συμβαδίζοντας με την επιβράδυνση της αύξησης της απασχόλησης, το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ, βάσει τυποποιημένου ορισμού, αυξήθηκε σταδιακά σε 8,3% (μέσος όρος έτους), καταγράφοντας άνοδο κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας σε σύγκριση με το 2001 (βλ. Διάγραμμα 22). Μετά από τέσσερα έτη συνεχούς υποχώρησης, ο αριθμός των ανέργων στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε σε 11,4 εκατομμύρια κατά μέσο όρο το 2002.

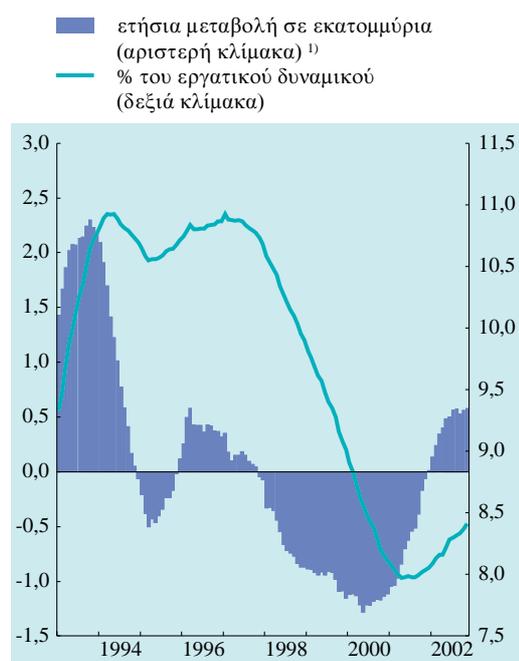
Η ανεργία φαίνεται ότι σημείωσε άνοδο σε όλες τις ηλικιακές ομάδες και σε αμφότερα τα φύλα. Το ποσοστό ανεργίας των νέων ανήλθε σε 16,1% το 2002, δηλ. ήταν υψηλότερο κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας σε σύγκριση με το 2001, ενώ το ποσοστό ανεργίας των ατόμων από 25 ετών και άνω αυξήθηκε από 7,0% το 2001

σε 7,3% το 2002. Κατά συνέπεια, η διαφορά του ποσοστού ανεργίας μεταξύ των δύο ηλικιακών ομάδων παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη το 2002 σε σύγκριση με το 2001. Επιπλέον, παρότι η ανεργία σημείωσε άνοδο τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες, η διαφορά μεταξύ του μέσου ποσοστού ανεργίας των ανδρών (7,2% το 2002) και του αντίστοιχου ποσοστού των γυναικών (9,8% το 2002) συνέχισε να περιορίζεται σταδιακά σε όλη τη διάρκεια του έτους. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι οι ομάδες που παραδοσιακά θίγονται περισσότερο από τη χειροτέρευση των συνθηκών στην αγορά εργασίας (δηλ. οι νέοι και οι γυναίκες) δεν φαίνεται να επλήγησαν σχετικά περισσότερο από την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, ιδίως σε σύγκριση με παλαιότερες επιβραδύνσεις που σημειώθηκαν τη δεκαετία του '90. Η ανεργία αυξήθηκε στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ, ενώ ο βαθμός διασποράς των ποσοστών ανεργίας μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ διατηρήθηκε σχεδόν αμετάβλητος.

#### Διάγραμμα 22

#### Ανεργία στη ζώνη του ευρώ

(μηνιαία στοιχεία, εποχικώς διορθωμένα)



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν τα 12 κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ (και για περιόδους πριν από το 2001).

1) Οι ετήσιες μεταβολές δεν είναι εποχικώς διορθωμένες.

Τέλος, ο ρυθμός αύξησης του εργατικού δυναμικού (δηλ. του αθροίσματος όλων των απασχολούμενων και των ανέργων) εκτιμάται ότι ήταν ελαφρά βραδύτερος το 2002, αντικατοπτρίζοντας την παρατεταμένα χαμηλή αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και την άνοδο της ανεργίας, η οποία έτεινε να αποθαρρύνει την είσοδο στο εργατικό δυναμικό.

Συνοπτικά, μολονότι η αύξηση της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε σχετικά ανθεκτική έως το δεύτερο εξάμηνο του 2002, οι αγορές εργασίας σταδιακά χειροτέρευσαν, αντανακλώντας κυρίως, με κάποια χρονική υστέρηση, την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Οι εξελίξεις αυτές τονίζουν ιδιαίτερα ότι είναι αναγκαίο αφενός να συνεχιστούν οι προσπάθειες για την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας και αφετέρου οι μισθολογικές εξελίξεις να στηρίζουν την

άνοδο της απασχόλησης, προκειμένου να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα της αγοράς εργασίας και να μετριάζονται οι επιδράσεις

των καθοδικών φάσεων του οικονομικού κύκλου (βλ. Πλαίσιο 5).

## Πλαίσιο 5

### Περιορισμένη πρόοδος των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και εργασίας της ζώνης του ευρώ

Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας ενισχύουν το αναπτυξιακό δυναμικό της οικονομίας και διευκολύνουν την προσαρμογή στις μεταβολές των οικονομικών συνθηκών. Το Μάρτιο του 2000 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβώνας αναγνώρισε τη σημασία του εκσυγχρονισμού του κανονιστικού πλαισίου και κατήρτισε ένα φιλόδοξο πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων, με τις οποίες επιδιώκεται να γίνει η Ευρωπαϊκή Ένωση η ανταγωνιστικότερη και δυναμικότερη οικονομία της γνώσης ανά την υφήλιο μέχρι το 2010. Από τότε το οικονομικό περιβάλλον έχει χειροτερεύσει σημαντικά, γεγονός που κατέστησε ακόμη σημαντικότερη την ανάληψη σθεναρής δράσης για να υλοποιηθεί το “πρόγραμμα της Λισσαβώνας”, με στόχο να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη στις προοπτικές της οικονομίας και να δημιουργηθούν συνθήκες που θα ευνοούν την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης. Υπό το πρίσμα αυτό, το παρόν Πλαίσιο αξιολογεί εν συντομία την πρόοδο που έχει σημειωθεί στην υλοποίηση του προγράμματος μεταρρυθμίσεων της ΕΕ τα τελευταία χρόνια και ιδίως το 2002. Η αξιολόγηση αυτή εν πολλοίς συμφωνεί με την άποψη που παρουσιάζεται στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με την εφαρμογή των Γενικών Προσανατολισμών της Οικονομικής Πολιτικής για το 2002.

Η λειτουργία των αγορών προϊόντων παρακολουθείται και αξιολογείται στο πλαίσιο της διαδικασίας του Κάρντιφ, ενώ η μεταρρύθμιση των αγορών εργασίας υπάγεται στη διαδικασία του Λουξεμβούργου. Και οι δύο διαδικασίες βασίζονται σε στοιχεία για την πρόοδο των αντίστοιχων μεταρρυθμίσεων σε κάθε χώρα και συμβάλλουν στην κατάρτιση των Γενικών Προσανατολισμών της Οικονομικής Πολιτικής, οι οποίοι προσδιορίζουν τις κυρίαρχες προτεραιότητες στους διάφορους τομείς της οικονομικής πολιτικής. Με βάση τις προτεραιότητες αυτές καταρτίζονται οι συστάσεις για την οικονομική πολιτική κάθε κράτους-μέλους της ΕΕ (βλ. Κεφάλαιο V).<sup>1</sup>

Στον τομέα των αγορών εργασίας, οι Γενικοί Προσανατολισμοί της Οικονομικής Πολιτικής για το 2002 τόνισαν ότι είναι αναγκαίο τα κράτη-μέλη: α) να προσαρμόσουν τα συστήματα εισφορών και παροχών με τρόπο που να καθιστά πιο συμφέρουσα την εργασία και να ενθαρρύνει την αναζήτηση απασχόλησης, β) να βελτιώσουν την αποδοτικότητα και την αποτελεσματικότητα των ενεργητικών πολιτικών στην αγορά εργασίας, γ) να καταργήσουν τα εμπόδια στην κινητικότητα εντός και μεταξύ των κρατών-μελών, δ) να διευκολύνουν την επαγγελματική κινητικότητα, ε) να προωθήσουν μια πιο ευέλικτη οργάνωση της εργασίας και να προσαρμόσουν τις ρυθμίσεις για τις συμβάσεις εργασίας και στ) να καταργήσουν τα εμπόδια στη συμμετοχή των γυναικών στην αγορά εργασίας.

Αρκετές χώρες εφαρμόζουν ήδη μέτρα με σκοπό να καταστήσουν πιο συμφέρουσα την εργασία ή να μειώσουν τις εργοδοτικές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης. Επιπλέον, συνεχίστηκαν οι προσπάθειες να βελτιωθεί η διαδικασία αναζήτησης εργασίας μέσω της ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας των υπηρεσιών που παρέχουν τα γραφεία απασχόλησης, καθώς και της εφαρμογής αυστηρότερων προϋποθέσεων για την αναζήτηση εργασίας. Ακόμη, αρκετές χώρες συνέχισαν να επιδιώκουν μια πιο ευέλικτη οργάνωση της εργασίας. Ωστόσο, πολλές μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας δεν έχουν δρομολογηθεί σχεδόν καθόλου, π.χ. δεν έχουν προωθηθεί επαρκώς οι συνολικές μεταρρυθμίσεις των συστημάτων συντάξεων και πρόωρης συνταξιοδότησης οι οποίες επιδιώκουν τη

<sup>1</sup> Σύσταση του Συμβουλίου της 21ης Ιουνίου 2002 για τους γενικούς προσανατολισμούς των οικονομικών πολιτικών των κρατών-μελών και της Κοινότητας.

μαζικότερη συμμετοχή των εργαζομένων μεγαλύτερης ηλικίας στο εργατικό δυναμικό, ενώ ελάχιστη προσοχή δόθηκε στη μεταρρύθμιση των κανονισμών προστασίας της απασχόλησης οι οποίες βελτιώνουν την επαγγελματική κινητικότητα. Συνολικά, φαίνεται ότι το 2002 η μεταρρύθμιση των αγορών εργασίας προχώρησε με βραδύτερο ρυθμό στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ σε σύγκριση με τα προηγούμενα χρόνια.

Το πρόγραμμα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων καλύπτει ένα ευρύ φάσμα μέτρων, μεταξύ των οποίων οι Γενικοί Προσανατολισμοί της Οικονομικής Πολιτικής για το 2002 τόνισαν ότι τα κράτη-μέλη οφείλουν: α) να ολοκληρώσουν την υλοποίηση της εσωτερικής αγοράς, β) να εξασφαλίσουν συνθήκες αποτελεσματικού ανταγωνισμού και γ) να επιταχύνουν τις μεταρρυθμίσεις στους κλάδους δικτύων υποδομής. Εξακολουθούν να υφίστανται κάποιοι σημαντικοί περιορισμοί στη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς, ιδίως στις αγορές υπηρεσιών. Πολλά από αυτά τα εμπόδια φαίνεται ότι οφείλονται στους εθνικούς κανονισμούς, π.χ. στις διοικητικές διαδικασίες για την ίδρυση θυγατρικών σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ ή στη χρήση διακριτικής ευχέρειας εκ μέρους των τοπικών αρχών. Μετά από συνεχή βελτίωση επί μία δεκαετία, το ποσοστό της νομοθεσίας της ΕΕ για την εσωτερική αγορά που δεν έχει ακόμη μεταφερθεί στο εθνικό δίκαιο των κρατών-μελών παρέμεινε στάσιμο το 2002. Αυτό το “έλλειμμα μεταφοράς” που παρατηρείται στις χώρες της ζώνης του ευρώ διευρύνθηκε από 2,2% τον Οκτώβριο του 2001 σε 2,4% τον Οκτώβριο του 2002.

Όσον αφορά την τόνωση του ανταγωνισμού, κάποιες χώρες της ζώνης του ευρώ έλαβαν μέτρα προκειμένου να ενισχύσουν τις αρμοδιότητες των αρχών εποπτείας του ανταγωνισμού και των ρυθμιστικών αρχών. Ένας άλλος τρόπος με τον οποίο θα μπορούσαν να περιοριστούν οι στρεβλώσεις του ανταγωνισμού είναι η μείωση των κρατικών ενισχύσεων, οι οποίες, παρά τη γενικότερη τάση να μειωθούν, εξακολουθούν να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο σε ορισμένους τομείς, όπως οι σιδηροδρομικές και οι εναέριες μεταφορές. Επίσης, συνεχίστηκε η εφαρμογή κανονιστικών μεταρρυθμίσεων στους κλάδους δικτύων υποδομής, η έκτασή τους όμως διέφερε από χώρα σε χώρα και από κλάδο σε κλάδο. Οι επιδράσεις των μεταρρυθμίσεων σ’ αυτούς τους άλλοτε προστατευμένους από τον ανταγωνισμό τομείς φάνηκαν στη μείωση των τιμών κάποιων από αυτούς, ιδίως στις τηλεπικοινωνίες. Η εξέλιξη αυτή συνεχίστηκε το 2002, αλλά με βραδύτερο ρυθμό.

Συνοπτικά, οι διαρθρωτικές δυσκαμψίες στις αγορές εργασίας και προϊόντων μειώθηκαν κάπως το 2002. Ωστόσο, πολλές χώρες φαίνεται να καταφεύγουν σε μια προσέγγιση μέσω αποσπασματικών μέτρων αντί να καταβάλλουν αυξημένες προσπάθειες για συνολική μεταρρύθμιση. Καθώς τα πλήρη οφέλη των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων δεν διαφαίνονται αμέσως, η αργή και αποσπασματική προσέγγιση που ακολουθούν τα περισσότερα κράτη-μέλη θα καθιστά όλο και πιο δύσκολη την επίτευξη των στρατηγικών στόχων του προγράμματος της Λισσαβώνας. Επιπλέον, η έλλειψη αποφασιστικότητας όσον αφορά την υλοποίηση συνολικών μεταρρυθμίσεων ενδέχεται επίσης να συμβάλλει στη δυσπιστία που επικρατεί σχετικά με την προοπτική ταχείας οικονομικής ανάκαμψης. Ως εκ τούτου, είναι ακόμη σημαντικότερη η ανάγκη να καταβληθούν εντατικότερες προσπάθειες στον τομέα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

## 5 Δημοσιονομικές εξελίξεις

### Η επιδείνωση των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων το 2002 οφείλεται κυρίως στην επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης

Το 2002, επί δεύτερο συνεχές έτος, τα δημοσιονομικά αποτελέσματα στη ζώνη του ευρώ επιδεινώθηκαν. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία της Eurostat σημειώθηκε μέσο έλλειμμα ύψους 2,2% του ΑΕΠ, έναντι 1,6% το 2001 (βλ. Πίνακα 10). Η σημαντική αυτή επιδείνωση

και η διαμόρφωση του ελλείμματος σε ένα μέσο επίπεδο που είχε να παρατηρηθεί από το 1998 αποδίδονται κυρίως στην υποτονική οικονομική δραστηριότητα, η οποία επηρέασε τα δημοσιονομικά αποτελέσματα μέσω της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών, καθώς και στη δυσμενή εξέλιξη των δημόσιων εσόδων σε ορισμένες χώρες. Επιπλέον, οι σημαντικές αναθεωρήσεις των στατιστικών στοιχείων για το έλλειμμα του 2001, οι υπερβάσεις των δαπανών και οι

**Πίνακας 10**

### Δημοσιονομική κατάσταση των χωρών της ζώνης του ευρώ

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

#### Πλεόνασμα (+) ή έλλειμμα (-) της γενικής κυβέρνησης

	1999	2000	2001	2002
<b>Ζώνη ευρώ</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,2</b>
Βέλγιο	-0,5	0,1	0,3	0,0
Γερμανία	-1,5	-1,4	-2,8	-3,6
Ελλάδα	-1,8	-1,9	-1,9	-1,2
Ισπανία	-1,2	-0,9	-0,1	-0,1
Γαλλία	-1,8	-1,4	-1,6	-3,2
Ιρλανδία	2,3	4,3	1,1	-0,3
Ιταλία	-1,7	-1,8	-2,6	-2,3
Λουξεμβούργο	3,5	6,1	6,4	2,6
Ολλανδία	0,7	1,5	0,1	-1,1
Αυστρία	-2,3	-1,9	0,3	-0,6
Πορτογαλία	-2,8	-3,2	-4,2	-2,7
Φινλανδία	2,0	6,9	5,1	4,7

#### Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης

	1999	2000	2001	2002
<b>Ζώνη ευρώ</b>	<b>72,7</b>	<b>70,2</b>	<b>69,2</b>	<b>69,1</b>
Βέλγιο	114,9	109,6	108,5	105,4
Γερμανία	61,2	60,2	59,5	60,8
Ελλάδα	105,1	106,2	107,0	104,9
Ισπανία	63,1	60,5	56,9	54,0
Γαλλία	58,5	57,2	56,8	59,1
Ιρλανδία	49,3	39,3	36,8	34,0
Ιταλία	114,9	110,6	109,5	106,7
Λουξεμβούργο	6,0	5,6	5,6	5,7
Ολλανδία	63,1	55,8	52,8	52,6
Αυστρία	67,5	66,8	67,3	67,9
Πορτογαλία	54,3	53,3	55,6	58,0
Φινλανδία	47,0	44,5	43,8	42,7

Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ για τα συγκεντρωτικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ.

Σημείωση: Τα στοιχεία βασίζονται στο ΕΣΛ 95 και περιλαμβάνουν τις πληροφορίες που ήταν διαθέσιμες μέχρι τις 17 Μαρτίου 2003. Το πλεόνασμα/έλλειμμα του προϋπολογισμού δεν περιλαμβάνει τα έσοδα από πώληση αδειών UMTS.

φορολογικές αλλαγές επέδρασαν αρνητικά στα δημοσιονομικά αποτελέσματα του 2002 σε αρκετές χώρες. Σχεδόν όλες οι χώρες δεν επέτυχαν τους δημοσιονομικούς στόχους τους οποίους είχαν θέσει στα προγράμματα σταθερότητας που υπέβαλαν στο τέλος του 2001. Η απόκλιση από τους στόχους ήταν σημαντική και ανερχόταν κατά μέσο όρο στο 1,3% του ΑΕΠ.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις ήταν ιδιαίτερα δυσμενείς στις χώρες που είχαν ήδη μεγάλες δημοσιονομικές ανισορροπίες το 2001. Η Γερμανία κατέγραψε έλλειμμα αρκετά υψηλότερο της τιμής αναφοράς 3% του ΑΕΠ το 2002. Χωρίς να συνυπολογίζονται τα έσοδα από άδειες κινητής τηλεφωνίας τρίτης γενεάς (UMTS), η Γαλλία είχε λόγο ελλείμματος 3,2% του ΑΕΠ, ενώ ο λόγος του ελλείμματος στην Ιταλία και την Πορτογαλία ήταν ελαφρά χαμηλότερος. Το Νοέμβριο του 2002 το Συμβούλιο ECOFIN έκρινε ότι υπήρχε υπερβολικό έλλειμμα στην Πορτογαλία για το 2001, και τον Ιανουάριο του 2003 έκρινε ότι υπήρχε υπερβολικό έλλειμμα στη Γερμανία για το 2002. Το Συμβούλιο ECOFIN ζήτησε από τις ενδιαφερόμενες χώρες να λάβουν μέτρα για να τερματίσουν αυτή την κατάσταση και τον Ιανουάριο του 2003 υιοθέτησε σύσταση με την οποία απηύθυνε έγκαιρη προειδοποίηση προς τη Γαλλία. Συνολικά, 9 χώρες κατέγραψαν ελλείμματα το 2002, έναντι 6 το προηγούμενο έτος. Μόνο το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο και η Φινλανδία είχαν ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό προϋπολογισμό.

Ο λόγος των δαπανών της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ προς το ΑΕΠ έπαυσε να μειώνεται το 2002, για πρώτη φορά από το 1993. Αυξήθηκε σχεδόν κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας, αντανακλώντας μεταξύ άλλων την άνοδο των δαπανών για την επιδότηση της ανεργίας λόγω της δυσμενούς οικονομικής συγκυρίας. Μολονότι είναι σαφές ότι σε συγκεκριμένους τομείς, π.χ. στον τομέα της υγείας, δαπανήθηκαν υπέρογκα ποσά, δεν διαπιστώθηκε γενικευμένη απόκλιση από

τους στόχους για τις δαπάνες. Οι δαπάνες για τόκους ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκαν πολύ λίγο το 2002. Η επιβράδυνση της αύξησης των φορολογικών εσόδων το 2002 πιθανόν οφείλεται κυρίως στη βραδεία άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας, εφόσον το ίδιο έτος δεν έγιναν σημαντικές φορολογικές μεταρρυθμίσεις. Άλλοι παράγοντες που έδρασαν ανασταλτικά στην αύξηση των φορολογικών εσόδων ήταν οι σημαντικές περικοπές της φορολογίας που είχαν γίνει τα προηγούμενα έτη, καθώς και οι αρνητικές επιπτώσεις από την εξέλιξη των επιχειρηματικών κερδών και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.

Ο μέσος λόγος του χρέους στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε το 2002 κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας, στο 69,1% του ΑΕΠ. Οι προσαρμογές ελλείμματος-χρέους, οι οποίες δεν επηρεάζουν το λόγο του ελλείμματος αλλά μόνο το ύψος του ακαθάριστου χρέους της γενικής κυβέρνησης, μείωσαν το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας. Στην Ελλάδα και τη Φινλανδία ο παράγοντας αυτός συνέβαλε σημαντικά στην επιβράδυνση της μείωσης του λόγου του χρέους. Στο Βέλγιο, την Ελλάδα και την Ιταλία ο λόγος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους παρέμεινε άνω του 100% του ΑΕΠ. Ο λόγος του χρέους αυξήθηκε σε τρεις από τις τέσσερις χώρες που έχουν υψηλά ελλείμματα. Στην Ιταλία η μείωση του λόγου του χρέους προήλθε κυρίως από μία χρηματοοικονομική συναλλαγή που είχε σημαντική εφάπαξ επίδραση.

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενη ως η μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς ελλείμματος σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, χαλάρωσε κάπως το 2002, όπως και το 2001. Η χαλάρωση αυτή παρατηρήθηκε στις περισσότερες χώρες και οφειλόταν γενικά στην υστέρηση των εσόδων, ενώ σε ορισμένες χώρες πρωτεύοντα ρόλο έπαιξε η μεγάλη αύξηση των δαπανών. Η

κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής ήταν περιοριστική μόνο στην Ισπανία, την Ολλανδία και την Πορτογαλία.

### **Η υγιής δημοσιονομική κατάσταση πρέπει να παραμείνει υπ' αριθμόν 1 προτεραιότητα**

Σύμφωνα με τα προγράμματα σταθερότητας που υπέβαλαν οι χώρες-μέλη στο τέλος του 2002 και στην αρχή του 2003, το δημοσιονομικό έλλειμμα της ζώνης του ευρώ θα μειωθεί το 2003 κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας, στο 1,8% του ΑΕΠ. Μόνο η Αυστρία δεν είχε υποβάλει πρόσφατο πρόγραμμα σταθερότητας στο τέλος Φεβρουαρίου του 2003. Οι θετικές επιδράσεις από τη συγκράτηση των δαπανών και από τη συνεχιζόμενη μείωση των δαπανών για τόκους θα αντισταθμίσουν τις αρνητικές επιπτώσεις από τους μέτριους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης και από τις προγραμματισμένες περικοπές της φορολογίας. Σε ορισμένες χώρες οι βελτιωμένες προβλέψεις για τα δημόσια οικονομικά στηρίζονται και στην έντονη οικονομική ανάκαμψη που αναμένεται για το 2003. Τα ελλείμματα στη Γερμανία, τη Γαλλία και την Πορτογαλία προβλέπεται ότι θα μειωθούν, αλλά θα παραμείνουν πλησίον του 3% του ΑΕΠ το 2003. Ισοσκελίση του προϋπολογισμού προβλέπεται για το Βέλγιο και την Ισπανία, ενώ στη Φινλανδία αναμένεται να διατηρηθεί το δημοσιονομικό πλεόνασμα. Άλλες χώρες-μέλη προβλέπουν χαμηλά έως μέτρια ελλείμματα το 2003. Το 2004 το μέσο δημοσιονομικό έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να μειωθεί σε 1,1% του ΑΕΠ, υποβοηθούμενο από τη συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη και τη δημοσιονομική προσαρμογή στις χώρες που έχουν υψηλό έλλειμμα.

Το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να βελτιωθεί κατά 0,5% του ΑΕΠ περίπου το 2003 και κατά το ίδιο περίπου ποσοστό το 2004, σύμφωνα με τους υπολογισμούς που περιέχονται στα προγράμματα σταθερότητας. Ο μέσος

λόγος δαπανών της γενικής κυβέρνησης/ ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να επανέλθει σε πτωτική τροχιά και οι μειώσεις της φορολογίας που έχουν εξαγγελθεί για το 2003 δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλες. Κίνδυνοι να ανατραπούν αυτές οι δημοσιονομικές προοπτικές θα μπορούσαν να προέλθουν από το δυσμενέστερο μακροοικονομικό περιβάλλον, τις υπερβάσεις των δαπανών και τις περαιτέρω φορολογικές περικοπές.

Στις 7 Οκτωβρίου 2002 η Ομάδα Ευρώ συμφώνησε σχετικά με μια στρατηγική δημοσιονομικής πολιτικής για όσες χώρες εξακολουθούν να εμφανίζουν δημοσιονομικές ανισορροπίες. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι χώρες αυτές πρέπει να επιδιώξουν συνεχή βελτίωση της διαρθρωτικής δημοσιονομικής τους θέσης (δηλ. της δημοσιονομικής θέσης χωρίς τις επιδράσεις κυκλικών παραγόντων ή μέτρων που, όπως κρίνεται κατά περίπτωση, επιδρούν εφάπαξ) τουλάχιστον κατά 0,5% του ΑΕΠ ετησίως. Ακόμη μεγαλύτερη προσαρμογή θα πρέπει να επιτύχουν οι χώρες που έχουν υπερβολικά ελλείμματα. Όλοι οι υπουργοί πλην ενός συμφώνησαν ότι η στρατηγική αυτή πρέπει ήδη να εφαρμοστεί στους προϋπολογισμούς του 2003. Επιπλέον, δέχθηκαν ομόφωνα ότι η προσαρμογή πρέπει να βασίζεται σε ρεαλιστικές οικονομικές παραδοχές και σε επακριβώς προσδιορισμένα μέτρα.

Από τις χώρες που εξακολουθούν να παρουσιάζουν ελλείμματα, η Γαλλία και η Ιταλία δεν αναμένεται να συμμορφωθούν με την ελάχιστη απαιτούμενη δημοσιονομική προσαρμογή το 2003. Η Γερμανία και η Πορτογαλία εξάλλου αναμένεται να μειώσουν τα διαρθρωτικά τους ελλείμματα κατά περισσότερο του 0,5% του ΑΕΠ, όπως απαιτείται λόγω του μεγάλου ύψους των ελλειμμάτων τους, με μέτρα που αποσκοπούν στην αύξηση των εσόδων και στον περιορισμό των δαπανών. Δημοσιονομική ανισορροπία επανεμφανίστηκε και στην Αυστρία.

Οι χώρες που έχουν ήδη επιτύχει υγιή δημοσιονομική κατάσταση πρέπει να μεριμνήσουν ώστε να μην εμφανίσουν πάλι ανισορροπίες. Η ελεύθερη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών είναι χρήσιμη τόσο σε περιόδους ύφεσης όσο και σε περιόδους ανάκαμψης. Εντούτοις, ορισμένες από αυτές τις χώρες παρουσίασαν σημαντικά ελλείμματα το 2002. Το γεγονός αυτό υπογραμμίζει πόσο σημαντικό είναι τα δημόσια οικονομικά να διαθέτουν επαρκή περιθώρια ασφαλείας, δεδομένου μάλιστα ότι η δημοσιονομική κατάσταση είναι ευαίσθητη στις αιφνίδιες μεταβολές του οικονομικού περιβάλλοντος.

Η συμμόρφωση προς τους δημοσιονομικούς κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης συντελεί στην οικονομική σταθερότητα και γι' αυτό αποτελεί απαραίτητο συμπλήρωμα μιας νομισματικής πολιτικής προσανατολισμένης στη σταθερότητα των τιμών. Επιπλέον, η επίτευξη και διατήρηση υγιών δημοσιονομικών θέσεων παρέχει περιθώρια για να αντιμετωπιστούν τα μελλοντικά δημοσιονομικά προβλήματα που θα προέλθουν από τη γήρανση του πληθυσμού.

#### **Περιορισμένη πρόοδος προς τη διαρθρωτική μεταρρύθμιση των δημόσιων οικονομικών**

Οι τρέχουσες οικονομικές συνθήκες υπογραμμίζουν και πάλι την ανάγκη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στον τομέα των δημόσιων οικονομικών. Οι εν λόγω μεταρρυθμίσεις, μολονότι τα πλήρη οφέλη από αυτές θα εκδηλωθούν μεσοπρόθεσμα, στην τρέχουσα συγκυρία θα ενδυναμώσουν την εμπιστοσύνη, υποστηρίζοντας έτσι και την οικονομική ανάπτυξη βραχυπρόθεσμα. Αυτό θα συμβεί ιδίως αν ενταχθούν σε μια συνολική στρατηγική μεταρρυθμίσεων που να συνδυάζει περιστολή των δαπανών, μειώσεις της φορολογίας και δημοσιονομική προσαρμογή. Η δημοσιονομική πειθαρχία όχι μόνο στηρίζει την εμπιστοσύνη, επειδή εξασφαλίζει τη

βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, αλλά και διευκολύνει την απρόσκοπτη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών (βλ. Πλαίσιο 6).

Ιδιαίτερα επιτακτική ανάγκη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων υπάρχει στον τομέα των δαπανών. Τα στοιχεία που θα πρέπει να εξεταστούν είναι η παροχή, εκ μέρους του Δημοσίου, των αναγκαίων αγαθών και υπηρεσιών για την ενίσχυση του παραγωγικού δυναμικού και η λήψη κατάλληλων μέτρων ώστε να μειωθούν τα αντικίνητρα για εργασία που προέρχονται από τα προγράμματα στήριξης του εισοδήματος. Οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις διαδραματίζουν επίσης βασικό ρόλο για τη βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς εργασίας. Λόγω των δημοσιονομικών επιπτώσεων της γήρανσης του πληθυσμού, οι επιμελώς σχεδιασμένες μεταρρυθμίσεις των δαπανών και των φόρων έχουν αποφασιστική σημασία για την αύξηση της αποδοτικότητας και την προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης, τη μείωση των δημοσιονομικών ανισορροπιών, την εξασφάλιση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών μακροπρόθεσμα και την ελάφρυνση της έμμεσης φορολογικής επιβάρυνσης των μελλοντικών γενεών.

Δεν παρατηρείται σημαντικού μεγέθους μείωση των δαπανών ή αναπροσανατολισμός τους σε αναπτυξιακούς σκοπούς. Οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις το 2002 ήταν περιορισμένες σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, ενώ για τα προσεχή έτη που καλύπτονται από τα προγράμματα σταθερότητας προβλέπονται σταδιακά περισσότερες μειώσεις της φορολογίας. Σε σχέση με το πρόβλημα της γήρανσης του πληθυσμού, δεν σημειώθηκε μεγάλη πρόοδος στην εφαρμογή μέτρων που να συμβάλλουν στη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών μακροπρόθεσμα. Οι μεταρρυθμίσεις του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης ήταν, στην καλύτερη περίπτωση, ελλιπείς. Η εισαγωγή και επέκταση συνταξιοδοτικών προγραμμάτων κεφαλαιοποιητικού τύπου, παράλληλα και

## Πλαίσιο 6

### Δημόσια οικονομικά και οικονομική σταθεροποίηση

Τα δημόσια οικονομικά μπορούν να στηρίξουν την οικονομική σταθερότητα με διάφορους τρόπους. Πρώτον, η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα, επειδή τα μη διατηρήσιμα επίπεδα χρέους και ελλείμματος υπονομεύουν την οικονομική ανάπτυξη και τελικά αναγκάζουν τις χώρες να προβούν σε προσαρμογές μεγάλης κλίμακας, οι οποίες προκαλούν αναστάτωση. Δεύτερον, η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να συμβάλει στη σταθερότητα βραχυπρόθεσμα αμβλύνοντας τις επιδράσεις των κυκλικών διακυμάνσεων. Η αυτόματη δημοσιονομική σταθεροποίηση προέρχεται από την αντίδραση του προϋπολογισμού στις διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας όταν δεν υπάρχουν κυβερνητικές παρεμβάσεις. Η συμμόρφωση προς το δημοσιονομικό πλαίσιο της ΕΕ διαφυλάσσει τόσο το σταθεροποιητικό ρόλο όσο και τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

#### Αυτόματη δημοσιονομική σταθεροποίηση μέσω των δημόσιων δαπανών και εσόδων

Οι αυτόματοι δημοσιονομικοί σταθεροποιητές απορρέουν από ορισμένα χαρακτηριστικά της φορολογίας και των κοινωνικών μεταβιβάσεων, καθώς και από την ανθεκτικότητα που εμφανίζουν ορισμένες βασικές συνιστώσες των κρατικών δαπανών στις κυκλικές διακυμάνσεις. Τα φορολογικά έσοδα εξελίσσονται περίπου ανάλογα με την οικονομική δραστηριότητα: αυξάνονται σε φάσεις ανάκαμψης και μειώνονται σε φάσεις ύφεσης. Με εξαίρεση τις δαπάνες που συνδέονται με την ανεργία, οι κρατικές δαπάνες είναι ως επί το πλείστον προκαθορισμένες στον προϋπολογισμό του έτους και γενικά δεν επηρεάζονται από τις κυκλικές διακυμάνσεις. Η συνολική ζήτηση, άρα και η οικονομική δραστηριότητα, ενισχύεται σε περιόδους ύφεσης, διότι η βραδύτερη οικονομική ανάπτυξη οδηγεί σε χαμηλότερους φόρους για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Τα πλήρη οφέλη από τη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών μπορούν να γίνουν αισθητά μόνο αν τα δημόσια οικονομικά είναι βιώσιμα, άλλως οι οικονομικοί φορείς προεξοφλούν τα δημοσιονομικά μέτρα που θα ληφθούν στο μέλλον και προσαρμόζουν αναλόγως τη συμπεριφορά τους.

#### Η λήψη μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής δεν είναι συνήθως κατάλληλη για τη βραχυχρόνια διαχείριση της ζήτησης

Στο παρελθόν πολλές χώρες επιχειρήσαν να διαχειριστούν τη συνολική ζήτηση μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής, συχνά όμως αυτό αποδεικνυόταν αντιπαραγωγικό. Τα δημοσιονομικά μέτρα εφαρμόζονται με χρονική υστέρηση και είναι δύσκολο να αντιστραφούν, οπότε η ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική επιτείνει τις κυκλικές διακυμάνσεις. Αντίθετα, οι αυτόματοι σταθεροποιητές παρέχουν έγκαιρες, συμμετρικές και προβλέψιμες προσαρμογές, επειδή συνδέονται άμεσα με τη δομή της οικονομίας. Η λήψη δημοσιονομικών μέτρων χρειάζεται κυρίως όταν επιδιώκεται δημοσιονομική εξυγίανση ή αναδιάρθρωση των δημόσιων οικονομικών.

#### Το δημοσιονομικό πλαίσιο της ΕΕ: βιωσιμότητα και σταθεροποίηση

Η επίτευξη και η διατήρηση βιώσιμων δημόσιων οικονομικών και ο σταθεροποιητικός ρόλος της δημοσιονομικής πολιτικής είναι οι βασικοί στόχοι του δημοσιονομικού πλαισίου της ΕΕ. Οι διατάξεις της Συνθήκης υποχρεώνουν τα κράτη-μέλη να αποφεύγουν τα υπερβολικά δημοσιονομικά ελλείμματα (Άρθρο 104), δηλ. ελλείμματα που υπερβαίνουν την τιμή αναφοράς (3% του ΑΕΠ), ενώ για το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ προβλέπεται τιμή αναφοράς 60%, με την επιφύλαξη εξαιρέσεων υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης διασφαλίζει το σταθεροποιητικό ρόλο των δημόσιων οικονομικών μέσα σ' αυτό το πλαίσιο δημοσιονομικής πειθαρχίας. Βάσει του Συμφώνου, οι χώρες έχουν αναλάβει τη δέσμευση να

διατηρούν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική κατάσταση μεσοπρόθεσμα, έτσι ώστε το δημοσιονομικό τους αποτέλεσμα να συμβαδίζει με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου χωρίς τον κίνδυνο να εμφανιστεί υπερβολικό έλλειμμα. Για να αποφευχθεί η άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής που επιτείνει τις κυκλικές διακυμάνσεις, υπέρβαση των τιμών αναφοράς επιτρέπεται – και δεν ενεργοποιείται η διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος – σε περίπτωση σοβαρής ύφεσης ή εξαιρετικών περιστάσεων πέραν του ελέγχου της κυβέρνησης.

συμπληρωματικά προς τη μεταρρύθμιση των βασικών προγραμμάτων που είναι διανεμητικού τύπου, προχωρεί με πολύ αργό ρυθμό. Γενικά, εξακολουθεί να είναι

περιορισμένη η πρόοδος όσον αφορά το ρόλο των δημόσιων οικονομικών στην ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης.

## **6 Το διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και το ισοζύγιο πληρωμών**

### ***Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας παρέμεινε υποτονική***

Μετά την επιβράδυνση που σημειώθηκε το 2001, η παγκόσμια οικονομία άρχισε να ανακάμπτει με μέτριο ρυθμό στις αρχές του 2002. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε σε 3,1% το 2002, από 2,3% το 2001.

Οι οικονομικές επιδόσεις παρουσίασαν μεγάλες διαφορές ανά τον κόσμο. Οι κυριότεροι παράγοντες που συνέβαλαν στην επιτάχυνση της ανόδου του ΑΕΠ ήταν η ανθεκτική ζήτηση εκ μέρους των νοικοκυριών στις ΗΠΑ, η ανάκαμψη των ασιατικών οικονομιών πλην της Ιαπωνίας, η οποία οφειλόταν κυρίως στις εξαγωγές, και η σχετικά σταθερή ανάπτυξη στις χώρες υπό ένταξη στην ΕΕ. Εντούτοις, στη διάρκεια του 2002 η παγκόσμια ανάκαμψη σταδιακά επιβραδύνθηκε σε σύγκριση με τις αρχικές προσδοκίες και η διατηρησιμότητά της έγινε πιο αβέβαιη. Οι προοπτικές για την παγκόσμια οικονομία επηρεάστηκαν ιδιαίτερα από τη μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών, η οποία αντανάκλασε τις νέες προς τα κάτω προσαρμογές των τιμών των χρηματιστηριακών αγορών και τις αυξημένες γεωπολιτικές εντάσεις.

Η ανάκαμψη της οικονομίας των ΗΠΑ ήταν περισσότερο υποτονική από ό,τι αναμενόταν και εξακολούθησαν να υπάρχουν ανισορροπίες, ιδίως στον τομέα των νοικοκυριών και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Στην Ιαπωνία σημειώθηκε αρχικά μέτρια επέκταση, η οποία επιβραδύνθηκε το δεύτερο εξάμηνο του έτους λόγω της ασθενέστερης αύξησης της εξωτερικής ζήτησης. Εντούτοις, η ανθεκτική εγχώρια ζήτηση στην Ασία πλην της Ιαπωνίας στήριξε την παγκόσμια ανάπτυξη το δεύτερο εξάμηνο του 2002, αντισταθμίζοντας εν μέρει την επίδραση από την κάπως λιγότερο δυναμική αμερικανική οικονομία και από την υποτονική δραστηριότητα στην Ιαπωνία.

Στις ΗΠΑ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν 2,4% το 2002, έναντι μόλις 0,3% το προηγούμενο έτος, κατά το πρώτο εννεάμηνο του οποίου η οικονομική δραστηριότητα συρρικνωνόταν. Συμβαδίζοντας με την οικονομική ανάκαμψη, η παραγωγικότητα του επιχειρηματικού μη γεωργικού τομέα σημείωσε ταχεία άνοδο το 2002. Η ανθεκτικότητα της δαπάνης των νοικοκυριών, που βασιζόταν στην εύρωστη αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων σε κατοικίες, συνέβαλε αποφασιστικά στην άνοδο του ΑΕΠ το 2002. Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε σημαντικά (3,1%) στο σύνολο του έτους,

αν και επιβραδύνθηκε το δ' τρίμηνο. Η κατανάλωση διαρκών αγαθών – ιδίως αυτοκινήτων και ανταλλακτικών – είχε πολύ μεγάλη συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ το καλοκαίρι, λόγω των πιστωτικών διευκολύνσεων που παρείχαν οι έμποροι των ειδών αυτών. Ένας σημαντικός παράγοντας που ευνόησε τις δαπάνες των νοικοκυριών ήταν οι περικοπές της φορολογίας, οι οποίες ενίσχυσαν το ρυθμό αύξησης του διαθέσιμου εισοδήματος στο 5,9% το 2002. Ένας άλλος ευνοϊκός παράγοντας ήταν η ανθηρή αγορά κατοικιών, καθώς τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια των στεγαστικών ενυπόθηκων δανείων ενθάρρυναν τις επενδύσεις σε κατοικίες, αντισταθμίζοντας σε κάποιο βαθμό τις αρνητικές επιδράσεις στον πλούτο που επέφερε η μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών. Παρά τη σθεναρή αύξηση της κατανάλωσης, το ποσοστό αποταμίευσης αυξήθηκε το 2002 σε 3,9% του διαθέσιμου εισοδήματος από 2,3% το 2001. Η εξέλιξη αυτή ενδέχεται να αντανάκλα την αυξημένη αβεβαιότητα την οποία προκάλεσαν οι αναταραχές στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η σταδιακή επιδείνωση των προοπτικών για την απασχόληση.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις, εξάλλου, συρρικνώθηκαν και πάλι το 2002, συμβαδίζοντας με τη σχετικά χαμηλή κερδοφορία των εταιριών και με ορισμένες ανησυχίες για κακοδιαχείριση εταιριών. Η αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης και των επενδύσεων παρέμεινε έντονη όλο το 2002, ενώ η συμβολή των αποθεμάτων στην ανάπτυξη ήταν ελαφρώς θετική στο σύνολο του έτους. Όσον αφορά το εμπόριο, ο όγκος των εισαγωγών αυξανόταν ταχύτερα από τον όγκο των εξαγωγών κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2002, με αποτέλεσμα το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών να διευρυνθεί σε 5% του ΑΕΠ. Υπό τις συνθήκες αυτές, ορισμένες από τις ανισορροπίες που εμφανίστηκαν στις ΗΠΑ στα τέλη της δεκαετίας του '90 υφίστανται ακόμη, ενώ οι εξωτερικές ανισορροπίες συνέχισαν να επιδεινώνονται (βλ. Πλαίσιο 7).

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών καταναλωτή στις ΗΠΑ παρέμεινε σχετικά σταθερός το 2002, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός των τιμών παραγωγού ήταν αρνητικός το μεγαλύτερο μέρος του έτους. Παρά τη σταθερή αύξηση των τιμών του πετρελαίου, οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν γενικά συγκρατημένες στη διάρκεια του 2002 λόγω του χαμηλού βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού και της έντονης αύξησης της παραγωγικότητας. Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τους δείκτες τιμών καταναλωτή και παραγωγού, μειώθηκε στο 1,6% και -1,3% αντίστοιχα το 2002, έναντι 2,8% και 2,0% το 2001. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών καταναλωτή χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας ήταν 2,3% το 2002, έναντι 2,7% το 2001, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός των τιμών παραγωγού χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας μειώθηκε στο 0,1% το 2002, έναντι 1,4% το 2001. Τα επιτόκια παρέμειναν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα το 2002. Μετά τη σωρευτική μείωση κατά 425 μονάδες βάσης το 2001, η Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών μείωσε το επιτόκιο-στόχο της κεντρικής τράπεζας κατά 50 μονάδες βάσης το Νοέμβριο του 2002, σε 1,25%. Με το μέτρο αυτό, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς μετέβαλε τη μελλοντική τάση της πολιτικής της από χαλαρότερη σε ουδέτερη. Η δημοσιονομική πολιτική ήταν έντονα επεκτατική το 2002, καθώς ο προϋπολογισμός παρουσίασε έλλειμμα 1,5% του ΑΕΠ κατά το δημοσιονομικό έτος 2002, έναντι πλεονάσματος 1,3% του ΑΕΠ το δημοσιονομικό έτος 2001. Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν κυρίως στη λήψη δημοσιονομικών μέτρων – συγκεκριμένα, ένα μέρος από τις περικοπές της φορολογίας που θεσπίστηκαν στα μέσα του 2001 και τη δέσμη κινήτρων που εγκρίθηκε το Μάρτιο του 2002 – και δευτερευόντως στην αυτόματη προσαρμογή του προϋπολογισμού στον οικονομικό κύκλο.

## Πλαίσιο 7

### Η εξέλιξη των ανισορροπιών στις ΗΠΑ

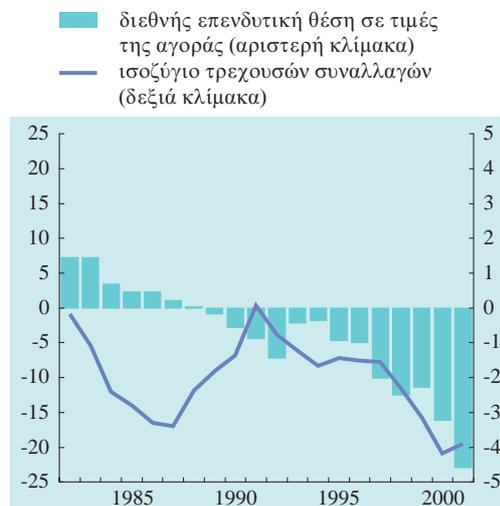
Η συσσώρευση ανισορροπιών στα νοικοκυριά και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ήταν βασικό χαρακτηριστικό που συνόδευε τη συνεχή ανάπτυξη της οικονομίας των ΗΠΑ το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '90. Η έντονη εγχώρια ζήτηση, που ήταν η κύρια κινητήρια δύναμη του προηγούμενου κύκλου στις ΗΠΑ, είχε τίμημα την αυξημένη συσσώρευση χρέους, τόσο σε επίπεδο νοικοκυριών όσο και σε επίπεδο εθνικής οικονομίας. Οι ανισορροπίες αυτές δεν διορθώθηκαν στη διάρκεια της ύφεσης του 2001 και, ως εκ τούτου, ενδέχεται να αποτελέσουν εμπόδιο για την ανάκαμψη.

Την τελευταία δεκαετία η ασυνήθιστη επέκταση της οικονομίας των ΗΠΑ συνοδεύθηκε από αυξανόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (από 0,8% του ΑΕΠ το 1992 σε 3,9% το 2001 και περίπου 5% το 2002). Αντίθετα με ό,τι έχει παρατηρηθεί άλλοτε, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ δεν βελτιώθηκε σημαντικά μετά την ύφεση του 2001. Μάλιστα αυξήθηκε περαιτέρω το 2002, μετά από μια σύντομη περίοδο μικρής βελτίωσης το 2001. Η σύνθεση της χρηματοδότησης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ έχει μεταβληθεί σημαντικά τα τελευταία έτη. Ενώ το 1999 και το 2000 οι εισροές κατευθύνονταν κυρίως στην απόκτηση ιδιωτικών περιουσιακών στοιχείων, ιδίως μετοχών, από το 2001 και εξής οι προτιμήσεις των επενδυτών στρέφονταν όλο και περισσότερο στα κρατικά ομόλογα. Η εξέλιξη αυτή επηρεάζει τη διατηρησιμότητα του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, επειδή – σε αντίθεση με τις μετοχές – η έκδοση ομολόγων παράγει υποχρεώσεις αποπληρωμής. Η διεθνής επενδυτική θέση της χώρας ήταν αρνητική και εμφάνιζε καθαρές υποχρεώσεις ύψους περίπου 25% του ΑΕΠ το 2001 (βλ. Διάγραμμα Α).

Η παρατεταμένη παρουσία ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αύξησε επίσης σημαντικά την εξάρτηση των ΗΠΑ από τις μεγάλες και συνεχείς εισροές κεφαλαίου. Είναι αξιοσημείωτο ότι την τελευταία διετία οι ΗΠΑ εξαρτώνται σχεδόν εξ ολοκλήρου από τις εισροές για επενδύσεις στην αγορά ομολόγων, καθώς έχουν μειωθεί σημαντικά οι καθαρές εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου σε μετοχές. Η σύνθεση της χρηματοδότησης

**Διάγραμμα Α: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και διεθνής επενδυτική θέση των ΗΠΑ**

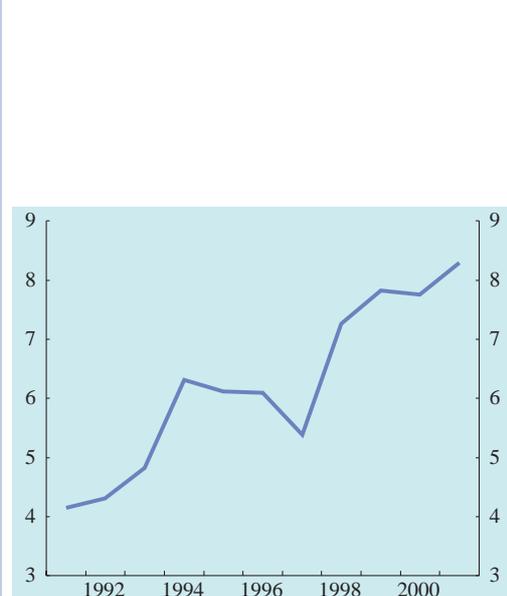
(ως ποσοστό του ΑΕΠ)



Πηγή: Bureau of Economic Analysis.

**Διάγραμμα Β: Δανεισμός των νοικοκυριών (ως ποσοστό της κατανάλωσης)**

(ως ποσοστό της κατανάλωσης)



Πηγή: Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση των ΗΠΑ.

του ελλείμματος μπορεί επίσης να επηρεάζει τη χρονική κλιμάκωση μιας ενδεχόμενης διόρθωσής του. Πράγματι, ενώ η χρηματοδότηση με ομόλογα συνεπάγεται προκαθορισμένη ροή εξοφλητικών πληρωμών, οι μεταβιβάσεις εισοδήματος που συνδέονται με τις ξένες άμεσες επενδύσεις εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις οικονομικές εξελίξεις.

Η αύξηση του εξωτερικού χρέους των ΗΠΑ συνδυάστηκε με υψηλότερο εσωτερικό χρέος, και κυρίως με αυξημένο χρέος των νοικοκυριών. Μεταξύ 1997 και 2001 ο ετήσιος δανεισμός των νοικοκυριών στις ΗΠΑ αυξήθηκε ταχύτερα από ό,τι το ονομαστικό ΑΕΠ. Διπλασιάστηκε από περίπου 300 δισεκ. δολ. ΗΠΑ (3,6% του ΑΕΠ) σε 600 δισεκ. δολ. ΗΠΑ (5,7% του ΑΕΠ), φθάνοντας έτσι σε πρωτοφανή επίπεδα, ακόμη και σε πραγματικούς όρους. Ενώ ο δανεισμός

των νοικοκυριών έπαιξε βασικό ρόλο στην ανθεκτικότητα της κατανάλωσης, ιδιαίτερα το 2001, η αρνητική όψη του ήταν η μεγάλη αύξηση του χρέους των νοικοκυριών των ΗΠΑ, το οποίο έφθασε στο 70% περίπου του ΑΕΠ το 2001 (βλ. Διαγράμματα Β και Γ). Το ύψος του χρέους ενός “μέσου” νοικοκυριού των ΗΠΑ προσεγγίζει σήμερα το ετήσιο διαθέσιμο εισόδημά του και προέρχεται από στεγαστικά δάνεια (περίπου 75%) και καταναλωτική πίστη (25%).

Ως εκ τούτου, η επιβάρυνση για την εξυπηρέτηση του χρέους των νοικοκυριών, η οποία ορίζεται ως ο λόγος των τοκοχρεολυσίων των νοικοκυριών προς το διαθέσιμο προσωπικό τους εισόδημα, αυξήθηκε σημαντικά τα τελευταία έτη. Έφθασε γύρω στο 14% του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του 2002, παρά τη μεγάλη μείωση των επιτοκίων, και επανήλθε στο προηγούμενο άνω σημείο του κύκλου που σημειώθηκε στα μέσα της δεκαετίας του '80. Ο υψηλότερος δανεισμός – σε συνδυασμό με τη μείωση των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων – συνέβαλε και στη μείωση του καθαρού πλούτου των νοικοκυριών (που περιλαμβάνει τόσο τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία όσο και τα ακίνητα), ο οποίος ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος μειώθηκε στο 365% το γ' τρίμηνο του 2002, έναντι 600% και πλέον στο τέλος του 1999.

Συμπερασματικά, οι εγχώριες και εξωτερικές ανισορροπίες δεν μειώθηκαν σημαντικά κατά τη διάρκεια της πρόσφατης ύφεσης της αμερικανικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε το 2002 κατά μία σχεδόν εκατοστιαία μονάδα σε σύγκριση με το 2001. Επιπλέον, η μεγάλη αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών και η μείωση του καθαρού πλούτου τους στις ΗΠΑ την τελευταία διετία επέτειναν τις ανησυχίες σχετικά με την έκταση και τη διάρκεια της ανάκαμψης. Το ύψος του εγχώριου και εξωτερικού χρέους επέτεινε σημαντικά την ευπάθεια των ΗΠΑ σε κραδασμούς όπως η τυχόν μείωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών ή η αιφνίδια επιδείνωση των προοπτικών ανάπτυξης. Οι ανησυχίες σχετικά με τη διατηρησιμότητα των ανισορροπιών αυτών εντάθηκαν και από την επανεμφάνιση δημοσιονομικού ελλείμματος από το 2001.

Στην Ιαπωνία, η οικονομία παρουσίασε μικρή ανάκαμψη, υποβοηθούμενη από την εξωτερική ζήτηση το πρώτο εξάμηνο του 2002. Η έντονη αύξηση των εξαγωγών,

### Διάγραμμα Γ: Χρέος νοικοκυριών

(ποσοστό του ΑΕΠ)



Πηγή: Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση των ΗΠΑ.

ιδίως προς τις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, οδήγησε σε σημαντική άνοδο της βιομηχανικής παραγωγής. Το δεύτερο εξάμηνο όμως ο ρυθμός της οικονομικής

επέκτασης επιβραδύνθηκε, καθώς μετριάστηκε η αύξηση της εξωτερικής ζήτησης και εντάθηκαν οι γεωπολιτικές αβεβαιότητες. Κατά συνέπεια, η άνοδος των εξαγωγών επιβραδύνθηκε και η συμβολή του εξωτερικού εμπορίου στην αύξηση του ΑΕΠ έγινε αρνητική το γ' τρίμηνο, σημειώνοντας ωστόσο άνοδο το δ' τρίμηνο. Σε όλη τη διάρκεια του έτους η ιδιωτική επενδυτική δαπάνη παρέμεινε σχετικά χαμηλή, αντικατοπτρίζοντας εν μέρει τα συνεχιζόμενα προβλήματα των ισολογισμών των επιχειρήσεων και το πλεονάζον παραγωγικό δυναμικό στον επιχειρηματικό τομέα, καθώς και ανησυχίες για τις οικονομικές προοπτικές. Συνολικά, η οικονομία επεκτάθηκε κατά 0,3% το 2002.

Οι τάσεις αποπληθωρισμού συνεχίστηκαν όλο το 2002 και ο ΔΤΚ μειώθηκε κατά μέσο όρο κατά 0,9%. Υπό τις συνθήκες αυτές, η Τράπεζα της Ιαπωνίας αύξησε το στόχο της για το υπόλοιπο των τρεχούμενων λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων σ' αυτήν κατά 5 τρισεκ. γιεν, σε 15-20 τρισεκ. γιεν. Επιπλέον, αύξησε το ποσό των μηνιαίων οριστικών αγορών μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στα 1,2 τρισεκ. γιεν. Επίσης, για να διευκολύνει την επίλυση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και να εξασφαλίσει χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η Τράπεζα της Ιαπωνίας δημοσίευσε στις 11 Οκτωβρίου συγκεκριμένο πρόγραμμα αγοράς μετοχών αξίας 2 τρισεκ. γιεν (σε τιμές αγοράς) από εμπορικές τράπεζες οι οποίες διακρατούσαν μετοχές που υπερέβαιναν τα βασικά ίδια κεφάλαιά τους. Στο τέλος Οκτωβρίου ανακοινώθηκε νέο κυβερνητικό πρόγραμμα για την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, με στόχο τον υποδιπλασιασμό του λόγου των μη εξυπηρετούμενων δανείων των μεγάλων τραπεζών έως το τέλος του δημοσιονομικού έτους 2004. Το πρόγραμμα προβλέπει επίσης αυστηρότερη αποτίμηση του ενεργητικού των τραπεζών και εξετάζει την ανάγκη να θεσπιστεί νέο πλαίσιο που θα διέπει τη συμμετοχή του Δημοσίου στο μετοχικό κεφάλαιο των

χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Επιπλέον, προβλέπει τη δημιουργία νέου φορέα για την προσέλκυση βιώσιμων δανειοληπτών. Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, στην αρχή του 2003 το ιαπωνικό κοινοβούλιο ψήφισε συμπληρωματικό προϋπολογισμό για το δημοσιονομικό έτος 2002. Ο συμπληρωματικός αυτός προϋπολογισμός, που ανέρχεται σε 2,5 τρισεκ. γιεν, ενδυναμώνει την προστασία των ανέργων και στηρίζει τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Στις λοιπές ασιατικές χώρες εκτός της Ιαπωνίας, η οικονομική ανάκαμψη το 2002 ήταν εντονότερη από ό,τι προβλεπόταν αρχικά. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται σε δύο βασικούς παράγοντες. Πρώτον, η εξωτερική ζήτηση, συμπεριλαμβανομένης της ζήτησης προϊόντων του τομέα της πληροφορικής και των επικοινωνιών, ήταν πιο ανθεκτική από ό,τι αναμενόταν. Επιπλέον, η αύξηση της παραγωγής στην Κίνα ήταν εντονότερη από ό,τι αναμενόταν και τροφοδότησε αυξανόμενη απορρόφηση των εξαγωγών της περιφέρειας. Δεύτερον, η εγχώρια ζήτηση σημείωσε ανάκαμψη, αν και όχι στον ίδιο βαθμό σε όλες τις χώρες της περιοχής. Γενικά, οι ευνοϊκότερες συνθήκες της αγοράς εργασίας και το αυξανόμενο διαθέσιμο εισόδημα, το οποίο αντανάκλα θετικές δευτερογενείς επιδράσεις από τον εξωτερικό τομέα, σε συνδυασμό με την αποσυμπίεση της ζήτησης εκ μέρους των νοικοκυριών και τα υποστηρικτικά μέτρα πολιτικής, συνέβαλαν στην τόνωση της εγχώριας ζήτησης.

Εντός της περιοχής, η Κίνα και η Νότιος Κορέα σημείωσαν τους υψηλότερους ετήσιους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ το 2002, 8% και περίπου 6% αντίστοιχα, οι οποίοι αντανάκλουσαν αύξηση της παραγωγής σε πολλούς τομείς της οικονομίας. Στο άλλο άκρο του φάσματος, το Χονγκ Κονγκ και η Σιγκαπούρη, παρότι έπαυσαν να καταγράφουν αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης όπως το 2001, συνέχισαν να σημειώνουν χαμηλούς ρυθμούς (2,3% και 2,2% αντίστοιχα το 2002) λόγω της υποτονικής ιδιωτικής

κατανάλωσης. Εν τω μεταξύ, οι αποπληθωριστικές πιέσεις συνεχίστηκαν στην Κίνα και το Χονγκ Κονγκ, αντικατοπτρίζοντας, μεταξύ άλλων, διαρθρωτικούς παράγοντες στην Κίνα και πιέσεις εξίσωσης των αμοιβών των συντελεστών παραγωγής στο Χονγκ Κονγκ λόγω της ενσωμάτωσης με την Κίνα. Ο αποπληθωρισμός στη Σιγκαπούρη και την Ταϊβάν αντανάκλωσε την ύπαρξη υπερβάλλοντος παραγωγικού δυναμικού, παρότι παρουσίασε ενδείξεις υποχώρησης προς το τέλος του 2002.

Στις χώρες υπό ένταξη στην ΕΕ, η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης στη διάρκεια του 2002 ήταν περιορισμένη. Ενώ η εξωτερική ζήτηση επηρεάστηκε σημαντικά από την παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση, η εγχώρια ζήτηση και ιδίως η ιδιωτική κατανάλωση παρέμειναν σταθερές στις περισσότερες χώρες. Εντούτοις, αρκετές χώρες παρουσίασαν γενική επιδείνωση της δημοσιονομικής τους θέσης, εξέλιξη που εν μέρει μόνο αντανάκλωσε τη δυσμενή οικονομική συγκυρία. Η ύπαρξη παραγωγικού κενού σε συνδυασμό με την άσκηση συνετής νομισματικής πολιτικής και την ανατίμηση των νομισμάτων των περισσότερων υπό ένταξη χωρών έναντι του ευρώ συνέβαλαν επίσης στην αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων (βλ. Κεφάλαιο VI).

Στην Τουρκία, η παραγωγή αυξήθηκε το 2002, μετά τη σοβαρή ύφεση και τη χρηματοπιστωτική κρίση του προηγούμενου έτους. Η ανάκαμψη προήλθε αρχικά από τον εξωτερικό τομέα, ο οποίος επωφελήθηκε από τη έντονη αύξηση της ανταγωνιστικότητας της χώρας που συνδεόταν με τη μεγάλη υποτίμηση της λίρας, ενώ η ιδιωτική κατανάλωση άρχισε να αυξάνεται με μέτριο θετικό ρυθμό από το β' τρίμηνο του 2002. Η εξασθένηση της τουρκικής λίρας όμως συνέβαλε σημαντικά στην αύξηση του εξωτερικού χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ και στην πρόσκαιρη εκδήλωση πληθωριστικών πιέσεων, οι οποίες υποχώρησαν στη διάρκεια του έτους. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών

καταναλωτή επιβραδύνθηκε από 73% τον Ιανουάριο του 2002 σε 30% το Δεκέμβριο, σε επίπεδο χαμηλότερο από το στόχο της κεντρικής τράπεζας για τον πληθωρισμό στο τέλος του έτους (35%).

Η ρωσική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με σχετικά σταθερό ρυθμό επί τρίτο συνεχές έτος, με ελάχιστη μόνο επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, από 5% το 2001 σε 4,3% περίπου το 2002. Η αύξηση της κατανάλωσης παρέμεινε υψηλή και η επενδυτική ζήτηση, ενισχυόμενη από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου, επιβραδύνθηκε μεν, αλλά παρέμεινε θετική. Οι πληθωριστικές πιέσεις υποχώρησαν κάπως, από 18,6% το 2001 σε 15% περίπου το 2002. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνέχισε να μειώνεται στη διάρκεια του 2002, καθώς η έντονη ανάκαμψη των εισαγωγών υπερέβη κατά πολύ την αντίστοιχη αύξηση των εξαγωγών.

Στη Λατινική Αμερική, θετικοί ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ σημειώθηκαν στις δύο μεγαλύτερες χώρες (Βραζιλία και Μεξικό), σε αντίθεση με τη βαθιά οικονομική κρίση που μαστίζει την Αργεντινή. Γενικά, η κρίση αυτή αποδείχθηκε πολύ σοβαρότερη από ό,τι αναμενόταν και ήταν η αιτία να γίνει αρνητικός ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ σε όλη την περιοχή. Το πραγματικό ΑΕΠ της Αργεντινής συρρικνώθηκε με διψήφιο ρυθμό εν μέσω των σημαντικών περιορισμών στις χρηματοοικονομικές ροές, οι οποίοι είχαν αρνητικές επιπτώσεις στην εγχώρια ζήτηση. Αυτοί οι περιορισμοί προέρχονταν, όσον αφορά την εγχώρια πλευρά, από το πάγωμα των τραπεζικών καταθέσεων και, όσον αφορά το εξωτερικό, από τη συνεχιζόμενη παύση πληρωμών επί κρατικών ομολόγων που διακρατούν ιδιώτες επενδυτές, η οποία ανακοινώθηκε στα τέλη Δεκεμβρίου του 2001. Η οικονομία της Βραζιλίας χαρακτηρίστηκε από σημαντική αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία αντανάκλωσε το αυξανόμενο δημόσιο χρέος και την ανησυχία των αγορών

για την πολιτική κατάσταση στη χώρα. Εντούτοις, η οικονομία παρουσίασε σημαντική ανθεκτικότητα στην αναταραχή αυτή. Η οικονομία του Μεξικού σημείωσε μικρή ανάκαμψη μετά την έντονη επιβράδυνση του 2001, χάρη στις γενικά θετικές εξελίξεις στις ΗΠΑ, τη διατήρηση των υψηλών τιμών του πετρελαίου και την υποτίμηση του πέσο. Η οικονομική ανάκαμψη επέτρεψε τη σταθεροποίηση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και το ποσοστό ανεργίας ήταν κάτω του 3% στο τέλος του έτους.

Οι τιμές του αργού πετρελαίου τύπου Brent αυξήθηκαν ελαφρά, από 24,4 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι κατά μέσο όρο το 2001 σε 25,0 δολ. το 2002. Μεγάλες αυξήσεις σημείωσαν οι τιμές από το Δεκέμβριο του 2002 έως το Φεβρουάριο του 2003 και έφθασαν στα 33,7 δολ. ΗΠΑ στις 28 Φεβρουαρίου 2003. Στην πρόσφατη αύξηση συνέβαλαν διάφοροι παράγοντες, όπως η αυξημένη παγκόσμια ζήτηση, τα μικρά αποθέματα αργού πετρελαίου και προϊόντων διύλισης και η όξυνση των γεωπολιτικών εντάσεων. Οι τιμές των λοιπών βασικών εμπορευμάτων πλην του πετρελαίου σημείωσαν επίσης αύξηση, η οποία οφειλόταν ιδίως στη μείωση της παραγωγής ειδών διατροφής ως αντίδραση στις χαμηλότερες τιμές του προηγούμενου έτους.

#### **Το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι των κυριότερων νομισμάτων το 2002**

Μετά από μια περίοδο σχετικής σταθερότητας το α' τρίμηνο του 2002, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ παρουσίασε μεγάλη ανατίμηση, φθάνοντας σε επίπεδα κατά πολύ υψηλότερα από το μέσο όρο του 2001 (βλ. Διάγραμμα 23). Οι εξελίξεις αυτές σημειώθηκαν υπό συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας για τις προοπτικές ανάπτυξης στις κυριότερες οικονομικές περιοχές του κόσμου, καθώς και έντονων μειώσεων των τιμών στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές. Στο τέλος

#### **Διάγραμμα 23**

#### **Ονομαστική και πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ<sup>1)</sup>**

(μηνιαία/τριμηνιαία στοιχεία, α' τρίμ. 1999 = 100)



Πηγή: ΕΚΤ.

1) Άνοδος του δείκτη αντιστοιχεί σε ανατίμηση του ευρώ. Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις για τα μηνιαία στοιχεία αφορούν το Φεβρουάριο του 2003. Για την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία βάσει του κόστους εργασίας (ανά μονάδα προϊόντος), η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά το γ' τρίμηνο του 2002 και βασίζεται εν μέρει σε εκτιμήσεις.

του 2002 η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ήταν σχεδόν 6,5% υψηλότερη από ό,τι στην αρχή του έτους και σχεδόν 9% άνω του μέσου επιπέδου του 2001. Στις 28 Φεβρουαρίου 2003, τελευταία ημερομηνία που καλύπτει η παρούσα Ετήσια Έκθεση, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ είχε αυξηθεί κατά 8,3% σε σύγκριση με το μέσο όρο του 2002. Οι πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες του ευρώ, με στάθμιση ως προς τις τιμές και το κόστος εργασίας έναντι των εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ, ακολούθησαν πορεία παρόμοια με εκείνη του δείκτη ονομαστικής σταθμισμένης ισοτιμίας (βλ. Διάγραμμα 23). Οι μικρές διαφορές μεταξύ των δεικτών αντικατοπτρίζουν κυρίως τις διαφορετικές εξελίξεις των τιμών και του κόστους εργασίας μεταξύ της ζώνης του ευρώ και ορισμένων από τους σημαντικούς εμπορικούς εταίρους της, ιδίως της Ιαπωνίας.

Το δολάριο ΗΠΑ, αφού παρέμεινε σχετικά σταθερό έναντι του ευρώ στα τέλη του 2001 και στις αρχές του 2002, υποτιμήθηκε έντονα από τον Απρίλιο έως το τέλος Ιουλίου του 2002. Η επιδείνωση των προοπτικών για την οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ ενδέχεται να έπαιξε ρόλο στην αρκετά μεγάλη πτώση του δολαρίου. Οι πιέσεις στο δολάριο εντάθηκαν από την ανησυχία της αγοράς σχετικά με τη συμμόρφωση των αμερικανικών εταιριών προς τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές. Μετά από μια περίοδο σχετικής σταθερότητας σε αρκετά υψηλό επίπεδο, το δολάριο υποτιμήθηκε περαιτέρω έναντι του ευρώ προς το τέλος του έτους. Η τελευταία αυτή εξέλιξη οφειλόταν σε διάφορους παράγοντες, όπως η διεύρυνση των αρνητικών διαφορών επιτοκίων έναντι της ζώνης του ευρώ, η ανησυχία της αγοράς για το έλλειμμα του αμερικανικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η εμφάνιση δημοσιονομικού ελλείμματος στις ΗΠΑ και η αβεβαιότητα για τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ. Σύμφωνα με τους αναλυτές της αγοράς, οι αυξανόμενες γεωπολιτικές εντάσεις έπαιξαν επίσης ρόλο στην αποδυνάμωση του αμερικανικού νομίσματος. Στο τέλος του 2002 το ευρώ αντιστοιχούσε σε 1,05 δολ. ΗΠΑ, δηλ. είχε ανατιμηθεί έναντι του δολαρίου κατά 16% σε σχέση με την αρχή του έτους και κατά 17% και πλέον σε σχέση με το μέσο όρο του 2001. Στις 28 Φεβρουαρίου 2003 η συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου ήταν 1,08 δολ. ΗΠΑ ανά ευρώ, δηλ. κατά 14% υψηλότερη από το μέσο όρο του 2002.

Το γιεν Ιαπωνίας, αφού υποτιμήθηκε έναντι του ευρώ τους τελευταίους μήνες του 2001, παρέμεινε σχετικά σταθερό το μεγαλύτερο μέρος του 2002. Υποτιμήθηκε το τελευταίο τρίμηνο του έτους, αντικατοπτρίζοντας εν μέρει την αβεβαιότητα για τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης στις κυριότερες αγορές προορισμού των ιαπωνικών εξαγωγών και την ανησυχία της αγοράς για την επίλυση των προβλημάτων του χρηματοπιστωτικού τομέα στην Ιαπωνία. Η υποτίμηση αυτή οδήγησε τις ιαπωνικές

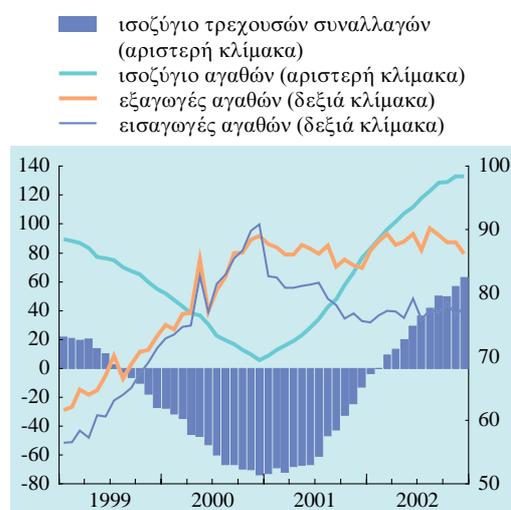
αρχές να αναθεωρήσουν προς τα κάτω την αξιολόγησή τους σχετικά με τις προοπτικές της οικονομίας της χώρας. Στις 31 Δεκεμβρίου το ευρώ αντιστοιχούσε σε 124,39 γιεν, δηλ. είχε ανατιμηθεί έναντι του γιεν κατά 4,1% σε σχέση με την αρχή του έτους και κατά 14,5% σε σχέση με το μέσο όρο του 2001. Στις 28 Φεβρουαρίου 2003 η συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/γιεν ήταν 127,32 γιεν ανά ευρώ, δηλ. κατά 7,8% υψηλότερη από το μέσο όρο του 2002.

Τους τελευταίους μήνες του 2001 το ελβετικό φράγκο ανατιμήθηκε έναντι όλων των σημαντικών νομισμάτων, συμπεριλαμβανομένου του ευρώ, μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου 2001 στις ΗΠΑ. Τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2002 το νόμισμα της Ελβετίας παρέμεινε σχετικά σταθερό σε σχέση με το ευρώ, ενώ ανατιμήθηκε αρκετά έντονα έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Προς το τέλος του έτους το φράγκο Ελβετίας ενισχύθηκε περαιτέρω έναντι όλων των σημαντικών νομισμάτων επειδή και πάλι οι ανά τον κόσμο επενδυτές τήρησαν

#### Διάγραμμα 24

### Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και εμπορικές συναλλαγές επί αγαθών στη ζώνη του ευρώ

(δισεκ. ευρώ, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν τις 12 χώρες της ζώνης του ευρώ. Ισοζύγια: σωρευτικό ύψος 12μήνου. Εισαγωγές και εξαγωγές αγαθών: μηνιαία στοιχεία σε όρους αξίας.

συντηρητική στάση όσον αφορά την ανάληψη κινδύνων. Στο τέλος του 2002 το ευρώ αντιστοιχούσε σε 1,45 ελβετικά φράγκα, δηλ. είχε υποτιμηθεί έναντι του ελβετικού φράγκου κατά 2,1% σε σχέση με την αρχή του έτους και κατά 3,9% σε σχέση με το μέσο όρο του 2001. Στις 28 Φεβρουαρίου 2003 η συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/ελβετικού φράγκου ήταν 1,46 ελβετικά φράγκα ανά ευρώ, δηλ. σχεδόν αμετάβλητη σε σύγκριση με το μέσο όρο του 2002.

#### Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε πλεόνασμα το 2002

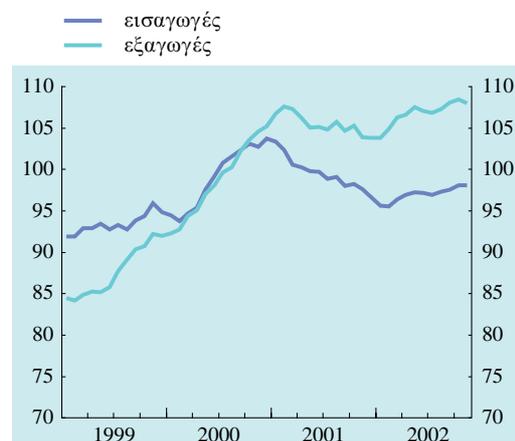
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ παρουσίασε πλεόνασμα ύψους 62,1 δισεκ. ευρώ το 2002, έναντι ελλείμματος ύψους 13,8 δισεκ. ευρώ το 2001 (όλα τα στοιχεία αφορούν τις 12 χώρες της ζώνης του ευρώ). Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν κυρίως στη σημαντική αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου αγαθών, από 75,8 δισεκ. ευρώ σε 132,7 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα 24). Τα ελλείμματα του ισοζυγίου εισοδημάτων και του ισοζυγίου τρεχουσών μεταβιβάσεων παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα. Η αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου αγαθών προήλθε κυρίως από τη σημαντική μείωση της αξίας των εισαγωγών, σε συνδυασμό με τη μικρή άνοδο των εξαγωγών.

Η μείωση της αξίας των εισαγωγών αγαθών το 2002 σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος συνδέεται με εξελίξεις τόσο στον όγκο όσο και στις τιμές των εισαγωγών (βλ. Διαγράμματα 25 και 26). Πρώτον, οι τιμές των εισαγομένων ήταν χαμηλότερες το 2002, κυρίως λόγω της μεγάλης ανατίμησης του ευρώ στη διάρκεια του έτους. Δεύτερον, ο όγκος των εισαγωγών δεν παρουσίασε σημαντικές μεταβολές εντός του 2002 και ήταν χαμηλότερος από ό,τι το 2001, ανταποκρινόμενος στην ασθενή ζήτηση στη ζώνη του ευρώ. Στην εξασθένηση της ζήτησης φαίνεται ότι συνέβαλε κυρίως η

#### Διάγραμμα 25

#### Όγκος εμπορικών συναλλαγών με χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ<sup>1)</sup>

(δείκτης: 2000 = 100, εποχικός διορθωμένα στοιχεία, κινητός μέσος όρος 3 μηνών)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ βάσει στοιχείων της Eurostat.

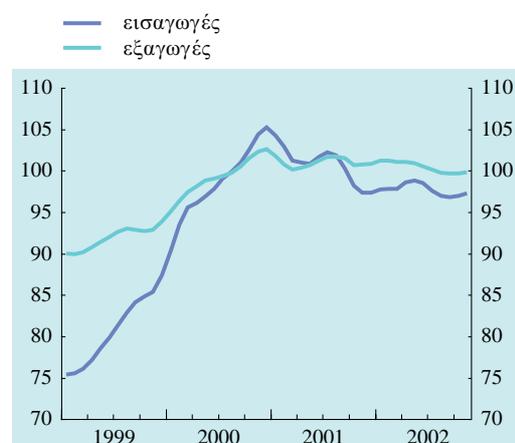
1) Οι τελευταίες παρατηρήσεις αφορούν το Νοέμβριο του 2002 και βασίζονται εν μέρει σε εκτιμήσεις.

μείωση της δαπάνης για ορισμένες κατηγορίες προϊόντων, όπως ιδίως τα κεφαλαιακά αγαθά, που παρουσιάζουν υψηλή εξάρτηση από τις εισαγωγές.

#### Διάγραμμα 26

#### Δείκτες μοναδιαίας αξίας εμπορικών συναλλαγών με χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ

(δείκτης: 2000 = 100, εποχικός διορθωμένα στοιχεία, κινητός μέσος όρος 3 μηνών)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ βάσει στοιχείων της Eurostat.

1) Οι τελευταίες παρατηρήσεις αφορούν το Νοέμβριο του 2002 και βασίζονται εν μέρει σε εκτιμήσεις.

Η μικρή αύξηση της αξίας των εξαγόμενων αγαθών μεταξύ 2001 και 2002 συνδέεται με την άνοδο του όγκου των εξαγωγών, που συμβάδιζε με την ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης το 2002. Ωστόσο, η αξία των εξαγωγών δεν αυξήθηκε ισόποσα με τον όγκο, επειδή μειώθηκαν οι τιμές των εξαγωγών που κατευθύνονται προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ (όπως μετρούνται από τους δείκτες μοναδιαίας αξίας). Δεν αποκλείεται οι εξαγωγείς της ζώνης του ευρώ να μείωσαν τα περιθώρια κέρδους τους για να αντισταθμίσουν τη μείωση της ανταγωνιστικότητας που προήλθε από την ανατίμηση του ευρώ.

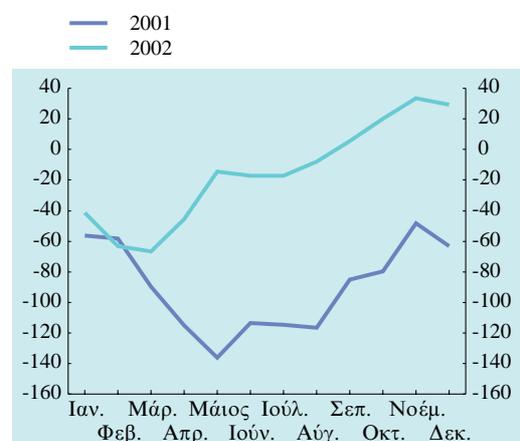
#### **Οι καθαρές άμεσες επενδύσεις και οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου μαζί εμφάνισαν καθαρές εισροές το 2002**

Οι καθαρές άμεσες επενδύσεις και οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου μαζί, από καθαρές εκροές ύψους 63,4 δισεκ. ευρώ το 2001, εμφάνισαν καθαρές εισροές ύψους 29,4 δισεκ. ευρώ το 2002 (βλ. Διάγραμμα 27). Η αλλαγή αυτή οφειλόταν εν μέρει στη μεγάλη μείωση των καθαρών εκροών άμεσων επενδύσεων από 101,5 δισεκ. ευρώ

#### **Διάγραμμα 27**

#### **Άθροισμα καθαρών ροών άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ**

(δισεκ. ευρώ, σωρευτικά στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Το θετικό πρόσημο υποδηλώνει καθαρή εισροή και το αρνητικό πρόσημο καθαρή εκροή.

το 2001 σε 21,0 δισεκ. ευρώ το 2002, η οποία αντικατοπτρίζει τη σημαντική κάμψη της δραστηριότητας εξαγορών και συγχωνεύσεων (λεπτομερή ανασκόπηση των εξελίξεων της δραστηριότητας εξαγορών και συγχωνεύσεων τα τελευταία έτη βλ. στο Πλαίσιο 8). Επιπλέον, οι καθαρές εισροές των επενδύσεων χαρτοφυλακίου στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν το 2002 στα 50,4 δισεκ. ευρώ, εν μέσω μεγάλων μειώσεων των τιμών στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές και της σχετικά μεγάλης πτώσης των επενδύσεων τόσο από κατοίκους της ζώνης του ευρώ σε μετοχές εξωτερικού όσο και από κατοίκους εξωτερικού σε μετοχές της ζώνης του ευρώ. Οι κάτοικοι της ζώνης του ευρώ μείωσαν επίσης τις επενδύσεις τους σε χρεόγραφα του εξωτερικού, ενώ αυξήθηκαν σημαντικά οι εισροές επενδύσεων από μη κατοίκους σε χρεόγραφα της ζώνης του ευρώ.

Ένα από τα αξιοσημείωτα χαρακτηριστικά του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών το 2002 ήταν ότι οι συνολικές μεταβολές των ροών των επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν συνδέονται πλέον κυρίως με τις εξελίξεις των ροών των μετοχών, όπως συνέβαινε κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2001 και στις αρχές του 2002, αλλά καθορίζονταν όλο και περισσότερο από τις ροές επενδύσεων σε χρεόγραφα. Εντός της κατηγορίας “χρεόγραφα” των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, το 2002 στη ζώνη του ευρώ σημειώθηκαν καθαρές εισροές στα “ομόλογα και γραμμάτια” (21,0 δισεκ. ευρώ) και μικρές καθαρές εκροές στους “τίτλους της αγοράς χρήματος” (9,7 δισεκ. ευρώ). Η παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση και οι μεγάλες μειώσεις των τιμών των μετοχών ενδέχεται να συνέβαλαν στις εξελίξεις αυτές. Αξίζει να σημειωθεί ότι αυξήθηκαν σημαντικά οι διασυσνοριακές επενδύσεις σε τίτλους της αγοράς χρήματος, πιθανώς λόγω της υψηλής αβεβαιότητας στον ιδιωτικό επιχειρηματικό τομέα παγκοσμίως. Συγκεκριμένα, οι κάτοικοι της ζώνης του ευρώ επένδυσαν 55,6 δισεκ. ευρώ σε τίτλους της αγοράς

## Πλαίσιο 8

### Τάσεις των διεθνών εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ 1990 και 2002

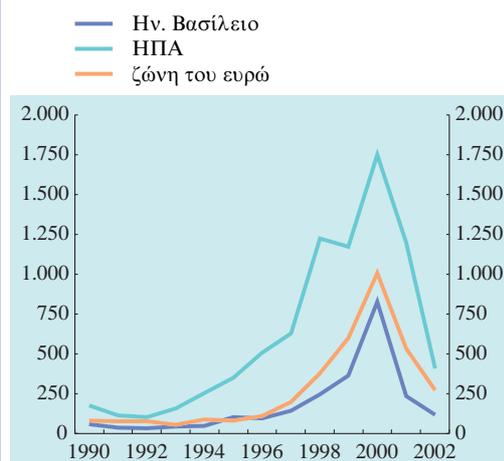
Στα τέλη της δεκαετίας του '90 και στις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας σημειώθηκε έξαρση των εξαγορών και συγχωνεύσεων, ιδίως μεταξύ ευρωπαϊκών και αμερικανικών επιχειρήσεων. Οι συναλλαγές αυτές, αν και έχουν μειωθεί κατά πολύ σε σχέση με το ανώτατο επίπεδο όπου έφθασαν το 2000-2001, αποτελούν πολύ σημαντικό φαινόμενο της αμερικανικής και της ευρωπαϊκής οικονομίας και ως επί το πλείστον εντοπίζονται στους τομείς της τεχνολογίας και των τηλεπικοινωνιών. Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να σκιαγραφήσει ορισμένα από τα βασικά χαρακτηριστικά των πρόσφατων τάσεων και ειδικότερα να αναλύσει τις διμερείς εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ.

#### Τάσεις ως προς το μέγεθος και την κατεύθυνση των εξαγορών και συγχωνεύσεων

Η αξία των ακαθάριστων εξαγορών και συγχωνεύσεων<sup>1</sup> στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ, από 281 δισεκ. ευρώ το 1990, κορυφώθηκε σε επίπεδο άνω των 2.900 δισεκ. ευρώ το 2000 και κατόπιν μειώθηκε στα 673 δισεκ. ευρώ το 2002. Στις συναλλαγές αυτές πρωτοστάτησαν οι αμερικανικές εταιρίες, οι οποίες, μόνο το 2000, μετείχαν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις συνολικής αξίας 1.800 δισεκ. ευρώ περίπου (βλ. Διάγραμμα Α). Η αύξηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν έντονη στη ζώνη του ευρώ τη δεκαετία του '90, αλλά λιγότερο εντυπωσιακή από ό,τι στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Την περίοδο αιχμής της συναφούς δραστηριότητας (1997-2002), οι εταιρίες της ζώνης του ευρώ μετείχαν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις αξίας άνω των 3.000 δισεκ. ευρώ, δηλ. 6,9% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις των ΗΠΑ μετείχαν σε εξαγορές και

**Διάγραμμα Α: Συνολική αξία εξαγορών και συγχωνεύσεων**

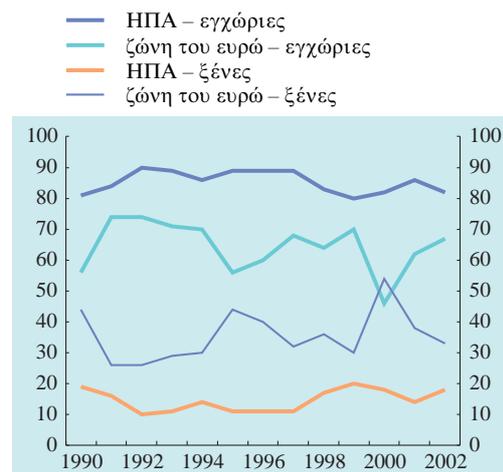
(δισεκ. ευρώ)



Πηγές: Thomson Financial και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

**Διάγραμμα Β: Εγχώριες και ξένες εξαγορές και συγχωνεύσεις στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ**

(ως ποσοστό του συνόλου)



Πηγές: Thomson Financial και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

συγχωνεύσεις αξίας 6.400 δισεκ. ευρώ περίπου, δηλ. 11% του ΑΕΠ των ΗΠΑ, και οι επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου σε εξαγορές και συγχωνεύσεις αξίας περίπου 2.000 δισεκ. ευρώ, δηλ. 22,5% του ΑΕΠ του Ηνωμένου Βασιλείου.

<sup>1</sup> Οι ακαθάριστες εξαγορές και συγχωνεύσεις περιλαμβάνουν συναλλαγές στις οποίες οι εταιρίες μιας συγκεκριμένης χώρας είναι είτε αποκτώσες είτε απορροφώμενες εταιρίες. Τα σχετικά στοιχεία προέρχονται από την Thomson Financial.

Η αύξηση της αξίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων επιταχύνθηκε περισσότερο από ό,τι η αύξηση του αριθμού τους τα τελευταία έτη, με αποτέλεσμα η μέση αξία τους να έχει γίνει πολύ μεγαλύτερη. Μάλιστα, η μέση αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις οποίες μετείχαν εταιρίες της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε από 20 δισεκ. ευρώ την περίοδο 1990-1996 σε 90 δισεκ. ευρώ την περίοδο 1997-2002. Αν και η μέση αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις οποίες μετείχαν εταιρίες των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου αυξήθηκε και παρέμεινε αρκετά υψηλότερη από αυτή της ζώνης του ευρώ, η ποσοστιαία αύξηση της μέσης αξίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων στη ζώνη του ευρώ υπερέβη αυτή των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου.

Η ανάλυση της κατεύθυνσης των εξαγορών και συγχωνεύσεων αποκαλύπτει ότι, από τη συνολική αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων, το ποσοστό που αφορούσε απορρόφηση από ξένες εταιρίες γενικώς αυξανόταν σε όλη τη δεκαετία του '90 στη ζώνη του ευρώ, ενώ στις ΗΠΑ ήταν σταθερό. Μια βασική διαφορά μεταξύ των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ ήταν το πολύ υψηλότερο ποσοστό των εγχώριων εξαγορών και συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ, σε σύγκριση με τις διασυνοριακές. Αντίθετα, οι εταιρίες της ζώνης του ευρώ μετείχαν πολύ περισσότερο σε εξαγορές και συγχωνεύσεις με ξένες εταιρίες από ό,τι οι επιχειρήσεις των ΗΠΑ, τόσο σε απόλυτους όσο και σε σχετικούς όρους (βλ. Διάγραμμα Β).

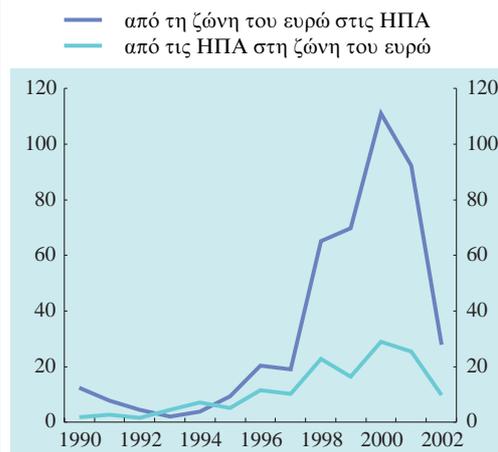
Ενώ η αύξηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων εντός της ζώνης του ευρώ φαίνεται να συνέπεσε χρονικά με το Τρίτο Στάδιο της ONE, είναι δύσκολο να διαχωριστεί η τυχόν επίδραση της ONE από άλλους παράγοντες, όπως η εναρμόνιση της νομοθεσίας, η πρόοδος της πληροφορικής και η απελευθέρωση ορισμένων τομέων και αγορών.

#### Διμερείς εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ

Οι διμερείς εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ παρουσίασαν έντονες διαφοροποιήσεις τα τελευταία έτη. Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις όπου η αποκτώσα εταιρία ήταν από τη ζώνη του ευρώ και η απορροφώμενη από τις ΗΠΑ και εκείνες όπου η αποκτώσα εταιρία ήταν από τις ΗΠΑ και η απορροφώμενη από τη ζώνη του ευρώ κινήθηκαν σε παρεμφερή επίπεδα το πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του '90. Από το 1996 και εξής, οι επενδύσεις των επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ σε εξαγορές και συγχωνεύσεις αμερικανικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν πάρα πολύ και υπερπενταπλασιάστηκαν μεταξύ 1996 και 2000, ενώ οι ροές εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την αντίθετη φορά αυξήθηκαν μέτρια (βλ. Διάγραμμα Γ). Διαπιστώνεται σαφής ασυμμετρία των ροών εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ. Η ταχεία ανάπτυξη της οικονομίας και η αύξηση της παραγωγικότητας το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '90 στις ΗΠΑ και η ανθηρή χρηματιστηριακή αγορά τους, ιδίως στον τομέα της τεχνολογίας, ενδέχεται να συνέβαλαν στην ελκυστικότητα των αμερικανικών επιχειρήσεων.

**Διάγραμμα Γ: Εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ ζώνης ευρώ και ΗΠΑ**

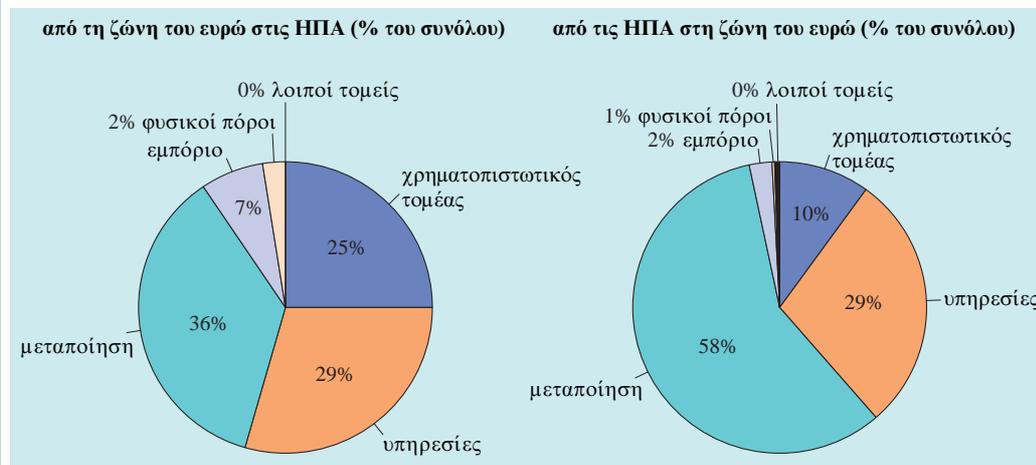
(δισεκ. ευρώ)



Πηγές: Thomson Financial και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Όσον αφορά τη σύνθεση κατά τομείς, το 58% των επενδύσεων των ΗΠΑ σε εξαγορές και συγχωνεύσεις αφορούσε μεταποιητικές εταιρίες της ζώνης του ευρώ, ποσοστό πολύ μεγαλύτερο

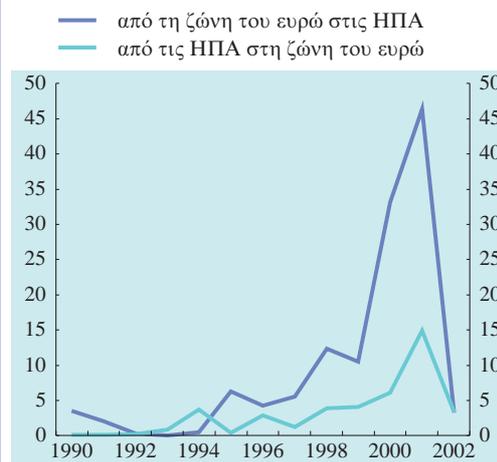
### Διάγραμμα Δ: Εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά τομέα, 1997-2002



Πηγές: Thomson Financial και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

από το αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ στο μεταποιητικό τομέα των ΗΠΑ (36%) (βλ. Διάγραμμα Δ). Αντίθετα, οι επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ επένδυσαν πολύ μεγαλύτερο ποσοστό (25%) σε αμερικανικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα από ό,τι οι αμερικανικές επιχειρήσεις σε επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ (10%). Στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας,<sup>2</sup> η θεαματική αύξηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων στα τέλη της δεκαετίας του '90 και το 2000 οφειλόταν κυρίως στη μεγάλη ανάπτυξη της τεχνολογίας. Μεταξύ 1995 και 2000 οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στον τομέα αυτό αυξήθηκαν κατά γεωμετρική πρόοδο τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ. Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις της ζώνης του ευρώ στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας αυξήθηκαν από 10% περίπου των συνολικών εξαγορών και συγχωνεύσεων της ζώνης του ευρώ το πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του '90 σε 50% το 2000. Καθώς οι τιμές των μετοχών του τομέα της τεχνολογίας μειώθηκαν από το 2000 και εξής, το ποσοστό αυτό περιορίστηκε πολύ και έφθασε κάτω του 10% των συνολικών συναλλαγών τους εννέα πρώτους μήνες του 2002. Όχι μόνο οι επενδύσεις των αμερικανικών επιχειρήσεων σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι πολύ υψηλότερη από ό,τι των επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ στις ΗΠΑ, αλλά και το μερίδιο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας ήταν πολύ υψηλότερο κατά το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου στις ΗΠΑ από ό,τι στη ζώνη του ευρώ.

### Διάγραμμα Ε: Εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας (δισεκ. ευρώ)



Πηγές: Thomson Financial και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Οι επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ πραγματοποίησαν μεγάλου ύψους επενδύσεις στον τεχνολογικό τομέα των ΗΠΑ με σκοπό τη μεταφορά τεχνογνωσίας και την απόκτηση πρόσβασης στην αγορά. Το Διάγραμμα Ε δείχνει ότι οι επενδύσεις της ζώνης του ευρώ σε εξαγορές και συγχωνεύσεις στον

<sup>2</sup> Ο τομέας της υψηλής τεχνολογίας, όπως ορίζεται από τη σχετική βάση δεδομένων (M&A database) της Thomson Financial, περιλαμβάνει κυρίως διάφορους κλάδους μεταποίησης και υπηρεσιών.

τομέα της υψηλής τεχνολογίας των ΗΠΑ αυξάνονταν σημαντικά έως το 2000, ενώ οι αντίστοιχες επενδύσεις των ΗΠΑ στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν μέτρια μόνο. Ο υποτομέας των τηλεπικοινωνιών,<sup>3</sup> ο οποίος εν μέρει υπάγεται και στον κλάδο υψηλής τεχνολογίας, παρουσίασε ιδιαίτερα έντονη αύξηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων στα τέλη της δεκαετίας του '90. Μάλιστα, η αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις οποίες μετείχαν επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε και, ενώ ήταν μικρότερη από 50 δισεκ. ευρώ ετησίως πριν από το 1998, έφθασε σε 300 δισεκ. ευρώ και πλέον το 1999.<sup>4</sup> Ένα σημείο που πρέπει να τονιστεί είναι ότι στις εξαγορές και συγχωνεύσεις στον υποτομέα των τηλεπικοινωνιών πρωτοστάτησαν επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, το ποσοστό των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τομέα των τηλεπικοινωνιών επί των συνολικών εξαγορών και συγχωνεύσεων της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε και, από επίπεδο κάτω του 10% προ του 1998, υπερέβη το 50% το 1999. Αντίθετα, η αύξηση της σημασίας του τομέα των τηλεπικοινωνιών ήταν πολύ μικρότερη για τις ΗΠΑ, όπου οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στον εν λόγω τομέα έφθασαν μόλις το 20% περίπου των συνολικών εξαγορών και συγχωνεύσεων το 1999.

Συνολικά, η ανάλυση της σύνθεσης κατά τομείς και των διμερών ροών αποκαλύπτει ότι η άνθηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων στα τέλη της δεκαετίας του '90 και τα πρόσφατα έτη οφειλόταν κυρίως σε εξαγορές επιχειρήσεων τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών τόσο από ευρωπαϊκές όσο και από αμερικανικές εταιρίες. Αφού κορυφώθηκε το 2000, η δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων μειώθηκε σημαντικά και επανήλθε σε επίπεδα συγκρίσιμα με εκείνα που είχαν παρατηρηθεί στα μέσα της δεκαετίας του '90. Η πτώση αυτή ήταν ιδιαίτερα έντονη στους τομείς υψηλής τεχνολογίας τόσο της ζώνης του ευρώ όσο και των ΗΠΑ.

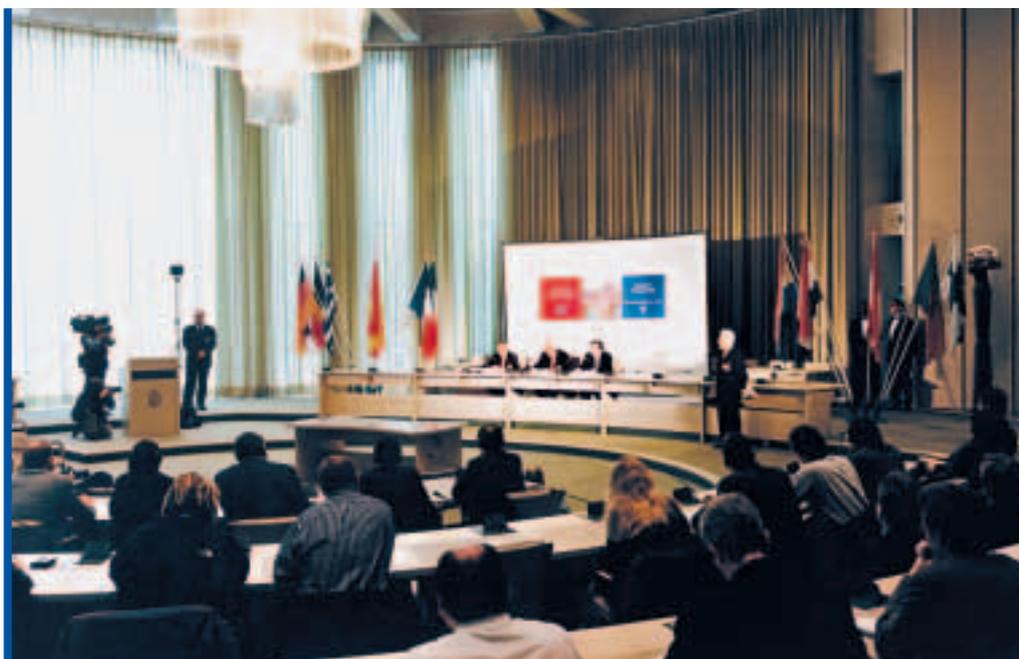
<sup>3</sup> Ένα τμήμα του υποτομέα των τηλεπικοινωνιών, όπως ορίζεται στη βάση δεδομένων της Thomson Financial, περιλαμβάνεται στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας.

<sup>4</sup> Η εξαγορά της Mannesmann από την Vodafone αποτελεί μεγάλο μέρος της αξίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον εν λόγω τομέα το 1999. Πάντως, η δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων αυξήθηκε σημαντικά, ακόμη και αν δεν ληφθεί υπόψη αυτή η μεγάλη συναλλαγή.

χρήματος εξωτερικού, έναντι 20,7 δισεκ. ευρώ το 2001, ενώ οι μη κάτοικοι επένδυσαν 45,9 δισεκ. ευρώ σε τίτλους της αγοράς χρήματος της ζώνης του ευρώ, έναντι 4,5 δισεκ. ευρώ το 2001.

Συνολικά το 2002, το ισοζύγιο πληρωμών της ζώνης του ευρώ παρουσίασε πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και σημαντικές καθαρές εισροές άμεσων επενδύσεων και

επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Παράλληλα με τις καθαρές αυτές εισροές, τα ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ (πλην του Ευρω-συστήματος) πραγματοποίησαν βραχυπρόθεσμες συναλλαγές που προκάλεσαν καθαρές εκροές 159,4 δισεκ. ευρώ. Κατά συνέπεια, η καθαρή θέση των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ (πλην του Ευρω-συστήματος) έναντι του εξωτερικού μετατράπηκε από αρνητική στο τέλος του 2001 σε θετική στο τέλος του 2002.



Συνέντευξη τύπου μετά την εκτός έδρας συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου που έγινε στο Μάαστριχτ στις 7 Φεβρουαρίου 2002 με την ευκαιρία της συμπλήρωσης 10 ετών από την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Ο Πρόεδρος κ. Duisenberg ανακοινώνει ότι θα παραιτηθεί το 2003



Το κυβερνητικό μέγαρο της Επαρχίας Limburg στο Μάαστριχτ, όπου έγινε η συνεδρίαση

## Κεφάλαιο II

### Εργασίες κεντρικής τράπεζας

## I Εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής

### I.1 Γενικά

Το λειτουργικό πλαίσιο για την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής αποδείχθηκε αποτελεσματικό το 2002. Τα βασικά στοιχεία του λειτουργικού πλαισίου – δηλ. οι πράξεις ανοικτής αγοράς, οι πάγιες διευκολύνσεις και τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά, καθώς και η αποκεντρωμένη εκτέλεση και διαχείριση πράξεων από τις ΕθνΚΤ – παρέμειναν αμετάβλητα.<sup>1</sup>

Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ), οι οποίες διενεργούνται μια φορά την εβδομάδα και συνήθως έχουν διάρκεια δύο εβδομάδων, παρέχουν το μεγαλύτερο μέρος της αναχρηματοδότησης που χορηγείται προς τον τραπεζικό τομέα, παίζουν βασικό ρόλο στον επηρεασμό των συνθηκών ρευστότητας και σηματοδοτούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Το Ευρωσύστημα διενεργεί επίσης πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ), με συχνότητα μια φορά το μήνα και διάρκεια τριών μηνών, οι οποίες όμως δεν χρησιμοποιούνται για να σηματοδοτούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Εκτός από αυτές τις τακτικές πράξεις ανοικτής αγοράς, το 2002 το Ευρωσύστημα διενήργησε τρεις πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας για την αντιμετώπιση έκτακτων εξελίξεων.

Οι δύο πάγιες διευκολύνσεις που προσφέρει το Ευρωσύστημα, δηλ. η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, με σκοπό την παροχή και την απορρόφηση ρευστότητας διάρκειας μίας ημέρας, παίζουν κάποιο ρόλο στο να σηματοδοτούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και οριοθετούν προς τα άνω και προς τα κάτω τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς για τοποθετήσεις μίας ημέρας.

Παράλληλα με τη διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς και την παροχή πάγιων

διευκολύνσεων, το Ευρωσύστημα απαιτεί από τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά ύψους ίσου προς το 2% συγκεκριμένων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους. Σκοπός των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, επί των οποίων τα πιστωτικά ιδρύματα εισπράττουν τόκους, είναι η σταθεροποίηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς χρήματος και η επαύξηση του διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος έναντι του Ευρωσυστήματος. Η δυνατότητα τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών κατά μέσο όρο, η οποία επιτρέπει στους αντισυμβαλλόμενους να εκπληρώνουν την υποχρέωση τήρησης των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών σε μέσα επίπεδα στη διάρκεια κάθε μηνιαίας περιόδου τήρησης, διευκολύνει τη σταθεροποίηση αυτών των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, καθώς αμβλύνει τις επιδράσεις που δέχονται από προσωρινές αιφνίδιες μεταβολές της ρευστότητας. Έτσι το Ευρωσύστημα, υπό κανονικές συνθήκες, περιορίζεται σε τακτικές ΠΚΑ και ΠΠΜΑ όταν διενεργεί πράξεις ανοικτής αγοράς.

Το πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος επιτρέπει σε ένα ευρύ φάσμα αντισυμβαλλομένων να συμμετέχει στις πράξεις νομισματικής πολιτικής. Όλα τα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών μπορούν, κατ' αρχήν, να έχουν πρόσβαση στις πάγιες διευκολύνσεις και να συμμετέχουν σε πράξεις ανοικτής αγοράς βάσει τακτικών δημοπρασιών. Σημειώνεται ότι η Οδηγία περί Ηλεκτρονικού Χρήματος,<sup>2</sup> για την

<sup>1</sup> Το λειτουργικό πλαίσιο περιγράφεται λεπτομερώς στην έκδοση της ΕΚΤ με τίτλο "Η ενιαία νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ: Γενική τεκμηρίωση για τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος" (Απρίλιος 2002).

<sup>2</sup> Οδηγία 2000/46/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 18ης Σεπτεμβρίου 2000 για την ανάληψη, την άσκηση και την προληπτική εποπτεία της δραστηριότητας των ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος.

εφαρμογή της οποίας τα κράτη-μέλη είχαν προθεσμία έως τις 27 Απριλίου 2002, τροποποίησε τον ορισμό των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών ώστε να περιλαμβάνει και τα “ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος”.

Εκτός από τα γενικά κριτήρια καταλληλότητας, οι αντισυμβαλλόμενοι πρέπει επίσης να πληρούν όλα τα λειτουργικά κριτήρια που προσδιορίζονται στις συμβατικές ή κανονιστικές ρυθμίσεις τις οποίες εφαρμόζουν οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ για να εξασφαλίσουν την αποτελεσματική διεξαγωγή των πράξεων νομισματικής πολιτικής. Στο τέλος του 2002, από τα 6.926 πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ τα οποία είχαν υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, 3.245 προσέφυγαν στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και 2.867 στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης. Στις πράξεις ανοικτής αγοράς βάσει τακτικών δημοπρασιών μπορούσαν να συμμετέχουν 2.320 πιστωτικά ιδρύματα, αλλά μόνο 763 υπέβαλαν προσφορές σε μία τουλάχιστον ΠΚΑ και μόνο 400 σε μία τουλάχιστον ΠΠΜΑ. Η ομάδα των πιστωτικών ιδρυμάτων που επιλέχθηκαν ως αποδεκτά για συμμετοχή σε πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας αριθμούσε 141 ιδρύματα. Σε σύγκριση με το τέλος του 2001, ο συνολικός αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων με υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών μειώθηκε κατά 293, λόγω των συνεχιζόμενων συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό τομέα.

## 1.2 Διαχείριση ρευστότητας

Η διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας εκ μέρους του Ευρωσυστήματος παίζει σημαντικό ρόλο στην εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Βασίζεται στην εκτίμηση των αναγκών του τραπεζικού συστήματος σε ρευστότητα, οι οποίες καθορίζονται από τα ελάχιστα

υποχρεωτικά αποθεματικά, από τα πλεονάζοντα αποθεματικά (τα οποία εν προκειμένω νοούνται ως τα μέσα υπόλοιπα των τρεχούμενων λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων στη διάρκεια της περιόδου τήρησης μείον τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά) και από αυτόνομους παράγοντες. Οι τελευταίοι αφορούν τα κονδύλια του ισολογισμού των κεντρικών τραπεζών τα οποία δεν ελέγχονται άμεσα από τις κεντρικές τράπεζες, π.χ. τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία, καταθέσεις του Δημοσίου και καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού.

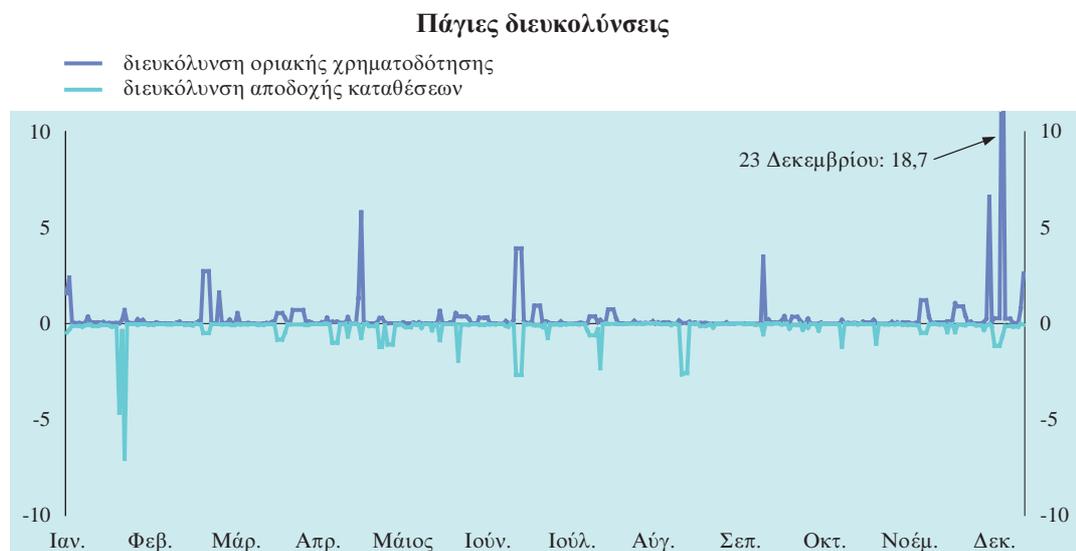
Το ύψος των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών και των πλεοναζόντων αποθεματικών γίνεται συνήθως γνωστό με μεγάλο βαθμό ακρίβειας, αλλά οι αυτόνομοι παράγοντες είναι πιο ασταθείς και η εκτίμησή τους από τους αντισυμβαλλομένους είναι πιο δύσκολη. Για το λόγο αυτό η ΕΚΤ δημοσιεύει, σε εβδομαδιαία βάση, πρόβλεψη του μέσου ύψους των αυτόνομων παραγόντων, προκειμένου να διευκολύνει τους αντισυμβαλλομένους να διαμορφώσουν τις προσφορές τους για τις πράξεις ανοικτής αγοράς. Το 2002 το μέσο απόλυτο σφάλμα αυτών των προβλέψεων σε σχέση με το ύψος στο οποίο διαμορφώθηκαν τελικά οι αυτόνομοι παράγοντες ήταν 1,8 δισεκ. ευρώ, έναντι 1,9 δισεκ. ευρώ το 2001.

Στη διάρκεια του 2002 συνολικά, μεταξύ των αυτόνομων παραγόντων, οι καταθέσεις του Δημοσίου στις ΕθνΚΤ παρουσίασαν και πάλι τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα καθώς και δυσκολία στην πρόβλεψή τους. Ωστόσο, μετά την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή τον Ιανουάριο του 2002, δυσκολίες παρουσιάστηκαν και στην πρόβλεψη των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία. Για την ακρίβεια, η ζήτηση νέων τραπεζογραμμάτων ευρώ αποδείχθηκε τελικά υψηλότερη από ό,τι είχε προβλέψει το Ευρωσύστημα, ενώ ταυτόχρονα η επιστροφή των παλαιών εθνικών τραπεζογραμμάτων ήταν κάπως βραδύτερη από την αναμενόμενη. Ως εκ τούτου, τον Ιανουάριο του 2002 τα

## Διάγραμμα 28

### Παράγοντες ρευστότητας και χρήση πάγιων διευκολύνσεων στη ζώνη του ευρώ το 2002

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

σφάλματα των προβλέψεων του Ευρωσυστήματος για το σύνολο των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία ήταν περίπου τετραπλάσια από ό,τι κατά μέσο όρο στη διάρκεια του έτους. Για να καλύψει την απροσδόκητη ζήτηση ρευστότητας που προέκυψε από την προσωρινά αυξημένη ζήτηση τραπεζογραμμάτων, το Ευρωσύστημα διενήργησε δύο πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων δια-

κυμάνσεων της ρευστότητας. Επιπλέον, η ΕΚΤ παρείχε κατ' εξαίρεση συχνότερες προβλέψεις για τους αυτόνομους παράγοντες, προκειμένου να ενημερώνει τους συμμετέχοντες στις αγορές για τις ασυνήθεις εξελίξεις των συνθηκών ρευστότητας. Το Μάρτιο του 2002 τα σφάλματα των προβλέψεων για τα τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία είχαν επανέλθει σε κανονικά επίπεδα.

## Πλαίσιο 9

### Δημόσια διαβούλευση σχετικά με τη λήψη μέτρων βελτίωσης της αποτελεσματικότητας του λειτουργικού πλαισίου της νομισματικής πολιτικής

Στις 7 Οκτωβρίου 2002 το Ευρωσύστημα κάλεσε την τραπεζική κοινότητα της ζώνης του ευρώ σε δημόσια διαβούλευση σχετικά με ορισμένα μέτρα τεχνικής φύσεως, σκοπός των οποίων είναι να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα του λειτουργικού πλαισίου της νομισματικής πολιτικής.

Τα τρία μέτρα που προτάθηκαν προς εξέταση στη δημόσια διαβούλευση ήταν:

- (1) η αλλαγή της χρονικής οριοθέτησης της περιόδου τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, ούτως ώστε να αρχίζει πάντοτε την ημέρα του διακανονισμού της ΠΚΑ που διενεργείται μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στην οποία έχει προγραμματιστεί να γίνει αξιολόγηση της νομισματικής πολιτικής, οπότε, κατά κανόνα, οι τυχόν μεταβολές των επιτοκίων των πάγιων διευκολύνσεων θα συμπίπτουν χρονικά με την έναρξη της νέας περιόδου τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών.
- (2) η μείωση της διάρκειας των ΠΚΑ από δύο εβδομάδες σε μία, και
- (3) η αναστολή της διεξαγωγής των ΠΠΜΑ.

Με την αλλαγή της χρονικής οριοθέτησης της περιόδου τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών επιδιώκεται, πρώτον, να περιοριστούν οι επιδράσεις που ασκούν οι προσδοκίες μεταβολής των επιτοκίων στη συμπεριφορά των αντισυμβαλλομένων κατά την υποβολή προσφορών στις ΠΚΑ και, δεύτερον, να μειωθούν οι πιθανότητες να αρχίζει και να λήγει η περίοδος τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών ημέρα κατά την οποία το TARGET δεν λειτουργεί, κάτι που μπορεί να προξενήσει κόστος για τις τράπεζες κατά τη βραχυπρόθεσμη διαχείριση της ρευστότητάς τους μέσω των πάγιων διευκολύνσεων.

Η σύντμηση της διάρκειας των ΠΚΑ αποτελεί συμπληρωματικό μέτρο, βάσει του οποίου οι ΠΚΑ δεν θα εκτείνονται μέχρι και την επόμενη περίοδο τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών και άρα δεν θα δέχονται επιδράσεις από τις προσδοκίες μεταβολής των επιτοκίων κατά τις περιόδους τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών.

Η αναστολή της διεξαγωγής των ΠΠΜΑ προτάθηκε προκειμένου να προωθηθεί η αποτελεσματική εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Η φθίνουσα τάση που παρατηρήθηκε στο εκδηλούμενο ενδιαφέρον για τις πράξεις αυτού του τύπου είχε δημιουργήσει αμφιβολίες κατά πόσον οι ΠΠΜΑ όντως διαδραμάτιζαν το ρόλο για τον οποίο αρχικά προορίζονταν.

Τα σχόλια που ελήφθησαν στο πλαίσιο της δημόσιας διαβούλευσης υπήρξαν αρκετά αντιπροσωπευτικά των πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ από άποψη γεωγραφικής κατανομής και μεγέθους. Οι σχολιαστές τάχθηκαν σε γενικές γραμμές υπέρ των δύο πρώτων προτεινόμενων μέτρων, αλλά παράλληλα διαφάνηκε ότι οι ΠΠΜΑ συνεχίζουν να καλύπτουν τις ανάγκες διαχείρισης ρευστότητας πολλών αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος, εξ ου και η πλειονότητα των σχολιαστών τάχθηκε κατά της τρίτης πρότασης.

Τον Ιανουάριο του 2003 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να αλλάξει τη χρονική οριοθέτηση της περιόδου τήρησης των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών και να μειώσει τη διάρκεια των ΠΚΑ, από το πρώτο τρίμηνο του 2004. Παράλληλα, αποφάσισε να μην αναστείλει τη διεξαγωγή των ΠΠΜΑ.

Παρότι η λειτουργία του πλαισίου της νομισματικής πολιτικής, στο διάστημα από την εισαγωγή του ευρώ το 1999 και εξής,

κρίνεται γενικώς θετική, τον Οκτώβριο του 2002 το Ευρωσύστημα εγκαινίασε δημόσια διαβούλευση σχετικά με ορισμένα μέτρα

τεχνικής φύσεως προκειμένου να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα του πλαισίου της νομισματικής πολιτικής (βλ. Πλαίσιο 10).

### 1.3 Πράξεις ανοικτής αγοράς

Κατά το 2002, το Ευρωσύστημα διακανόνισε 53 ΠΚΑ, με τις οποίες κατανεμήθηκε ρευστότητα ύψους 67 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά πράξη και παρασχέθηκε το 71% της συνολικής αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Οι πράξεις αυτές διενεργήθηκαν ως δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου με ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς και με τη διαδικασία κατανομής βάσει πολλαπλού επιτοκίου (δημοπρασία “αμερικανικού τύπου”). Σύμφωνα με τη διαδικασία αυτή οι προσφορές άνω του οριακού επιτοκίου κατανομής (της κατώτερης αποδεκτής προσφοράς) ικανοποιούνται πλήρως και με το προσφερόμενο επιτόκιο, ενώ οι προσφορές με το οριακό επιτόκιο ικανοποιούνται συμμετρως. Τα επιτόκια κατανομής (δηλ. το οριακό επιτόκιο και το μέσο σταθμικό επιτόκιο) που προκύπτουν από τη δημοπρασία ανταγωνιστικού επιτοκίου με τη διαδικασία πολλαπλού επιτοκίου είναι συνήθως υψηλότερα από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς. Η μέση διαφορά μεταξύ του οριακού επιτοκίου και του ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς διαμορφώθηκε σε 4,8 μονάδες βάσης, δηλ. παρέμεινε σε μάλλον χαμηλό επίπεδο, αντανακλώντας το γεγονός ότι δεν υπήρξαν έντονες προσδοκίες για αυξήσεις των επιτοκίων το 2002. Επιπλέον, όπως και το προηγούμενο έτος, η μέση διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου και του οριακού επιτοκίου διαμορφώθηκε σε 1,4 μονάδα βάσης, κάτι που υποδηλώνει ότι οι αντισυμβαλλόμενοι συνέχισαν να προβλέπουν με υψηλό βαθμό βεβαιότητας και ακρίβειας τα ποσά και τα επιτόκια κατανομής.

Το 2002 ο μέσος αριθμός των αντισυμβαλλομένων που συμμετείχαν στις ΠΚΑ μειώθηκε κατά 25% σε 307, αν και το

συνολικό ύψος των προσφορών παρέμεινε κατά μέσο όρο σχεδόν διπλάσιο από τα ποσά που κατανεμήθηκαν. Δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι η μείωση του αριθμού των τραπεζών που αναχρηματοδοτήθηκαν απευθείας από το Ευρωσύστημα δημιούργησε προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ όσον αφορά την κατανομή ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα μεταξύ των τραπεζών. Μάλιστα ο ανταγωνισμός για απόκτηση ρευστότητας μέσω των ΠΚΑ και μέσω της διατραπεζικής αγοράς για τοποθετήσεις μίας ημέρας παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Η φθίνουσα συμμετοχή στις ΠΚΑ πιθανόν οφείλεται στις συνεχιζόμενες εξαγορές και συγχωνεύσεις στον τραπεζικό τομέα της ζώνης του ευρώ, στην αυξημένη συγκέντρωση των πράξεων διαχείρισης ρευστότητας εντός των τραπεζικών ομίλων και στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της αγοράς χρήματος, η οποία ίσως μείωσε τον αριθμό των αντισυμβαλλομένων που επιθυμούν να αποκτήσουν ρευστότητα απευθείας από το Ευρωσύστημα.

Εκτός από τις ΠΚΑ, το Ευρωσύστημα σε τακτά χρονικά διαστήματα διενεργεί επίσης και ΠΠΜΑ, οι οποίες είναι αντιστρεπτές πράξεις παροχής ρευστότητας με συχνότητα μία φορά το μήνα και διάρκεια τριών μηνών. Κατά μέσο όρο στη διάρκεια του έτους οι ΠΠΜΑ παρείχαν περίπου το 29% του συνολικού όγκου της αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Αντίθετα με τις ΠΚΑ, οι ΠΠΜΑ δεν διενεργούνται κατά κανόνα με σκοπό να επηρεάσουν την κατάσταση ρευστότητας ή να σηματοδοτήσουν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Έτσι, οι ΠΠΜΑ διενεργήθηκαν με τη μορφή αμιγών δημοπρασιών ανταγωνιστικού επιτοκίου, με προαναγγελθέντες όγκους κατανομής και σύμφωνα με τη διαδικασία πολλαπλού επιτοκίου (δημοπρασία “αμερικανικού τύπου”). Ενώ ο προαναγγελθείς όγκος κατανομής των ΠΠΜΑ που διεξήχθησαν το πρώτο εξάμηνο του 2002 ήταν 20 δισεκ. ευρώ, στις 10 Ιουλίου το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να τον μειώσει σε 15 δισεκ.

ευρώ για το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Το 2002 ο μέσος αριθμός των τραπεζών που συμμετείχαν στις ΠΠΜΑ μειώθηκε σε 186, παρουσιάζοντας πτώση κατά 17% σε σύγκριση με το 2001, κυρίως για τους ίδιους λόγους με αυτούς που προαναφέρθηκαν για τις ΠΚΑ.

Στις ΠΠΜΑ, η διασπορά των προσφορών ήταν γενικά υψηλότερη από ό,τι στις ΠΚΑ, κυρίως λόγω της απουσίας ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς και της μακρότερης διάρκειας. Κατά μέσο όρο στη διάρκεια του έτους το μέσο σταθμικό επιτόκιο υπερέβαινε το οριακό επιτόκιο κατά 1,9 μονάδα βάσης, έναντι 2,7 μονάδων βάσης το 2001. Ο λόγος ζητηθέντων προς προσφερθέντα κεφάλαια ήταν κατά μέσο όρο 2,1 παρά τη μείωση του αριθμού των συμμετεχόντων αντισυμβαλλομένων.

Όπως προαναφέρθηκε, το Ευρωσύστημα διενήργησε δύο πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας, στις 4 και στις 10 Ιανουαρίου 2002, προκειμένου να καλύψει την υψηλότερη της αναμενόμενης ζήτηση ρευστότητας που προκλήθηκε από την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή. Αυτές οι αντιστρεπτές πράξεις διάρκειας μίας ημέρας διενεργήθηκαν ως δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου με το ίδιο ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς που ίσχυε και κατά τις δύο προηγούμενες ΠΚΑ. Κατά την πρώτη πράξη κατανεμήθηκαν 25 δισεκ. ευρώ και συμμετείχαν 61 τράπεζες, ενώ κατά τη δεύτερη κατανεμήθηκαν 40 δισεκ. ευρώ και συμμετείχαν 63 τράπεζες. Το οριακό και το μέσο σταθμικό επιτόκιο ήταν αντίστοιχα 3,30% και 3,32% κατά την πρώτη δημοπρασία, αλλά υποχώρησαν σε 3,28% και 3,30% κατά τη δεύτερη.

Επιπλέον, με σκοπό την παροχή ρευστότητας, το Ευρωσύστημα διενήργησε μια πράξη εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας στις 18 Δεκεμβρίου ως δημοπρασία ανταγωνιστικού επιτοκίου με ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς 2,75% και διάρκεια έξι ημερών. Πενήντα πιστωτικά ιδρύματα υπέβαλαν

προσφορές και κατανεμήθηκαν 10 δισεκ. ευρώ με οριακό επιτόκιο 2,80% και μέσο σταθμικό επιτόκιο 2,82%. Η πράξη αυτή είχε στόχο να μειώσει το έλλειμμα ρευστότητας που δημιουργήθηκε επειδή κατά την τελευταία ΠΚΑ της περιόδου τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, η οποία κατανεμήθηκε την αμέσως προηγούμενη ημέρα, οι αντισυμβαλλόμενοι υπέβαλαν προσφορές που ήταν χαμηλότερες από τις απαιτούμενες για την εκπλήρωση της υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Πάντως ο συνολικός όγκος ρευστότητας που χορηγήθηκε, ο οποίος δεν αντιστάθμισε πλήρως το έλλειμμα ρευστότητας, καθορίστηκε και με γνώμονα το στόχο της ΕΚΤ να παρέχει στους αντισυμβαλλόμενους κίνητρα για υποβολή προσφορών επαρκούς ύψους στις ΠΚΑ.

#### **1.4 Πάγιες διευκολύνσεις**

Κατά κανόνα, τα πιστωτικά ιδρύματα προσφεύγουν στις πάγιες διευκολύνσεις για δύο λόγους. Πρώτον, αν προκύψει “συνολική ανισορροπία ρευστότητας”, το τραπεζικό σύστημα στο σύνολό του διαθέτει είτε πολύ λίγη είτε υπερβολική ρευστότητα συγκριτικά με τα συνολικά ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά. Σε περίπτωση που εμφανιστούν ελλείμματα ή πλεονάσματα αυτού του είδους αφού έχει κατανεμηθεί η τελευταία ΠΚΑ της περιόδου τήρησης, θα πρέπει να αντισταθμιστούν με συνολική προσφυγή στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης ή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Επισημαίνεται ότι αυτές οι συνολικές ανισορροπίες εξηγούν τις αιχμές που εμφανίζονται στο κάτω τμήμα του Διαγράμματος 28. Δεύτερον, τυχόν απροσδόκητες ροές πληρωμών μεταξύ μεμονωμένων τραπεζών στο τέλος της ημέρας, οπότε ο βαθμός ρευστότητας της αγοράς χρήματος δεν είναι πλέον υψηλός, ενδέχεται να προκαλέσουν προσφυγή μεμονωμένων πιστωτικών ιδρυμάτων στις πάγιες διευκολύνσεις. Τέτοια προσφυγή μπορεί να πραγματοποιηθεί ανά πάσα

στιγμή εντός της περιόδου τήρησης, αν για κάποιο λόγο οι απροσδόκητες ροές ρευστότητας δεν μπορούν να εξομαλυνθούν αυτομάτως από τη δυνατότητα τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών κατά μέσο όρο που παρέχεται από το σύστημα ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών.

Το 2002 σημειώθηκε μείωση τόσο της συνολικής όσο και της μεμονωμένης προσφυγής στις πάγιες διευκολύνσεις. Η χρήση της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε κατά 32% και 64% αντίστοιχα σε σχέση με το 2001. Η μείωση της συνολικής χρήσης των πάγιων διευκολύνσεων μπορεί να αποδοθεί κατά κύριο λόγο στο γεγονός ότι το 2002 υπήρξε μόνο ένα και σχετικά ήσσονος σημασίας περιστατικό υποβολής υπερβολικά χαμηλών προσφορών, αλλά και στις βελτιωμένες προβλέψεις του Ευρωσυστήματος σχετικά με τις ανάγκες ρευστότητας. Η μεμονωμένη χρήση των πάγιων διευκολύνσεων ακολουθεί σταθερή πτωτική πορεία από την αρχή του 1999 και το 2002 έφθασε κατά μέσο όρο το 0,1 δισεκ. ευρώ ημερησίως. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά πιθανόν την αποτελεσματικότερη διαχείριση ρευστότητας εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων.

### **1.5 Το σύστημα ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών**

Το 2002, το ύψος των συνολικών ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών των πιστωτικών ιδρυμάτων στη ζώνη του ευρώ ανήλθε κατά μέσο όρο σε 129,9 δισεκ. ευρώ. Παρότι διαπιστώνεται αύξηση κατά 5,9 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με το 2001, η γενική τάση στη διάρκεια του έτους ήταν καθοδική. Το ύψος των συνολικών ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών κυμάνθηκε μεταξύ (μεγίστου) 131,7 δισεκ. ευρώ κατά την περίοδο τήρησης που έληγε στις 23 Φεβρουαρίου 2002 και (ελαχίστου) 127,7 δισεκ. ευρώ κατά την περίοδο τήρησης που έληγε στις 23 Οκτωβρίου. Το μέσο μηνιαίο ύψος της βάσης υπολογισμού

των υποχρεωτικών αποθεματικών που υπόκειται σε συντελεστή 2% αυξήθηκε κατά 3,5% σε σχέση με το 2001, δηλ. με σημαντικά βραδύτερο ρυθμό από ό,τι τα προηγούμενα έτη.

Από τα 6.926 πιστωτικά ιδρύματα που υπάγονταν στο σύστημα ελάχιστων αποθεματικών το Δεκέμβριο του 2002, τα 4.432 εκπλήρωσαν την υποχρέωσή τους απευθείας, ενώ τα λοιπά την εκπλήρωσαν έμμεσα, μέσω τρίτου ιδρύματος. Τα υπόλοιπα των τρεχούμενων λογαριασμών των τραπεζών κυμάνθηκαν κατά τη διάρκεια του έτους μεταξύ 109,1 δισεκ. ευρώ και 161,7 δισεκ. ευρώ, γεγονός που υποδηλώνει ότι υπήρχε πάντοτε σημαντικό απόθεμα ασφαλείας σε περίπτωση αιφνίδιων αναλήψεων ρευστών διαθεσίμων (βλ. άνω τμήμα του Διαγράμματος 28). Κυρίως λόγω της δυνατότητας τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών κατά μέσο όρο που παρέχεται από το σύστημα ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, η μεταβλητότητα του επιτοκίου EONIA (μέσος δείκτης των επιτοκίων του ευρώ για τοποθετήσεις μίας ημέρας) παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα και το 2002. Η τυπική απόκλιση των ημερήσιων μεταβολών του ήταν μόλις 12 μονάδες βάσης (2001: 15 μονάδες βάσης), δηλ. μάλλον μικρή για τα διεθνή δεδομένα και εάν ληφθεί υπόψη η πολύ μικρή συχνότητα των πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας. Ως εκ τούτου, το 2002 το σύστημα ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών επιτέλεσε επιτυχώς τις δύο βασικές λειτουργίες του, δηλ. τη σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και τη διεύρυνση του διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας του τραπεζικού τομέα.

Κατά τη διάρκεια του 2002, ανά περίοδο τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, παρατηρήθηκαν κατά μέσο όρο 28 περιπτώσεις μη συμμόρφωσης με την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, που αντιστοιχούν σε μέση ημερήσια υστέρηση 10,5 εκατ. ευρώ. Οι μισές από αυτές τις περιπτώσεις μη

συμμόρφωσης αφορούσαν μικρά ποσά και επέσυραν ποινές μικρότερες των 500 ευρώ. Ωστόσο, στη διάρκεια του έτους υπήρξαν και πολλές σχετικά μεγάλες παραβάσεις, 13 από τις οποίες οδήγησαν σε πρόστιμα άνω των 10.000 ευρώ. Τα περισσότερα πιστωτικά ιδρύματα που δεν είχαν συμμορφωθεί αναγνώρισαν τα λάθη, ενώ δέκα ιδρύματα προέβλεπαν ενστάσεις επί των οποίων έπρεπε να αποφασίσει η Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ.

### **1.6 Αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία**

Το Καταστατικό του ΕΣΚΤ ορίζει ότι όλες οι πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος πρέπει να καλύπτονται από επαρκή ασφάλεια. Το πλαίσιο του Ευρωσυστήματος που διέπει τη σύσταση ασφαλειών είναι σχεδιασμένο έτσι ώστε να προστατεύει το Ευρωσύστημα από ζημιές που απορρέουν από πράξεις συνδεδεμένες με τη νομισματική πολιτική και τα συστήματα πληρωμών (βλ. επίσης το Κεφάλαιο III σχετικά με τα μέτρα ελέγχου κινδύνων), να εξασφαλίζει ίση μεταχείριση των αντισυμβαλλομένων και να ενισχύει την αποτελεσματική διενέργεια των συναφών συναλλαγών. Για τους τίτλους που γίνονται αποδεκτοί ως ασφάλεια στις πιστοδοτικές πράξεις που διενεργεί το Ευρωσύστημα εφαρμόζονται κοινά κριτήρια καταλληλότητας. Παράλληλα, δίδεται η δέουσα προσοχή στις υπάρχουσες διαφορές ως προς τις πρακτικές των κεντρικών τραπεζών καθώς και ως προς τη χρηματοπιστωτική διάρθρωση ανά τη ζώνη του ευρώ και στην ανάγκη να διασφαλιστεί η διαθεσιμότητα επαρκούς ασφάλειας για τη διενέργεια των πιστοδοτικών πράξεων του Ευρωσυστήματος. Το Άρθρο 102 της Συνθήκης ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας απαγορεύει την προνομιακή πρόσβαση των δημόσιων φορέων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ως εκ τούτου, το πλαίσιο που διέπει τη σύσταση ασφαλειών δεν επιτρέπει να γίνονται διακρίσεις ανάλογα με το αν ο εκδότης του

τίτλου ανήκει στο δημόσιο ή στον ιδιωτικό τομέα.

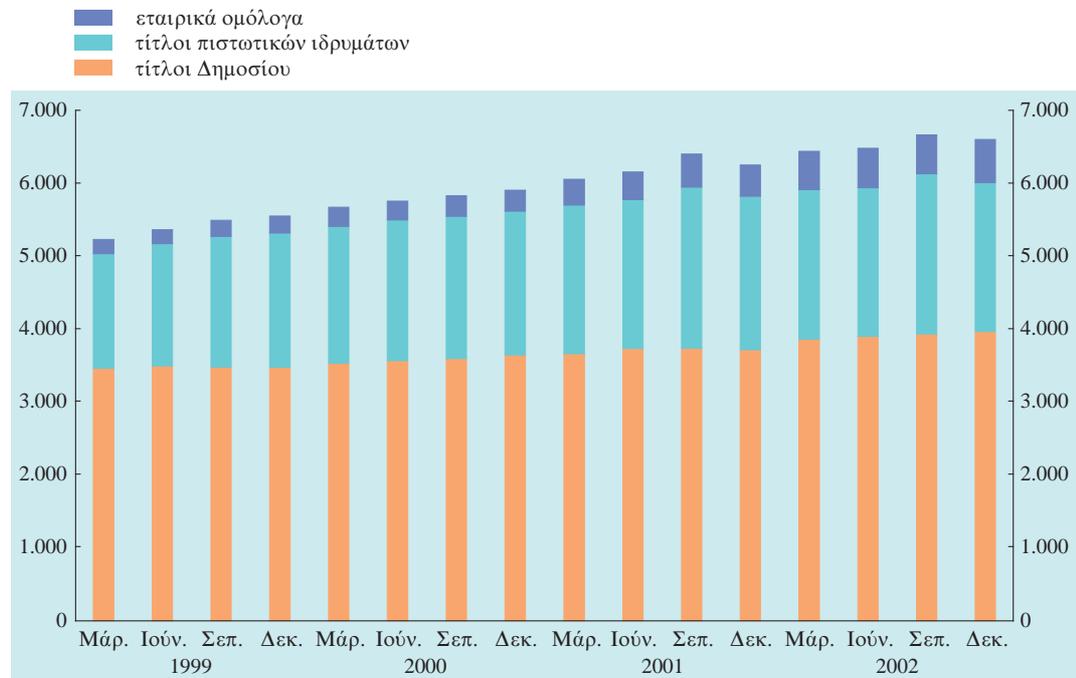
Προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι διαφορές μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ ως προς τη χρηματοπιστωτική διάρθρωση, τα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται αποδεκτά για τις πιστοδοτικές πράξεις περιλαμβάνουν πολλά και ποικίλα χρηματοδοτικά μέσα. Τα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται αποδεκτά για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: την “πρώτη βαθμίδα” και τη “δεύτερη βαθμίδα”. Η διάκριση αυτή δεν επηρεάζει την καταλληλότητά τους για τα διάφορα είδη πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, με εξαίρεση ότι δεν αναμένεται κανονικά να χρησιμοποιηθούν τα στοιχεία της δεύτερης βαθμίδας από το Ευρωσύστημα σε οριστικές συναλλαγές (επί του παρόντος δεν πραγματοποιούνται τέτοιου είδους συναλλαγές). Η πρώτη βαθμίδα περιλαμβάνει εμπορεύσιμα χρεόγραφα που πληρούν ομοιόμορφα κριτήρια καταλληλότητας τα οποία έχει καθορίσει η ΕΚΤ. Η δεύτερη βαθμίδα περιλαμβάνει περιουσιακά στοιχεία που έχουν ιδιαίτερη σημασία για τη χρηματοπιστωτική αγορά και το τραπεζικό σύστημα των επιμέρους χωρών και για τα οποία τα κριτήρια καταλληλότητας καθορίζονται από τις ΕθνΚΤ σύμφωνα με τα ελάχιστα κριτήρια καταλληλότητας. Τα συγκεκριμένα εθνικά κριτήρια καταλληλότητας για τα περιουσιακά στοιχεία της δεύτερης βαθμίδας υπόκεινται στην έγκριση της ΕΚΤ. Τα περιουσιακά στοιχεία της δεύτερης βαθμίδας μπορούν να είναι εμπορεύσιμα ή μη εμπορεύσιμα χρεόγραφα ή και μετοχές.

Σημαντικό μέρος των περιουσιακών στοιχείων της πρώτης βαθμίδας (που περιλαμβάνει μόνο χρεόγραφα) αποτελείται από τίτλους της γενικής κυβέρνησης (δηλ. τίτλους που εκδίδονται από κεντρικές κυβερνήσεις, κυβερνήσεις ομόσπονδων κρατιδίων, οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης και οργανισμούς κοινωνικής

## Διάγραμμα 29

### Περιουσιακά στοιχεία πρώτης βαθμίδας που είναι αποδεκτά για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος

(στοιχεία τέλους μηνός, δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

ασφάλισης) και από τίτλους τύπου Pfandbrief που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα και καλύπτονται είτε από υποθήκες επί κατοικιών είτε από χρέος του δημόσιου τομέα. Τα ομόλογα της γενικής κυβέρνησης και τα προϊόντα τύπου Pfandbrief συναποτελούν τη σημαντικότερη πηγή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων (βλ. Διάγραμμα 29). Τα περιουσιακά στοιχεία της πρώτης βαθμίδας περιλαμβάνουν επίσης τίτλους που εκδίδονται από διεθνή και υπερεθνικά ιδρύματα και τίτλους του ιδιωτικού τομέα (μη καλυμμένα ομόλογα πιστωτικών ιδρυμάτων, εταιρικά ομόλογα και τίτλους καλυπτόμενους από περιουσιακά στοιχεία εκτός των προϊόντων τύπου Pfandbrief). Ειδικότερα, τα εταιρικά ομόλογα έχουν σημειώσει σημαντική αύξηση από το 1999. Στα περιουσιακά στοιχεία της δεύτερης βαθμίδας, εκτός από τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα, περιλαμβάνονται και μη εμπορεύσιμες ενοχικές απαιτήσεις, όπως τραπεζικά δάνεια, εμπορικές συναλ-

λαγματικές και υποσχετικές εξασφαλισμένες με υποθήκη.

Στο τέλος του 2002 η συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων της πρώτης βαθμίδας που ήταν αποδεκτά ως ασφάλεια για πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος ήταν 6,9 τρισεκ. ευρώ, έναντι 6,6 τρισεκ. ευρώ στο τέλος του 2001. Το συνολικό ποσό των εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων της δεύτερης βαθμίδας μειώθηκε από 340 εκατ. ευρώ το 2001 σε 265 εκατ. ευρώ το 2002, κυρίως λόγω των εξελίξεων στην αγορά μετοχών.<sup>3</sup> Συνολικά, ένα υψηλό και αυξανόμενο ποσοστό των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ήταν περιουσιακά στοιχεία πρώτης βαθμίδας (96% στο τέλος του 2002).

<sup>3</sup> Η αξία των κυκλοφορούντων χρεογράφων υπολογίζεται ως η ονομαστική τους αξία, ενώ η αξία των μετοχών αποτιμάται με τις τιμές της αγοράς.

Η συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων που κατατέθηκαν από τους αντισυμβαλλομένους ως ασφάλεια για πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος ήταν 700 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2002, έναντι 720 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2001. Συνολικά επί του ποσού αυτού, το ποσοστό των χρεογράφων που εκδόθηκαν από πιστωτικά ιδρύματα παρέμεινε σταθερό στο 52%, όπως και το 2001. Παρόμοια εξέλιξη, αν και σε χαμηλότερο επίπεδο, παρατηρήθηκε και στο ποσοστό των εταιρικών ομολόγων, ενώ το ποσοστό των κρατικών ομολόγων μειώθηκε. Τέλος, το ποσοστό των μη εμπορεύσιμων τραπεζικών δανείων διατηρείται σχετικά σταθερό την τελευταία τετραετία και είναι γύρω στο 4% του συνόλου των κατατεθειμένων περιουσιακών στοιχείων.

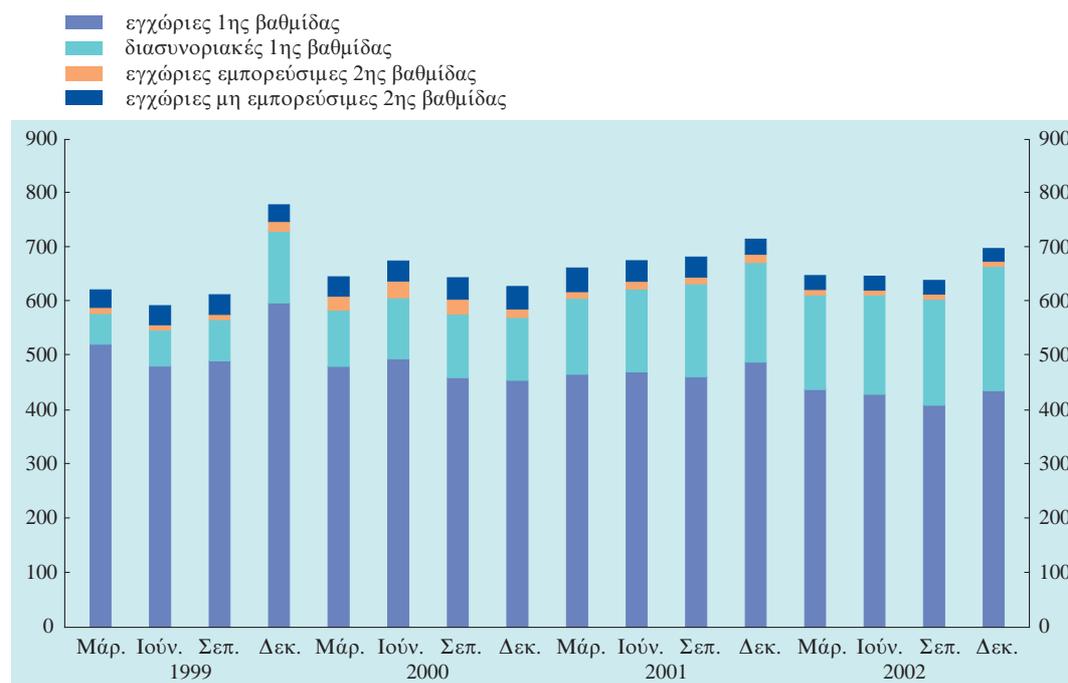
Οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος μπορούν να χρησιμοποιούν τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία σε διασυννοριακή βάση, δηλ. να αποκτούν

κεφάλαια από την ΕθνΚΤ της χώρας όπου εδρεύουν χρησιμοποιώντας περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται σε άλλη χώρα της ζώνης του ευρώ. Για να είναι δυνατή η διασυννοριακή χρήση ασφαλειών σε όλα τα είδη πράξεων παροχής ρευστότητας του Ευρωσυστήματος, υπάρχει το σύστημα ανταποκριτριών κεντρικών τραπεζών (ΣΑΚΤ), καθώς και οι “συνδέσεις” μεταξύ των συστημάτων διακανονισμού τίτλων (ΣΔΤ) οι οποίες έχουν αξιολογηθεί θετικά με βάση τα πρότυπα του Ευρωσυστήματος. Το ΣΑΚΤ μπορεί να χρησιμοποιηθεί για όλα τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία, συμπεριλαμβανομένων των μη εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων και των περιουσιακών στοιχείων της δεύτερης βαθμίδας με περιορισμένη ρευστότητα και ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που δεν μπορούν να μεταβιβαστούν μέσω των ΣΔΤ (βλ. Κεφάλαιο VII). Το ποσοστό των διασυννοριακών ασφαλειών επί του συνόλου των ασφαλειών που κατατέθηκαν για πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος παρουσίασε σημαντική

### Διάγραμμα 30

#### Χρήση ασφαλειών στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος

(στοιχεία τέλους μηνός, δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

αύξηση, από 9% τον Απρίλιο του 1999 σε 33% στο τέλος του 2002 (βλ. Διάγραμμα 30). Η αύξηση αυτή αφορά όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, αλλά ιδίως εκείνα που εκδόθηκαν από πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις. Η τήρηση και δημοσίευση του πλήρους καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που είναι αποδεκτά για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος γίνεται κεντρικά από την ΕΚΤ, όπου τηρείται Βάση Δεδομένων Αποδεκτών Περιουσιακών Στοιχείων. Οι ΕθνΚΤ υποβάλλουν πληροφορίες στην ΕΚΤ σχετικά με τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία που εκδίδονται στις αντίστοιχες εθνικές αγορές τους. Εξ αυτών, αποδεκτά για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος θεωρούνται μόνο όσα περιουσιακά στοιχεία αναγράφονται στον κατάλογο που δημοσιεύει η ΕΚΤ. Από τον Ιούνιο του 2002, τα στοιχεία συλλέγονται καθημερινά και δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ (ενότητα “MFIs and Eligible Assets”). Επίσης οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να ζητήσουν να τους διαβιβάσουν σε ηλεκτρονική μορφή είτε οι ενημερώσεις του καταλόγου είτε ο πλήρης κατάλογος των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων. Η νέα διαδικασία ενημέρωσης έχει αυξήσει την ποιότητα, την αποτελεσματικότητα και την αξιοπιστία των υπηρεσιών που προσφέρονται στους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος.

### **1.7 Δραστηριότητα στην αγορά χρήματος**

Η εισαγωγή του ευρώ οδήγησε στη δημιουργία μιας μεγάλης ενιαίας αγοράς χρήματος με υψηλό βαθμό ρευστότητας σε όλη τη ζώνη του ευρώ, ιδίως στο τμήμα της αγοράς που αφορά πράξεις χωρίς παροχή ασφάλειας (όπως δάνεια χωρίς παροχή ασφάλειας ή πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων). Το 2002 σημειώθηκε πρόοδος και στο τμήμα που αφορά πράξεις έναντι ασφάλειας (αγορά συμφωνιών επαναγοράς – repos – ή βραχυπρόθεσμων τίτλων), δηλ. σε εκείνο το κομμάτι της

αγοράς χρήματος που υστερούσε περισσότερο μέχρι τώρα.

Η βελτίωση που παρουσίασε η αγορά repos της ζώνης του ευρώ, τόσο ως προς το μέγεθος όσο και ως προς τη διάρθρωσή της, την κατέστησε αξιόπιστη εναλλακτική επιλογή αντί των δανείων χωρίς παροχή ασφάλειας ή της έκδοσης βραχυπρόθεσμων τίτλων. Η χρήση συμφωνιών επαναγοράς με σκοπό την απόκτηση χρηματοδότησης εξαπλώθηκε σε ένα ευρύ φάσμα συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η πλειονότητα των συναλλαγών που διενεργούνται βάσει συμφωνιών επαναγοράς αφορά ομόλογα του Δημοσίου, αλλά έχει επέλθει κάποια διαφοροποίηση στο είδος των ασφαλειών. Επίσης, παρατηρείται μια γενικότερη τάση προς την ένταξη ενός ευρύτερου φάσματος ομολόγων του Δημοσίου στις συμφωνίες επαναγοράς “γενικής ασφάλειας” (“general collateral”). Η τάση αυτή ενισχύθηκε με τη θέσπιση του δείκτη EUREPO, το Μάρτιο του 2002, ο οποίος αποτελεί δείκτη αναφοράς για την αγορά συμφωνιών επαναγοράς “γενικής ασφάλειας” της ζώνης του ευρώ. Εντούτοις, παρά την αξιολογημένο πρόοδο που έχει σημειωθεί, η ενοποίηση των εθνικών αγορών συμφωνιών επαναγοράς ούτως ώστε να αποτελέσουν μια ενιαία αγορά παραμένει βραδεία και πολύπλοκη διαδικασία.

Σε σχέση με το τμήμα της αγοράς που αφορά συναλλαγές επί βραχυπρόθεσμων τίτλων και χαρακτηρίζεται από χαμηλότερο βαθμό ανάπτυξης και ενοποίησης, η Ομάδα Εργασίας ACI-STEP (Short-Term European Paper Task Force), που συστάθηκε από την ACI-Ένωση Χρηματοπιστωτικών Αγορών, ανέλαβε μια πρωτοβουλία με στόχο να βελτιώσει την παρούσα κατάσταση και μέχρι σήμερα έχει υποβάλει μια σειρά προτάσεων. Η ΕΚΤ διοργάνωσε για λογαριασμό της ACI δημόσια διαβούλευση με θέμα πιθανούς τρόπους για την περαιτέρω ενοποίηση των ευρωπαϊκών αγορών βραχυπρόθεσμων τίτλων. Τα αποτελέσματα αυτής της διαβούλευσης θα δημοσιευθούν το 2003.

Σύμφωνα με την τρίτη έκθεση του ΕΣΚΤ σχετικά με τη διάρθρωση και τη λειτουργία της αγοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ,<sup>4</sup> με βάση στοιχεία που συγκεντρώθηκαν από τράπεζες το 2001, η συνολική αύξηση της δραστηριότητας στην αγορά χρήματος συνεχίστηκε, αν και με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι τα προηγούμενα έτη. Στο τμήμα της αγοράς που αφορά πράξεις χωρίς παροχή ασφάλειας τα στοιχεία δεν έδειξαν κάποια σαφή τάση του όγκου των συναλλαγών, αλλά επιβεβαίωσαν ότι η δραστηριότητα συγκεντρώνεται στις πράξεις διάρκειας μίας ημέρας και στις

πράξεις με διάρκεια έως ένα μήνα. Στο τμήμα που αφορά πράξεις έναντι ασφάλειας η αύξηση του όγκου των συναλλαγών συνεχίστηκε και το 2001. Όσον αφορά την αγορά εξωχρηματοστηριακών παραγώγων, ο ταχύτερος ρυθμός ανάπτυξης καταγράφηκε στις πράξεις ανταλλαγής επιτοκίων και νομισμάτων. Τέλος, οι δραστηριότητες που αφορούν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί επιτοκίων, δικαιώματα προαίρεσης και βραχυπρόθεσμους τίτλους σε ευρώ αυξήθηκαν σημαντικά.

## **2 Πράξεις συναλλάγματος και διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ**

### **2.1 Πράξεις συναλλάγματος**

Το 2002 η ΕΚΤ δεν πραγματοποίησε παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος με δική της πρωτοβουλία. Ωστόσο, στις 28 Ιουνίου η ΕΚΤ διενήργησε πράξεις στην αγορά συναλλάγματος για λογαριασμό της Τράπεζας της Ιαπωνίας, σύμφωνα με τη σύμβαση αντιπροσώπευσης μεταξύ του εν λόγω ιδρύματος και της ΕΚΤ, ενεργώντας ως εντολοδόχος του Υπουργείου Οικονομικών της Ιαπωνίας.

Η διαρκής συμφωνία μεταξύ της ΕΚΤ και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) για διευκόλυνση της έναρξης συναλλαγών επί ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων από το ΔΝΤ για λογαριασμό της ΕΚΤ με άλλους κατόχους ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων ενεργοποιήθηκε το 2002 μόνο μία φορά.

### **2.2 Διαχείριση συναλλαγματικών διαθεσίμων**

Η διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ αποσκοπεί στο να διασφαλίζει ότι, ανά πάσα στιγμή, η ΕΚΤ θα έχει στη διάθεσή της ένα επαρκές ποσόν ρευστών πόρων για τυχόν παρεμβάσεις

στην αγορά συναλλάγματος, εάν και όποτε αυτές κριθούν αναγκαίες από το Διοικητικό Συμβούλιο. Γι' αυτό, η ρευστότητα και η ασφάλεια αποτελούν τις βασικές προϋποθέσεις για την επένδυση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ. Υπό αυτούς τους περιορισμούς, η διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ στοχεύει στη μεγιστοποίηση της απόδοσής τους.

Στο τέλος του 2002 τα καθαρά συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ ανέρχονταν σε 43,2 δισεκ. ευρώ, έναντι 46,8 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2001. Η μεταβολή αυτή αντανακλά κυρίως την ανατίμηση του ευρώ που σημειώθηκε το 2002. Η ΕΚΤ έχει τη δυνατότητα να ζητήσει από τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ συμπληρωματική καταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων, υπό τους όρους που προβλέπονται σε παράγωγο κοινοτικό δίκαιο (δηλ. στον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1010/2000 του Συμβουλίου της 8ης Μαΐου 2000 σχετικά με περαιτέρω καταβολές συναλλαγματικών διαθεσίμων κατόπιν αιτήματος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας).

<sup>4</sup> "The Euro Money Market Study 2001", Δεκέμβριος 2002.

Οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ αναλαμβάνουν, σε αποκεντρωμένη βάση, τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές για τις επενδύσεις και μία στρατηγική τοποθέτηση αναφοράς που καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, καθώς και με μία τακτική τοποθέτηση αναφοράς που αποφασίζεται από την Εκτελεστική Επιτροπή. Παράλληλα με την κατανομή ανά νόμισμα, η ΕΚΤ ορίζει τέσσερις βασικές παραμέτρους για την επένδυση των συναλλαγματικών της διαθεσίμων. Πρώτον, μια τοποθέτηση αναφοράς δύο επιπέδων (δηλ. μία στρατηγική και μία τακτική τοποθέτηση αναφοράς) για κάθε νόμισμα, δεύτερον, τις επιτρεπόμενες αποκλίσεις από αυτές τις τοποθετήσεις αναφοράς ως προς τον κίνδυνο επιτοκίου, τρίτον, τον κατάλογο με τα αποδεκτά μέσα και είδη πράξεων και τέταρτον, τα όρια του αναλαμβανόμενου πιστωτικού κινδύνου (βλ. Κεφάλαιο ΙΙΙ). Στη συνέχεια, οι ΕθνΚΤ χρησιμοποιούν τα περιθώρια απόκλισης και τα όρια του κινδύνου προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται για λογαριασμό της ΕΚΤ, υπό τη συνεχή εποπτεία της ΕΚΤ. Όταν διεξάγουν τις επενδυτικές πράξεις της ΕΚΤ, οι ΕθνΚΤ ενεργούν για λογαριασμό της ΕΚΤ βάσει φανεράς σχέσης εντολής, έτσι ώστε οι αντισυμβαλλόμενοι της ΕΚΤ στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές να μπορούν να διακρίνουν τις πράξεις που διενεργούν οι ΕθνΚΤ για λογαριασμό της ΕΚΤ από εκείνες που διενεργούν όταν διαχειρίζονται τα ίδια συναλλαγματικά τους διαθέσιμα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο όρισε την ανά νόμισμα κατανομή των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ, τα οποία αποτελούνται κυρίως από δολάρια ΗΠΑ αλλά περιλαμβάνουν και γιεν Ιαπωνίας, χρυσό και ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα. Η ανά νόμισμα κατανομή βασίζεται σε μελέτες περί βέλτιστης κατανομής μεταξύ των νομισμάτων καθώς και στις προβλεπόμενες λειτουργικές ανάγκες, και το Διοικητικό Συμβούλιο δύναται να την

τροποποιήσει εάν και όποτε το κρίνει σκόπιμο. Όπως προβλέπεται στην από 26 Σεπτεμβρίου 1999 Συμφωνία των Κεντρικών Τραπεζών για το Χρυσό (Central Bank Gold Agreement), η ΕΚΤ και πάλι δεν προέβη σε ενεργό διαχείριση των διαθεσίμων σε χρυσό. Η εν λόγω συμφωνία ορίζει, μεταξύ άλλων, ότι οι συμβαλλόμενες κεντρικές τράπεζες δεν θα αυξήσουν τη δραστηριότητά τους στην αγορά δανείων χρυσού και στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων προαιρέσεως επί χρυσού.

Οι ΕθνΚΤ διαχειρίζονται τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις υποδείξεις της ΕΚΤ. Επίσης, διαχειρίζονται τα δικά τους συναλλαγματικά διαθέσιμα κατά την κρίση τους, αλλά, εφόσον οι σχετικές πράξεις τους υπερβαίνουν κάποια συγκεκριμένα όρια, υποχρεούνται κατά περίπτωση να ενημερώνουν την ΕΚΤ ή να λαμβάνουν την έγκρισή της, έτσι ώστε να υπάρχει συνέπεια με τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ.

Από την έναρξη της εφαρμογής του το πλαίσιο αυτό λειτουργεί ικανοποιητικά, ενώ παράλληλα διεξάγονται συνεχείς εργασίες με σκοπό να βελτιωθούν οι τεχνικές διαχείρισης επενδύσεων χαρτοφυλακίου και διαχείρισης κινδύνου. Σύμφωνα με τη βαθμιαία διεύρυνση του φάσματος των χρησιμοποιούμενων επενδυτικών μέσων και με σκοπό τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας με την οποία λαμβάνονται οι θέσεις, κατά το πρώτο τρίμηνο του 2002 εντάχθηκαν με επιτυχία στο φάσμα αυτό και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί τίτλων της αγοράς χρήματος και επί ομολόγων για τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Τα στοιχεία για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα και τη ρευστότητα σε ξένα νομίσματα κατά τον προηγούμενο μήνα τόσο της ΕΚΤ όσο και του Ευρω-συστήματος, δημοσιεύονται κάθε μήνα στο

δικτυακό τόπο της ΕΚΤ σύμφωνα το Πρότυπο Διάδοσης Ειδικών Πληροφοριών του ΔΝΤ. Η δημοσίευση αυτή συμπληρώνει τις πληροφορίες που παρέχει η ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του Ευρωσυστήματος, η οποία δημοσιεύεται κάθε εβδομάδα στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

### **2.3 Διαχείριση ιδίων κεφαλαίων**

Βασικός σκοπός του κεφαλαίου της ΕΚΤ είναι να της παρέχει αποθεματικό για την αντιμετώπιση πιθανών περιπτώσεων ζημίας. Επιπλέον, κατά τη διαχείριση των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ, θα πρέπει να επιδιώκεται μακροπρόθεσμα η δημιουργία εισοδήματος το οποίο να υπερβαίνει το μέσο σταθμικό επιτόκιο κατανομής των ΠΚΑ.

Στο τέλος του 2002 το χαρτοφυλάκιο ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ ανερχόταν σε 5,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 4,8 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2001. Η μεταβολή αυτή εν μέρει αντανakλά τη μεταφορά ενός ποσοστού των συνολικών λειτουργικών κερδών της ΕΚΤ για το 2001 στο γενικό αποθεματικό, το οποίο αποτελεί μέρος των ιδίων κεφαλαίων. Πέραν της αύξησης του γενικού αποθεματικού, η μεταβολή του ύψους του χαρτοφυλακίου ιδίων κεφαλαίων στη διάρκεια του 2002 αντανakλούσε και πιστωτικούς τόκους και τη μεταβολή της αγοραίας αξίας των στοιχείων του εν λόγω χαρτοφυλακίου.

Τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ ορίζουν τέσσερις βασικές παραμέτρους για την επένδυση των ιδίων κεφαλαίων της στις ευρωπαϊκές αγορές ομολόγων. Πρώτον, μια στρατηγική τοποθέτηση αναφοράς, δεύτερον, την επιτρεπόμενη απόκλιση από αυτή την τοποθέτηση αναφοράς ως προς τον κίνδυνο επιτοκίου, τρίτον, τον κατάλογο με τα αποδεκτά μέσα και είδη πράξεων, και τέταρτον, τα όρια του αναλαμβανόμενου πιστωτικού κινδύνου. Στη συνέχεια, η ΕΚΤ αξιοποιεί τις δυνατότητες που της παρέχουν τα περιθώρια απόκλισης και τα όρια του

κινδύνου προκειμένου να μεγιστοποιήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου ιδίων κεφαλαίων της.

Εν όψει του σκοπού τους και των βασικών παραμέτρων που περιγράφονται ανωτέρω, τα ίδια κεφάλαια επενδύονται κυρίως σε κρατικά ομόλογα της ζώνης του ευρώ και σε ορισμένα άλλα υψηλής ποιότητας ομόλογα που καλύπτονται από ασφάλεια. Το 1999 προστέθηκαν στα αποδεκτά μέσα και ορισμένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί ομολόγων της ζώνης του ευρώ και συναλλαγές απευθείας παροχής δανείων τίτλων, ενώ από το 2001 εφαρμόστηκε πρόγραμμα αυτόματου δανεισμού τίτλων για τα ίδια κεφάλαια. Επίσης, η ΕΚΤ συνέχισε το 2002 να διαφοροποιεί περαιτέρω τις επενδύσεις της σε τίτλους σταθερού εισοδήματος προτιμώντας υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας εκδότες εκτός του Δημοσίου, έτσι ώστε να βελτιώσει τη σχέση κινδύνου/ απόδοσης του χαρτοφυλακίου ιδίων κεφαλαίων της.

### **2.4 Οργάνωση της διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ**

Το Δεκέμβριο του 2001 η Εκτελεστική Επιτροπή αναδιοργάνωσε μερικώς τις δραστηριότητες διαχείρισης των επενδύσεων χαρτοφυλακίου της ΕΚΤ και τα μέτρα τέθηκαν σε ισχύ από 1ης Ιανουαρίου 2002. Οι δραστηριότητες διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ συγκεντρώθηκαν σε ένα τμήμα, με στόχο αφενός να μεγιστοποιηθούν οι συνέργειες μεταξύ των δύο υπηρεσιακών μονάδων και αφετέρου να ενισχυθεί περαιτέρω το “σινικό τείχος” που διαχωρίζει τις πράξεις νομισματικής πολιτικής από τις επενδυτικές δραστηριότητες.

Εκτός από την ενίσχυση του “σινικού τείχους”, έγιναν και άλλες ρυθμίσεις προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι οι

επενδυτικές δραστηριότητες της ΕΚΤ δεν θα παρακωλύουν τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ. Πρώτον, δεν γίνεται ενεργός διαπραγμάτευση ξένων νομισμάτων και, δεύτερον, η ΕΚΤ ακολουθεί μια σχετικά παθητική προσέγγιση ως προς τη διαχείριση των ιδίων κεφαλαίων της, έτσι ώστε να μην αποστέλλει οποιουδήποτε είδους μηνύματα που θα μπορούσε εσφαλμένως να ερμηνευθεί ότι σχετίζονται με τη νομισματική πολιτική, ιδίως όταν εμπλέκονται συναλλαγές στην αγορά χρήματος.

Πέρα από τις οργανωτικές βελτιώσεις που προαναφέρθηκαν, γίνονται και άλλες προσπάθειες ώστε να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα των δραστηριοτήτων διαχείρισης των χαρτοφυλακίων της ΕΚΤ. Έτσι, παραδείγματος χάριν, εγκαταστάθηκαν ηλεκτρονικές πλατφόρμες διενέργειας συναλλαγών. Επίσης βελτιώθηκαν και οι επιμέρους λειτουργίες του πληροφοριακού συστήματος διαχείρισης των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ιδίως στον τομέα της διαχείρισης ασφαλειών.



Άαχεν, 9 Μαΐου 2002



Για την επιτυχή εισαγωγή του ευρώ, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ κ. Willem F. Duisenberg παραλαμβάνει το Διεθνές Βραβείο Καρλομάγνου για το 2002, κατά την τελετή απονομής στο ιστορικό Δημαρχείο του Άαχεν

## Κεφάλαιο III

### Διαχείριση κινδύνων

## 1 Γενικά

Η ΕΚΤ έχει θεσπίσει πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων, με σκοπό τη μέτρηση, την παρακολούθηση και τη γνωστοποίηση όλων των κινδύνων οι οποίοι απορρέουν από τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές και τις πράξεις πολιτικής και τους οποίους αναλαμβάνουν είτε απευθείας η ΕΚΤ είτε οι 12 Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες του Ευρωσυστήματος για λογαριασμό της ΕΚΤ. Η υπηρεσιακή μονάδα της ΕΚΤ η οποία ασχολείται με τη διαχείριση κινδύνων είναι αρμόδια για την ενοποίηση όλου του φάσματος των πολιτικών, των διαδικασιών και των συστημάτων που έχει εγκαθιδρύσει η ΕΚΤ για τη διαχείριση των εν λόγω κινδύνων.

Το πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων της ΕΚΤ επικεντρώνεται σε δύο βασικούς τομείς: τις πράξεις πολιτικής και τις επενδυτικές εργασίες. Ο πρώτος τομέας αφορά τους κινδύνους που συνδέονται με τις πράξεις τις οποίες διενεργεί το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής και των συστημάτων πληρωμών (κυρίως μέσω της παροχής ενδοημερήσιας ρευστότητας εντός του TARGET). Ο δεύτερος τομέας

αφορά τους κινδύνους που συνδέονται με τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ.

Για να αποφεύγονται συγκρούσεις συμφερόντων, αλλά και σύμφωνα με τις βέλτιστες πρακτικές, η υπηρεσιακή μονάδα της ΕΚΤ που είναι αρμόδια για τη μέτρηση, παρακολούθηση και γνωστοποίηση των κινδύνων λογοδοτεί απευθείας στην Εκτελεστική Επιτροπή και είναι ανεξάρτητη από τις υπηρεσιακές μονάδες οι οποίες αναλαμβάνουν τους κινδύνους.

Το πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων της ΕΚΤ λειτουργήσε αποτελεσματικά το 2002, συνεχίζοντας τις θετικές επιδόσεις που σημειώνει από την έναρξη της Νομισματικής Ένωσης. Η επιτυχία αυτή αντανάκλα τη σταθερή προσήλωση της ΕΚΤ στην εδραίωση μιας προνοητικής φιλοσοφίας όσον αφορά τη διαχείριση κινδύνων, μιας φιλοσοφίας που θεωρείται ότι έχει ουσιώδη σημασία για τη φήμη και την αξιοπιστία της ΕΚΤ μακροπρόθεσμα.

## 2 Πράξεις πολιτικής

Στις πράξεις πολιτικής (δηλ. στις πιστωτικές πράξεις που συνδέονται με τη νομισματική πολιτική και τα συστήματα πληρωμών), το Ευρωσύστημα αναλαμβάνει κίνδυνο οσάκις συνάπτει συναλλαγή με έναν αντισυμβαλλόμενο ο οποίος ενδέχεται να μην είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του που απορρέουν από την παρεχόμενη πίστωση. Αυτός ο πιστωτικός κίνδυνος μετριάζεται με την παροχή επαρκούς ασφάλειας εκ μέρους των αντισυμβαλλομένων εν είδει εγγυήσεως ότι θα αποπληρωθεί η παρασχεθείσα πίστωση. Η κάλυψη της πίστωσης με ασφάλεια ελαχιστοποιεί, αλλά δεν εξαλείφει πλήρως, τον κίνδυνο χρηματοοικονομικής ζημίας λόγω αθετήσεως των υποχρεώσεων του αντισυμβαλλομένου. Η παροχή ασφάλειας μετατρέπει τον πιστωτικό κίνδυνο σε

κίνδυνο αγοράς και κίνδυνο ρευστότητας ή, με άλλα λόγια, σε κίνδυνο εκποίησης της ασφάλειας με ζημία σε περίπτωση δυσμενών εξελίξεων στην αγορά ή μεταβολής της ρευστότητας. Σκοπός του υπάρχοντος πλαισίου διαχείρισης κινδύνων είναι η αποτελεσματική διαχείριση των δυνητικών κινδύνων αγοράς και ρευστότητας στους οποίους ενδέχεται να εκτεθεί το Ευρωσύστημα κατά την εκποίηση της ασφάλειας που έχει συσταθεί από έναν αντισυμβαλλόμενο ο οποίος αθετεί τις συναφείς με την πράξη πολιτικής υποχρεώσεις του.

Το πλαίσιο επίσης δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην αξιολόγηση της ποιότητας των τίτλων που γίνονται δεκτοί ως ασφάλεια για τις πράξεις πολιτικής, δεδομένου ότι κάτι

τέτοιο είναι απαραίτητο για το μετριασμό του πιστωτικού κινδύνου. Όλα τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος πρέπει να πληρούν συγκεκριμένα κοινά κριτήρια καταλληλότητας. Τα κριτήρια αυτά προβλέπονται στο πλαίσιο που διέπει τη σύσταση ασφαλειών. Σημαντικό κριτήριο καταλληλότητας είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος πρέπει να είναι υψηλής ποιότητας. Η υπηρεσιακή μονάδα της ΕΚΤ που ασχολείται με τη διαχείριση κινδύνων είναι αρμόδια για την αξιολόγηση και την παρακολούθηση των διαφόρων πηγών πληροφοριών σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο, στις οποίες στηρίζεται το Ευρωσύστημα για να εφαρμόσει κριτήρια πιστοληπτικής ικανότητας και να

αποφανθεί αν τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία είναι αποδεκτά για τις πράξεις πολιτικής. Επιπλέον, είναι αρμόδια να γνωστοποιεί το ελάχιστο απαιτούμενο επίπεδο ποιότητας για τις νέες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων που κατά καιρούς προτείνεται να συμπεριληφθούν στο σύνολο των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων του Ευρωσυστήματος.

Λόγω των παρατηρούμενων διαφορών μεταξύ των κρατών-μελών ως προς τη χρηματοπιστωτική τους διάρθρωση, αλλά και για εσωτερικούς σκοπούς του Ευρωσυστήματος, τα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται αποδεκτά για τις πιστωτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος διακρίνονται σε δύο κατηγορίες. Οι κατηγορίες αυτές καλούνται “πρώτη βαθμίδα” και “δεύτερη βαθμίδα” (βλ. Κεφάλαιο II).

### 3 Πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων για τις πράξεις πολιτικής

Το πλαίσιο διαχείρισης των κινδύνων που συνδέονται με τις πράξεις πολιτικής του Ευρωσυστήματος αποτελείται από τρεις κύριες συνιστώσες: τον έλεγχο των κινδύνων που αφορούν τις ασφάλειες, τις αρχές αποτίμησης και την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου των ασφαλειών.

#### Έλεγχος των κινδύνων που αφορούν τις ασφάλειες

Τα περιουσιακά στοιχεία της πρώτης και της δεύτερης βαθμίδας υπόκεινται σε μέτρα ελέγχου κινδύνων. Τα μέτρα αυτά εφαρμόζονται στα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος, προκειμένου να προστατεύεται το Ευρωσύστημα από τον κίνδυνο να υποστεί χρηματοοικονομική ζημία εάν, λόγω αθετήσεως των υποχρεώσεων του αντισυμβαλλομένου, παραστεί ανάγκη να εκποιηθούν οι παρασχεθείσες ασφάλειες. Εκποιώντας τις ασφάλειες, το Ευρωσύστημα αποκαθιστά τη χορηγηθείσα

ρευστότητα. Στην περίπτωση αυτή διατρέχει κίνδυνο αγοράς και κίνδυνο ρευστότητας σε σχέση με τη δοθείσα ασφάλεια. Για τον έλεγχο των κινδύνων αυτών, το Ευρωσύστημα εξακολούθησε και το 2002 να έχει στη διάθεσή του αρχικά περιθώρια, περικοπές αποτίμησης, περιθώρια διαφορών αποτίμησης, όρια σε σχέση με συγκεκριμένους εκδότες, οφειλέτες ή εγγυητές, καθώς και πρόσθετες εγγυήσεις. Από αυτά τα διαθέσιμα εργαλεία, το Ευρωσύστημα το 2002 χρησιμοποίησε τα τρία πρώτα.

Προκειμένου να επιτύχει ένα ικανοποιητικό επίπεδο ελέγχου κινδύνων, το Ευρωσύστημα υπολογίζει, σύμφωνα με τις βέλτιστες πρακτικές της αγοράς, ορισμένες παραμέτρους, όπως η τρέχουσα και η δυναμική εξέλιξη των τιμών και η μεταβλητότητά τους. Για να υπολογιστούν οι απαιτούμενες περικοπές αποτίμησης κατά τρόπο ώστε να αντανakλούν με ένα δεδομένο βαθμό στατιστικής βεβαιότητας τη μέγιστη απώλεια αγοραίας αξίας την οποία, με βάση την ιστορική εμπειρία, θα

μπορούσε να υποστεί η παρεχόμενη ασφάλεια σε μια δεδομένη χρονική περίοδο, χρησιμοποιούνται μέτρα “δυναμικής ζημίας” (value at risk). Στα πρόσθετα μέτρα που χρησιμοποιούνται για τον ακριβή υπολογισμό των περικοπών αποτίμησης περιλαμβάνονται ο εκ των υστέρων δοκιμαστικός έλεγχος (back testing) και οι προσομοιώσεις καταστάσεων κρίσης (stress testing).

Το Ευρωσύστημα εφαρμόζει τις περικοπές αποτίμησης ανάλογα με το είδος του περιουσιακού στοιχείου, την εναπομένουσα διάρκεια και τα χαρακτηριστικά του τοκομεριδίου. Για την εφαρμογή των περικοπών αποτίμησης, αφαιρείται ένα συγκεκριμένο ποσοστό από την αγοραία αξία του περιουσιακού στοιχείου. Τα αρχικά περιθώρια εφαρμόζονται στο ποσό της πίστωσης. Οσάκις η αξία των κατατεθειμένων περιουσιακών στοιχείων υστερεί έναντι της αξίας των απαιτούμενων ασφαλειών, ενεργοποιείται συμμετρως ο μηχανισμός κάλυψης διαφορών αποτίμησης ή εφαρμόζονται περιθώρια διαφορών αποτίμησης. Οι διαφορές αποτίμησης καλύπτονται είτε με την παροχή πρόσθετων περιουσιακών στοιχείων είτε με την καταβολή μετρητών.

Τα περιουσιακά στοιχεία της πρώτης βαθμίδας κατατάχθηκαν και το 2002 σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με το εφαρμοζόμενο ποσοστό περικοπής: σταθερού επιτοκίου, κυμαινόμενου επιτοκίου και αντιστρόφως κυμαινόμενου επιτοκίου. Οι περικοπές αποτίμησης που εφαρμόζονται στα περιουσιακά στοιχεία της δεύτερης βαθμίδας αντανakλούν τους ειδικούς κινδύνους που συνδέονται με αυτά τα περιουσιακά στοιχεία και είναι τουλάχιστον εξίσου αυστηρές όσο και αυτές που εφαρμόζονται στα περιουσιακά στοιχεία της πρώτης βαθμίδας. Τα αρχικά περιθώρια και ο μηχανισμός κάλυψης διαφορών αποτίμησης εφαρμόζονται στα περιουσιακά στοιχεία της δεύτερης βαθμίδας ανάλογα όπως και στην περίπτωση της πρώτης βαθμίδας. Τα περιουσιακά στοιχεία της δεύτερης

βαθμίδας κατατάχθηκαν σε τέσσερις κατηγορίες ανάλογα με το εφαρμοζόμενο ποσοστό περικοπής, οι οποίες αντανakλούν διαφορές ως προς τα εγγενή χαρακτηριστικά και τη ρευστότητά τους. Το 2002 συνεχίστηκαν οι προσπάθειες για να ενσωματωθεί ο κίνδυνος ρευστότητας στις περικοπές αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων της πρώτης βαθμίδας.

### **Αρχές αποτίμησης**

Τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια αποτιμώνται καθημερινά και οι ΕθνΚΤ υπολογίζουν καθημερινά την απαιτούμενη αξία των ασφαλειών λαμβάνοντας υπόψη τις αρχές αποτίμησης τις οποίες απαιτεί το Ευρωσύστημα.

Για τα εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία και των δύο βαθμίδων, επιλέγεται μία συγκεκριμένη αγορά ως “αγορά αναφοράς”. Με τον τρόπο αυτό προσδιορίζεται η πλέον αντιπροσωπευτική τιμή της αγοράς αναφοράς. Η αγορά αναφοράς χρησιμοποιείται ως πηγή τιμών για την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων σύμφωνα με τη μέθοδο “αποτίμησης με βάση της τιμές της αγοράς” (marked-to-market). Εάν δίδονται περισσότερες από μία τιμές στην αγορά αναφοράς, χρησιμοποιείται η χαμηλότερη μεταξύ αυτών. Για τα περιουσιακά στοιχεία της δεύτερης βαθμίδας που δεν είναι εμπορεύσιμα ή που κατά κανόνα δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατή η αποτίμησή τους με τιμές της αγοράς, το Ευρωσύστημα γενικώς εφαρμόζει μια στρατηγική “αποτίμησης βάσει μαθηματικού τύπου” (mark-to-model), όπου από την παρούσα αξία προεξοφλούνται οι μελλοντικές ταμειακές ροές. Η προεξόφληση αυτή βασίζεται σε μια κατάλληλη καμπύλη αποδόσεων τίτλων χωρίς τοκομερίδιο, ενώ οι διαφορές μεταξύ των εκδοτών ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο λαμβάνονται ρητώς υπόψη μέσω

των “σχετικών διαφορών αποδόσεων” (credit spreads). Το 2002 ξεκίνησαν εργασίες για τη βελτίωση των μεθόδων αποτίμησης, εν όψει της ανάγκης να αποτιμώνται καθημερινά οι ασφάλειες με αντιπροσωπευτικές τιμές. Στο νέο σύστημα αποτίμησης, θα καταβάλλεται ιδιαίτερη προσοχή στη βελτίωση των θεωρητικών μεθόδων αποτίμησης και σε ελέγχους που θα διενεργούνται ώστε να διασφαλίζεται μια αντιπροσωπευτική αποτίμηση όταν χρησιμοποιούνται τιμές της αγοράς.

### **Αξιολόγηση πιστωτικού κινδύνου**

Τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος πρέπει να πληρούν υψηλά κριτήρια ποιότητας. Η υψηλή ποιότητα είναι αναγκαία για να μετριάζεται ο πιστωτικός κίνδυνος που χαρακτηρίζει τον αντισυμβαλλόμενο ο οποίος δανείζεται ρευστότητα από το Ευρωσύστημα. Προκειμένου για περιουσιακά στοιχεία που κρίνεται ότι είναι απαλλαγμένα κινδύνου αδυναμίας πληρωμής (π.χ. τίτλοι του Δημοσίου), η παροχή ασφαλειών είναι ένας τρόπος ώστε ο πιστωτικός κίνδυνος να μετατρέπεται σε κίνδυνο αγοράς (η διαχείριση του οποίου γίνεται με μέτρα ελέγχου κινδύνων όπως περιγράφηκαν παραπάνω), δεδομένου ότι ο αντισυμβαλλόμενος που εμφανίζει κίνδυνο μη πληρωμής παρέχει ένα περιουσιακό στοιχείο απαλλαγμένο από κίνδυνο μη πληρωμής, ως εγγύηση για την κάλυψη της θέσης του. Ακόμη και όταν η ασφάλεια η ίδια επιδέχεται αθέτηση υποχρεώσεων (π.χ. εταιρικά ομόλογα), ο πιστωτικός κίνδυνος μετριάζεται σημαντικά αν η ποιότητα των ομολόγων είναι επαρκώς υψηλή.

Κατά την αξιολόγηση της ποιότητας των χρεογράφων, η ΕΚΤ λαμβάνει υπόψη μεταξύ άλλων τις διαθέσιμες αξιολογήσεις από αρμόδιους φορείς και από συστήματα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας τα οποία διαθέτουν οι ίδιες οι ΕθνΚΤ, καθώς και ορισμένα θεσμικά κριτήρια που θα μπορούσαν να εξασφαλίσουν ιδιαίτερα υψηλή προστασία των κατόχων των χρεογράφων, συμπεριλαμβανομένων και εγγυήσεων. Το Ευρωσύστημα δεν δέχεται ως ασφάλεια χρεόγραφα που έχει εκδώσει ή εγγυηθεί ο αντισυμβαλλόμενος ή άλλος φορέας με τον οποίο ο αντισυμβαλλόμενος έχει στενούς δεσμούς. Η ποιότητα των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων παρακολουθείται συνεχώς, ώστε να διαπιστώνεται ότι είναι τουλάχιστον ίση με το ελάχιστο επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας που απαιτεί το Ευρωσύστημα.

Η ΕΚΤ ενεργεί ως φορέας αξιολόγησης για λογαριασμό του Ευρωσυστήματος κατά την ανάλυση της καταλληλότητας των φορέων που αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα. Κατά τη διαδικασία αξιολόγησης, η ΕΚΤ εφαρμόζει μια σειρά από κριτήρια, βασικά στοιχεία των οποίων είναι η ανεξαρτησία και η αξιοπιστία. Η ΕΚΤ επίσης παρακολουθεί τις αξιολογήσεις τις οποίες παρέχουν τα συστήματα αξιολόγησης των ΕθνΚΤ, καθώς και κατά καιρούς οι εθνικοί οργανισμοί αξιολόγησης που εξετάζουν τα εθνικά περιουσιακά στοιχεία της δεύτερης βαθμίδας. Το 2002 η ΕΚΤ συνέχισε τις προσπάθειές της να βελτιώσει τη συγκρισιμότητα των διαφόρων πηγών αξιολόγησης των περιουσιακών στοιχείων που παρέχονται ως ασφάλεια και την ανάλυση νέων πηγών αξιολόγησης μετά τις αναμενόμενες επιδράσεις των προτάσεων της Επιτροπής της Βασιλείας σχετικά με το νέο Σύμφωνο για την κεφαλαιακή επάρκεια.

## 4 Επενδυτικές εργασίες

Η ΕΚΤ έχει δύο ειδών επενδύσεις: πρώτον, ένα χαρτοφυλάκιο συναλλαγματικών διαθεσίμων, το οποίο περιλαμβάνει ξένα νομίσματα, χρυσό και ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα, και δεύτερον, ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων σε ευρώ (τα “ίδια κεφάλαια” της ΕΚΤ). Στις εν λόγω επενδυτικές δραστηριότητες, η ΕΚΤ διατρέχει ποικίλους κινδύνους. Στις επενδυτικές πράξεις η ΕΚΤ διατρέχει κινδύνους αγοράς που προέρχονται από δυσμενείς μεταβολές των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των τιμών άλλων περιουσιακών στοιχείων όπως ο χρυσός. Επιπλέον, η ΕΚΤ διατρέχει κίνδυνο ρευστότητας. Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι ένας παράγοντας που λαμβάνεται σοβαρά υπόψη σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο συναλλαγματικών διαθεσίμων, πρωταρχικός σκοπός του οποίου είναι να εξασφαλίζει στην ΕΚΤ ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων με υψηλό βαθμό ρευστότητας για δυνητική χρήση σε παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος. Τέλος, οι επενδύσεις της ΕΚΤ υπόκεινται σε πιστωτικό κίνδυνο. Το πλαίσιο ελέγχου κινδύνων της ΕΚΤ για τις επενδυτικές εργασίες προβλέπει τις πολιτικές, τα συστήματα και τα μέσα για τη διαχείριση των κινδύνων αυτών.

Τα διαθέσιμα της ΕΚΤ σε ξένα νομίσματα είναι εκφρασμένα σε δολάρια ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας. Τα διαχειρίζονται ενεργά οι

ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος για λογαριασμό της ΕΚΤ. Κύριος σκοπός του εν λόγω χαρτοφυλακίου είναι η δυνητική χρήση του σε παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος. Οι θέσεις της ΕΚΤ σε χρυσό δεν τελούν υπό ενεργό διαχείριση, σύμφωνα με τη Συμφωνία των Κεντρικών Τραπεζών περί Χρυσού (Central Bank Gold Agreement) της 26ης Σεπτεμβρίου 1999.

Τα ίδια κεφάλαια της ΕΚΤ (δηλ. το χαρτοφυλάκιο της σε εγχώριο νόμισμα) είναι εκφρασμένα σε ευρώ και τα διαχειρίζεται ομάδα διαχείρισης χαρτοφυλακίου στην ΕΚΤ. Σκοπός αυτών των επενδύσεων είναι να αποτελούν ένα αποθεματικό για την κάλυψη πιθανών περιπτώσεων ζημίας και να αποφέρουν προσόδους, μακροπρόθεσμα, επί των επενδεδυμένων κεφαλαίων πέραν του μέσου επιτοκίου κύριας αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ.

Η οικονομική ευρωστία και η καλή φήμη της ΕΚΤ εξαρτώνται από την κατάλληλη διαχείριση του χαρτοφυλακίου επενδύσεων. Έχει συσταθεί τμήμα διαχείρισης κινδύνων ανεξάρτητο από την υπηρεσιακή μονάδα “ανάληψης κινδύνων”. Η ανεξαρτησία του τμήματος διαχείρισης κινδύνων προκύπτει και από το οργανόγραμμα της ΕΚΤ.

## 5 Πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων για τις επενδυτικές εργασίες

Το πλαίσιο διαχείρισης των κινδύνων που συνδέονται με τις επενδυτικές εργασίες της ΕΚΤ αποτελείται από τρεις αλληλένδετες συνιστώσες, δηλ. τα μέτρα διαχείρισης κινδύνων, την ανάλυση των επενδυτικών επιδόσεων και το αναλυτικό πλαίσιο για την κατανομή ανά περιουσιακό στοιχείο.

### **Μέτρα διαχείρισης κινδύνων και συμμόρφωση**

Επειδή η ΕΚΤ εκτίθεται σε κίνδυνο αγοράς, πιστωτικό κίνδυνο και κίνδυνο ρευστότητας, οι αναλαμβανόμενοι κίνδυνοι και η συμμόρφωση με τις παραμέτρους των κινδύνων παρακολουθούνται καθημερινά. Η ανεξάρτητη αυτή παρακολούθηση είναι αναπόσπαστο μέρος του πλαισίου που διέπει τις επενδύσεις. Τα κύρια μέτρα

ελέγχου κινδύνου αγοράς είναι η τροποποιημένη διάρκεια και η μέθοδος δυνητικής ζημίας. Η τήρηση ποικίλων ορίων ανά αντισυμβαλλόμενο και κατηγορία περιουσιακών στοιχείων αποτελεί μέρος του συστήματος διαχείρισης κινδύνων της ΕΚΤ. Όλοι οι αποδεκτοί αντισυμβαλλόμενοι πρέπει να πληρούν ελάχιστα κριτήρια πιστοληπτικής ικανότητας και ορισμένους λειτουργικούς περιορισμούς. Τα χαρακτηριστικά ρευστότητας των επενδύσεων παρακολουθούνται επίσης καθημερινά. Όλα τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία πρέπει να πληρούν κάποια συμφωνημένα κριτήρια ρευστότητας. Προβλέπονται σαφείς διαδικασίες για την αναφορά και για την αντιμετώπιση τυχόν παραβάσεων του πλαισίου.

Το 2002 συνεχίστηκαν οι προσπάθειες για τη δημιουργία μιας συνολικής πλατφόρμας πληροφοριακών συστημάτων που θα συγκεντρώνει όλες τις εφαρμογές διαχείρισης κινδύνων και θα συμπληρώνει το σημερινό σύστημα διαχείρισης ρευστότητας. Τέλος, επειδή το επενδυτικό σύμπαν της ΕΚΤ έχει διευρυνθεί, αλλά και με βάση τις εξελίξεις που έχουν σημειωθεί στον κλάδο διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού, ξεκίνησαν εργασίες για τον καθορισμό και την κατανομή των σχετικών ορίων δυνητικής ζημίας στους διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Η πρακτική εφαρμογή αυτής της ιδέας θα δημιουργήσει νέες απαιτήσεις τόσο για τους διαχειριστές κινδύνων όσο και για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων.

#### **Ανάλυση των επενδυτικών επιδόσεων**

Η μέτρηση και ανάλυση των επενδυτικών επιδόσεων αποτελεί μεγάλο μέρος της διαχείρισης κινδύνων. Σε μηνιαία βάση, υπολογίζονται οι επενδυτικές επιδόσεις για όλα τα χαρτοφυλάκια. Επιπλέον, καταρτίζονται και υποβάλλονται στο Διοικητικό Συμβούλιο λεπτομερέστερες και αναλυτικότερες εκθέσεις σε εξαμηνιαία και ετήσια βάση.

Εντοπίζονται οι πηγές των επιδόσεων σε σχέση με τις τοποθετήσεις αναφοράς και παρέχουν χρήσιμα στοιχεία στους διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Η συγκέντρωση αυτών των στοιχείων σε μεγαλύτερες περιόδους επιτρέπει να συναχθούν λεπτομερέστερα συμπεράσματα. Η ανάλυση αυτή μπορεί επίσης να είναι χρήσιμη στους υπεύθυνους για τη χάραξη πολιτικής όταν αποφασίζουν τυχόν τροποποιήσεις του πλαισίου που διέπει τις επενδύσεις. Αναλύεται επίσης η χρήση ποικίλων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων και διαφόρων πιστωτικών θέσεων εντός των χαρτοφυλακίων, ώστε να κατανοούνται καλύτερα οι επενδυτικές επιδόσεις. Ήδη γίνονται εργασίες με στόχο την περαιτέρω βελτίωση και επεξεργασία του συστήματος αιτιολόγησης των επιδόσεων. Αυτό θα εμπλουτίσει την εκ των υστέρων ανάλυση των επιδόσεων και θα επιτρέψει στους υπεύθυνους για τη χάραξη πολιτικής να εξετάζουν σαφείς τάσεις και εξελίξεις.

#### **Αναλυτικό πλαίσιο για την κατανομή ανά περιουσιακό στοιχείο**

Το πλαίσιο αυτό για την κατανομή ανά περιουσιακό στοιχείο αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο των επενδυτικών διαδικασιών της ΕΚΤ. Έμφαση δίδεται κυρίως στη βέλτιστη κατανομή των συναλλαγματικών διαθεσίμων ανά νόμισμα και στη βέλτιστη κατανομή κάθε χαρτοφυλακίου νομίσματος ανά περιουσιακό στοιχείο. Όλα τα παραπάνω αντανακλώνται στις στρατηγικές τοποθετήσεις αναφοράς, σκοπός των οποίων είναι να αντικατοπτρίζουν τις μακροχρόνιες προτιμήσεις της ΕΚΤ όσον αφορά τη σχέση κινδύνου-απόδοσης. Οι τοποθετήσεις αναφοράς έχουν κρίσιμη σημασία για τις επιδόσεις της ΕΚΤ και είναι οι κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες των απολαμβανόμενων αποδόσεων.

Με την κατανομή ανά περιουσιακό στοιχείο επιδιώκεται η μεγιστοποίηση των αποδόσεων στο πλαίσιο κάποιων προ-

συμφωνημένων περιορισμών. Σημαντικοί πόροι διατίθενται για την ανάπτυξη της μεθοδολογίας που χρησιμοποιείται κατά τη διαδικασία κατανομής ανά περιουσιακό στοιχείο. Για το 2002, η αξιολόγηση βασίστηκε σε ένα οικονομετρικό υπόδειγμα κατασκευασμένο ειδικά για το σκοπό αυτό, προκειμένου να υπολογιστούν οι

αναμενόμενες αποδόσεις των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων και να χρησιμοποιηθούν στη διαδικασία βελτιστοποίησης. Επειδή η κατανομή ανά περιουσιακό στοιχείο έχει μεγάλη σπουδαιότητα για την ΕΚΤ, η μεθοδολογία υπόκειται σε περιοδική επανεξέταση και επιδιώκεται η συνεχής βελτίωσή της.





13 Μαΐου 2002



Νέοι επισκέπτονται την ΕΚΤ

## Κεφάλαιο IV

### Οικονομικές εξελίξεις στις λοιπές χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Το Ευρωσύστημα και οι ΕθνΚΤ των εκτός της ζώνης του ευρώ χωρών της ΕΕ συνεργάζονται στενά στο πλαίσιο του Γενικού Συμβουλίου της ΕΚΤ με σκοπό να συμβάλουν στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στο σύνολο της ΕΕ. Η τακτική επισκόπηση των μακροοικονομικών συνθηκών και της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής των χωρών αυτών αποτελεί αναπόσπαστο μέρος του συντονισμού μεταξύ του Ευρωσυστήματος και των τριών ΕθνΚΤ που επί του παρόντος δεν συμμετέχουν στην ενιαία νομισματική πολιτική. Παρότι καθεμία από τις εν λόγω ΕθνΚΤ ασκεί τη νομισματική της πολιτική σε διαφορετικό θεσμικό και λειτουργικό πλαίσιο, ο απώτερος σκοπός της νομισματικής πολιτικής και των τριών είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.

## Δανία

Η οικονομική ανάπτυξη στη Δανία παρουσίασε συγκρατημένη επιτάχυνση το 2002, καθώς το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,6% έναντι 1,4% το 2001 (βλ. Πίνακα 11). Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το 2002 προήλθε κυρίως από την εγχώρια ζήτηση, και ειδικότερα από την ιδιωτική κατανάλωση, η οποία αυξήθηκε παράλληλα με το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα. Η “μεταρρύθμιση Whitsun” του 1998, δέσμη φορολογικών μέτρων που απέβλεπε κυρίως στην αύξηση των ιδιωτικών αποταμιεύσεων, ολοκληρώθηκε το 2002. Η εξέλιξη των πραγματικών τιμών των κατοικιών δεν επηρέασε σημαντικά την ιδιωτική κατανάλωση, ενώ η πτώση των τιμών των μετοχών οδήγησε σε περιορισμένη μείωση του πλούτου των

### Πίνακας 11

#### Μακροοικονομικοί δείκτες για τη Δανία

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.
Πραγματικό ΑΕΠ	3,0	2,5	2,6	2,8	1,4	1,6	1,2	3,0	1,1	0,9
Συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ: <sup>1)</sup>										
Πραγματική εγχώρια ζήτηση συμπεριλαμβανομένων των αποθεμάτων	4,6	3,9	0,1	1,9	0,7	1,0	0,8	1,5	1,1	0,8
Καθαρές εξαγωγές	-1,7	-1,4	2,6	0,9	0,7	0,5	0,5	1,6	-0,0	0,1
ΕνΔΤΚ	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,4	2,5	2,1	2,4	2,7
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	3,2	3,3	3,6	3,5	5,0	3,4	4,5	3,4	2,8	3,1
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, σύνολο οικονομίας	1,8	2,5	2,4	1,7	3,4	1,1	2,3	0,5	0,9	0,8
Αποπληθωριστής τιμών εισαγομένων (αγαθά και υπηρεσίες)	2,2	-2,5	-2,4	9,6	2,5	-0,6	1,4	-1,7	-1,3	-0,9
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ) <sup>2)</sup>	0,5	-0,9	2,4	1,5	3,1	2,9	2,7	3,3	3,8	1,8
Συνολική απασχόληση	1,3	1,6	1,2	0,9	-0,3	-0,7	-0,9	0,1	-0,8	-1,4
Ποσοστό ανεργίας (% του εργατικού δυναμικού)	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,5	4,3	4,4	4,6	4,7
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ) <sup>3), 4)</sup>	0,4	1,1	3,3	2,6	2,8	1,9	.	.	.	.
Ενοποιημένο ακαθάριστο χρέος (% του ΑΕΠ) <sup>3)</sup>	61,2	56,2	53,0	47,4	45,4	45,2	.	.	.	.
Επιτόκιο τριών μηνών (% ετησίως) <sup>5)</sup>	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	3,5	3,6	3,7	3,5	3,2
Απόδοση δεκαετών κρατικών ομολόγων (% ετησίως) <sup>5)</sup>	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,1	5,2	5,4	4,9	4,7
Συναλλαγματική ισοτιμία έναντι του ECU ή του ευρώ <sup>5), 6)</sup>	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,43	7,43

Πηγές: Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εθνικά στοιχεία και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Εκατοστιαίες μονάδες.

2) Τριμηνιαία στοιχεία: χωρίς εποχική και ημερολογιακή διόρθωση.

3) Όπως ορίζεται στη Συνθήκη του Μάαστριχτ.

4) Πλεόνασμα (+) / έλλειμμα (-) γενικής κυβέρνησης.

5) Μέσος όρος περιόδου.

6) Μονάδες εθνικού νομίσματος ανά ECU μέχρι το τέλος του 1998 και ανά ευρώ από το 1999 και μετά.

### Διάγραμμα 3 I

## Οικονομικοί και χρηματοπιστωτικοί δείκτες για τη ζώνη του ευρώ και για τις εκτός της ζώνης χώρες της ΕΕ

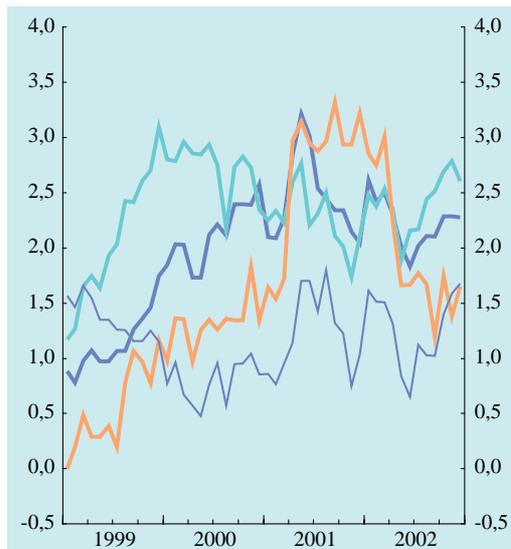
#### Αύξηση πραγματικού ΑΕΠ (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

— ζώνη του ευρώ  
— Δανία  
— Σουηδία  
— Ηνωμένο Βασίλειο



#### Πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

— ζώνη του ευρώ  
— Δανία  
— Σουηδία  
— Ηνωμένο Βασίλειο



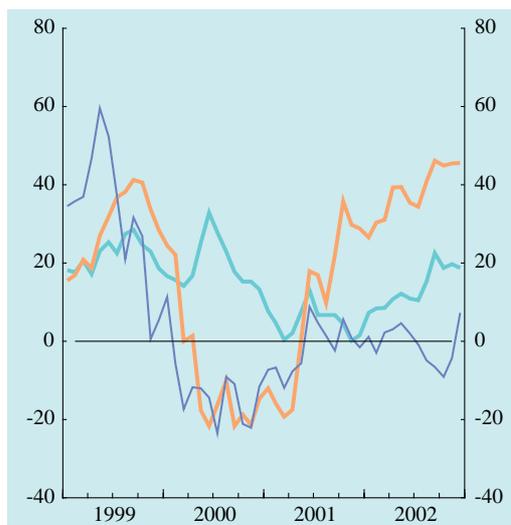
#### Διαφορά βραχυπρόθεσμων επιτοκίων έναντι της ζώνης του ευρώ 1) (μονάδες βάσης)

— Δανία  
— Σουηδία  
— Ηνωμένο Βασίλειο



#### Διαφορά μακροπρόθεσμων επιτοκίων έναντι της ζώνης του ευρώ 2) (μονάδες βάσης)

— Δανία  
— Σουηδία  
— Ηνωμένο Βασίλειο



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

1) Για τις εκτός της ζώνης του ευρώ χώρες της ΕΕ: διαπραγμαζόμενα επιτόκια τριών μηνών. Για τη ζώνη του ευρώ: EURIBOR τριών μηνών.

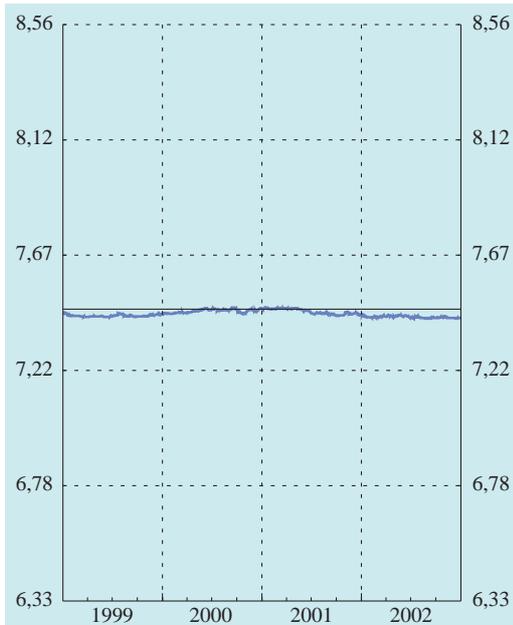
2) Αποδόσεις μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων: αποδόσεις δεκαετών ομολόγων ή ομολόγων με τη πλησιέστερη διαθέσιμη διάρκεια.

### Διάγραμμα 32

Διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων των εκτός της ζώνης του ευρώ χωρών έναντι του ευρώ

#### Κορώνα Δανίας

Κορόνες Δανίας ανά ευρώ



Στις 31 Δεκεμβρίου 1998 ανακοινώθηκε κεντρική ισοτιμία έναντι του ευρώ: 7,46038.

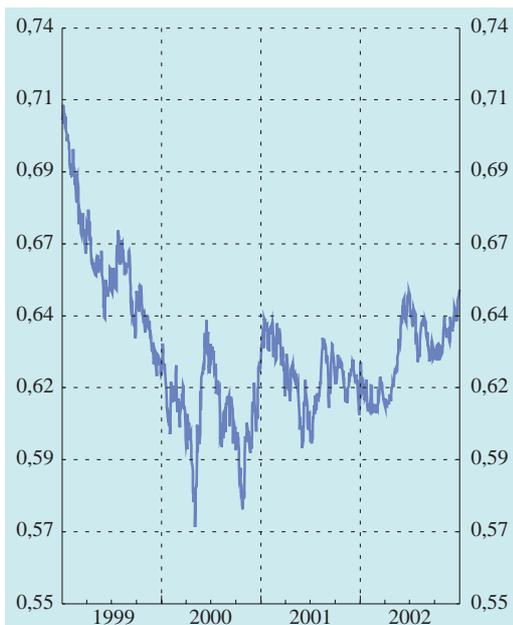
#### Κορώνα Σουηδίας

Κορόνες Σουηδίας ανά ευρώ



#### Λίρα Αγγλίας

Λίρες Αγγλίας ανά ευρώ



νοικοκυριών. Οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, ιδίως σε μεταφορικά μέσα και μηχανολογικό εξοπλισμό, καθώς και η δημόσια κατανάλωση, συνέβαλαν επίσης στην οικονομική ανάπτυξη στη διάρκεια του έτους. Αν και η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ μετριάστηκε το 2002, η συνεχιζόμενη ανοδική τάση των εξαγωγών είναι αξιοσημείωτη, εάν ληφθεί υπόψη ότι η παγκόσμια ζήτηση είναι υποτονική. Το ποσοστό ανεργίας παρέμεινε χαμηλό στο 4,5%.

Υπό συνθήκες στενότητας στην αγορά εργασίας και υψηλότερων τιμών ενέργειας, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ παρέμεινε γύρω στο 2,4% κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους, εκτός από το Νοέμβριο οπότε έφθασε στο υψηλότερο σημείο του (2,8%). Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ ήταν υψηλότερος από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών για υπηρεσίες εκπαίδευσης και λοιπές υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα 31). Η ενίσχυση της προσφοράς εργασίας εξακολουθεί να είναι σημαντική για την εξασθένιση των μισθολογικών πιέσεων, αν και ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιβραδύνθηκε σε σχέση με το 2001, κυρίως λόγω της ανάκαμψης της παραγωγικότητας της εργασίας. Οι εξελίξεις των πραγματικών σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών δείχνουν ότι η ανταγωνιστικότητα της Δανίας έναντι της ζώνης του ευρώ παρέμεινε σχετικά σταθερή το 2002.

Τα δημόσια οικονομικά της Δανίας παρέμειναν εύρωστα το 2002. Το πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε στο 1,9% του ΑΕΠ, δηλ. μία εκατοστιαία μονάδα χαμηλότερο από ό,τι το προηγούμενο έτος. Το μισό περίπου της μείωσης αυτής αντανάκλα τη λογιστική επίπτωση από τη μεταρρύθμιση του συστήματος συντάξεων. Επιπλέον, τα έσοδα από φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων μειώθηκαν ελαφρά. Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ

συνέχισε να υποχωρεί, από 45,4% το 2001 σε 45,2% το 2002. Το Συμπλήρωμα του Επικαιροποιημένου Προγράμματος Σύγκλισης της Δανίας θέτει στόχο για δημοσιονομικό πλεόνασμα 1,9% του ΑΕΠ το 2003 και 2,4% του ΑΕΠ το 2004. Το πλεόνασμα για το 2003 είναι κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας χαμηλότερο από εκείνο που προέβλεπε η προηγούμενη επικαιροποίηση του Προγράμματος Σύγκλισης, κυρίως λόγω αναθεωρήσεων των στατιστικών στοιχείων και λόγω της υψηλότερης ανεργίας. Ο λόγος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να μειωθεί σε 42,1% του ΑΕΠ το 2003 και 39,2% το 2004.

Η Δανία είναι σήμερα η μόνη χώρα που συμμετέχει στον ΜΣΙ ΙΙ. Συνεχίζει να ασκεί πολιτική σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι του ευρώ με τα στενά περιθώρια διακύμανσης ( $\pm 2,25\%$ ) της κορώνας σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία έναντι του ευρώ στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ, η οποία είναι 7,46038 κορώνες ανά ευρώ. Η εξέλιξη των βασικών επίσημων επιτοκίων και των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς θα πρέπει κατ' αρχήν να εξετάζεται σε συνδυασμό με τις αποφάσεις της ΕΚΤ για τα επιτόκια καθώς και στο πλαίσιο της εξέλιξης της συναλλαγματικής ισοτιμίας κορώνας/ευρώ. Η κορώνα παρέμεινε πολύ κοντά στην κεντρική της ισοτιμία στη διάρκεια του 2002, μάλιστα ήταν οριακά ανατιμημένη σε σχέση με αυτήν (βλ. Διάγραμμα 32). Στις 29 Αυγούστου η κορώνα σημείωσε τη μεγαλύτερη ανατίμησή της έναντι του ευρώ για το έτος και η ισοτιμία της έφθασε στις 7,424 κορώνες ανά ευρώ. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα έφθασαν στο υψηλότερό τους επίπεδο κατά το γ' τρίμηνο του 2002, και μειώθηκαν ελαφρά προς το τέλος του έτους. Η πρόσφατη ενίσχυση της κορώνας οφείλεται μεταξύ άλλων στην πώληση μετοχών του εξωτερικού από ταμεία συντάξεων της Δανίας προκειμένου να μειώσουν τα γενικά επίπεδα κινδύνου τους εν όψει της πτώσης των τιμών των μετοχών στην παγκόσμια αγορά.

Το 2002 η Danmarks Nationalbank (Εθνική Τράπεζα της Δανίας) μείωσε τέσσερις φορές το επιτόκιο χορηγήσεών της, με αποτέλεσμα η διαφορά του έναντι του ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ να περιοριστεί στις 20 μονάδες βάσης. Εν όψει της σημαντικής εισροής ξένων κεφαλαίων, η Εθνική Τράπεζα της Δανίας μείωσε το επιτόκιο χορηγήσεών της την 1η Φεβρουαρίου, στις 9 Αυγούστου και στις 30 Αυγούστου κατά 0,05 της εκατοστιαίας μονάδας κάθε φορά, περιορίζοντάς το από 3,60% σε 3,45%. Στις 5 Δεκεμβρίου το επιτόκιο χορηγήσεων μειώθηκε κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας, ακολουθώντας την ισόποση μείωση του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ, και έφθασε στο 2,95%. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς στη Δανία υποχώρησαν κατά τη διάρκεια του

2002, ελαφρά περισσότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα η διαφορά τους έναντι εκείνων της ζώνης του ευρώ να περιοριστεί στις 10 περίπου μονάδες βάσης το Δεκέμβριο (βλ. Διάγραμμα 31). Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων κυμάνθηκαν γύρω από ένα μέσο επίπεδο 5,1%, ενώ η διαφορά τους έναντι της ζώνης του ευρώ διευρύνθηκε στις 20 σχεδόν μονάδες βάσης αργότερα μέσα στο έτος.

### Σουηδία

Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ επιταχύνθηκε στη Σουηδία το 2002 εν μέσω της παγκόσμιας οικονομικής επιβράδυνσης και της δυσμενούς πορείας των χρηματοπιστωτικών αγορών (βλ.

## Πίνακας 12

### Μακροοικονομικοί δείκτες για τη Σουηδία

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.
Πραγματικό ΑΕΠ	2,4	3,6	4,6	4,4	1,1	1,9	0,8	3,1	2,4	1,3
Συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ: <sup>1)</sup>										
Πραγματική εγχώρια ζήτηση συμπεριλαμβανομένων των αποθεμάτων	1,0	3,9	3,0	3,4	0,0	0,6	-1,9	0,5	1,8	2,0
Καθαρές εξαγωγές	1,4	-0,3	1,5	0,9	1,1	1,3	2,7	2,7	0,5	-0,6
ΕνΔΤΚ	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	2,0	2,9	1,9	1,5	1,6
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	4,7	2,6	1,2	7,0	5,0	3,9	5,1	3,6	3,7	3,1
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, σύνολο οικονομίας	0,9	0,5	-1,1	5,0	5,8	2,1	4,7	0,8	1,4	1,7
Αποπληθωριστής τιμών εισαγομένων (αγαθά και υπηρεσίες)	0,7	-0,5	1,1	4,5	4,7	0,4	2,0	0,4	-0,1	-0,7
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ) <sup>2)</sup>	.	3,6	2,6	3,8	3,8	4,2	5,5	5,3	4,1	1,8
Συνολική απασχόληση	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	0,1	0,2	0,1	-0,0	0,0
Ποσοστό ανεργίας (% του εργατικού δυναμικού)	9,9	8,2	6,7	5,6	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,1
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ) <sup>3), 4)</sup>	-1,5	1,9	1,5	3,4	4,5	1,2	.	.	.	.
Ενοποιημένο ακαθάριστο χρέος (% του ΑΕΠ) <sup>3)</sup>	73,1	70,5	62,7	52,8	54,4	52,4	.	.	.	.
Επιτόκιο τριών μηνών (% ετησίως) <sup>5)</sup>	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,3	4,0	4,5	4,4	4,1
Απόδοση δεκαετών κρατικών ομολόγων (% ετησίως) <sup>5)</sup>	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	5,3	5,4	5,6	5,2	5,0
Συναλλαγματική ισοτιμία έναντι του ECU ή του ευρώ <sup>5), 6)</sup>	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,16	9,16	9,16	9,23	9,10

Πηγές: Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εθνικά στοιχεία και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Εκατοστιαίες μονάδες.

2) Τριμηνιαία στοιχεία: χωρίς εποχική και ημερολογιακή διόρθωση.

3) Όπως ορίζεται στη Συνθήκη του Μάαστριχτ.

4) Πλεόνασμα (+) / έλλειμμα (-) γενικής κυβέρνησης.

5) Μέσος όρος περιόδου.

6) Μονάδες εθνικού νομίσματος ανά ECU μέχρι το τέλος του 1998 και ανά ευρώ από το 1999 και μετά.

Διάγραμμα 31). Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,9%, έναντι 1,1% το 2001 (βλ. Πίνακα 12), υποβοηθούμενο, το πρώτο εξάμηνο του 2002, κυρίως από τις καθαρές εξαγωγές. Ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών, αφού ενισχύθηκε στα τέλη του 2001 και στις αρχές του 2002, επιβραδύνθηκε σταδιακά στη διάρκεια του έτους, αντανακλώντας τη βραδεία ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας. Εντούτοις, επειδή ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών επιβραδύνθηκε, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ στο σύνολο του έτους ενισχύθηκε. Το δεύτερο εξάμηνο του 2002 η ιδιωτική κατανάλωση σημείωσε αξιόλογη ανάκαμψη παρά τη σημαντική πτώση στις χρηματιστηριακές αγορές το καλοκαίρι. Αυτό αποδίδεται κυρίως στο υψηλότερο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα λόγω μειώσεων της φορολογίας, στα χαμηλά επιτόκια, στις αυξανόμενες τιμές των κατοικιών και στη χαμηλή ανεργία. Η δημόσια κατανάλωση και οι δημόσιες επενδύσεις επίσης αυξήθηκαν σημαντικά το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Οι ιδιωτικές επενδύσεις και η βιομηχανική παραγωγή παρέμειναν όμως γενικώς υποτονικές καθ' όλη τη διάρκεια του έτους. Οι μεταβολές αποθεμάτων είχαν ελαφρώς αρνητική συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στο σύνολο του 2002. Ο ρυθμός ανόδου της απασχόλησης επιβραδύνθηκε σημαντικά, αν και παρέμεινε σχετικά υψηλός στον τομέα των κατασκευών και στο δημόσιο τομέα. Ο συνολικός αριθμός των πραγματικών ωρών εργασίας μειώθηκε, εν μέρει αντανακλώντας την ταχεία αύξηση των αναρρωτικών αδειών. Το ποσοστό ανεργίας παρέμεινε κοντά στο 5% καθ' όλη τη διάρκεια του έτους.

Οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού, όπως μετρούνται από τον ΕνΔΤΚ, τον ΔΤΚ και τον UNDIX<sup>1</sup>, συνέχιζαν να επιβραδύνονται το 2002 (βλ. Διάγραμμα 31). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά τόσο την υψηλή βάση σύγκρισης λόγω των αυξήσεων των τιμών κατά το 2001, όσο και την εξασθένηση των πιέσεων από την πλευρά του κόστους. Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ

υποχώρησε στο 2,0% το 2002, από 2,7% το 2001, ενώ ο ΔΤΚ αυξήθηκε κατά 2,4%, έναντι 2,6% το 2001.<sup>2</sup> Ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιβραδύνθηκε στο 2,1%, από 5,8% το 2001, σε μεγάλο βαθμό εξαιτίας της ανάκαμψης της παραγωγικότητας της εργασίας.

Το δημοσιονομικό πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης στη Σουηδία μειώθηκε δραστικά από 4,5% του ΑΕΠ το 2001 σε 1,2% του ΑΕΠ το 2002. Στη μείωση αυτή συνέβαλαν οι περικοπές της φορολογίας που ισοδυναμούσαν με απώλεια εσόδων της τάξεως του 1% του ΑΕΠ, η αύξηση ορισμένων κατηγοριών δαπανών, οι δημοσιονομικές επιπτώσεις από το γεγονός ότι το ΑΕΠ αυξήθηκε με ρυθμό χαμηλότερο του δυνητικού, καθώς και η εξάλειψη των θετικών επιδράσεων από προηγούμενα έτη, οι οποίες είχαν επηρεάσει σημαντικά το δημοσιονομικό αποτέλεσμα το 2001. Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ μειώθηκε από 54,4% το 2001 σε 52,4% το 2002. Το επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σύγκλισης της Σουηδίας θέτει στόχο για δημοσιονομικό πλεόνασμα 1,5% του ΑΕΠ το 2003 και 1,6% το 2004. Χάρη στα μεγαλύτερα πλεονάσματα των προηγούμενων ετών, το πλεόνασμα αυτό παραμένει συμβατό με το δημοσιονομικό κανόνα της Σουηδίας σύμφωνα με τον οποίο απαιτείται πλεόνασμα γύρω στο 2% σε όλη τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. Ωστόσο, η τελευταία φάση της μεταρρύθμισης της φορολογίας εισοδήματος έχει αναβληθεί προκειμένου να αποκλειστεί το ενδεχόμενο μικρότερων πλεονασμάτων. Ο λόγος του χρέους προς

1 Ο δείκτης UNDIX ορίζεται ως ο ΔΤΚ χωρίς τις δαπάνες για τόκους και τις άμεσες επιδράσεις της μεταβολής των έμμεσων φόρων και επιδοτήσεων. Στη Σουηδία, η μεταβλητή-στόχος της νομισματικής πολιτικής είναι ο επίσημος πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ. Επειδή όμως τα τελευταία χρόνια ορισμένοι έκτακτοι παράγοντες επηρέασαν τις προβλέψεις, οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής βασίζονται στην αξιολόγηση του UNDIX.

2 Η αυξημένη απόκλιση μεταξύ του ΔΤΚ και του ΕνΔΤΚ στη Σουηδία οφείλεται στη θέσπιση ανώτατου ορίου για τις τιμές των βρεφονηπιακών υπηρεσιών, οι οποίες από 1ης Ιανουαρίου 2002 περιλαμβάνονται στον ΕνΔΤΚ αλλά όχι στον ΔΤΚ, οπότε ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ εμφανίζεται χαμηλότερος κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας περίπου.

το ΑΕΠ προβλέπεται να μειωθεί σε 50,9% το 2003 και σε 49,3% το 2004.

Η Sveriges Riksbank (Τράπεζα της Σουηδίας) λειτουργεί υπό καθεστώς ευέλικτης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ασκεί τη νομισματική πολιτική με βάση τον καθορισμό ρητού στόχου για τον πληθωρισμό, δηλ. αύξηση του ΔTK κατά 2% με ανεκτή απόκλιση  $\pm 1$  εκατοστιαία μονάδα. Η Τράπεζα της Σουηδίας αύξησε το επιτόκιο των συμφωνιών επαναφοράς κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας τόσο στις 19 Μαρτίου όσο και στις 16 Απριλίου 2002 σε 4,25%, υπό συνθήκες σχετικά υψηλού βαθμού χρησιμοποίησης των πόρων και ευνοϊκών προοπτικών για παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη οι οποίες αύξησαν τον κίνδυνο υπέρβασης του στόχου του 2% για τον πληθωρισμό. Ωστόσο, οι έντονες πτώσεις των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές, η αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με τη παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη και η υποτονική δραστηριότητα του βιομηχανικού τομέα ώθησαν την Τράπεζα της Σουηδίας να μειώσει το επιτόκιο των συμφωνιών επαναφοράς κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας, τόσο στις 15 Νοεμβρίου όσο και στις 5 Δεκεμβρίου, επειδή υπήρχε αυξημένος κίνδυνος να διαμορφωθεί ο πληθωρισμός χαμηλότερα από το στόχο. Αντανακλώντας αυτές τις μεταβολές του επίσημου επιτοκίου, η διαφορά μεταξύ των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς στη Σουηδία και εκείνων της ζώνης του ευρώ συνέχιζε να διευρύνεται κατά το πρώτο εξάμηνο του 2002, φθάνοντας στις 100 μονάδες βάσης περίπου, ενώ παρέμεινε σχετικά σταθερή το δεύτερο εξάμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα 31). Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια συμβαδίζαν με τις εξελίξεις στις παγκόσμιες αγορές ομολόγων καθ' όλη τη διάρκεια του έτους και η διαφορά τους σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ διευρύνθηκε ελαφρά στις 50 μονάδες βάσης περίπου στο τέλος του 2002. Η συναλλαγματική ισοτιμία της κορώνας, η οποία κυμάνθηκε από 9 περίπου έως 9,5 κορώνες ανά ευρώ το 2002, επηρεάστηκε κατά περιόδους από τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές

αγορές και από φήμες σχετικά με την πιθανή υιοθέτηση του ευρώ από τη Σουηδία (βλ. Διάγραμμα 32). Στο τέλος του έτους η κορώνα είχε ανατιμηθεί κατά 1,5% περίπου έναντι του ευρώ σε σχέση με την αρχή του 2002.

### **Ηνωμένο Βασίλειο**

Μετά τη σημαντική επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, ο μέσος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στο Ηνωμένο Βασίλειο υποχώρησε στο 1,6% το 2002 από 2,0% το 2001 (βλ. Πίνακα 13). Ωστόσο, μετά από συγκρατημένη αύξηση του ΑΕΠ στις αρχές του 2002, η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου αναπτύχθηκε με ταχύτερους ρυθμούς κατά το υπόλοιπο του έτους, με κύριο προωθητικό παράγοντα την ιδιωτική κατανάλωση και τις δημόσιες δαπάνες.

Σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, ο ρυθμός αύξησης της πραγματικής κατανάλωσης των νοικοκυριών το 2002 παρέμεινε σχετικά σταθερός στο 3,9%, παρά την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και τη μείωση των τιμών των μετοχών. Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμεινε ανοδική χάρη στην επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών των κατοικιών, τη συνεχή αύξηση της απασχόλησης και τη δυναμική πιστωτική επέκταση. Στην αύξηση του ΑΕΠ επίσης συνέβαλε η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της δημόσιας κατανάλωσης από 2,3% το 2001 σε 4,2% το 2002, σε γενικές γραμμές συμβαδίζοντας με την επίτευξη των στόχων για τις κρατικές δαπάνες. Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου μειώθηκαν κατά 4,5%, έναντι αύξησης κατά 0,8% το 2001. Είναι πολύ πιθανόν η εύθραυστη εμπιστοσύνη στις προοπτικές της εξωτερικής ζήτησης και η αύξηση του κόστους άντλησης κεφαλαίων που συνδέεται με τις πτώσεις των τιμών στα χρηματιστήρια παγκοσμίως να έχουν περιορίσει τα κίνητρα των επιχειρήσεων να αυξήσουν τις κεφαλαιακές δαπάνες. Η

## Πίνακας 13

### Μακροοικονομικοί δείκτες για το Ηνωμένο Βασίλειο

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 α' τρ.	2002 β' τρ.	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.
Πραγματικό ΑΕΠ	3,4	2,9	2,4	3,1	2,0	1,6	1,0	1,3	2,0	2,1
<i>Συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ: <sup>1)</sup></i>										
Πραγματική εγχώρια ζήτηση συμπεριλαμβανομένων των αποθεμάτων	4,0	5,1	3,8	4,1	2,6	2,6	2,6	1,9	2,6	3,1
Καθαρές εξαγωγές	-0,5	-2,2	-1,4	-1,1	-0,6	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	-1,0
ΕνΔΤΚ	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	1,3	1,5	0,9	1,1	1,6
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	4,3	5,3	4,0	4,7	5,2	.	2,8	3,2	.	.
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, σύνολο οικονομίας	2,8	3,5	3,1	2,9	4,0	.	2,4	2,6	.	.
Αποπληθωριστής τιμών εισαγομένων (αγαθά και υπηρεσίες)	-7,1	-6,2	-2,5	0,7	-0,1	.	-3,6	-2,8	-1,3	.
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ) <sup>2)</sup>	-0,1	-0,5	-2,1	-1,8	-1,5	.	-0,5	-1,9	-0,2	.
Συνολική απασχόληση	2,0	1,2	1,5	1,3	0,8	.	0,6	0,8	.	.
Ποσοστό ανεργίας (% του εργατικού δυναμικού)	6,9	6,2	5,9	5,4	5,0	.	5,1	5,1	5,2	.
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ) <sup>3), 4)</sup>	-2,2	0,2	1,1	1,6	0,8	-1,4	.	.	.	.
Ενοποιημένο ακαθάριστο χρέος (% του ΑΕΠ) <sup>3)</sup>	50,8	47,7	45,1	42,1	39,0	38,6	.	.	.	.
Επιτόκιο τριών μηνών (% ετησίως) <sup>5)</sup>	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	4,0	4,0	4,1	3,9	3,9
Απόδοση δεκαετών κρατικών ομολόγων (% ετησίως) <sup>6)</sup>	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,1	5,3	4,7	4,5
Συναλλαγματική ισοτιμία έναντι του ECU ή του ευρώ <sup>7)</sup>	0,69	0,67	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,63	0,64	0,64

Πηγές: Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εθνικά στοιχεία και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Εκατοστιαίες μονάδες.

2) Τριμηνιαία στοιχεία: χωρίς εποχική και ημερολογιακή διόρθωση.

3) Εκτιμήσεις για το ημερολογιακό έτος. Όπως ορίζεται στη Συνθήκη του Μάαστριχτ.

4) Εκτιμήσεις για το ημερολογιακό έτος. Πλεόνασμα (+) / έλλειμμα (-) γενικής κυβέρνησης.

5) Μέσος όρος περιόδου. Διατραπεζικές καταθέσεις 3 μηνών σε λίρες Αγγλίας.

6) Μέσος όρος περιόδου. Πηγή: ΤΑΔ.

7) Μέσος όρος περιόδου. Μονάδες εθνικού νομίσματος ανά ECU μέχρι το τέλος του 1998 και ανά ευρώ από το 1999 και μετά.

μείωση των επιχειρηματικών επενδύσεων αντισταθμίστηκε εν μέρει από την επιτάχυνση των κρατικών επενδύσεων, στο πλαίσιο της επιδιωκόμενης αναβάθμισης του κεφαλαίου του δημόσιου τομέα. Για έβδομο συνεχές έτος η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ ήταν αρνητική (1,0 εκατοστιαία μονάδα το 2002). Οι εξαγωγές μειώθηκαν κατά 1,4% μετά από αύξηση κατά 0,9% το 2001. Ωστόσο, η σύνθεση της αύξησης της συνολικής ζήτησης συνέχιζε να περιορίζει το ρυθμό αύξησης των εισαγωγών, ο οποίος επιβραδύνθηκε στο 1,2% το 2002.

Η γενική εικόνα της αγοράς εργασίας παρέμεινε σχετικά σταθερή, καθώς το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε λίγο, στο 5,2% το 2002. Η συνολική απασχόληση συνέχισε

να αυξάνεται με παρόμοιο ρυθμό όπως και το 2001, υποβοηθούμενη από τη μεγάλη αύξηση των θέσεων απασχόλησης στο δημόσιο τομέα. Η κυκλική επιβράδυνση το 2001 και στις αρχές του 2002 φαίνεται να έχει επηρεάσει την αγορά εργασίας μέσω της μείωσης του αριθμού των πραγματικών ωρών εργασίας και της επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό.

Καθ' όλη σχεδόν τη διάρκεια του έτους ο ρυθμός πληθωρισμού με βάση το δείκτη RPIX διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στο 2,2%, περίπου όσο και το 2001, παραμένοντας χαμηλότερος από τον κυβερνητικό στόχο (2,5%).<sup>3</sup> Ωστόσο, το

3 Ο δείκτης RPIX ορίζεται ως ο Δείκτης Τιμών Λιανικής χωρίς τους τόκους των στεγαστικών δανείων.

Νοέμβριο και το Δεκέμβριο ξεπέρασε το στόχο αυτό, λόγω των ανατιμήσεων της βενζίνης και της αύξησης των δαπανών στέγασης. Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ ήταν κατά μέσο όρο 1,3% καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, σημαντικά χαμηλότερος από ό,τι βάσει του δείκτη RPIX, εν μέρει επειδή η έντονα αυξανόμενη συνιστώσα των δαπανών στέγασης περιλαμβάνεται στο δείκτη RPIX αλλά όχι στον ΕνΔΤΚ. Η απόκλιση στις εξελίξεις των τιμών μεταξύ υπηρεσιών και προϊόντων διευρύνθηκε περαιτέρω το 2002. Οι τιμές των υπηρεσιών αυξήθηκαν, ενώ η υποτονική ζήτηση και ο έντονος ανταγωνισμός στις παγκόσμιες αγορές εξακολούθησε να ασκεί πτωτικές πιέσεις στους τομείς των προϊόντων που είναι πιο εκτεθειμένοι στο διεθνή ανταγωνισμό. Ταυτόχρονα, η ετήσια αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας παρέμεινε σχετικά σταθερή κατά μέσο όρο έναντι του 2001. Συνολικά, οι πιέσεις από την πλευρά του κόστους φαίνεται να παρέμειναν μάλλον συγκρατημένες.

Μετά τη σημαντική βελτίωση του προϋπολογισμού της γενικής κυβέρνησης τα προηγούμενα χρόνια, το δημοσιονομικό πλεόνασμα άρχισε να μειώνεται φθάνοντας στο 0,8% του ΑΕΠ το 2001, ενώ το 2002 μετατράπηκε σε έλλειμμα ύψους 1,4% του ΑΕΠ. Η μείωση αυτή οφειλόταν στη σημαντική αύξηση των κρατικών δαπανών, η οποία συνέβαλε στην άσκηση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και στην έντονη μείωση των εσόδων από άμεσους φόρους. Ειδικότερα, τα έσοδα από τη φορολογία νομικών προσώπων ήταν χαμηλότερα από τα προβλεπόμενα, κυρίως στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ

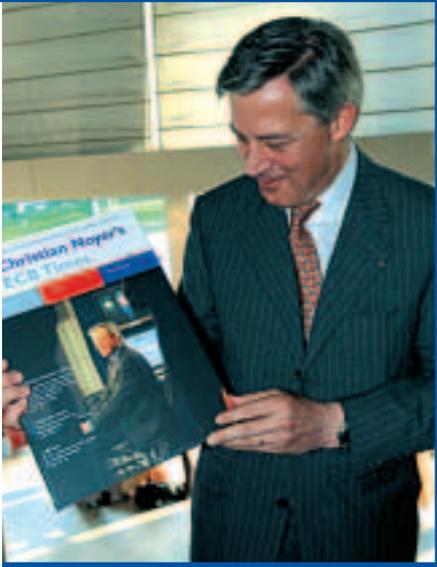
μειώθηκε ελαφρά, από 39,0% το 2001 σε 38,6% το 2002. Το επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σύγκλισης θέτει ως στόχο δημοσιονομικό έλλειμμα 1,8% του ΑΕΠ για το 2002/03 και 2,2% για το 2003/04. Ο λόγος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί ελαφρά από 37,9% το 2002/03 σε 38,8% το 2003/04.

Η Bank of England (Τράπεζα της Αγγλίας) ασκεί τη νομισματική πολιτική υπό καθεστώς ευέλικτης συναλλαγματικής ισοτιμίας και με ρητό στόχο για τον πληθωρισμό, τον οποίο η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου έχει ορίσει ως ετήσια αύξηση του RPIX κατά 2,5%. Το 2002 το επίσημο επιτόκιο των συμφωνιών επαναγοράς έμεινε αμετάβλητο στο 4,0%. Το Φεβρουάριο του 2003 μειώθηκε στο 3,75%. Η διαφορά των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων έναντι της ζώνης του ευρώ κυμάνθηκε γύρω στις 60 μονάδες βάσης σε όλη τη διάρκεια του 2002, ενώ διευρύνθηκε κάπως το Δεκέμβριο όταν η ΕΚΤ μείωσε τα βασικά της επιτόκια (βλ. Διάγραμμα 31). Οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων κυμάνθηκαν γύρω στο επίπεδο του 2001 και στο τέλος του έτους διαμορφώθηκαν σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Η συναλλαγματική ισοτιμία της λίρας Αγγλίας υποτιμήθηκε ελαφρά έναντι του ευρώ μεταξύ αρχής και τέλους του έτους (βλ. Διάγραμμα 32). Η αρχική υποτίμηση της λίρας στερλίνας έναντι του ευρώ το δίμηνο Μαΐου-Ιουνίου, που συνδεόταν ενδεχομένως με φήμες σχετικά με την πιθανή υιοθέτηση του ευρώ από το Ηνωμένο Βασίλειο και με τη μεγάλη ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ το ίδιο διάστημα, αναστράφηκε εν μέρει κατά το γ' τρίμηνο, ενώ το τελευταίο τρίμηνο του έτους σημειώθηκε πάλι υποτίμηση.





Ο πρώην και ο σημερινός Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ, κ.κ. Christian Noyer (αριστερά) και Λουκάς Παπαδήμος



Αποχαιρετιστήρια δεξίωση προς τιμήν του απερχόμενου Αντιπροέδρου κ. Christian Noyer, στις 28 Μαΐου 2002

## Κεφάλαιο V

### Ευρωπαϊκή και διεθνής συνεργασία

## I Ευρωπαϊκά θέματα

Το 2002 η ΕΚΤ διατήρησε τις τακτικές επαφές της με κοινοτικά θεσμικά όργανα και αρμόδιους φορείς.<sup>1</sup> Εκπρόσωποι της ΕΚΤ λάμβαναν μέρος στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου ECOFIN όποτε τα συζητούμενα θέματα ήταν σχετικά με τα καθήκοντα και τους στόχους του ΕΣΚΤ. Το 2002 επρόκειτο για θέματα σχετικά με τη σταθερότητα, τη ρύθμιση και την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Παράλληλα, ο Πρόεδρος του Συμβουλίου ECOFIN σε αρκετές περιπτώσεις επωφελήθηκε του δικαιώματος συμμετοχής του σε συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου. Σημειώνεται ότι κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2002, όταν την προεδρία του Συμβουλίου της ΕΕ ασκούσε κράτος-μέλος με παρέκκλιση (η Δανία), ο Πρόεδρος της Ομάδας Ευρώ λάμβανε μέρος στις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου αντί του Προέδρου του Συμβουλίου ECOFIN. Στις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου συμμετείχε και μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ και οι διοικητές των ΕθνΚΤ προσκλήθηκαν στις δύο άτυπες συνόδους του Συμβουλίου ECOFIN που πραγματοποιήθηκαν στο Οβιέδο της Ισπανίας τον Απρίλιο και στην Κοπεγχάγη το Σεπτέμβριο του 2002. Και στις δύο συνόδους συζητήθηκαν θέματα που αφορούσαν την ολοκλήρωση, τη σταθερότητα, τη ρύθμιση και την εποπτεία της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής αγοράς. Επίσης, στη σύνοδο του Οβιέδο οι συμμετέχοντες είχαν την ευκαιρία να ανταλλάξουν απόψεις για ζητήματα σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και για διεθνή χρηματοπιστωτικά θέματα. Η άτυπη σύνοδος του ECOFIN στην Κοπεγχάγη ασχολήθηκε μεταξύ άλλων με τη διεύρυνση της ΕΕ και την αρχιτεκτονική του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Όπως και στο παρελθόν, η ΕΚΤ συνέχισε να συμμετέχει τακτικά στις συνεδριάσεις

της Ομάδας Ευρώ. Η συμμετοχή στις συνεδριάσεις αυτές προσφέρει στην ΕΚΤ την ευκαιρία ανοικτού και άτυπου διαλόγου με τους υπουργούς οικονομικών των χωρών της ζώνης του ευρώ και με τον Επίτροπο Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων. Κύριο αντικείμενο των συζητήσεων στην Ομάδα Ευρώ ήταν οι συνολικές προοπτικές για την οικονομία της ζώνης του ευρώ και οι δημοσιονομικές εξελίξεις στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ. Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε, ιδίως κατά το πρώτο εξάμηνο του 2002, στην τακτική παρακολούθηση της προόδου της εισαγωγής των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ. Επιπλέον, όπως και κατά το παρελθόν, μεταξύ των θεμάτων συζήτησης της Ομάδας Ευρώ ήταν και η πρόοδος των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Πέρα από αυτές τις σχέσεις που αναπτύσσονται σε πολιτικό επίπεδο, η ΕΚΤ εξακολούθησε να συμμετέχει στις συνεδριάσεις της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής (EFC) και της Επιτροπής Οικονομικής Πολιτικής (EPC), στις οποίες παρίσταντο επίσης και εκπρόσωποι των ΕθνΚΤ. Έχοντας την ιδιότητα του μέλους και στις δύο επιτροπές, οι οποίες παρέχουν αναλύσεις και συμβουλές στο Συμβούλιο ECOFIN και στην Ομάδα Ευρώ, η ΕΚΤ μπόρεσε να συμβάλει με την εξειδικευμένη γνώση της στις διάφορες διαδικασίες οικονομικής πολιτικής και τις πρακτικές πολυμερούς εποπτείας. Ειδικότερα, η ΕΚΤ συμμετείχε στην εκπόνηση των Γενικών Προσανατολισμών της Οικονομικής Πολιτικής και στην αξιολόγηση των προγραμμάτων σταθερότητας και σύγκλισης των κρατών-μελών. Επιπλέον, η ΕΚΤ συνέβαλε στις ποικίλες λοιπές δραστηριότητες των δύο επιτροπών, π.χ. στη βελτίωση των εργαλείων και των μεθόδων ανάλυσης και στις γενικές

<sup>1</sup> Οι σχέσεις της ΕΚΤ με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο εξετάζονται χωριστά στο Κεφάλαιο XII.

επισκοπήσεις των επιμέρους χωρών τις οποίες διενεργεί η Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής. Καθώς αυτές οι επισκοπήσεις εξετάζουν κυρίως τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και χρησιμοποιούνται για τη σύνταξη της ετήσιας έκθεσης της Επιτροπής Οικονομικής Πολιτικής για τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, η συμβολή της ΕΚΤ στο έργο αυτό της παρέχει όχι μόνο μια χρήσιμη εικόνα της διαδικασίας των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, αλλά και την ευκαιρία να γνωστοποιήσει τις απόψεις της προς τα κράτη-μέλη.

Επίσης, η ΕΚΤ εξακολούθησε να συμμετέχει στις συναντήσεις που πραγματοποιούνται δύο φορές το χρόνο στο πλαίσιο του Μακροοικονομικού Διαλόγου, τόσο σε τεχνικό όσο και σε πολιτικό επίπεδο. Σύμφωνα με την εντολή του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Κολωνίας, εκπρόσωποι των κρατών-μελών, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ, των κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ και των κοινωνικών εταίρων σε επίπεδο ΕΕ συζήτησαν τις οικονομικές προοπτικές και τις σχετικές προκλήσεις για την άσκηση πολιτικής. Έτσι, ο Μακροοικονομικός Διάλογος εξακολούθησε να παρέχει τη δυνατότητα εμπιστευτικής ανταλλαγής απόψεων και οικοδόμησης εμπιστοσύνης μεταξύ των συμμετεχόντων.

Από την πληθώρα των ζητημάτων που απασχόλησαν τα ευρωπαϊκά όργανα και οργανισμούς με τους οποίους η ΕΚΤ διατηρεί στενές σχέσεις, γίνεται αναφορά στα ακόλουθα, επειδή έχουν ιδιαίτερη σημασία από οικονομική και θεσμική άποψη.

### **1.1 Εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης**

Εν μέσω των δυσμενών δημοσιονομικών εξελίξεων και προοπτικών, το 2002 αποδείχθηκε έτος δοκιμασίας για την εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Το 2001, η δημοσιονομική θέση (σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης) δύο χωρών της ζώνης του ευρώ, της Γερμανίας και της Πορτογαλίας, παρουσίασε σημαντικές αποκλίσεις από τους στόχους που είχαν τεθεί στα προγράμματα σταθερότητας. Στις 30 Ιανουαρίου 2002 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, διαβλέποντας κίνδυνο εμφάνισης υπερβολικού ελλείμματος στη Γερμανία και την Πορτογαλία, εισηγήθηκε στο Συμβούλιο την έκδοση Συστάσεων με τις οποίες να απευθύνει έγκαιρη προειδοποίηση στις δύο αυτές χώρες. Με τον τρόπο αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενεργοποίησε για πρώτη φορά τη διαδικασία έγκαιρης προειδοποίησης που προβλέπεται στον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1466/97 του Συμβουλίου για την ενίσχυση της εποπτείας της δημοσιονομικής κατάστασης και την εποπτεία και το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών. Κατόπιν τούτου, οι δύο χώρες ανέλαβαν την πολιτική δέσμευση να λάβουν τα απαιτούμενα μέτρα ώστε να μην υπερβούν την τιμή αναφοράς (3% του ΑΕΠ) και να έχουν επιτύχει σχεδόν ισοσκελισμένη δημοσιονομική θέση μέχρι το 2004. Το Συμβούλιο ECOFIN, στη σύσκεψή του στις 12 Φεβρουαρίου, θεώρησε ότι οι κυβερνήσεις της Γερμανίας και της Πορτογαλίας είχαν αποκριθεί αποτελεσματικά στις ανησυχίες που είχε εκφράσει με τις συστάσεις της η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και αποφάσισε να τερματίσει τις δύο διαδικασίες.

Στις 21 Ιουνίου 2002, το Συμβούλιο ψήφισε Σύσταση για τους Γενικούς Προσανατολισμούς της Οικονομικής Πολιτικής των κρατών-μελών και της Κοινότητας. Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, οι Γενικοί Προσανατολισμοί της Οικονομικής Πολιτικής καλούν τα κράτη-μέλη που δεν έχουν ακόμη επιτύχει σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική θέση να το πράξουν το αργότερο μέχρι το 2004. Σύμφωνα με τη συνήθη πρακτική, οι συστάσεις που περιείχονταν στους Γενικούς Προσανατολισμούς βασιζόνταν σε ορισμένες παραδοχές για τη μελλοντική εξέλιξη των κυριότερων οικονομικών μεταβλητών που

περιλαμβάνονταν στις εαρινές οικονομικές προβλέψεις της Επιτροπής. Κατά τους επόμενους μήνες όμως, οι οικονομικές εξελίξεις αποδείχθηκαν πολύ δυσμενέστερες από ό,τι προβλεπόταν. Ως εκ τούτου, για όσα κράτη-μέλη εξακολουθούσαν να εμφανίζουν δημοσιονομικές ανισορροπίες, η επίτευξη σχεδόν ισοσκελισμένης ή πλεονασματικής δημοσιονομικής θέσης το αργότερο μέχρι το 2004 δεν αποτελούσε πλέον ρεαλιστικό στόχο, ενόψει μάλιστα της κατεύθυνσης της ασκούμενης πολιτικής και των μακροοικονομικών προβολών. Στη σύσκεψη της Ομάδας Ευρώ στις 7 Οκτωβρίου, οι Υπουργοί Οικονομικών της ζώνης του ευρώ, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ, ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και ο Επίτροπος Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων συζήτησαν τις επιπτώσεις αυτών των εξελίξεων. Μετά τη συνεδρίαση, εξέδωσαν δήλωση της Ομάδας Ευρώ για τις δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ. Με τη δήλωσή τους, οι Υπουργοί Οικονομικών της ζώνης του ευρώ επιβεβαίωσαν εκ νέου τη δέσμευσή τους στις διατάξεις της Συνθήκης για την αποφυγή υπερβολικών ελλειμμάτων και στο στόχο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης για επίτευξη σχεδόν ισοσκελισμένων ή πλεονασματικών δημοσιονομικών θέσεων στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. Επιπλέον, η Ομάδα Ευρώ συμφώνησε με μια πρωτοβουλία της Επιτροπής, σύμφωνα με την οποία οι χώρες που δεν έχουν ακόμη επιτύχει το στόχο αυτό θα πρέπει να επιδιώξουν διαρκή προσαρμογή της διαρθρωτικής δημοσιονομικής τους θέσης κατά τουλάχιστον 0,5% του ΑΕΠ ετησίως. Εκτός από έναν υπουργό, όλοι οι υπόλοιποι συμφώνησαν ότι η προσαρμογή αυτή θα πρέπει να ξεκινήσει το 2003.

Η επιδείνωση των δημοσιονομικών προοπτικών τους θερινούς μήνες και στις αρχές του φθινοπώρου έδωσαν το έναυσμα για έντονες δημόσιες συζητήσεις ως προς τους κανόνες και την εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Σ' αυτό το πλαίσιο, το Διοικητικό

Συμβούλιο εξέδωσε στις 24 Οκτωβρίου 2002 δημόσια δήλωση για το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Στη δήλωση τονίστηκε ότι οι δυσκολίες που αντιμετωπίζουν ορισμένα κράτη-μέλη στο δημοσιονομικό τομέα δεν οφείλονται στους ανελαστικούς κανόνες του Συμφώνου, αλλά μάλλον στην απροθυμία αυτών των κρατών-μελών να τηρήσουν, όπως όφειλαν, τους κανόνες και στο ότι δεν κατόρθωσαν να αξιοποιήσουν τις προηγούμενες ευνοϊκότερες συνθήκες ταχύτερης ανάπτυξης ώστε να βελτιώσουν τις δημοσιονομικές τους θέσεις. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο κατέστησε σαφές ότι υποστηρίζει την πρωτοβουλία της Επιτροπής σύμφωνα με την οποία οι χώρες που εξακολουθούν να παρουσιάζουν ανισορροπίες θα πρέπει να δεσμευθούν να εφαρμόσουν μια σαφή στρατηγική δημοσιονομικής προσαρμογής. Η στρατηγική αυτή θα πρέπει να περιλαμβάνει μια αξιόπιστη πορεία προσαρμογής με τη διαρκή βελτίωση της διαρθρωτικής δημοσιονομικής κατάστασης κατά τουλάχιστον 0,5% του ΑΕΠ ετησίως.

Το καλοκαίρι διαφάνηκε ότι τα δημόσια οικονομικά της Πορτογαλίας ήταν σημαντικά χειρότερα από ό,τι είχε φανεί όταν το Συμβούλιο συζητούσε την έγκαιρη προειδοποίηση προς την Πορτογαλία ή και αργότερα, κατά την εκπόνηση των Γενικών Προσανατολισμών της Οικονομικής Πολιτικής. Την 1η Σεπτεμβρίου, στο πλαίσιο της υποβολής στοιχείων για το έλλειμμα και το χρέος, η κυβέρνηση της Πορτογαλίας τελικά ανέφερε έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ύψους 4,1% για το 2001, δηλ. πολύ υψηλότερο από την τιμή αναφοράς 3% του ΑΕΠ. Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 104 της Συνθήκης και τη διασαφήνιση που παρέχεται στον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1467/97 του Συμβουλίου, η Επιτροπή έθεσε σε εφαρμογή τη διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος. Σύμφωνα με τα βήματα που προβλέπονται σ' αυτή τη διαδικασία, το Συμβούλιο ECOFIN υιοθέτησε Απόφαση για την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος και απηύθυνε Σύσταση προς την Πορτογαλία,

καλώντας την, μεταξύ άλλων, να διορθώσει το υπερβολικό έλλειμμα το συντομότερο δυνατόν. Το Συμβούλιο έθεσε προθεσμία μέχρι την 31η Δεκεμβρίου 2002 προκειμένου να λάβει η κυβέρνηση της Πορτογαλίας όλα τα απαιτούμενα μέτρα για τον τερματισμό του υπερβολικού ελλείμματος. Επίσης, το Συμβούλιο πρότεινε στην πορτογαλική κυβέρνηση να υιοθετήσει και να εφαρμόσει όλα τα απαραίτητα δημοσιονομικά μέτρα ώστε το δημόσιο έλλειμμα να μειωθεί περαιτέρω και να φθάσει το 2003 σε επίπεδο αρκετά χαμηλότερο από το 3% του ΑΕΠ, καθώς και να διατηρήσει το λόγο του χρέους κάτω από την τιμή αναφοράς 60% του ΑΕΠ.

Στις 13 Νοεμβρίου 2002 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε τις φθινοπωρινές οικονομικές της προβλέψεις, σύμφωνα με τις οποίες αναμενόταν δημοσιονομικό έλλειμμα 3,8% για τη Γερμανία το 2002 και 2,7% για τη Γαλλία, το οποίο μάλιστα θα αυξανόταν στο 2,9% το 2003. Κατόπιν τούτου, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε, στις 19 Νοεμβρίου, έκθεση για τη δημοσιονομική κατάσταση στη Γερμανία, θέτοντας έτσι σε εφαρμογή τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος σύμφωνα με το άρθρο 104 της Συνθήκης. Την ίδια ημέρα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εισηγήθηκε στο Συμβούλιο την έκδοση Σύστασης προς τη Γαλλία με σκοπό να ειδοποιηθεί η χώρα αυτή εγκαίρως ώστε να αποφευχθεί η εμφάνιση υπερβολικού ελλείμματος.

Στις 21 Ιανουαρίου 2003 το Συμβούλιο ECOFIN υιοθέτησε Απόφαση για την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος στη Γερμανία και εξέδωσε Σύσταση προς τη Γερμανία, με την οποία καλούσε τη γερμανική κυβέρνηση να διορθώσει το υπερβολικό έλλειμμα το συντομότερο δυνατόν. Προς το σκοπό αυτό, οι γερμανικές αρχές θα πρέπει να εφαρμόσουν τα διορθωτικά μέτρα που προβλέπονται στα δημοσιονομικά τους σχέδια για το 2003. Το Συμβούλιο έθεσε προθεσμία για τη λήψη αυτών των μέτρων έως τις 21 Μαΐου 2003. Επίσης στις 21 Ιανουαρίου, το Συμβούλιο ECOFIN εξέδωσε Σύσταση

για την έγκαιρη προειδοποίηση της Γαλλίας ώστε να αποφευχθεί η εμφάνιση υπερβολικού ελλείμματος.

## **1.2 Προτάσεις για την ενίσχυση του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής και για την αποτελεσματική οργάνωση των διαδικασιών συντονισμού**

Στη σύνοδό του στη Βαρκελώνη στις 15-16 Μαρτίου 2002, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ζήτησε να γίνει μεγαλύτερη πρόοδος προς την κατεύθυνση του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής μεταξύ των κρατών-μελών. Προς το σκοπό αυτό, οι Αρχηγοί Κρατών ή Κυβερνήσεων κάλεσαν την Επιτροπή να παρουσιάσει προτάσεις για την ενίσχυση του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής, και μάλιστα έγκαιρα ενόψει της Εαρινής Συνόδου του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου το 2003. Επιπλέον, προέτρεψαν το Συμβούλιο και την Επιτροπή να οργανώσουν πιο αποτελεσματικά τις συναφείς διαδικασίες συντονισμού, δίνοντας έμφαση στην πρακτική εφαρμογή και όχι απλώς στην ετήσια προετοιμασία κατευθυντηρίων γραμμών.

Στις 3 Σεπτεμβρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε Ανακοίνωση όπου παρουσίασε προτάσεις για την αποτελεσματική οργάνωση των ετήσιων κύκλων συντονισμού της οικονομικής πολιτικής και της πολιτικής για την απασχόληση. Στις 3 Δεκεμβρίου το Συμβούλιο υιοθέτησε έκθεση που γενικά ενέκρινε τις προτάσεις της Επιτροπής. Οι συστάσεις της Επιτροπής και του Συμβουλίου για την αποτελεσματική οργάνωση των ετήσιων κύκλων συντονισμού της οικονομικής πολιτικής και της πολιτικής για την απασχόληση περιλαμβάνουν τα εξής. Πρώτον, θα πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στο μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, έτσι ώστε η πλήρης επισκόπηση των Γενικών Προσανατολισμών της Οικονομικής Πολιτικής, των Κατευθυντηρίων Γραμμών και των συστάσεων για την Απασχόληση να λαμβάνει χώρα κάθε τρία χρόνια και όχι

σε ετήσια βάση όπως γίνεται τώρα. Δεύτερον, θα πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στην ετήσια παρακολούθηση της εφαρμογής των κατευθυντηρίων γραμμών. Τρίτον, θα πρέπει να υπάρχει ένας ενιαίος κύκλος συντονισμού της πολιτικής, σύμφωνα με τον οποίο το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, στην εαρινή του σύνοδο, θα προβαίνει σε ανασκόπηση της εφαρμογής της πολιτικής και θα δίνει το γενικό προσανατολισμό της πολιτικής. Κατόπιν τούτου θα προετοιμάζεται μια “Δέσμη Κατευθυντηρίων Γραμμών”, που θα περιλαμβάνει τόσο τους Γενικούς Προσανατολισμούς της Οικονομικής Πολιτικής όσο και τις Κατευθυντήριες Γραμμές και συστάσεις για την Απασχόληση. Επιπλέον, οι διάφορες εκθέσεις που υποβάλλονται από τα κράτη-μέλη στο πλαίσιο των διαδικασιών του Λουξεμβούργου και του Κάρντιφ θα πρέπει στο μέλλον να είναι πιο συγχρονισμένες, προκειμένου να οργανωθούν πιο αποτελεσματικά οι υποχρεώσεις υποβολής στοιχείων εκ μέρους των κρατών-μελών και να αποφευχθούν τυχόν επικαλύψεις και επαναλήψεις. Για το λόγο αυτό, οι εθνικές εκθέσεις εφαρμογής θα υποβάλλονται ως ενιαίο πακέτο κάθε φθινόπωρο. Όμως, τα προγράμματα σταθερότητας και ανάπτυξης των κρατών-μελών θα πρέπει να εξακολουθήσουν να υποβάλλονται μεμονωμένα, καθώς έχουν άμεση συνάρτηση με το χρόνο κατάθεσης και εφαρμογής του προϋπολογισμού σε κάθε χώρα.

Στις 27 Νοεμβρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αποκρινόμενη στο αίτημα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Βαρκελώνης να διατυπωθούν προτάσεις προκειμένου να ενισχυθεί ο συντονισμός της οικονομικής πολιτικής, εξέδωσε Ανακοίνωση προς το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για την ενίσχυση του συντονισμού των δημοσιονομικών πολιτικών. Σ’ αυτή την Ανακοίνωση, η Επιτροπή παρουσίασε πέντε προτάσεις για τη βελτίωση της ερμηνείας του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, οι οποίες, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, μπορούν να εφαρμοστούν υπό το ισχύον νομικό

πλαίσιο. Οι προτάσεις αυτές είναι οι εξής: Πρώτον, οι δημοσιονομικοί στόχοι θα πρέπει να διατυπώνονται κατά τρόπο ώστε να δίνεται μεγαλύτερη προσοχή στον οικονομικό κύκλο. Προς το σκοπό αυτό, η επίτευξη “σχεδόν ισοσκελισμένης ή πλεονασματικής δημοσιονομικής θέσης” θα πρέπει να ορίζεται σύμφωνα με το διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (το οποίο ορίζεται από την Επιτροπή ως το δημοσιονομικό αποτέλεσμα χωρίς να υπολογίζονται οι επιδράσεις τόσο έκτακτων όσο και – κυρίως – κυκλικής φύσεως παραγόντων). Όμως, η τήρηση της τιμής αναφοράς 3% του ΑΕΠ θα εξακολουθήσει να ελέγχεται σε ονομαστικούς όρους. Δεύτερον, τα κράτη-μέλη με προϋπολογισμούς που απέχουν από το στόχο θα απαιτηθεί να βελτιώνουν τη διαρθρωτική δημοσιονομική τους θέση κατά τουλάχιστον 0,5% ετησίως. Η πρόταση αυτή είναι σύμφωνη με την από 7 Οκτωβρίου δήλωση της Ομάδας Ευρώ (βλ. ανωτέρω). Τρίτον, τα κράτη-μέλη θα πρέπει να αποφεύγουν δημοσιονομική πολιτική που επιτείνει τις κυκλικές διακυμάνσεις σε περιόδους ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας. Τέταρτον, υπό ορισμένες ειδικές προϋποθέσεις, και εφόσον δεν απειλείται η τήρηση της τιμής αναφοράς 3% του ΑΕΠ, θα μπορούσαν να επιτραπούν μικρές αποκλίσεις από την υποχρέωση επίτευξης σχεδόν ισοσκελισμένης ή πλεονασματικής δημοσιονομικής θέσης. Ο μοναδικός σκοπός αυτών των αποκλίσεων θα ήταν να μπορέσει ένα κράτος-μέλος να χρηματοδοτήσει διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, οι οποίες οδηγούν σε αύξηση της απασχόλησης και του παραγωγικού δυναμικού και κατ’ επέκταση ενισχύουν τη διαρθρωτική δημοσιονομική θέση μεσοπρόθεσμα. Και πέμπτον, κατά τη διαδικασία επίβλεψης των δημόσιων οικονομικών θα πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη βαρύτητα στην αξιολόγηση των λόγων του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Πέρα από αυτές τις προτάσεις, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επίσης περιέγραψε ένα πρόγραμμα μέτρων για να εξασφαλιστεί η αποτελεσματική εφαρμογή τους, το οποίο περιλαμβάνει 4 σημεία: Πρώτον, στην

προσεχή εαρινή σύνοδο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, τα κράτη-μέλη θα πρέπει να επιβεβαιώσουν την πολιτική τους δέσμευση στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, με τη μορφή ενός “Ψηφίσματος για την ενίσχυση του συντονισμού των δημοσιονομικών πολιτικών”. Δεύτερον, προκειμένου να βελτιωθούν η ποιότητα και η εγκαιρότητα των στατιστικών στοιχείων για τα δημόσια οικονομικά, το Συμβούλιο ECOFIN θα πρέπει να υιοθετήσει έναν “Κώδικα ορθών πρακτικών για την υποβολή δημοσιονομικών στοιχείων”. Τρίτον, οι διαδικασίες εφαρμογής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης θα πρέπει να γίνουν πιο αποτελεσματικές, ιδίως με την ακριβέστερη αποσαφήνιση των περιστάσεων στις οποίες ενεργοποιούνται οι εν λόγω διαδικασίες. Και τέταρτον, η μεγαλύτερη διαφάνεια θα βελτιώσει την πληροφόρηση αναφορικά με τη δημοσιονομική πολιτική που ασκεί η κάθε χώρα.

Στη δήλωσή του μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στις 5 Δεκεμβρίου, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ ανέφερε ότι η Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ενίσχυση του συντονισμού της δημοσιονομικής πολιτικής αποτελεί κατάλληλη αφετηρία για να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη προς το πλαίσιο της δημοσιονομικής πολιτικής. Επιπλέον, επανέλαβε ότι το Διοικητικό Συμβούλιο υποστηρίζει πλήρως το βασικό στόχο της Επιτροπής, δηλ. τη βελτίωση της εφαρμογής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης υπό το ισχύον πλαίσιο κανόνων.

### **1.3 Η Συνέλευση για το Μέλλον της Ευρώπης**

Στη σύνοδό του στο Λάκεν το Δεκέμβριο του 2001, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υιοθέτησε τη “Διακήρυξη για το Μέλλον της Ευρωπαϊκής Ένωσης” (γνωστή και ως “Διακήρυξη του Λάκεν”), η οποία προσδιορίζει τις προκλήσεις για την

Ένωση που βρίσκεται σε “ένα σταυροδρόμι, σε μια καθοριστική στιγμή της ύπαρξής της”. Ενόψει αυτών των προκλήσεων και προκειμένου να προετοιμαστεί “με όσο το δυνατόν μεγαλύτερο εύρος και διαφάνεια” η επόμενη Διακυβερνητική Διάσκεψη, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε να συγκαλέσει Συνέλευση για το Μέλλον της Ευρώπης. Καθήκον της Συνέλευσης θα είναι να εξετάσει τα κυριότερα ζητήματα που θέτει η μελλοντική εξέλιξη της ΕΕ, να διερευνήσει πιθανές λύσεις, να απλοποιήσει και να αναδιατάξει τις ισχύουσες συνθήκες, οδηγώντας πιθανώς στη θέσπιση ενός Συντάγματος για τους Πολίτες της Ευρώπης.

Η Συνέλευση, που άρχισε τις εργασίες της το Φεβρουάριο του 2002 και αναμένεται να ολοκληρώσει το έργο της το καλοκαίρι του 2003, απαρτίζεται από εκπροσώπους των εθνικών κυβερνήσεων, των εθνικών κοινοβουλίων, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Οι υπό ένταξη χώρες εκπροσωπούνται με τον ίδιο τρόπο όπως και τα σημερινά κράτη-μέλη. Από τα πρώτα στάδια των εργασιών τους, τα μέλη της Συνέλευσης συμφώνησαν με την πρόταση του Προέδρου Giscard d'Estaing να προετοιμάσουν μια “Συνθήκη θεσπίζουσα ένα Σύνταγμα για την Ευρώπη”. Το κείμενο αυτό θα παρουσιαστεί προς υιοθέτηση στη Διακυβερνητική Διάσκεψη που θα συγκληθεί το 2003 και θα απλοποιήσει, θα οργανώσει αποτελεσματικά και θα ενισχύσει τη νομική και συνταγματική βάση της Ευρώπης.

Το Μάιο του 2002, όταν του απονεμήθηκε στο Άαχεν το Διεθνές Βραβείο Καρλομάγνου για το 2002 για την εισαγωγή του ευρώ, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ εξέφρασε την άποψη ότι η Συνέλευση, εάν αποβεί επιτυχής, θα συμπληρώσει την υπάρχουσα οικονομική δομή της Ευρώπης με αποτελεσματικούς και διαφανείς πολιτικούς θεσμούς και διαδικασίες.

Στο πλαίσιο της Συνέλευσης, δημιουργήθηκε τον Ιούνιο του 2002 η

Ομάδα Εργασίας για την Οικονομική Διακυβέρνηση. Η Ομάδα Εργασίας εξέτασε το γενικό πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης, που περιλαμβάνει τη νομισματική πολιτική, την οικονομική πολιτική και θεσμικά ζητήματα. Το Σεπτέμβριο του 2002, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ παρέστη σε ακρόαση της Ομάδας Εργασίας και εξέφρασε τις απόψεις του σχετικά με το πώς θα μπορούσαν να καλυφθούν από τη μελλοντική Συνταγματική Συνθήκη τα θέματα νομισματικής και οικονομικής πολιτικής. Ανέφερε ότι κατά την άποψή του το ισχύον πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης είναι υγιές και ικανό να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις του μέλλοντος. Επίσης, προέτρεψε τη Συνέλευση να διατηρήσει την ουσία αυτού του πλαισίου και πιο συγκεκριμένα τις αρχές της Συνθήκης που αφορούν νομισματικά θέματα, δηλ. την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών και τον πρωταρχικό σκοπό της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών. Οι αρχές αυτές θα πρέπει, καθώς αποτελούν τα θεμέλια της νομισματικής διάρθρωσης της ΕΕ, να έχουν εξέχουσα θέση στη μελλοντική Συνταγματική Συνθήκη.

Τον Οκτώβριο του 2002 η Ομάδα Εργασίας υιοθέτησε την τελική της έκθεση, όπου πρότεινε να διατηρηθεί η ισχύουσα δομή της οικονομικής διακυβέρνησης, επιβεβαιώνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο την αποκλειστική αρμοδιότητα της ΕΚΤ να ασκεί τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ. Η έκθεση επίσης εξέφρασε την άποψη ότι τα καθήκοντα, η εντολή και το καταστατικό της ΕΚΤ πρέπει να μείνουν ως έχουν και να μην επηρεαστούν από ενδεχόμενες νέες διατάξεις της Συνθήκης. Κατά τη συζήτηση της έκθεσης στην Ολομέλεια της Συνέλευσης στις 7 Νοεμβρίου, η μεγάλη πλειοψηφία των μελών της Συνέλευσης τάχθηκε υπέρ αυτών των συστάσεων της Ομάδας Εργασίας.

Η ΕΚΤ παρακολουθεί στενά τις εργασίες της Συνέλευσης και θεωρεί ότι η "Συνθήκη θεσπίζουσα ένα Σύνταγμα για την Ευρώπη"

θα συμπληρώσει και θα υποστηρίξει περαιτέρω την επιτυχία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

#### **1.4 Μεταρρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών**

Προκειμένου να αξιοποιηθούν πλήρως τα οφέλη από το ενιαίο νόμισμα, δίδεται ολοένα μεγαλύτερη προσοχή στην προσπάθεια να αρθούν τα εναπομένοντα εμπόδια για τη δημιουργία μιας πραγματικά ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Και το 2002 έγιναν σημαντικά βήματα προς την κατεύθυνση αυτή σε επίπεδο ΕΕ: θεσπίστηκαν νέα νομοθετήματα και συζητήθηκαν εκτενώς οι διαδικασίες κατάρτισης και εφαρμογής των κανονισμών.

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βαρκελώνης (Μάρτιος 2002) επιβεβαίωσε ότι η πλήρης εφαρμογή του Σχεδίου Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (Financial Services Action Plan – FSAP) μέχρι το 2005 αποτελεί προτεραιότητα προκειμένου να εξαλειφθούν οι εναπομένουσες ατέλειες της ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Το Σχέδιο εγκαινιάστηκε το 1999 και παρέχει κατευθύνσεις για τα μέτρα που πρέπει να ληφθούν στον τομέα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, επικουρούμενη από την Ομάδα για την Πολιτική στις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (Financial Services Policy Group) στην οποία εκπροσωπείται και η ΕΚΤ, εξετάζει σε τακτά χρονικά διαστήματα την πρόοδο ως προς την εφαρμογή του Σχεδίου Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες. Στην 7η Έκθεση Προόδου, που εκδόθηκε το Δεκέμβριο του 2002, σημειώνεται ότι η εφαρμογή του Σχεδίου προχωρεί, αν και τονίζεται ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρέπει να θεσπίσει μέτρα εφαρμογής μέχρι τα μέσα του 2004 προκειμένου να τηρηθεί η προθεσμία του 2005. Μέχρι το τέλος του 2002 είχαν υιοθετηθεί 31 από τα 42 μέτρα που προβλέπονταν στο αρχικό Σχέδιο

Δράσης. Μεταξύ αυτών είναι οι Οδηγίες για τις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας και για την εξ αποστάσεως εμπορία χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών καθώς και ο Κανονισμός για τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ). Αυτή τη στιγμή απομένουν μόνο τέσσερις νομοθετικές προτάσεις προς υποβολή από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, μεταξύ αυτών και η αναθεώρηση του πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών και των εταιριών επενδύσεων. Δεδομένων των γενικότερων εξελίξεων που σημειώθηκαν στην αγορά μετά την εισαγωγή του Σχεδίου Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες, προετοιμάστηκαν άλλα πέντε μέτρα, όπως η Ανακοίνωση για την Εκκαθάριση και το Διακανονισμό.

Επιπλέον, το 2002 σημειώθηκε πρόοδος όσον αφορά τη δημιουργία δομών σε επίπεδο ΕΕ για τη ρύθμιση, την εποπτεία και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι οποίες θα είναι ικανές να αντιμετωπίσουν τις ανάγκες που δημιουργούνται σε ένα ραγδαία μεταβαλλόμενο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον. Προς το σκοπό αυτό, το Συμβούλιο ECOFIN στη σύσκεψή του στις 3 Δεκεμβρίου 2002 και ύστερα από ευρεία δημόσια διαβούλευση, ενέκρινε έκθεση που περιείχε μια σειρά από συγκεκριμένες προτάσεις. Η έκθεση προτείνει να επεκταθεί σε όλους τους χρηματοπιστωτικούς τομείς το διαθεσμικό πλαίσιο

“Lamfalussy”, που έχει ήδη υιοθετηθεί για τον τομέα των κινητών αξιών. Προτείνει την ίδρυση τριών νέων ρυθμιστικών επιτροπών (“β’ επιπέδου”) για τον τραπεζικό τομέα, τον τομέα των χρηματοπιστωτικών ομίλων ετερογενών δραστηριοτήτων και τον τομέα των ταμείων συντάξεων και των ασφαλιστικών εταιριών, καθώς επίσης και δύο επιτροπών εποπτείας (“γ’ επιπέδου”) για τον τραπεζικό τομέα και τον τομέα των ταμείων συντάξεων και των ασφαλιστικών εταιριών. Τέλος, προτείνει η Ομάδα για την Πολιτική στις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες, με νέα συγκρότηση και υπό την προεδρία ενός κράτους-μέλους, να παρέχει συμβουλές πολιτικής σε θέματα χρηματοπιστωτικών αγορών και να επικουρεί την Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή στην προετοιμασία των συζητήσεων του Συμβουλίου ECOFIN επί θεμάτων χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Το Συμβούλιο ECOFIN ζήτησε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να ιδρύσει το ταχύτερο δυνατόν τις επιτροπές β’ και γ’ επιπέδου. Σ’ αυτό το πλαίσιο, και ενώ αναμένεται η συμφωνία με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ως προς την ανάθεση εξουσιών στις επιτροπές β’ επιπέδου για την υιοθέτηση μέτρων εφαρμογής, οι επιτροπές αυτές θα έχουν αρχικά συμβουλευτικό μόνο ρόλο (περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο Κεφάλαιο ΙΧ).

## 2 Διεθνής συνεργασία

Το 2002 η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ εξακολούθησαν να συμμετέχουν σε δραστηριότητες διεθνών οργανισμών και φορέων σε σχέση με νομισματικά, χρηματοπιστωτικά και οικονομικά θέματα. Οι πρακτικές ρυθμίσεις που έχουν γίνει σχετικά με τη διεθνή εκπροσώπηση και τις διεθνείς συνεργασίες της ΕΚΤ δεν παρουσίασαν σημαντικές μεταβολές (βλ. Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 1999). Στο πλαίσιο της ΕΕ,

ενισχύθηκε ο συντονισμός επί διεθνών μακροοικονομικών και χρηματοπιστωτικών θεμάτων, μεταξύ άλλων και μέσω των τακτικών δραστηριοτήτων της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής, καθώς και μέσω της καλύτερης ανταλλαγής πληροφοριών με τα μέλη του Συμβουλίου Διοικητών του ΔΝΤ που εκπροσωπούν τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και με τον Παρατηρητή της ΕΚΤ στο ΔΝΤ.

## 2.1 Πολυμερής και διμερής εποπτεία της μακροοικονομικής πολιτικής

Η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ εξακολούθησαν να συμμετέχουν σε τακτικές επισκοπήσεις από ομοτίμους (πολυμερής εποπτεία) και σε επισκοπήσεις από διεθνείς οργανισμούς (διμερής εποπτεία) που αφορούν τις νομισματικές, οικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις και πολιτικές.

### Πολυμερής εποπτεία

Η ΕΚΤ συμμετείχε στην ανταλλαγή πληροφοριών και απόψεων με άλλα όργανα λήψεως αποφάσεων στο πλαίσιο διαφόρων πολυμερών οργανισμών και φορέων. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ και ο Πρόεδρος της Ομάδας Ευρώ εκπροσώπησαν τη ζώνη του ευρώ στις συνεδριάσεις των υπουργών οικονομικών και διοικητών κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των 7 που ήταν αφιερωμένες σε θέματα εποπτείας και συναλλαγματικών ισοτιμιών. Επίσης, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ συμμετείχε στις συζητήσεις για την κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας που διεξήχθησαν στο πλαίσιο άλλων άτυπων οργάνων, όπως των διοικητών κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των 10 και των υπουργών οικονομικών και διοικητών κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των 10 και της Ομάδας των 20. Ο Παρατηρητής της ΕΚΤ συμμετείχε στις τακτικές επισκοπήσεις των εξελίξεων στο χώρο της διεθνούς οικονομίας και των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών, τις οποίες πραγματοποιεί το Εκτελεστικό Συμβούλιο του ΔΝΤ, καθώς και στις συζητήσεις του Εκτελεστικού Συμβουλίου του ΔΝΤ σχετικά με τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας. Τέλος, η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ συμμετείχαν στην Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), η οποία εξέτασε τις βραχυπρόθεσμες παγκόσμιες προοπτικές και τις απαιτούμενες ενέργειες πολιτικής στο εγγύς μέλλον, συμβάλλοντας έτσι στην κατάρτιση της έκδοσης World Economic

Outlook του ΟΟΣΑ. Τέλος, η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ έλαβαν μέρος στις συνεδριάσεις των υποεπιτροπών και των ομάδων εργασίας της Επιτροπής Οικονομικής Πολιτικής.

### Διμερής εποπτεία

Η ΕΚΤ συμμετείχε σε διμερείς επισκοπήσεις της νομισματικής, χρηματοπιστωτικής και οικονομικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ από κοινού με το ΔΝΤ και τον ΟΟΣΑ. Το 2002, εμπειρογνώμονες του ΔΝΤ συνέταξαν δύο εκθέσεις σύμφωνα με το άρθρο ΙΧ για τη νομισματική και τη συναλλαγματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες συμπλήρωσαν τις εθνικές διαβουλεύσεις. Οι εκθέσεις αυτές βασίστηκαν μεταξύ άλλων σε συζητήσεις ανάμεσα σε απεσταλμένους του ΔΝΤ και της ΕΚΤ. Η πρώτη έκθεση κοινοποιήθηκε προς ενημέρωση στο Εκτελεστικό Συμβούλιο του ΔΝΤ τον Απρίλιο του 2002. Η δεύτερη έκθεση συζητήθηκε από το Εκτελεστικό Συμβούλιο του ΔΝΤ και δημοσιεύθηκε τον Οκτώβριο του 2002, μαζί με δημόσια ανακοίνωση που συνόψιζε τις εκτιμήσεις του Εκτελεστικού Συμβουλίου του ΔΝΤ. Ταυτόχρονα δημοσιεύθηκε και δήλωση του μέλους του Συμβουλίου Διοικητών του ΔΝΤ που εκπροσωπούσε το κράτος-μέλος το οποίο ασκούσε την Προεδρία του Συμβουλίου της ΕΕ και ενεργούσε για λογαριασμό των αρχών της ζώνης του ευρώ. Το Συμβούλιο Διοικητών του ΔΝΤ συνεχάρη τις αρχές της ζώνης του ευρώ για την επιτυχή και ομαλή μετάβαση στο ευρώ. Επισημάνθηκε ότι το 2002 η ανάπτυξη ήταν χαμηλότερη και ο πληθωρισμός υψηλότερος από ό,τι αναμενόταν, λόγω των απροσδόκητων διαταράξεων και του υψηλού βαθμού ευπάθειας που εξακολουθεί να υπάρχει έναντι των εξωτερικών εξελίξεων, παρά το γεγονός ότι η ζώνη του ευρώ ως σύνολο είναι πολύ λιγότερο ανοικτή από ό,τι ήταν οι επιμέρους χώρες-μέλη πριν από τη δημιουργία της νομισματικής ένωσης. Το Συμβούλιο Διοικητών του ΔΝΤ αναμένει ότι η οικονομική ανάκαμψη θα είναι σταδιακή

και ότι θα εξακολουθήσουν να υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι μείωσης του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης.

Ο ΟΟΣΑ δημοσίευσε τον Ιούλιο του 2002 την Οικονομική Επισκόπηση για τη Ζώνη του Ευρώ (Economic Survey of the Euro Area), η οποία βασιζόταν, μεταξύ άλλων, στο έργο των απεσταλμένων του ΟΟΣΑ στην ΕΚΤ. Η επισκόπηση οριστικοποιήθηκε από την Επιτροπή Εξέτασης Οικονομικών Καταστάσεων και Αναπτυξιακών Προβλημάτων του ΟΟΣΑ, στην οποία η Ευρωπαϊκή Ένωση εκπροσωπείται από κοινού από τον Πρόεδρο της Ομάδας Ευρώ, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ. Η επισκόπηση ανέφερε ότι η οικονομική ανάκαμψη, που έχει ήδη ξεκινήσει, θα επιταχυνθεί σταδιακά. Όσον αφορά τη νομισματική πολιτική, η επισκόπηση εξέτασε την πρόσφατη εξέλιξη των τιμών στη ζώνη του ευρώ και απέδωσε το γεγονός ότι ο μέσος ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού ήταν άνω του 2% από το 2000 σε μια σειρά αρνητικών πληθωριστικών κλονισμών. Η εμμονή των σχετικά υψηλών ρυθμών πληθωρισμού σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ αποτελεί πρόκληση, που για να αντιμετωπιστεί απαιτείται μεγαλύτερη ευελιξία στις αγορές εργασίας και προϊόντων καθώς και περαιτέρω ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

## **2.2 Παρακολούθηση των εξελίξεων στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές**

### **Σταθερότητα των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών**

Το ΕΣΚΤ εξακολούθησε να αφιερώνει ιδιαίτερη προσοχή στο έργο διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών και φορέων που ασχολούνται με τις εξελίξεις στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Πιο συγκεκριμένα, η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ συμμετείχαν στην τακτική παρακολούθηση των εξελίξεων στις αγορές

που διενεργείται από τη Συνδιάσκεψη για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα (ΣΧΣ), την Επιτροπή για το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (που εδρεύει στην ΤΔΔ) και την Επιτροπή του ΟΟΣΑ για τις Χρηματοπιστωτικές Αγορές. Ο Παρατηρητής της ΕΚΤ συμμετείχε στις συζητήσεις του Εκτελεστικού Συμβουλίου του ΔΝΤ για την κατάρτιση των τριμηνιαίων Εκθέσεων για την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα ("Global Financial Stability Reports") που αντικατέστησαν τις ετήσιες Εκθέσεις για τις Διεθνείς Αγορές Κεφαλαίων ("International Capital Markets Reports"), και των τριμηνιαίων επισκοπήσεων για τη Χρηματοδότηση των Αναδυόμενων Αγορών ("Emerging Market Financing"). Κατά την κατάρτιση μιας από αυτές τις εκθέσεις, κλιμάκιο στελεχών του ΔΝΤ επισκέφθηκε την ΕΚΤ για να εξετάσει τις συνθήκες που επικρατούν στις ευρωπαϊκές χρηματοπιστωτικές αγορές και τις εξελίξεις ως προς την ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών στην ΕΕ.

### **Εξειδικευμένες πρωτοβουλίες για την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας**

Η ΕΚΤ συνεργάστηκε με διεθνή ιδρύματα και φορείς σχετικά με εξειδικευμένα θέματα της λειτουργίας των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών. Αρκετά ιδρύματα και φορείς, συμπεριλαμβανομένης της ΣΧΣ, εξέτασαν τις επιπτώσεις πολιτικής από την αποτυχία μεγάλων επιχειρήσεων στον τομέα της διαφάνειας, της εταιρικής διακυβέρνησης, των λογιστικών και ελεγκτικών πρακτικών, καθώς και τη δυναμική των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η διεθνής κοινότητα επίσης συνέχισε να εξετάζει και να εφαρμόζει μέτρα κατά της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και κατά της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας. Σ' αυτό το πλαίσιο, το ΔΝΤ ανέπτυξε μια μεθοδολογία μέσω της οποίας αξιολογείται η συμμόρφωση των επιμέρους χωρών με

τα διεθνώς συμφωνημένα πρότυπα στους εν λόγω τομείς.

Η ΕΚΤ συμμετείχε στο έργο της ΣΧΣ, η οποία εξέτασε, μεταξύ άλλων, την υιοθέτηση διεθνών προτύπων από τα υπεράκτια χρηματοπιστωτικά κέντρα, την πρόοδο της εφαρμογής των συστάσεων που είχε διατυπώσει σχετικά με τα ιδρύματα υψηλής δανειακής εξάρτησης, καθώς και τις πρακτικές διαφάνειας στον τομέα της αντασφάλισης. Επίσης, οι επιτροπές που λειτουργούν υπό την αιγίδα των διοικητών των κεντρικών τραπεζών των χωρών της Ομάδας των 10 συζήτησαν ειδικά θέματα που άπτονται του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας εξακολουθεί να επεξεργάζεται την αναθεώρηση του πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας (περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο Κεφάλαιο ΙΧ). Η ΕΚΤ συμμετείχε στο έργο της Επιτροπής για το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα που αφορούσε την επισκόπηση των χρηματοοικονομικών επιπτώσεων που έχουν οι μορφές χρηματοδότησης επιχειρήσεων πληροφορικής και επιχειρήσεων της πραγματικής οικονομίας προκειμένου να υιοθετήσουν τεχνολογικές καινοτομίες, τις εξελίξεις στους μηχανισμούς μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου και την καθιέρωση δέσμης κινήτρων σχετικά με τη διαχείριση διαθεσίμων των θεσμικών φορέων. Η ΕΚΤ επίσης συμμετείχε στις δραστηριότητες της Επιτροπής για τα Συστήματα Πληρωμών και Διακανονισμού, της οποίας προεδρεύει μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ (περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο Κεφάλαιο VIII). Τέλος, η ΕΚΤ συμμετείχε στις τακτικές συνεδριάσεις της Επιτροπής Αγορών, η οποία αντικατέστησε την Επιτροπή για το Χρυσό και το Συνάλλαγμα.

### **2.3 Σχέσεις με το ΔΝΤ και συναφείς φορείς**

Το ΕΣΚΤ συνέβαλε στη συνεχιζόμενη εξέταση της αρχιτεκτονικής του διεθνούς οικονομικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η συμβολή αυτή πραγματοποιήθηκε είτε μέσω του έργου που επιτελείται σε ευρωπαϊκό επίπεδο, όπου ενισχύθηκε ο συντονισμός σε θέματα που άπτονται του ΔΝΤ, ιδίως στο πλαίσιο της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής, είτε με την άμεση συμμετοχή του στα ανάλογα διεθνή ιδρύματα και όργανα.

#### **Ορθότητα της εγχώριας οικονομικής πολιτικής**

Το ΕΣΚΤ έδειξε έντονο ενδιαφέρον για τις προσπάθειες του ΔΝΤ να προωθήσει τη σταθερότητα του διεθνούς οικονομικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ιδιαίτερη προσοχή δόθηκε στον εποπτικό ρόλο του ΔΝΤ ως οργάνου πρόληψης των κρίσεων. Στο πλαίσιο της εξαμηνιαίας του επισκόπησης, το ΔΝΤ ενέκρινε μια σειρά μέτρων που σκοπό έχουν να βελτιώσουν τη στόχευση και την ποιότητα της εποπτείας, να ενισχύσουν την απήχηση των συμβουλών που παρέχει το ΔΝΤ και να αναβαθμίσουν το ρόλο της εποπτείας σε χώρες που λαμβάνουν χρηματοδότηση από το ΔΝΤ.

Το ΔΝΤ συνέχισε τις προσπάθειές του για την προώθηση της σταθερότητας των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων και την εφαρμογή των διεθνώς συμφωνημένων προτύπων και κωδίκων. Πιο συγκεκριμένα, το ΔΝΤ, σε συνεργασία με τη Διεθνή Τράπεζα, εξακολούθησε να αξιολογεί την τήρηση των διεθνών προτύπων και κωδίκων και την ευρωστία των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων, στο πλαίσιο των Εκθέσεων για την Τήρηση των Προτύπων και Κωδίκων και των Προγραμμάτων Αξιολόγησης του Χρηματοπιστωτικού Τομέα. Η ΕΚΤ υποστήριξε τις προσπάθειες

αυτές διαθέτοντας τεχνικούς εμπειρογνώμονες οι οποίοι συμμετείχαν σε αποστολές για τα Προγράμματα Αξιολόγησης του Χρηματοπιστωτικού Τομέα.

### **Διαχείριση χρηματοπιστωτικών κρίσεων**

Το ΔΝΤ συνέχισε επίσης να διερευνά τρόπους για την ομαλή επίλυση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Κατά τη συζήτηση αυτών των θεμάτων, το ΕΣΚΤ τόνισε και πάλι την ανάγκη να υπάρχουν σαφείς κανόνες που να ορίζουν τις αρμοδιότητες του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα στην επίλυση των κρίσεων.

Το ΔΝΤ εξέτασε την πολιτική πρόσβασης που εφαρμόζει, δηλ. το πλαίσιο βάσει του οποίου καθορίζεται το ύψος της οικονομικής βοήθειας προς μία χώρα-μέλος που το ισοζύγιο πληρωμών της παρουσιάζει προβλήματα. Τα κανονικά όρια πρόσβασης, που καθορίζονται σύμφωνα με τις ποσοτώσεις των χωρών-μελών, κρίθηκαν ικανοποιητικά. Επιπλέον, το Εκτελεστικό Συμβούλιο του ΔΝΤ αποσαφηνίζει τις προϋποθέσεις και ενισχύει τις διαδικασίες υπό τις οποίες παρέχεται πρόσβαση σε οικονομική βοήθεια πέραν των κανονικών ορίων σε εξαιρετικές περιπτώσεις. Το ΕΣΚΤ φρονεί ότι η συμμόρφωση με ακριβέστερα καθορισμένους κανόνες πρόσβασης θα διευκολύνει το συντονισμό μεταξύ όλων των εμπλεκόμενων φορέων, καθώς έτσι θα ευθυγραμμίζονται καλύτερα τα κίνητρα των δανειοδοτούμενων κρατών και των ιδιωτών πιστωτών με την ικανότητα της διεθνούς κοινότητας να επιλύει χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Επίσης συνεχίστηκε ο διάλογος σχετικά με τη θέσπιση διαδικασιών για να διευκολυνθεί η ταχεία και ομαλή αναδιάρθρωση των κρατικών χρεών. Το ΕΣΚΤ πιστεύει ότι για την επίτευξη μιας ομαλής διαδικασίας αναδιάρθρωσης θα ήταν επιθυμητό να συντελεστεί περαιτέρω

πρόοδος προς τρεις συμπληρωματικές προσεγγίσεις. Η πρώτη προσέγγιση, που είναι συμβατική, είναι να περιλαμβάνονται στις συμβάσεις κρατικών δανείων “ρήτρες συλλογικής δράσης”, με τις οποίες μπορούν να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα συντονισμού μεταξύ των πιστωτών. Η ΕΚΤ έλαβε μέρος στο έργο που επιτελέστηκε υπό την αιγίδα των υπουργών οικονομικών και διοικητών κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των 10 για τη διατύπωση κατάλληλων συμβατικών διατάξεων, θέμα που επίσης συζητήθηκε με εκπροσώπους του ιδιωτικού τομέα. Επιπλέον, η διεθνής κοινότητα εξετάζει μέτρα μέσω των οποίων θα ενθαρρύνεται η ενσωμάτωση τέτοιων ρητρών στις συμβάσεις κρατικών ομολόγων. Επ’ αυτού του θέματος, τα κράτη-μέλη της ΕΕ συμφώνησαν να δώσουν το παράδειγμα και ανέλαβαν τη δέσμευση να περιλαμβάνουν ρήτρες στα ομόλογα που εκδίδουν οι κεντρικές κυβερνήσεις της ΕΕ σύμφωνα με το δίκαιο άλλων χωρών.

Η δεύτερη προσέγγιση, η οποία είναι θεσμικής φύσεως, αφορά τη δημιουργία ενός διεθνούς νομικού πλαισίου για την αναδιάρθρωση των κρατικών χρεών, που είναι γνωστό ως “Μηχανισμός Αναδιάρθρωσης Κρατικών Χρεών” (SDRM). Η διεθνής κοινότητα διεξήγαγε πολλές συζητήσεις για το πιθανό εύρος και τις τεχνικές λεπτομέρειες αυτού του πλαισίου. Το προτεινόμενο πλαίσιο θα επιτρέπει στο κράτος-δανειολήπτη και σε μια ειδική πλειοψηφία των πιστωτών του να συνομολογούν σύμβαση αναδιάρθρωσης χρέους, η οποία θα είναι δεσμευτική για τους κατόχους όλων των συναφών χρεογράφων που θα καλύπτονται από το εν λόγω πλαίσιο.

Η τρίτη προσέγγιση, η οποία δεν είναι θεσμικής φύσεως και μπορεί να εμπεριέχεται σε ένα κώδικα καλής πρακτικής για την αναδιάρθρωση του χρέους, αφορά τη χρήση άτυπων μηχανισμών που θα προωθούν την ομαλή επίλυση των κρίσεων, όπως η μονομερής αναστολή πληρωμών και η πολιτική

δανεισμού του ΔΝΤ για την κάλυψη ληξιπρόθεσμων οφειλών. Πιο συγκεκριμένα, οι χώρες που έχουν λάβει δάνεια ενδέχεται να αποφασίσουν, σε εξαιρετικές περιπτώσεις, να αναστείλουν παροδικά τις πληρωμές τους προς αλλοδαπούς ιδιώτες πιστωτές, με αποτέλεσμα να καταστούν υπερήμερες έναντι αυτών των πιστωτών (μονομερής αναστολή). Το ΔΝΤ μπορεί να χορηγήσει οικονομική βοήθεια προς τις χώρες αυτές, αλλά μόνο εάν πληρούν κάποια επακριβώς καθορισμένα κριτήρια (δανεισμός για την κάλυψη ληξιπρόθεσμων οφειλών).

#### **2.4 Συνεργασία με τις γειτονικές χώρες της ΕΕ**

Η ΕΚΤ διατηρεί σχέσεις με τις κεντρικές τράπεζες χωρών που γειτνιάζουν με την ΕΕ και παρακολουθεί τις διεθνείς νομισματικές εξελίξεις που σημειώνονται στις περιφέρειες αυτές και παρουσιάζουν ενδιαφέρον για την ΕΚΤ. Εκτός από τις 12 υπό ένταξη χώρες που καλύπτονται στο Κεφάλαιο VI, οι περιφέρειες αυτές είναι η Κοινοπολιτεία των Ανεξάρτητων Κρατών (ΚΑΚ) στην οποία περιλαμβάνεται η Ρωσία, η Τουρκία (υποψήφια χώρα που δεν έχουν ακόμη αρχίσει οι διαπραγματεύσεις για την ένταξή της στην ΕΕ), τα Δυτικά Βαλκάνια, η Μέση Ανατολή και η Αφρική.

Αντιθέτως προς τις σχέσεις με τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών, οι σχέσεις με τις κεντρικές τράπεζες των γειτονικών χωρών δεν έχουν δομηθεί σύμφωνα με ένα ενιαίο πλαίσιο, αλλά έχουν λάβει κατά καιρούς διάφορες μορφές και έχουν ως επίκεντρο θέματα που αφορούν την κάθε χώρα και παρουσιάζουν κοινό ενδιαφέρον. Στο πλαίσιο αυτό θα πρέπει να σημειωθεί η ιδιαίτερη σημασία που έχουν οι θεσμικοί, εμπορικοί και χρηματοπιστωτικοί δεσμοί μεταξύ των περισσότερων από αυτές τις χώρες και της ζώνης του ευρώ: σχεδόν όλες αυτές οι χώρες συνδέονται με την ΕΕ μέσω περιφερειακών συμφωνιών, που στοχεύουν κυρίως στην απελευθέρωση της κίνησης

αγαθών (και σε ορισμένες περιπτώσεις της κίνησης κεφαλαίων και υπηρεσιών) μεταξύ της ΕΕ και των εν λόγω χωρών. Σε λίγες περιπτώσεις, οι συμφωνίες επίσης περιλαμβάνουν ειδικές ρήτρες για το χρηματοπιστωτικό τομέα. Επιπλέον, από οικονομική άποψη, η ζώνη του ευρώ αποτελεί για τις περισσότερες από αυτές τις χώρες το μεγαλύτερο εμπορικό εταίρο καθώς και την κύρια πηγή χρηματοδότησης, ξένων άμεσων επενδύσεων (συμπεριλαμβανομένων και επενδύσεων στο τραπεζικό σύστημα) και επίσημης αναπτυξιακής βοήθειας.

Ιδιαίτερα αναπτύχθηκαν οι διμερείς σχέσεις με την Κεντρική Τράπεζα της Τουρκίας, με την οποία η ΕΚΤ έχει θεσπίσει διάλογο πολιτικής σε επίπεδο ανώτατων στελεχών, συμπεριλαμβανομένων και ετήσιων συναντήσεων σε επίπεδο Διοίκησης. Επίσης ενισχύθηκε η συνεργασία της ΕΚΤ με την Κεντρική Τράπεζα της Ρωσίας ενόψει και των σημαντικών μεταρρυθμίσεων στη στρατηγική και τα εργαλεία της νομισματικής της πολιτικής. Η ΕΚΤ ανέπτυξε τις επαφές της με κεντρικές τράπεζες χωρών της Δυτικής Βαλκανικής, που αποτελεί τη γειτονική περιφέρεια η οποία επηρεάζεται πιο άμεσα από τη μετάβαση στο ευρώ, και με τις κεντρικές τράπεζες χωρών της Μεσογείου (Αίγυπτος, Ισραήλ, Μαρόκο και Τυνησία). Επιπλέον, η ΕΚΤ συμμετείχε στις εκδηλώσεις που διοργάνωσαν οι δύο Αφρικανικές Οικονομικές Κοινότητες (CFA<sup>2</sup>) με την ευκαιρία της συμπλήρωσης 40 χρόνων από τη δημιουργία της Κεντρικής Τράπεζας των Κρατών της Δυτικής Αφρικής (Banque Centrale des Etats de l' Afrique de l' Ouest – BCEAO) και 30 χρόνων από τη δημιουργία της Τράπεζας των Κρατών της Κεντρικής Αφρικής (Banque des Etats de l' Afrique Centrale – BEAC). Επίσης εγκαινιάστηκε η συνεργασία της ΕΚΤ και του Νομισματικού Ιδρύματος της Δυτικής Αφρικής που εδρεύει στην

2 “Communauté Financière de l' Afrique” στη Δυτική Αφρική και “Coopération Financière Africaine” στην Κεντρική Αφρική.

Ακκρα (Γκάνα). Πρόκειται για ένα όργανο που ιδρύθηκε (με πρωτοβουλία της Γκάνας και της Νιγηρίας) στις αρχές του 2001 από τις αγγλόφωνες χώρες της Δυτικής Αφρικής και έχει στόχο τη δημιουργία νέας νομισματικής ζώνης παράλληλα με την υπάρχουσα ζώνη του φράγκου CFA. Το 2002 οι συμμετέχουσες χώρες θέσπισαν ένα περιφερειακό μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η ΕΚΤ δημιούργησε επίσης επαφές με το Συμβούλιο Συνεργασίας των Χωρών του Κόλπου (GCC). Οι έξι χώρες που απαρτίζουν αυτό το Συμβούλιο<sup>3</sup> έχουν γνωστοποιήσει την πρόθεσή τους να υιοθετήσουν κοινό νόμισμα το 2010 και, ως πρώτο βήμα για τη νομισματική ένωση, στο τέλος του 2002 συνέδεσαν το νόμισμά τους με ένα κοινό νόμισμα αναφοράς. Η Γενική Γραμματεία του Συμβουλίου και η ΕΚΤ συνδιοργάνωσαν τον Οκτώβριο του 2002 στο Ριάντ σεμινάριο για τη νομισματική ενοποίηση στη ζώνη του ευρώ και την περιφέρεια του Περσικού/Αραβικού Κόλπου. Τέλος, η ΕΚΤ διατήρησε τις τακτικές της επαφές και συναντήσεις με τις κεντρικές τράπεζες της Ισλανδίας, της Νορβηγίας και της Ελβετίας.

### **Η χρήση του ευρώ στις γειτονικές χώρες της ΕΕ**

Μολονότι η χρήση του ευρώ δεν είναι διαδεδομένη στα συναλλαγματικά καθεστώτα της ευρύτερης περιφέρειας και η ΕΚΤ πιστεύει ότι δεν θα πρέπει να επιδιώκει ενεργά να επηρεάσει το διεθνή ρόλο του ευρώ, το ευρώ διαδραματίζει σημαντικό ρόλο σε αρκετές χώρες. Ειδικότερα στα Δυτικά Βαλκάνια, όλες οι χώρες εκτός της Αλβανίας χρησιμοποιούν ως νόμισμα αναφοράς το ευρώ. Η Βοσνία-Ερζεγοβίνη έχει συνδέσει το νόμισμά της με το ευρώ υπό το καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος, ενώ η Κροατία, η Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας και η Γιουγκοσλαβία ασκούν

τη συναλλαγματική τους πολιτική με βάση την ισοτιμία των νομισμάτων τους έναντι του ευρώ. Στη Μεσόγειο, το Μαρόκο και η Τυνησία αποδίδουν σημαντικό ρόλο στο ευρώ κατά την άσκηση της συναλλαγματικής τους πολιτικής, αν και οι αρχές συζητούν τη μετάβαση σε πιο ευέλικτα συναλλαγματικά καθεστώτα. Στις δύο νομισματικές ζώνες όπου χρησιμοποιείται το φράγκο CFA, το ευρώ αντικατέστησε το γαλλικό φράγκο ως νόμισμα αναφοράς.

Σε αρκετές γειτονικές χώρες, τα νοικοκυριά χρησιμοποιούν το ευρώ ως παράλληλο νόμισμα, τόσο με τη μορφή μετρητών όσο και με τη μορφή καταθέσεων σε ευρώ. Από τα 25 δισεκ. ευρώ που είχαν μεταφερθεί με χρηματοποστολές εκτός της ζώνης του ευρώ μέχρι τον Αύγουστο του 2002, τουλάχιστον το 1/5 εκτιμάται ότι κυκλοφορεί στα Βαλκάνια, όπου τα τραπεζογραμμάτια ευρώ χρησιμοποιούνται ως μέσο αποθησαυρισμού και για πληρωμές μεγάλης αξίας. Στα Βαλκάνια επίσης παρατηρείται υψηλός βαθμός υποκατάστασης περιουσιακών στοιχείων με αντίστοιχα σε ευρώ, π.χ. στο τέλος του 2001 οι καταθέσεις σε ευρώ αναλογούσαν στο 80% των συνολικών καταθέσεων στη Γιουγκοσλαβία, 70% στην Κροατία και 50% στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη. Το ποσοστό υποκατάστασης νομισμάτων και περιουσιακών στοιχείων με ευρώ παραμένει υψηλό, παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει επιτευχθεί τα τελευταία χρόνια όσον αφορά τη νομισματική και χρηματοπιστωτική σταθεροποίηση. Διαφορετική είναι η περίπτωση του Κοσσυφοπεδίου και του Μαυροβουνίου: αποτελούν “ευρωπαϊσμένες” επικράτειες, δηλ. πολιτικές οντότητες που έχουν υιοθετήσει μονομερώς το ευρώ ως επίσημο νόμισμα.

<sup>3</sup> Πρόκειται για το Μπαχρέιν, το Κουβέιτ, το Ομάν, το Κατάρ, τη Σαουδική Αραβία και τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα.

## 2.5 Συνεργασία με χώρες της Ασίας-Ειρηνικού και της Λατινικής Αμερικής

Τα τελευταία χρόνια, αρκετές χώρες της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής έχουν ενδιαφερθεί για την εμπειρία που αποκόμισε η Ευρώπη από την οικονομική, χρηματοπιστωτική και νομισματική ενοποίηση. Γι' αυτό και συχνά ζητούν από την ΕΚΤ να μεταδώσει την εμπειρία της στο πλαίσιο διαφόρων πρωτοβουλιών που σκοπό έχουν να ενισχύσουν την περιφερειακή συνεργασία στις δύο αυτές περιφέρειες. Με τη σειρά της, η ΕΚΤ παρακολουθεί με αυξανόμενο ενδιαφέρον τις οικονομικές εξελίξεις σ' αυτές τις περιφέρειες και ενισχύει τις διμερείς της σχέσεις με τις τοπικές αρχές, ιδιαίτερα δε με τις κεντρικές τράπεζες.

### **Περιφερειακή συνεργασία στην Ασία και τον Ειρηνικό**

Η Συνάντηση Ασίας-Ευρώπης (ASEM) – ένα σημαντικότερο φόρουμ συνεργασίας μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ και δέκα χωρών της Ανατολικής Ασίας – παρέχει από το 1996 πολύτιμη ευκαιρία για ανταλλαγή πληροφοριών και ενίσχυση του διαλόγου σε θέματα πολιτικής. Στις 5 και 6 Ιουλίου 2002, ο Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ συμμετείχε στην Τέταρτη Συνάντηση των Υπουργών Οικονομικών της ASEM στην Κοπεγχάγη, όπου παρουσίασε το διεθνή ρόλο του ευρώ, ειδικότερα τη χρήση του τόσο στην Ανατολική Ασία όσο και στις γειτονικές χώρες της ΕΕ. Κατά την προετοιμασία αυτής της συνάντησης, η ΕΚΤ διοργάνωσε σεμινάριο υψηλού επιπέδου με θέμα “Περιφερειακή οικονομική, χρηματοπιστωτική και νομισματική συνεργασία: η εμπειρία της Ευρώπης και της Ασίας”, το οποίο πραγματοποιήθηκε στη Φραγκφούρτη στις 15 και 16 Απριλίου 2002. Σ' αυτό το σεμινάριο - το οποίο διεξήχθη στο πλαίσιο του Ερευνητικού Σχεδίου του Κόμπε που αποτελεί πρωτοβουλία της ASEM και προωθεί τη

διαπεριφερειακή έρευνα – υψηλόβαθμα στελέχη από υπουργεία οικονομικών, κεντρικές τράπεζες και κρατικές υπηρεσίες της ASEM, καθώς και εκπρόσωποι διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών και πανεπιστημιακοί αντάλλαξαν απόψεις για τρία γενικά θέματα που άπτονται της περιφερειακής συνεργασίας μεταξύ Ασίας και Ευρώπης. Πρώτον, το σεμινάριο ασχολήθηκε με το εύρος και την αλληλουχία των επιμέρους δράσεων καθώς και με τις βασικές προϋποθέσεις της περιφερειακής οικονομικής συνεργασίας. Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στο εμπόριο και τις ξένες άμεσες επενδύσεις. Δεύτερον, συζητήθηκε η περιφερειακή χρηματοπιστωτική συνεργασία, ιδίως όσον αφορά την αποτελεσματικότητα, την ευρωστία, την απελευθέρωση και την ενοποίηση των ασιατικών και των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών. Στο πλαίσιο αυτό, συζητήθηκαν ειδικότερα οι πρωτοβουλίες για την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής συνεργασίας μετά την κρίση του 1997-98. Τρίτον, οι συμμετέχοντες στο σεμινάριο συζήτησαν πιθανές στρατηγικές για τη συνεργασία σε θέματα νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής μεταξύ των χωρών που ήδη επιχειρούν περιφερειακή συνεργασία, και ανέλυσαν ειδικότερα τα διδάγματα που αποκομίστηκαν από την ευρωπαϊκή εμπειρία.

Οι διμερείς σχέσεις περιλάμβαναν, μεταξύ άλλων, πολλές επισκέψεις σε χώρες της Ασίας. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το Φεβρουάριο του 2002, αντιπροσωπεία της ΕΚΤ, στην οποία μετείχαν ο Πρόεδρος και ένα μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής, επισκέφθηκε την Κίνα. Κατόπιν τούτου, η ΕΚΤ υπέγραψε το Σεπτέμβριο του 2002 Μνημόνιο Συνεργασίας με τη Λαϊκή Τράπεζα της Κίνας, σκοπός του οποίου είναι η ενίσχυση της διμερούς συνεργασίας μεταξύ των δύο ιδρυμάτων. Σ' αυτό το πλαίσιο, η Λαϊκή Τράπεζα της Κίνας ίδρυσε στη Φραγκφούρτη γραφείο αντιπροσωπείας, τα επίσημα εγκαίνια του οποίου έγιναν το Δεκέμβριο.

### **Περιφερειακή συνεργασία στη Λατινική Αμερική**

Με κοινή τους πρωτοβουλία, η ΕΚΤ και η Τράπεζα της Ισπανίας διοργάνωσαν στις 23 και 24 Μαΐου 2002 στη Μαδρίτη το πρώτο σεμινάριο υψηλού επιπέδου του Ευρωσυστήματος και των κεντρικών τραπεζών της Λατινικής Αμερικής. Είχε προηγηθεί ένα προπαρασκευαστικό εργαστήριο σε επίπεδο εμπειρογνομόνων στη Φραγκφούρτη στις 21 και 22 Μαρτίου 2002. Σκοπός του σεμιναρίου ήταν να βελτιώσει το διάλογο πολιτικής μεταξύ του Ευρωσυστήματος και των κεντρικών τραπεζών της Λατινικής Αμερικής και να συμβάλει στην ανταλλαγή απόψεων επί θεμάτων κοινού ενδιαφέροντος. Οι συζητήσεις στράφηκαν γύρω από τρεις κύριους άξονες: την περιφερειακή ολοκλήρωση στη Λατινική Αμερική και την Ευρώπη, τη νομισματική και τη συναλλαγματική πολιτική και θέματα που άπτονται του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η διαδικασία της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τις χώρες της Λατινικής

Αμερικής, μολονότι η ευρωπαϊκή εμπειρία δεν μπορεί να αποτελέσει το προσχέδιο πάνω στο οποίο θα δομηθεί η περιφερειακή συνεργασία στη Λατινική Αμερική καθώς διαφέρουν οι αρχικές συνθήκες που επικρατούν στις δύο περιοχές. Όμως, ένα δίδαγμα που προκύπτει από την ευρωπαϊκή εμπειρία και μπορεί να μεταφερθεί και στη Λατινική Αμερική αφορά την πολυμερή περιφερειακή εποπτεία ως μέσον προώθησης μιας σταθεροποιητικής μακροοικονομικής πολιτικής και τις βέλτιστες πρακτικές σε άλλους σχετικούς τομείς πολιτικής. Στον τομέα της νομισματικής και της συναλλαγματικής πολιτικής, οι συζητήσεις εστιάστηκαν στις προϋποθέσεις για την εφαρμογή επιτυχούς νομισματικής πολιτικής προσανατολισμένης στη σταθερότητα. Τέτοιου είδους προϋποθέσεις είναι η υγιής δημοσιονομική και διαρθρωτική πολιτική, η θεσμική στήριξη και η ανάγκη να λαμβάνονται υπόψη οι συναλλαγματικές εξελίξεις και προσδοκίες. Τέλος, οι συμμετέχοντες στο σεμινάριο εξέτασαν πολιτικές και μέσα ενίσχυσης της σταθερότητας και της ευρωστίας των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων των χωρών της Λατινικής Αμερικής.



Ο Ολλανδός συγγραφέας Harry Mulisch διαβάζει αποσπάσματα από το τελευταίο βιβλίο του στη διάρκεια της Ολλανδικής Πολιτιστικής Εβδομάδας, το Σεπτέμβριο του 2002



Παρουσίαση του έργου του Ισπανού αρχιτέκτονα Antoni Gaudí στη διάρκεια της Ισπανικής Πολιτιστικής Εβδομάδας, το Μάιο του 2002

## Κεφάλαιο VI

### Διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης

## I Εισαγωγή

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Κοπεγχάγης, που συνήλθε στις 12 και 13 Δεκεμβρίου 2002, έλαβε μια ιστορική απόφαση για τη διεύρυνση της ΕΕ. Δέκα χώρες – η Τσεχία, η Εσθονία, η Κύπρος, η Λετονία, η Λιθουανία, η Ουγγαρία, η Μάλτα, η Πολωνία, η Σλοβενία και η Σλοβακία – κλήθηκαν να ενταχθούν στην ΕΕ την 1η Μαΐου 2004. Μετά την υπογραφή της Συνθήκης Προσχώρησης την άνοιξη του 2003, θα ακολουθήσει η κύρωσή της από όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ και τις δέκα προαναφερόμενες χώρες, οι οποίες προτίθενται να διενεργήσουν εθνικό δημοψήφισμα για το σκοπό αυτό. Άλλες δύο χώρες – η Βουλγαρία και η Ρουμανία – θα έχουν τη δυνατότητα να γίνουν μέλη της ΕΕ στις αρχές του 2007. Μετά την ένταξή τους, όλες οι χώρες θα ενταχθούν στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) ως “χώρες με παρέκκλιση” και οι κεντρικές τους τράπεζες θα αποτελέσουν τμήμα του ΕΣΚΤ. Όταν θα έχουν επιτύχει διατηρήσιμη σύγκλιση, όπως θα κριθεί σύμφωνα με τη διαδικασία που ορίζεται στη Συνθήκη βάσει των κριτηρίων του Μάαστριχτ, οι χώρες αυτές θα υιοθετήσουν το ευρώ και οι κεντρικές τους τράπεζες θα ενταχθούν στο Ευρωσύστημα, το οποίο αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ.

Το Ευρωσύστημα, αν και δεν συνδέεται επισήμως με τις ενταξιακές διαπραγματεύσεις, ασχολείται με τη διαδικασία προσχώρησης όταν πρόκειται για τομείς της αρμοδιότητάς του. Η ανάμιξη του Ευρωσυστήματος λαμβάνει τη μορφή διαρκούς διαλόγου που αφορά θέματα οικονομικής πολιτικής αλλά και τεχνικά ζητήματα και σκοπό έχει να βοηθήσει τις κεντρικές τράπεζες των εν λόγω χωρών να προετοιμαστούν για την ένταξή τους στο ΕΣΚΤ και, σε μεταγενέστερο στάδιο, στο Ευρωσύστημα. Ο διάλογος καλύπτει θέματα οικονομικής, νομικής και θεσμικής φύσεως που αφορούν τις κεντρικές τράπεζες. Επιπλέον, στο πλαίσιο του διαλόγου αναπτύσσεται τεχνική συνεργασία με τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών

σε τομείς όπως τα συστήματα πληρωμών, νομικά ζητήματα και θέματα στατιστικής.

Το Ευρωσύστημα συμμετέχει επίσης στον “Οικονομικό Διάλογο” μεταξύ της ΕΕ και των υπό ένταξη χωρών, πρωτοβουλία που ξεκίνησε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το Δεκέμβριο του 2000 και συντονίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Ο Οικονομικός Διάλογος πραγματοποιείται σε επίπεδο υπουργών και Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής (ΕFC). Σκοπός του είναι (α) να διευκολύνει τη διαδικασία ένταξης μέσω της ανταλλαγής απόψεων σε θέματα μακροοικονομικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας κατά την προενταξιακή φάση και (β) να εξοικειώσει τις υπό ένταξη χώρες με τις διαδικασίες πολυμερούς εποπτείας της ΕΕ, στις οποίες θα υπόκεινται μετά την ένταξή τους στην ΕΕ.

Σ’ αυτό το πλαίσιο, το Ευρωσύστημα παρακολουθεί στενά την οικονομική πολιτική, τη νομική προετοιμασία και τα θεσμικά ζητήματα στις υπό ένταξη χώρες, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στις μακροοικονομικές εξελίξεις, τη στρατηγική της νομισματικής και της συναλλαγματικής πολιτικής καθώς και τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Εξάλλου, η ΕΚΤ έχει αρχίσει προετοιμασίες για να διασφαλίσει την ομαλή διεύρυνση του ΕΣΚΤ και αργότερα του Ευρωσυστήματος. Στις προετοιμασίες αυτές εντάσσεται η έκδοση σύστασης της ΕΚΤ για την προσαρμογή των όρων ψηφοφορίας στο Διοικητικό Συμβούλιο και η προετοιμασία ενός Γενικού Πλαισίου Στρατηγικής που σκοπό έχει να προετοιμάσει την ΕΚΤ για τη διεύρυνση. Στο παρόν Κεφάλαιο παρουσιάζεται επισκόπηση αυτών των θεμάτων. Θα πρέπει να τονιστεί ότι η επισκόπηση αυτή δεν προδικάζει την αξιολόγηση του βαθμού σύγκλισης των υπό ένταξη χωρών, την οποία θα διενεργήσει η ΕΚΤ, σύμφωνα με το Άρθρο 122 (2) της Συνθήκης, όταν θα ενταχθούν οι νέες χώρες στην ΕΕ και ενόψει της πιθανής υιοθέτησης του ευρώ.

## 2 Βασικά οικονομικά, νομικά και θεσμικά ζητήματα

Την τελευταία δεκαετία οι περισσότερες υπό ένταξη χώρες έχουν επιτύχει σημαντική πρόοδο όσον αφορά τον πλήρη μετασχηματισμό τους σε οικονομίες της αγοράς και την εδραίωση μακροοικονομικής σταθερότητας. Πιο πρόσφατα, η ίδια η διαδικασία προσχώρησης στην ΕΕ αποτέλεσε παράγοντα μεγαλύτερης δέσμευσης στις πολιτικές και ενίσχυσε τη σταθερότητα σε ολόκληρη την περιφέρεια. Από αυτήν την άποψη, τα θέματα που παρουσιάζουν μεγαλύτερο ενδιαφέρον για το Ευρωσύστημα είναι: (α) η πραγματική σύγκλιση, (β) η νομική και θεσμική σύγκλιση, (γ) η ονομαστική σύγκλιση, (δ) η στρατηγική της νομισματικής και της συναλλαγματικής πολιτικής και (ε) οι εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα.

### 2.1 Πραγματική σύγκλιση

Παρά την επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος, η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ ήταν αρκετά ικανοποιητική στις περισσότερες υπό ένταξη χώρες το 2002. Ο ρυθμός οικονομικής επέκτασης επιβραδύνθηκε σε μερικές χώρες της κεντρικής και της

ανατολικής Ευρώπης, εν μέρει λόγω της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς, στις χώρες της Βαλτικής όμως παρέμεινε υψηλός, γεγονός που οφείλεται εν μέρει στη δυναμική ανάπτυξη της ρωσικής οικονομίας. Ως εκ τούτου, η σταθερή πορεία ανάπτυξης που παρατηρείται σε όλες σχεδόν τις υπό ένταξη χώρες από το 2000 συνεχίστηκε και το 2002, ενώ το ΑΕΠ εκτιμάται ότι αυξήθηκε με μέσο ρυθμό 2,3% περίπου (βλ. Πίνακα 14). Γενικά, η ανθεκτικότητα των υπό ένταξη χωρών απέναντι στη διεθνή οικονομική επιβράδυνση οφείλεται στην υψηλή εγχώρια ζήτηση, που εν μέρει τονώθηκε από τη χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής σε ορισμένες χώρες, καθώς και στην αυξανόμενη εμπιστοσύνη προς τη μακροοικονομική σταθερότητα που έχει ήδη επιτευχθεί.

Όμως, ο βαθμός σύγκλισης των πραγματικών εισοδημάτων με τη ζώνη του ευρώ, δηλ. ο βαθμός σύγκλισης του κατά κεφαλήν εισοδήματος, παρέμεινε περιορισμένος στις υπό ένταξη χώρες ως σύνολο. Έτσι, εξακολουθεί να υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ του μέσου κατά κεφαλήν ΑΕΠ στις υπό ένταξη χώρες και

**Πίνακας 14**

### Μέσοι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ

(σε ποσοστά %)

	Βουλγαρία	Κύπρος	Τσεχία	Εσθονία	Ουγγαρία	Λετονία	Λιθουανία
1999	2,3	4,8	0,5	-0,6	4,2	2,8	-3,9
2000	5,4	5,2	3,3	7,1	5,2	6,8	3,8
2001	4,0	4,1	3,3	5,0	3,7	7,7	5,9
2002	4,0	2,2	2,2	4,5	3,4	5,0	5,0
1999-2002	3,9	4,1	2,3	4,0	4,1	5,6	2,7
	Μάλτα	Πολωνία	Ρουμανία	Σλοβακία	Σλοβενία	Σύνολο <sup>1)</sup>	Ζώνη του ευρώ
1999	4,1	4,1	-1,2	1,3	5,2	2,6	2,8
2000	6,1	4,0	1,8	2,2	4,6	4,0	3,5
2001	-0,8	1,0	5,3	3,3	2,9	2,7	1,4
2002	1,9	0,8	4,2	3,9	2,6	2,3	0,8
1999-2002	2,8	2,4	2,5	2,7	3,8	2,9	2,1

Πηγή: Eurostat.

1) Σταθμισμένο βάσει του ονομαστικού ΑΕΠ το 1999.

του αντίστοιχου στη ζώνη του ευρώ. Σε μονάδες ισοδυναμίας αγοραστικών δυνάμεων, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ στις υπό ένταξη χώρες είναι κατά μέσο όρο γύρω στο 44% του αντίστοιχου της ζώνης του ευρώ και ακόμη χαμηλότερο εάν ληφθούν υπόψη οι τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Για το λόγο αυτό, σε σύγκριση με το συνολικό τους πληθυσμό (που αντιστοιχεί στο 35% περίπου του πληθυσμού της ζώνης του ευρώ), το σχετικό μέγεθος της οικονομίας των υπό ένταξη χωρών παραμένει συγκριτικά μικρό (περί το 7% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ). Η μεγάλη αυτή απόκλιση, σε συνδυασμό με τις μικρές διαφορές των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, υποδηλώνει ότι η διαδικασία πραγματικής σύγκλισης μάλλον θα συνεχιστεί για αρκετό καιρό μετά την ένταξη των εν λόγω χωρών στην ΕΕ.

Όμως, όταν πρόκειται για την ένταξη στην Ενιαία Αγορά και αργότερα στη ζώνη του ευρώ, η έννοια της πραγματικής σύγκλισης δεν περιορίζεται μόνο στη σύγκλιση των

εισοδημάτων. Πιο συγκεκριμένα, αφορά την αξιολόγηση του αν οι υπό ένταξη χώρες έχουν προσαρμόσει τη δομή της οικονομίας τους έτσι ώστε να ευθυγραμμίζεται περισσότερο με τις αντίστοιχες της ζώνης του ευρώ και έχουν επιτύχει μεγαλύτερη οικονομική ενοποίηση με τη ζώνη του ευρώ. Ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι οι υπό ένταξη χώρες έχουν επιτελέσει σημαντική πρόοδο προς αυτή την κατεύθυνση. Παραδείγματος χάριν, το μερίδιο του πρωτογενούς, του δευτερογενούς και του τριτογενούς τομέα στο ΑΕΠ των υπό ένταξη χωρών ομοιάζει πλέον περισσότερο με το αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ. Πιο συγκεκριμένα, ο γεωργικός τομέας περιορίστηκε στο 5% του ΑΕΠ, έναντι περίπου 2% στη ζώνη του ευρώ, ενώ ο βιομηχανικός τομέας αντιπροσωπεύει το 26% του ΑΕΠ, λίγο άνω από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (βλ. Πίνακα 15). Από τα πρώτα στάδια της μετάβασής τους, οι υπό ένταξη χώρες προσανατόλισαν το εμπόριό τους προς τη ζώνη του ευρώ, η οποία πλέον αποτελεί

## Πίνακας 15

### Βασικά στοιχεία για τις υπό ένταξη χώρες

(2001)

	Πληθυσμός (εκατομμύρια κάτοικοι)	Ονομαστικό ΑΕΠ (δισεκ. ευρώ)	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ <sup>1)</sup>	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ (% του μέσου όρου για τη ζώνη του ευρώ)	Μερίδιο του βιομηχανικού τομέα στο ΑΕΠ <sup>2)</sup> (%)	Μερίδιο του γεωργικού τομέα στο ΑΕΠ <sup>2)</sup> (%)	Ποσοστό ανεργίας	Εξαγωγές προς τη ζώνη του ευρώ (% των συνολικών εξαγωγών)
<b>Βουλγαρία</b>	8,0	15,2	6.506	28	23,0	13,8	19,3	51,5
<b>Κύπρος</b>	0,8	10,2	16.355	71	12,9	4,0	4,3	18,5
<b>Τσεχία</b>	10,3	63,3	13.521	59	32,8	4,2	8,1	61,7
<b>Εσθονία</b>	1,4	6,2	9.995	43	22,7	5,8	12,2	41,5
<b>Ουγγαρία</b>	10,2	57,8	11.839	51	27,1	4,3	5,6	68,6
<b>Λετονία</b>	2,4	8,5	7.719	33	18,7	4,7	12,1	30,2
<b>Λιθουανία</b>	3,5	13,4	9.834	43	27,5	7,0	16,1	25,8
<b>Μάλτα</b>	0,4	4,0	12.825	56	24,5	2,4	4,5	35,1
<b>Πολωνία</b>	38,6	204,1	9.127	40	24,1	3,8	18,1	59,0
<b>Ρουμανία</b>	22,4	44,4	5.868	25	28,5	14,6	8,0	62,0
<b>Σλοβακία</b>	5,4	22,8	10.885	47	27,5	4,6	19,6	56,2
<b>Σλοβενία</b>	2,0	21,7	16.014	69	30,3	3,3	6,4	58,0
<b>Σύνολο<sup>3)</sup></b>	105,2	471,6	10.255	44	26,2	5,4	13,1	57,6
<b>Ζώνη του ευρώ</b>	306,6	6.827,7	23.090	100	22,3	2,4	8,0	50,4

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat και ΔΝΤ.

1) Σε μονάδες ισοδυναμίας αγοραστικών δυνάμεων.

2) Τα στοιχεία για τη Βουλγαρία αφορούν το 2000.

3) Οι στήλες 3 έως και 8 έχουν σταθμιστεί ως προς το ονομαστικό ΑΕΠ του 2001.

τον κυριότερο εμπορικό εταίρο τους. Μάλιστα, το ποσοστό των εμπορικών συναλλαγών των υπό ένταξη χωρών με τη ζώνη του ευρώ συγκρίνεται με το αντίστοιχο των σημερινών κρατών-μελών της ΕΕ.

Παρά τις προαναφερόμενες εξελίξεις, απαιτείται περαιτέρω πρόοδος στον τομέα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων προκειμένου να ολοκληρωθεί η μετάβαση και να ενισχυθεί η οικονομική ανάπτυξη και η σύγκλιση. Πιο συγκεκριμένα, οι υπό ένταξη χώρες θα πρέπει να συνεχίσουν τη διαδικασία απελευθέρωσης των τιμών, να βελτιώσουν την εταιρική διακυβέρνηση και το επενδυτικό κλίμα, να προωθήσουν υγιείς επιχειρηματικές πρακτικές και να εδραιώσουν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα. Επιπλέον, η αύξηση της ανεργίας που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια υποδηλώνει την ανάγκη μεταρρυθμίσεων των αγορών εργασίας ορισμένων χωρών. Τέλος, η πορεία δημοσιονομικής εξυγίανσης που προγραμματίζεται από μερικές χώρες θα απαιτήσει δραστικά δημοσιονομικά μέτρα στο εγγύς μέλλον.

## 2.2 Νομική και θεσμική σύγκλιση

Η πραγματική σύγκλιση πρέπει να συνοδεύεται από νομικές και θεσμικές μεταρρυθμίσεις, οι οποίες αποτελούν παράγοντες που επηρεάζουν ουσιαστικά τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης των υπό ένταξη χωρών μεσοπρόθεσμα. Πιο συγκεκριμένα, οι νομικές και θεσμικές μεταρρυθμίσεις προϋποθέτουν τη δημιουργία των κατάλληλων θεσμών και την υιοθέτηση διεθνών βέλτιστων πρακτικών και προτύπων σε διάφορους τομείς (π.χ. εταιρική διακυβέρνηση, χρηματοοικονομική νομοθεσία). Ενθαρρυντικό στοιχείο είναι ότι οι υπό ένταξη χώρες έχουν επιτελέσει σημαντική πρόοδο και προς αυτή την κατεύθυνση. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι σύμφωνα με τους δείκτες μετάβασης που καταρτίζει η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης

(EBRD) οι υπό ένταξη χώρες έχουν πραγματοποιήσει σημαντικές μεταρρυθμίσεις στον τομέα των ιδιωτικοποιήσεων και της αναδιάρθρωσης επιχειρήσεων, στις αγορές, το εμπόριο και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Όσον αφορά τη νομική και τη θεσμική σύγκλιση, το Ευρωσύστημα ενδιαφέρεται έντονα για την έγκαιρη υιοθέτηση και εφαρμογή του κοινοτικού κεκτημένου στις υπό ένταξη χώρες, προκειμένου για τους τομείς αρμοδιότητάς του. Αυτοί οι τομείς είναι συγκεκριμένα η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών και άλλα νομοθετήματα για το χρηματοπιστωτικό κλάδο. Κατόπιν αιτήματος των διοικητών των κεντρικών τραπεζών των μελλοντικών κρατών-μελών, και σε στενή συνεργασία με τα ενδιαφερόμενα κράτη, το Ευρωσύστημα ανέλυσε με προσοχή το ετήσιο επίπεδο συμμόρφωσης των υπό ένταξη χωρών προς τις διατάξεις της Συνθήκης.

Όσον αφορά την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών, αναλύθηκαν τα καταστατικά των 12 υπό ένταξη χωρών βάσει των κριτηρίων που χρησιμοποιήθηκαν στις εκθέσεις νομικής σύγκλισης που κατήρτισαν το ENI και η ΕΚΤ – δηλ. θεσμική, προσωπική, λειτουργική και οικονομική ανεξαρτησία – και υπό το φως των γνωμοδοτήσεων που εξέδωσε η ΕΚΤ, στις περιπτώσεις που ζητήθηκε η συμβουλή του ENI και της ΕΚΤ σχετικά με προτεινόμενες διατάξεις της εθνικής νομοθεσίας στους τομείς αρμοδιότητάς τους και ιδίως σχέδια καταστατικών των ΕθνΚΤ των κρατών-μελών της ΕΕ. Οι γνωμοδοτήσεις αυτές συνέβαλαν στη διαδικασία σύμφωνα με την οποία οι υπό ένταξη χώρες αναθεώρησαν τους νόμους των κεντρικών τους τραπεζών έτσι ώστε να πληρούν τις προϋποθέσεις που ορίζονται στη Συνθήκη, θέτοντας έτσι τις βάσεις για τη δημιουργία ανεξάρτητων ιδρυμάτων.

Οι κεντρικές τράπεζες και τα πιστωτικά ιδρύματα πρέπει να λειτουργούν σε ένα

σταθερό νομικό περιβάλλον. Τα νέα κράτη-μέλη πρέπει να υιοθετήσουν το κοινοτικό κεκτημένο, που επιδρά γενικά στο χρηματοπιστωτικό τομέα και τις δραστηριότητες των κεντρικών τραπεζών, ήδη από την ένταξή τους στην ΕΕ. Για το λόγο αυτό το Ευρωσύστημα εστιάζει επίσης την προσοχή του στη νομοθεσία που αφορά το χρηματοπιστωτικό τομέα - ιδίως όσον αφορά την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, τις ρυθμίσεις για τις χρηματοπιστωτικές αγορές, τις ασφάλειες, τα συστήματα πληρωμών, την αφερεγγυότητα και τα τραπεζογραμμάτια.

Αυτή η γενική ανάλυση βοήθησε σημαντικά τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών όσον αφορά το ρόλο τους, σε εθνικό επίπεδο, κατά την ενταξιακή διαδικασία. Η ανάλυση αυτή επίσης βοήθησε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατά την ενταξιακή διαδικασία, και συμπληρώνει την εις βάθος ανάλυση των θεμάτων που άπτονται της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών.

### 2.3 Ονομαστική σύγκλιση

Την τελευταία δεκαετία, οι υπό ένταξη χώρες σημείωσαν αξιόλογη πρόοδο στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Μάλιστα, ενώ παλαιότερα ο πληθωρισμός βρισκόταν σε διψήφια ποσοστά ή και σε επίπεδα υπερπληθωρισμού, πλέον διαμορφώνεται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, εξέλιξη που ευνοείται από την επιτυχή εφαρμογή προγραμμάτων μακροοικονομικής σταθεροποίησης. Η διαδικασία αποκλιμάκωσης του αποπληθωρισμού συνεχίστηκε και το 2002. Στο τέλος του έτους, ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού των υπό ένταξη χωρών ήταν κάπως υψηλότερος από τον αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ (βλ. Πίνακα 16). Όμως, ορισμένοι ειδικοί παράγοντες, όπως η συγκράτηση των τιμών των τροφίμων, οι μη αναμενόμενες καθυστερήσεις στην απελευθέρωση των τιμών και η ανατίμηση των νομισμάτων συνέβαλαν στη διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού σε ορισμένες υπό ένταξη χώρες. Η διατήρηση χαμηλών ρυθμών πληθωρισμού εξακολουθεί να αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την εδραίωση οικονομικού περι-

**Πίνακας 16**

#### Πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ, μέσος όρος περιόδου

(σε ποσοστά %)

	Βουλγαρία	Κύπρος	Τσεχία	Εσθονία	Ουγγαρία	Λετονία	Λιθουανία
<b>1999</b>	2,6	1,1	1,8	3,1	10,0	2,1	0,7
<b>2000</b>	10,3	4,9	3,9	3,9	10,0	2,6	0,9
<b>2001</b>	7,4	2,0	4,5	5,6	9,1	2,5	1,3
<b>α' τρ. 2002</b>	8,2	2,2	3,4	4,4	6,2	3,3	2,7
<b>β' τρ. 2002</b>	7,1	2,2	2,0	4,2	5,4	2,0	0,6
<b>γ' τρ. 2002</b>	4,6	3,8	0,3	2,9	4,5	1,0	-0,6
<b>δ' τρ. 2002</b>	3,4	2,9	0,1	2,9	4,8	1,6	-0,9

	Μάλτα <sup>1)</sup>	Πολωνία	Ρουμανία	Σλοβακία	Σλοβενία	Σύνολο <sup>2)</sup>	Ζώνη του ευρώ
<b>1999</b>	2,1	7,2	45,8	10,4	6,1	9,8	1,1
<b>2000</b>	2,4	10,1	45,7	12,2	8,9	11,9	2,1
<b>2001</b>	2,9	5,3	34,5	7,0	8,6	8,5	2,4
<b>α' τρ. 2002</b>	3,8	3,5	27,0	4,6	7,9	6,4	2,5
<b>β' τρ. 2002</b>	2,4	1,9	24,3	3,0	7,6	5,0	2,1
<b>γ' τρ. 2002</b>	1,5	1,4	21,4	2,5	7,4	4,0	2,1
<b>δ' τρ. 2002</b>	1,1	1,0	18,4	3,1	6,9	3,5	2,3

Πηγές: Eurostat και εθνικές πηγές.

1) ΔΤΚ.

2) Με στάθμιση ως προς το ονομαστικό ΑΕΠ το 1999.

βάλλοντος σταθερότητας των τιμών, δεδομένου ότι τελικός στόχος είναι η υιοθέτηση του ευρώ, προαπαιτούμενο για την οποία είναι η εκπλήρωση των κριτηρίων του Μάαστριχτ.

Όμως, η επίτευξη και διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού εξακολουθεί να αποτελεί πρόκληση, καθώς υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που μπορεί να συμβάλουν στην εμφάνιση διαφορών πληθωρισμού μεταξύ των υπό ένταξη χωρών και της ζώνης του ευρώ. Μερικοί από αυτούς τους παράγοντες, όπως η συνεχιζόμενη απελευθέρωση των τιμών και η άρση των διοικητικών περιορισμών, συνδέονται με τη διαδικασία μετάβασης. Επιπλέον, η μεγαλύτερη αύξηση της παραγωγικότητας στον τομέα των εμπορεύσιμων αγαθών έναντι του τομέα των μη εμπορεύσιμων αγαθών στις υπό ένταξη χώρες είναι πιθανό να οδηγήσει σε αύξηση των σχετικών τιμών των μη εμπορεύσιμων αγαθών και σε κάπως υψηλότερο πληθωρισμό, κάτι που συχνά αποκαλείται “φαινόμενο Balassa-Samuelson”. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες καταδεικνύουν ότι μέχρι στιγμής μόνο ένα μικρό ποσοστό της διαφοράς πληθωρισμού έναντι της ζώνης του ευρώ οφείλεται στο φαινόμενο Balassa-Samuelson, υπάρχουν όμως ενδείξεις ότι το φαινόμενο αυτό παρατηρείται στις υπό ένταξη χώρες.<sup>1</sup> Επιπλέον, η σπουδαιότητα αυτού του φαινομένου είναι πιθανό να αυξηθεί τα προσεχή έτη εάν, μεταξύ άλλων και λόγω της ένταξης στην ΕΕ, επιταχυνθεί η αύξηση της παραγωγικότητας στον τομέα των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών. Εκτός από αυτούς τους παράγοντες, οι μεγάλες αυξήσεις των ονομαστικών μισθών, που οφείλονται π.χ. στην αποσυμπύκνωση των μισθολογικών διεκδικήσεων, στις επίμονα υψηλές πληθωριστικές προσδοκίες ή στα συστήματα τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών με βάση τον πληθωρισμό προηγούμενων περιόδων, μπορεί να συμβάλουν στην εμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων. Τέλος, οι αποκλίσεις από τους δημοσιονομικούς στόχους που καταγράφηκαν πρόσφατα σε ορισμένες υπό ένταξη χώρες μπορεί να

θέσουν σε κίνδυνο τόσο την πρόοδο της διαδικασίας σταθεροποίησης, που κατακτήθηκε με πολύ κόπο, όσο και τα οφέλη από την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού.

#### 2.4 Στρατηγική νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής

Οι υπό ένταξη χώρες μπορούν να θεωρηθούν μικρές ανοικτές οικονομίες με υψηλό βαθμό ενοποίησης με τη ζώνη του ευρώ. Γι' αυτό το λόγο, η επιλογή της συναλλαγματικής στρατηγικής αποτελεί κρίσιμο παράγοντα, καθώς αποτελεί το πλαίσιο μέσα στο οποίο θα κινηθεί η νομισματική πολιτική προς την κατεύθυνση της σταθερότητας των τιμών, ενώ η πραγματική σύγκλιση θα μπορεί να συνεχιστεί χωρίς να εμποδίζεται από αδικαιολόγητες κινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Τα τελευταία χρόνια έχει αυξηθεί η σημασία του ευρώ ως νομίσματος αναφοράς στις υπό ένταξη χώρες. Οι πιο πρόσφατες ενδείξεις προέρχονται από τη Λιθουανία, η οποία το Φεβρουάριο του 2002 αντικατέστησε το δολάριο ΗΠΑ που αποτελούσε το νόμισμα αναφοράς της με το ευρώ, και τη Μάλτα, η οποία τον Αύγουστο του 2002 αποφάσισε να αυξήσει τη στάθμιση του ευρώ στη δέσμη νομισμάτων αναφοράς της σε 70%. Οι υπό ένταξη χώρες συνεχίζουν να ακολουθούν διαφορετικές συναλλαγματικές στρατηγικές (από καθεστώτα επιτροπής συναλλάγματος έως ελεύθερη διακύμανση), ενώ εξίσου διαφέρει και η στρατηγική που ακολουθεί η καθεμία ως προς τη νομισματική πολιτική που ασκεί (βλ. Πίνακα 17). Οι χώρες που έχουν καθεστώτα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας (Βουλγαρία, Εσθονία, Λετονία, Λιθουανία και Μάλτα) προφανώς ασκούν τη νομισματική πολιτική τους καθορίζοντας ρητό στόχο για τη

<sup>1</sup> Benes, J. et al. (2002), “On the estimated size of the Balassa-Samuelson effect in five Central and Eastern European countries”, επιμ. M. A. Kovács. National Bank of Hungary, Working Paper 2002/5.

**Πίνακας 17****Στρατηγική νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής των υπό ένταξη χωρών**

	Στρατηγική συναλλαγματικής πολιτικής <sup>1)</sup>	Νόμισμα	Χαρακτηριστικά
<b>Καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος</b>			
Βουλγαρία	Καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος με νόμισμα αναφοράς το ευρώ	Λεβ Βουλγαρίας	Εισήχθη το 1997
Εσθονία	Καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος με νόμισμα αναφοράς το ευρώ	Κορόνα Εσθονίας	Εισήχθη το 1992
Λιθουανία	Καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος με νόμισμα αναφοράς το ευρώ	Λίτα Λιθουανίας	Εισήχθη το 1994. Από το Φεβρουάριο του 2002, νόμισμα αναφοράς έγινε το ευρώ αντί του δολαρίου ΗΠΑ
<b>Απλή σταθερή ισοτιμία</b>			
Λετονία	Σύνδεση προς τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα	Λατ Λετονίας	Περιθώρια διακύμανσης $\pm 1\%$
Μάλτα	Σύνδεση προς δέσμη νομισμάτων	Λίρα Μάλτας	Δέσμη νομισμάτων (ευρώ, δολάριο ΗΠΑ, λίρα Αγγλίας): περιθώρια διακύμανσης $\pm 0,25\%$
<b>Μονομερής σύνδεση προς το ευρώ με περιθώρια διακύμανσης <math>\pm 15\%</math></b>			
Κύπρος	Σύνδεση προς το ευρώ με περιθώρια διακύμανσης $\pm 15\%$	Λίρα Κύπρου	
Ουγγαρία	Σύνδεση προς το ευρώ με περιθώρια διακύμανσης $\pm 15\%$	Φιορίνι Ουγγαρίας	Το συναλλαγματικό καθεστώς συνδυάζεται με στόχο για πληθωρισμό: 2,5- 4,5% μέχρι το τέλος του 2003
<b>Ελεγχόμενη διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας<sup>2)</sup></b>			
Ρουμανία	Ελεγχόμενη διακύμανση	Λέι Ρουμανίας	Το δολάριο ΗΠΑ και το ευρώ χρησιμοποιούνται ανεπίσημα ως δέσμη νομισμάτων αναφοράς
Σλοβακία	Ελεγχόμενη διακύμανση	Κορόνα Σλοβακίας	
Σλοβενία	Ελεγχόμενη διακύμανση	Τολάρ Σλοβενίας	Παρακολούθηση νομισματικών μεγεθών. Το ευρώ χρησιμοποιείται ανεπίσημα ως νόμισμα αναφοράς
<b>Ελεύθερη διακύμανση<sup>2)</sup></b>			
Τσεχία	Ελεύθερη διακύμανση	Κορόνα Τσεχίας	Στόχος για τον πληθωρισμό: 2%-4% μέχρι το τέλος του 2005
Πολωνία	Ελεύθερη διακύμανση	Ζλότι Πολωνίας	Στόχος για τον πληθωρισμό: 3% (ανεκτή απόκλιση $\pm 1$ εκατοστιαία μονάδα) μέχρι το τέλος του 2003

Πηγές: ΔΝΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

1) Με βάση την έκδοση του ΔΝΤ: IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2001.

2) Σύμφωνα με την ταξινόμηση του ΔΝΤ.

συναλλαγματική ισοτιμία, ενώ άλλες χώρες υιοθετούν στόχο για τον πληθωρισμό (Πολωνία και Τσεχία), ή έχουν συναλλαγματικό καθεστώς είτε ελεγχόμενης διακύμανσης (Σλοβακία) είτε μονομερούς σύνδεσης προς το ευρώ με περιθώρια διακύμανσης  $\pm 15\%$  (Κύπρος και Ουγγαρία). Τέλος, η παρακολούθηση των νομισματικών

μεγεθών παίζει σημαντικό ρόλο στη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής ορισμένων χωρών (Ρουμανία και Σλοβενία).

Συνολικά, η νομισματική και η συναλλαγματική πολιτική των υπό ένταξη χωρών έχουν συμβάλει σημαντικά στην προσπάθεια επίτευξης μακροοικονομικής

σταθερότητας και την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, δημιουργώντας έτσι τις απαραίτητες συνθήκες για διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη. Όμως, οι περισσότερες χώρες αντιμετώπισαν προκλήσεις, καθώς κατά την άσκηση της συναλλαγματικής τους πολιτικής οι υπό ένταξη χώρες έπρεπε να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο μείωσης της ανταγωνιστικότητάς τους έναντι του εξωτερικού, αυξανόμενες και ευμετάβλητες ροές κεφαλαίων και τα προβλήματα που συνδέονται με τον καθορισμό και την επίτευξη στόχων για τον πληθωρισμό σε οικονομίες όπου η συναλλαγματική ισοτιμία καθορίζει σε μεγάλο βαθμό τις συνθήκες της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, όπως και σε κάθε άλλη οικονομία, η διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας προϋπέθετε και τη διατήρηση της κατάλληλης ισορροπίας ανάμεσα στη νομισματική, τη δημοσιονομική και τη διαρθρωτική πολιτική.

Ενόψει της ανάγκης να επιταχύνουν την προετοιμασία τους για την πλήρη συμμετοχή τους στην ΟΝΕ, οι υπό ένταξη χώρες θα κληθούν να αντιμετωπίσουν και άλλες σημαντικές προκλήσεις μέχρι την τελική υιοθέτηση του ευρώ. Οι υπερβολικές διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι του ευρώ μπορεί να δυσχεράνουν τις εμπορικές και χρηματοπιστωτικές σχέσεις με τη ζώνη του ευρώ και να αποβούν επιβλαβείς για την ανάπτυξη μιας σταθερής εγχώριας οικονομίας. Όμως, οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορεί να δημιουργήσουν περισσότερες προκλήσεις όσον αφορά τις απαιτούμενες μεταρρυθμίσεις για την περαιτέρω ευθυγράμμιση των οικονομικών δομών των υπό ένταξη χωρών με τις αντίστοιχες της ζώνης του ευρώ. Μέχρι στιγμής, οι υπό ένταξη χώρες δεν αντέδρασαν όλες με τον ίδιο τρόπο σ' αυτό το δίλημμα, γεγονός που αποδεικνύεται από τα διάφορα συναλλαγματικά καθεστώτα που έχουν υιοθετήσει. Ορισμένες υπό ένταξη χώρες θα πρέπει να προσαρμόσουν τα συναλλαγματικά καθεστώτα τους ώστε να

είναι συμβατά με τον ΜΣΙ ΙΙ πριν ενταχθούν σ' αυτόν. Μόλις γίνουν μέλη της ΕΕ, θα πρέπει να λάβουν σημαντικές αποφάσεις ως προς το χρόνο και τους όρους συμμετοχής στον ΜΣΙ ΙΙ, σύμφωνα με το στόχο που περιγράφεται στο Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για τον ΜΣΙ ΙΙ. Τέτοιου είδους αποφάσεις αποτελούν κυρίως ευθύνη των εν λόγω χωρών και οφείλουν να είναι σύμφωνες με τους όρους της Συνθήκης, όπως η υποχρέωση να αντιμετωπίζουν τη συναλλαγματική πολιτική ως θέμα κοινού ενδιαφέροντος. Ο ΜΣΙ ΙΙ θα διαδραματίσει τελικά ρόλο στα κριτήρια σύγκλισης για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ. Επειδή η συμμετοχή σ' αυτόν επί δύο τουλάχιστον έτη είναι μία από τις προϋποθέσεις για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, ο πρωταρχικός του ρόλος είναι να βοηθήσει τα συμμετέχοντα μέλη να προσανατολίσουν τις πολιτικές τους προς τη σταθερότητα και να ενισχύσουν τη σύγκλιση.

## **2.5 Εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα**

Εν μέρει για ιστορικούς λόγους, στο χρηματοπιστωτικό τομέα των υπό ένταξη χωρών κυριαρχούν οι τράπεζες, ενώ οι άλλες συνιστώσες του είναι λιγότερο ανεπτυγμένες. Από τη σκοπιά της ΕΚΤ, η ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού τομέα είναι σημαντική, και αυτό για δύο λόγους. Πρώτον, η δομή και η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού τομέα επηρεάζει σημαντικά τις μακροοικονομικές εξελίξεις. Πιο συγκεκριμένα, ένας εύρωστος χρηματοπιστωτικός τομέας μπορεί να υποστηρίξει τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην πραγματική οικονομία και άρα να συμβάλει στη μεγαλύτερη αύξηση του δυνητικού προϊόντος και τη σύγκλιση του πραγματικού εισοδήματος προς το αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ. Δεύτερον, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα στις υπό ένταξη χώρες είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την ομαλή άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη διευρυμένη ζώνη του ευρώ. Αναμφίβολα, οι

ανεπάρκειες του χρηματοπιστωτικού τομέα μπορούν να δημιουργήσουν προκλήσεις κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, καθώς και να απειλήσουν την αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών και την προσπάθειά τους να επιτύχουν σταθερότητα των τιμών.

Το ενθαρρυντικό στοιχείο είναι ότι τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος ως προς τη αναδιάρθρωση και την εξυγίανση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Ο τραπεζικός τομέας ενισχύθηκε μέσω εκτεταμένων ιδιωτικοποιήσεων κρατικών τραπεζών και του εξίσου εκτεταμένου “ανοίγματος” προς την ξένη ιδιοκτησία. Η διαδικασία αυτή οδήγησε σε μεγαλύτερη ενοποίηση με την ΕΕ, λόγω της ευρείας ανάμιξης των τραπεζών από χώρες της ΕΕ, και βελτίωσε σημαντικά την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού συστήματος. Όμως, ο μετασχηματισμός των χρηματοπιστωτικών συστημάτων δεν έχει ολοκληρωθεί και ο βαθμός χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης παραμένει μάλλον χαμηλός. Αυτό αντικατοπτρίζεται πρωτίστως στο λόγο του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών προς το ΑΕΠ (ο οποίος είναι γύρω στο 1/4 του αντίστοιχου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ) και στο λόγο των εγχώριων πιστώσεων προς το ΑΕΠ (περίπου το 1/3 του αντίστοιχου της ζώνης του ευρώ). Επιπλέον, σε ορισμένες χώρες ο τραπεζικός τομέας εξακολουθεί να παρουσιάζει σημαντικό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων και η δανειοδοτική του δραστηριότητα προσκρούει σε προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης και στην ύπαρξη νομικού πλαισίου που δεν είναι πολύ αποτελεσματικό.

## 2.6 Συμπεράσματα

Η μακροοικονομική διαχείριση αντιμετώπισε πολλές δυσκολίες κατά τα πρώτα έτη της μετάβασης, ήδη όμως η δημιουργία θεσμών και ο σχεδιασμός πολιτικής έχουν προχωρήσει αρκετά ώστε οι υπό ένταξη χώρες να μπορούν να επιτύχουν μακροοικονομική σταθερότητα. Παρά την επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης παγκοσμίως, οι οικονομικές εξελίξεις στις περισσότερες υπό ένταξη χώρες παρέμειναν σε γενικές γραμμές θετικές το 2002. Διατηρήθηκαν ή και διευρύνθηκαν λίγο οι διαφορές ρυθμού ανάπτυξης έναντι της ζώνης του ευρώ, ενώ αξιοσημείωτη ήταν η πρόοδος ως προς την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Στο επίτευγμα αυτό συνέβαλαν οι σωστές επιλογές νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής. Εξακολουθούν όμως να υπάρχουν μερικές προκλήσεις: θα πρέπει να συνεχιστούν η οικονομική ανάπτυξη και οι νομικές και θεσμικές μεταρρυθμίσεις, προκειμένου να επιταχυνθεί η διαδικασία σύγκλισης του πραγματικού εισοδήματος. Θα πρέπει επίσης να διαφυλαχθούν τα οφέλη που απέφερε η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, και παράλληλα να διευκολυνθεί η συνεχής απελευθέρωση των τιμών, και να ενισχυθεί ακόμη περισσότερο ο χρηματοπιστωτικός τομέας. Πραγματική πρόκληση παρουσιάζει επίσης η επιλογή της νομισματικής και της συναλλαγματικής πολιτικής μέχρι την τελική υιοθέτηση του ευρώ. Αν και θα πρέπει να αποφευχθούν οι μεγάλες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών έναντι του ευρώ, ίσως είναι επιθυμητός κάποιος βαθμός ευελιξίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών ώστε να διευκολύνει τις περαιτέρω μεταρρυθμίσεις που απαιτούνται για την πλήρη ένταξη στην ΟΝΕ.

### 3 Προετοιμασίες για την ένταξη

#### 3.1 Προετοιμασία των οργάνων λήψεως αποφάσεων και των επιτροπών του ΕΣΚΤ

##### *Το Γενικό Συμβούλιο*

Το Σεπτέμβριο του 2002 το Γενικό Συμβούλιο αποφάσισε να προσκαλέσει τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των υπό ένταξη χωρών να παρίστανται ως παρατηρητές στις συνεδριάσεις του μετά την υπογραφή της Συνθήκης Προσχώρησης. Σκοπός της απόφασης αυτής, η οποία είναι σύμφωνη με την προσέγγιση που είχε υιοθετήσει το Συμβούλιο του ΕΝΙ το 1994 σε σχέση με τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών της Αυστρίας, της Νορβηγίας, της Φινλανδίας και της Σουηδίας, είναι να δοθεί στους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των υπό ένταξη χωρών η δυνατότητα να εξοικειωθούν με τα θέματα και τις μεθόδους εργασίας του ΕΣΚΤ και να διευκολύνει την ένταξή τους ως μελών του Γενικού Συμβουλίου το 2004.

##### *Οι επιτροπές του ΕΣΚΤ*

Προκειμένου να διευκολύνει την ομαλή ένταξη των κεντρικών τραπεζών των υπό ένταξη χωρών στο ΕΣΚΤ, το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης αποφάσισε να παραχωρήσει, με την υπογραφή της Συνθήκης Προσχώρησης, το δικαίωμα σε εμπειρογνώμονες από τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών να παρίστανται ως παρατηρητές στις επιτροπές του ΕΣΚΤ, όποτε αυτές συνέρχονται σε επίπεδο ΕΣΚΤ.

##### *Το Διοικητικό Συμβούλιο*

Η ένταξη των νέων κρατών-μελών στη ζώνη του ευρώ θα οδηγήσει σε σημαντική διεύρυνση του Διοικητικού Συμβουλίου, του

ανώτατου οργάνου λήψεως αποφάσεων του Ευρωσυστήματος. Προκειμένου να διασφαλιστεί η αποτελεσματική και έγκαιρη λήψη αποφάσεων και μετά τη διεύρυνση, η Συνθήκη της Νίκαιας προβλέπει τη “ρήτρα εξουσιοδότησης”, η οποία επιτρέπει την προσαρμογή των όρων ψηφοφορίας στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ (Άρθρο 10.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ), με τη μορφή νέας παραγράφου 6 στο Άρθρο 10 (“Το Διοικητικό Συμβούλιο”) του Καταστατικού. Σύμφωνα με τη ρήτρα εξουσιοδότησης, το Άρθρο 10.2 του Καταστατικού μπορεί να τροποποιηθεί από το Συμβούλιο της ΕΕ, συνερχόμενο σε επίπεδο Αρχηγών Κρατών ή Κυβερνήσεων, που αποφασίζει ομόφωνα, είτε κατόπιν ομοφώνως ψηφισθείσας συστάσεως της ΕΚΤ και μετά από διαβούλευση με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή είτε κατόπιν συστάσεως της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και μετά από διαβούλευση με την ΕΚΤ και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Κατόπιν συνιστάται στα κράτη-μέλη να κυρώσουν τις συμφωνηθείσες τροποποιήσεις κατά τα προβλεπόμενα στο σύνταγμά τους. Στη διακήρυξη η οποία προσαρτάται στην Τελική Πράξη της Διακυβερνητικής Διάσκεψης που συγκλήθηκε για την προετοιμασία της Συνθήκης της Νίκαιας, οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών εξέφρασαν την προσδοκία τους ότι το ταχύτερο δυνατόν μετά τη θέση σε ισχύ της Συνθήκης θα παρουσιαστεί μια σύσταση κατά την έννοια του Άρθρου 10.6. Το 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο διεξήγαγε εκτενείς συζητήσεις με θέμα πιθανές εναλλακτικές προσαρμογές των όρων ψηφοφορίας και αποφάσισε ομόφωνα την αναθεώρηση του Άρθρου 10.2 του Καταστατικού, η οποία παρουσιάστηκε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ως Σύσταση της ΕΚΤ (ΕΚΤ/2003/1) το Φεβρουάριο του 2003. (Η ουσία αυτής της προτεινόμενης προσαρμογής των όρων ψηφοφορίας του Διοικητικού Συμβουλίου εξηγείται λεπτομερώς στο Κεφάλαιο XIII.)

### **3.2 Το εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ και ανώτατο όριο για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα**

Στο πλαίσιο της διεύρυνσης, το Διοικητικό Συμβούλιο και το Γενικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ασχολήθηκαν επίσης με την αναπροσαρμογή του εγγεγραμμένου κεφαλαίου της ΕΚΤ και του ανώτατου ορίου των συναλλαγματικών διαθεσίμων που είχαν αρχικά μεταβιβαστεί από τις ΕθνΚΤ προς την ΕΚΤ. Αυτό ήταν απαραίτητο διότι, σύμφωνα με τους κανόνες που ισχύουν σήμερα, ΕΚΤ θα ήταν αναγκασμένη, μετά τη διεύρυνση του ΕΣΚΤ, να επιστρέψει στα σημερινά μέλη του ΕΣΚΤ ένα σημαντικό μέρος του ήδη καταβεβλημένου εγγεγραμμένου κεφαλαίου. Επιπλέον, αν δεν γίνονταν προσαρμογές, η ΕΚΤ θα έπρεπε επίσης να επιστρέψει συναλλαγματικά διαθέσιμα στα νέα κράτη-μέλη μόλις αυτά υιοθετήσουν το ευρώ. Κάτι τέτοιο θα ήταν ιδιαίτερα δυσμενές, σε μια περίοδο μάλιστα κατά την οποία αναμένεται να αυξηθούν οι δραστηριότητες και οι συναφείς λειτουργικές δαπάνες της ΕΚΤ λόγω της διεύρυνσης.

Ειδικότερα, το Καταστατικό του ΕΣΚΤ ορίζει ότι όλες οι ΕθνΚΤ που συμμετέχουν στο ΕΣΚΤ εγγράφονται στο κεφάλαιο της ΕΚΤ, το οποίο ανέρχεται σήμερα στα 5 δισεκ. ευρώ, σύμφωνα με μια κλίδα κατανομής που αντανάκλα το μερίδιο συμμετοχής του κράτους-μέλους στον πληθυσμό και το ΑΕΠ της Κοινότητας. Για τον υπολογισμό της στάθμισης των νέων ΕθνΚΤ στην κλίδα κατανομής όταν αυτές ενταχθούν στο ΕΣΚΤ, θα έπρεπε αναπόφευκτα να μειωθούν οι σταθμίσεις των ήδη συμμετεχουσών ΕθνΚΤ. Και εφόσον σύμφωνα με τα ισχύοντα όσον αφορά την καταβολή του εγγεγραμμένου κεφαλαίου, έχει αποφασιστεί ότι οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος θα καταβάλουν το 100% των εγγεγραμμένων μεριδίων τους ενώ οι ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ θα πρέπει να καταβάλουν μόνο το 5% του μεριδίου που τους αναλογεί, η προσαρμογή των

σταθμίσεων στην κλίδα κατανομής μετά την ένταξη των νέων ΕθνΚΤ θα οδηγούσε σε μείωση του συνολικού ποσού του καταβεβλημένου κεφαλαίου.

Η μείωση αυτή θα συνέβαινε αμέσως μετά την ένταξη των νέων κρατών-μελών στην ΕΕ και των αντίστοιχων ΕθνΚΤ στο ΕΣΚΤ, ενώ οι στρεβλώσεις όσον αφορά τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων θα εκδηλώνονταν αργότερα, δηλ. με την υιοθέτηση του ευρώ από τα νέα κράτη-μέλη. Το ανώτατο όριο των αρχικών μεταβιβάσεων συναλλαγματικών διαθεσίμων προς την ΕΚΤ είναι σήμερα 50 δισεκ. ευρώ και οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έχουν μεταβιβάσει συναλλαγματικά διαθέσιμα στην ΕΚΤ κατ' αναλογία της κλίδας κατανομής τους για την εγγραφή στο κεφάλαιο. Έτσι, σύμφωνα με το σημερινό ανώτατο όριο, όταν θα γίνονταν οι μεταβιβάσεις των αναλογούντων συναλλαγματικών διαθεσίμων από τις ΕθνΚΤ όλων των μελλοντικών χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ, η ΕΚΤ θα έπρεπε να επιστρέψει συναλλαγματικά διαθέσιμα στις σημερινές ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ.

Για να αποφευχθούν τέτοιου είδους αρνητικές επιπτώσεις από τη διεύρυνση, τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ πρότειναν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να λάβει τα κατάλληλα μέτρα για να τροποποιηθεί καταλλήλως το Καταστατικό του ΕΣΚΤ. Τον Οκτώβριο του 2002 το Συμβούλιο ECOFIN ενέκρινε πρόταση σύμφωνα με την οποία, μέσω της Συνθήκης Προσχώρησης, θα προστεθεί νέα παράγραφος στο Άρθρο 49 του Καταστατικού. Η νέα αυτή παράγραφος προβλέπει την αύξηση του εγγεγραμμένου κεφαλαίου της ΕΚΤ και του ανώτατου ορίου των αρχικών μεταβιβάσεων συναλλαγματικών διαθεσίμων από τις ΕθνΚΤ με την ένταξη νέων κρατών-μελών. Οι αυξήσεις αυτές θα γίνονται αυτόματα και θα είναι ανάλογες προς τη στάθμιση των ΕθνΚΤ των νέων κρατών-μελών στη διευρυμένη κλίδα κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο.

### 3.3 Γενικό πλαίσιο στρατηγικής

Η διεύρυνση του ΕΣΚΤ απαιτεί επίσης την εξέταση πολλών λειτουργιών της ΕΚΤ και υποδομών του ΕΣΚΤ, ώστε το ΕΣΚΤ και η ΕΚΤ να μπορούν να εκτελούν τα καθήκοντά τους και να εκπληρώνουν τους σκοπούς τους.

Η ΕΚΤ προετοιμάζει ένα Γενικό Πλαίσιο Στρατηγικής για την Ένταξη, που θα αποτελέσει οδηγό για το σχεδιασμό, την εφαρμογή και την παρακολούθηση των δραστηριοτήτων της ΕΚΤ σε όλους τους λειτουργικούς τομείς κατά την προετοιμασία για τη διεύρυνση του ΕΣΚΤ και, μετέπειτα, του Ευρωσυστήματος. Σημείο αναφοράς του Πλαισίου είναι το Γενικό Πλαίσιο Στρατηγικής του ΕΝΙ, βάσει του οποίου προετοιμάστηκε το αναγκαίο οργανωτικό και υλικοτεχνικό πλαίσιο για την εκτέλεση των καθηκόντων του ΕΣΚΤ στο Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ.

Πολλά έργα υποδομής, τα οποία απαιτούν σχετικά μεγάλο χρόνο για να ολοκληρωθούν, προχωρούν ικανοποιητικά. Επίσης, η ΕΚΤ έχει ήδη αναλάβει δραστηριότητες για να βοηθήσει τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών να εξοικειωθούν με το πλαίσιο του ΕΣΚΤ και να προετοιμάσουν την ένταξή τους στο ΕΣΚΤ.

Οι δραστηριότητες που προβλέπονται στο Γενικό Πλαίσιο Στρατηγικής, και οι οποίες θα εντατικοποιηθούν στη διάρκεια του 2003, θα διασφαλίσουν ότι λαμβάνεται εγκαίρως μέριμνα για όλα τα συναφή ζητήματα, προκειμένου να επιτευχθεί η ομαλή ένταξη των κεντρικών τραπεζών των νέων κρατών-μελών στο πλαίσιο του ΕΣΚΤ χωρίς να επηρεαστεί η συνολική λειτουργική ακεραιότητα των συστημάτων του ΕΣΚΤ.

### 3.4 Αξιολόγηση των υποδομών πληρωμών και εκκαθάρισης-διακανονισμού τίτλων στις υπό ένταξη χώρες

Το 2002 η ΕΚΤ, σε στενή συνεργασία με τις Εθνικές ΚΤ και τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών, αξιολόγησε την ασφάλεια και την αποδοτικότητα των υποδομών πληρωμών και εκκαθάρισης-διακανονισμού τίτλων, καθώς και τις συναφείς λειτουργίες επίβλεψης στις 12 υπό ένταξη χώρες. Για την αξιολόγηση, η οποία επικεντρώθηκε περισσότερο σε ζητήματα σχετικά με τη διεύρυνση της ΕΕ και όχι τόσο στις προϋποθέσεις για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, οργανώθηκαν επιτόπιες συζητήσεις με τις κεντρικές τράπεζες, άλλες αρμόδιες εθνικές αρχές, φορείς διαχείρισης των εν λόγω συστημάτων και συμμετέχοντες στις αγορές. Ιδιαίτερη προσοχή δόθηκε στη χρήση διαφόρων μέσων πληρωμών, στην καταλληλότητα των υποδομών της αγοράς και τα πιο σημαντικά συστήματα μεταφοράς κεφαλαίων και στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων που λειτουργούν ή κατασκευάζονται στην κάθε χώρα. Τέλος, η αξιολόγηση επικεντρώθηκε στο βαθμό αυτοματισμού και τυποποίησης, το βαθμό τιτλοποίησης και επάρκειας των ασφαλειών, το ρόλο, τις αρμοδιότητες και τους σκοπούς της κεντρικής τράπεζας όσον αφορά την επίβλεψη των συστημάτων.

Η αξιολόγηση κατέληξε στο συμπέρασμα ότι, αν και υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης σε όλες τις υπό ένταξη χώρες, οι υποδομές πληρωμών και εκκαθάρισης-διακανονισμού τίτλων δεν παρουσιάζουν προβλήματα τόσο σοβαρά που θα μπορούσαν να αποτελέσουν εμπόδιο για την ένταξη στην ΕΕ. Η ΕΚΤ υπέβαλε στις 12 κεντρικές τράπεζες γενικές και εξειδικευμένες ανά χώρα συστάσεις ως προς τους τομείς που επιδέχονται βελτίωση. Τα γενικά συμπεράσματα και οι συστάσεις που προέκυψαν από την αξιολόγηση κοινοποιήθηκαν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία κατόπιν κατάρτισε την έκθεση με τίτλο “Προς τη Διευρυμένη Ένωση – Έγγραφο Στρατηγικής και Έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για

την πρόοδο που σημείωσε κάθε υποψήφια χώρα στην πορεία της προς την προσχώρηση” που δημοσιεύθηκε τον Οκτώβριο του 2002.

### **3.5 Συμφωνία Εμπιστευτικότητας με τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών**

Εν όψει της επικείμενης διεύρυνσης της ΕΕ το 2004 και την επακόλουθη στενότερη συνεργασία μεταξύ του ΕΣΚΤ και των κεντρικών τραπεζών των νέων κρατών-μελών, προέκυψε η ανάγκη για μια συμφωνία που θα διέπει την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών μεταξύ του ΕΣΚΤ και των κεντρικών τραπεζών των υπό ένταξη χωρών. Η Συμφωνία Εμπιστευτικότητας αποτέλεσε αντικείμενο διαπραγματεύσεων μεταξύ του ΕΣΚΤ και των 12 κεντρικών τραπεζών των υπό ένταξη χωρών και συμπληρώνει όλες τις μεμονωμένες, προϋπάρχουσες συμφωνίες που είχε υπογράψει η ΕΚΤ με τις κεντρικές τράπεζες ορισμένων υπό ένταξη χωρών. Σκοπός της συμφωνίας είναι να διασφαλίσει ότι οι συμβαλλόμενοι τηρούν κοινά ελάχιστα πρότυπα όταν χειρίζονται εμπιστευτικές πληροφορίες. Η συμφωνία ισχύει για τα έγγραφα αλλά και για όλες γενικά τις πληροφορίες που ανταλλάσσονται μεταξύ του ΕΣΚΤ και των κεντρικών τραπεζών των υπό ένταξη χωρών. Η υπογραφή αυτής της συμφωνίας είναι εξαιρετικά σημαντική, δεδομένου ότι οι κεντρικές τράπεζες των δέκα πρώτων νέων κρατών-μελών θα κληθούν να συμμετάσχουν στις επιτροπές του ΕΣΚΤ ως παρατηρητές μετά την υπογραφή της Συνθήκης Προσχώρησης.

### **3.6 Συνεργασία για την παρακολούθηση των πλαστών τραπεζογραμμάτων**

Με την έναρξη της λειτουργίας του Κέντρου Ανάλυσης Πλαστών της ΕΚΤ και του Συστήματος Παρακολούθησης Πλαστών, η ΕΚΤ συνεργάστηκε με τις κεντρικές

τράπεζες των υπό ένταξη χωρών στον τομέα της πρόληψης και ανίχνευσης περιπτώσεων παραχάραξης ευρώ. Ειδικότερα, η ΕΚΤ αξιολόγησε τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών προκειμένου να διαπιστώσει ποιες εξ αυτών έχουν αναλάβει σαφή ρόλο όσον αφορά την έρευνα και ανάλυση πλαστών τραπεζογραμμάτων στη χώρα τους. Από την αξιολόγηση προέκυψε ότι οι κεντρικές τράπεζες πέντε υπό ένταξη χωρών μπορούν να αποτελέσουν πιθανές πρώτες υποψήφιες για συνεργασία σ’ αυτό τον τομέα πριν ακόμη από την ένταξή τους και καταρτίστηκε ένα υπόδειγμα σύμβασης που θα διέπει τη συνεργασία. Η ΕΚΤ σκοπεύει να συνεργαστεί με τις κεντρικές τράπεζες όλων των υπό ένταξη χωρών.

### **3.7 Συνεργασία σε θέματα κεντρικών τραπεζών**

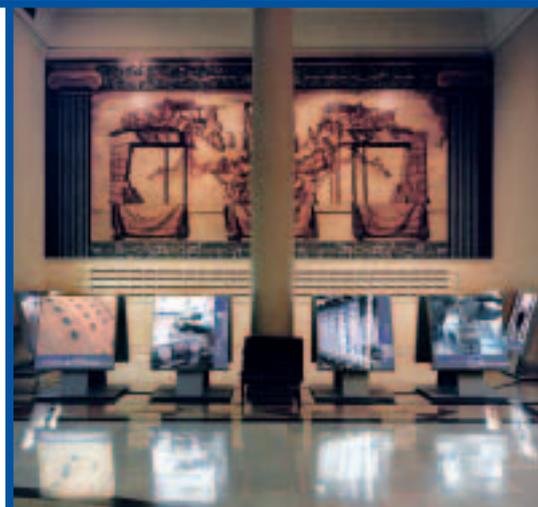
Το 2002 η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να παρέχουν βοήθεια στις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών όσον αφορά τις τεχνικές προετοιμασίες για την ομαλή ένταξή τους στο ΕΣΚΤ και μετέπειτα στο Ευρωσύστημα. Πιο συγκεκριμένα, η βοήθεια αφορούσε την εξοικείωση των κεντρικών τραπεζών των υπό ένταξη χωρών με το λειτουργικό πλαίσιο του ΕΣΚΤ και του Ευρωσυστήματος και με την υποστήριξη σε επίπεδο εμπειρογνομόνων σχετικά με βασικούς τομείς αρμοδιότητας των κεντρικών τραπεζών. Έτσι, η συνεργασία σε θέματα κεντρικών τραπεζών μεταξύ του Ευρωσυστήματος και των κεντρικών τραπεζών των υπό ένταξη χωρών εξακολούθησε να είναι έντονη και το 2002.

Το 2002 έλαβαν χώρα περισσότερες από 300 δράσεις συνεργασίας σε θέματα κεντρικών τραπεζών. Συνολικά, από το τέλος του 1999 και μέχρι το τέλος του 2002 έχουν υλοποιηθεί περίπου 1.000 σχετικές δράσεις. Από το 1999, η παροχή βοήθειας επικεντρώνεται στα συστήματα πληρωμών, τη νομική σύγκλιση και λοιπά θέματα που αφορούν το νομικό πλαίσιο του ΕΣΚΤ, τις

οικονομικές πολιτικές και την οικονομική ανάλυση, τη στατιστική, τη νομισματική πολιτική, το λειτουργικό πλαίσιο, το συνάλλαγμα, την προληπτική εποπτεία, τα λογιστικά πρότυπα, τα τραπεζογραμμάτια ευρώ, τον εσωτερικό έλεγχο, την πληροφορική και την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων. Σ' αυτό το πλαίσιο διοργανώθηκαν σεμινάρια, εργαστήρια και διμερείς ανταλλαγές επισκέψεων σε επίπεδο εμπειρογνομόνων, διαβουλεύσεις μεταξύ ανώτατων στελεχών, προγράμματα

κατάρτισης και μαθητείας και εξειδικευμένες ενέργειες παροχής τεχνικής βοήθειας. Σε ορισμένες περιπτώσεις, εμπειρογνώμονες από το Ευρωσύστημα και τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών εκπόνησαν από κοινού αναλύσεις, με θέματα όπως η νομική προετοιμασία για την ένταξη στην ΕΕ, τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού τίτλων, ο χρηματοπιστωτικός τομέας και διάφορες πτυχές του στατιστικού πλαισίου των υπό ένταξη χωρών.

Καλοκαίρι 2002



Έκθεση φωτογραφίας υπό την αιγίδα της ΕΚΤ με τίτλο "The Making of the Euro" στη Banco de España στη Μαδρίτη και τη Βαρκελώνη

## Κεφάλαιο VII

### Παραγωγή και έκδοση τραπεζογραμματίων

## **I Η εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ και η εξέλιξη της κυκλοφορίας τους**

Τα τραπεζογραμμάτια ευρώ εκδίδονται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ. Από την 1η Ιανουαρίου 2002 τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα ευρώ τέθηκαν σε κυκλοφορία στα δώδεκα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, αποτελώντας για περισσότερους από 300 εκατομμύρια πολίτες της Ευρώπης το νέο νόμισμα που αντικατέστησε τα εθνικά τους τραπεζογραμμάτια και κέρματα. Χάρη στις εκτενείς προετοιμασίες όλων των εμπλεκόμενων επαγγελματικών φορέων και στις σημαντικές προσπάθειές τους ιδίως κατά την περίοδο της μετάβασης (Ιανουάριος-Φεβρουάριος 2002), η εισαγωγή των κοινών τραπεζογραμμάτων και κερμάτων πραγματοποιήθηκε ομαλότατα. Στην επιτυχία αυτού του μοναδικού εγχειρήματος συνέβαλε η ευνοϊκή υποδοχή που επιφύλαξε το ευρύ κοινό στο νέο νόμισμα, με τη μεγάλη δεκτικότητα που επέδειξε για τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα ευρώ ήδη από την αρχή του 2002.

### **I.1 Προεφοδιασμός πιστωτικών ιδρυμάτων και εμπορικών επιχειρήσεων με τραπεζογραμμάτια και κέρματα ευρώ το 2001**

Δύο σημαντικοί παράγοντες που συνετέλεσαν στην ομαλή μετάβαση στο νέο νόμισμα ήταν ο προεφοδιασμός των πιστωτικών ιδρυμάτων με μεγάλες ποσότητες τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ και, μέσω αυτών, ο προεφοδιασμός των εμπορικών επιχειρήσεων με μια “κρίσιμη μάζα” τραπεζογραμμάτων και κερμάτων το τελευταίο τετράμηνο του 2001. Από τη σκοπιά της διοικητικής μέριμνας, οι διαδικασίες αυτές μπορεί να θεωρηθεί ότι έπαιξαν αποφασιστικό ρόλο για να επιτευχθεί ένας από τους βασικούς στόχους του σεναρίου μετάβασης, δηλ. ο στόχος να διενεργείται σε ευρώ το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών σε

μετρητά το αργότερο έως τα μέσα Ιανουαρίου του 2002. Συνολικά, οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ εφοδίασαν τα πιστωτικά ιδρύματα εντός και εκτός της ζώνης του ευρώ με 6,4 δισεκ. τεμάχια τραπεζογραμμάτων ευρώ, ονομαστικής αξίας περίπου 133 δισεκ. ευρώ. Επιπλέον, οι βασικοί φορείς που εμπλέκονταν στη διαδικασία της μετάβασης στο νέο νόμισμα ήταν άρτια προετοιμασμένοι για την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή από την 1η Ιανουαρίου 2002. Δεδομένου ότι για τη διενέργεια πληρωμών απαιτούνται ιδίως τραπεζογραμμάτια μικρής ονομαστικής αξίας, ο προεφοδιασμός κάλυψε γύρω στο 80% των απαιτούμενων αρχικών ποσοτήτων τραπεζογραμμάτων μικρής αξίας. Παράλληλα, γύρω στα 38 δισεκ. τεμάχια κερμάτων ευρώ διανεμήθηκαν στα πιστωτικά ιδρύματα, τις επιχειρήσεις και, σε περιορισμένη έκταση, στους πολίτες της ζώνης του ευρώ μέσω των συσκευασιών εξοικείωσης πριν από την 1η Ιανουαρίου 2002, καλύπτοντας το 97% των συνολικά απαιτούμενων αρχικών ποσοτήτων κερμάτων.

### **I.2 Η εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ κατά την περίοδο μετάβασης**

Εκτός από τις παραπάνω ποσότητες που κάλυψαν τις ανάγκες του προεφοδιασμού, το Ευρωσύστημα εξέδωσε άλλα 1,7 δισεκ. τεμάχια τραπεζογραμμάτων ευρώ, συνολικής ονομαστικής αξίας 67 δισεκ. ευρώ, το πρώτο δεκαπενθήμερο του Ιανουαρίου 2002. Στις 15 Ιανουαρίου 2002, ο αριθμός των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ (συμπεριλαμβανομένων των τραπεζογραμμάτων που διακρατούνται στα ταμεία των ΝΧΙ) ανήλθε στο ανώτατο επίπεδό του (8,1 δισεκ. τεμάχια). Στη συνέχεια και παρά τη συνεχή αύξηση της αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων, ο αριθμός των τραπε-

ζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία μειώθηκε κατά 7,5%, φθάνοντας τα 7,5 δισεκ. τεμάχια την 1η Μαρτίου 2002, ημερομηνία κατά την οποία τα τραπεζογραμμάτια ευρώ έγιναν τα μόνα με ισχύ νόμιμου χρήματος στη ζώνη του ευρώ. Η μείωση αυτή εξηγείται ίσως λόγω του ότι το πρώτο δεκαπενθήμερο του Ιανουαρίου παρατηρήθηκε πολύ υψηλή ζήτηση τραπεζογραμμάτων μικρής ονομαστικής αξίας (ιδίως των 5 και των 10 ευρώ) εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων για προληπτικούς λόγους, προκειμένου να μπορούν να δίνουν χωρίς πρόβλημα ρέστα. Αυτό επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι ο αριθμός των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων των 5 ευρώ μειώθηκε κατά 34% και ο αριθμός των τραπεζογραμμάτων των 10 ευρώ κατά 17% από τα μέσα Ιανουαρίου ως το τέλος Φεβρουαρίου, ενώ η ζήτηση τραπεζογραμμάτων όλων των υπόλοιπων ονομαστικών αξιών συνέχιζε να αυξάνεται την ίδια περίοδο.

Η αξία των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ σημείωσε συνεχή κατακόρυφη άνοδο κατά τη δίμηνη περίοδο μετάβασης, φθάνοντας στα 247 δισεκ. ευρώ στο τέλος Φεβρουαρίου, από 133 δισεκ. ευρώ στην αρχή του Ιανουαρίου,

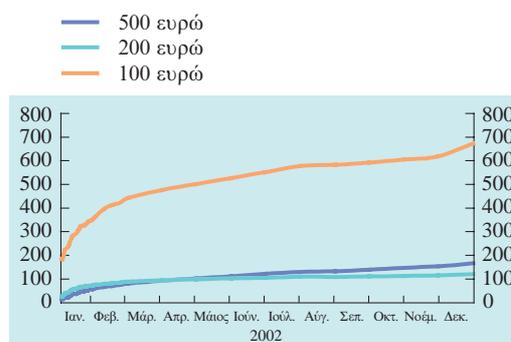
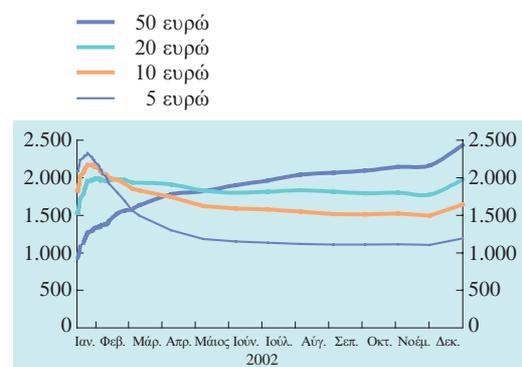
εξέλιξη που αντιπροσωπεύει αύξηση κατά 86%. Στο τέλος Φεβρουαρίου, τα τραπεζογραμμάτια ευρώ σε κυκλοφορία αποτελούσαν ήδη το 86,5% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ και εθνικών τραπεζογραμμάτων μαζί.

Δεδομένου ότι κατά τον προεφοδιασμό διανεμήθηκε μεγάλος όγκος κερμάτων ευρώ (ονομαστικής αξίας 12,4 δισεκ. ευρώ) στις τράπεζες και σε άλλες επιχειρήσεις, ο αριθμός των κυκλοφορούντων κερμάτων ευρώ αυξήθηκε μόνο κατά 2,6% το πρώτο δεκαπενθήμερο της περιόδου μετάβασης. Όπως συνέβη και με τα τραπεζογραμμάτια ευρώ, ο μέγιστος αριθμός κερμάτων ευρώ σε κυκλοφορία σημειώθηκε στις 15 Ιανουαρίου 2002, οπότε έφθασε τα 38,6 δισεκ. τεμάχια, με ονομαστική αξία 12,6 δισεκ. ευρώ (χωρίς να περιλαμβάνονται τα αποθέματα που κατέχουν οι ΕθνΚΤ). Από τα μέσα Ιανουαρίου 2002, ο αριθμός των κυκλοφορούντων κερμάτων ευρώ άρχισε να μειώνεται ελαφρά και στο τέλος της περιόδου παράλληλης κυκλοφορίας έφθασε τα 35,8 δισεκ. τεμάχια. Η αξία των κυκλοφορούντων κερμάτων ευρώ σημείωσε πτώση κατά 8,2% από τα μέσα Ιανουαρίου ως το τέλος Φεβρουαρίου, σε 11,5 δισεκ. ευρώ.

### Διάγραμμα 33

#### Τραπεζογραμμάτια ευρώ σε κυκλοφορία το 2002

(εκατομμύρια τεμάχια)



### 1.3 Η εξέλιξη της ποσότητας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ τους υπόλοιπους μήνες του 2002

Ο αριθμός των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ συνέχισε να μειώνεται ελαφρά ως τον Απρίλιο του 2002, οπότε έφθασε στο κατώτατο επίπεδό του (7,2 δισεκ. τεμάχια). Τους επόμενους μήνες σημείωσε συγκρατημένη αύξηση (κατά 13,8%) και έφθασε τα 8,2 δισεκ. τεμάχια στο τέλος του 2002. Η αξία των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ διατήρησε την ανοδική της πορεία, αυξανόμενη κατά 45,3% μεταξύ Μαρτίου και Δεκεμβρίου 2002, σε 359 δισεκ. ευρώ. Η άνοδος αυτή αποδίδεται κυρίως στην έντονη ζήτηση τραπεζογραμμάτων μεγάλης ονομαστικής αξίας, και ιδίως τραπεζογραμμάτων των 500 και των 200 ευρώ. Εάν συνυπολογιστούν τα εθνικά τραπεζογραμμάτια που δεν είχαν ανταλλαγή με ευρώ στο τέλος του 2002, το σύνολο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ανήλθε στο 98% της συνολικής αξίας των εθνικών τραπεζογραμμάτων που βρίσκονταν σε κυκλοφορία στο τέλος του 2000.

Όπως και στην περίπτωση των τραπεζογραμμάτων ευρώ, ο αριθμός των κερμάτων ευρώ σε κυκλοφορία μειώθηκε ελαφρά ως τον Απρίλιο του 2002, οπότε

έφθασε στο κατώτατο επίπεδό του (34,7 δισεκ. τεμάχια, με ονομαστική αξία 11 δισεκ. ευρώ). Στη συνέχεια όμως, σημείωσε μέτρια αύξηση και στο τέλος Δεκεμβρίου 2002 διαμορφώθηκε σε 40,0 δισεκ. τεμάχια, συνολικής ονομαστικής αξίας 12,4 δισεκ. ευρώ.

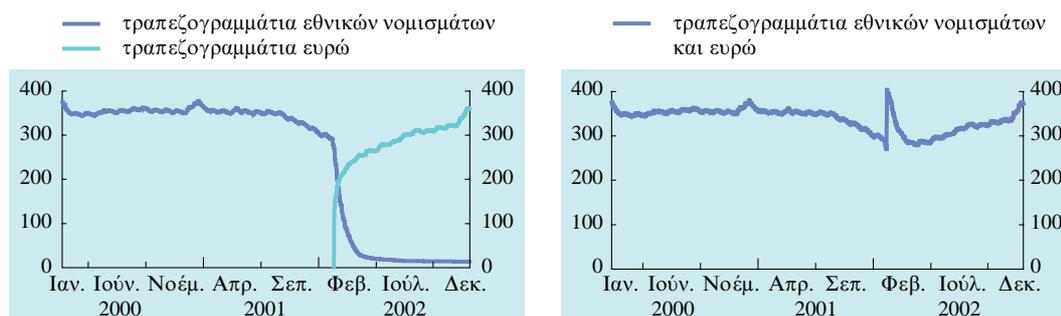
### 1.4 Απόσυρση των εθνικών τραπεζογραμμάτων

Η κυκλοφορία των εθνικών τραπεζογραμμάτων παρέμεινε σε σχετικά φυσιολογικά επίπεδα ως τα μέσα του 2001, οπότε η επικείμενη μετάβαση στο ευρώ προκάλεσε αθρόα επιστροφή των τραπεζογραμμάτων αυτών στις τράπεζες, η οποία επιταχύνθηκε έντονα από την έναρξη της περιόδου προεφοδιασμού το Σεπτέμβριο του 2001. Σημαντικό μέρος των τραπεζογραμμάτων αυτών ήταν μεγάλης ονομαστικής αξίας. Η αξία των κυκλοφορούντων εθνικών τραπεζογραμμάτων σημείωσε πτώση (κατά 29%) από 380 δισεκ. ευρώ σε 270 δισεκ. ευρώ το 2001, ενώ αντίστοιχα ο όγκος τους μειώθηκε από 11,7 δισεκ. τεμάχια σε 9,6 δισεκ. τεμάχια την ίδια περίοδο. Το πρώτο δίμηνο του 2002, συνολικά 6,7 δισεκ. εθνικά τραπεζογραμμάτια, δηλ. 70% του αριθμού των εθνικών τραπεζογραμμάτων που κυκλοφορούσαν στο τέλος του 2001, αποσύρθηκαν από την κυκλοφορία. Την περίοδο αυτή η αξία των εθνικών

#### Διάγραμμα 34

#### Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία μεταξύ 2000 και 2002

(εκατ. ευρώ)



τραπεζογραμμάτων που προσκομίζονταν καθημερινά για ανταλλαγή στις ΕθνΚΤ κυμαινόταν μεταξύ 4% και 6% της αξίας των εθνικών τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία. Κατόπιν τούτου, η αξία των κυκλοφορούντων εθνικών τραπεζογραμμάτων σημείωσε κάθετη πτώση, κατά 178 δισεκ. ευρώ τον Ιανουάριο και 58 δισεκ.

ευρώ το Φεβρουάριο. Τους υπόλοιπους μήνες του 2002, ο ρυθμός επιστροφής των εθνικών τραπεζογραμμάτων στις τράπεζες επιβραδύνθηκε σημαντικά. Στο τέλος του έτους, η αξία των εθνικών τραπεζογραμμάτων που δεν είχαν ακόμη ανταλλαγή με ευρώ ήταν 13,3 δισεκ. ευρώ.

## 2 Παραγωγή των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ

### 2.1 Παραγωγή των τραπεζογραμμάτων ευρώ

Μετά την επιτυχή εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων ευρώ στην κυκλοφορία, το Ευρωσύστημα προέβη σε γενική αξιολόγηση των προτύπων, των μεθόδων και των διαδικασιών που χρησιμοποιούνται κατά την παραγωγή τους, με σκοπό να βελτιώσει την ποιότητα και την αποτελεσματικότητα της όλης παραγωγής τους. Η εν λόγω αξιολόγηση βασίστηκε στην εμπειρία που είχαν αποκομίσει τα εκτυπωτικά ιδρύματα, αλλά ενσωμάτωσε επίσης και τις παρατηρήσεις του ευρύτερου κοινού, των τραπεζών και άλλων χρηστών των τραπεζογραμμάτων ευρώ. Ακόμη, το Ευρωσύστημα αξιολόγησε νέες τεχνικές και διαδικασίες παραγωγής και ποιοτικού ελέγχου και τις εφάρμοσε στα μετέπειτα προγράμματα παραγωγής, με συνέπεια την αναβάθμιση των προτύπων ποιότητας που χρησιμοποιούνται στα εκτυπωτικά ιδρύματα. Επιπλέον, δόθηκε μεγαλύτερη έμφαση στη συνολική διαχείριση, βάσει κλαδικών προτύπων, ζητημάτων που αφορούν την υγεία, την ασφάλεια και το περιβάλλον σε σχέση με την παραγωγή και χρήση των τραπεζογραμμάτων. Επίσης, αξιολογήθηκαν περαιτέρω τα διάφορα υλικά που χρησιμοποιούνται στην παραγωγή των τραπεζογραμμάτων ευρώ.

Αυτή η διαδικασία αδιάκοπης βελτίωσης θα συνεχίσει να εφαρμόζεται σε κάθε μελλοντικό πρόγραμμα παραγωγής, τόσο για την τρέχουσα σειρά τραπεζογραμμάτων όσο και για τις μελλοντικές. Για την

παραγωγή τραπεζογραμμάτων το 2003 ορίστηκαν νέα αναβαθμισμένα πρότυπα ποιότητας.

Τον Απρίλιο του 2001 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι τα επόμενα χρόνια η παραγωγή των τραπεζογραμμάτων ευρώ θα πραγματοποιείται βάσει ενός κοινού αποκεντρωμένου συστήματος παραγωγής. Αυτό σημαίνει ότι κάθε ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ αναλαμβάνει την ευθύνη να παράγει το ποσοστό που της αναλογεί από τη συνολική ποσότητα των τραπεζογραμμάτων ευρώ για μικρό μόνο αριθμό ονομαστικών αξιών. Η ρύθμιση αυτή συμβάλλει στη διασφάλιση ομοιόμορφης ποιότητας παραγόμενων τραπεζογραμμάτων, επειδή κάθε ονομαστική αξία παράγεται σε λιγότερα εκτυπωτικά ιδρύματα, και επιτρέπει στο Ευρωσύστημα να επωφεληθεί από οικονομίες κλίμακας κατά τη διαδικασία παραγωγής των τραπεζογραμμάτων.

Η αναγκαία ανταλλαγή των νεοεκτυπωθέντων τραπεζογραμμάτων μεταξύ των ΕθνΚΤ πραγματοποιείται χωρίς επιβάρυνση. Το 2002 οι διαδικασίες αποδοχής, ελέγχου και επιθεώρησης της παραγωγής των τραπεζογραμμάτων βελτιώθηκαν περαιτέρω.

Οι συνολικές ανάγκες όσον αφορά την παραγωγή τραπεζογραμμάτων το 2002 ανήλθαν σε 4,8 δισεκ. τεμάχια. Προορισμός των τραπεζογραμμάτων αυτών είναι να αντιμετωπιστεί τυχόν αυξημένη κυκλοφορία, να αντικατασταθούν

## Πίνακας 18

### Κατανομή της παραγωγής τραπεζογραμμάτων ευρώ το 2002

Ονομαστική αξία	Ποσότητα (εκατομμύρια τεμάχια)	Αξία (εκατ. ευρώ)	ΕθνΚΤ που έχουν αναλάβει την παραγωγή
€5	1.131	5.655	ΓΑΛ, ΟΛΛ, ΑΥΣ, ΠΟΡ
€10	1.045	10.450	ΓΕΡ, ΕΛΛ, ΙΡΑ
€20	1.555	31.100	ΙΣΠ, ΓΑΛ, ΙΤΑ, ΦΙΝ
€50	742	37.100	ΒΕΛ, ΙΣΠ, ΟΛΛ
€100	307	30.700	ΙΤΑ, ΛΟΥ
Σύνολο	4.780	115.005	

τραπεζογραμμάτια τα οποία είναι ακατάλληλα πλέον για κυκλοφορία και να εξασφαλίστούν επαρκή εφεδρικά αποθέματα στις ΕθνΚΤ, ώστε να μπορούν να ικανοποιούν πλήρως τη ζήτηση τραπεζογραμμάτων, ακόμη και σε περιόδους που παρατηρείται αιχμή για εποχικούς λόγους.

Τα εφεδρικά αποθέματα τραπεζογραμμάτων των 200 και των 500 ευρώ που προέκυψαν από την αρχική παραγωγή κρίθηκαν επαρκή για να καλυφθούν οι ανάγκες το 2002. Ο Πίνακας 18 παρουσιάζει την κατανομή της παραγωγής τραπεζογραμμάτων μεταξύ των ΕθνΚΤ.

#### 2.2 Διαχείριση αποθεμάτων και δημιουργία του Στρατηγικού Αποθέματος του Ευρωσυστήματος

Η συνειδητοποίηση της ανάγκης για μεγαλύτερο συντονισμό όχι μόνο της παραγωγής αλλά και της έκδοσης τραπεζογραμμάτων ευρώ οδήγησε μεταξύ άλλων σε μια συμφωνία για ένα πλαίσιο διαχείρισης των εφεδρικών αποθεμάτων του Ευρωσυστήματος.

Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο έλαβε αποφάσεις σχετικά με την παραγωγή των

τραπεζογραμμάτων και τις περαιτέρω ρυθμίσεις για τη δημιουργία ενός Στρατηγικού Αποθέματος του Ευρωσυστήματος (ΣΑΕ). Το απόθεμα αυτό θα χρησιμοποιείται σε περίπτωση που τα υπάρχοντα εφεδρικά αποθέματα του Ευρωσυστήματος σε τραπεζογραμμάτια ευρώ δεν επαρκούν για να καλύψουν τυχόν αιφνίδια αύξηση της ζήτησης ή σε περίπτωση που διακόπτεται απότομα η διάθεση τραπεζογραμμάτων ευρώ. Το ΣΑΕ αποτελείται από το 30% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ, σε τραπεζογραμμάτια των τριών μεγαλύτερων αξιών, και από το 20% του αριθμού των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων χαμηλότερης ονομαστικής αξίας. Ως εκ τούτου, το ΣΑΕ επί του παρόντος περιλαμβάνει γύρω στα 1,74 δισεκ. τραπεζογραμμάτια.

Το αδιάθετο υπόλοιπο του Κεντρικού Αποθέματος Τραπεζογραμμάτων, το οποίο δημιουργήθηκε για να αντιμετωπιστούν πιθανές ελλείψεις τραπεζογραμμάτων κατά την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή μεταφέρθηκε στο ΣΑΕ. Ένα άλλο μέρος του ΣΑΕ θα παραχθεί μαζί με τα τραπεζογραμμάτια που προορίζονται για τα εφεδρικά αποθέματα των ΕθνΚΤ το 2003.

#### 2.3 Υποστήριξη για την παραγωγή των κερμάτων ευρώ

Αρμόδια για την παραγωγή των κερμάτων ευρώ είναι τα κράτη-μέλη. Η ΕΚΤ ενεργεί ως ανεξάρτητος εκτιμητής της ποιότητας των κερμάτων αυτών. Έχει υποστηρίξει την υλοποίηση και διατήρηση ενός κοινού συστήματος διαχείρισης ποιότητας στα νομισματοκοπεία που παράγουν κέρματα ευρώ. Το 2002 η παραγωγή συνεχίστηκε με βραδύτερο ρυθμό. Γινόταν συνεχής αξιολόγηση της ποιότητας των κερμάτων μέσω μηνιαίων εκθέσεων, επιθεωρήσεων και δειγματοληπτικών ελέγχων σε διάφορα στάδια της παραγωγής.

### 3 Κοινές πολιτικές του Ευρωσυστήματος για την ταμειακή διαχείριση

Η εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ έφερε αντιμέτωπες τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ με προκλήσεις, εξαιτίας των διαφορετικών παραδόσεων και πρακτικών που ακολουθούν όσον αφορά την οργάνωση της διακίνησης χρηματικού και τις ταμειακές συναλλαγές. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει υπογραμμίσει επανειλημμένως τη σημασία της ίσης μεταχείρισης των φορέων που παρέχουν τις υπηρεσίες αυτές και έχει λάβει μέτρα για να προωθήσει ένα περιβάλλον υγιούς ανταγωνισμού.

#### 3.1 Τιμολογιακή πολιτική και κοινή προσέγγιση του Ευρωσυστήματος ως προς το ωράριο λειτουργίας και τους κανόνες χρεωπίστωσης των ταμειακών συναλλαγών που προσφέρουν από τις θυρίδες τους οι ΕθνΚΤ

Από την 1η Μαρτίου 2002 εφαρμόζεται σε όλο το Ευρωσύστημα μια κοινή τιμολογιακή πολιτική για τις ταμειακές συναλλαγές της επαγγελματικής πελατείας των ΕθνΚΤ. Η πολιτική αυτή ορίζει δύο διαφορετικά επίπεδα υπηρεσιών:

- Δωρεάν υπηρεσίες: πρόκειται για τις βασικές υπηρεσίες που παρέχουν όλες οι ΕθνΚΤ, εφόσον είναι ο μοναδικός φορέας που εφοδιάζει την οικονομία με μετρητά.
- Υπηρεσίες έναντι προμήθειας: πρόσθετες υπηρεσίες τις οποίες μπορούν να προσφέρουν με απόφασή τους οι ΕθνΚΤ. Οι προαιρετικές αυτές υπηρεσίες παρέχονται έναντι προμήθειας, δεδομένου ότι μπορούν να τις προσφέρουν και εμπορικές τράπεζες.

Το Διοικητικό Συμβούλιο καθόρισε επίσης μια κοινή προσέγγιση όσον αφορά το ωράριο συναλλαγών και τους κανόνες χρεωπίστωσης των ταμειακών συναλλαγών

που προσφέρουν από τις θυρίδες τους οι ΕθνΚΤ. Τα μέτρα που ακολουθούν αποσκοπούν στη διασφάλιση ισότιμου ανταγωνισμού.

- Η ΕθνΚΤ οφείλουν να επιτρέπουν την κατάθεση και ανάληψη τραπεζογραμματίων και κερμάτων τουλάχιστον επί έξι ώρες ημερησίως (η ακριβής διάρκεια θα καθοριστεί σε εθνικό επίπεδο) σε ορισμένα τουλάχιστον καταστήματά τους.
- Οι χρεωπιστώσεις στο πλαίσιο των ταμειακών συναλλαγών που πραγματοποιούνται κατά τις ώρες αυτές πρέπει να διενεργούνται κατά τη στιγμή της ανάληψης / κατάθεσης των σχετικών ποσών στις θυρίδες των ΕθνΚΤ.
- Οι ΕθνΚΤ δύνανται επίσης να εφαρμόζουν μέτρα ανάλογα με το συγκεκριμένο ρόλο και τις αρμοδιότητες που έχουν στη χώρα τους (λ.χ. διευρυμένο ωράριο ταμειακών συναλλαγών ή “μεταγενέστερη χρέωση / προγενέστερη πίστωση” το οποίο από την άποψη του κόστους για τις εμπορικές τράπεζες ισοδυναμεί με το διευρυμένο ωράριο συναλλαγών).

#### 3.2 Θέσπιση όρων αναφοράς για τη χρήση μηχανημάτων ανακύκλωσης μετρητών στη ζώνη του ευρώ

Ως πρόσθετο μέτρο συμφωνήθηκε μια κοινή προσέγγιση για τη χρήση των μηχανημάτων ανακύκλωσης μετρητών στη ζώνη του ευρώ. Πρόκειται για αυτόνομα μηχανήματα που τα χειρίζονται οι ίδιοι οι πελάτες και τα οποία έχουν τη δυνατότητα να δέχονται, να επεξεργάζονται και να διαθέτουν τραπεζογραμμάτια. Χάρη σ' αυτή την πλήρως αυτοματοποιημένη διαδικασία ανακύκλωσης μετρητών καθίσταται πλέον περιττή η περαιτέρω επεξεργασία των τραπεζογραμματίων με ανθρώπινη παρέμ-

βαση και συντομεύει ο κύκλος επεξεργασίας των μετρητών, με συνέπεια να μειώνεται σημαντικά το κόστος ταμειακής διαχείρισης.

Σε συζήτηση στρογγυλής τραπέζης για τα μηχανήματα ανακύκλωσης μετρητών με τις Ευρωπαϊκές Ενώσεις του Πιστωτικού Τομέα και τους κατασκευαστές των μηχανημάτων αυτών αναλύθηκαν οι οργανωτικές και τεχνικές πτυχές της χρήσης τους. Στη συνέχεια, το Διοικητικό Συμβούλιο ενέκρινε τους όρους αναφοράς του Ευρωσυστήματος για τη χρήση των μηχανημάτων αυτών από πιστωτικά

ιδρύματα, καθώς και από άλλους φορείς της ζώνης του ευρώ οι οποίοι ασχολούνται με τη διαλογή και τη διάθεση τραπεζογραμμμάτων. Τα κυριότερα στοιχεία των εν λόγω όρων αναφοράς είναι τα κριτήρια για τον έλεγχο της γνησιότητας των τραπεζογραμμμάτων και οι προϋποθέσεις για τη διαλογή των τραπεζογραμμμάτων ανάλογα με την ποιότητά τους, προκειμένου να αποτρέπεται η επανεισροή στην κυκλοφορία πλαστών ή ύποπτων τραπεζογραμμμάτων ή τραπεζογραμμμάτων τα οποία είναι ακατάλληλα πλέον για κυκλοφορία λ.χ. επειδή είναι σχισμένα ή λερωμένα.

#### 4 Προστασία των τραπεζογραμμμάτων ευρώ από την παραχάραξη

Μολονότι τα πλαστά τραπεζογραμμμάτια ποτέ δεν αποτελούσαν συνολικά περισσότερο από ένα μικρό κλάσμα του αριθμού των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμμάτων στις χώρες που αποτελούν σήμερα τη ζώνη του ευρώ, το Ευρωσύστημα είναι εντούτοις αποφασισμένο να προστατεύσει τα τραπεζογραμμμάτια ευρώ από την παραχάραξη με βάση τα υψηλότερα δυνατά πρότυπα. Τα τραπεζογραμμμάτια ευρώ σχεδιάστηκαν και δημιουργήθηκαν κατά τρόπο ώστε να είναι μεταξύ των πιο προηγμένων παγκοσμίως όσον αφορά την προστασία από την παραχάραξη. Ακόμη, το Ευρωσύστημα διεξήγαγε μια διεξοδική εκστρατεία ενημέρωσης για την εξωτερική εμφάνιση και τα χαρακτηριστικά ασφαλείας των τραπεζογραμμμάτων ευρώ, απευθυνόμενη τόσο στο ευρύτερο κοινό όσο και στους ταμίες. Η εκστρατεία έτυχε θετικής υποδοχής, όπως κρίνεται από τα αποτελέσματα έρευνας που πραγματοποιήθηκε το 2002 και τον αριθμό των επισκεπτών στο δικτυακό τόπο της εκστρατείας ενημέρωσης. Η μεγάλη αποτελεσματικότητα των προετοιμασιών για τη μετάβαση στο ευρώ σε φυσική μορφή αποδεικνύεται και από τον αριθμό των καταγεγραμμένων πλαστών τραπεζογραμμμάτων ευρώ το 2002, ο οποίος ανήλθε

μόνο στο 1/4 περίπου του αριθμού των πλαστών εθνικών τραπεζογραμμμάτων το 2001.

Το 2002 το Ευρωσύστημα δημιούργησε το Κέντρο Ανάλυσης Πλαστών. Αυτό συντονίζει την ενσωμάτωση των στατιστικών και τεχνικών πληροφοριών για τα πλαστά τραπεζογραμμμάτια ευρώ που λαμβάνονται από τα Εθνικά Κέντρα Ανάλυσης όλης της ζώνης του ευρώ σε μια συγκεντρωτική βάση δεδομένων που έχει δημιουργηθεί στην ΕΚΤ. Το 2002 καταγράφηκαν 167.118 πλαστά τραπεζογραμμμάτια, τα οποία κατανέμονταν ανά ονομαστική αξία ως εξής:

	€5	€10	€20	€50
Ποσότητα	1.039	3.108	14.845	136.133
Ποσοστό	0,6	1,9	8,9	81,4
	€100	€200	€500	Σύνολο
Ποσότητα	10.307	1.525	161	167.118
Ποσοστό	6,2	0,9	0,1	100

Είναι σαφές ότι ο αριθμός των πλαστών τραπεζογραμμμάτων των 50 ευρώ ήταν ιδιαίτερα υψηλός, δεδομένου ότι αυτή η ονομαστική αξία αποτελεί για τους

παραχαράκτες το καλύτερο συνδυασμό κέρδους και κινδύνου, επειδή ελαχιστοποιούνται οι πιθανότητες προσεκτικού ελέγχου από το κοινό.

Όσον αφορά τη διαχρονική κατανομή των κρουσμάτων παραχάραξης τραπεζογραμματίων, έχει αποδειχθεί ότι παρουσιάζει εποχικές διακυμάνσεις και κορυφώνεται τις ημέρες των εορτών. Αυτή η συνήθης κανονικότητα δεν παρατηρήθηκε το 2002. Το πρώτο εξάμηνο του έτους ο αριθμός των καταγεγραμμένων πλαστών ήταν ιδιαίτερα μικρός, επειδή το κοινό θεωρούσε ακόμη τα τραπεζογραμμάτια ευρώ ως κάτι νέο και τα εξέταζε προσεκτικά, οπότε δεν ήταν πιθανή η παραχάραξή τους. Το δεύτερο εξάμηνο του 2002 ο αριθμός των καταγεγραμμένων πλαστών αυξήθηκε, αλλά παρέμεινε σχετικά χαμηλός σε σύγκριση με τα ιστορικά επίπεδα.

Η ποιότητα των πλαστών τραπεζογραμματίων ήταν επίσης γενικώς κακή. Μολονότι χρησιμοποιήθηκαν κάποιες εξυπνες τεχνικές, δεν βρέθηκαν πλαστά τα οποία δεν θα μπορούσαν να εντοπιστούν με τους ελέγχους που συνέστησε το Ευρωσύστημα για την διαπίστωση της γνησιότητας των τραπεζογραμματίων ευρώ (οπτικός έλεγχος /έλεγχος με την αφή / εξέταση υπό γωνία). Το Ευρωσύστημα πάντως συνεχίζει να παρακολουθεί τις εξελίξεις στον κλάδο των γραφικών τεχνών και να αξιολογεί τους πιθανούς κινδύνους που δημιουργούν για τα τραπεζογραμμάτια ευρώ μέσω της παραγωγής καλής ποιότητας αντιγράφων. Πράγματι, λόγω των πρόσφατων τεχνολογικών εξελίξεων ήταν αναγκαίο το Ευρωσύστημα, όπως και πολλές άλλες αρχές που εκδίδουν τραπεζογραμμάτια, να επενδύσει σημαντικά ποσά στον τομέα της έρευνας και της ανάπτυξης. Ήδη έχουν ενσωματωθεί ποικίλα χαρακτηριστικά ασφαλείας στα τραπεζογραμμάτια ευρώ, με στόχο να δυσχεραίνεται η παραχάραξή τους ή να είναι ευκολότερος ο εντοπισμός των πλαστών.

Οι προσπάθειες του Ευρωσυστήματος στους τομείς της έρευνας και της ανάπτυξης είναι επί του παρόντος προσηλωμένες στις ενέργειες για την προστασία των τραπεζογραμματίων ευρώ κατά της παραχάραξης και αποσκοπούν στη δημιουργία των τεχνικών βάσεων στις οποίες θα στηριχθούν τα μελλοντικά σχέδια των τραπεζογραμματίων, καθώς και στη βελτίωση των υφιστάμενων χαρακτηριστικών ασφαλείας τους. Η επιτυχία των προσπαθειών αυτών έχει ζωτική σημασία για την κάλυψη των απαιτήσεων που θα πρέπει να πληρούν μελλοντικά τα τραπεζογραμμάτια ευρώ. Το Ευρωσύστημα παρακολουθεί με προσοχή τις εξελίξεις στον τομέα της παραχάραξης των τραπεζογραμματίων ευρώ και, εάν παραστεί ανάγκη, θα λάβει τα κατάλληλα μέτρα.

Το Ευρωσύστημα επίσης συνέχισε να συμμετέχει το 2002 στη διεθνή συνεργασία για την αποτροπή των παραχαράξεων. Τον Απρίλιο η διεθνής κοινότητα διαπίστωσε την ανάγκη να αυξηθούν τα κονδύλια που διατίθενται για τις δοκιμές και την εφαρμογή τεχνολογικών μεθόδων αποτροπής των παραχαράξεων. Η ΕΚΤ άρχισε να διερευνά τη δυνατότητα να φιλοξενήσει μια ειδική τεχνική υπηρεσία στη Φραγκφούρτη, ενώ το Διοικητικό της Συμβούλιο τον Ιούνιο συμφώνησε να συσταθεί το Διεθνές Κέντρο Αποτροπής Παραχαράξεων, αποτελούμενο από προσωπικό της ΕΚΤ και στελέχη άλλων εκδοτικών αρχών. Το Διεθνές Κέντρο Αποτροπής Παραχαράξεων είναι ο τόπος διεθνών τεχνικών επαφών μεταξύ εκδοτικών αρχών και άλλων φορέων οι οποίοι είναι αρμόδιοι για την αποτροπή της παραχάραξης. Επίσης, πραγματοποιεί εξονυχιστικούς ελέγχους σε επιλεγμένα φωτοαντιγραφικά μηχανήματα προκειμένου να διαπιστώσει αν συμβάλλουν στην αποτροπή των παραχαράξεων και παρέχει τεχνικές πληροφορίες και συμβουλές. Οι τελικές λεπτομέρειες για τη σύσταση και τη χρηματοδότηση του Διεθνούς Κέντρου Αποτροπής Παραχαράξεων συμφωνήθηκαν το Δεκέμβριο του 2002.

Εγκαίνια του Ευρωπαϊκού Σχολείου,  
Φραγκφούρτη



5 Σεπτεμβρίου 2002

## **Κεφάλαιο VIII**

### **Συστήματα πληρωμών και διακανονισμού τίτλων**

## Γενικά

Ένα από τα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος είναι να προωθή την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού τίτλων. Προς το σκοπό αυτό παρέχει διευκολύνσεις πληρωμής και διακανονισμού τίτλων, επιβλέπει τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού σε ευρώ και δρα ως καταλύτης αλλαγών.

Το Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε συνεχή χρόνο (σύστημα TARGET) λειτούργησε ομαλά και επιτυχώς το 2002 και οι συναλλαγές του αυξήθηκαν με διψήφιο ρυθμό - τόσο ως προς τον αριθμό όσο και ως προς την αξία τους. Κατά το επισκοπούμενο έτος το Διοικητικό Συμβούλιο έλαβε στρατηγικές αποφάσεις για το μέλλον του TARGET και για τη σύνδεση των υπό ένταξη χωρών με αυτό. Το TARGET2 θα σχεδιαστεί μετά από διαβούλευση με τους χρήστες.

Όσον αφορά τη λειτουργική συμμετοχή του Ευρωσυστήματος στο διακανονισμό τίτλων, το σύστημα ανταποκριτριών κεντρικών τραπεζών (ΣΑΚΤ), το οποίο δημιουργήθηκε ως μεταβατική λύση για τη διασυνοριακή χρήση ασφαλειών, παραμένει το κύριο μέσο προς το σκοπό αυτό και προγραμματίζεται η περαιτέρω βελτίωσή του. Η χρήση ασφαλειών στις πράξεις νομισματικής πολιτικής και στις πράξεις παροχής ενδοημερήσιας πίστωσης στο πλαίσιο του TARGET όπως εξελίχθηκε το 2002 παρουσιάζεται στην ενότητα 1.6 του Κεφαλαίου II (“Αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία”).

Κατά την άσκηση και τη διαμόρφωση της επίβλεψης των συστημάτων πληρωμών, όλα τα συστημικώς σημαντικά συστήματα πληρωμών σε ευρώ αξιολογούνται ως προς τη συμμόρφωσή τους με τις “Βασικές Αρχές για τα Συστημικώς Σημαντικά Συστήματα Πληρωμών” (“Core Principles for Systemically Important Payment Systems” BIS, Βασιλεία, Ιανουάριος 2001), οι οποίες

υιοθετήθηκαν ως ελάχιστα πρότυπα από το Διοικητικό Συμβούλιο το Φεβρουάριο του 2001. Επιπλέον, πραγματοποιήθηκαν δημόσιες διαβουλεύσεις με θέμα τα πρότυπα επίβλεψης για τα συστήματα πληρωμών μικρής αξίας σε ευρώ, καθώς και τους στόχους όσον αφορά την ασφάλεια των συστημάτων ηλεκτρονικού χρήματος. Αφότου ξεκίνησε η λειτουργία του Συστήματος Διακανονισμού Αδιάλειπτης Σύνδεσης (Continuous Linked Settlement – CLS) το Σεπτέμβριο του 2002, η ΕΚΤ ενεργεί ως φορέας διακανονισμού των πληρωμών σε ευρώ που διενεργούνται από τις τράπεζες-μέλη του CLS και είναι συναρμόδια – μαζί με το Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ (Federal Reserve System), το οποίο είναι επικεφαλής – να επιβλέπει τα συστήματα πληρωμών.

Όσον αφορά τις πληρωμές μικρής αξίας, το Ευρωσύστημα, δρώντας ως καταλύτης αλλαγών, υποστήριξε τις πρωτοβουλίες του τραπεζικού τομέα για τη δημιουργία ενός ενιαίου χώρου πληρωμών σε ευρώ. Στόχος των πρωτοβουλιών αυτών είναι να δοθεί η δυνατότητα στους πολίτες της Ευρώπης να πραγματοποιούν πληρωμές στη ζώνη του ευρώ με εξίσου μεγάλη ασφάλεια, ταχύτητα και αποδοτικότητα όπως και εντός των εθνικών συνόρων.

Στον τομέα των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων συνεχίστηκε η αξιολόγηση των συστημάτων διακανονισμού τίτλων (ΣΔΤ) που είναι αποδεκτά για το διακανονισμό τίτλων οι οποίοι παρέχονται ως ασφάλεια στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος και παρακολουθείται στενά η διαδικασία ενοποίησης και ολοκλήρωσης των αγορών κινητών αξιών. Επίσης συνεχίστηκε η συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών. Στόχος της συνεργασίας αυτής είναι να αναπτυχθούν ευρωπαϊκά πρότυπα για τις δραστηριότητες εκκαθάρισης και διακανονισμού, βάσει διεθνώς αποδεκτών συστάσεων.

## I Εργασίες σχετικές με τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού του Ευρωσυστήματος

### I.1 Το σύστημα TARGET

Το σύστημα TARGET είναι σημαντικότερο στοιχείο της ενιαίας χρηματαγοράς του ευρώ, η οποία, με τη σειρά της, είναι προαπαιτούμενο για την αποτελεσματική άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, συνέχισε να εκπληρώνει τους άλλους δύο βασικούς του σκοπούς, δηλ. να ενισχύει την αποδοτικότητα των διασυνοριακών πληρωμών σε ευρώ και να αποτελεί έναν αξιόπιστο και ασφαλή μηχανισμό για το διακανονισμό εγχώριων και διασυνοριακών πληρωμών μεγάλων ποσών.

Το 2002 το σύστημα TARGET επεξεργάστηκε σχεδόν 85% της συνολικής αξίας των πληρωμών μεγάλων ποσών σε ευρώ (έναντι σχεδόν 75% το 2001). Η αύξηση αυτή οφείλεται μεταξύ άλλων στην προϊούσα ενοποίηση των αγορών π.χ. το υβριδικό σύστημα Euro Access Frankfurt (EAF) έπαυσε να λειτουργεί, όταν η Deutsche Bundesbank εγκαινίασε το σύστημα RTGS<sup>plus</sup>. Η συνεχής αύξηση των διασυνοριακών συναλλαγών που πραγματοποιούνται μέσω του TARGET υποδηλώνει επίσης ότι ο ρόλος των ανταποκριτριών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ περιορίζεται αφότου εισήχθη το ευρώ. Το 2002 οι άμεσοι συμμετέχοντες στο TARGET ήταν 1.560, οι έμμεσοι συμμετέχοντες 2.328, ενώ εντολές πληρωμής μπορούσαν να αποσταλούν σε περίπου 40.000 τράπεζες και υποκαταστήματα διεθνώς.

#### Συναλλαγές μέσω TARGET

Το 2002 οι πληρωμές που επεξεργάστηκε το σύστημα TARGET συνολικά (δηλ. διασυνοριακές και εγχώριες πληρωμές μαζί) ήταν κατά μέσο όρο 253.016 ημερησίως. Αυτό ισοδυναμεί με αύξηση του αριθμού τους κατά 20% και της αξίας τους κατά 19% σε σύγκριση με το 2001.

Οι διασυνοριακές πληρωμές αντιπροσώπευαν 31% της συνολικής αξίας των συναλλαγών μέσω του TARGET, έναντι 39% το 2001, ενώ συνέχισαν να αποτελούν το 21% του συνολικού αριθμού. Από τις διασυνοριακές πληρωμές μέσω του TARGET, το 96% της αξίας και το 54% του αριθμού ήταν διατραπεζικές πληρωμές, ενώ οι υπόλοιπες ήταν πληρωμές πελατών. Η μέση αξία ανά διασυνοριακή διατραπεζική πληρωμή ήταν 15,9 εκατ. ευρώ (έναντι 17,7 εκατ. ευρώ το 2001), ενώ ανά διασυνοριακή πληρωμή πελάτη 0,8 εκατ. ευρώ (έναντι 1,0 εκατ. ευρώ το 2001). Περισσότερες πληροφορίες για τον όγκο και την αξία πληρωμών καθώς και για τις ημέρες κατά τις οποίες σημειώθηκε το μέγιστο επίπεδο πληρωμών μέσω TARGET παρατίθενται στους Πίνακες 19 και 20.

**Πίνακας 19**

#### Όγκος και αξία πληρωμών μέσω TARGET<sup>\*)</sup>

Όγκος	2001	2002	Μεταβολή (%)
<b>Εγχώριες και διασυνοριακές</b>			
Σύνολο	53.663.478	64.519.000	20
Ημερήσιος μέσος όρος	211.274	253.016	20
<b>Εγχώριες</b>			
Σύνολο	42.164.099	50.785.315	20
Ημερήσιος μέσος όρος	166.000	199.158	20
<b>Διασυνοριακές</b>			
Σύνολο	11.499.379	13.733.685	19
Ημερήσιος μέσος όρος	45.273	53.858	19
<b>Αξία (δισεκ. ευρώ)</b>			
	2001	2002	Μεταβολή (%)
<b>Εγχώριες και διασυνοριακές</b>			
Σύνολο	329.992	395.635	20
Ημερήσιος μέσος όρος	1.299	1.552	19
<b>Εγχώριες</b>			
Σύνολο	201.389	271.914	35
Ημερήσιος μέσος όρος	793	1.066	34
<b>Διασυνοριακές</b>			
Σύνολο	128.603	123.721	-4
Ημερήσιος μέσος όρος	506	485	-4

\*) 2001: 254 ημέρες λειτουργίας, 2002: 255.

## Πίνακας 20

### Μέγιστο επίπεδο πληρωμών μέσω TARGET το 2002

Όγκος	αριθμός	ημερομηνία
Εγχώριες και διασυνοριακές	371.758	28 Ιουν.
Εγχώριες	289.706	28 Ιουν.
Διασυνοριακές	82.079	29 Νοεμ.
Αξία (δισεκ. ευρώ)		
Εγχώριες και διασυνοριακές	2.172	28 Ιουν.
Εγχώριες	1.489	28 Ιουν.
Διασυνοριακές	689	29 Νοεμ.

Όπως αναφέρθηκε και το 2001, οι συμμετέχοντες στο TARGET τείνουν να υποβάλλουν τις πληρωμές τους νωρίς στη διάρκεια της ημέρας. Έως τη 1 μ.μ. άνω του 50% της ημερήσιας αξίας και σχεδόν 75% του αριθμού των διασυνοριακών πληρωμών έχει ήδη διακανονιστεί μέσω του TARGET. Η έναρξη της λειτουργίας του συστήματος CLS το Σεπτέμβριο του 2002 ενίσχυσε αυτή την τάση, αφού οι πληρωμές σε ευρώ μέσω του CLS πρέπει να διενεργούνται από τις 7 π.μ. έως τις 12 το μεσημέρι. Η υποβολή των πληρωμών νωρίς στη διάρκεια της ημέρας συμβάλλει σημαντικά στην ομαλή λειτουργία του TARGET και μειώνει τον κίνδυνο να παρουσιαστούν “συμφορήσεις”, λόγω έντονης ζήτησης ρευστότητας, αργότερα στη διάρκεια της ημέρας.

Το μακροπρόθεσμο πρόγραμμα αργιών του TARGET εφαρμόστηκε για πρώτη φορά το 2002. Μέχρι νωτέρας, το TARGET στο σύνολό του, συμπεριλαμβανομένων όλων των εθνικών συστημάτων διακανονισμού σε συνεχή χρόνο (ΣΔΣΧ), θα παραμείνει κλειστό τις ημερομηνίες αυτές. Χάρη στην καθιέρωση του μακροπρόθεσμου προγράμματος αργιών του TARGET, εξαλείφθηκε η αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές που οφειλόταν σε αλλαγές των αργιών αυτών τα προηγούμενα έτη.

Στις 18 Νοεμβρίου 2002 η νέα έκδοση του TARGET τέθηκε σε λειτουργία με επιτυχία. Η αναβάθμιση συνίστατο κυρίως στη συντήρηση του λογισμικού και στην εισαγωγή μιας διαδικασίας επαλήθευσης

του Διεθνούς Αριθμού Τραπεζικού Λογαριασμού (International Bank Account Number – IBAN) για τις πληρωμές πελατών. Η χρήση του IBAN αποτελεί προϋπόθεση, αλλά και ένα ακόμη βήμα, για την αυτόματη διεκπεραίωση των εντολών πληρωμής (straight-through processing – STP) στον τομέα των πληρωμών πελατών.

Στις 27 Νοεμβρίου 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο ενέκρινε νέο πλαίσιο πολιτικής για την καταβολή αποζημίωσης στους χρήστες του TARGET σε περίπτωση δυσλειτουργίας του συστήματος. Το νέο πλαίσιο βασίζεται σε υπάρχουσες πρακτικές της αγοράς και στόχος του είναι η γρήγορη και τυποποιημένη καταβολή αποζημίωσης για ορισμένες ζημιές.

### Διαθεσιμότητα του TARGET

Η διαθεσιμότητα του TARGET βελτιώθηκε ακόμη περισσότερο και έφθασε στο 99,77% το 2002. Οι διακοπές της λειτουργίας του μειώθηκαν περαιτέρω, κατά 6%, σε σύγκριση με το 2001. Τα μέτρα αντιμετώπισης έκτακτων περιστατικών του TARGET ενισχύθηκαν το 2002, με σκοπό να αυξηθεί η αποτελεσματικότητά τους και να ανταποκρίνονται τόσο στις απαιτήσεις των συστημικώς σημαντικών συστημάτων όσο και στις ανάγκες των συναλλαγών μέσω του CLS, αλλά βάσει και των διδαγμάτων που αντλήθηκαν από τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου 2001. Η χρησιμότητα των ενισχυμένων μέτρων αντιμετώπισης έκτακτων περιστατικών επιβεβαιώθηκε με εκτεταμένες δοκιμές, όπως επίσης και κατά την εφαρμογή τους για πρώτη φορά σε πραγματικές συνθήκες λειτουργίας.

### Σχέσεις με τους χρήστες του TARGET

Το 2002 η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ συνέχισαν το διάλογο με τους χρήστες του TARGET. Όπως και το προηγούμενο έτος, σε τακτά χρονικά διαστήματα γίνονταν συναντήσεις με τις εθνικές ομάδες χρηστών του

TARGET, ενώ σε επίπεδο ΕΣΚΤ διοργανώθηκαν δύο συνεδριάσεις της Ομάδας Επαφών για τη Στρατηγική Πληρωμών σε Ευρώ (Contact Group on Euro Payments Strategy – COGEPS). Επιπλέον, η ΕΚΤ φιλοξένησε δύο διμερείς συναντήσεις, στις οποίες μετείχαν η Ομάδα Εργασίας για τη Διαχείριση του TARGET (TARGET Management Working Group – TMWG) που αποτελείται από εκπροσώπους του ΕΣΚΤ και η Ομάδα Εργασίας για το TARGET (TARGET Working Group – TGW) του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα. Σκοπός των δύο αυτών συναντήσεων ήταν να εντατικοποιηθεί ο διάλογος για λειτουργικά θέματα του TARGET σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η στενή σχέση με τους χρήστες διασφαλίζει ότι το Ευρωσύστημα λαμβάνει δεόντως υπόψη τις ανάγκες τους και μεριμνά καταλλήλως για την κάλυψή τους.

### **Ένταξη νέων χωρών**

Στις 24 Οκτωβρίου 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι οι κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών θα έχουν τη δυνατότητα - αλλά όχι την υποχρέωση - να συνδεθούν με το TARGET, μόλις οι χώρες τους ενταχθούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Με τις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών εξετάζονται και συζητούνται ποικίλοι εναλλακτικοί τρόποι σύνδεσης, συμπεριλαμβανομένων και σεναρίων ώστε να μη χρειάζεται να λειτουργεί ΣΔΣΧ σε ευρώ σε κάθε επιμέρους χώρα.

### **TARGET2**

Επίσης στις 24 Οκτωβρίου 2002, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έλαβε μια στρατηγική απόφαση όσον αφορά την κατεύθυνση προς την οποία θα εξελιχθεί η επόμενη γενεά του συστήματος TARGET (TARGET2). Κύριος σκοπός του Ευρωσυστήματος είναι να διασφαλίσει ότι το TARGET θα εξελιχθεί σε ένα σύστημα που: α) θα ανταποκρίνεται καλύτερα στις ανάγκες των πελατών παρέχοντας ένα

πολύ πιο εναρμονισμένο επίπεδο υπηρεσιών, β) θα εγγυάται την αποδοτική σχέση κόστους-ωφέλειας και γ) θα μπορεί να προσαρμόζεται ταχύτατα στις μελλοντικές εξελίξεις, στις οποίες συμπεριλαμβάνεται η διεύρυνση της ΕΕ και του Ευρωσυστήματος. Ταυτόχρονα, οι ΕθνΚΤ θα παραμείνουν αρμόδιες για την τήρηση των λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων και τις συναλλαγές με αυτά.

Το TARGET2 αναμένεται να λειτουργήσει μετά τα μέσα της τρέχουσας δεκαετίας. Θα είναι ένα σύστημα που θα αποτελείται από πολλές επιμέρους πλατφόρμες και μία “κοινή πλατφόρμα”. Αυτή θα είναι μια πλατφόρμα πληροφοριακών συστημάτων την οποία θα χρησιμοποιούν από κοινού όσες κεντρικές τράπεζες επιλέξουν να εγκαταλείψουν οικειοθελώς τις δικές τους πλατφόρμες. Εντός τριετίας από την έναρξη της λειτουργίας του TARGET2 θα αξιολογηθεί κατά πόσον αυτή η ενιαία κοινή πλατφόρμα ανταποκρίνεται στις ανάγκες όλων εκείνων των κεντρικών τραπεζών που δεν επιθυμούν να διατηρούν επιμέρους πλατφόρμα, καθώς και στις ανάγκες της αντίστοιχης τραπεζικής τους κοινότητας. Ενδέχεται να αποφασιστεί να δημιουργηθούν και άλλες κοινές πλατφόρμες σε μεταγενέστερο στάδιο της εξέλιξης του συστήματος TARGET2. Όπως και το TARGET, το TARGET2 θα είναι ένα σύστημα διακανονισμού, σε χρήμα κεντρικής τράπεζας, κατά κύριο λόγο συστημικώς σημαντικών πληρωμών μεγάλων ποσών σε ευρώ. Επιπλέον, όπως συμβαίνει και επί του παρόντος, θα δέχεται πληρωμές πελατών που επιθυμούν να τις προωθήσουν για επεξεργασία σε συνεχή χρόνο και σε χρήμα κεντρικής τράπεζας. Το TARGET2 θα διαθέτει πολύ πιο εναρμονισμένο επίπεδο υπηρεσιών από ό,τι το υφιστάμενο σύστημα. Στις βασικές υπηρεσίες του TARGET2, οι οποίες θα περιλαμβάνουν τις υπηρεσίες και τις λειτουργίες που θα προσφέρουν όλα τα επιμέρους συστήματά του, θα εφαρμόζεται μια ενιαία διάρθρωση τιμών σε όλο το εύρος του TARGET για τις εγχώριες και τις διασυνοριακές συναλλαγές που

διεκπεραιώνονται μέσω αυτού. Η ενιαία διάρθρωση τιμών θα βασίζεται σε ένα ΣΔΣΧ αναφοράς, το οποίο θα ορίζεται ως εκείνο με το χαμηλότερο μέσο κόστος ανά συναλλαγή. Οι ΕθνΚΤ μπορούν να παρέχουν και άλλες υπηρεσίες, τις οποίες όμως κάθε ΕθνΚΤ θα τις χρεώνει χωριστά και ανεξάρτητα από τις υπόλοιπες. Στις 16 Δεκεμβρίου 2002 προκηρύχθηκε δημόσια διαβούλευση με θέμα “TARGET2 - αρχές και δομή”.

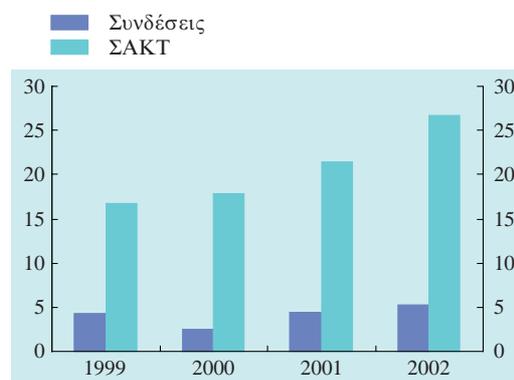
## 1.2 Το σύστημα ανταποκριτών κεντρικών τραπεζών (ΣΑΚΤ)

Το σύστημα ανταποκριτών κεντρικών τραπεζών (ΣΑΚΤ) επιτρέπει τη διασυνοριακή χρήση ασφαλειών από τους αντισυμβαλλόμενους στις πράξεις νομισματικής πολιτικής και στις πράξεις παροχής ενδοημερήσιας πίστωσης. Εφαρμόστηκε το 1998 ως μεταβατική λύση έως ότου η αγορά αναπτύξει εναλλακτικές λύσεις. Το 2002 το ΣΑΚΤ παρέμεινε ο κυριότερος μηχανισμός για τη διασυνοριακή μεταβίβαση ασφαλειών στο Ευρωσύστημα. Το ύψος των ασφαλειών που έχουν κατατεθεί μέσω του ΣΑΚΤ αυξήθηκε από 157 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2001 σε 194 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2002.

Οι αντισυμβαλλόμενοι μόνο σε σπάνιες περιπτώσεις κατέφυγαν στην εναλλακτική (αντί του ΣΑΚΤ) λύση, δηλ. στις αποδεκτές συνδέσεις μεταξύ ΣΔΤ, για τη διασυνοριακή μεταβίβαση ασφαλειών. Στο Διάγραμμα 35 παρουσιάζεται η εξέλιξη της χρήσης διασυνοριακών ασφαλειών μέσω του ΣΑΚΤ και των συνδέσεων ως ποσοστού των συνολικών ασφαλειών που παρέχονται στο Ευρωσύστημα.

**Διάγραμμα 35**

**Διασυνοριακές ασφάλειες ως ποσοστό των συνολικών ασφαλειών που παρέχονται στο Ευρωσύστημα (%)**



Ύστερα από τα αιτήματα των αντισυμβαλλομένων να διατηρηθεί το ΣΑΚΤ, να διεκπεραιώνονται ταχύτερα οι συναλλαγές μέσω αυτού και να διευρυνθεί το ωράριο λειτουργίας του, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να συνεχιστεί μεσοπρόθεσμα η λειτουργία του συστήματος αυτού και να γίνουν περαιτέρω βελτιώσεις. Σε επίπεδο Ευρωσυστήματος αποφασίστηκε σχετικά να καθιερωθεί από το 2004 ένα ενδεικτικό χρονικό πλαίσιο μιας ώρας<sup>1</sup> για τις εσωτερικές διαδικασίες των ΕθνΚΤ. Πάντως, κάποιες ΕθνΚΤ άρχισαν ήδη από το 2002 να αυτοματοποιούν ορισμένες διαδικασίες με την ευκαιρία της εφαρμογής νέας γενεάς μηνυμάτων SWIFT. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα διεξήγαγε συζητήσεις με τις τράπεζες-θεματοφύλακες που συνεργάζονται με το ΣΑΚΤ σχετικά με την θέσπιση κώδικα δεοντολογίας για τους θεματοφύλακες που επεξεργάζονται συναλλαγές του ΣΑΚΤ.

<sup>1</sup> Τρίαντα λεπτά για την εγχώρια κεντρική τράπεζα και τριάντα λεπτά για την ανταποκρίτρια κεντρική τράπεζα.

## 2 Γενικά θέματα στον τομέα της επίβλεψης των συστημάτων πληρωμών

Το 2002, στο πλαίσιο της επίβλεψης των συστημάτων πληρωμών, το Ευρωσύστημα επιδίωξε να εξασφαλίσει την αδιάλειπτη συμμόρφωση των συστημικώς σημαντικών συστημάτων πληρωμών προς τα υπάρχοντα πρότυπα επίβλεψης και να αναπτύξει πρότυπα επίβλεψης για τα συστήματα πληρωμών μικρής αξίας. Στη διάρκεια του έτους άρχισε να αξιολογεί όλα τα συστημικώς σημαντικά συστήματα πληρωμών της ζώνης του ευρώ με γνώμονα τις “Βασικές Αρχές για τα Συστημικώς Σημαντικά Συστήματα Πληρωμών”.<sup>2</sup> Στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας αξιολογήθηκαν χωριστά και οι επιμέρους εθνικές συνιστώσες του TARGET, ενώ το TARGET ως σύνολο είχε αξιολογηθεί από το ΔΝΤ το 2001. Η ΕΚΤ θα καταρτίσει σχετική έκθεση εντός του 2003.

Τον Ιανουάριο του 2003 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι σε κάθε ΕθνΚΤ και στην ΕΚΤ θα πρέπει να διαχωρίζονται -τουλάχιστον σε επίπεδο εξειδικευμένων στελεχών- οι αρμοδιότητες επίβλεψης και λειτουργίας του TARGET.

Στις 8 Ιουλίου 2002 εκδόθηκε προσχέδιο κειμένου με τίτλο “Πρότυπα επίβλεψης για τα συστήματα πληρωμών μικρής αξίας σε ευρώ” προς δημόσια διαβούλευση. Το κείμενο αυτό εξετάζει τις συνέπειες που έχουν οι Βασικές Αρχές για τα Συστημικώς Σημαντικά Συστήματα Πληρωμών στα συστήματα πληρωμών μικρής αξίας. Ενώ τα συστημικώς σημαντικά συστήματα πληρωμών οφείλουν να συμμορφώνονται και με τις δέκα Βασικές Αρχές, το παραπάνω κείμενο εκφράζει την άποψη ότι έξι από τις Βασικές Αρχές είναι τόσο θεμελιώδεις, ώστε θα πρέπει να ισχύουν και για τα σημαντικά συστήματα πληρωμών μικρής αξίας. Η ανταπόκριση των ενδιαφερομένων ήταν γενικώς θετική. Η γενικότερη προσέγγιση είχε μεγάλη απήχηση. Οι σχολιαστές εξέφρασαν την

ικανοποίησή τους για τη διαφάνεια των προθέσεων του Ευρωσυστήματος όσον αφορά την επίβλεψη των συστημάτων πληρωμών μικρής αξίας. Παρατήρησαν όμως ότι οι Βασικές Αρχές θα πρέπει να εφαρμοστούν στα συστήματα πληρωμών μικρής αξίας των χωρών της ΕΕ με εναρμονισμένα κριτήρια. Τα σχόλια, τα οποία δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ, θα αξιολογηθούν προκειμένου να καθοριστούν οι πιθανές συνέπειές τους για την κατεύθυνση της πολιτικής.

Στις 19 Μαρτίου 2002 δημοσιεύθηκε η έκθεση “Electronic Money Systems Security Objectives” (EMSSO) προς δημόσιο σχολιασμό. Η έκθεση αυτή απαριθμεί στόχους όσον αφορά την ασφάλεια των συστημάτων ηλεκτρονικού χρήματος. Οι στόχοι αυτοί αφορούν την εν γένει αξιοπιστία και την τεχνική ασφάλεια των συστημάτων ηλεκτρονικού χρήματος, ούτως ώστε να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη του κοινού στα συστήματα αυτά, να προωθηθεί ο ανταγωνισμός επί ίσοις όροις μεταξύ των διαφόρων συστημάτων και να διευκολυνθεί η διαλειτουργικότητά τους. Η πρόταση κρίθηκε κατ’ αρχήν θετική και τα σχόλια εξετάζονται ήδη. Τροποποίηση της έκθεσης αυτής δημοσιεύθηκε το Φεβρουάριο του 2003.

Επίσης το Ευρωσύστημα καταβάλλει προσπάθειες, από κοινού με τις ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ, προκειμένου να προσδιορίσει την έκταση της χρήσης ανταποκριτριών τραπεζών για συναλλαγές σε ευρώ και τις εξελίξεις στο χώρο αυτό. Στόχος της προσπάθειας αυτής είναι να συγκεντρωθούν πληροφορίες για τις εξελίξεις σε όλο τον τομέα των πληρωμών σε ευρώ και όχι μόνο στα καθιερωμένα διατραπεζικά συστήματα.

2 “Core Principles for Systemically Important Payment Systems”, Bank for International Settlements, Βασιλεία, Ιανουάριος 2001.

### 3 Συστήματα πληρωμών μεγάλων ποσών

#### 3.1 Εξελίξεις στα άλλα συστήματα πληρωμών μεγάλων ποσών σε ευρώ

Τα τέσσερα υπάρχοντα συστήματα συμψηφισμού μεγάλων ποσών σε ευρώ - το σύστημα Euro Clearing (EURO I) της Τραπεζικής Ένωσης για το Ευρώ (EBA), το σύστημα Paris Net Settlement (PNS) στη Γαλλία, το Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) στην Ισπανία και το Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä (POPS) στη Φινλανδία - συνέχισαν να λειτουργούν ομαλά το 2002.

Το 2002 το EURO I, το μεγαλύτερο από τα συστήματα αυτά, διεκπεραίωνε περίπου 134.900 συναλλαγές ημερησίως, των οποίων η μέση ημερήσια αξία ήταν 188 δισεκ. ευρώ. Το PNS, που είναι το αμέσως μικρότερο, διεκπεραίωνε γύρω στις 29.700 συναλλαγές ημερησίως, μέσης ημερήσιας αξίας 78 δισεκ. ευρώ. Και τα τέσσερα συστήματα μαζί διεκπεραίωναν πληρωμές που αντιστοιχούσαν γύρω στα 2/3 του αριθμού και 1/6 της αξίας των πληρωμών που επεξεργάστηκε το TARGET.

Όπως και τα προηγούμενα έτη, οι πληρωμές πελατών αυξήθηκαν και πάλι αριθμητικά σε όλα τα συστήματα. Δεδομένου όμως ότι πρόκειται συνήθως για πληρωμές μικρής αξίας, η μέση αξία τους μειώθηκε και η συνολική αξία τους σημείωσε πτώση κατά 10% περίπου.

#### 3.2 Σύστημα Διακανονισμού Αδιάλειπτης Σύνδεσης (Continuous Linked Settlement)

Στις 9 Σεπτεμβρίου 2002 άρχισε να λειτουργεί το σύστημα διακανονισμού αδιάλειπτης σύνδεσης (CLS) που επιτρέπει το διακανονισμό πράξεων συναλλάγματος.<sup>3</sup> Το CLS εξαλείφει σε μεγάλο βαθμό τον κίνδυνο διακανονισμού στις πράξεις επί συναλλάγματος, αφού οι συναλλαγές αυτές διακανονίζονται με λογιστικές

εγγραφές με βάση το σχήμα “πληρωμή έναντι πληρωμής”.<sup>4</sup> Ο ρόλος της EKT όσον αφορά το CLS είναι διττός: συμμετέχει στην επίβλεψή του και παρέχει υπηρεσίες διακανονισμού.

Η επίβλεψη του CLS διενεργείται σύμφωνα με το διαθεσμικό πλαίσιο που περιγράφηκε στην Έκθεση Lamfalussy.<sup>5</sup> Επικεφαλής της επίβλεψης των συστημάτων πληρωμών έχει τεθεί το Federal Reserve System. Πριν από την έναρξη της λειτουργίας του CLS, οι κεντρικές τράπεζες των νομισμάτων που επί του παρόντος διακανονίζονται στο σύστημα αυτό αξιολόγησαν από κοινού τους πιθανούς κινδύνους που θα συνεπαγόταν η εισαγωγή των αντίστοιχων νομισμάτων τους στο CLS. Κατά την αξιολόγηση αυτή η EKT συμπέρανε ότι γενικώς ο διακανονισμός των πράξεων συναλλάγματος σε ευρώ θα πραγματοποιείται με ασφαλή και αποδοτικό τρόπο, χωρίς να δημιουργούνται αδικαιολόγητοι κίνδυνοι για τη χρηματαγορά του ευρώ και τα συστήματα πληρωμών σε ευρώ, και έτσι ενέκρινε να περιληφθεί το ευρώ στο CLS. Στο αυτό συμπέρασμα κατέληξαν για τα δικά τους νομίσματα και όλες οι υπόλοιπες κεντρικές τράπεζες που έλαβαν μέρος στην αξιολόγηση, και το Federal Reserve System ενέκρινε την έναρξη της λειτουργίας του συστήματος.

Προκειμένου να κατοχυρώσει το νομικό αμετάκλητο του διακανονισμού στο CLS, τον Ιούλιο του 2002 η Τράπεζα της Αγγλίας όρισε ότι το σύστημα CLS (οι κανόνες του οποίου διέπονται από το αγγλικό δίκαιο) θα υπόκειται στους κανονισμούς που έχει

<sup>3</sup> Επί του παρόντος τα νομίσματα που διακανονίζονται είναι το δολάριο ΗΠΑ, το ευρώ, το γιεν Ιαπωνίας, η λίρα Αγγλίας, το φράγκο Ελβετίας, το δολάριο Καναδά και το δολάριο Αυστραλίας.

<sup>4</sup> Περισσότερες πληροφορίες βλ. στο άρθρο “CLS: Σκοπός, εννοιολογικό πλαίσιο και συνέπειες”, EKT, Μηνιαίο Δελτίο, Ιανουάριος 2003.

<sup>5</sup> “Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries”, BIS, Νοέμβριος 1990.

εκδώσει το Ηνωμένο Βασίλειο κατ' εφαρμογήν της Οδηγίας της ΕΕ σχετικά με το αμετάκλητο του διακανονισμού.

Κατά το διακανονισμό των συναλλαγών τους στο σύστημα CLS, οι τράπεζες χρησιμοποιούν το αντίστοιχο ΣΔΣΧ για να τροφοδοτούν τους λογαριασμούς που τηρούν στο CLS στο σχετικό νόμισμα. Για το ευρώ η ΕΚΤ άνοιξε λογαριασμό υπέρ του CLS και όλες οι πληρωμές από και προς το σύστημα αυτό διεκπεραιώνονται μέσω του Μηχανισμού Πληρωμών της ΕΚΤ (ECB Payment Mechanism – EPM) και συνεπώς μέσω του TARGET. Δεδομένου ότι η ταχύτητα είναι κρίσιμο στοιχείο στις πληρωμές που προωθούνται μέσω του CLS, το Ευρωσύστημα βελτίωσε τα μέτρα αντιμετώπισης έκτακτων περιστατικών που εφαρμόζει, έτσι ώστε να περιορίζεται ο κίνδυνος διακοπής της λειτουργίας του συστήματος. Επανειλημμένες δοκιμές για την αντιμετώπιση έκτακτων περιστατικών σε πραγματικές συνθήκες διενεργήθηκαν με επιτυχή αποτελέσματα σε συνεργασία με την τραπεζική κοινότητα το 2001 και το 2002.

Έως το Δεκέμβριο του 2002, η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών που διακανονίζονταν μέσω του CLS είχε φθάσει τα 268 δισεκ. δολάρια. Εκτιμάται ότι το ποσό αυτό είναι ελαφρώς υψηλότερο του 22% της συνολικής αξίας των συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος. Μετά το δολάριο ΗΠΑ (το οποίο αντιπροσωπεύει ποσοστό 47% των διακανονιζόμενων πληρωμών μέσω CLS), τη δεύτερη θέση κατέχει το ευρώ με ποσοστό 22%. Η επίδραση στη ρευστότητα των αγορών του ευρώ ήταν περιορισμένη, αφού οι μέσες ημερήσιες εισερχόμενες πληρωμές δεν υπερέβαιναν τα 5,2 δισεκ. ευρώ και η μέση διακράτηση ρευστότητας στο λογαριασμό που τηρεί το CLS στην ΕΚΤ από τις 7 π.μ. έως 12 το μεσημέρι ήταν μόνο 0,8 δισεκ. ευρώ περίπου. Το CLS επιδεικνύει ικανοποιητική σταθερότητα στη λειτουργία του από την έναρξη των εργασιών του. Το καλοκαίρι του 2003 σχεδιάζεται να περιληφθούν στο CLS η κορώνα Σουηδίας, η κορώνα Νορβηγίας, η κορώνα Δανίας και το δολάριο Σιγκαπούρης και αργότερα εντός του 2003 θα προστεθούν επίσης το δολάριο Νέας Ζηλανδίας και το δολάριο Χονγκ-Κονγκ.

#### **4 Υπηρεσίες πληρωμών μικρής αξίας**

Αφότου κυκλοφόρησαν τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2002 και έγιναν οι αναγκαίες προσαρμογές στην υποδομή των συστημάτων πληρωμών για το νέο νόμισμα, η προσοχή και οι απαιτήσεις του κοινού έχουν στραφεί στην περαιτέρω ανάπτυξη του ενιαίου χώρου πληρωμών σε ευρώ. Στόχος του Ευρωσυστήματος είναι να καταστήσει τη ζώνη του ευρώ έναν άκρως ανταγωνιστικό χώρο πληρωμών μικρής αξίας που θα παρέχει στους πολίτες του αποδοτικούς και ασφαλείς μηχανισμούς και μέσα πληρωμών. Γι' αυτό και συνέχισε να ασκεί πολιτικές στον τομέα των πληρωμών μικρής αξίας που κατατείνουν στο στόχο αυτό. Το Ευρωσύστημα μπορεί επιλεκτικά να δράσει ως καταλύτης αλλαγών, να ασκήσει επίβλεψη ή να έχει λειτουργική

συμμετοχή. Το Ευρωσύστημα προωθεί τους στόχους του σε στενή συνεργασία και διάλογο με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα.

Στο τέλος του 2001, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο υιοθέτησαν τον Κανονισμό (ΕΚ) αρ. 2560/2001 σχετικά με τις διασυνοριακές πληρωμές σε ευρώ, σύμφωνα με τον οποίο οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να εξισώσουν το κόστος των διασυνοριακών πληρωμών που αντιπροσωπεύουν ποσά έως 12.500 ευρώ (50.000 ευρώ από 1ης Ιανουαρίου 2006) προς το κόστος των αντίστοιχων εγχώριων πληρωμών. Από τον Ιούλιο του 2002, ο κανονισμός αυτός ισχύει και για πληρωμές μέσω κάρτας και αναλήψεις μετρητών από αυτόματες ταμειολογιστικές μηχανές, ενώ

από την 1η Ιουλίου 2003 θα ισχύει και για τις διασυνοριακές μεταφορές πιστώσεων.

Ως καταλύτης αλλαγών, το Ευρωσύστημα επιδιώκει να διευκολύνει τον τραπεζικό τομέα να προσαρμοστεί στο νέο περιβάλλον που δημιουργείται με τον Κανονισμό. Σκοπός του είναι να ενθαρρύνει τις τράπεζες να συνεργαστούν για να δημιουργήσουν μια διοικητική δομή, επαγγελματικά πρότυπα και πρακτικές, καθώς και μια υποδομή η οποία θα τους επιτρέπει να παρέχουν υπηρεσίες πληρωμών μικρής αξίας στη ζώνη του ευρώ με ασφαλή και αποδοτικό τρόπο. Πριν από την υιοθέτηση του Κανονισμού, το Νοέμβριο του 2001, η ΕΚΤ υπέβαλε προς το Συμβούλιο ECOFIN την έκθεση “Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro”, όπου περιέγραφε την πορεία που πρέπει να ακολουθηθεί ώστε οι διασυνοριακές μεταφορές πιστώσεων να καταστούν εξίσου αποδοτικές με τις εγχώριες. Η ΕΚΤ ζήτησε από τους συμμετέχοντες στις αγορές να αναλάβουν την πρωτοβουλία και να αποφασίσουν σχετικά με μια διοικητική δομή που θα είναι δεσμευτική για τις τράπεζες, καθώς και να εξετάσουν μια πιθανή υποδομή (ένα διευρωπαϊκό αυτόματο συμψηφιστικό σύστημα (ACH) ή ένα αυτόματο συμψηφιστικό σύστημα με διασυνδέσεις) η οποία θα συνέβαλλε στην αποδοτικότερη επεξεργασία των διασυνοριακών μεταφορών πιστώσεων.

Το 2002 ο τραπεζικός τομέας της ΕΕ πραγματοποίησε κάποια βήματα προς την κατεύθυνση αυτή. Συστήθηκε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Πληρωμών (EPC), το οποίο εγκαινίασε ένα αναλυτικό πρόγραμμα για τη δημιουργία του ενιαίου χώρου πληρωμών σε ευρώ. Στόχος του προγράμματος είναι να δώσει τη δυνατότητα στους πολίτες να πραγματοποιούν οποιαδήποτε πληρωμή εντός του χώρου αυτού εξίσου εύκολα και φθηνά όπως στη χώρα τους. Το Ευρωσύστημα υποστηρίζει ένθερμα αυτό το πρόγραμμα, ενώ η ΕΚΤ συμμετέχει ως

παρατηρητής στις διάφορες ομάδες εργασίας του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Πληρωμών. Σημειώνεται επίσης ότι η Τραπεζική Ένωση για το Ευρώ (EBA) αναπτύσσει ένα αυτόματο συμψηφιστικό σύστημα για τις διατραπεζικές μεταφορές πιστώσεων σε ευρώ (STEP2), το οποίο προγραμματίζεται να τεθεί σε λειτουργία στα μέσα του 2003. Έτσι το STEP2 κατά πάσα πιθανότητα θα είναι ο πρώτος φορέας που θα παρέχει υπηρεσίες αυτόματου συμψηφισμού (ACH) σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, όπως ορίζεται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Πληρωμών. Η ΕΚΤ θα αξιολογεί σε τακτά χρονικά διαστήματα την πρόοδο των πρωτοβουλιών για την υλοποίηση του ενιαίου χώρου πληρωμών σε ευρώ και θα τηρεί ενήμερο το κοινό.

Η ΕΚΤ υπέβαλε επίσης τα σχόλιά της στη διαδικασία δημόσιας διαβούλευσης που εγκαινίασε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με ένα νέο νομικό πλαίσιο για τις πληρωμές μικρής αξίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση (“A possible legal framework for the Single Payment Area in the Internal Market”, MARKT/208/2001 – Rev. 1). Πρόθεση του Ευρωσυστήματος είναι να παρακολουθεί συνεχώς την πρόοδο που σημειώνει ο τραπεζικός τομέας και να αναπροσαρμόζει αναλόγως τη στρατηγική του.

Η αυξανόμενη χρήση των νέων επικοινωνιακών τεχνολογιών και η ανάγκη εφαρμογής συγκεκριμένων μηχανισμών πληρωμής για το ηλεκτρονικό εμπόριο έχουν προκαλέσει διάφορες εξελίξεις στο χώρο των ηλεκτρονικών πληρωμών. Στις 19 Νοεμβρίου 2002 η ΕΚΤ διοργάνωσε συνέδριο με θέμα “Ηλεκτρονικές πληρωμές στην Ευρώπη”, όπου εκπρόσωποι της συναφούς αγοράς και πανεπιστημιακοί παρουσιάστηκαν τις απόψεις τους σχετικά με τις τρέχουσες εξελίξεις στον τομέα των ηλεκτρονικών πληρωμών. Επιπλέον, η εισήγηση με τίτλο “E-payments in Europe – the Eurosystem’s perspective” (ΕΚΤ, Σεπτέμβριος 2002) δημοσιεύθηκε προς δημόσιο σχολιασμό αλλά και ως έναυσμα για διάλογο στο συνέδριο.

Στο πλαίσιο αυτό, η ΕΚΤ αποφάσισε επίσης, με τη σύμφωνο γνώμη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, να αναλάβει την αρμοδιότητα για το Παρατηρητήριο

Συστημάτων Ηλεκτρονικών Πληρωμών (e-Payments Systems Observatory – ePSO), το οποίο είχε λήξει ως πρόγραμμα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

## 5 Συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων

Το ΕΣΚΤ ενδιαφέρεται γενικά για τη σωστή λειτουργία των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων. Πράγματι, η μη εύρυθμη λειτουργία των συστημάτων αυτών θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο την ομαλή εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών. Τυχόν διαταραχές στη λειτουργία των Συστημάτων Διακανονισμού Τίτλων (ΣΔΤ) μπορεί να μεταδοθούν αυτόματα και στα συστήματα πληρωμών επειδή εφαρμόζονται μηχανισμοί ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής (DVP) για τη μεταφορά τίτλων και πληρωμών σε μετρητά. Αντίστοιχα, τυχόν αδυναμία των κεντρικών αντισυμβαλλομένων να διενεργήσουν εκκαθάριση μπορεί να αναστείλει το διακανονισμό των συναλλαγών επί τίτλων.

Το Ευρωσύστημα εν προκειμένω έχει διττό ρόλο. Πρώτον, το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολογεί τη συμμόρφωση των ΣΔΤ με συγκεκριμένα πρότυπα, τα οποία καθορίστηκαν το 1998 και αποσκοπούν στην εξάλειψη των κινδύνων κατά τη διεξαγωγή των πιστοδοτικών πράξεων του Ευρωσυστήματος. Δεύτερον, το Ευρωσύστημα παρακολουθεί την προϊούσα ενοποίηση και ολοκλήρωση στον τομέα της εκκαθάρισης και του διακανονισμού τίτλων.

Επιπλέον, το ΕΣΚΤ συνεργάζεται με άλλες αρχές αρμόδιες για τη ρύθμιση και την επίβλεψη των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Το 2001 η ΕΚΤ, στο πλαίσιο της δημόσιας διαβούλευσης που διοργάνωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, υπέβαλε σχόλια σχετικά με την Ανακοίνωση για την εκκαθάριση και το διακανονισμό.

### 5.1 Αξιολόγηση των συστημάτων διακανονισμού τίτλων

Στις 29 Αυγούστου 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο επικαιροποίησε την αξιολόγηση των ΣΔΤ που είναι αποδεκτά για το διακανονισμό ασφαλειών στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος.

Το Ευρωσύστημα αναγνώρισε ότι τα ΣΔΤ συνεχίζουν να προσπαθούν για την πιστότερη συμμόρφωσή τους προς τα πρότυπα. Ειδικότερα, το σύστημα SCLV/AIAF (στην Ισπανία), το SCL Barcelona (επίσης στην Ισπανία), το BOGS (στην Ελλάδα) και το Crest (στο Ηνωμένο Βασίλειο) εισήγαγαν το διακανονισμό σε χρήμα κεντρικής τράπεζας με “ταυτόχρονη παράδοση και πληρωμή” (DVP) σε συνεχή χρόνο.

Επιπλέον, παρατηρήθηκε ότι οι απαιτήσεις τους Ευρωσυστήματος διαφοροποιούνται ανάλογα με το αν οι ΕθνΚΤ εφαρμόζουν σύστημα συγκέντρωσης (pooling system) ή σύστημα εξειδίκευσης (earmarking system) για το διακανονισμό των τίτλων που παρέχονται ως ασφάλεια στις πιστοδοτικές πράξεις. Κατ’ αρχήν, τα πρότυπα ορίζουν ότι πρέπει να προσφέρονται διευκολύνσεις ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής προς εξασφάλιση του ποσού της πίστωσης. Εντούτοις, στις χώρες όπου εφαρμόζεται το σύστημα συγκέντρωσης, οι τίτλοι προκατατίθενται συνήθως στην κεντρική τράπεζα χωρίς πληρωμή. Κρίθηκε ότι σ’ αυτή την περίπτωση η κεντρική τράπεζα δεν διατρέχει κίνδυνο ως προς το ποσό της πίστωσης, αφού οι τίτλοι ενεχυράζονται πριν από τη χορήγηση της πίστωσης και αποδεσμεύονται μόνο μετά την αποπληρωμή της. Πάντως, στην πλειοψηφία των ΣΔΤ των χωρών αυτών

προβλέπονται μηχανισμοί ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής για τις πράξεις της αγοράς.

Επίσης, κατά την αξιολόγηση αυτή εξετάστηκαν ιδίως πιθανά μέτρα που εγγυώνται τη συνέχιση της ροής των εργασιών. Επιβεβαιώθηκε ότι τα αποδεκτά ΣΔΤ διαθέτουν τις κατάλληλες διαδικασίες για την επανέναρξη των εργασιών τους σε περίπτωση σοβαρής βλάβης, ενώ ήδη τα ΣΔΤ είχαν αρχίσει να διενεργούν συχνότερες δοκιμές στα εφεδρικά τους συστήματα.

## **5.2 Ενοποίηση των ευρωπαϊκών υποδομών στον τομέα των κινητών αξιών**

Το Ευρωσύστημα ενδιαφέρεται ιδιαίτερα για τη δημιουργία ενιαίας πανευρωπαϊκής υποδομής στον τομέα των κινητών αξιών. Το 2002 σημειώθηκαν νέες συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τομέα του διακανονισμού τίτλων στην Ευρώπη, μετά την ενοποίηση υποδομών σε εγχώριο επίπεδο που έγινε στην Ιταλία και την Ισπανία, και την εξαγορά του ΣΔΤ του Λουξεμβούργου από τον φορέα που κατέχει το ΣΔΤ της Γερμανίας, από την οποία γεννήθηκε το Clearstream Group. Στις 19 Σεπτεμβρίου 2002 τέθηκε σε ισχύ και η συγχώνευση του συστήματος Euroclear που λειτουργεί στη Γαλλία, την Ολλανδία και το Βέλγιο, με το Crest του Ηνωμένου Βασιλείου. Το Euroclear Group αναμένεται να υιοθετήσει ένα κοινό και ενιαίο μηχανισμό διακανονισμού το 2005.

## **5.3 Συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR)**

Η Ομάδα Εργασίας που ιδρύθηκε με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ και της CESR το 2001 και αποτελείται από εκπροσώπους του ΕΣΚΤ και της CESR, καθώς και ένα παρατηρητή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, συνέχισε το έργο της στον τομέα των ΣΔΤ και των κεντρικών αντισυμβαλλομένων. Σκοπός του έργου της είναι η ανάπτυξη ευρωπαϊκών προτύπων για τις δραστηριότητες εκκαθάρισης και διακανονισμού, με βάση τις Συστάσεις για τα Συστήματα Διακανονισμού Τίτλων (“Recommendations for Securities Settlement Systems”, BIS, Βασιλεία, Νοέμβριος 2001).

Ειδικότερα, στις 15 Μαρτίου 2002 τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών στις Αγορές Κινητών Αξιών προκήρυξαν δημόσια διαβούλευση σχετικά με τη φύση, το πεδίο εφαρμογής και τους σκοπούς των προτύπων, τους πιθανούς αποδέκτες τους, τους όρους πρόσβασης στα συστήματα, τους κινδύνους και τις αδυναμίες τους, τους κύκλους διακανονισμού, καθώς και ζητήματα σχετικά με τη διάρθρωση των αγορών. Γενικώς, οι συμμετέχοντες στη διαδικασία διαβούλευσης θεώρησαν θετική την πρωτοβουλία για την ανάπτυξη κοινών προτύπων σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αλλά υπογράμμισαν την ανάγκη συντονισμού, προκειμένου να διασφαλιστεί η ομοιόμορφη εφαρμογή των νέων προτύπων. Η Ομάδα Εργασίας συνέχισε τη συζήτηση των προτάσεων για τα πρότυπα, ενώ προγραμματίζεται να ακολουθήσει και νέα δημόσια διαβούλευση το 2003.

## 6 Άλλες δραστηριότητες

Τον Ιούλιο του 2002 η ΕΚΤ δημοσίευσε την έκθεση “Payment and securities settlement systems in the European Union, Addendum incorporating 2000 figures”, γνωστή και ως “Blue Book”. Πρόκειται για επικαιροποίηση της έκθεσης του 2001 βάσει νεότερων στατιστικών στοιχείων.

Τον Αύγουστο του 2002 κυκλοφόρησε η δεύτερη έκδοση της έκθεσης “Payment and securities settlement systems in accession

countries”, γνωστής και ως “Blue Book για τις υπό ένταξη χώρες”. Η έκθεση αυτή περιγράφει την κατάσταση σε καθεμιά από τις 12 χώρες από το 2001, ενώ παραθέτει στοιχεία και για την περίοδο 1997-2001.

Επιπλέον, τον Αύγουστο του 2002 πραγματοποιήθηκε στην ΕΚΤ τριήμερο σεμινάριο για ανώτατα στελέχη κεντρικών τραπεζών με τίτλο “Συστήματα πληρωμών και διακανονισμού τίτλων”.

Συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στον  
Ευρωπύργο, στις 26 Σεπτεμβρίου 2002



## Κεφάλαιο ΙΧ

### Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εποπτεία

## I Διάρθρωση, επιδόσεις και κίνδυνοι στον τραπεζικό τομέα

Η παρακολούθηση των εξελίξεων που σημειώνονται στον τραπεζικό τομέα, από μια σκοπιά που καλύπτει ολόκληρη την ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ, συνεχίστηκε και επαυξήθηκε το 2002. Σημαντικό μέρος της δραστηριότητας αυτής πραγματοποιήθηκε υπό την αιγίδα της Επιτροπής Τραπεζικής Εποπτείας (BSC) του ΕΣΚΤ και είχε δύο κύριους άξονες. Πρώτον, την ετήσια ανάλυση των διαρθρωτικών εξελίξεων στον τραπεζικό κλάδο. Το πόρισμα αυτής της ανάλυσης – αντικείμενο της οποίας είναι οι διαρθρωτικές εξελίξεις που ενδιαφέρουν τις τράπεζες και τις εποπτικές αρχές και η οποία λαμβάνει υπόψη ένα σύνολο διαρθρωτικών στατιστικών δεικτών που συγκροτήθηκε πρόσφατα – δημοσιεύθηκε για πρώτη φορά το 2002.<sup>1</sup> Σ' αυτό το πλαίσιο, η BSC συνέχισε να μελετά και ορισμένα ειδικά ζητήματα, όπως η εξέλιξη των χαρακτηριστικών ρευστότητας και της διαχείρισης των τραπεζών στο νέο περιβάλλον που έχει διαμορφωθεί μετά την εισαγωγή του ευρώ.<sup>2</sup> Δεύτερον, την τακτική ανάλυση της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα που διεξάγεται για τους σκοπούς της προληπτικής εποπτείας σε μακροοικονομικό επίπεδο. Παρακολουθούνται συστηματικά οι υπάρχουσες συνθήκες, καθώς και οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, και δύο φορές το χρόνο υποβάλλεται επίσημη αξιολόγηση στα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ. Συνεχίστηκαν οι εργασίες σχετικά με τις μεθοδολογίες για την αξιολόγηση των πιστωτικών κινδύνων που αναλαμβάνουν οι τράπεζες έναντι διαφόρων τομέων της οικονομίας και για τη διενέργεια προσομοιώσεων καταστάσεων κρίσης, καθώς και σχετικά με τη βελτίωση της ποιότητας και του εύρους των πληροφοριών που διατίθενται σε επίπεδο ΕΕ. Από τα ποικίλα ζητήματα που εξετάστηκαν, αξίζει να αναφερθούν οι κίνδυνοι δευτερογενών επιδράσεων στις τράπεζες από κρίσεις που εκδηλώνονται εκτός της χώρας τους. Πέραν του έργου που διεξάγεται από την BSC, μελέτες γίνονται και εσωτερικά στην ΕΚΤ με σκοπό

να βελτιωθεί η σφαιρική ανάλυση των ζητημάτων που συνδέονται με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

### Διαρθρωτικές εξελίξεις

Από τις κυριότερες εξελίξεις που σημειώθηκαν στον τραπεζικό τομέα της ΕΕ κατά το 2002, αξίζει να επισημανθούν ιδιαίτερα οι εξής δύο: πρώτον, οι προσπάθειες που καταβάλλουν οι τράπεζες για να αναδιοργανωθούν και να αντιμετωπίσουν έτσι τις πιέσεις τις οποίες δημιουργεί το αυξημένο κόστος τους σε συνδυασμό με τη μείωση των εσόδων τους και δεύτερον, η ταχεία επέκταση της χρήσης μέσων μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου (πιστωτικά παράγωγα και τιτλοποίηση).

Λόγω της απώλειας εσόδων μετά τη δυσμενή εξέλιξη του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος το 2001 και το 2002, καθώς και λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού, οι τράπεζες της ΕΕ υφίστανται αυξανόμενες πιέσεις να μειώσουν το κόστος τους. Σε πολλές τράπεζες, από το 2001 και ακόμη εντονότερα το 2002, παρατηρείται σημαντική πτώση των εσόδων από ορισμένες εργασίες που εισήχθησαν για πρώτη φορά τη δεκαετία του 1990 (όπως η ιδιωτική τραπεζική, η επενδυτική τραπεζική και η διαχείριση ενεργητικού). Γι' αυτό και πολλές τράπεζες της ΕΕ ανέλαβαν εκτεταμένα προγράμματα αναδιάρθρωσης με σκοπό τον περιορισμό του κόστους τους (συμπεριλαμβανομένων των δαπανών προσωπικού), τον εξορθολογισμό της οργάνωσης και τον αναπροσανατολισμό τους σε πιο παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες. Παρά τις αυξημένες προσπάθειες εξορθο-

1 Βλ. ΕΚΤ, "Structural analysis of the EU banking sector", Νοέμβριος 2002.

2 Βλ. ΕΚΤ, "Developments in banks' liquidity profile and management, Μάιος 2002.

λογισμού, οι λόγοι κόστους-εσόδων των τραπεζών της ΕΕ αυξήθηκαν το 2001. Ωστόσο, το πρώτο εξάμηνο του 2002 οι τράπεζες που είχαν ενεργητικό άνω των 100 δισεκ. ευρώ κατόρθωσαν να μειώσουν τους αντίστοιχους λόγους κόστους-εσόδων τους. Οι αυξημένες προσπάθειες των τραπεζών αναμένεται να επιφέρουν ορατή βελτίωση της αποτελεσματικότητας των τραπεζών μεσοπρόθεσμα. Η χρήση προϊόντων μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου, ιδίως πιστωτικών παραγώγων, επεκτάθηκε με εντονότερο ρυθμό το 2002. Τα πιστωτικά παράγωγα αποτελούν το νεότερο και ταχύτερα αναπτυσσόμενο τμήμα της αγοράς παραγώγων. Και, παρά τα αυξημένα κρούσματα αθετήσεως συμβατικών υποχρεώσεων, αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να αναπτύσσονται ραγδαία. Σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα της ISDA (International Swaps and Derivatives Association), ο εκτιμώμενος όγκος συναλλαγών επί πιστωτικών παραγώγων παγκοσμίως έφθασε στο τέλος του 2001 τα 900 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων ποσοστό 35% έχει συνομολογηθεί από τράπεζες της ΕΕ.

Η ωρίμανση της αγοράς προϊόντων μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου μπορεί να συμβάλει στην αποτελεσματικότερη κατανομή των κινδύνων τόσο μεταξύ των τραπεζών όσο και μεταξύ των λοιπών ιδρυμάτων του χρηματοπιστωτικού τομέα (ιδίως των ασφαλιστικών εταιριών). Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα έχουν επίσης τη δυνατότητα ακριβέστερης τιμολόγησης και διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου. Ωστόσο, θα μπορούσαν να δημιουργηθούν πρόσθετοι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, επειδή η κατανομή του πιστωτικού κινδύνου μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων θα γινόταν λιγότερο διαφανής για τις αγορές και τις εποπτικές αρχές. Οι συναλλαγές επί προϊόντων κάλυψης κινδύνων είναι συγκεντρωμένες σε ολιγάριθμες τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες. Τα προϊόντα μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου θα

μπορούσαν επίσης να αυξήσουν την πιθανότητα μετάδοσης διαταραχών από τις ασφαλιστικές εταιρίες στις τράπεζες και να δημιουργήσουν σημαντικούς νομικούς και λειτουργικούς κινδύνους εις βάρος των τραπεζών. Το ακριβές μέγεθος του μεταφερόμενου κινδύνου εξαρτάται πάντως από τις συγκεκριμένες συμβατικές ρήτρες.

Παράλληλα με την αύξηση των συναλλαγών επί προϊόντων μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου, σημειώθηκε πρόοδος ως προς τα εσωτερικά συστήματα αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου, εν αναμονή του Νέου Συμφώνου της Βασιλείας (βλ. την τελευταία ενότητα του παρόντος κεφαλαίου). Με τα συστήματα αυτά οι τράπεζες μπορούν να καθορίζουν τις τιμές των παρεχόμενων πιστώσεων κατά τρόπο που να αντανakλά ακριβέστερα τους συναφείς κινδύνους και να επιτυγχάνουν καλύτερη εσωτερική κατανομή των κεφαλαίων τους. Οι τράπεζες επίσης σημείωσαν πρόοδο όσον αφορά την αξιολόγηση και τον έλεγχο των λειτουργικών κινδύνων, μεταξύ άλλων και διότι οι εν λόγω κίνδυνοι θα συμπεριληφθούν στο νέο Σύμφωνο της Βασιλείας. Τέλος, η ολοκλήρωση, το αυξημένο βάθος και ο υψηλός βαθμός ρευστότητας των κεφαλαιαγορών του ευρώ, η εισαγωγή νέων τεχνολογιών για τη διενέργεια των πληρωμών και οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες έχουν επιτρέψει στις τράπεζες να διαχειρίζονται αποτελεσματικότερα τον κίνδυνο ρευστότητας. Ταυτόχρονα, έχει αυξηθεί ο κίνδυνος εξάντλησης της ρευστότητας σε περιπτώσεις αναταραχής στις αγορές, καθώς οι τράπεζες εξαρτώνται ολοένα περισσότερο από τις αγορές κινητών αξιών. Ο τραπεζικός τομέας έχει αρχίσει να αναπτύσσει πιο προηγμένες ποσοτικές μεθόδους για τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας (π.χ. μέθοδοι δυνητικού κινδύνου ρευστότητας – “liquidity-at-risk”), αλλά αυτές βρίσκονται ακόμη σε σχετικά πρώιμο στάδιο.

Το 2002 συνεχίστηκαν κάποιες από τις τάσεις που είχαν επισημανθεί στην περυσινή Ετήσια Έκθεση. Οι τράπεζες

εξακολούθησαν να επεκτείνονται προς χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης, πράγμα που τους προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες μεγέθυνσης. Εντός της ΕΕ υπήρξαν ορισμένες νέες περιπτώσεις διασυνοριακής επέκτασης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων ή μέσω της ίδρυσης υποκαταστημάτων και θυγατρικών, αλλά ο ρυθμός της εν λόγω επέκτασης μειώθηκε σημαντικά στο τέλος του 2001 και το 2002. Εν όψει των δυσμενέστερων συνθηκών που επικράτησαν στην αγορά, οι τράπεζες επέδειξαν πιο επιφυλακτική στάση ως προς τους κινδύνους που συνδέονται με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, όπως προκύπτει από τη σαφή μείωση των εγχώριων και διασυνοριακών συγχωνεύσεων μεταξύ μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων. Μεταξύ των μικρότερων τραπεζών που επιδιώκουν να περικόψουν το κόστος τους, ο ρυθμός των εγχώριων συγχωνεύσεων και εξαγορών παρέμεινε υψηλός.

Από την εισαγωγή του ευρώ και εξής, η ενοποίηση του τραπεζικού τομέα δεν έχει εξελιχθεί ομοιόμορφα σε όλο το φάσμα των τραπεζικών εργασιών και παρατηρούνται διαφοροποιήσεις στους επιμέρους τομείς.<sup>3</sup> Όσον αφορά τις τραπεζικές εργασίες χονδρικής και τις εργασίες που συνδέονται με τις κεφαλαιαγορές, οι άλλοτε κατατημένες κατά νόμισμα εθνικές αγορές (π.χ. η αναδοχή εκδόσεων τίτλων) έχουν ήδη σε μεγάλο βαθμό μετασχηματιστεί σε μια ενοποιημένη αγορά που καλύπτει ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Ο έντονος ανταγωνισμός, ο οποίος ενισχύεται από την είσοδο διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην αγορά, έχει περιορίσει σημαντικά τον ηγετικό ρόλο των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και έχει μειώσει τις προμήθειες των αναδόχων στις εκδόσεις τίτλων. Η υποδομή για τη διασυνοριακή εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών επί τίτλων εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από κατάτμηση, γεγονός που αποτελεί σοβαρό εμπόδιο στη διαπραγμάτευση τίτλων και στην παροχή συναφών υπηρεσιών

διαχείρισης ενεργητικού σε διασυνοριακή βάση. Η ενοποίηση υπήρξε σαφώς βραδύτερη στον τομέα της λιανικής τραπεζικής, επειδή οι εν λόγω δραστηριότητες έχουν κατά παράδοση έντονο τοπικό χαρακτήρα. Ωστόσο, παρατηρούνται αυξανόμενες διασυνδέσεις μεταξύ των εθνικών αγορών. Ειδικότερα, η παρουσία ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων στα εθνικά τραπεζικά συστήματα είναι ήδη σημαντική και η συμμετοχή τους στο κεφάλαιο εγχώριων τραπεζών υπερβαίνει το 20% συνολικά στην ΕΕ.

### **Επιδόσεις και κίνδυνοι**

Η κερδοφορία των τραπεζών της ΕΕ υποχώρησε το 2001, και ακόμη περισσότερο το πρώτο εξάμηνο του 2002, με κύριες αιτίες τις αυξημένες προβλέψεις για επισφαλή δάνεια και τη μείωση των εσόδων των τραπεζών από άλλες πηγές εκτός των τόκων, εξελίξεις οι οποίες αντανάκλυσαν την επιδείνωση των συνθηκών στην οικονομία και τη χρηματοπιστωτική αγορά. Μετά την αφαίρεση των φόρων και των έκτακτων κονδυλίων, η κερδοφορία των τραπεζών της ΕΕ (μετρούμενη ως η συνολική απόδοση του μετοχικού τους κεφαλαίου) μειώθηκε σε 10,1% το 2001, από 12,4% το 2002, χωρίς όμως να αποκλίνει από τα μέσα επίπεδα της περιόδου 1995-99.<sup>4</sup> Όσον αφορά την κατανομή της κερδοφορίας κατά τράπεζα, παρατηρείται ακόμη εντονότερη μεταβολή: οι τράπεζες με κερδοφορία κάτω του 5% αυξήθηκαν σημαντικά (τόσο αριθμητικά όσο και με βάση το ύψος των απασχολούμενων κεφαλαίων τους ως ποσοστό των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων του τραπεζικού συστήματος), ενώ η ομάδα των τραπεζών με υψηλή κερδοφορία (άνω του 20%) συρρικνώθηκε δραστικά. Ο ρυθμός μείωσης της

<sup>3</sup> Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο "Banking integration in the euro area", ECB Occasional Paper No. 6, Δεκέμβριος 2002.

<sup>4</sup> Τα στοιχεία που παρατίθενται στην παρούσα ενότητα συλλέγονται από την Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας. Καλύπτουν περί το 99% των πιστωτικών ιδρυμάτων της ΕΕ με βάση το συνολικό ενεργητικό για το δημοσιονομικό έτος 2001.

κερδοφορίας των κυριότερων τραπεζικών ομίλων επιταχύνθηκε το 2002.

Στους κυριότερους τραπεζικούς ομίλους για τους οποίους υπάρχουν διαθέσιμα τριμηνιαία στοιχεία, ο ρυθμός αύξησης των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια επιταχύνθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2002 (και ακόμη περισσότερο το τρίτο τρίμηνο), καθώς άρχισαν να συσσωρεύονται ταχύτερα τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Στους τραπεζικούς ομίλους που έχουν ενεργητικό άνω των 100 δισεκ. ευρώ, οι προβλέψεις για επισφαλή δάνεια ως ποσοστό των κερδών (πριν από τις προβλέψεις) αυξήθηκαν κατά 25% το πρώτο εξάμηνο του 2001, αντανακλώντας τα αυξημένα κρούσματα χρεοκοπίας εταιριών σε πολλές χώρες της ΕΕ και την υποβάθμιση της ποιότητας ορισμένων απαιτήσεων έναντι του εξωτερικού. Ιδιαίτερα σοβαρό πλήγμα στα έσοδα πολλών μεγάλων τραπεζών προκάλεσε η μείωση των εσόδων τους από επενδυτικές τραπεζικές εργασίες, η οποία οφειλόταν στη δυσχέρεια άντλησης κεφαλαίων από την πρωτογενή και δευτερογενή κεφαλαιαγορά και στην κάμψη των δραστηριοτήτων αναδιάρθρωσης των επιχειρήσεων. Λόγω της αναταραχής των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι εταιρίες έτειναν να μειώσουν τη χρηματοδότησή τους μέσω της έκδοσης μετοχών και ομολόγων, αλλά και τα προγράμματα αναδιάρθρωσής τους. Τα έσοδα από επενδυτικές τραπεζικές εργασίες αντιπροσώπευαν υψηλό ποσοστό των κερδών των μεγάλων τραπεζών τα τελευταία έτη της δεκαετίας του 1990 έως και το 2000. Επίσης λόγω της αναταραχής των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι τράπεζες είναι πλέον λιγότερο διατεθειμένες να επενδύσουν σε κινητές αξίες και σε αμοιβαία κεφάλαια, με αποτέλεσμα να μειώνονται τα έσοδά τους από διαχείριση ενεργητικού και από διαπραγμάτευση τίτλων.

Συνολικά, η αναταραχή των χρηματοπιστωτικών αγορών δεν επηρέασε τόσο τα έσοδα των τραπεζών όσο τον

πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς που έχουν αναλάβει, εφόσον οι μετοχές τις οποίες διακρατούν άμεσα οι τράπεζες είναι κατά κανόνα λίγες (περίπου 4% του ενοποιημένου ισολογισμού των τραπεζών της ΕΕ). Για πολλές μεγάλες τράπεζες, η πρόσφατη διαδικασία διαφοροποίησης των κινδύνων δεν έφερε τα επιθυμητά οφέλη, επειδή ταυτόχρονα πολλές τραπεζικές δραστηριότητες – συμπεριλαμβανομένων και διεθνών – παρουσίασαν κάμψη. Οι τράπεζες που δραστηριοποιούνται κυρίως στον τομέα των εργασιών λιανικής και έχουν εδραιωθεί στις εγχώριες αγορές ήταν εκείνες οι οποίες παρουσίασαν τις καλύτερες επιδόσεις υπό τις συνθήκες που επικράτησαν το 2001 και το 2002.

Επειδή το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών δεν έχει επηρεαστεί σημαντικά μέχρι στιγμής και παράλληλα έχουν βελτιωθεί οι τεχνικές διαχείρισης κινδύνων, οι τράπεζες αντιμετώπισαν ικανοποιητικά τις διαταραχές που σημειώθηκαν στο περιβάλλον μέσα στο οποίο λειτουργούν. Ο συνολικός λόγος κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών της ΕΕ παραμένει γύρω στο 12,0% δηλ. είναι αρκετά υψηλότερος από τα εποπτικά ίδια κεφάλαια. Σε πολλούς τομείς όμως όπου, λόγω της καθοδικής φάσης του οικονομικού κύκλου και των δυσμενών συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, έχει συμπιεστεί περαιτέρω η ήδη χαμηλή διαρθρωτική κερδοφορία, οι τράπεζες αναγκάστηκαν να εφαρμόσουν διαρθρωτικές προσαρμογές. Στην ανθεκτικότητα του τραπεζικού τομέα συνέβαλε και το γεγονός ότι ο τομέας των νοικοκυριών και ο επιχειρηματικός τομέας δεν παρουσιάζουν σοβαρές ανισορροπίες εντός της ΕΕ. Ωστόσο, η αβεβαιότητα που επικρατεί στις χρηματιστηριακές αγορές περιορίζει τις πιθανότητες να μειωθεί το υψηλό χρέος που έχουν αναλάβει πολλοί κλάδοι του επιχειρηματικού τομέα και κυρίως οι κλάδοι της τεχνολογίας, των ΜΜΕ και των τηλεπικοινωνιών.

Εν ολίγοις, ο τραπεζικός τομέας της ΕΕ επέδειξε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα στις

δυσμενείς εξελίξεις το 2001 και το 2002 και έχει ακόμη δυνατότητες να αντιμετωπίσει επιτυχώς και τυχόν περαιτέρω διαταραχές. Ωστόσο, απαιτείται ιδιαίτερη επαγρύπνηση εκ μέρους των τραπεζών και των εποπτικών φορέων

ώστε να διασφαλιστεί ότι υπάρχουν συνεχώς επαρκή κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από φθίνουσα κερδοφορία και από ανησυχίες σχετικά με την ποιότητα ορισμένων περιουσιακών στοιχείων.

## 2 Ρυθμίσεις για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την εποπτεία

Στη διάρκεια του 2002 συνεχίστηκε ο διάλογος σχετικά με την επάρκεια των θεσμικών ρυθμίσεων της ΕΕ για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, με άξονα μεταξύ άλλων το έργο της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής (EFC) (βλ. Κεφάλαιο V). Οι εποπτικές αρμοδιότητες εξακολουθούν να ασκούνται σε εθνικό επίπεδο, σύμφωνα με την αρχή της επικουρικότητας. Η EFC όμως διευκρίνισε ότι πρέπει να ενισχυθεί σημαντικά η συνεργασία,<sup>5</sup> προκειμένου να αντιμετωπιστεί η προϊούσα ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Επίσης η EFC ασχολήθηκε με τις πολιτικές που απαιτούνται για να προχωρήσει ακόμη περισσότερο η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών στην ΕΕ. Η Έκθεση “Report on Financial Integration”, η οποία εγκρίθηκε τον Απρίλιο του 2002, τόνισε τα δυνητικά οφέλη που θα αποκομίσουν οι οικονομίες της ΕΕ από την πλήρη ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και πρότεινε να ληφθούν διάφορα μέτρα όσον αφορά τη ρύθμιση και την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα προς το σκοπό αυτό. Ειδικότερα, η έκθεση συνέστησε τη λήψη μέτρων για να εξαλειφθούν οι στρεβλώσεις και τα εμπόδια που προέρχονται από την ανομοιόμορφη εφαρμογή και επιβολή των χρηματοπιστωτικών κανονισμών στην ΕΕ. Τα συμπεράσματα αυτά συμφωνούν με τα πορίσματα κλαδικής έκθεσης που καταρτίστηκε στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Στρογγυλής Τράπεζας για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες,<sup>6</sup> η οποία επίσης κατέληξε ότι απαιτούνται μεγαλύτερη εναρμόνιση των κανόνων προστασίας των επενδυτών, περισσότερη συνέπεια μεταξύ

των εθνικών κανονισμών και σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών.

Οι εκθέσεις της EFC αποτέλεσαν το έναυσμα για συνολική αξιολόγηση των ρυθμίσεων της ΕΕ που διέπουν τη θέσπιση κανόνων, την εποπτεία και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα, με σκοπό την επίτευξη αποτελεσματικότερων δομών συνεργασίας. Η διενέργεια της αξιολόγησης αυτής εγκρίθηκε από το Συμβούλιο ECOFIN το Δεκέμβριο του 2002. Στο πλαίσιο αυτό, η EFC έλαβε εντολή από το Συμβούλιο ECOFIN να διενεργήσει την αξιολόγηση. Η έκθεση της EFC “EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability” διέτυπωσε μια συνολική πρόταση για αναμόρφωση των δομών συνεργασίας. Ειδικότερα, η έκθεση συνέστησε να επεκταθεί σε όλους τους χρηματοπιστωτικούς τομείς η “προσέγγιση Lamfalussy”, η οποία ήδη εφαρμόζεται στον τομέα των κινητών αξιών. Αυτό συνεπάγεται την υιοθέτηση πιο ευέλικτης κανονιστικής διαδικασίας, βάσει της οποίας αρμόδιες για τα τεχνικά μέτρα εφαρμογής θα είναι ρυθμιστικές επιτροπές, αποτελούμενες από εκπροσώπους των κρατών-μελών που θα διορίζονται από τον αρμόδιο υπουργό σύμφωνα με την εθνική πρακτική και επικουρούμενες από εποπτικές αρχές. Οι εποπτικές αρχές επίσης θα έχουν καθήκον να συμβάλουν στη συνεπή εφαρμογή των κοινοτικών Οδηγιών

5 Αυτό ήταν το πόρισμα έκθεσης της EFC με τίτλο “Report on Financial Stability”, που δημοσιεύθηκε τον Απρίλιο του 2002 και εξειδικεύθηκε περαιτέρω το επόμενο έτος σε σχέση με τη διαχείριση χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

6 F. Heinemann and M. Jopp, “The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services”, Report to the European Financial Services Roundtable, Europe Union Verlag, 2002.

στα κράτη-μέλη και να επιδιώξουν τη σύγκλιση μεταξύ των εποπτικών πρακτικών. Οι προτεινόμενες νέες ρυθμίσεις θα οργανωθούν κατά τομέα, δηλ. θα υπάρχουν ρυθμιστικές και εποπτικές επιτροπές για τις τράπεζες, τις κινητές αξίες και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), τις ασφαλιστικές εταιρίες και τα ταμεία συντάξεων. Ειδική ρυθμιστική επιτροπή θα ιδρυθεί επίσης για τους χρηματοπιστωτικούς ομίλους ετερογενών δραστηριοτήτων. Η Ομάδα Πολιτικής για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (μετά την αναδιοργάνωση και τη μετονομασία της σε “Επιτροπή Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών” – FSC) θα παρέχει συμβουλές και θα ασκεί επίβλεψη σε θέματα χρηματοπιστωτικών αγορών για λογαριασμό του Συμβουλίου ECOFIN. Η EFC θα είναι αρμόδια για την προετοιμασία των συνεδριάσεων του ECOFIN σχετικά με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Προς το σκοπό αυτό, θα επικουρείται από την FSC. Υπό τις προτεινόμενες νέες δομές, αναγνωρίζεται επίσης ρόλος στην BSC του ΕΣΚΤ. Πρώτον, οι διαρθρωτικές αναλύσεις και οι αναλύσεις που διενεργούνται εντός της BSC για τους σκοπούς της προληπτικής εποπτείας σε μακροοικονομικό επίπεδο θα συμβάλλουν στις συζητήσεις της ΕΕ για θέματα χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Δεύτερον, όσα έχει επιτύχει ήδη η BSC στην προσπάθειά της να προωθήσει την αμοιβαία συνεννόηση μεταξύ κεντρικών τραπεζών και αρχών τραπεζικής εποπτείας σε διάφορους τομείς κοινού ενδιαφέροντος μπορούν επίσης να χρησιμεύσουν ως συγκριτικό στοιχείο στις νέες δομές σχετικά με την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών.

Η έκθεση της EFC εγκρίθηκε, σε προκαταρκτική μορφή, από το Συμβούλιο ECOFIN και επακολούθησε δημόσια διαβούλευση, από την οποία προέκυψαν κυρίως τα εξής ζητήματα: πρώτον, η σημασία της θεσμικής ισορροπίας στη νέα ρυθμιστική διαδικασία και δεύτερον, η ανάγκη να θεσπιστούν πιο επίσημες και πιο διαφανείς διαδικασίες διαβούλευσης με

τους ενδιαφερόμενους φορείς σχετικά με τα σχέδια Κανονισμών. Από τη σκοπιά των κεντρικών τραπεζών, τρία σημεία είναι υψίστης σημασίας. Το πρώτο είναι η συμμετοχή όλων των κεντρικών τραπεζών, ακόμη και εκείνων που δεν έχουν άμεσες εποπτικές αρμοδιότητες, στις δομές για την εποπτική συνεργασία στον τραπεζικό τομέα. Η συμμετοχή αυτή είναι απαραίτητη για την προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, εφόσον οι τράπεζες δυνάμει συνεπάγονται κάποιο βαθμό συστημικού κινδύνου και οι εντάσεις στον τραπεζικό τομέα έχουν άμεσες επιπτώσεις στις υποδομές πληρωμών και στη διαχείριση ρευστότητας. Το δεύτερο σημείο είναι η συμμετοχή τεχνικών εμπειρογνομόνων στις ρυθμιστικές επιτροπές, έτσι ώστε οι εποπτικές επιτροπές να απαλλάσσονται από ένα μέρος του τεχνικού έργου που θα αφορά τα σχέδια κανονισμών και να μπορούν να επιδοθούν απερίσπαστες στα σημαντικά καθήκοντά τους στον τομέα των εποπτικών πρακτικών. Το τρίτο σημείο είναι ότι το έργο που συνδέεται με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα θα πρέπει να διαθέτει επαρκή τεχνική βάση, ενώ παράλληλα αναγνωρίζονται οι προσπάθειες που ήδη καταβάλλονται εντός της BSC και άλλων οργάνων του ΕΣΚΤ με σκοπό την παρακολούθηση των ευπαθών σημείων του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ.

Δύο σημαντικές πολυμερείς ρυθμίσεις συμφωνήθηκαν στις αρχές του 2003, υπό την αιγίδα της BSC: Πρώτον, το Μνημόνιο Συνεργασίας που αφορά τη σύμπραξη μεταξύ κεντρικών τραπεζών και εποπτικών αρχών για την αντιμετώπιση κρίσεων. Η συμφωνία αυτή καθορίζει αρχές για τη βελτίωση των σημερινών μεθόδων συνεργασίας και ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ των δύο αρχών σε περιπτώσεις κρίσεων. Δεύτερον, το Μνημόνιο Συνεργασίας μεταξύ επτά κεντρικών τραπεζών της ΕΕ (Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Πορτογαλία και Ισπανία) οι οποίες τηρούν κεντρικό μητρώο πιστώσεων. Η συμφωνία θα επιτρέψει το άνοιγμα όλων των μητρώων σε διασυνοριακή βάση.

Προκειμένου να ενισχύσει δυναμικά τις προσπάθειες που γίνονται σε επίπεδο ΕΕ, η ΕΚΤ ίδρυσε επίσης νέα Διεύθυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και Εποπτείας. Σκοπός της νέας Διεύθυνσης είναι, σε στενή συνεργασία με τις συναρμόδιες υπηρεσιακές μονάδες της ΕΚΤ, να παρέχει συνολική επισκόπηση των ζητημάτων χρηματοπιστωτικής σταθερότητας που έχουν σημασία για τη ζώνη του ευρώ και να παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις στον τομέα της χρηματοπιστωτικής ρύθμισης και εποπτείας, καθώς και σε άλλους τομείς της πολιτικής για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Από τις θεσμικές εξελίξεις που σημειώθηκαν το 2002 στα κράτη-μέλη όσον αφορά τη ρύθμιση και την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα, πρέπει να επισημανθούν οι εξής. Στην Αυστρία, η Αρχή Εποπτείας των Χρηματοπιστωτικών Αγορών άρχισε να λειτουργεί τον Απρίλιο 2002 ως εποπτική αρχή αρμόδια για όλους τους χρηματοπιστωτικούς τομείς και ενισχύθηκε ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας. Πράγματι, η κεντρική τράπεζα συμμετέχει άμεσα στην εποπτική διαδικασία, ιδίως στους επιτόπιους ελέγχους που αφορούν τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς, και επίσης είναι αρμόδια να επεξεργάζεται όλες τις συναφείς εκθέσεις που υποβάλλουν οι τράπεζες. Στο Βέλγιο, η θεσμική σχέση μεταξύ της κεντρικής τράπεζας, της επιτροπής εποπτείας των τραπεζών και της αγοράς κινητών αξιών και της εποπτικής αρχής των ασφαλιστικών εταιριών ενισχύθηκε και ως προς τις δομές εταιρικής διακυβέρνησης. Μέλη της διοίκησης της κεντρικής τράπεζας συμμετέχουν στα διοικητικό συμβούλιο των εποπτικών αρχών και η νεοϊδρυθείσα Επιτροπή Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, υπό την προεδρία του διοικητή της κεντρικής τράπεζας, θα είναι υπεύθυνη για το συντονισμό της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Σκοπός αυτής της μεταρρύθμισης είναι μεταξύ άλλων να αξιοποιηθούν οι συνέργειες σε τομείς κοινού ενδιαφέροντος, όπως η χρηματο-

πιστωτική σταθερότητα, μέσω της συγκέντρωσης των πόρων. Στη Γερμανία, η νεοϊδρυθείσα εποπτική αρχή (που καλύπτει τον τομέα των τραπεζών, τον τομέα των κινητών αξιών και τον τομέα των ασφαλιστικών εταιριών) άρχισε να λειτουργεί το Μάιο του 2002, ενώ ενισχύθηκε ο ρόλος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στην προληπτική εποπτεία. Στη Φινλανδία, επανεξετάζεται το πλαίσιο λειτουργίας της Αρχής Εποπτείας του Χρηματοπιστωτικού Τομέα, με σκοπό να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητά του. Στη Γαλλία, έγινε νομοθετική πρόταση για την ίδρυση νέας αρχής, της Αρχής της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς (FMA), με αρμοδιότητα τη ρύθμιση και την εποπτεία των αγορών κινητών αξιών. Η FMA θα συνδυάζει τις λειτουργίες της επιτροπής χρηματιστηρίου και του συμβουλίου χρηματοπιστωτικής αγοράς, προκειμένου να οργανωθεί αποτελεσματικότερα το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη ρύθμιση και την εποπτεία των αγορών κινητών αξιών. Στη Ιρλανδία συνεχίστηκε η νομοθετική διαδικασία με σκοπό την ίδρυση της Ρυθμιστικής Αρχής των Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών, που θα αποτελεί συνιστώσα αλλά αυτοτελές τμήμα της αναδιαρθρωμένης κεντρικής τράπεζας, η οποία πλέον θα ονομάζεται "Κεντρική Τράπεζα και Αρχή Χρηματοπιστωτικών Αγορών της Ιρλανδίας". Η νέα ρυθμιστική αρχή θα είναι αρμόδια για τη ρύθμιση και εποπτεία όλων των χρηματοπιστωτικών τομέων, συμπεριλαμβανομένων ζητημάτων που συνδέονται με την προληπτική εποπτεία και τους καταναλωτές. Στην Ολλανδία, συνεχίστηκαν οι εργασίες για την υλοποίηση θεσμικής μεταρρύθμισης, βάσει της οποίας γίνεται λειτουργική διάκριση μεταξύ της προληπτικής εποπτείας και των θεμάτων που αφορούν τη διενέργεια συναλλαγών. Οι συναλλαγές υπάγονται στην επίβλεψη μιας αυτοτελούς αρχής, ενώ η προληπτική εποπτεία ανατίθεται από κοινού στην κεντρική τράπεζα και στο φορέα εποπτείας των ασφαλιστικών εταιριών και των ταμείων συντάξεων. Η συνεργασία μεταξύ των δύο φορέων προληπτικής εποπτείας έχει γίνει

στενότερη. Εκπρόσωποι του ενός συμμετέχουν στη διοίκηση του άλλου και τανάπαλιν, ενώ το Δεκέμβριο του 2002 προτάθηκε στους αρμόδιους υπουργούς η πλήρης συγχώνευση των δύο φορέων. Συνολικά, μετά τις παραπάνω εξελίξεις, ο

αριθμός των εποπτικών αρχών έχει μειωθεί, ενώ ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στην προληπτική εποπτεία έχει αναθεωρηθεί και στις περισσότερες περιπτώσεις έχει ενισχυθεί.

### 3 Ρύθμιση του τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού τομέα

Όσον αφορά τη ρύθμιση του τραπεζικού τομέα, το κυριότερο ζήτημα που απασχόλησε τους αρμόδιους φορείς σε διεθνές επίπεδο και σε επίπεδο ΕΕ ήταν και το 2002 η αναθεώρηση του πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας. Σε διεθνές επίπεδο, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (BCBS) ενέτεινε τις προσπάθειές της για να αναπτύξει περαιτέρω και να εξειδικεύσει τα κύρια στοιχεία των τριών πυλώνων του προτεινόμενου πλαισίου, τα οποία είναι οι ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, η διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης και η πειθαρχία της αγοράς. Τον Ιούλιο του 2002, η BCBS κατέληξε σε συμφωνία ως προς ορισμένα σημαντικά ζητήματα σχετικά με την οριστικοποίηση του Νέου Συμφώνου της Βασιλείας. Στη συμφωνία περιλαμβάνονται, μεταξύ άλλων, τα εξής: α) η ειδική μεταχείριση των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των τραπεζών έναντι των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, β) η διενέργεια προσομοιώσεων καταστάσεων κρίσης για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου με βάση μια συντηρητική προσέγγιση στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα και η υιοθέτηση, εκ μέρους των τραπεζών, συστημάτων που βασίζονται σε εσωτερικές αξιολογήσεις, γ) η γεφύρωση του χάσματος μεταξύ απλών και προηγμένων μεθόδων εσωτερικής αξιολόγησης, δ) μια πιο ευέλικτη αντιμετώπιση, στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα, των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τον λειτουργικό κίνδυνο και ε) η επιβολή, ως μεταβατικό μέτρο, ενιαίου ελάχιστου ορίου κεφαλαίου με βάση το κεφάλαιο που εκτιμάται κατά το σημερινό Σύμφωνο. Επιπλέον, η BCBS επιβεβαίωσε ένα αναθεωρημένο χρονοδιάγραμμα για την

οριστικοποίηση του Συμφώνου, βάσει του οποίου το τελικό (τρίτο) κείμενο διαβούλευσης αναμένεται να δημοσιευθεί το δεύτερο τρίμηνο του 2003 για να υποβληθεί σε δημόσια διαβούλευση, ενώ το Νέο Σύμφωνο της Βασιλείας θα οριστικοποιηθεί το τέταρτο τρίμηνο του 2003 και θα τεθεί σε εφαρμογή στο τέλος του 2006. Τον Οκτώβριο του 2002 η BCBS ξεκίνησε την τρίτη και τελευταία Μελέτη Ποσοτικής Επίδρασης με σκοπό να αξιολογήσει σε βάθος την επίδραση των νέων κανόνων της Βασιλείας πριν από τη δημοσίευση του τρίτου κειμένου διαβούλευσης. Τα αποτελέσματα της Τρίτης Μελέτης Ποσοτικής Επίδρασης αναμένονται στις αρχές του καλοκαιριού του 2003. Η Ομάδα Εφαρμογής του Συμφώνου, όργανο υπαγόμενο στην BCBS και εντεταλμένο να επιληφθεί ζητημάτων εφαρμογής, άρχισε να λειτουργεί το 2002.

Σε επίπεδο ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, παράλληλα με την BCBS, ξεκίνησε εργασίες για την αναμόρφωση του πλαισίου που διέπει τα εποπτικά ίδια κεφάλαια των τραπεζών και των εταιριών επενδύσεων. Το Νοέμβριο του 2002 και εν αναμονή σχετικής διαβούλευσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εγκαινίασε σχετικό διάλογο (το “Δομημένο Διάλογο”) με τον τομέα παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και με άλλους ενδιαφερόμενους φορείς. Ως βάση αυτού του διαλόγου, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε ένα συνοδευτικό έγγραφο και ένα έγγραφο εργασίας, όπου παρουσιάζει τις τρέχουσες απόψεις της σχετικά με το νέο πλαίσιο της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών και των εταιριών επενδύσεων της ΕΕ. Πρόθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής είναι να δημοσιεύσει ένα

τρίτο κείμενο διαβούλευσης στις αρχές του καλοκαιριού του 2003, δηλ. λίγο μετά το τρίτο κείμενο διαβούλευσης της BCBS, προς επίσημη διαβούλευση σε επίπεδο ΕΕ. Εν συνεχεία αναμένεται ότι το πρώτο τρίμηνο του 2004 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα υποβάλει πρόταση για σχέδιο Οδηγίας σχετικά με τα εποπτικά ίδια κεφάλαια των πιστωτικών ιδρυμάτων και των εταιριών επενδύσεων, η οποία θα τροποποιεί τις ισχύουσες κοινοτικές διατάξεις. Το νέο κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ αναμένεται να τεθεί σε εφαρμογή ταυτόχρονα με το Νέο Σύμφωνο της Βασιλείας στο τέλος του 2006.

Ανταποκρινόμενη σε αίτημα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Βαρκελώνης (Μάρτιος 2002), η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα μεριμνήσει για την εκπόνηση μελέτης σχετικά με τις πιθανές συνέπειες του νέου πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας για όλους τους τομείς της ευρωπαϊκής οικονομίας, με ιδιαίτερη έμφαση στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Επιδιώκεται η ολοκλήρωση της μελέτης έως το φθινόπωρο του 2003.

Η ΕΚΤ, η οποία συνεχίζει να συμβάλλει στη διαδικασία λήψεως αποφάσεων στον εν λόγω τομέα, κυρίως συμμετέχοντας με την ιδιότητα του παρατηρητή στις αρμόδιες επιτροπές, εξακολουθεί να υποστηρίζει κατ' αρχήν την αναμόρφωση του κανονιστικού πλαισίου, όπως έχει εξελιχθεί μέχρι στιγμής. Μεταξύ άλλων, η ΕΚΤ θεώρησε θετική την εισαγωγή προσομοιώσεων καταστάσεων κρίσης, στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα, για τις τράπεζες που υιοθετούν μεθόδους εσωτερικών αξιολογήσεων. Το μέτρο αυτό, σε συνδυασμό με τη θέσπιση λιγότερο απότομης καμπύλης κινδύνων-στάθμισης στην περίπτωση των εταιρικών πιστώσεων (όπως συμφωνήθηκε από την BCBS το Νοέμβριο του 2001), αναμένεται να περιορίσει τις διακυμάνσεις των κεφαλαιακών απαιτήσεων κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. Το νέο πλαίσιο, εφόσον οριστικοποιηθεί καταλλήλως, θα συμβάλει αποφασιστικά στην ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Όσον

αφορά ζητήματα που ενδιαφέρουν ειδικώς την ΕΕ, σημαντική σπουδαιότητα αποδίδεται στην κατάλληλη αντιμετώπιση των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των τραπεζών έναντι μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στην ίση μεταχείριση των μικρομεσαίων τραπεζών και εταιριών επενδύσεων, των οποίων οι κεφαλαιακές απαιτήσεις θα πρέπει να είναι ανάλογες με το συγκεκριμένο προφίλ κινδύνου τους. Εξάλλου, η σύγκλιση μεταξύ των εποπτικών πρακτικών θεωρείται επίσης σημαντική και θα αποτελέσει ένα από τα κύρια καθήκοντα της επιτροπής τραπεζικής εποπτείας γ' επιπέδου.

Όσον αφορά τη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών, ικανοποιητικά προχωρεί η υιοθέτηση των κοινοτικών μέτρων που προβλέπονται στο Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (ΣΔΧΥ). Ειδικότερα, το 2002 επιτεύχθηκαν σχεδόν όλοι οι στόχοι άμεσης προτεραιότητας που καθορίστηκαν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βαρκελώνης, όπως η Οδηγία για τους Χρηματοπιστωτικούς Ομίλους Ετερογενών Δραστηριοτήτων, η Οδηγία για τις Καταχρηστικές Πρακτικές στην Αγορά και ο Κανονισμός για τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Η εν λόγω νομοθετική διαδικασία συνοδεύθηκε από αυξημένη συνειδητοποίηση των δυνητικών πλεονεκτημάτων που συνεπάγεται η περαιτέρω ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών (βλ. Κεφάλαιο V). Όσον αφορά τη ρύθμιση του τομέα των κινητών αξιών, οι εργασίες προχωρούν στο πλαίσιο της "προσέγγισης Lamfalussy", η οποία προτάθηκε από την Επιτροπή Σοφών για τη Ρύθμιση των Ευρωπαϊκών Αγορών Κινητών Αξιών. Με την Οδηγία για τις καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά γίνεται για πρώτη φορά διάκριση ανάμεσα στις γενικές αρχές (νομοθεσία α' επιπέδου) και στην εφαρμογή των τεχνικών λεπτομερειών (κανονισμοί β' επιπέδου) και ανατίθενται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών καθήκοντα "επιτροπολογίας" σχετικά με την υιοθέτηση κανονισμών β' επιπέδου. Επιπλέον, οι προτάσεις της Ευρωπαϊκής

Επιτροπής για Οδηγίες σχετικά με τα ενημερωτικά δελτία και ειδικότερα για την αναθεώρηση των Οδηγιών για τις Επενδυτικές Υπηρεσίες στηρίζονται σημαντικά στη δυνατότητα πρακτικής εφαρμογής των εποπτικών διαδικασιών τύπου Lamfalussy. Η νεοϊδρυθείσα Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Ευρωπαϊκών Αγορών Κινητών Αξιών έχει επίσης ξεκινήσει, κατόπιν αιτήματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, τεχνικό έργο σχετικά με τα μέτρα εφαρμογής των Οδηγιών για τις καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά και τα ενημερωτικά δελτία. Η ΕΚΤ συμμετέχει με την ιδιότητα του παρατηρητή στην Ομάδα Πολιτικής για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (FSPG), η οποία παρακολουθεί την πρόοδο όσον αφορά την εφαρμογή του ΣΔΧΥ. Εξάλλου, σύμφωνα με τα καταστατικά της καθήκοντα, η ΕΚΤ γνωμοδοτεί σχετικά με προτεινόμενες νομοθετικές διατάξεις στον τομέα της ρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών, όπως στις περιπτώσεις που προαναφέρθηκαν.

Η καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας εξακολούθησε να αποτελεί ζήτημα άμεσης προτεραιότητας το 2002. Οι κυριότερες εξελίξεις που σημειώθηκαν στον εν λόγω τομέα ήταν οι εξής τρεις. Πρώτον, πολλές χώρες είχαν εκτεταμένη συμμετοχή στη διαδικασία εφαρμογής των οκτώ Ειδικών Συστάσεων κατά της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας που πρότεινε η FATF (Financial Action Task Force). Στο πλαίσιο αυτό, η FATF κατέβαλε ιδιαίτερες προσπάθειες για να δώσει μια λεπτομερή ερμηνεία αυτών των προτύπων. Δεύτερον, η FATF ανέλαβε την αναθεώρηση των 40 Συστάσεων της κατά της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες. Η αναθεώρηση καλύπτει, μεταξύ άλλων, την πιστοποίηση της ταυτότητας των συναλλασσομένων και την υποχρέωση των τραπεζικών υπαλλήλων να καταβάλλουν τη δέουσα επιμέλεια και να αναφέρουν κάθε ύποπτη συναλλαγή, τη ρύθμιση και την εποπτεία, τα εταιρικά σχήματα και τις

δραστηριότητες και τα επαγγέλματα εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα. Τρίτον, το ΔΝΤ, η Διεθνής Τράπεζα και η FATF ανέπτυξαν κοινή μεθοδολογία για την αξιολόγηση της συμμόρφωσης των χωρών με τις 40 Συστάσεις της FATF. Τα πρότυπα της FATF θα προστεθούν στα πρότυπα και τους κώδικες που αποτελούν άξονα των εποπτικών δραστηριοτήτων του ΔΝΤ και της Διεθνούς Τράπεζας, π.χ. των Εκθέσεων για την τήρηση των Προτύπων και Κωδίκων και των Προγραμμάτων Αξιολόγησης του Χρηματοπιστωτικού Τομέα. Η ΕΚΤ μετέχει στη FATF με την ιδιότητα του παρατηρητή.

Στον τομέα της λογιστικής, ο Οργανισμός Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΟΔΛΠ – IASB) ξεκίνησε τον εκσυγχρονισμό και τη βελτίωση των υφιστάμενων Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ – IAS), καθώς και εκτενή προγράμματα με σκοπό τη σύγκλιση προς τις Γενικώς Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές των ΗΠΑ. Ειδικότερα, ο ΟΔΛΠ εξέδωσε προσχέδια για το ΔΛΠ 32 σχετικά με τη λογιστική απεικόνιση των χρηματοπιστωτικών μέσων και το ΔΛΠ 39 σχετικά με την αναγνώριση και μέτρηση των χρηματοπιστωτικών μέσων. Εξετάζεται το ενδεχόμενο να επεκταθεί η χρήση της μεθόδου της εύλογης αξίας στο πλαίσιο του ΔΛΠ 39. Η ΕΚΤ εξέδωσε Γνώμη για την εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης με την εύλογη αξία στον τραπεζικό τομέα το Νοέμβριο του 2001.<sup>7</sup> Όσον αφορά τις εξελίξεις στην ΕΕ, ο Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002 προβλέπει ότι από το 2005 και εφεξής οι εταιρίες που έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο υποχρεούνται να καταρτίζουν τους ενοποιημένους λογαριασμούς τους σύμφωνα με τα “διεθνή λογιστικά

7 Βλ. την έκδοση της ΕΚΤ “Fair value accounting in the banking sector: ECB comments on the “Draft standard and basis for conclusions - financial instruments and similar items”, που δημοσιεύθηκε από τη Μικτή Ομάδα Εργασίας Φορέων Καθορισμού Προτύπων για τα Χρηματοπιστωτικά Μέσα στις 8 Νοεμβρίου 2001.

πρότυπα”.<sup>8</sup> Σκοπός του Κανονισμού είναι να επιτύχει εναρμόνιση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης ώστε να εξασφαλιστεί ένα υψηλό επίπεδο διαφάνειας και συγκρισιμότητας των οικονομικών καταστάσεων. Η νεοσύστατη Κανονιστική Επιτροπή Λογιστικών Θεμάτων (ARC) θα επικουρεί την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην υιοθέτηση των εφαρμοστέων, βάσει του Κανονισμού, προτύπων. Η ΕΚΤ συμμετείχε στις συνεδριάσεις της ARC με την ιδιότητα του παρατηρητή.

Όσον αφορά ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, μετά την έκθεση της Ομάδας Ειδικών επί θεμάτων Εταιρικού Δικαίου σχετικά με ένα σύγχρονο

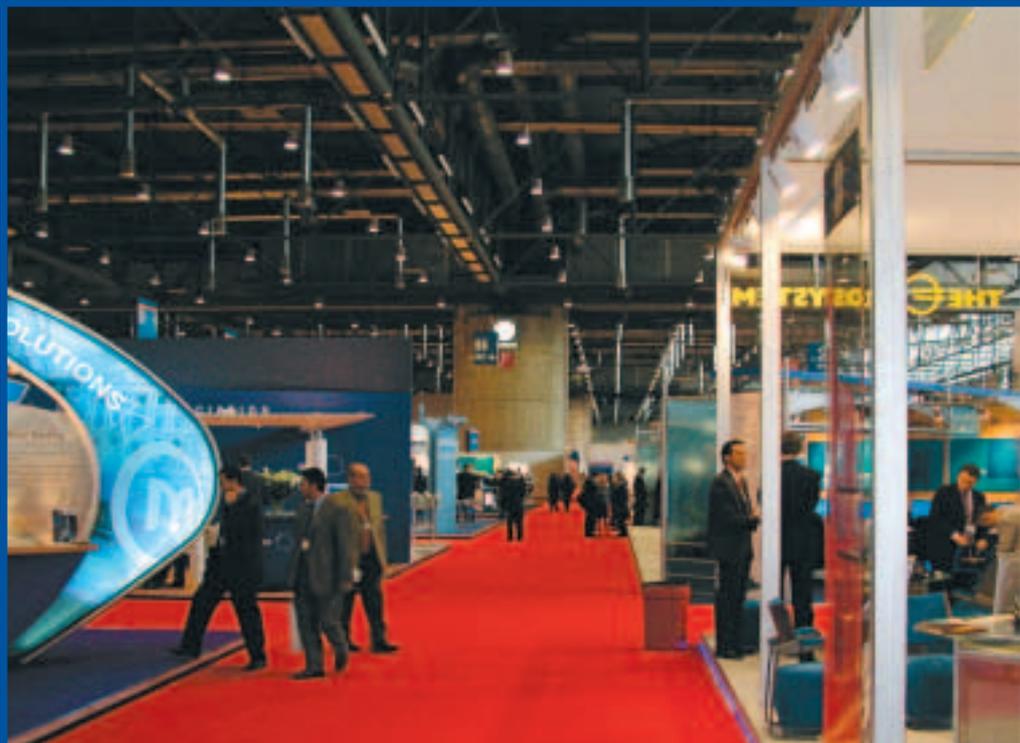
κανονιστικό πλαίσιο που θα διέπει την εταιρική διακυβέρνηση στην Ευρώπη, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ξεκίνησε εργασίες για την ανάπτυξη σχεδίου δράσης με σκοπό την εφαρμογή των συστάσεων της Ομάδας. Η ΕΚΤ θα συμβάλει στην ανάπτυξη αυτού του σχεδίου δράσης μέσω της συμμετοχής της στα αρμόδια κοινοτικά όργανα τα οποία επεξεργάζονται το σχέδιο.

---

<sup>8</sup> Σύμφωνα με το Άρθρο 2 του Κανονισμού, ως “διεθνή λογιστικά πρότυπα” νοούνται τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) και οι συναφείς ερμηνείες (ερμηνείες της SIC-ΔΠΧΠ), οι μεταγενέστερες τροποποιήσεις των εν λόγω προτύπων και συναφών ερμηνειών καθώς και τα μελλοντικά πρότυπα και συναφείς ερμηνείες που θα εκδώσει ή θα δημοσιεύσει στο μέλλον ο Οργανισμός Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΟΔΛΠ).



30 Σεπτεμβρίου – 4 Οκτωβρίου



Το περίπτερο του Ευρωσυστήματος στην έκθεση χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών "Sibos 2002" (Γενεύη)



## Κεφάλαιο X

### Στατιστικό πλαίσιο

## I Εισαγωγή

Το 2002 η παροχή στατιστικών στοιχείων εξελίχθηκε ομαλά, ενώ σημειώθηκε περαιτέρω πρόοδος όσον αφορά την ποιότητα και τη διαθεσιμότητά τους. Αναμένονται πρόσθετες σημαντικές βελτιώσεις μετά την εισαγωγή, τον Ιανουάριο του 2003, των νέων Κανονισμών σχετικά με την ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του τομέα των ΝΧΙ και τα στατιστικά στοιχεία για τα επιτόκια των ΝΧΙ, της Οδηγίας για τους τριμηνιαίους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς, καθώς και άλλων νομικών πράξεων που ήδη προετοιμάζονται. Το παραπάνω έργο επιτελέστηκε σε στενή συνεργασία με τις ΕθνΚΤ, οι οποίες συλλέγουν τα στοιχεία από τους υποβάλλοντες φορείς και τα διαβιβάζουν στην ΕΚΤ και αυτή με τη σειρά της υπολογίζει τα συγκεντρωτικά μεγέθη για τη ζώνη του ευρώ.

Έγιναν προσπάθειες για να ενισχυθεί ο συντονισμός προκειμένου να βελτιωθεί η διαθεσιμότητα και η εγκαιρότητα διεθνώς συγκρίσιμων και συνεπών στατιστικών στοιχείων σε μηνιαία και τριμηνιαία βάση. Εργασίες έχουν επίσης ξεκινήσει με στόχο την ανάπτυξη ενός ολοκληρωμένου πλαισίου παροχής στατιστικών στοιχείων για τους τριμηνιαίους χρηματοπιστωτικούς και μη χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς, το οποίο θα εξασφαλίσει μεγαλύτερη συνέπεια μεταξύ των διαφόρων

στατιστικών στοιχείων. Το 2002 η ΕΚΤ πραγματοποίησε το πρώτο της Συνέδριο Στατιστικής και παράλληλα διοργάνωσε σεμινάρια στα οποία συμμετείχαν χρήστες στατιστικών στοιχείων. Τα σεμινάρια αφορούσαν ειδικότερα την εποχική διόρθωση και τα στατιστικά στοιχεία για τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Το Ευρωσύστημα επιδιώκει να καλύπτει τις ανάγκες του για αξιόπιστα, ολοκληρωμένα και υψηλής ποιότητας στατιστικά στοιχεία κατά τρόπο ώστε να ελαχιστοποιεί την επιβάρυνση των ιδρυμάτων που υποβάλλουν στοιχεία. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποιεί, όπου είναι δυνατόν, τις υπάρχουσες στατιστικές πληροφορίες. Κάθε φορά που πρόκειται να επιβληθούν νέες στατιστικές υποχρεώσεις, σταθμίζεται η αναμενόμενη ωφέλεια σε σχέση με το συνεπαγόμενο κόστος, στο πλαίσιο μιας διαδικασίας στην οποία συμμετέχουν και οι υποβάλλοντες φορείς. Στη διάρκεια του 2002 η τυπική διαδικασία για τη στάθμιση κόστους-ωφέλειας βελτιώθηκε περαιτέρω.

Το Ευρωσύστημα παρέχει βοήθεια στις υπό ένταξη χώρες, μεταξύ άλλων και με τη διοργάνωση διαφόρων σεμιναρίων σχετικά με συγκεκριμένα είδη στατιστικών στοιχείων (βλ. Κεφάλαιο VI), προκειμένου να αναπτύξουν στατιστικές υψηλής ποιότητας.

## 2 Στατιστικά στοιχεία για το νόμισμα, τις τράπεζες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές

Η τακτική παροχή στατιστικών στοιχείων για το νόμισμα, τις τράπεζες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές συνεχίστηκε σύμφωνα με τα σχετικά χρονοδιαγράμματα.

Τα ΝΧΙ υποβάλλουν στοιχεία για τη λογιστική τους κατάσταση σε μηνιαία και τριμηνιαία βάση προκειμένου να πληρούν τις στατιστικές υποχρεώσεις που καθορίστηκαν κατά την έναρξη της ΟΝΕ. Ο “Κατάλογος των ΝΧΙ για στατιστικούς

σκοπούς” ενημερώνεται κάθε μήνα και δημοσιεύεται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Σκοπός αυτού είναι να εξακολουθήσει να εφαρμόζεται ο ορισμός των ΝΧΙ με συνέπεια σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ και την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Στη διάρκεια του 2002 τόσο η ΕΚΤ όσο και οι ΕθνΚΤ ασχολήθηκαν επισταμένως με την εφαρμογή του Κανονισμού της ΕΚΤ σχετικά με την ενοποιημένη λογιστική κατάσταση

του τομέα των ΝΧΙ (ΕΚΤ/2001/13), όπως υιοθετήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο το Νοέμβριο του 2001. Η εφαρμογή των νέων υποχρεώσεων γίνεται σε συνεργασία με τα πιστωτικά ιδρύματα και τις ενώσεις τους. Για το σκοπό αυτό, δημοσιεύθηκαν το Νοέμβριο του 2002 οι Σημειώσεις Καθοδήγησης για τον Κανονισμό ΕΚΤ/2001/13 σχετικά με την ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του τομέα των ΝΧΙ. Η υποβολή στοιχείων σύμφωνα με το νέο Κανονισμό έγινε για πρώτη φορά στις αρχές του 2003. Οι βασικές βελτιώσεις όσον αφορά τα στατιστικά στοιχεία για τη λογιστική κατάσταση των ΝΧΙ είναι ότι καταρτίζονται λεπτομερέστερα μηνιαία στοιχεία για τα δάνεια και τις καταθέσεις των ΝΧΙ (αναλυτικώς κατά είδος και κατά διάρκεια δανείων/καταθέσεων και κατά κατηγορία δανειολήπτη/καταθέτη) και νέα στατιστικά στοιχεία για τις προσαρμογές της αξίας των τίτλων και των δανείων, με τα οποία θα διευκολυνθεί σημαντικά η εξαγωγή μηνιαίων στοιχείων για τις ροές. Παράλληλα, τα στοιχεία για τις προσαρμογές της αξίας μπορεί να έχουν επιπλέον δικό τους πληροφοριακό περιεχόμενο και να εμπλουτίζουν την ανάλυση των νομισματικών μεγεθών και των αντίστοιχων πιστωτικών μεγεθών (π.χ. διαγραφές ή αποσβέσεις δανείων).

Εξίσου επισταμένως ασχολήθηκαν η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ με την εφαρμογή του νέου Κανονισμού της ΕΚΤ σχετικά με τη συλλογή στατιστικών στοιχείων για τα επιτόκια των ΝΧΙ (ΕΚΤ/2001/18) που υιοθετήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο το Δεκέμβριο του 2001. Οι στατιστικές αυτές θα παρέχουν πλήρη, λεπτομερή και εναρμονισμένα στοιχεία για τα επιτόκια, τα οποία θα βελτιώσουν σημαντικά την ανάλυση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αλλά και τη νομισματική ανάλυση καθαυτή. Τα στοιχεία αυτά είναι απαραίτητα και για την αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Συνολικά καταρτίζονται 45 δείκτες, οι οποίοι αφορούν τα ανεξόφλητα υπόλοιπα και τις νέες συναλλαγές. Οι νέες στατιστικές για τα επιτόκια των ΝΧΙ θα παρέχονται στην

ΕΚΤ το αργότερο την 19η εργάσιμη ημέρα μετά το τέλος του μηνός τον οποίο αφορούν. Το έτος 2003 θεωρείται περίοδος σταδιακής εφαρμογής του νέου κανονισμού. Σχετικά με τα παραπάνω, θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι το Ευρωσύστημα ανέλαβε να αναπτύξει μια έρευνα τραπεζικών δανείων η οποία θα παρέχει συμπληρωματικά στατιστικά στοιχεία για τα επιτόκια.

Το Νοέμβριο του 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο ενέκρινε τον Κανονισμό ΕΚΤ/2002/8 σχετικά με την παροχή, σε μηνιαία βάση, αναλυτικών στατιστικών στοιχείων για τους κατόχους μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος κατά τόπο κατοικίας, με τον οποίο τροποποιείται ο Κανονισμός ΕΚΤ/2001/13 προκειμένου να βελτιωθεί η μακροχρόνια σταθερότητα και η ποιότητα των στοιχείων για τους κατόχους μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος, τα οποία συμπεριλαμβάνονται ήδη στον υπολογισμό του M3.

Στο πλαίσιο της απόφασης να χρησιμοποιούνται κατά τη σύγκριση της αύξησης του M3 με την τιμή αναφοράς ετήσιοι ρυθμοί αύξησης που υπολογίζονται βάσει εποχικά διορθωμένων στοιχείων, έγιναν περαιτέρω προσπάθειες ώστε να εξασφαλιστεί η υψηλή ποιότητα και αυτών των στατιστικών στοιχείων. Οι προσαρμογές των ροών βελτιώθηκαν μέσω μιας ακριβέστερης πρόβλεψης περιθωρίων για τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών (οι οποίες επηρεάζουν όσα στοιχεία του ισολογισμού των ΝΧΙ δεν είναι εκφρασμένα σε ευρώ) και η εφαρμογή τους επεκτάθηκε και στα πιο αναλυτικά τριμηνιαία στοιχεία. Αυτό επιτρέπει τον ορθό υπολογισμό των ρυθμών αύξησης, παραδείγματος χάριν, των καταθέσεων σε ΝΧΙ και των χορηγήσεων από ΝΧΙ ανά τομέα.

Νέοι δείκτες αναπτύχθηκαν επίσης με στόχο την αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και των διαρθρωτικών εξελίξεων στον τραπεζικό τομέα.

Τον Ιανουάριο του 2003 η ΕΚΤ δημοσίευσε για πρώτη φορά στατιστικά στοιχεία για τα μη νομισματικά ιδρύματα του χρηματοπιστωτικού τομέα (εξαιρουμένων των ασφαλιστικών εταιριών και των ταμείων συντάξεων). Αυτά τα στατιστικά στοιχεία καλύπτουν τα υπόλοιπα των τοποθετήσεων των εταιριών επενδύσεων της ζώνης του ευρώ στο τέλος του τριμήνου, αναλυτικώς κατά επενδυτική πολιτική (τοποθετήσεις σε μετοχές, σε ομόλογα, μικτές, σε ακίνητα κ.ά.) και κατά περιορισμό, αν υπάρχει, επί της απόκτησης μεριδίων των κεφαλαίων (ανάλογα αν απευθύνονται στο ευρύ κοινό ή σε ειδικές κατηγορίες επενδυτών). Τα εν λόγω στατιστικά στοιχεία δεν είναι πλήρως εναρμονισμένα σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, αν και οι ΕθνΚΤ έχουν ήδη λάβει μέτρα ώστε να καταστήσουν τα στοιχεία που συγκεντρώνονται σε εθνικό επίπεδο όσο το δυνατόν συνεπέστερα. Σ' αυτή τη βάση μπορούν να καταρτιστούν συγκεντρωτικά μεγέθη αποδεκτής ποιότητας για τη ζώνη του ευρώ συνολικά.

Το Ευρωσύστημα μερίμνησε και για ορισμένα ζητήματα σχετικά με τις επιδράσεις που είχε η εισαγωγή του ευρώ

σε φυσική μορφή στην απεικόνιση των στατιστικών στοιχείων για τη λογιστική κατάσταση των ΝΧΙ αναλυτικώς κατά χώρα, με βάση τα οποία καταρτίζονται οι νομισματικές στατιστικές σειρές.

Οι στατιστικές για τις εκδόσεις τίτλων βελτιώθηκαν. Με την εφαρμογή νέας μεθόδου υπολογισμού, η οποία διαχωρίζει την αύξηση των συναλλαγών από τις αναπροσαρμογές αξίας, τις επανακατηγοριοποιήσεις και τις λοιπές μεταβολές που δεν συνδέονται με τις συναλλαγές, επιτυγχάνεται ήδη ακριβέστερη και συνεπέστερη καταγραφή των ρυθμών αύξησης. Άλλωστε, τον Ιανουάριο του 2003, με βάση την προετοιμασία που είχε γίνει από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ, η ΕΚΤ ξεκίνησε την τακτική δημοσίευση νέων μηνιαίων αναλυτικών στατιστικών στοιχείων για τις κυκλοφορούσες εισηγμένες μετοχές κατά τομέα εκδότη.

Παράλληλα, η ΕΚΤ συνέχισε να αναπτύσσει κοινές μεθόδους για τον υπολογισμό συγκρίσιμων στατιστικών δεικτών για τις χρηματοπιστωτικές αγορές στη ζώνη του ευρώ.

### **3 Στατιστικά στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα και τη διεθνή επενδυτική θέση και σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες**

Το 2002 συνεχίστηκαν απρόσκοπτα η κατάρτιση και η δημοσίευση των μηνιαίων και τριμηνιαίων στατιστικών στοιχείων για το ισοζύγιο πληρωμών στη ζώνη του ευρώ, την ετήσια διεθνή επενδυτική θέση του Ευρωσυστήματος, καθώς και τη μηνιαία συναλλαγματική του θέση.

Σημαντική βελτίωση αποτέλεσε το γεγονός ότι το Νοέμβριο του 2002 η ΕΚΤ δημοσίευσε στοιχεία για την επενδυτική θέση στο τέλος κάθε έτους από το 1999 μέχρι το 2001, στα οποία παρουσιάζονται χωριστά οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις της ζώνης του ευρώ, ενώ έως τότε ήταν διαθέσιμες μόνο οι καθαρές θέσεις. Η

μεταβολή της διεθνούς επενδυτικής θέσης από τέλος έτους σε τέλος έτους εξηγείται εν μέρει από τις ροές που σημειώνονται στο ισοζύγιο πληρωμών κατά τη διάρκεια κάθε έτους. Επιπρόσθετα, οι μεταβλητές αποθέματος αντανakλούν και τις επιδράσεις λόγω αποτίμησης που προκύπτουν από μεταβολές των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ή άλλες μεταβολές (π.χ. διαγραφές δανείων, επανακατηγοριοποιήσεις) που δεν σχετίζονται με ροές. Γι' αυτό και η προαναφερθείσα βελτίωση αναβαθμίζει σημαντικά τα στατιστικά στοιχεία για τη διεθνή επενδυτική θέση στη ζώνη του ευρώ

όσον αφορά το πληροφοριακό τους περιεχόμενο και την αναλυτική τους αξία.

Όπως και τα προηγούμενα έτη, το Ευρωσύστημα εργάστηκε για τη βελτίωση της ποιότητας και της διαθεσιμότητας των στατιστικών στοιχείων. Μια από τις σημαντικότερες προκλήσεις σχετίζεται με τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Τον Ιούνιο του 2002 η ΕΚΤ δημοσίευσε έκθεση όπου περιγράφονται πιθανά μέτρα που θα μπορούσαν να ληφθούν σε εθνικό επίπεδο με σκοπό την αναβάθμιση των συστημάτων συλλογής στοιχείων για τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Η ΕΚΤ, σε συνεργασία με τις Εθνικές, αναπτύσσει μια κεντρική βάση δεδομένων για τους τίτλους με στόχο τη βελτίωση της ποιότητας των στοιχείων για τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Η ΕΚΤ έχει επίσης συμβάλει εκτενώς στο έργο που συντελείται σε ευρωπαϊκό επίπεδο για τον καθορισμό κριτηρίων και λειτουργικών δεικτών για την αξιολόγηση της ποιότητας των στοιχείων για το ισοζύγιο πληρωμών και των συναφών στατιστικών. Περαιτέρω ενέργειες έγιναν επίσης προκειμένου να αυξηθεί ο βαθμός συνέπειας, μεταξύ αφενός των στοιχείων για το ισοζύγιο πληρωμών και των συναφών στοιχείων και αφετέρου των στοιχείων για το νόμισμα, τις τράπεζες και την κατηγορία “υπόλοιπος κόσμος” στους εθνικούς λογαριασμούς.

Στη διάρκεια του 2002 εξετάστηκαν οι προτεινόμενες τροποποιήσεις της

Κατευθυντήριας Γραμμής 2000/4 της ΕΚΤ, η οποία θεσπίζει το νομικό πλαίσιο που αφορά την κατάρτιση στατιστικών στοιχείων για το ισοζύγιο πληρωμών, τη συναλλαγματική θέση και τη διεθνή επενδυτική θέση της ζώνης του ευρώ. Αναθεωρημένη μορφή αυτής της Κατευθυντήριας Γραμμής προγραμματίζεται να εκδοθεί το πρώτο τρίμηνο του 2003.

Το Νοέμβριο του 2002 δημοσιεύθηκε η νέα έκδοση της ετήσιας έκθεσης “Στατιστικές μέθοδοι της Ευρωπαϊκής Ένωσης για το ισοζύγιο πληρωμών/τη διεθνή επενδυτική θέση” (διαθέσιμη στα αγγλικά: “European Union balance of payments/international investment position statistical methods”). Η έκθεση αυτή περιγράφει τις στατιστικές μεθόδους που εφαρμόζονται στα κράτη-μέλη για την κατάρτιση του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης και, κατ’ αυτόν τον τρόπο, βελτιώνει τη διαφάνεια της κατάρτισης στατιστικών στοιχείων για τη ζώνη του ευρώ.

Ήδη από τον Οκτώβριο του 1999, η ΕΚΤ δημοσιεύει στοιχεία για την ονομαστική και την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, καθώς και στοιχεία για την αξιολόγηση του διεθνούς ρόλου του ευρώ.

#### **4 Χρηματοπιστωτικοί λογαριασμοί**

Η τακτική παροχή στατιστικών στοιχείων για τους τριμηνιαίους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς των τομέων της ζώνης του ευρώ πλην του χρηματοπιστωτικού, τα οποία δημοσιεύθηκαν για πρώτη φορά το Μάιο του 2001, συνεχίστηκε ομαλά. Η Κατευθυντήρια Γραμμή της ΕΚΤ σχετικά με τις στατιστικές υποχρεώσεις στον τομέα των τριμηνιαίων χρηματοπιστωτικών λογαριασμών, όπως υιοθετήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο το Νοέμβριο του 2002, θα εξασφαλίσει ότι θα συνεχιστεί η

τακτική παροχή στοιχείων για τους τριμηνιαίους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς εντός του Ευρωσυστήματος. Η εν λόγω Κατευθυντήρια Γραμμή καλύπτει τόσο τις τρέχουσες ανάγκες όσον αφορά την κατάρτιση στοιχείων για τους Χρηματοπιστωτικούς Λογαριασμούς της Νομισματικής Ένωσης, όσο και τις υποχρεώσεις υποβολής εθνικών στοιχείων, ιδίως στοιχείων σχετικών με τις ασφαλιστικές εταιρίες και τα ταμεία συντάξεων, τα οποία θα είναι σύντομα

διαθέσιμα. Η νέα Κατευθυντήρια Γραμμή τέθηκε σε ισχύ το Νοέμβριο του 2002.

Οι στατιστικές για τους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς βελτιώθηκαν περαιτέρω με την εξασφάλιση συνέπειας

μεταξύ των λογαριασμών κεφαλαίου και των χρηματοπιστωτικών λογαριασμών. Επιπλέον, εξετάστηκε και το θέμα της στατιστικής μεταχείρισης των τραπεζογραμμάτων που δεν επιστρέφονται.

## 5 Στατιστικά στοιχεία για τα δημόσια οικονομικά

Όπως και τα προηγούμενα έτη, η ΕΚΤ δημοσίευσε ετήσια στοιχεία για τα έσοδα και τις δαπάνες του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ. Τα στοιχεία αυτά παρέχουν επίσης λεπτομέρειες για το χρέος του Δημοσίου και ανάλυση της διαφοράς μεταξύ δημοσιονομικού ελλείμματος και μεταβολών του δημόσιου χρέους. Η

διαβίβαση αυτών των ετήσιων στοιχείων συνεχίστηκε χωρίς δυσκολίες το 2002. Ήδη εκπονείται Κατευθυντήρια Γραμμή της ΕΚΤ σχετικά με τις υποχρεώσεις υποβολής στατιστικών στοιχείων και τις διαδικασίες για την ανταλλαγή στατιστικών πληροφοριών στον τομέα των δημόσιων οικονομικών.

## 6 Γενικά οικονομικά στατιστικά στοιχεία

Τα γενικά οικονομικά στατιστικά στοιχεία, που καλύπτουν τις τιμές και το κόστος, τους εθνικούς λογαριασμούς, τις αγορές εργασίας καθώς και ένα ευρύ φάσμα άλλων οικονομικών στοιχείων, αποτελούν τη βάση για τη στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Συνεργαζόμενες στενά μεταξύ τους, η ΕΚΤ και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (η οποία είναι κυρίως υπεύθυνη γι' αυτά τα στατιστικά στοιχεία σε ευρωπαϊκό επίπεδο) παρακολουθούν την εφαρμογή του Προγράμματος Δράσης σχετικά με τις Στατιστικές Υποχρεώσεις της ΟΝΕ, το οποίο είχε παρουσιαστεί στο Συμβούλιο ECOFIN το Σεπτέμβριο του 2000. Ως συνέχεια του Προγράμματος Δράσης της ΟΝΕ και των άλλων πρωτοβουλιών, έγιναν βελτιώσεις στα γενικά οικονομικά στατιστικά στοιχεία τόσο σε εθνικό όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αλλά μένει να γίνουν ακόμη πολλά. Η Ευρωπαϊκή

Επιτροπή, σε Ανακοίνωση που εξέδωσε το Νοέμβριο του 2002, περιέγραψε λεπτομερώς την πρόοδο που έχει συντελεστεί προς την κατεύθυνση της ανάπτυξης βελτιωμένων μεθόδων κατάρτισης στατιστικών στοιχείων και δεικτών στη ζώνη του ευρώ και προέβλεψε περαιτέρω πρόοδο. Η ΕΚΤ συνέβαλε επίσης, όπως και στο παρελθόν, σε μια νέα Έκθεση Προόδου όσον αφορά τις Υποχρεώσεις Πληροφόρησης της ΟΝΕ στην οποία αξιολογούνται τα επιτεύγματα και οι υποχρεώσεις στο πλαίσιο του Προγράμματος Δράσης της ΟΝΕ και η οποία έχει στο μεταξύ υιοθετηθεί από το Συμβούλιο ECOFIN.

Επιπλέον, η ΕΚΤ τόνισε την ανάγκη να υπάρξουν περαιτέρω βελτιώσεις όσον αφορά τη συγκρισιμότητα των στατιστικών στοιχείων σε παγκόσμιο επίπεδο.

## 7 Συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και με διεθνείς οργανισμούς

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ο συμφωνημένος καταμερισμός των στατιστικών αρμοδιοτήτων μεταξύ ΕΚΤ και Ευρωπαϊκής

Επιτροπής (Eurostat) λειτούργησε ομαλά κατά το 2002, όπως και τα προηγούμενα έτη. Ήδη εκπονείται νεότερη έκδοση του

Μνημονίου Συνεργασίας σχετικά με τα Οικονομικά και Χρηματοπιστωτικά Στατιστικά Στοιχεία μεταξύ της ΕΚΤ και της Eurostat. Η ΕΚΤ συνεργάζεται στενά με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εν μέρει μέσω της Επιτροπής Στατιστικών για Θέματα Νομισματικά, Χρηματοπιστωτικά και Ισοζυγίου Πληρωμών (CMFB), στην οποία μετέχουν στατιστικοί από την Eurostat, τις εθνικές στατιστικές υπηρεσίες, την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ. Η ΕΚΤ εξέφρασε την ικανοποίησή της για την υιοθέτηση νέου

εσωτερικού κανονισμού από την CMFB ο οποίος διέπει τη διενέργεια διαβουλεύσεων στο πλαίσιο της Διαδικασίας του Υπερβολικού Ελλείμματος.

Η ΕΚΤ διατηρεί επίσης στενές επαφές με την ΤΔΔ, το ΔΝΤ και τον ΟΟΣΑ σε στατιστικά ζητήματα. Σε συνεργασία με τα κοινοτικά θεσμικά όργανα και διεθνείς οργανισμούς, η ΕΚΤ συμβάλλει στον καθορισμό διεθνών στατιστικών προτύπων και προωθεί την τήρησή τους.

24 και 25 Οκτωβρίου 2002



Δεύτερο Συνέδριο της ΕΚΤ για θέματα κεντρικών τραπεζών (Φραγκφούρτη)

## Κεφάλαιο ΧΙ

**Λοιπά καθήκοντα και δραστηριότητες**

## I Συμβουλευτικές λειτουργίες

Σύμφωνα με το Άρθρο 105 (4) της Συνθήκης και το Άρθρο 4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, τα ενδιαφερόμενα κοινοτικά όργανα και οι αρμόδιες εθνικές αρχές,<sup>1</sup> κατά περίπτωση, ζητούν τη γνώμη της ΕΚΤ για κάθε σχέδιο κοινοτικής ή εθνικής νομοθετικής διάταξης που εμπίπτει στο πεδίο αρμοδιοτήτων της.

Τα όρια και οι προϋποθέσεις που ισχύουν όταν οι εθνικές αρχές ζητούν τη γνώμη της ΕΚΤ για προτεινόμενες νομοθετικές ρυθμίσεις προβλέπονται στην Απόφαση του Συμβουλίου 98/415/ΕΚ της 29ης Ιουνίου 1998. Το Άρθρο 2, παράγρ. 1 και 2, αυτής της Απόφασης ορίζει λεπτομερέστερα για ποιους συγκεκριμένους τομείς θα πρέπει να ζητείται η γνώμη της ΕΚΤ, και ειδικότερα για κάθε σχεδιαζόμενη νομοθετική διάταξη σχετικά με:

- θέματα που αφορούν το νόμισμα,
- μέσα πληρωμής,
- τις ΕθνΚΤ,
- τη συλλογή, κατάρτιση και διανομή νομισματικών, χρηματοπιστωτικών, τραπεζικών στατιστικών καθώς και στατιστικών που αφορούν τα συστήματα πληρωμών και το ισοζύγιο πληρωμών,
- τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού, και
- τους κανόνες που εφαρμόζονται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στο βαθμό που επηρεάζουν ουσιαστικά τη

σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών.

Επιπλέον, οι εθνικές αρχές των κρατών-μελών εκτός της ζώνης του ευρώ,<sup>2</sup> πρέπει να συμβουλευονται την ΕΚΤ και για κάθε σχέδιο νομοθετικής ρύθμισης που αφορά τα μέσα άσκησης της νομισματικής πολιτικής.

Το 2002 η γνώμη της ΕΚΤ ζητήθηκε συνολικά 32 φορές, 30 φορές από κράτη-μέλη και 2 φορές από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Από αυτές τις 32 περιπτώσεις, οι 9 αφορούσαν μέσα πληρωμής, οι 7 στατιστικά θέματα και οι 11 αφορούσαν κανόνες οι οποίοι θα μπορούσαν να επηρεάσουν τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών.

Πλήρης χρονολογικός κατάλογος των γνωμοδοτήσεων της ΕΚΤ υπάρχει στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Στο πλαίσιο που ακολουθεί αναγράφονται οι περιπτώσεις κατά τις οποίες ζητήθηκε η γνώμη της ΕΚΤ το 2002.

<sup>1</sup> Σύμφωνα με το Πρωτόκολλο για ορισμένες διατάξεις που αφορούν το Ηνωμένο Βασίλειο της Μεγάλης Βρετανίας και της Βορείου Ιρλανδίας, όπως προσαρτήθηκε στη Συνθήκη, το Άρθρο 105 (4) της Συνθήκης και το Άρθρο 4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ δεν ισχύουν για το Ηνωμένο Βασίλειο. Ως εκ τούτου, η υποχρέωση να ζητείται η γνώμη της ΕΚΤ δεν ισχύει για τις εθνικές αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου.

<sup>2</sup> Με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο (βλ. την προηγούμενη υποσημείωση).

### Πλαίσιο 10

#### Γνωμοδοτήσεις της ΕΚΤ κατά το 2002

##### (α) Αιτήματα κρατών-μελών<sup>1)</sup>

Αριθ. <sup>2)</sup>	Από	Θέμα
CON/2002/1	Φινλανδία	Αναθεώρηση του Νόμου για τα Πιστωτικά Ιδρύματα με προσθήκη διατάξεων για το ηλεκτρονικό χρήμα.

<sup>1</sup> Το Σεπτέμβριο του 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο ενέκρινε τροποποίηση των διαδικασιών δημοσίευσης όσον αφορά τις Γνώμες της ΕΚΤ που εκδίδονται κατόπιν αιτήματος εθνικών αρχών. Στο εξής οι Γνώμες της ΕΚΤ κατά κανόνα θα δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ έξι μήνες μετά την ημερομηνία της υιοθέτησής τους. Για τις Γνώμες της ΕΚΤ που έχουν σημασία για την ασκούμενη πολιτική, θα διατηρηθεί η σημερινή πρακτική, δηλ. θα δημοσιεύονται αμέσως στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης ενέκρινε να δημοσιευθούν στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ προγενέστερες Γνώμες της ΕΚΤ και του ΕΝΙ. Και στις δύο περιπτώσεις οι οικείες εθνικές αρχές θα ενημερώνονται σχετικά.

<sup>2</sup> Οι γνωμοδοτήσεις αριθμούνται σύμφωνα με τη σειρά υιοθέτησής τους από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

Αριθ. <sup>3)</sup>	Από	Θέμα
CON/2002/2	Γερμανία	Τροποποίηση του Κανονισμού Εξωτερικών Εμπορικών Συναλλαγών και Πληρωμών σχετικά με τη συλλογή, κατάρτιση και διάθεση στατιστικών στοιχείων για το νόμισμα, το χρηματοπιστωτικό τομέα, τις τράπεζες, τα συστήματα πληρωμών και το ισοζύγιο πληρωμών.
CON/2002/3	Βέλγιο	Κατάρτιση στατιστικών στοιχείων για το ισοζύγιο πληρωμών και τη διεθνή επενδυτική θέση του Βελγίου.
CON/2002/4	Δανία	Τροποποίηση του Νόμου σχετικά με τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες, με προσθήκη διατάξεων για την καταπολέμηση της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας.
CON/2002/5	Ολλανδία	Ενσωμάτωση διατάξεων του διεθνούς δικαίου για την καταπολέμηση της τρομοκρατίας και εναρμόνιση του Νόμου περί Κυρώσεων προς τις συναφείς οικονομικές κυρώσεις.
CON/2002/6	Γαλλία	Κατάργηση της ιδιότητας νόμιμου χρήματος για τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα γαλλικών φράγκων.
CON/2002/7	Ιρλανδία	Τροποποίηση του Νόμου για την Οικονομική και Νομισματική Ένωση όσον αφορά διατάξεις που προβλέπουν καταβολή από την Κεντρική Τράπεζα της Ιρλανδίας προς το Υπουργείο Οικονομικών του καθαρού εισοδήματος από την έκδοση κερμάτων.
CON/2002/8	Δανία	Τροποποίηση του Νόμου περί Διαπραγματεύσεως Κινητών αξιών ως προς διατάξεις σχετικές με την ενεχύραση τίτλων και αποσαφήνιση ορισμένων αρμοδιοτήτων όσον αφορά τα χρηματιστήρια, την προστασία των δεδομένων και την παράνομη εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών.
CON/2001/9	Γαλλία	Τροποποιήσεις του Διατάγματος σχετικά με τις οικονομικές σχέσεις με ξένες χώρες, οι οποίες επηρεάζουν τη στατιστική του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης.
CON/2002/10	Δανία	Τροποποίηση του Νόμου σχετικά με τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες και άλλων νόμων για το χρηματοπιστωτικό τομέα, όσον αφορά την εποπτεία των επιχειρησιακών ταμείων συντάξεων, τις βέλτιστες πρακτικές για τις χρηματιστηριακές εταιρίες κ.λπ.
CON/2002/12	Φινλανδία	Αρμοδιότητα του Φινλανδικού Υπουργείου Οικονομικών να εκδίδει αναμνηστικά κέρματα με ισχύ νόμιμου χρήματος στη Φινλανδία.
CON/2002/13	Βέλγιο	Θέσπιση συνολικής προληπτικής εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα και των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, καθώς και ειδικών κανόνων για τις δευτερογενείς αγορές χρηματοδοτικών μέσων.
CON/2002/14	Ισπανία	Καταβολή κερδών από την Τράπεζα της Ισπανίας προς το Υπουργείο Οικονομικών.
CON/2002/15	Φινλανδία	Στρογγυλοποίηση πληρωμών σε ευρώ, μέσω τραπεζικής κάρτας ή άλλης κάρτας πληρωμών, στο πλησιέστερο πολλαπλάσιο των πέντε λεπτών του ευρώ.
CON/2002/16	Ιρλανδία	Νομοσχέδιο για την “Κεντρική Τράπεζα και Αρχή Εποπτείας των Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών της Ιρλανδίας”.
CON/2002/17	Λουξεμβούργο	Κανονισμός που καθορίζει τις αρμόδιες εθνικές αρχές για την παραχάραξη και κιβδηλεία.

3 Οι γνωμοδοτήσεις αριθμούνται σύμφωνα με τη σειρά υιοθέτησής τους από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

Αριθ. <sup>4)</sup>	Από	Θέμα
CON/2002/18	Βέλγιο	Αποσαφήνιση της ειδικής σχέσης μεταξύ του θεσμικού πλαισίου της Εθνικής Τράπεζας του Βελγίου και των γενικών κανόνων περί ανωνύμων εταιριών.
CON/2002/19	Αυστρία	Εφαρμογή των “Ειδικών Συστάσεων της FATF” σχετικά με τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και την καταπολέμηση της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας.
CON/2002/20	Αυστρία	Τροποποιήσεις των βασικών επιτοκίων και των επιτοκίων αναφοράς.
CON/2002/21	Σουηδία	Τροποποιήσεις σχετικές με τη συλλογή στατιστικών στοιχείων για το ισοζύγιο πληρωμών και το κριτήριο ρευστότητας για τους τίτλους που χρησιμοποιούνται στις πράξεις νομισματικής πολιτικής καθώς και σχετικές με την προτεινόμενη ανάθεση τμημάτων της διαδικασίας αυτής σε εξωτερικούς φορείς.
CON/2002/22	Σουηδία	Πρόταση που θεσπίζει τον Εθνικό Έλεγχο, υπαγόμενο στο Σουηδικό Κοινοβούλιο, και τροποποιήσεις του νόμου για την Τράπεζα της Σουηδίας.
CON/2002/23	Φινλανδία	Αναθεώρηση του Νόμου για την Εποπτική Αρχή του Χρηματοπιστωτικού Τομέα, συμπεριλαμβανομένων αναθεωρημένων μεθόδων λειτουργίας και νέων εξουσιών επιβολής κυρώσεων.
CON/2002/24	Βέλγιο	Πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες.
CON/2002/26	Ελλάδα	Νομική προστασία των τραπεζογραμματίων ευρώ.
CON/2002/27	Φινλανδία	Νόμος για τη ρύθμιση των φινλανδικών χρηματοπιστωτικών αγορών σε περιπτώσεις έκτακτης ανάγκης.
CON/2002/28	Σουηδία	Η Τράπεζα της Σουηδίας και η δημοσίευση όρων που αφορούν τα επιτόκια.
CON/2002/29	Σουηδία	Εισαγωγή νέου συστήματος που βασίζεται σε έρευνες για τη συλλογή στατιστικών στοιχείων του ισοζυγίου πληρωμών.
CON/2002/30	Ιταλία	Διατάξεις για τη μετατροπή ομολόγων βάσει του νόμου 483/93, οι οποίες επηρεάζουν τον ισολογισμό της Τράπεζας της Ιταλίας.
CON/2002/31	Ιταλία	Διατάξεις του νόμου για τον Προϋπολογισμό του 2003 σχετικά με τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα.
CON/2002/32	Γαλλία	Νομοσχέδιο για την ασφάλεια των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών.

**(β) Αιτήματα ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων <sup>5)</sup>**

Αριθ. <sup>4)</sup>	Από	Θέμα	Δημοσίευση στην Επίσημη Εφημερίδα
CON/2002/11	Συμβούλιο ΕΕ	Σύσταση για το διορισμό του Αντιπροέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.	L 101, 14.4.2002, σελ. 17
CON/2002/25	Συμβούλιο ΕΕ	Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με καθυστερήσεις στη διαβίβαση των βασικών μεγεθών των εθνικών λογαριασμών, παρέκκλιση στον εν λόγω τομέα και διαβίβαση στοιχείων για την απασχόληση σε ώρες εργασίας.	L 253, 22.10.2002, σελ. 14

<sup>4</sup> Οι γνωμοδοτήσεις αριθμούνται σύμφωνα με τη σειρά υιοθέτησής τους από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

<sup>5</sup> Δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

## **2 Συμμόρφωση προς τις απαγορεύσεις νομισματικής χρηματοδότησης και προνομιακής πρόσβασης**

Σύμφωνα με το Άρθρο 237 (δ) της Συνθήκης, έχει ανατεθεί στην ΕΚΤ το καθήκον να παρακολουθεί τη συμμόρφωση των 15 ΕθνΚΤ της ΕΕ προς τις διατάξεις των Άρθρων 101 και 102 της Συνθήκης και των Κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 3603/93 και 3604/93 του Συμβουλίου. Το καθήκον αυτό εκτελείται από το Γενικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, το οποίο επίσης παρακολουθεί τη συμμόρφωση και της ίδιας της ΕΚΤ προς τις εν λόγω διατάξεις. Το Άρθρο 101 απαγορεύει στην ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ να παρέχουν διευκολύνσεις υπεραναλήψεων ή άλλου είδους πιστωτικές διευκολύνσεις προς κυβερνήσεις και κοινοτικά όργανα ή οργανισμούς, καθώς και να αγοράζουν χρεόγραφα απευθείας από αυτούς. Το Άρθρο 102 απαγορεύει οποιοδήποτε μέτρο – εφόσον δεν υπαγορεύεται από λόγους προληπτικής εποπτείας – που θεσπίζει προνομιακή πρόσβαση της κεντρικής κυβέρνησης, άλλων κρατικών φορέων, δημόσιων επιχειρήσεων και κοινοτικών οργάνων ή οργανισμών σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Παράλληλα με το Γενικό Συμβούλιο, τη συμμόρφωση των κρατών-μελών προς τις ανωτέρω διατάξεις παρακολουθεί και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Το Γενικό Συμβούλιο παρακολουθεί επίσης τις αγορές χρεογράφων τόσο του εγχώριου δημόσιου τομέα όσο και του δημόσιου τομέα άλλων κρατών-μελών τις οποίες πραγματοποιούν οι κεντρικές τράπεζες της

ΕΕ στη δευτερογενή αγορά. Σύμφωνα με το σκεπτικό του Κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 3603/93 του Συμβουλίου, η απόκτηση χρεογράφων του Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά δεν πρέπει να χρησιμοποιείται για την καταστράτηγηση του Άρθρου 101 της Συνθήκης. Οι αγορές αυτές δεν πρέπει να αποτελούν μορφή έμμεσης νομισματικής χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα.

Για το 2002, το Γενικό Συμβούλιο διαπίστωσε τρεις περιπτώσεις μη συμμόρφωσης προς τους παραπάνω όρους της Συνθήκης και των συναφών Κανονισμών (ΕΚ) του Συμβουλίου από ΕθνΚΤ των κρατών-μελών. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις, η ποσότητα των κερμάτων που διακρατούσαν οι ΕθνΚΤ και είχαν πιστωθεί στο δημόσιο τομέα μετά την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή υπερέβαιναν το όριο του 10% των κερμάτων σε κυκλοφορία που προβλέπει το Άρθρο 6 του Κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 3603/93 του Συμβουλίου. Στην περίπτωση της Ελλάδος, υπέρβαση του ορίου σημειώθηκε κατά τους τρεις πρώτους μήνες του 2002, ενώ στην περίπτωση της Γαλλίας και της Φινλανδίας το πρόβλημα υπήρχε σε όλη τη διάρκεια του έτους και δεν είχε επιλυθεί ως το τέλος του 2002. Το Γενικό Συμβούλιο προέτρεψε τις κεντρικές τράπεζες των δύο αυτών χωρών να λάβουν μέτρα αμέσως για να επανορθώσουν την κατάσταση.

## **3 Διαχείριση των δανειοληπτικών και δανειοδοτικών πράξεων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας**

Σύμφωνα με το Άρθρο 123 (2) της Συνθήκης και το Άρθρο 9 του Κανονισμού (ΕΚ) του Συμβουλίου αριθ. 332/2002 της 18ης Φεβρουαρίου 2002 (το οποίο αντικατέστησε το Άρθρο 11 του Κανονισμού (ΕΟΚ) του Συμβουλίου αριθ. 1969/88 της 24ης Ιουνίου 1988), η ΕΚΤ εξασφαλίζει να είναι αρμόδια για τη διαχείριση των δανειοληπτικών και

δανειοδοτικών πράξεων που συνομολογεί η Ευρωπαϊκή Κοινότητα μέσω της διευκόλυνσης μεσοπρόθεσμης οικονομικής στήριξης. Κατά το 2002 όμως, η ΕΚΤ δεν εκτέλεσε τέτοιου είδους διαχειριστικά καθήκοντα, επειδή δεν υπήρχαν ανεξόφλητα υπόλοιπα στο τέλος του 2001 ούτε έγιναν νέες πράξεις το 2002.







Η κριτική επιτροπή του διεθνούς αρχιτεκτονικού διαγωνισμού για το νέο κτίριο της ΕΚΤ επισκέπτεται το χώρο ανέγερσης του νέου κτιρίου, τη Grossmarkthalle, στη Φραγκφούρτη



Η πρώτη συνάντηση της επιτροπής, στις 30 και 31 Οκτωβρίου 2002

## Κεφάλαιο XII

### Εξωτερική επικοινωνία και λογοδοσία

## I Η επικοινωνιακή πολιτική και οι συναφείς δραστηριότητες της ΕΚΤ

### I.1 Επικοινωνιακές δραστηριότητες

Η αποτελεσματική και κατάλληλη εξωτερική επικοινωνία είναι απαραίτητη για κάθε κεντρική τράπεζα. Η ΕΚΤ, χρησιμοποιώντας ποικίλα επικοινωνιακά εργαλεία – σε στενή συνεργασία με τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος – καταβάλλει συνεχείς προσπάθειες ώστε το ευρωπαϊκό κοινό να κατανοεί καλύτερα τα καθήκοντά της, τη στρατηγική της και τις αποφάσεις που λαμβάνονται βάσει αυτής της στρατηγικής. Το 2002 ξεκίνησαν εργασίες για να βελτιωθεί περαιτέρω η αποτελεσματικότητα της εξωτερικής επικοινωνίας της ΕΚΤ. Ταυτόχρονα, είναι σημαντικό να συνεχιστούν με αδιάπτωτο ρυθμό οι επικοινωνιακές δραστηριότητες που αποσκοπούν στη μεγαλύτερη εξοικείωση του κοινού με το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής και με άλλα ζητήματα που συνδέονται με τις κεντρικές τράπεζες στη ζώνη του ευρώ.

Κατά τους πρώτους μήνες του έτους, δεσπόζουσα θέση στις επικοινωνιακές δραστηριότητες κατείχε η Εκστρατεία Ενημέρωσης Ευρώ 2002, που απαίτησε ιδιαίτερη επικοινωνιακή προσπάθεια μέσω της οποίας το Ευρωσύστημα βοήθησε τους πολίτες της ζώνης του ευρώ να γνωρίσουν το νέο τους νόμισμα (βλ. Πλαίσιο ΙΙ). Όσον αφορά την επικοινωνία για άλλα θέματα, η ΕΚΤ χρησιμοποίησε τα συνήθη επικοινωνιακά εργαλεία που διαθέτει: δελτία τύπου, συνεντεύξεις τύπου, περιοδικές εκδόσεις (Ετήσια Έκθεση και Μηνιαίο Δελτίο), διαλέξεις και συνεντεύξεις που έδωσαν τα μέλη των οργάνων λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ, καθώς και ενημερωτικά φυλλάδια και άλλο έντυπο υλικό. Η μεγάλη αυτή ποικιλία εργαλείων επιτρέπει στην ΕΚΤ να απευθύνεται σε πολλές και διάφορες μερίδες του κοινού, από πανεπιστημιακούς και ειδικούς επί τραπεζικών θεμάτων μέχρι εκπροσώπους των ΜΜΕ, φοιτητές και το ευρύ κοινό.

Παράλληλα, η ΕΚΤ γνωστοποιεί τα πορίσματα που έχουν προκύψει από επιστημονικές έρευνες επί νομισματικών και γενικότερων οικονομικών θεμάτων, δημοσιεύοντας τις σειρές μελετών Working Paper Series και Occasional Paper Series και διοργανώνοντας επιστημονικά συνέδρια, σεμινάρια και εργαστήρια. Το 2002 οι κυριότερες δραστηριότητες αυτού του είδους ήταν: το σεμινάριο που πραγματοποιήθηκε στο πλαίσιο της συνάντησης Ασίας-Ευρώπης τον Απρίλιο, το σεμινάριο του Ευρωσυστήματος και των Κεντρικών Τραπεζών της Λατινικής Αμερικής (Μάιος), το Δεύτερο Συνέδριο Κεντρικών Τραπεζών της ΕΚΤ με θέμα “Ο μετασχηματισμός του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος” (Οκτώβριος) και το σεμινάριο υψηλού επιπέδου με θέμα τη διαδικασία προσχώρησης των νέων κρατών-μελών της ΕΕ (Δεκέμβριος).

Αυτοτελής επικοινωνιακή δραστηριότητα είναι η υποδοχή ομάδων επισκεπτών στην έδρα της ΕΚΤ. Οι επισκέψεις αυτές παρέχουν την ευκαιρία, ιδίως σε φοιτητές, να γνωρίσουν από κοντά τις δραστηριότητες της ΕΚΤ. Στη διάρκεια του 2002 έγιναν δεκτοί στην ΕΚΤ περισσότεροι από 9.000 επισκέπτες, ενώ αφότου ιδρύθηκε το 1998 η ΕΚΤ έχει δεχθεί συνολικά περισσότερους από 40.000 επισκέπτες.

Πολλές από αυτές τις επικοινωνιακές δραστηριότητες έχουν κοινό σημείο αναφοράς το δικτυακό τόπο της ΕΚΤ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), ο οποίος παρέχει πρόσβαση σε όλες τις δημοσιεύσεις της ΕΚΤ. Οι επισκέψεις στο δικτυακό τόπο και η χρήση των γραμμών άμεσης επικοινωνίας μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου συνεχίστηκαν με μεγάλη συχνότητα και το 2002. Ο δικτυακός τόπος επίσης χρησίμευσε ως πλατφόρμα για τις δημόσιες διαβουλεύσεις.

Οι δημόσιες διαβουλεύσεις χρησιμοποιήθηκαν αρκετά εκτενώς ως επικοινωνιακό

εργαλείο το 2002 και ο συνολικός αριθμός δημόσιων διαβουλεύσεων που πραγματοποιήθηκαν με πρωτοβουλία της ΕΚΤ ή φιλοξενήθηκαν από αυτήν ήταν έξι. Οι ενδιαφερόμενοι εκλήθησαν να υποβάλουν τα σχόλιά τους είτε στην ΕΚΤ είτε στις ΕθνΚΤ. Και η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ χρησιμοποίησαν τους αντίστοιχους δικτυακούς τους τόπους για τις διαβουλεύσεις αυτές. Μεταξύ των θεμάτων τα οποία αφορούσαν οι δημόσιες διαβουλεύσεις ήταν τα συστήματα πληρωμών και το λειτουργικό πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής.

Η συνεργασία με τις ΕθνΚΤ έχει κρίσιμη σημασία στον τομέα της επικοινωνίας και αποτελεί προϋπόθεση για να αξιοποιηθούν στο έπακρο οι πόροι που διατίθενται για

τους σκοπούς αυτούς εντός του ΕΣΚΤ. Κατά τη διαδικασία του συντονισμού, καταβάλλονται ιδιαίτερες προσπάθειες ώστε να εκφράζεται “μια φωνή” σχετικά με την ενιαία νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ. Εξίσου σπουδαίο είναι να μπορεί το ΕΣΚΤ να απευθύνεται σε ποικίλες μερίδες του κοινού, σε περιφερειακό και εθνικό επίπεδο, στη γλώσσα τους και λαμβάνοντας υπόψη τις αντίστοιχες ιδιαιτερότητες.

Η ΕΚΤ συνεχώς διερευνά τρόπους για να βελτιώσει περαιτέρω τη χρησιμότητα των υπάρχοντων επικοινωνιακών εργαλείων. Στο πλαίσιο αυτής της προσπάθειας, το φθινόπωρο του 2002 η ΕΚΤ διεξήγαγε έρευνα σχετικά με το αναγνωστικό κοινό

## Πλαίσιο Ι Ι

### Η Εκστρατεία Ενημέρωσης Ευρώ 2002

Το Ευρωσύστημα εγκαινίασε την Εκστρατεία Ενημέρωσης Ευρώ 2002 στην αρχή του 2001. Σκοπός της εκστρατείας ήταν η εξοικείωση του κοινού με το νέο νόμισμα και με τους όρους της μετάβασης στο ευρώ. Η εκστρατεία αυτή, η οποία δεν είχε ιστορικό προηγούμενο, χρησιμοποίησε την ίδια δημιουργική ιδέα και δομή σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ και στις 11 επίσημες κοινοτικές γλώσσες. Στόχος ήταν να προσεγγίσει και ένα ευρύτερο κοινό εκτός της ζώνης του ευρώ. Για τη δημιουργία και την υλοποίηση της εκστρατείας διατέθηκε κονδύλιο 80 εκατομμυρίων ευρώ. Εκτός αυτού, οι ΕθνΚΤ ανέλαβαν συμπληρωματικές δραστηριότητες σε εθνικό επίπεδο, σε ορισμένες δε περιπτώσεις και σε διεθνές επίπεδο.

Η στρατηγική της εκστρατείας βασίστηκε σε πέντε βασικές αρχές: συνεργασία με φορείς που λειτουργούν ως πολλαπλασιαστές πληροφόρησης, διενέργεια ερευνών για την καταγραφή των αναγκών πληροφόρησης, σύμπραξη φορέων σε ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο, προσέγγιση με πολλά μέσα επικοινωνίας και προσέγγιση μέσω πολλών ειδικοτήτων (π.χ. δημόσιες σχέσεις, άμεσο μάρκετινγκ, διαφήμιση και επικοινωνία μάρκετινγκ).

Για την εκστρατεία μαζικής ενημέρωσης δημιουργήθηκαν σχέσεις συνεργασίας με τα μέσα ενημέρωσης και εξασφαλίστηκε διαφημιστικός χρόνος (σε ραδιοτηλεοπτικά προγράμματα) και χώρος (σε περιοδικά). Με αυτό τον τρόπο, η εκστρατεία μαζικής ενημέρωσης πέτυχε το στόχο της, που ήταν να δοθεί στο 80% του πληθυσμού η ευκαιρία να δει κάθε τηλεοπτική διαφήμιση 2,5 φορές. Σε ορισμένες χώρες το ποσοστό αυτό ανήλθε στο 90%.

Συνολικά, η εκστρατεία ενημέρωσης εκπλήρωσε τους σκοπούς της με ιδιαίτερη μάλιστα επιτυχία. Πράγματι, ερευνητικό πρόγραμμα για την εκτίμηση αυτής της επιτυχίας, το οποίο πραγματοποιήθηκε κατά διαδοχικά κύματα έως και το Φεβρουάριο του 2002, απέδειξε ότι η εξοικείωση του κοινού με την εξωτερική εμφάνιση και τα χαρακτηριστικά ασφαλείας των τραπεζογραμματίων αυξανόταν σταδιακά, ενόσω εξελισσόταν η εκστρατεία, και κατά την ημερομηνία της κυκλοφορίας των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ είχε ήδη φθάσει σε ικανοποιητικό επίπεδο για όλες τις χώρες.

του Μηνιαίου Δελτίου. Υπό το ίδιο πνεύμα, εγκαινίασε πρόγραμμα για τη βελτίωση του σχεδιασμού της εν λόγω περιοδικής έκδοσης.

## **1.2 Σημαντικά επικοινωνιακά ζητήματα κατά το 2002**

Πολλά επίκαιρα ζητήματα απασχόλησαν το Ευρωσύστημα στον τομέα της επικοινωνίας το 2002. Τα ζητήματα αυτά αναλύονται λεπτομερώς στα σχετικά κεφάλαια της Έκθεσης, αλλά αναφέρονται εν συντομία παρακάτω, για να αποκτήσει ο αναγνώστης μια γενική εικόνα των επικοινωνιακών προκλήσεων που αντιμετώπισε το Ευρωσύστημα το 2002.

Σε κάποια από τα ζητήματα αυτά, η ΕΚΤ έδρασε προνοητικά, επιδιώκοντας να διαφωτίσει το κοινό σχετικά με θέματα της αρμοδιότητάς της. Σε κάποια άλλα ζητήματα, η ΕΚΤ ανταποκρίθηκε σε αιτήματα για παροχή πληροφοριών που είχαν υποβληθεί από τα μέσα ενημέρωσης, από συγκεκριμένες ομάδες ή από το ευρύ κοινό.

Μερικά από τα σπουδαιότερα επικοινωνιακά ζητήματα το 2002 ήταν τα εξής:

- Η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής (βλ. Κεφάλαιο I).
- Η εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2002. Η Εκστρατεία Ενημέρωσης Ευρώ 2002 ολοκληρώθηκε με επιτυχία το δεύτερο τρίμηνο του 2002 (βλ. Πλαίσιο II).
- Ο ρόλος του Ευρωσυστήματος στη διαδικασία διεύρυνσης της ΕΕ (βλ. Κεφάλαιο VI).
- Οι πράξεις νομισματικής πολιτικής (βλ. Κεφάλαιο II).
- Θέματα εποπτείας και σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος που συζητούνται σε ευρωπαϊκό και σε διεθνές επίπεδο (βλ. Κεφάλαια V και IX).
- Η διάρθρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών στη ζώνη του ευρώ (βλ. Κεφάλαια V και IX).
- Οργανωτικά θέματα της ΕΚΤ, ιδίως η προκήρυξη διεθνούς πολεοδομικού και αρχιτεκτονικού διαγωνισμού για την ανέγερση ιδιόκτητων γραφείων της ΕΚΤ (βλ. Κεφάλαιο XIII).
- Η άποψη του Διοικητικού Συμβουλίου σχετικά με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (βλ. Κεφάλαιο I).

## **2 Η ανταλλαγή πληροφοριών και απόψεων με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο**

### **2.1 Επισκόπηση των σχέσεων μεταξύ της ΕΚΤ και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου**

Σύμφωνα με τις διατάξεις του Άρθρου 113 (3) της Συνθήκης, η ΕΚΤ συνέχισε την τακτική ανταλλαγή απόψεων με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σε όλη τη διάρκεια του 2002. Όπως και τα προηγούμενα χρόνια, η κύρια μορφή αυτών των ανταλλαγών ήταν οι τριμηνιαίες ακροάσεις του Προέδρου της ΕΚΤ ενώπιον της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων. Κατά τη διάρκεια αυτών των εμφανίσεων, ο Πρόεδρος ενημέρωνε το

Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου σχετικά με τη νομισματική πολιτική και με άλλους τομείς αρμοδιοτήτων της ΕΚΤ και εν συνεχεία απαντούσε σε ερωτήσεις των μελών της Επιτροπής. Ο Πρόεδρος επίσης παρουσίασε την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2001 στην ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, η οποία διεξήγαγε συζήτηση και εξέδωσε σχετικό ψήφισμα.

Εκτός από τις ανά τρίμηνο εμφανίσεις του Προέδρου της ΕΚΤ, η Επιτροπή Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων κάλεσε και άλλα μέλη της

Εκτελεστικής Επιτροπής για ανταλλαγή απόψεων επί διαφόρων θεμάτων. Όπως και τα προηγούμενα χρόνια, ο Αντιπρόεδρος παρουσίασε την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2001 στην Επιτροπή. Ο κ. Issing εκλήθη να ανταλλάξει απόψεις σχετικά με το οικονομικό περιβάλλον και τις προτεινόμενες Γενικές Κατευθύνσεις της Οικονομικής Πολιτικής, ενώ ο κ. Padoa-Schioppa συμμετείχε σε ακρόαση σχετικά με την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ΕΕ, όπου εξήγησε τις απόψεις της ΕΚΤ σχετικά με τις δομές της ΕΕ για τη χρηματοπιστωτική ρύθμιση, την εποπτεία και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Εξάλλου, ο κ. Padoa-Schioppa εκλήθη από την Επιτροπή σε ακρόαση σχετικά με τις εξελίξεις και τις προοπτικές της ευρωπαϊκής οικονομικής ένωσης.

Εκτός από αυτές τις δημόσιες συναντήσεις, κλιμάκιο μελών της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων επισκέφθηκε την ΕΚΤ και πραγματοποίησε άτυπες συζητήσεις με τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής επί ποικίλων θεμάτων.

Τέλος, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο αποφάσισε να τροποποιήσει τον Κανονισμό του προκειμένου να ιδρύσει εσωτερική διαδικασία στο πλαίσιο της οποίας όλοι οι Ευρωβουλευτές μπορούν να υποβάλλουν, μέσω του Προέδρου της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων, γραπτές ερωτήσεις στην ΕΚΤ. Εν συνεχεία, οι ερωτήσεις αυτές, μαζί με τις απαντήσεις της ΕΚΤ, δημοσιεύονται στην Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.<sup>1</sup> Μολονότι ούτε η Συνθήκη ούτε το Καταστατικό του ΕΣΚΤ περιέχουν σχετικές διατάξεις ή υποχρεώσεις επί του θέματος αυτού, η ΕΚΤ συμφώνησε να απαντά στις εν λόγω ερωτήσεις, στο βαθμό που αυτές αφορούν την εκπλήρωση της αποστολής της, σε εθελοντική βάση, όπως έπραττε και στο παρελθόν. Ταυτόχρονα, η ΕΚΤ τόνισε ότι το μέτρο αυτό σε καμία περίπτωση δεν μειώνει τη σημασία των τακτικών ακροάσεων, όπου θα πρέπει να

εξακολουθήσουν να συζητούνται οι βασικές ερωτήσεις σχετικά με τις αποφάσεις πολιτικής της ΕΚΤ. Οι γραπτές ερωτήσεις που διατυπώνουν οι Ευρωβουλευτές κατά τη διάρκεια των ακροάσεων του Προέδρου της ΕΚΤ δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

## **2.2 Απόψεις της ΕΚΤ σχετικά με επιλεγμένα ζητήματα που τέθηκαν κατά τις συνεδριάσεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου**

Οι ποικίλες ανταλλαγές απόψεων μεταξύ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της ΕΚΤ κάλυψαν ευρύ φάσμα θεμάτων. Βασικό τους θέμα ήταν η αξιολόγηση των οικονομικών και νομισματικών εξελίξεων και η άσκηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, παράλληλα όμως ορισμένοι Ευρωβουλευτές διετύπωσαν ερωτήματα σχετικά με τα άλλα καθήκοντα τα οποία έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα βάσει της Συνθήκης.

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο εξέτασε αρκετά από αυτά τα ζητήματα στο Ψήφισμά του σχετικά με την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2001, το οποίο εγκρίθηκε από την ολομέλεια του Ευρωκοινοβουλίου στις 3 Ιουλίου 2002. Στις παραγράφους που ακολουθούν εξετάζονται ορισμένα από τα κυριότερα ζητήματα που τέθηκαν με αυτό το Ψήφισμα και υπενθυμίζονται οι απόψεις τις οποίες εξέφρασε η ΕΚΤ.

### **Η εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ**

Την 1η Ιανουαρίου 2002 το ενιαίο νόμισμα έγινε απτή πραγματικότητα για τους πολίτες της Ευρώπης. Από την εν λόγω ημερομηνία, τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα ευρώ έγιναν νόμιμο χρήμα σε όλη τη ζώνη του ευρώ και άρα ένα ορατό σύμβολο της ευρωπαϊκής ταυτότητας. Η ΕΚΤ υπέβαλλε πολλές εκθέσεις στο

<sup>1</sup> Από την έναρξη ισχύος της Συνθήκης της Νίκαιας, η Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων μετονομάστηκε Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σχετικά με την προετοιμασία και την υλοποίηση του κοσμοϊστορικού αυτού γεγονότος και στο Ψήφισμά του σχετικά με την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2001 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο συνεχάρη το Ευρωσύστημα για την “άκρως επιτυχή διαδικασία μετάβασης στο ευρώ”.

Ωστόσο, ενώ τονίζεται ότι το ευρώ αναμένεται να επηρεάσει θετικά την εξέλιξη των τιμών καταναλωτή μέσω της αύξησης του ανταγωνισμού, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο επέκρινε τις καταχρηστικές πρακτικές στρογγυλοποίησης που παρατηρήθηκαν σε ορισμένες περιπτώσεις (ιδίως στον τομέα των υπηρεσιών).

Η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος από το 2001 παρακολουθούν προσεκτικά και αναλύουν τις πιθανές επιδράσεις στην εξέλιξη των τιμών από τη μετάβαση στο ευρώ σε φυσική μορφή. Κατά τις διάφορες εμφανίσεις του ενώπιον του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου ο Πρόεδρος εξήγησε ότι μολονότι η αντίληψη των καταναλωτών μπορεί να είναι διαφορετική, οι επιδράσεις στον πληθωρισμό από τη μετάβαση στο ευρώ εκτιμάται ότι ήταν πολύ περιορισμένες (Κεφάλαιο Ι).

### **Λογοδοσία και διαφάνεια της ΕΚΤ**

Ένα άλλο ζήτημα που τέθηκε κατά τις παραπάνω ανταλλαγές απόψεων ήταν η λογοδοσία της ΕΚΤ. Στο Ψήφισμά του σχετικά με την Ετήσια Έκθεση του 2001 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο πρότεινε να δημοσιεύονται, αμέσως μετά την προσεχή συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου, τα πρακτικά των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου κατά τρόπο ώστε να αναγράφονται περιληπτικά τα διάφορα επιχειρήματα που προβάλλονται κατά τις συνεδριάσεις. Εξάλλου, προτάθηκε τα συνοπτικά αυτά πρακτικά να αναγράφουν, χωρίς να κατονομάζουν συγκεκριμένα μέλη, τη σύνθεση των ψήφων καθώς και τις γνώμες των τυχόν διαφωνούντων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Σε απάντηση αυτών των προτάσεων, ο Πρόεδρος εξήγησε ότι σε εκτενείς συνεντεύξεις τύπου που πραγματοποιούνται αμέσως μετά την πρώτη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου κάθε μήνα, κατά την οποία συνήθως λαμβάνονται αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, καθώς και στο Μηνιαίο Δελτίο, η ΕΚΤ εξηγεί αναλυτικά τους λόγους στους οποίους βασίζονται οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου. Κατόπιν τούτου, το σκεπτικό του Διοικητικού Συμβουλίου γνωστοποιείται πολύ ενωρίτερα στο κοινό από ό,τι με επίσημα πρακτικά.

Επιπλέον, ο Πρόεδρος εξήγησε ότι η ΕΚΤ υπερκαλύπτει τις ήδη αυστηρές απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων που προβλέπονται στη Συνθήκη και ότι, μέσω του συνόλου των επικοινωνιακών εργαλείων (βλ. Ενότητα Ι του παρόντος κεφαλαίου) που ήδη χρησιμοποιεί, η ΕΚΤ έχει επιτύχει πολύ υψηλό βαθμό διαφάνειας και λογοδοσίας. Εξάλλου, η απόφαση να μη δημοσιεύονται λεπτομερή πρακτικά είναι συνεπής με τη Συνθήκη, η οποία ορίζει ότι τα πρακτικά των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου παραμένουν απόρρητα, ενώ το Διοικητικό Συμβούλιο δύναται να αποφασίσει να κοινοποιήσει το αποτέλεσμα των διαβουλεύσεών του.

Όσον αφορά τις προτάσεις σχετικά με την αποκάλυψη πληροφοριών για τη σύνθεση των ψήφων και τις επιμέρους απόψεις των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η ΕΚΤ ασκεί την ενιαία νομισματική πολιτική σε επίπεδο ζώνης ευρώ. Ως εκ τούτου, μια διαδικασία που θα προέβλεπε δημοσίευση της σύνθεσης των ψήφων και των επιμέρους απόψεων (έστω και ανώνυμα) θα οδηγούσε σε άσκοπες πιέσεις προς τα μέλη να παρεκκλίνουν από τη συνολική θεώρηση των πραγμάτων από τη σκοπιά της ζώνης του ευρώ. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο ενεργεί ως συλλογικό όργανο και υπέχει συλλογική ευθύνη για τις αποφάσεις του. Γι' αυτό και η ΕΚΤ δεν κρίνει σκόπιμη την υιοθέτηση των εν λόγω προτάσεων και θα εξακολουθήσει την πολιτική να παρουσιάζει τα

συναφή επιχειρήματά της κατά τρόπο σαφή, άμεσο και συνεπή προκειμένου να παρέχει τις αναγκαίες πληροφορίες για την κατανόηση της άσκησης της νομισματικής πολιτικής.

Τέλος, μπορεί να προστεθεί ότι οι υποχρεώσεις παροχής πληροφοριών εκ μέρους της ΕΚΤ, όπως προβλέπονται από τη Συνθήκη, είναι παρόμοιες με εκείνες άλλων μεγάλων κεντρικών τραπεζών. Επίσης η ΕΚΤ κάθε άλλο παρά υστερεί σε σχέση με τα συμβαίνοντα διεθνώς όσον αφορά τις πρακτικές και διαδικασίες που έχουν καθιερωθεί επί σειρά ετών για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων λογοδοσίας, ιδίως τις ενεργές σχέσεις της με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο.<sup>2</sup>

#### **Ο ρόλος των μακροοικονομικών προβολών των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος και προτάσεις για δημοσίευση επισκόπησης ανά χώρα της ζώνης του ευρώ**

Το Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2001 επίσης πραγματεύεται το ζήτημα των μακροοικονομικών προβολών των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος. Ειδικότερα, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο προτείνει οι εν λόγω προβολές να δίδουν ακριβείς αριθμούς και όχι “κλίμακες” (διαστήματα) και να εγκρίνονται ρητώς από το Διοικητικό Συμβούλιο, οπότε όσα μέλη διαφωνούν θα έχουν τη δυνατότητα να επισημαίνουν ανώνυμα τη διαφωνία τους. Εξάλλου, το Ψήφισμα προτείνει η ΕΚΤ να δημοσιεύει, σε ετήσια βάση, επισκόπηση των οικονομικών τάσεων για κάθε χώρα της ζώνης του ευρώ.

Ο Πρόεδρος επισήμανε ότι οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος αποτελούν μια σημαντική τεχνική συμβολή στις διασκέψεις του Διοικητικού Συμβουλίου, καθώς συνοψίζουν και

αξιολογούν, με συνεπή τρόπο, τις επιδράσεις ενός μεγάλου συνόλου πληροφοριών για το μελλοντικό πληθωρισμό. Παρά ταύτα, οι προβολές αυτές κατ’ ουδένα τρόπο έχουν συνολικό ρόλο στη διαδικασία της διαμόρφωσης της νομισματικής πολιτικής, αλλά αποτελούν μια ακόμη συμβολή στην αξιολόγηση των κινδύνων που απειλούν τη σταθερότητα των τιμών στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα. Οι προβολές είναι καρπός της εμπειρογνομοσύνης των οικονομολόγων του Ευρωσυστήματος και θα πρέπει, προς χάριν της διαφάνειας, να διαχωρίζονται από την ανάλυση και την τελική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου όσον αφορά τη συνολική αξιολόγηση των κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών. Το γεγονός ότι οι προβολές εκφράζονται με τη μορφή διαστημάτων αντανάκλα την πολυπλοκότητα και την αβεβαιότητα που χαρακτηρίζουν το εν λόγω εγχείρημα αλλά και την ίδια την οικονομία γενικότερα.

Όσον αφορά τις προτάσεις η ΕΚΤ να δημοσιεύει ετήσιες επισκοπήσεις ανά χώρα της ζώνης του ευρώ, ο καταμερισμός καθηκόντων εντός του Ευρωσυστήματος δεν έχει μέχρι στιγμής δείξει ότι χρειάζεται να καθιερωθεί μια τέτοια πρακτική. Οι μακροοικονομικές και διαρθρωτικές εξελίξεις στις επιμέρους χώρες-μέλη βεβαίως παρακολουθούνται από το Ευρωσύστημα για να κατανοούνται καλύτερα οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στη ζώνη του ευρώ. Εν προκειμένω, οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος τακτικά παρακολουθούν και αναλύουν τις εξελίξεις αυτές στις αντίστοιχες χώρες. Ταυτόχρονα, δεδομένης της εντολής της, είναι αναγκαίο η ΕΚΤ να εστιάζεται στις εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ κατά την ανάλυση που διενεργεί για τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής.

<sup>2</sup> Περισσότερες λεπτομέρειες για τα θέματα αυτά βλ. στα άρθρα “Η λογοδοσία της ΕΚΤ” και “Η διαφάνεια της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ” στο τεύχος Νοεμβρίου 2002 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

### **Δημοσιονομικές πολιτικές και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης**

Άλλα ζητήματα που εξετάστηκαν επανειλημμένως κατά την ανταλλαγή απόψεων μεταξύ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της ΕΚΤ ήταν οι δημοσιονομικές πολιτικές και η εξέλιξη των δημοσιονομικών θέσεων στα κράτη-μέλη. Σ' αυτό το πλαίσιο, μέλη της Επιτροπής εξέφρασαν τις απόψεις τους σχετικά με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και σχετικά με προτάσεις για την τροποποίηση των διατάξεων του Συμφώνου.

Ο Πρόεδρος με την ευκαιρία των ακροάσεων υπογράμμισε την άποψη της ΕΚΤ ότι το παρόν δημοσιονομικό πλαίσιο επιτυγχάνει σωστή ισορροπία μεταξύ της πειθαρχίας και της ευελιξίας. Τάσσοντας ένα μεσοπρόθεσμο στόχο για επίτευξη σχεδόν ισοσκελισμένης ή πλεονασματικής δημοσιονομικής κατάστασης, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης εγγυάται ότι οι δημοσιονομικές πολιτικές θα διαφυλάξουν τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, ενώ παράλληλα παρέχουν επαρκή ευελιξία ώστε να λειτουργούν οι αυτόματοι σταθεροποιητές. Εξάλλου, ένα αξιόπιστο και εκτελεστό θεσμικό πλαίσιο για την άσκηση της

δημοσιονομικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ είναι απαραίτητο συμπλήρωμα μιας νομισματικής πολιτικής προσανατολισμένης στη σταθερότητα των τιμών (βλ. Κεφάλαια Ι και V).

Οι υγιείς δημοσιονομικές πολιτικές που ενισχύουν τη μακροοικονομική σταθερότητα συντελούν στην αύξηση της απασχόλησης και του πραγματικού ΑΕΠ. Η πλήρης συμμόρφωση με τις διατάξεις της Συνθήκης και του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης είναι άρα προς το συμφέρον κάθε επιμέρους κράτους-μέλους. Συνεπώς όσα κράτη-μέλη εξακολουθούν να εμφανίζουν δημοσιονομικές ανισορροπίες θα πρέπει να δεσμευθούν σε μια σαφή στρατηγική δημοσιονομικής προσαρμογής για να επιτύχουν το συντομότερο δυνατόν τους στόχους που συμφωνήθηκαν στο πλαίσιο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Στο Ψήφισμά του σχετικά με την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2001, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο τόνισε επίσης ότι το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης αποτελεί ζωτικό στοιχείο για την αξιοπιστία της ζώνης του ευρώ και ότι η επίτευξη ισοσκελισμένης δημοσιονομικής θέσης είναι προαπαιτούμενο για την απρόσκοπτη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών.



Η έκθεση φωτογραφίας υπό την αιγίδα της ΕΚΤ με τίτλο "The Making of the Euro" στην έδρα της Εθνικής Τράπεζας της Πολωνίας στη Βαρσοβία (2 Δεκεμβρίου 2002 – 15 Ιανουαρίου 2003)



Ο κ. Eugenio Domingo Solans, Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, και ο κ. Leszek Balcerowicz, Πρόεδρος της Εθνικής Τράπεζας της Πολωνίας, εγκαινιάζουν την έκθεση

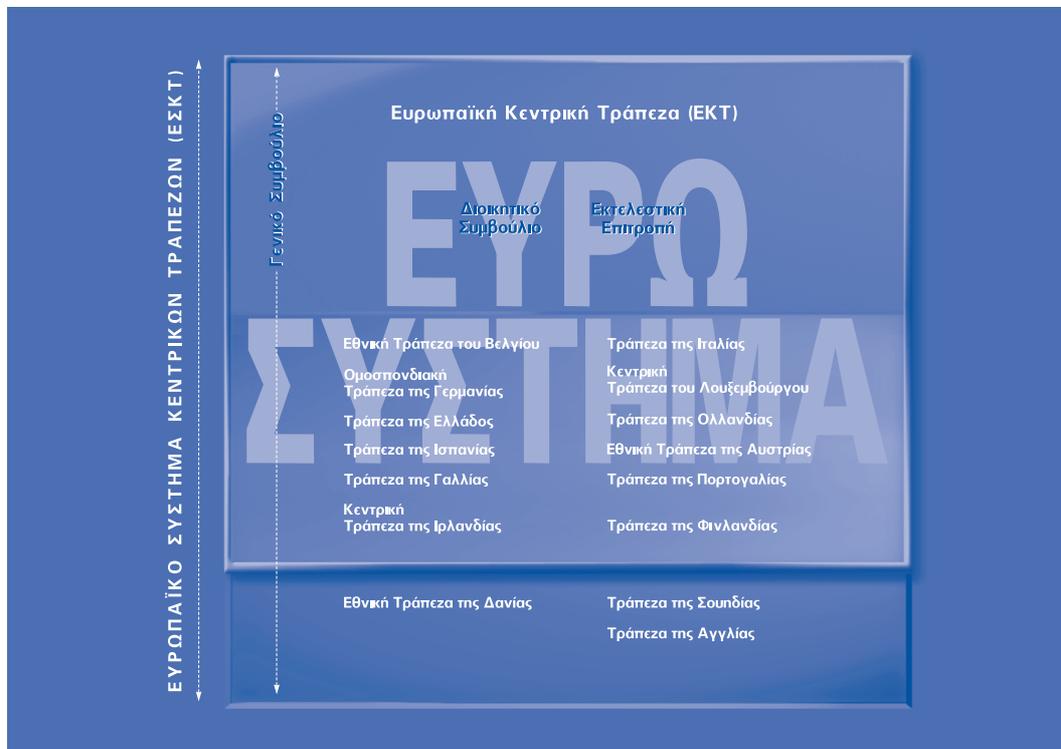


## **Κεφάλαιο XIII**

# **Το θεσμικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών**



## I Το Ευρωσύστημα και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών



Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) των 15 κρατών-μελών, δηλ. περιλαμβάνει τις τρεις ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ. Προκειμένου να ενισχυθεί η διαφάνεια και να γίνει ευκολότερα κατανοητή η διάρθρωση των κεντρικών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υιοθέτησε τον όρο "Ευρωσύστημα". Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Όσο υπάρχουν κράτη-μέλη τα οποία δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ, θα πρέπει να γίνεται διάκριση μεταξύ Ευρωσυστήματος και ΕΣΚΤ.

Η ΕΚΤ διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το δημόσιο διεθνές δίκαιο. Ιδρύθηκε ως πυρήνας του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ και εξασφαλίζει ότι τα

αντίστοιχα καθήκοντα αυτών εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των ΕθνΚΤ. Μολονότι η λήψη αποφάσεων στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ γίνεται κεντρικά, η ΕΚΤ, όταν αποφασίζει με ποιο τρόπο θα εκτελεστούν τα εν λόγω καθήκοντα, τηρεί την αρχή της αποκέντρωσης σύμφωνα με το Καταστατικό του ΕΣΚΤ.

Καθεμία από τις ΕθνΚΤ διαθέτει νομική προσωπικότητα με βάση το εθνικό δίκαιο της οικείας χώρας. Οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, που αποτελούν αναπόσπαστο μέρος του Ευρωσυστήματος, εκτελούν τα καθήκοντα που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα σύμφωνα με τους κανόνες τους οποίους θεσπίζουν τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ. Οι ΕθνΚΤ συμβάλλουν επίσης στο έργο του ΕΣΚΤ μέσω της συμμετοχής των εκπροσώπων τους στις διάφορες Επιτροπές του ΕΣΚΤ (βλ. Ενότητα 5 παρακάτω). Οι ΕθνΚΤ μπορούν με δική

τους ευθύνη να επιτελούν λειτουργίες που δεν αφορούν το Ευρωσύστημα, εκτός εάν το Διοικητικό Συμβούλιο αποφανθεί ότι

αυτές αντίκεινται στους στόχους και τα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος.

## 2 Τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ

Το Ευρωσύστημα και το ΕΣΚΤ διοικούνται από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ: το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή. Το Γενικό Συμβούλιο συγκροτείται ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ, εάν και επί όσο διάστημα υπάρχουν κράτη-μέλη τα οποία δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ. Η λειτουργία των οργάνων λήψεως αποφάσεων διέπεται από τη Συνθήκη ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ και τους συναφείς Εσωτερικούς Κανονισμούς.<sup>1</sup>

αξιολόγηση των νομισματικών και οικονομικών εξελίξεων και λαμβάνονται σχετικές αποφάσεις, ενώ η δεύτερη συνεδρίαση αφιερώνεται σε θέματα σχετικά με άλλα καθήκοντα και αρμοδιότητες της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος. Το 2002 μία συνεδρίαση πραγματοποιήθηκε μέσω τηλεδιάσκεψης και άλλες δύο έγιναν εκτός Φραγκφούρτης: η μία φιλοξενήθηκε από την Τράπεζα της Ολλανδίας (De Nederlandsche Bank) στο Μάαστριχτ και η δεύτερη από την Κεντρική Τράπεζα του Λουξεμβούργου (Banque centrale du Luxembourg) στο Λουξεμβούργο.

### 2.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο απαρτίζεται από όλα τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Σύμφωνα με τη Συνθήκη, οι βασικές αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου είναι οι εξής:

- Καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και λαμβάνει τις αναγκαίες αποφάσεις για την εκτέλεση των καθηκόντων που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα.
- Χαράζει τη νομισματική πολιτική της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένων, κατά περίπτωση, αποφάσεων σχετικά με τους ενδιάμεσους στόχους της νομισματικής πολιτικής, τα βασικά επιτόκια και την προσφορά διαθεσίμων στο Ευρωσύστημα, και παρέχει τις απαραίτητες κατευθυντήριες γραμμές για την εφαρμογή τους.

Το Διοικητικό Συμβούλιο συνεδριάζει, κατά κανόνα, δύο φορές το μήνα στα γραφεία της ΕΚΤ στη Φραγκφούρτη. Στην πρώτη συνεδρίαση του μηνός γίνεται σε βάθος

Κατά τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τη νομισματική πολιτική και με άλλα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν ενεργούν ως εκπρόσωποι των χωρών τους, αλλά ως πλήρως ανεξάρτητα πρόσωπα, γεγονός που αντανακλάται στην αρχή “ένα μέλος, μία ψήφος”.

Το Δεκέμβριο του 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ομόφωνα όσον αφορά το περιεχόμενο της πρότασής του για τη μελλοντική προσαρμογή των όρων ψηφοφορίας, η οποία θα απαιτηθεί ώστε το Διοικητικό Συμβούλιο να μπορεί και πάλι να λαμβάνει αποφάσεις αποτελεσματικά και έγκαιρα ενόψει της μελλοντικής επέκτασης

<sup>1</sup> Οι Εσωτερικοί Κανονισμοί δημοσιεύθηκαν στην Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Βλ. τον Εσωτερικό Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, Επίσημη Εφημερίδα L 125, 19.5.1999, σελ. 34 και L 314, 8.12.1999, σελ. 32, τον Εσωτερικό Κανονισμό του Γενικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, Επίσημη Εφημερίδα L 75, 20.3.1999, σελ. 36, και L 156, 23.6.1999, σελ. 52, και την Απόφαση της ΕΚΤ της 12ης Οκτωβρίου 1999 σχετικά με τον Εσωτερικό Κανονισμό της Εκτελεστικής Επιτροπής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ/1999/7), Επίσημη Εφημερίδα L 314, 8.12.1999, σελ. 34. Με εξαίρεση την τελευταία, αναδημοσιεύθηκαν στην έκδοση της ΕΚΤ με τίτλο “Compendium: Συλλογή νομικών κειμένων, Ιούνιος 1988 - Δεκέμβριος 2001” (Μάρτιος 2002), που είναι διαθέσιμη και μέσω του δικτυακού τόπου της ΕΚΤ.

της ζώνης του ευρώ στη διευρυμένη ΕΕ. Η πρόταση υπεβλήθη σύμφωνα με τη “ρήτρα εξουσιοδότησης” της ΕΚΤ που προβλέπεται στη Συνθήκη της Νίκαιας (βλ. Κεφάλαιο XI). Μετά την έναρξη ισχύος της Συνθήκης της Νίκαιας την 1η Φεβρουαρίου 2003, η ΕΚΤ υιοθέτησε επισήμως Σύσταση για την προσαρμογή των όρων ψηφοφορίας στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Σύμφωνα με αυτή τη Σύσταση, όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα εξακολουθούν να παρίστανται στις συνεδριάσεις και να συμμετέχουν στις διαβουλεύσεις σε προσωπική και ανεξάρτητη βάση. Όμως, ο αριθμός των Διοικητών των ΕθνΚΤ που θα έχουν δικαίωμα ψήφου δεν θα υπερβαίνει τους 15. Τα 15 δικαιώματα ψήφου θα επιμερίζονται μεταξύ των διοικητών, οι οποίοι θα τα ασκούν εκ περιτροπής βάσει εκ των προτέρων καθοριζόμενων κανόνων. Τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής διατηρούν μόνιμο δικαίωμα ψήφου. Προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι διοικητές που θα έχουν δικαίωμα ψήφου θα προέρχονται από χώρες-μέλη που θα είναι, συνολικά, αντιπροσωπευτικές της οικονομίας της ζώνης του ευρώ ως συνόλου, η συχνότητα με την οποία θα έχουν δικαίωμα ψήφου θα διαφέρει. Η διαφοροποίηση όμως μεταξύ των διοικητών θα αφορά αποκλειστικά τον εκ των προτέρων καθορισμό της συχνότητας

με την οποία κάθε διοικητής θα έχει δικαίωμα ψήφου. Σε κάθε περίπτωση, η αρχή “ένα μέλος, μία ψήφος” θα ισχύει για όλους τους διοικητές που έχουν δικαίωμα ψήφου.

Οι διοικητές των ΕθνΚΤ θα κατανέμονται σε διαφορετικές ομάδες, ανάλογα με το σχετικό μέγεθος της οικονομίας και της χρηματοπιστωτικής αγοράς της χώρας-μέλους στη ζώνη του ευρώ. Το σύστημα εκ περιτροπής άσκησης δικαιώματος ψήφου θα τεθεί σε εφαρμογή με τη δημιουργία δύο ομάδων, όταν οι χώρες της ζώνης του ευρώ υπερβούν τις 15. Όταν οι χώρες της ζώνης του ευρώ γίνουν 22, θα σχηματιστούν τρεις ομάδες. Το σύστημα εκ περιτροπής άσκησης δικαιώματος ψήφου θα είναι “σταθερό” και “αυτόματο”, με την έννοια ότι το μέγεθος των ομάδων και η συχνότητα με την οποία οι Διοικητές των ΕθνΚΤ θα έχουν δικαίωμα ψήφου θα προσαρμόζονται διαχρονικά σε μελλοντικές διευρύνσεις της ζώνης του ευρώ και μέχρι συνολικού αριθμού 27 χωρών-μελών, δηλ. τα σημερινά κράτη-μέλη της ΕΕ συν τις 12 υποψήφιες χώρες οι οποίες αναφέρονται στη Διακήρυξη για τη διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης που προσαρτάται στη Συνθήκη της Νίκαιας. Οι ακριβείς όροι εφαρμογής θα καθοριστούν από το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο θα αποφασίσει με πλειοψηφία των 2/3 του συνόλου των μελών του.

## Το Διοικητικό Συμβούλιο



Πίσω (από αριστερά προς τα δεξιά): Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, John Hurley, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Nout Wellink  
Εμπρός (από αριστερά προς τα δεξιά): Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Λουκάς Δ. Παπαδήμος, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämmäläinen, Eugenio Domingo Solans

Willem F. Duisenberg  
Christian Noyer (έως 31.5.2002)  
Λουκάς Δ. Παπαδήμος (από 1.6.2002)  
Jaime Caruana  
Vitor Constâncio  
Eugenio Domingo Solans  
Antonio Fazio  
Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας (από 1.6.2002)  
Sirkka Hämmäläinen  
John Hurley (από 11.3.2002)  
Otmar Issing  
Klaus Liebscher  
Yves Mersch

Maurice O'Connell (έως 10.3.2002)  
Tommaso Padoa-Schioppa  
Λουκάς Δ. Παπαδήμος (έως 31.5.2002)  
Guy Quaden  
Jean-Claude Trichet  
Matti Vanhala  
Nout Wellink  
Ernst Welteke

Πρόεδρος της ΕΚΤ  
Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ  
Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ  
Διοικητής της Τράπεζας της Ισπανίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Πορτογαλίας  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ  
Διοικητής της Τράπεζας της Ιταλίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ  
Διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας της Ιρλανδίας  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ  
Διοικητής της Εθνικής Τράπεζας της Αυστρίας  
Διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας του  
Λουξεμβούργου  
Διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας της Ιρλανδίας  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ  
Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος  
Διοικητής της Εθνικής Τράπεζας του Βελγίου  
Διοικητής της Τράπεζας της Γαλλίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Φινλανδίας  
Πρόεδρος της Τράπεζας της Ολλανδίας  
Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της  
Γερμανίας

## 2.2 Η Εκτελεστική Επιτροπή

Η Εκτελεστική Επιτροπή απαρτίζεται από τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο και άλλα τέσσερα μέλη, που διορίζονται με κοινή συμφωνία των Αρχηγών Κρατών ή Κυβερνήσεων των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Οι κύριες αρμοδιότητες της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι οι εξής:

- Προετοιμάζει τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.

- Εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και προς τούτο παρέχει τις απαραίτητες οδηγίες προς τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ.
- Διαχειρίζεται τις καθημερινές εργασίες της ΕΚΤ.
- Ασκεί ορισμένες αρμοδιότητες που της εκχωρούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο, συμπεριλαμβανομένων και αρμοδιοτήτων κανονιστικής φύσεως.



Πίσω (από αριστερά προς τα δεξιά): Eugenio Domingo Solans, Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa  
Εμπρός (από αριστερά προς τα δεξιά): Λουκάς Δ. Παπαδήμος, Willem F. Duisenberg, Sirkka Härmäläinen

Willem F. Duisenberg  
Christian Noyer (έως 31.5.2002)  
Λουκάς Δ. Παπαδήμος (από 1.6.2002)  
Eugenio Domingo Solans  
Sirkka Härmäläinen  
Otmar Issing  
Tommaso Padoa-Schioppa

Πρόεδρος της ΕΚΤ  
Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ  
Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ

### **2.3 Το Γενικό Συμβούλιο**

Το Γενικό Συμβούλιο απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους Διοικητές και των 15 ΕθνΚΤ. Εκτελεί όσα από τα καθήκοντα του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος πρέπει να συνεχίσει να εκτελεί η ΕΚΤ λόγω του ότι δεν έχουν υιοθετήσει όλα τα κράτη-μέλη το ευρώ. Το 2002 το Γενικό Συμβούλιο

συνεδρίασε πέντε φορές. Μία από τις συνεδριάσεις αυτές πραγματοποιήθηκε μέσω τηλεδιάσκεψης. Το Γενικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι, μετά την υπογραφή της Συνθήκης Προσχώρησης, οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών των υποψήφιων χωρών θα καλούνται να παρίστανται στις συνεδριάσεις του Γενικού Συμβουλίου ως παρατηρητές.

## Το Γενικό Συμβούλιο



Πίσω (από αριστερά προς τα δεξιά): Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, Edward A. J. George, John Hurley, Jaime Caruana, Nout Wellink, Antonio Fazio  
Εμπρός (από αριστερά προς τα δεξιά): Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Λουκάς Δ. Παπαδήμος, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Urban Bäckström

Willem F. Duisenberg  
Christian Noyer (έως 31.5.2002)  
Λουκάς Δ. Παπαδήμος (από 1.6.2002)  
Bodil Nyboe Andersen  
Urban Bäckström (έως 31.12.2002)  
Jaime Caruana  
Vitor Constâncio  
Antonio Fazio  
Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας (από 1.6.2002)  
Edward A. J. George  
Lars Heikensten (από 1.1.2003)  
John Hurley (από 11.3.2002)  
Klaus Liebscher  
Yves Mersch  
Maurice O'Connell (έως 10.3.2002)  
Λουκάς Δ. Παπαδήμος (έως 31.5.2002)  
Guy Quaden  
Jean-Claude Trichet  
Matti Vanhala  
Nout Wellink  
Ernst Welteke

Πρόεδρος της ΕΚΤ  
Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ  
Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ  
Διοικητής της Εθνικής Τράπεζας της Δανίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Σουηδίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Ισπανίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Πορτογαλίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Ιταλίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος  
Διοικητής της Τράπεζας της Αγγλίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Σουηδίας  
Διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας της Ιρλανδίας  
Διοικητής της Εθνικής Τράπεζας της Αυστρίας  
Διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας του Λουξεμβούργου  
Διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας της Ιρλανδίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος  
Διοικητής της Εθνικής Τράπεζας του Βελγίου  
Διοικητής της Τράπεζας της Γαλλίας  
Διοικητής της Τράπεζας της Φινλανδίας  
Πρόεδρος της Τράπεζας της Ολλανδίας  
Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Γερμανίας

### 3 Η οργάνωση της ΕΚΤ

#### 3.1 Η εταιρική διακυβέρνηση της ΕΚΤ

Εκτός από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ που περιγράφονται στην Ενότητα 2, η εταιρική διακυβέρνηση της ΕΚΤ περιλαμβάνει και διάφορα επίπεδα εξωτερικού και εσωτερικού ελέγχου.

Το Καταστατικό του ΕΣΚΤ προβλέπει δύο επίπεδα, δηλ. τους εξωτερικούς ελεγκτές οι οποίοι ελέγχουν τους ετήσιους λογαριασμούς της ΕΚΤ (Άρθρο 27.1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ) και το Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο, το οποίο εξετάζει την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης της ΕΚΤ (Άρθρο 27.2).

Η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης διενεργεί ελέγχους με ευθύνη της Εκτελεστικής Επιτροπής. Τα καθήκοντα της Διεύθυνσης Εσωτερικής Επιθεώρησης ορίζονται στο Καταστατικό Επιθεώρησης της ΕΚΤ.<sup>2</sup> Επιπλέον, η Επιτροπή Εσωτερικών Επιθεωρητών είναι υπεύθυνη για τη διενέργεια ελέγχων με εντολή του Διοικητικού Συμβουλίου. Σκοπός των ελέγχων είναι να εξασφαλίζεται ότι καλύπτονται τα κοινά προγράμματα και τα κοινά λειτουργικά συστήματα σε επίπεδο ΕΣΚΤ.

Η διάρθρωση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της ΕΚΤ βασίζεται σε μία λειτουργική προσέγγιση, βάσει της οποίας 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 μία σειρά από διαδικασίες λειτουργικού ελέγχου στον τομέα της αρμοδιότητάς τους. Παραδείγματος χάριν, στη Γενική Διεύθυνση Επιχειρήσεων υπάρχει ένα σύστημα “σινικών τειχών”. Παράλληλα με αυτούς τους ελέγχους, η Διεύθυνση Σχεδιασμού και Ελέγχου και το Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνων συμβουλεύουν την Εκτελεστική Επιτροπή και εισηγούνται προτάσεις σχετικά με ειδικά

θέματα ελέγχου που επηρεάζουν γενικά την οργάνωση της ΕΚΤ.

Το Μάιο του 2002, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ενέκριναν έναν Κώδικα Συμπεριφοράς που θα τα διέπει, και ο οποίος αντανάκλα την ευθύνη τους να διαφυλάττουν την ενότητα και το κύρος του Ευρωσυστήματος καθώς και την αποτελεσματικότητα των πράξεών του.<sup>3</sup> Το Διοικητικό Συμβούλιο όρισε ένα σύμβουλο δεοντολογίας με σκοπό την παροχή κατευθυντήριων γραμμών στα μέλη του. Ο κώδικας αυτός συμπληρώνει τον Κώδικα Συμπεριφοράς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ο οποίος παρέχει κατευθυντήριες γραμμές και καθορίζει σημεία αναφοράς για το προσωπικό της ΕΚΤ και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής, προτρέποντάς τους να διατηρούν υψηλό επίπεδο επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους.<sup>4</sup>

Η ΕΚΤ έχει θεσπίσει λεπτομερείς κανόνες για την πρόληψη της κατάχρησης ευαίσθητων πληροφοριών για τις χρηματοπιστωτικές αγορές (“κανόνες περί εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών”). Αυτοί οι κανόνες απαγορεύουν στο προσωπικό της ΕΚΤ και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής να εκμεταλλεύονται, άμεσα ή έμμεσα, εσωτερικές πληροφορίες στις οποίες έχουν πρόσβαση, προκειμένου να ασκούν ιδιωτικές οικονομικές δραστηριότητες με δικό τους κίνδυνο και για δικό τους λογαριασμό ή με κίνδυνο και για λογαριασμό τρίτων.<sup>5</sup> Η Εκτελεστική Επιτροπή όρισε σύμβουλο δεοντολογίας, έργο του οποίου είναι να

2 Βλ. το Καταστατικό Επιθεώρησης της ΕΚΤ στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

3 Βλ. τον Κώδικα Συμπεριφοράς για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, Επίσημη Εφημερίδα C 123, 24.5.2002, σελ. 9, και στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

4 Βλ. τον Κώδικα Συμπεριφοράς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σύμφωνα με το Άρθρο 11.3 του Εσωτερικού Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, Επίσημη Εφημερίδα C 76, 8.3.2001, σελ. 12, και στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

5 Βλ. Τμήμα 1.2 των Κανόνων για το Προσωπικό της ΕΚΤ, που περιέχει κανόνες σχετικά με την επαγγελματική συμπεριφορά και το επαγγελματικό απόρρητο, Επίσημη Εφημερίδα C 236, 22.8.2001, σελ. 13, και στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

διασφαλίζει τη συνεπή ερμηνεία αυτών των κανόνων.

Αρμόδιο για τον προϋπολογισμό της ΕΚΤ είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο ψηφίζει τον προϋπολογισμό της ΕΚΤ, ύστερα από πρόταση της Εκτελεστικής Επιτροπής. Η Επιτροπή Προϋπολογισμού, η οποία συστάθηκε σύμφωνα με το Άρθρο 15 του Εσωτερικού Κανονισμού της ΕΚΤ, επικουρεί το Διοικητικό Συμβούλιο σε θέματα που σχετίζονται με τον προϋπολογισμό της ΕΚΤ. Αποτελείται από εκπροσώπους των κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος. Πρόεδρος της Επιτροπής είναι ο κ. Liam Barron.

Συμμετέχοντας στις προσπάθειες των οργάνων των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και των κρατών-μελών για την καταπολέμηση της απάτης και άλλων παράνομων δραστηριοτήτων, τα επίπεδα ελέγχου που υπήρχαν αρχικά εντός της ΕΚΤ ενισχύθηκαν με την ίδρυση αυτοτελούς Επιτροπής για την Καταπολέμηση της Απάτης, σύμφωνα με την Απόφαση της ΕΚΤ σχετικά με την πρόληψη της απάτης.<sup>6</sup> Η Επιτροπή για την Καταπολέμηση της Απάτης, η οποία συνεδρίασε δύο φορές κατά τη διάρκεια του 2002, ενημερώνεται τακτικά από τη Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης για όλα τα θέματα που σχετίζονται με την εκτέλεση των καθηκόντων της. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να παρατείνει την αρχική τριετή θητεία των σημερινών μελών της Επιτροπής.

### 3.2 Διαχείριση ανθρώπινου δυναμικού

#### Στελέχωση

Στο τέλος του 2002 ο αριθμός των υπαλλήλων που απασχολούσε η ΕΚΤ ανερχόταν σε 1.109 άτομα (που αντιστοιχούσαν σε 1.105,5 θέσεις πλήρους απασχόλησης), ενώ ο προϋπολογισμός της προέβλεπε συνολικά 1.172,5 θέσεις σε ισοδύναμα πλήρους απασχόλησης. Για το 2003, ο προϋπολογισμός προσωπικού της ΕΚΤ προβλέπει κατ' ανώτατο όριο 1.263,5

θέσεις σε ισοδύναμα πλήρους απασχόλησης, δηλ. αυξημένες κατά 7,8% έναντι του 2002.

Το 2002 η ΕΚΤ προσέφερε 135 θέσεις μαθητείας (μέσης διάρκειας 4 μηνών) σε φοιτητές και πτυχιούχους, κυρίως οικονομικών σχολών. Επίσης, 44 υπάλληλοι κεντρικών τραπεζών της ΕΕ και των υπό ένταξη χωρών παρέμειναν στην ΕΚΤ για χρονικό διάστημα 4 μηνών (κατά μέσο όρο).

Στο πλαίσιο του Προγράμματος Επισκεπτών Ερευνητών, που αφορά εξειδικευμένες και υψηλού επιπέδου ερευνητικές εργασίες στο γνωστικό αντικείμενο της νομισματικής πολιτικής, η ΕΚΤ φιλοξένησε 20 επισκέπτες ερευνητές. Στο Πρόγραμμα Μεταπτυχιακής Έρευνας, που απευθύνεται σε ιδιαίτερα ταλαντούχους υποψήφιους διδάκτορες, συμμετείχαν 12 άτομα, τα οποία παρέμειναν στην ΕΚΤ επί 3 μήνες κατά μέσο όρο.

Τον Ιανουάριο του 2003 καθιερώθηκε το Πρόγραμμα Εξωτερικής Εργασιακής Εμπειρίας. Το πρόγραμμα αυτό επιτρέπει στο προσωπικό της ΕΚΤ να αποκτήσει εργασιακή εμπειρία σε κεντρικές τράπεζες εντός και εκτός του ΕΣΚΤ ή σε ευρωπαϊκούς και διεθνείς οργανισμούς, συμβάλλοντας έτσι στην ανάπτυξη δεσμών μεταξύ της ΕΚΤ και συναφών οργανισμών.

#### Πολιτικές διαχείρισης ανθρώπινου δυναμικού

Το 2002 επανεξετάστηκε η μέθοδος ετήσιας προσαρμογής των μισθών του προσωπικού της ΕΚΤ – Γενική Προσαρμογή Μισθών – και καθιερώθηκε αναθεωρημένη μεθοδολογία που τέθηκε σε εφαρμογή από 1ης Ιουλίου 2002. Το κύριο στοιχείο της νέας μεθοδολογίας, η οποία θα έχει τριετή

<sup>6</sup> Βλ. την Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 7ης Οκτωβρίου 1999 σχετικά με την πρόληψη της απάτης (ΕΚΤ/1999/5), Επίσημη Εφημερίδα L 291, 13.11.1999, σελ. 36. Σε συνάρτηση με αυτό το θέμα, ο Εσωτερικός Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας τροποποιήθηκε με την προσθήκη του Άρθρου 9α, βλ. Επίσημη Εφημερίδα L 314, 8.12.1999, σελ. 32.

ισχύ, είναι η προσαρμογή των μισθών σύμφωνα με ένα σταθμικό μέσο όρο των μισθών που παρέχονται σε μια ομάδα συγκρίσιμων οργανισμών, στην οποία περιλαμβάνονται, εκτός των ΕθνΚΤ και της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, και ορισμένοι διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί που εδρεύουν στην Ευρώπη.

Η ΕΚΤ όρισε ανεξάρτητο Κοινωνικό Σύμβουλο ο οποίος παρέχει εμπιστευτικές συμβουλές σε μέλη του προσωπικού επί εργασιακών θεμάτων και μεσολαβεί σε διαπροσωπικές συγκρούσεις στο χώρο εργασίας. Η ΕΚΤ επίσης όρισε ανεξάρτητο Σύμβουλο σε θέματα Ίσων Ευκαιριών, ο οποίος παρέχει συμβουλές επί θεμάτων που αφορούν τις ίσες ευκαιρίες με την ευρύτερή τους έννοια, δηλ. σε σχέση με το φύλο, την εθνικότητα, την ηλικία κ.λπ.

#### **Βρεφονηπιακός σταθμός και Ευρωπαϊκό Σχολείο**

Ο βρεφονηπιακός σταθμός της ΕΚΤ διευρύνθηκε και πλέον λειτουργούν δύο μονάδες, που προσφέρουν συνολικά 123 θέσεις σε παιδιά ηλικίας κυρίως από 3 μηνών έως 3 ετών. Λόγω της διαρκώς μεγάλης ζήτησης, έχουν αρχίσει προετοιμασίες για την απόκτηση και τρίτης μονάδας.

Το Ευρωπαϊκό Σχολείο της Φραγκφούρτης άρχισε να λειτουργεί για πρώτη χρονιά το Σεπτέμβριο του 2002 με πέντε τάξεις δημοτικού, νηπιαγωγείο και προνήπιο. Αρχικά το σχολείο στεγαζόταν σε προσωρινό χώρο, αλλά από την αρχή του 2003 μεταφέρθηκε στο νέο κτίριο. Το σχολείο έχει τέσσερα τμήματα: ένα αγγλόφωνο, ένα γαλλόφωνο, ένα γερμανόφωνο και ένα ιταλόφωνο.

#### **Σχέσεις με το προσωπικό**

Σύμφωνα με τους Όρους Απασχόλησης, η ΕΚΤ συμβουλευέται την αιρετή Επιτροπή Προσωπικού σε θέματα που αφορούν την πολιτική της για τη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού. Επίσης, συζητά τυχόν αλλαγές των όρων απασχόλησης με την Ένωση του Προσωπικού της ΕΚΤ (USE).

Το αίτημα της USE και μιας εξωτερικής συνδικαλιστικής οργάνωσης (της International and European Public Services Organisation – IPSO) για αναγνώρισή τους ως εταίρων κατά τη διαπραγμάτευση συλλογικών συμβάσεων εργασίας κρίθηκε απαράδεκτο από το Πρωτοδικείο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Η έφεση που άσκησε η IPSO ενώπιον του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων αποσύρθηκε.

### 3.3 Το οργανόγραμμα της ΕΚΤ



<sup>1</sup> Για συγκεκριμένα ζητήματα λογοδοτεί απευθείας στην Εκτελεστική Επιτροπή.

<sup>2</sup> Εντός της Διεύθυνσης Εσωτερικής Επιθεώρησης έχει συγκροτηθεί Μονάδα Καταπολέμησης της Απάτης, η οποία λογοδοτεί μέσω του Διευθυντή Εσωτερικής Επιθεώρησης στην Επιτροπή Καταπολέμησης της Απάτης που ιδρύθηκε σύμφωνα με την απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σχετικά με την πρόληψη της απάτης (ΕΚΤ/1999/5) της 7ης Οκτωβρίου 1999.

#### Εκτελεστική Επιτροπή

Εμπρός: **Πρόεδρος:** Willem F. Duisenberg (κέντρο), **Αντιπρόεδρος:** Λουκάς Δ. Παπαδήμος (αριστερά), Sirkka Hämmäläinen  
Πίσω (από τα αριστερά προς τα δεξιά): Eugenio Domingo Solans, Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa

### 3.4 Εγκαταστάσεις της ΕΚΤ

Η ΕΚΤ, που προς το παρόν στεγάζεται σε μισθωμένα κτίρια, έχει σκοπό να κατασκευάσει ιδιόκτητο κτίριο. Για το λόγο

αυτό, αγόρασε ένα οικόπεδο από το Δήμο της Φραγκφούρτης και προκήρυξε διεθνή αρχιτεκτονικό διαγωνισμό για τη διαμόρφωση του οικοπέδου.

## 4 Ο Κοινωνικός Διάλογος του ΕΣΚΤ

Στο πλαίσιο του Κοινωνικού Διαλόγου του ΕΣΚΤ πραγματοποιήθηκαν δύο συναντήσεις το 2002. Όπως και τα προηγούμενα χρόνια, συζητήθηκαν θέματα σχετικά με τα τραπεζογραμμάτια, τα συστήματα πληρωμών και την προληπτική εποπτεία. Οι απόψεις των ευρωπαϊκών ομοσπονδιών εργατικών σωματείων και των 31 εκπροσώπων των εργαζομένων που συμμετείχαν στο Διάλογο διαβιβάστηκαν

στο Διοικητικό Συμβούλιο και το Γενικό Συμβούλιο. Η πρόταση τριών ευρωπαϊκών ομοσπονδιών εργατικών σωματείων να συμπεριληφθούν εκπρόσωποι των εργαζομένων στις κεντρικές τράπεζες των υπό ένταξη χωρών με την ιδιότητα του παρατηρητή έγινε δεκτή και θα τεθεί σε εφαρμογή μετά την υπογραφή της Συνθήκης Προσχώρησης.

## 5 Οι Επιτροπές του ΕΣΚΤ

Οι Επιτροπές του ΕΣΚΤ εξακολούθησαν να παίζουν σημαντικό ρόλο στην εκτέλεση των καθηκόντων του Ευρωσυστήματος/ΕΣΚΤ. Μετά από σχετικά αιτήματα του Διοικητικού Συμβουλίου και της Εκτελεστικής Επιτροπής, οι Επιτροπές του

ΕΣΚΤ παρείχαν εξειδικευμένη γνώση στους αντίστοιχους τομείς των αρμοδιοτήτων τους και διευκόλυναν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Οι Επιτροπές του ΕΣΚΤ αποτελούνται συνήθως από εκπροσώπους των κεντρικών τραπεζών του Ευρω-

### Επιτροπές ΕΣΚΤ και Πρόεδροί τους

Επιτροπή Λογιστικής και Νομισματικού Εισοδήματος  
(AMICO)  
Ian Ingram

Επιτροπή Διεθνών Σχέσεων  
(IRC)  
Hervé Hannoun

Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας  
(BSC)  
Edgar Meister

Επιτροπή Νομικών Θεμάτων  
(LEGCO)  
Antonio Sáinz de Vicuña

Επιτροπή Τραπεζογραμμάτων  
(BANCO)  
Antti Heinonen

Επιτροπή Πράξεων Αγοράς  
(MOC)  
Francesco Papadia

Επιτροπή Εξωτερικών Επικοινωνιών  
(ECCO)  
Manfred J. Körber

Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής  
(MPC)  
Gert Jan Hogeweg

Επιτροπή Πληροφορικής  
(ITC)  
Jim Etherington

Επιτροπή Συστημάτων Πληρωμών  
και Διακανονισμού (PSSC)  
Jean-Michel Godeffroy

Επιτροπή Εσωτερικής Επιθεώρησης  
(IAC)  
Michèle Caparello

Επιτροπή Στατιστικής  
(STC)  
Steven Keuning

συστήματος. Όμως, οι ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ συμμετέχουν σε συνεδριάσεις Επιτροπών του ΕΣΚΤ οσάκις αυτές ασχολούνται με θέματα της αρμοδιότητας του Γενικού Συμβουλίου. Κατά περίπτωση μπορεί να κληθούν να συμμετάσχουν σε συνεδριάσεις και άλλοι αρμόδιοι φορείς,

όπως π.χ. οι εθνικές αρχές εποπτείας όταν πρόκειται για συνεδριάσεις της Επιτροπής Τραπεζικής Εποπτείας. Επί του παρόντος υπάρχουν 12 Επιτροπές του ΕΣΚΤ. Και οι 12 συστάθηκαν βάσει του Άρθρου 9 του Εσωτερικού Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.



Ο κ. Vitor Constâncio, Διοικητής της Banco de Portugal, και ο κ. Λουκάς Παπαδήμος, Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ, εγκαινιάζουν την έκθεση



Έκθεση με τίτλο "Σύγχρονη Τέχνη από την Πορτογαλία", στην ΕΚΤ, στις 4 Δεκεμβρίου 2002

## **Κεφάλαιο XIV**

# **Ετήσιοι Λογαριασμοί της ΕΚΤ και Ενοποιημένος Ισολογισμός του Ευρωσυστήματος 2002**

## Ισολογισμός της 31ης Δεκεμβρίου 2002

Ενεργητικό	Αριθ. σημείωσης	2002 €	2001 €
<b>Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό</b>	<b>1</b>	<b>8.058.187.254</b>	<b>7.766.265.040</b>
<b>Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>2</b>		
Απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ		164.788.323	72.074.161
Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπά στοιχεία ενεργητικού		37.151.511.287	41.162.620.238
		<b>37.316.299.610</b>	<b>41.234.694.399</b>
<b>Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>2</b>	<b>3.047.976.497</b>	<b>3.636.568.460</b>
<b>Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>3</b>		
Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα και δάνεια		183.237.923	391.170.869
<b>Χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος</b>	<b>5</b>		
Απαιτήσεις που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος		28.681.074.010	0
Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)		5.468.478.796	9.697.303.920
		<b>34.149.552.806</b>	<b>9.697.303.920</b>
<b>Λοιπά στοιχεία ενεργητικού</b>	<b>6</b>		
Ενσώματα και ασώματα πάγια		112.624.758	100.585.654
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού		5.529.030.465	4.516.504.313
Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα		1.260.718.561	620.508.777
Διάφορα		609.968.394	97.569.394
		<b>7.512.342.178</b>	<b>5.335.168.138</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>90.267.596.268</b>	<b>68.061.170.826</b>

Παθητικό	Αριθ. σημείωσης	2002 €	2001 €
Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία	7	28.681.074.010	0
Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ	8	1.036.000.000	1.022.000.000
Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	9	227.805.777	271.375.580
Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ	10	0	17.192.783
Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ Καταθέσεις, υπόλοιπα και λοιπές υποχρεώσεις	10	5.192.380.656	5.840.349.099
Υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος Υποχρεώσεις που αντιστοιχούν στη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων	11	40.497.150.000	40.497.150.000
<b>Λοιπά στοιχεία παθητικού</b>	<b>12</b>		
Δεδουλευμένα έξοδα και προεισπραχθέντα έσοδα		1.417.939.194	1.759.319.678
Διάφορα		75.191.137	94.122.190
		<b>1.493.130.331</b>	<b>1.853.441.868</b>
<b>Προβλέψεις</b>	<b>13</b>	<b>2.644.780.685</b>	<b>2.803.216.269</b>
<b>Λογαριασμοί αναπροσαρμογής</b>	<b>14</b>	<b>4.404.834.096</b>	<b>9.429.002.830</b>
<b>Κεφάλαιο και αποθεματικά</b>	<b>15</b>		
Κεφάλαιο		4.097.229.250	4.097.229.250
Αποθεματικά		772.757.209	408.393.225
		<b>4.869.986.459</b>	<b>4.505.622.475</b>
<b>Κέρδη χρήσεως</b>		<b>1.220.454.254</b>	<b>1.821.819.922</b>
<b>Σύνολο παθητικού</b>		<b>90.267.596.268</b>	<b>68.061.170.826</b>

## Αποτελέσματα χρήσεως 1.1.2002 - 31.12.2002

	Αριθ. σημείωσης	2002 €	2001 €
Πιστωτικοί τόκοι επί συναλλαγματικών διαθεσίμων		990.618.897	1.707.431.459
Πιστωτικοί τόκοι από την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος		726.917.226	0
Λοιποί πιστωτικοί τόκοι		1.965.003.344	2.271.293.068
Πιστωτικοί τόκοι		3.682.539.467	3.978.724.527
Χρεωστικοί τόκοι επί των απαιτήσεων των ΕθνΚΤ σε σχέση με μεταβιβασθέντα συναλλαγματικά διαθέσιμα		(1.140.963.789)	(1.509.312.118)
Λοιποί χρεωστικοί τόκοι		(1.547.042.623)	(1.698.022.587)
Χρεωστικοί τόκοι		(2.688.006.412)	(3.207.334.705)
<b>Καθαροί πιστωτικοί τόκοι</b>	<b>19</b>	<b>994.533.055</b>	<b>771.389.822</b>
Πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημιές από χρηματοοικονομικές πράξεις	20	735.425.388	1.351.881.733
Αποσβέσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και θέσεων	21	(276.955.036)	(109.023.392)
Μεταφορές προς/από προβλέψεις έναντι συναλλαγματικών κινδύνων και κινδύνων λόγω διακύμανσης των τιμών		154.000.000	109.023.392
<b>Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, αποσβέσεις και προβλέψεις έναντι κινδύνων</b>		<b>612.470.352</b>	<b>1.351.881.733</b>
<b>Καθαρά (έξοδα)/έσοδα από αμοιβές και προμήθειες</b>	<b>22</b>	<b>(227.158)</b>	<b>298.120</b>
<b>Λοιπά έσοδα</b>	<b>23</b>	<b>3.744.153</b>	<b>1.393.851</b>
<b>Σύνολο καθαρών εσόδων</b>		<b>1.610.520.402</b>	<b>2.124.963.526</b>
Δαπάνες προσωπικού	24 & 25	(120.003.344)	(97.288.818)
Διοικητικές δαπάνες	26	(133.966.576)	(185.712.394)
Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων παγίων		(17.738.206)	(20.142.392)
Υπηρεσίες παραγωγής τραπεζογραμμάτων	27	(118.358.022)	0
<b>Κέρδη χρήσεως</b>		<b>1.220.454.254</b>	<b>1.821.819.922</b>

Φραγκφούρτη, 11 Μαρτίου 2003

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Willem F. Duisenberg  
Πρόεδρος

## Λογιστικές πολιτικές<sup>1</sup>

### Μορφή και παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να παρουσιάζουν εύλογα την οικονομική κατάσταση της ΕΚΤ και τα αποτελέσματα των εργασιών της. Καταρτίστηκαν σύμφωνα με τις ακόλουθες λογιστικές πολιτικές, τις οποίες το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θεωρεί κατάλληλες για τη λειτουργία μιας κεντρικής τράπεζας. Οι πολιτικές αυτές είναι σύμφωνες με τις διατάξεις του άρθρου 26.4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, δυνάμει των οποίων πρέπει να ακολουθείται τυποποιημένη προσέγγιση όσον αφορά τους κανόνες που διέπουν τη λογιστική παρακολούθηση των εργασιών του Ευρωσυστήματος και την υποβολή σχετικών εκθέσεων.

### Λογιστικές αρχές

Εφαρμόστηκαν οι εξής λογιστικές αρχές: η αρχή της πραγματικής οικονομικής κατάστασης και της διαφάνειας, η αρχή της συντηρητικότητας, η αρχή της αναγνώρισης γεγονότων που επήλθαν μετά την κατάρτιση του ισολογισμού, η αρχή του ουσιώδους των λογιστικών γεγονότων, η αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων/εξόδων (η αρχή του δεδουλευμένου), η αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας, η αρχή της συνέπειας και η αρχή της συγκρισιμότητας.

### Βάση για τη λογιστική καταγραφή

Οι λογαριασμοί καταρτίστηκαν με τη μέθοδο του ιστορικού κόστους (κτήσεως), η οποία τροποποιήθηκε ώστε να περιλαμβάνει την αποτίμηση, σε τιμές της αγοράς, των εμπορεύσιμων τίτλων, του χρυσού και όλων των λοιπών στοιχείων ενεργητικού και παθητικού εντός και εκτός

ισολογισμού που εκφράζονται σε συνάλλαγμα. Οι συναλλαγές επί χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και παθητικού αντανακλώνται στους λογαριασμούς με βάση την ημερομηνία διακανονισμού τους.

### Χρυσός και απαιτήσεις/υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα

Οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις που εκφράζονται σε συνάλλαγμα μετατρέπονται σε ευρώ με την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία της ημερομηνίας κατάρτισης του ισολογισμού. Τα έσοδα και τα έξοδα μετατρέπονται με την ισοτιμία που ίσχυε κατά το χρόνο της συναλλαγής. Η αναπροσαρμογή της αξίας των απαιτήσεων και υποχρεώσεων που εκφράζονται σε συνάλλαγμα γίνεται χωριστά κατά νόμισμα, συμπεριλαμβανομένων των εντός και εκτός ισολογισμού στοιχείων.

Η αναπροσαρμογή της αξίας, με βάση την τιμή της αγοράς, των απαιτήσεων και υποχρεώσεων που εκφράζονται σε συνάλλαγμα αντιμετωπίζεται χωριστά από την αναπροσαρμογή της αξίας τους λόγω μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Στην περίπτωση του χρυσού, δεν γίνεται διάκριση μεταξύ των διαφορών από αναπροσαρμογή της τιμής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αλλά λογιστικοποιείται μία και μόνη αποτίμηση της αξίας του χρυσού με βάση την τιμή του σε ευρώ ανά ουγγιά καθαρού χρυσού, όπως αυτή προκύπτει από τη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 31 Δεκεμβρίου 2002.

<sup>1</sup> Οι λογιστικές πολιτικές της ΕΚΤ περιγράφονται λεπτομερώς στην απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ της 5ης Δεκεμβρίου 2002 (ΕΚΤ/2002/11), ΕΕ L 58 της 3.3.2003, σ. 38-59. Η απόφαση αυτή τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2003, αλλά ισχύει και για την κατάρτιση του ετήσιου ισολογισμού και του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως της ΕΚΤ για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2002. Οι αναθεωρήσεις των λογιστικών πολιτικών των προηγούμενων ετών δεν είναι σημαντικές.

## Τίτλοι

Όλα τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα και τα παρεμφερή στοιχεία ενεργητικού αποτιμώνται με τη μέση τιμή που ίσχυε στην αγορά κατά την ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού. Για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2002, χρησιμοποιήθηκαν οι μέσες τιμές της αγοράς της 30ής Δεκεμβρίου 2002. Οι μη εμπορεύσιμοι τίτλοι αποτιμώνται στο κόστος.

## Αναγνώριση εσόδων

Τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται στην περίοδο κατά την οποία εισπράττονται ή καταβάλλονται. Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και οι πραγματοποιηθείσες ζημίες μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως. Το κόστος κτήσεως των επιμέρους στοιχείων υπολογίζεται με βάση τη μέθοδο του μέσου κόστους σε ημερήσια βάση. Σε περίπτωση μη πραγματοποιηθεισών ζημιών από οποιοδήποτε στοιχείο στο τέλος του έτους, το μέσο κόστος του εν λόγω στοιχείου μειώνεται σύμφωνα με τη συναλλαγματική ισοτιμία ή/και την αγοραία τιμή του στο τέλος του έτους.

Τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη δεν αναγνωρίζονται ως έσοδα, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμό αναπροσαρμογής.

Οι μη πραγματοποιηθείσες ζημίες μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως εάν υπερβαίνουν προηγούμενα κέρδη από αναπροσαρμογή, τα οποία έχουν καταγραφεί στον αντίστοιχο λογαριασμό αναπροσαρμογής. Οι μη πραγματοποιηθείσες ζημίες επί ενός μεμονωμένου τίτλου ή νομίσματος ή επί των διαθεσίμων σε χρυσό δεν συμψηφίζονται με τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από άλλους τίτλους, νομίσματα ή από χρυσό.

Διαφορές υπέρ ή υπό το άρτιο που προκύπτουν από τους αγορασθέντες

τίτλους υπολογίζονται και εμφανίζονται ως τμήμα των πιστωτικών τόκων και αποσβένονται κατά την εναπομένουσα διάρκεια ζωής των τίτλων αυτών.

## Αντιστρεπτές πράξεις

Οι αντιστρεπτές πράξεις που διενεργούνται στο πλαίσιο συμφωνιών επαναγοράς καταγράφονται στον ισολογισμό ως εισερχόμενες καταθέσεις που καλύπτονται από ασφάλεια. Στον ισολογισμό εμφανίζονται οι καταθέσεις και η αξία των τίτλων που χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια. Οι τίτλοι που πωλούνται στο πλαίσιο των πράξεων αυτού του είδους παραμένουν στον ισολογισμό της ΕΚΤ και λογίζεται ότι ανήκουν στο χαρτοφυλάκιο από το οποίο προέρχονται. Συμφωνίες επαναγοράς που αφορούν τίτλους σε συνάλλαγμα δεν επηρεάζουν το μέσο κόστος της συναλλαγματικής θέσης στο συγκεκριμένο νόμισμα.

Οι αντιστρεπτές πράξεις που διενεργούνται στο πλαίσιο συμφωνιών επαναπώλησης καταγράφονται στο ενεργητικό ως δάνεια που καλύπτονται με ασφάλεια, για την αξία του δανείου. Η αξία των τίτλων που αποκτώνται στο πλαίσιο αυτών των συμφωνιών δεν υπόκειται σε αναπροσαρμογή.

Οι αντιστρεπτές πράξεις (συμπεριλαμβανομένων συναλλαγών δανεισμού τίτλων) που διενεργούνται στο πλαίσιο προγράμματος αυτόματου δανεισμού τίτλων καταγράφονται στον ισολογισμό μόνον εφόσον παρέχεται ασφάλεια από τον δανειολήπτη με τη μορφή μετρητών στη διάρκεια της πράξης. Το 2002, η ΕΚΤ δεν έλαβε ασφάλεια με τη μορφή μετρητών κατά τη διάρκεια τέτοιων πράξεων.

## Πράξεις εκτός ισολογισμού

Οι πράξεις σε συνάλλαγμα, δηλ. προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος, τα προθεσμιακά σκέλη των πράξεων

ανταλλαγής νομισμάτων και λοιπές πράξεις επί νομισμάτων που συνεπάγονται την ανταλλαγή ενός νομίσματος έναντι άλλου σε μελλοντική ημερομηνία, περιλαμβάνονται στην καθαρή συναλλαγματική θέση προκειμένου να υπολογιστούν τα συναλλαγματικά κέρδη και ζημιές. Οι πράξεις επί επιτοκίων αναπροσαρμόζονται ως προς την αξία τους κατά στοιχείο. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί επιτοκίων καταγράφονται σε λογαριασμούς εκτός ισολογισμού κατά την ημερομηνία συναλλαγής. Οι ημερήσιες αυξομειώσεις του περιθωρίου μεταβολών αποτίμησης καταγράφονται στον ισολογισμό. Οι μη πραγματοποιηθείσες ζημιές που έχουν μεταφερθεί στα αποτελέσματα χρήσεως στο τέλος της χρήσης δεν αντιλογίζονται έναντι μη πραγματοποιηθέντων κερδών επόμενων χρήσεων, εκτός εάν η σχετική σύμβαση εκκαθαριστεί πρόωρα ή λήξει.

### **Γεγονότα που επήλθαν μετά την κατάρτιση του ισολογισμού**

Τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού διορθώνονται ώστε να περιλαμβάνουν γεγονότα που επέρχονται από την ημερομηνία κατάρτισης του ετήσιου ισολογισμού έως και την ημερομηνία κατά την οποία το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εγκρίνει τις οικονομικές καταστάσεις, εφόσον τα εν λόγω γεγονότα επηρεάζουν ουσιαδώς την κατάσταση του ενεργητικού και του παθητικού του ισολογισμού κατά την ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού.

### **Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ**

Ως συναλλαγές εντός του ΕΣΚΤ ορίζονται οι διασυννοριακές συναλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ δύο κεντρικών τραπεζών της ΕΕ. Οι συναλλαγές αυτές υπόκεινται κατ' αρχήν σε επεξεργασία μέσω του συστήματος TARGET<sup>2</sup> και δημιουργούν διμερή υπόλοιπα μεταξύ των εν λόγω κεντρικών τραπεζών της ΕΕ σε λογαριασμούς συνδεδεμένους με το

TARGET. Γίνεται καθημερινά ενημέρωση των διμερών αυτών υπολοίπων έναντι της ΕΚΤ, έτσι ώστε κάθε ΕθνΚΤ να εμφανίζει μία μόνο καθαρή διμερή θέση έναντι της ΕΚΤ. Η θέση αυτή εμφανίζεται στους λογαριασμούς της ΕΚΤ και αντιπροσωπεύει την καθαρή απαίτηση ή υποχρέωση κάθε ΕθνΚΤ έναντι των λοιπών μελών του ΕΣΚΤ.

Τα “υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ” των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έναντι της ΕΚΤ (εκτός του κεφαλαίου της ΕΚΤ και των θέσεων που προκύπτουν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ) χαρακτηρίζονται ως απαιτήσεις ή υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος και παρουσιάζονται στον ισολογισμό της ΕΚΤ ως μία καθαρή (πιστωτική ή χρεωστική) θέση.

Τα “υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ” που απορρέουν από την κατανομή τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος περιλαμβάνονται ως ένα μόνο καθαρό στοιχείο ενεργητικού υπό τον τίτλο “Απαιτήσεις που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος” (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

Τα “υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ” των εκτός της ζώνης του ευρώ ΕθνΚΤ έναντι της ΕΚΤ εμφανίζονται στο λογαριασμό “Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ”.

### **Λογιστική απεικόνιση των ενσώματων και ασώματων παγίων**

Τα ενσώματα πάγια, εξαιρουμένων των γηπέδων, αποτιμώνται στο κόστος μείον την αποσβεσθείσα αξία. Τα γήπεδα αποτιμώνται στο κόστος. Η αποσβεσθείσα αξία υπολογίζεται με τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης για τη διάρκεια της

<sup>2</sup> Το σύστημα TARGET είναι το Διερωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο (βλ. επίσης Κεφάλαιο VIII).

προσδοκώμενης οικονομικής ζωής του περιουσιακού στοιχείου, αρχής γενομένης από το τρίμηνο μετά την απόκτησή του, ως εξής:

- ηλεκτρονικοί υπολογιστές, συναφές υλικό και λογισμικό, και μεταφορικά μέσα: 4 έτη
- εξοπλισμός, έπιπλα και μηχανολογικός εξοπλισμός: 10 έτη
- δαπάνες κατασκευής και κεφαλαιοποιημένες δαπάνες ανακαίνισης: 25 έτη.

Στην περίπτωση των δαπανών κατασκευής και των κεφαλαιοποιημένων δαπανών ανακαίνισης που σχετίζονται με τις υφιστάμενες κτιριακές εγκαταστάσεις της ΕΚΤ, η περίοδος απόσβεσης έχει μειωθεί, ούτως ώστε τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία να αποσβεστούν πλήρως έως το τέλος του 2008, ημερομηνία κατά την οποία η ΕΚΤ αναμένεται να έχει μεταφερθεί στις οριστικές της εγκαταστάσεις. Η αλλαγή αυτή θα επηρεάσει τους ετήσιους λογαριασμούς κυρίως από το 2003 και εξής.

Τα πάγια στοιχεία ενεργητικού που έχουν κόστος μικρότερο των 10.000 ευρώ αποσβένονται κατά το έτος αγοράς τους.

### **Πρόγραμμα συνταξιοδότησης του προσωπικού της ΕΚΤ**

Η ΕΚΤ εφαρμόζει ένα πρόγραμμα συνταξιοδότησης που βασίζεται σε καθορισμένες εισφορές. Τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου συντάξεων, τα οποία προορίζονται αποκλειστικά για την καταβολή παροχών προς τους άμεσα και έμμεσα ασφαλισμένους, περιλαμβάνονται στα λοιπά στοιχεία ενεργητικού της ΕΚΤ ως χωριστό κονδύλιο. Τα κέρδη και οι ζημιές από αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του ταμείου συντάξεων λογίζονται ως έσοδα και έξοδα του συνταξιοδοτικού προγράμματος κατά το έτος στο οποίο προκύπτουν. Οι παροχές που είναι καταβλητέες από τον κύριο λογαριασμό παροχών, ο οποίος

αποτελείται από τις εισφορές της ΕΚΤ, καλύπτονται από ελάχιστες εγγυήσεις που εξασφαλίζουν την καταβολή παροχών με βάση τις καθορισμένες συνταξιοδοτικές εισφορές.

### **Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία**

Η ΕΚΤ και οι 12 ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, οι οποίες συναποτελούν το Ευρωσύστημα, εκδίδουν τραπεζογραμμάτια ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2002.<sup>3</sup> Η συνολική αξία των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ κατανέμεται την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε μήνα, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων<sup>4</sup>.

Η ΕΚΤ ανέλαβε την έκδοση του 8% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ, ποσοστό το οποίο εμφανίζεται στο παθητικό ως “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”. Το μερίδιο της ΕΚΤ στη συνολική έκδοση των τραπεζογραμμάτων ευρώ καλύπτεται από απαιτήσεις έναντι των ΕθνΚΤ. Οι εν λόγω απαιτήσεις, που είναι έντοκες<sup>5</sup>, εμφανίζονται ως “Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος” υπό το στοιχείο “Απαιτήσεις που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος” (βλ. “Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”). Οι πιστωτικοί τόκοι επί των απαιτήσεων αυτών περιλαμβάνονται στο στοιχείο “Καθαροί πιστωτικοί τόκοι”. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι τα εν λόγω

<sup>3</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 6ης Δεκεμβρίου 2001 σχετικά με την έκδοση τραπεζογραμμάτων ευρώ (ΕΚΤ/2001/15), ΕΕ L 337, 20.12.2001, σ. 52-54.

<sup>4</sup> Με τον όρο “κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων” νοούνται τα ποσοστά που προκύπτουν όταν, μετά την αφαίρεση του μεριδίου συμμετοχής της ΕΚΤ στο σύνολο των εκδιδόμενων τραπεζογραμμάτων ευρώ, εφαρμοστεί η κλείδα κατανομής στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο επί του μεριδίου συμμετοχής των ΕθνΚΤ στο εν λόγω σύνολο.

<sup>5</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 6ης Δεκεμβρίου 2001 σχετικά με την κατανομή του νομισματικού εισοδήματος των εθνικών κεντρικών τραπεζών των συμμετεχόντων κρατών μελών από το οικονομικό έτος 2002 (ΕΚΤ/2001/16), ΕΕ L 337, 20.12.2001, σ. 55-61.

έσοδα θα διανέμονται χωριστά στις ΕθνΚΤ με τη μορφή ενδιάμεσης διανομής.<sup>6</sup> Επίσης, τα έσοδα αυτά θα διανέμονται στο ακέραιο, εκτός εάν το καθαρό κέρδος της ΕΚΤ για το συγκεκριμένο έτος είναι μικρότερο του εισοδήματός της από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια ευρώ, και με την επιφύλαξη τυχόν απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου να μειώσει το εισόδημα αυτό λόγω εξόδων της ΕΚΤ σε σχέση με την έκδοση και διαχείριση τραπεζογραμμάτων ευρώ. Για το 2002, πραγματοποιήθηκε μία ενδιάμεση διανομή τη δεύτερη εργάσιμη ημέρα του 2003. Από το 2003 και εξής, οι ενδιάμεσες διανομές θα πραγματοποιούνται μετά το τέλος κάθε τριμήνου.

### **Λοιπά ζητήματα**

Λαμβάνοντας υπόψη το ρόλο της ΕΚΤ ως κεντρικής τράπεζας, η Εκτελεστική

Επιτροπή της ΕΚΤ φρονεί ότι η δημοσίευση αναλυτικής κατάστασης ταμειακών ροών δεν θα παρέχει στους αναγνώστες των οικονομικών καταστάσεων σημαντικές πρόσθετες πληροφορίες.

Σύμφωνα με το άρθρο 27 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και βάσει σύστασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενέκρινε να οριστεί η εταιρία PricewaterhouseCoopers GmbH ως εξωτερικός ελεγκτής της ΕΚΤ για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2002.

---

<sup>6</sup> Απόφαση της ΕΚΤ της 21ης Νοεμβρίου 2002 σχετικά με τη διανομή του εισοδήματος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια ευρώ μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών των συμμετεχόντων κρατών μελών (ΕΚΤ/2002/9), ΕΕ L 323/49, 28.11.2002, σ. 49-50.

## Σημειώσεις επί του ισολογισμού

### 1 Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό

Η ΕΚΤ έχει στην κατοχή της 27,4 εκατομμύρια ουγγιές καθαρού χρυσού (2001: 24,7 εκατομμύρια ουγγιές). Το 2002 δεν πραγματοποιήθηκαν συναλλαγές επί χρυσού. Η μεταβολή που εμφανίζεται στον ισολογισμό οφείλεται στην τριμηνιαία διαδικασία αναπροσαρμογής (βλ. “Χρυσός και απαιτήσεις/υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

### 2 Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων και κατοίκων ζώνης ευρώ

*Απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ*

Το στοιχείο αυτό του ενεργητικού αντιπροσωπεύει τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα που κατείχε η ΕΚΤ την 31η Δεκεμβρίου 2002 και απορρέει από συμφωνία αγοραπωλησίας ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), βάσει της οποίας το ΔΝΤ εξουσιοδοτείται να διενεργεί πωλήσεις ή αγορές ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων έναντι ευρώ, για λογαριασμό της ΕΚΤ, εντός ανώτατων και κατώτατων ποσών ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων που κατέχει η ΕΚΤ. Τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα ορίζονται ως δέσμη νομισμάτων. Η αξία τους καθορίζεται ως το σταθμικό άθροισμα των συναλλαγματικών ισοτιμιών των τεσσάρων κύριων νομισμάτων (ευρώ, γιεν Ιαπωνίας, λίρας Αγγλίας και δολαρίου ΗΠΑ). Λογιστικώς, τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα αντιμετωπίζονται ως απαιτήσεις σε συνάλλαγμα (βλ. “Χρυσός και απαιτήσεις/υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

*Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπά στοιχεία ενεργητικού*  
*Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ*

Οι απαιτήσεις αυτές αποτελούνται από υπόλοιπα λογαριασμών σε ξένες τράπεζες, δάνεια σε συνάλλαγμα και τοποθετήσεις σε χρεόγραφα, που εκφράζονται σε δολάρια ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας.

### 3 Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ

Την 31η Δεκεμβρίου 2002, οι απαιτήσεις αυτές αντιπροσώπευαν καταθέσεις σε τράπεζες κατοίκων εκτός της ζώνης του ευρώ.

### 4 Χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ

Όλα τα χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ που διακρατεί η ΕΚΤ αντιστοιχούν άμεσα στο κεφάλαιο και τα αποθεματικά της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ αποφάσισε να αναταξινομήσει τα εν λόγω χρεόγραφα ως ειδικό χαρτοφυλάκιο, το οποίο περιλαμβάνεται πλέον στα “Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού”. Αναλόγως διορθώθηκε το αντίστοιχο υπόλοιπο της 31ης Δεκεμβρίου 2001.

### 5 Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος

*Απαιτήσεις που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος*

Το στοιχείο αυτό αποτελείται από τις απαιτήσεις της ΕΚΤ έναντι των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ οι οποίες συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος (βλ.

“Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)

Το στοιχείο αυτό αποτελείται από πιστωτικά/χρεωστικά υπόλοιπα των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έναντι της ΕΚΤ στο πλαίσιο του TARGET και περιλαμβάνει ενδιάμεσες διανομές του εισοδήματος της ΕΚΤ από τα τραπεζογραμμάτια (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” και “Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

	2002 €	2001 €
Οφειλές ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο του TARGET	56.546.091.330	66.908.187.928
Απαιτήσεις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο του TARGET	(50.471.612.534)	(57.210.884.008)
Απαιτήσεις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο της ενδιάμεσης διανομής του εισοδήματος της ΕΚΤ από τα τραπεζογραμμάτια	(606.000.000)	0
Καθαρή θέση	5.468.478.796	9.697.303.920

## 6 Λοιπά στοιχεία ενεργητικού

Ενσώματα και ασώματα πάγια

Αυτά περιλάμβαναν τα εξής κύρια κονδύλια στις 31 Δεκεμβρίου 2002:

	Καθαρή λογιστική αξία στις 31.12.2002 €	Καθαρή λογιστική αξία στις 31.12.2001 €
Γήπεδα και κτίρια	51.496.140	39.288.068
Ηλεκτρονικοί υπολογιστές	33.522.388	28.703.744
Εξοπλισμός, έπιπλα, μηχανολογικός εξοπλισμός και μεταφορικά μέσα	2.575.083	4.492.005
Πάγια υπό κατασκευή	9.092.185	8.077.125
Λοιπά πάγια στοιχεία ενεργητικού	15.938.962	20.024.712
Σύνολο	112.624.758	100.585.654

Η μεγάλη αύξηση στο κονδύλιο “Γήπεδα και κτίρια” αφορά κεφαλαιοποιημένες δαπάνες εγκατάστασης της ΕΚΤ και στα δύο κτίριά της, τον Ευρωπύργο και το Eurotheum.

Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού

Το στοιχείο αυτό αποτελείται κυρίως από τα εξής:

- Τα χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ, που αποτιμώνται σε 5,4 δισεκ. ευρώ (2001: 4,4 δισεκ. ευρώ – βλ. σημείωση 4).
- Τα χαρτοφυλάκια επενδύσεων που αφορούν το ταμείο συντάξεων της ΕΚΤ και αποτιμώνται σε 61,9 εκατ. ευρώ (2001: 53,9 εκατ. ευρώ). Τα περιουσιακά αυτά στοιχεία αντιστοιχούν στις συσσωρευμένες συνταξιοδοτικές εισφορές της ΕΚΤ και των υπαλλήλων της που επενδύθηκαν μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2002 και τις οποίες διαχειρίζεται εξωτερική εταιρία διαχείρισης διαθεσίμων. Οι τακτικές εισφορές της ΕΚΤ και των

ασφαλισμένων του προγράμματος επενδύονται σε μηνιαία βάση. Τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου δεν είναι ανταλλάξιμα με άλλα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού της ΕΚΤ, ενώ τα καθαρά έσοδα που προκύπτουν από τη διαχείριση αυτών των πόρων δεν αποτελούν έσοδο της ΕΚΤ, αλλά επανεπενδύονται για κάλυψη μελλοντικών συνταξιοδοτικών παροχών. Η αξία των περιουσιακών αυτών στοιχείων βασίζεται στην αποτίμηση που έγινε από την εξωτερική εταιρία διαχείρισης διαθεσίμων, σύμφωνα με τις τιμές της αγοράς του τέλους του έτους.

(γ) Η ΕΚΤ κατέχει 3.000 μετοχές της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, οι οποίες καταγράφονται στο κόστος κτήσεως, ανερχόμενο σε 38,5 εκατ. ευρώ.

#### *Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα*

Το στοιχείο αυτό περιλαμβάνει δεδουλευμένους τόκους ύψους 727 εκατ. ευρώ επί των απαιτήσεων της ΕΚΤ που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”). Το υπόλοιπο ποσό αφορά κυρίως δεδουλευμένους τόκους επί τίτλων και λοιπών χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού.

#### *Διάφορα*

Η αύξηση που σημειώθηκε στο στοιχείο αυτό το 2002 οφείλεται κυρίως στη συσσωρευμένη ενδιάμεση διανομή του εισοδήματος της ΕΚΤ από τα τραπεζογραμμάτια (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές” και σημείωση 5 ανωτέρω).

## **7 Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία**

Το στοιχείο αυτό περιλαμβάνει το μερίδιο της ΕΚΤ στο σύνολο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

## **8 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ**

Το στοιχείο αυτό αποτελείται από καταθέσεις μελών της Τραπεζικής Ένωσης για το Ευρώ (EBA), οι οποίες χρησιμοποιούνται για την παροχή ασφάλειας προς την ΕΚΤ σε σχέση με πληρωμές της EBA που διακανονίζονται μέσω του συστήματος TARGET.

## **9 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ**

Οι υποχρεώσεις αυτές αντιπροσωπεύουν κυρίως υπόλοιπα που τηρούν στην ΕΚΤ οι εκτός της ζώνης του ευρώ ΕθνΚΤ και τα οποία προέρχονται από συναλλαγές που διακανονίζονται μέσω του συστήματος TARGET (βλ. “Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

## **10 Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων και μη κατοίκων ζώνης ευρώ**

Οι υποχρεώσεις αυτές απορρέουν από συναλλαγές βάσει συμφωνιών επαναγοράς που διενεργήθηκαν με κατοίκους και μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο της διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ.

## **11 Υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος**

Ο λογαριασμός αυτός αφορά τις υποχρεώσεις έναντι των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ που προέκυψαν από τη

μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων προς την ΕΚΤ. Οι αρχικές υποχρεώσεις ήταν εκφρασμένες σε ευρώ και το ύψος τους ήταν σταθερό, υπολογιζόμενο με βάση την αξία των συναλλαγματικών διαθεσίμων κατά το χρόνο της μεταβίβασής τους. Τοκίζονται με το τελευταίο διαθέσιμο οριακό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, διορθωμένο ώστε να αντανakλάται το μηδενικό επιτόκιο που εφαρμόζεται επί του μέρους των διαθεσίμων που μεταβιβάστηκε υπό μορφή χρυσού (βλ. “Σημειώσεις επί των αποτελεσμάτων χρήσεως”, σημείωση 19).

	Κλείδα κατανομής %	€
Εθνική Τράπεζα του Βελγίου	2,8658	1.432.900.000
Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας	24,4935	12.246.750.000
Τράπεζα της Ελλάδος	2,0564	1.028.200.000
Τράπεζα της Ισπανίας	8,8935	4.446.750.000
Τράπεζα της Γαλλίας	16,8337	8.416.850.000
Κεντρική Τράπεζα της Ιρλανδίας	0,8496	424.800.000
Τράπεζα της Ιταλίας	14,8950	7.447.500.000
Κεντρική Τράπεζα του Λουξεμβούργου	0,1492	74.600.000
Τράπεζα της Ολλανδίας	4,2780	2.139.000.000
Εθνική Τράπεζα της Αυστρίας	2,3594	1.179.700.000
Τράπεζα της Πορτογαλίας	1,9232	961.600.000
Τράπεζα της Φινλανδίας	1,3970	698.500.000
Σύνολο	80,9943	40.497.150.000

## 12 Λοιπά στοιχεία παθητικού

Το στοιχείο αυτό αποτελείται κυρίως από τόκους οφειλόμενους προς τις ΕθνΚΤ επί των απαιτήσεών τους που συνδέονται με τα μεταβιβασθέντα συναλλαγματικά διαθέσιμα (βλ. σημείωση 11). Επίσης περιλαμβάνει τις υποχρεώσεις της ΕΚΤ που συνδέονται με το ταμείο συντάξεων (61,9 εκατ. ευρώ, 2001: 53,9 εκατ. ευρώ) και λοιπούς μεταβατικούς λογαριασμούς του παθητικού.

## 13 Προβλέψεις

Επειδή η ΕΚΤ διατρέχει υψηλό κίνδυνο τιμής συναλλάγματος και κίνδυνο επιτοκίου και με δεδομένο το σημερινό ύψος του αποθεματικού αναπροσαρμογής της, σχηματίστηκε γενική πρόβλεψη έναντι των εν λόγω κινδύνων. Κάθε χρόνο εξετάζεται το ύψος και η αναγκαιότητα αυτής της πρόβλεψης με βάση την αξιολόγηση της ΕΚΤ για τους μελλοντικούς της κινδύνους τιμής συναλλάγματος και επιτοκίου.

Το στοιχείο αυτό περιλαμβάνει επίσης διοικητικές προβλέψεις που αφορούν δαπάνη για αγορά αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και μια κατάλληλη πρόβλεψη σε σχέση με τη συμβατική υποχρέωση της ΕΚΤ να επαναφέρει τις κτιριακές εγκαταστάσεις που χρησιμοποιεί προς το παρόν στην αρχική τους κατάσταση μετά την απόδοση του μισθίου και τη μεταφορά της στο οριστικό της κτίριο.

## 14 Λογαριασμοί αναπροσαρμογής

Οι λογαριασμοί αυτοί αντιπροσωπεύουν αποθεματικά αναπροσαρμογής που προέρχονται από μη πραγματοποιηθέντα κέρδη επί των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Η μείωση των υπολοίπων αυτών οφείλεται κυρίως στην υποτίμηση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ (βλ. “Χρυσός και απαιτήσεις/ υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

	2002 €	2001 €
Χρυσός	1.983.835.491	1.691.913.278
Συνάλλαγμα	1.682.723.875	7.428.130.700
Τίτλοι	738.274.730	308.958.852
Σύνολο	4.404.834.096	9.429.002.830

## 15 Κεφάλαιο και αποθεματικά

### Κεφάλαιο

Η πλήρως καταβεβλημένη συμμετοχή των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στο κεφάλαιο της ΕΚΤ (το οποίο είναι 5 δισεκ. ευρώ) ανέρχεται συνολικά σε 4.049.715.000 ευρώ και αναλύεται ως εξής:

	Κλείδα κατανομής %	€
Εθνική Τράπεζα του Βελγίου	2,8658	143.290.000
Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας	24,4935	1.224.675.000
Τράπεζα της Ελλάδος	2,0564	102.820.000
Τράπεζα της Ισπανίας	8,8935	444.675.000
Τράπεζα της Γαλλίας	16,8337	841.685.000
Κεντρική Τράπεζα της Ιρλανδίας	0,8496	42.480.000
Τράπεζα της Ιταλίας	14,8950	744.750.000
Κεντρική Τράπεζα του Λουξεμβούργου	0,1492	7.460.000
Τράπεζα της Ολλανδίας	4,2780	213.900.000
Εθνική Τράπεζα της Αυστρίας	2,3594	117.970.000
Τράπεζα της Πορτογαλίας	1,9232	96.160.000
Τράπεζα της Φινλανδίας	1,3970	69.850.000
Σύνολο	80,9943	4.049.715.000

Οι εισφορές των εκτός της ζώνης του ευρώ ΕθνΚΤ, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 5% του ποσού που θα έπρεπε να καταβάλουν σε περίπτωση που θα συμμετείχαν στη Νομισματική Ένωση, ανέρχονται συνολικά σε 47.514.250 ευρώ και κατανέμονται ως εξής:

	Κλείδα κατανομής %	€
Εθνική Τράπεζα της Δανίας	1,6709	4.177.250
Τράπεζα της Σουηδίας	2,6537	6.634.250
Τράπεζα της Αγγλίας	14,6811	36.702.750
Σύνολο	19,0057	47.514.250

Τα ποσά αυτά αντιπροσωπεύουν εισφορές για την κάλυψη των λειτουργικών εξόδων της ΕΚΤ σε σχέση με εργασίες που έγιναν για λογαριασμό των εκτός της ζώνης του ευρώ ΕθνΚΤ. Οι εν λόγω ΕθνΚΤ, μέχρις ότου ενταχθούν στο Ευρωσύστημα, δεν απαιτείται να καταβάλουν άλλο τμήμα από το αναλογούν σε αυτές εγγεγραμμένο κεφάλαιο, πέραν του ποσού που έχει ήδη αποφασιστεί. Επίσης, δεν δικαιούνται μερίδιο στα διανεμητέα κέρδη της ΕΚΤ, συμπεριλαμβανομένου του εισοδήματος από την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος, ούτε υποχρεούνται να καλύψουν τυχόν ζημιές της ΕΚΤ.

### Αποθεματικά

Σύμφωνα με το άρθρο 33 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της 21ης Μαρτίου 2002, από τα καθαρά κέρδη της χρήσεως που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2001 ποσό 365 εκατ. ευρώ μεταφέρθηκε στο γενικό αποθεματικό.

## 16 Πρόγραμμα αυτόματου δανεισμού τίτλων

Στο πλαίσιο της διαχείρισης των ιδίων κεφαλαίων της, η ΕΚΤ έχει συνάψει σύμβαση που αφορά πρόγραμμα αυτόματου δανεισμού τίτλων. Σύμφωνα με τη σύμβαση αυτή, διορισμένος αντιπρόσωπος διενεργεί συναλλαγές δανεισμού τίτλων για λογαριασμό της ΕΚΤ με αντισυμβαλλομένους που έχουν κριθεί κατάλληλοι από την ΕΚΤ. Βάσει της εν λόγω συμφωνίας, διενεργήθηκαν αντιστρεπτές πράξεις με συμφωνία επαναγοράς και επαναπώλησης, αξίας 1,4 δισεκ. ευρώ έκαστη (2001: 1,6 δισεκ. ευρώ), οι οποίες παρέμεναν εκκρεμείς στις 31 Δεκεμβρίου 2002 (βλ. “Αντιστρεπτές πράξεις” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

### 17 Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί επιτοκίων

Το 2002 χρησιμοποιήθηκαν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί επιτοκίων σε συνάλλαγμα στο πλαίσιο της διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ. Στις 31 Δεκεμβρίου 2002, η ονομαστική αξία των συναλλαγών που παρέμεναν εκκρεμείς ήταν η ακόλουθη:

Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί επιτοκίων σε συνάλλαγμα	Αξία συμβολαίου €
Αγορές	1.130.775.475
Πωλήσεις	682.464.004

### 18 Κεφαλαιακές δεσμεύσεις

Στις 5 Μαρτίου 2002, η ΕΚΤ και ο Δήμος της Φραγκφούρτης υπέγραψαν σύμβαση που αφορά την αγορά από την ΕΚΤ οικοπέδου για την ανέγερση των οριστικών κτιριακών της εγκαταστάσεων. Βάσει της προκαθορισμένης οικοδομήσιμης έκτασης, η ελάχιστη τιμή αγοράς ορίστηκε σε 61,4 εκατ. ευρώ, ποσό καταβλητέο σε δόσεις το αργότερο έως τις 31 Δεκεμβρίου 2004, ημερομηνία κατά την οποία η κυριότητα του οικοπέδου θα μεταβιβαστεί νομίμως στην ΕΚΤ.

## Σημειώσεις επί των αποτελεσμάτων χρήσεως

### 19 Καθαροί πιστωτικοί τόκοι

*Πιστωτικοί τόκοι επί συναλλαγματικών διαθεσίμων*

Το στοιχείο αυτό περιλαμβάνει πιστωτικούς τόκους, μείον χρεωστικούς τόκους, επί των απαιτήσεων και υποχρεώσεων σε συνάλλαγμα, που κατανέμονται ως εξής:

	2002 €	2001 €
Ακαθάριστοι πιστωτικοί τόκοι επί συναλλαγματικών διαθεσίμων	1.060.990.318	1.851.694.324
Χρεωστικοί τόκοι επί υποχρεώσεων συνδεδεμένων με συναλλαγματικά διαθέσιμα	(70.371.421)	(144.262.865)
Καθαροί πιστωτικοί τόκοι επί συναλλαγματικών διαθεσίμων	990.618.897	1.707.431.459

*Πιστωτικοί τόκοι από την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος*

Το στοιχείο αυτό αποτελείται από τους πιστωτικούς τόκους της ΕΚΤ επί απαιτήσεων της σε σχέση με το μερίδιό της (8%) στη συνολική έκδοση τραπεζογραμμάτων ευρώ (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”). Για τον υπολογισμό των τόκων αυτών εφαρμόζεται το τελευταίο διαθέσιμο οριακό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.

*Χρεωστικοί τόκοι επί των απαιτήσεων των ΕθνΚΤ σε σχέση με μεταβιβασθέντα συναλλαγματικά διαθέσιμα*

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζονται οι τόκοι που κατεβλήθησαν προς τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ επί των απαιτήσεών τους έναντι της ΕΚΤ σε σχέση με τα

συναλλαγματικά διαθέσιμα που της μεταβίβασαν βάσει του άρθρου 30.1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ.

*Λοιποί πιστωτικοί τόκοι και λοιποί χρεωστικοί τόκοι*

Τα στοιχεία αυτά περιλαμβάνουν πιστωτικούς και χρεωστικούς τόκους επί υπολοίπων που προέκυψαν από συναλλαγές μέσω του TARGET και επί των λοιπών απαιτήσεων και υποχρεώσεων σε ευρώ.

Με εξαίρεση την κατηγορία “Πιστωτικοί τόκοι από την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος”, οι καθαροί πιστωτικοί τόκοι μειώθηκαν σε σύγκριση με το 2001, κυρίως λόγω της μείωσης των επιτοκίων του δολαρίου ΗΠΑ και του ευρώ στη διάρκεια του έτους.

### 20 Πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημιές από χρηματοοικονομικές πράξεις

Στο πλαίσιο συνήθων πράξεων διαχείρισης χαρτοφυλακίου προέκυψαν καθαρά πραγματοποιηθέντα κέρδη από την πώληση τίτλων. Το 2002, δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές εκροές συναλλάγματος.

### 21 Αποσβέσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και θέσεων

Η δαπάνη αυτή οφείλεται σχεδόν εξ ολοκλήρου στην απόσβεση του κόστους κτήσεως των γιεν Ιαπωνίας και των ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων που κατέχει η ΕΚΤ με τη συναλλαγματική τους ισοτιμία στο τέλος του έτους (31 Δεκεμβρίου 2002), μετά την υποτίμηση των εν λόγω νομισμάτων έναντι του ευρώ στη διάρκεια του έτους (βλ. “Αναγνώριση εσόδων” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

## 22 Καθαρά (έξοδα)/έσοδα από αμοιβές και προμήθειες

Το κονδύλιο αυτό αποτελείται από τα έσοδα και έξοδα που αναφέρονται κατωτέρω. Τα έσοδα προήλθαν από ποινές που επεβλήθησαν σε πιστωτικά ιδρύματα λόγω μη συμμόρφωσής τους προς την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών.

	2002 €	2001 €
Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	634.241	931.206
Έξοδα για αμοιβές και προμήθειες	(861.399)	(633.086)
Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	(227.158)	298.120

## 23 Λοιπά έσοδα

Διάφορα άλλα έσοδα προέκυψαν στη διάρκεια του έτους, κυρίως από τη μεταφορά αχρησιμοποίητων διοικητικών προβλέψεων στα αποτελέσματα χρήσεως.

## 24 Δαπάνες προσωπικού

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται ποσό 92,6 εκατ. ευρώ για μισθούς και λοιπές παροχές (2001: 82,4 εκατ. ευρώ), εργοδοτικές εισφορές της ΕΚΤ στο ταμείο συντάξεων του προσωπικού της, καθώς και τα ασφάλιστρα υγείας και ατυχημάτων που κατέβαλε η ΕΚΤ. Οι αμοιβές των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ ανήλθαν συνολικά σε 2 εκατ. ευρώ (2001: 1,9 εκατ. ευρώ). Δεν κατεβλήθησαν συντάξεις σε πρώην μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής ή σε προστατευόμενα μέλη της οικογενείας τους στη διάρκεια του έτους. Οι μισθοί και οι λοιπές παροχές, συμπεριλαμβανομένων των αμοιβών των ανώτατων διοικητικών στελεχών, ακολουθούν κατ' ουσίαν το μισθολόγιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και είναι συγκρίσιμα προς αυτό.

Στο τέλος του 2002, η ΕΚΤ απασχολούσε 1.105 υπαλλήλους, από τους οποίους 79 κατείχαν διευθυντικές θέσεις. Ο μέσος αριθμός απασχολουμένων στην ΕΚΤ κατά το 2002 ήταν 1.080, έναντι 997 το 2001. Την ίδια περίοδο έγιναν 113 νέες προσλήψεις, ενώ 51 υπάλληλοι αποχώρησαν από την ΕΚΤ.

## 25 Το πρόγραμμα συνταξιοδότησης του προσωπικού της ΕΚΤ

Σύμφωνα με τον κανονισμό του προγράμματος συνταξιοδότησης της ΕΚΤ, απαιτείται πλήρης αναλογιστική μελέτη ανά τριετία. Η τελευταία αναλογιστική μελέτη έγινε στις 31 Δεκεμβρίου 2001, με βάση τη μέθοδο Projected Unit Credit, σύμφωνα με την οποία προβλέπονται οι ελάχιστες υποχρεώσεις που συνίστανται στα εφάπαξ ποσά που θα ήταν πληρωτέα τοις μετρητοίς προς τους ασφαλισμένους κατά τη λήξη της υπηρεσίας τους.

Οι συνταξιοδοτικές δαπάνες του προγράμματος εκτιμώνται σύμφωνα με τη γνωμοδότηση εξειδικευμένου αναλογιστή. Οι συνολικές συνταξιοδοτικές δαπάνες της ΕΚΤ, οι οποίες περιλαμβάνουν και πρόβλεψη για επιδόματα αναπηρίας και πρόσθετες παροχές μετά τη συνταξιοδότηση, ήταν 27,4 εκατ. ευρώ (2001: 14,9 εκατ. ευρώ). Στο ποσό αυτό συμπεριλαμβάνεται πρόβλεψη για καταβολή συντάξεων σε μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής, ύψους 2,1 εκατ. ευρώ (2001: 0,7 εκατ. ευρώ) και για τυχόν πρόσθετες εισφορές. Βάσει των πορισμάτων του αναλογιστή, η ΕΚΤ κατέβαλε το 2002 πρόσθετη εισφορά ύψους 10,5 εκατ. ευρώ. Το απαιτούμενο μελλοντικό ποσοστό εισφοράς της ΕΚΤ είναι 16,5% επί των συντάξιμων αποδοχών όλου του προσωπικού.

## 26 Διοικητικές δαπάνες

Σε αυτές υπάγονται όλες οι λοιπές τρέχουσες δαπάνες που αφορούν τη

μίσθωση και συντήρηση κτιριακών εγκαταστάσεων, αγαθά και εξοπλισμό μη κεφαλαιακού χαρακτήρα, αμοιβές εξωτερικών συνεργατών και λοιπές υπηρεσίες και προμήθειες, καθώς επίσης και δαπάνες για την πρόσληψη, μετάθεση, εγκατάσταση, κατάρτιση και επανεγκατάσταση υπαλλήλων.

Η καθαρή μείωση των διοικητικών δαπανών σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι στη διάρκεια του 2001 είχαν καταβληθεί πρόσθετες αμοιβές συμβούλων σε σχέση με την Εκστρατεία Ενημέρωσης Ευρώ 2002.

## **27 Υπηρεσίες παραγωγής τραπεζογραμματίων**

Το 2001, κεφαλαιοποιήθηκε το κόστος παραγωγής αποθέματος τραπεζογραμματίων ευρώ για την αντιμετώπιση έκτακτων αναγκών του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο

της μετάβασης στο ευρώ σε φυσική μορφή, μέχρις ότου πραγματοποιηθεί ο απαιτούμενος επιμερισμός του αποθέματος αυτού στις ΕθνΚΤ στο κόστος. Κατόπιν απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ μετά την εισαγωγή του ευρώ, σύμφωνα με την οποία το υπόλοιπο απόθεμα τραπεζογραμματίων θα αποτελέσει τον πυρήνα ενός στρατηγικού αποθέματος του Ευρωσυστήματος, το εν λόγω κόστος καθώς και συναφή έξοδα που πραγματοποιήθηκαν το 2002 έχουν πλέον αντισταθμιστεί. Οι ΕθνΚΤ επιβαρύνθηκαν απευθείας με τα υπόλοιπα έξοδα για τη δημιουργία του στρατηγικού αποθέματος του Ευρωσυστήματος.

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι η ενδιάμεση διανομή του εισοδήματος της ΕΚΤ που προέρχεται από την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος θα πρέπει να μειωθεί ισόποσα προς την εν λόγω δαπάνη.



Προς τον Πρόεδρο και το Διοικητικό Συμβούλιο  
της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Φραγκφούρτη

Ελέγξαμε τους επισυναπτόμενους ετήσιους λογαριασμούς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 31ης Δεκεμβρίου 2002. Οι εν λόγω λογαριασμοί καταρτίζονται με ευθύνη της Εκτελεστικής Επιτροπής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Εμείς είμαστε υπεύθυνοι να εκφέρουμε γνώμη σχετικά με τους λογαριασμούς αυτούς, βάσει του ελέγχου μας.

Διενεργήσαμε τον έλεγχο μας με βάση τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα. Σύμφωνα με τα πρότυπα αυτά, οφείλουμε να σχεδιάσουμε και να διενεργήσουμε τον έλεγχο, ώστε να βεβαιωθούμε σε εύλογο βαθμό ότι οι ετήσιοι λογαριασμοί δεν περιέχουν ουσιώδεις ανακρίβειες. Ο έλεγχος περιλαμβάνει την εξέταση, σε δειγματοληπτική βάση, παραστατικών στα οποία στηρίζονται τα ποσά και τα γεγονότα που παρουσιάζονται στους ετήσιους λογαριασμούς. Επίσης, περιέχει την αξιολόγηση των λογιστικών αρχών που χρησιμοποιήθηκαν, καθώς και σημαντικών εκτιμήσεων που διατύπωσε η διοίκηση. Τέλος, αξιολογείται η συνολική παρουσίαση των ετήσιων λογαριασμών. Πιστεύουμε ότι ο έλεγχος που διενεργήσαμε παρέχει μια επαρκή βάση προκειμένου να εκφέρουμε τη γνώμη μας.

Κατά την άποψή μας, οι επισυναπτόμενοι ετήσιοι λογαριασμοί, οι οποίοι καταρτίστηκαν σύμφωνα με τις λογιστικές πολιτικές που παρατίθενται στην πρώτη ενότητα των σημειώσεων για τους λογαριασμούς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, παρέχουν αληθή και ορθή εικόνα της οικονομικής κατάστασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στις 31 Δεκεμβρίου 2002 και των αποτελεσμάτων των εργασιών της για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2002.

Φραγκφούρτη, 12 Μαρτίου 2003

*PricewaterhouseCoopers*

Ανώνυμος Εταιρία Οικονομικού Ελέγχου

Οι οικονομικοί ελεγκτές  
υπογραφή  
(Wagener)

υπογραφή  
(Roennberg)

## Σημείωση επί της διανομής των κερδών

Η σημείωση αυτή δεν αποτελεί τμήμα των οικονομικών καταστάσεων της ΕΚΤ για το έτος 2002. Δημοσιεύεται στην Ετήσια Έκθεση για ενημερωτικούς μόνο λόγους.

### Διανομή κερδών

*Εισόδημα από τα τραπεζογραμμάτια που εκδίδει η ΕΚΤ*

Στο πλαίσιο απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της 19ης Δεκεμβρίου 2002, ποσό ύψους 606 εκατομμυρίων ευρώ, το οποίο περιλαμβάνει μέρος του εισοδήματος που αφορά το μερίδιο της ΕΚΤ στο σύνολο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ, διανεμήθηκε στις ΕθνΚΤ στις 3 Ιανουαρίου 2003, κατ' αναλογία προς τα μερίδια συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.

### Μεταφορά στο γενικό αποθεματικό

Το άρθρο 33 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ ορίζει ότι το καθαρό κέρδος της ΕΚΤ μεταβιβάζεται με την ακόλουθη σειρά:

- Ένα ποσό το οποίο καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και δεν μπορεί να υπερβαίνει το 20% του καθαρού κέρδους μεταφέρεται στο γενικό αποθεματικό με ανώτατο όριο το 100% του κεφαλαίου.
- Το υπόλοιπο καθαρό κέρδος διανέμεται μεταξύ των μεριδιούχων της ΕΚΤ, κατ' αναλογία προς τα καταβεβλημένα μερίδιά τους.

Σύμφωνα με το εν λόγω άρθρο, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε στις 20 Μαρτίου 2003 να μην μεταφέρει κανένα ποσό στο γενικό αποθεματικό και να διανείμει το υπόλοιπο ποσό ύψους 614 εκατομμυρίων ευρώ στις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, κατ' αναλογία προς τα καταβεβλημένα μερίδια συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.

Οι ΕθνΚΤ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ δεν δικαιούνται να λάβουν μερίδιο από τα κέρδη της ΕΚΤ.

	2002 €	2001 €
Κέρδη χρήσεως	1.220.454.254	1.821.819.922
Εισόδημα από τα τραπεζογραμμάτια που εκδίδει η ΕΚΤ το οποίο διανεμήθηκε στις ΕθνΚΤ	(606.000.000)	0
Κέρδη χρήσεως μετά τη διανομή εισοδήματος από τα τραπεζογραμμάτια που εκδίδει η ΕΚΤ	614.454.254	1.821.819.922
Μεταφορά στο γενικό αποθεματικό	0	(364.363.984)
Διανεμητέα κέρδη	614.454.254	1.457.455.938
Διανομή στις ΕθνΚΤ	(614.454.254)	(1.457.455.938)
Σύνολο	0	0

## Ενοποιημένος ισολογισμός του Ευρωσυστήματος της 31ης Δεκεμβρίου 2002

(εκατ. ευρώ)

Ενεργητικό	31η Δεκεμβρίου 2002	31η Δεκεμβρίου 2001
<b>1 Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό</b>	<b>130.739</b>	<b>126.801</b>
<b>2 Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα από μη κατοίκους ζώνης ευρώ</b>	<b>234.486</b>	<b>264.986</b>
2.1 Απαιτήσεις από το ΔΝΤ	31.305	32.008
2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα, δάνεια και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	203.181	232.978
<b>3 Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα από κατοίκους ζώνης ευρώ</b>	<b>19.823</b>	<b>24.804</b>
<b>4 Απαιτήσεις σε ευρώ από μη κατοίκους ζώνης ευρώ</b>	<b>4.190</b>	<b>5.707</b>
4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, χρεόγραφα και δάνεια	4.190	5.707
4.2 Απαιτήσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ	0	0
<b>5 Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ, σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής</b>	<b>227.654</b>	<b>203.597</b>
5.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	180.000	142.000
5.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	45.000	60.000
5.3 Αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0
5.4 Διαρθρωτικές αντιστρεπτές πράξεις	0	0
5.5 Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	2.621	1.573
5.6 Πιστώσεις για την κάλυψη περιθωρίων	33	24
<b>6 Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ από πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ</b>	<b>147</b>	<b>488</b>
<b>7 Χρεόγραφα σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ *</b>	<b>27.828</b>	<b>24.417</b>
<b>8 Χρέος γενικής κυβέρνησης σε ευρώ</b>	<b>44.486</b>	<b>67.722</b>
<b>9 Λοιπά στοιχεία ενεργητικού</b>	<b>105.808</b>	<b>95.567</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>795.161</b>	<b>814.089</b>

Τα γενικά/μερικά σύνολα ενδέχεται να μην αντιστοιχούν στο ακριβές άθροισμα λόγω στρογγυλοποίησης.

\* Μέρος της μεταβολής οφείλεται στην αλλαγή των λογιστικών πολιτικών της ΕΚΤ όπως επεξηγείται στη σημείωση 4 επί του ισολογισμού της ΕΚΤ.

**Παθητικό**

	31η Δεκεμβρίου 2002	31η Δεκεμβρίου 2001
<b>1 Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία</b>	<b>371.866</b>	<b>269.558</b>
<b>2 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ, σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής</b>	<b>133.565</b>	<b>148.072</b>
2.1 Τρεχούμενοι λογαριασμοί (που καλύπτουν το σύστημα ελάχιστων αποθεματικών)	133.495	147.580
2.2 Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	70	488
2.3 Καταθέσεις προθεσμίας	0	0
2.4 Αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0
2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων	0	4
<b>3 Λοιπές υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ</b>	<b>15</b>	<b>37.159</b>
<b>4 Εκδοθέντα χρεόγραφα</b>	<b>2.029</b>	<b>2.939</b>
<b>5 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>46.197</b>	<b>51.277</b>
5.1 Γενική κυβέρνηση	41.123	44.970
5.2 Λοιπές υποχρεώσεις	5.074	6.307
<b>6 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>8.813</b>	<b>9.446</b>
<b>7 Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>1.125</b>	<b>2.524</b>
<b>8 Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>18.588</b>	<b>20.227</b>
8.1 Καταθέσεις, υπόλοιπα και λοιπές υποχρεώσεις	18.588	20.227
8.2 Υποχρεώσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ II	0	0
<b>9 Λογαριασμός ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων του ΔΝΤ</b>	<b>6.340</b>	<b>6.967</b>
<b>10 Λοιπές υποχρεώσεις</b>	<b>59.702</b>	<b>77.181</b>
<b>11 Λογαριασμοί αναπροσαρμογής</b>	<b>82.615</b>	<b>125.397</b>
<b>12 Κεφάλαιο και αποθεματικά</b>	<b>64.306</b>	<b>63.342</b>
<b>Σύνολο παθητικού</b>	<b>795.161</b>	<b>814.089</b>



## Νομικές πράξεις που υιοθετήθηκαν από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα το 2002

Ο κατάλογος αυτός περιέχει τις νομικές πράξεις που υιοθετήθηκαν από την ΕΚΤ το 2002 και δημοσιεύθηκαν στην Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων<sup>1</sup>. Αυτές καθώς και άλλες νομικές πράξεις της ΕΚΤ που δημοσιεύθηκαν στη Επίσημη Εφημερίδα διατίθενται στους ενδιαφερομένους από το Γραφείο Επίσημων Δημοσιεύσεων των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Κατάλογος των νομικών

πράξεων που υιοθέτησε η ΕΚΤ από την ίδρυσή της υπάρχει στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

<sup>1</sup> Σύμφωνα με την παράγραφο 38 του Άρθρου 2 της Συνθήκης της Νίκαιας, που τροποποιεί το Άρθρο 254 της Συνθήκης ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, η Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων μετονομάζεται, από την έναρξη ισχύος της Συνθήκης της Νίκαιας, σε "Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης".

Αριθμός	Τίτλος	Δημοσίευση στην Επίσημη Εφημερίδα
EKT/2002/1	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 27ης Φεβρουαρίου 2002 που τροποποιεί την Κατευθυντήρια Γραμμή ΕΚΤ/2001/3 σχετικά με το διευρωπαϊκό αυτοματοποιημένο σύστημα ταχείας μεταφοράς κεφαλαίων σε συνεχή χρόνο (σύστημα TARGET)	L 67, 9.3.2002, σελ. 74-76
EKT/2002/2	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 7ης Μαρτίου 2002 που τροποποιεί την Κατευθυντήρια Γραμμή ΕΚΤ/2000/7 σχετικά με τα μέσα και της διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος	L 185, 15.7.2002, σελ. 1-78
EKT/2002/3	Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 18ης Απριλίου 2001 που τροποποιεί τον Κανονισμό ΕΚΤ/1998/15 σχετικά με την εφαρμογή υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών	L 106, 23.4.2002, σελ. 9-10
EKT/2002/4	Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 6ης Ιουνίου 2002 που διορθώνει τον Κανονισμό ΕΚΤ/2001/13 σχετικά με την ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων	L 151, 11.6.2002, σελ. 11
EKT/2002/5	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 30ής Ιουλίου 2002 σχετικά με ορισμένες υποχρεώσεις παροχής στατιστικών στοιχείων θεσπιζόμενες από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις διαδικασίες παροχής στατιστικών στοιχείων από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες στον τομέα της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής	L 220, 15.8.2002, σελ. 67-71
EKT/2002/6	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 26ης Σεπτεμβρίου 2002 για τους ελάχιστους κανόνες που η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες εφαρμόζουν κατά τη διενέργεια πράξεων νομισματικής πολιτικής και πράξεων συναλλάγματος με τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ και κατά τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ	L 270, 8.10.2002, σελ. 14-16
EKT/2002/7	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 21ης Νοεμβρίου 2002 σχετικά με τις υποχρεώσεις υποβολής στατιστικών στοιχείων που θεσπίζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στον τομέα των τριμηνιαίων χρηματοοικονομικών λογαριασμών	L 334, 11.12.2002, σελ. 24-44

Αριθμός	Τίτλος	Δημοσίευση στην Επίσημη Εφημερίδα
EKT/2002/8	Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 21ης Νοεμβρίου 2002 που τροποποιεί τον Κανονισμό EKT/2001/13 σχετικά με την ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων	L 330, 6.12.2002, σελ. 29-32
EKT/2002/9	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 21ης Νοεμβρίου 2002 σχετικά με τη διανομή του εισοδήματος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια ευρώ μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών των συμμετεχόντων κρατών-μελών	L 323, 28.11.2002, σελ. 49-50
EKT/2002/10	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 5ης Δεκεμβρίου 2002 σχετικά με το νομικό πλαίσιο για τη λογιστική παρακολούθηση και την υποβολή χρηματοοικονομικών πληροφοριών στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών	L 58, 3.3.2003, σελ. 1-37
EKT/2002/11	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 5ης Δεκεμβρίου 2002 σχετικά με τους ετήσιους λογαριασμούς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	L 58, 3.3.2003, σελ. 38-59
EKT/2002/12	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 19ης Δεκεμβρίου 2002 σχετικά με την έγκριση της ποσότητας των κερμάτων που πρόκειται να εκδοθούν το 2003	L 358, 31.12.2002, σελ. 144-145
EKT/2002/13	Σύσταση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 19ης Δεκεμβρίου 2002 προς το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με τους εξωτερικούς ελεγκτές της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Suomen Pankki	C 331, 31.12.2002, σελ. 56

# Εκδόσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Σκοπός του παρόντος καταλόγου είναι να πληροφορεί τους αναγνώστες σχετικά με επιλεγμένες εκδόσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Οι εκδόσεις διατίθενται δωρεάν στους ενδιαφερομένους από το Τμήμα Τύπου και Ενημέρωσης. Παρακαλούμε οι παραγγελίες να υποβάλλονται γραπτώς στην ταχυδρομική διεύθυνση που αναγράφεται στη σελίδα 2.

Πλήρη κατάλογο των εκδόσεων του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος μπορείτε να βρείτε στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

## Ετήσια Έκθεση

“Ετήσια Έκθεση για το 1998”, Απρίλιος 1999.

“Ετήσια Έκθεση για το 1999”, Απρίλιος 2000.

“Ετήσια Έκθεση για το 2000”, Μάιος 2001.

“Ετήσια Έκθεση για το 2001”, Απρίλιος 2002.

---

## Έκθεση για τη Σύγκλιση

“Έκθεση για τη Σύγκλιση 2000”, Μάιος 2000.

“Έκθεση για τη Σύγκλιση 2002”, Μάιος 2002.

---

## Μηνιαίο Δελτίο

Άρθρα που δημοσιεύθηκαν από τον Ιανουάριο του 1999 και εξής:

“Η ζώνη του ευρώ κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου”, Ιανουάριος 1999.

“Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος με προσανατολισμό στη σταθερότητα”, Ιανουάριος 1999.

“Τα νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ και ο ρόλος τους στη στρατηγική νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος”, Φεβρουάριος 1999.

“Ο ρόλος των βραχυχρόνιων οικονομικών δεικτών στην ανάλυση της εξέλιξης των τιμών στη ζώνη του ευρώ”, Απρίλιος 1999.

“Ο τραπεζικός τομέας στη ζώνη του ευρώ: διαρθρωτικά χαρακτηριστικά και τάσεις”, Απρίλιος 1999.

“Το λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος: περιγραφή και πρώτη αξιολόγηση”, Μάιος 1999.

“Η εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης”, Μάιος 1999.

“Μακροχρόνιες εξελίξεις και κυκλικές διακυμάνσεις των βασικών οικονομικών δεικτών στις χώρες της ζώνης του ευρώ”, Ιούλιος 1999.

“Το θεσμικό πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών”, Ιούλιος 1999.

“Ο διεθνής ρόλος του ευρώ”, Αύγουστος 1999.

“Οι λογιστικές καταστάσεις των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ στις αρχές του 1999”, Αύγουστος 1999.

“Διαφορές πληθωρισμού σε μια νομισματική ένωση”, Οκτώβριος 1999.

“Προετοιμασίες του ΕΣΚΤ για το έτος 2000”, Οκτώβριος 1999.

“Πολιτικές με προσανατολισμό στη σταθερότητα και η εξέλιξη των μακροπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων στη δεκαετία του 1990”, Νοέμβριος 1999.

“Το σύστημα TARGET και οι πληρωμές σε ευρώ”, Νοέμβριος 1999.

- “Νομικά κείμενα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας”, Νοέμβριος 1999.
- “Η ζώνη του ευρώ ένα έτος μετά την εισαγωγή του ευρώ: βασικά χαρακτηριστικά και μεταβολές της χρηματοπιστωτικής διάρθρωσης”, Ιανουάριος 2000.
- “Συναλλαγματικά διαθέσιμα και συναφείς πράξεις του Ευρωσυστήματος”, Ιανουάριος 2000.
- “Το Ευρωσύστημα και η διαδικασία διεύρυνσης της ΕΕ”, Φεβρουάριος 2000.
- “Ενοποίηση στον τομέα διακανονισμού χρεογράφων”, Φεβρουάριος 2000.
- “Οι ονομαστικές και οι πραγματικές σταθμισμένες ισοτιμίες του ευρώ”, Απρίλιος 2000.
- “ΟΝΕ και τραπεζική εποπτεία”, Απρίλιος 2000.
- “Το πληροφοριακό περιεχόμενο των επιτοκίων και των παραγώγων τους για τη νομισματική πολιτική”, Μάιος 2000.
- “Η εξέλιξη και τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά των αγορών εργασίας της ζώνης του ευρώ”, Μάιος 2000.
- “Η στροφή προς δημοπρασίες μεταβλητού επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης”, Ιούλιος 2000.
- “Μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ”, Ιούλιος 2000.
- “Η γήρανση του πληθυσμού και η δημοσιονομική πολιτική στη ζώνη του ευρώ”, Ιούλιος 2000.
- “Δείκτες τιμών και κόστους για τη ζώνη του ευρώ: επισκόπηση”, Αύγουστος 2000.
- “Το εξωτερικό εμπόριο στην οικονομία της ζώνης του ευρώ: σχηματοποιημένα γεγονότα και πρόσφατες τάσεις”, Αύγουστος 2000.
- “Αύξηση του δυνητικού προϊόντος και παραγωγικό κενό: έννοια, χρήσεις και εκτιμήσεις”, Οκτώβριος 2000.
- “Οι σχέσεις της ΕΚΤ με τα όργανα και τους οργανισμούς της Ευρωπαϊκής Κοινότητας”, Οκτώβριος 2000.
- “Οι δύο πυλώνες της στρατηγικής της ΕΚΤ για τη νομισματική πολιτική”, Νοέμβριος 2000.
- “Ζητήματα που εγείρει η εμφάνιση του ηλεκτρονικού χρήματος”, Νοέμβριος 2000.
- “Η ζώνη του ευρώ μετά την ένταξη της Ελλάδος”, Ιανουάριος 2001.
- “Χάραξη της νομισματικής πολιτικής υπό συνθήκες αβεβαιότητας”, Ιανουάριος 2001.
- “Οι σχέσεις της ΕΚΤ με διεθνείς οργανισμούς και όργανα”, Ιανουάριος 2001.
- “Χαρακτηριστικά της εταιρικής χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ”, Φεβρουάριος 2001.
- “Προς ένα ενιαίο επίπεδο εξυπηρέτησης των πληρωμών μικρής αξίας στη ζώνη του ευρώ”, Φεβρουάριος 2001.
- “Η εξωτερική επικοινωνία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας”, Φεβρουάριος 2001.
- “Η εκτίμηση των γενικών οικονομικών στατιστικών στοιχείων για τη ζώνη του ευρώ”, Απρίλιος 2001.
- “Το πλαίσιο του Ευρωσυστήματος που διέπει τη σύσταση ασφαλειών”, Απρίλιος 2001.
- “Η εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ”, Απρίλιος 2001.
- “Πλαίσιο και όργανα της νομισματικής ανάλυσης”, Μάιος 2001.
- “Το νέο καθεστώς κεφαλαιακής επάρκειας από τη σκοπιά της ΕΚΤ”, Μάιος 2001.
- “Χρηματοδότηση και χρηματοοικονομικές επενδύσεις των μη χρηματοοικονομικών τομέων της ζώνης του ευρώ”, Μάιος 2001.
- “Νέες τεχνολογίες και παραγωγικότητα στη ζώνη του ευρώ”, Ιούλιος 2001.
- “Δείκτες βασικού πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ”, Ιούλιος 2001.
- “Δημοσιονομικές πολιτικές και οικονομική ανάπτυξη”, Αύγουστος 2001.
- “Μεταρρυθμίσεις στην αγορά προϊόντων στη ζώνη του ευρώ”, Αύγουστος 2001.
- “Η ενοποίηση στον τομέα της εκκαθάρισης μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων στη ζώνη του ευρώ”, Αύγουστος 2001.
- “Ζητήματα που συνδέονται με τους κανόνες νομισματικής πολιτικής”, Οκτώβριος 2001.

“Η συμπεριφορά των αντισυμβαλλομένων όσον αφορά την υποβολή προσφορών στις τακτικές πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος”, Οκτώβριος 2001.

“Η μετάβαση στο ευρώ σε φυσική μορφή στις αγορές εκτός της ζώνης του ευρώ”, Οκτώβριος 2001.

“Το πληροφοριακό περιεχόμενο των σύνθετων δεικτών του επιχειρηματικού κύκλου της ζώνης του ευρώ”, Νοέμβριος 2001.

“Το πλαίσιο άσκησης της οικονομικής πολιτικής στην ΟΝΕ”, Νοέμβριος 2001.

“Βασικά οικονομικά μεγέθη και η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ”, Ιανουάριος 2002.

“Προετοιμασίες για τα τραπεζογραμμάτια ευρώ: από την εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ έως τις δραστηριότητες που θα επακολουθήσουν μετά την έναρξη κυκλοφορίας του ευρώ”, Ιανουάριος 2002.

“Η χρηματιστηριακή αγορά και η νομισματική πολιτική”, Φεβρουάριος 2002.

“Πρόσφατες εξελίξεις στη διεθνή συνεργασία”, Φεβρουάριος 2002.

“Η λειτουργία των αυτόνομων δημοσιονομικών σταθεροποιητών στη ζώνη του ευρώ”, Απρίλιος 2002.

“Ο ρόλος του Ευρωσυστήματος στα συστήματα πληρωμών και εκκαθάρισης”, Απρίλιος 2002.

“Βελτιώσεις στα στατιστικά στοιχεία για τη λογιστική κατάσταση και τα επιτόκια των ΝΧΙ”, Απρίλιος 2002.

“Η διαχείριση ρευστότητας από την ΕΚΤ”, Μάιος 2002.

“Διεθνής συνεργασία στον τομέα της εποπτείας”, Μάιος 2002.

“Οι επιπτώσεις της εισαγωγής του ευρώ σε φυσική μορφή στην εξέλιξη των τραπεζογραμμάτων και κερμάτων σε κυκλοφορία”, Μάιος 2002.

“Χαρακτηριστικά του οικονομικού κύκλου της ζώνης του ευρώ τη δεκαετία του '90”, Ιούλιος 2002

“Διάλογος του Ευρωσυστήματος με τις χώρες υπό ένταξη στην ΕΕ”, Ιούλιος 2002

“Εξελίξεις στις ροές άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου μεταξύ ζώνης ευρώ και εξωτερικού”, Ιούλιος 2002

“Η σύγκλιση των τιμών και ο ανταγωνισμός στη ζώνη του ευρώ”, Αύγουστος 2002.

“Ο τραπεζικός τομέας της ζώνης του ευρώ – πρόσφατες εξελίξεις και κίνδυνοι”, Αύγουστος 2002.

“Αποταμίευση, χρηματοδότηση και επενδύσεις στη ζώνη του ευρώ”, Αύγουστος 2002.

“Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ: πρόσφατα ευρήματα”, Οκτώβριος 2002.

“Κύρια χαρακτηριστικά της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς στη ζώνη του ευρώ”, Οκτώβριος 2002.

“Η λογοδοσία της ΕΚΤ”, Νοέμβριος 2002.

“Η διαφάνεια της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ”, Νοέμβριος 2002.

“Η σύνθεση της αύξησης της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ τα τελευταία χρόνια”, Νοέμβριος 2002.

“Η ζήτηση νομίσματος στη ζώνη του ευρώ και η επίδραση της μετάβασης στα τραπεζογραμμάτια και κέρματα ευρώ”, Ιανουάριος 2003.

“Ο σκοπός, ο σχεδιασμός και οι συνέπειες του Διακανονισμού Αδιάλειπτης Σύνδεσης (Continuous Linked Settlement – CLS)”, Ιανουάριος 2003.

“Η σχέση μεταξύ νομισματικής πολιτικής και δημοσιονομικών πολιτικών στη ζώνη του ευρώ”, Φεβρουάριος 2003.

“Τα συναλλαγματικά καθεστώτα των αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς”, Φεβρουάριος 2003.

### Έκτακτες μελέτες

- 1 “The impact of the euro on money and bond markets”, J. Santillán, M. Bayle and C. Thygesen, Ιούλιος 2000.
  - 2 “The effective exchange rates of the euro”, L. Buldorini, S. Makrydakis and C. Thimann, Φεβρουάριος 2002.
  - 3 “Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth”, C. Brand, D. Gerdesmeier and B. Roffia, Μάιος 2002.
  - 4 “Labour force developments in the euro area since the 1980s”, V. Genre and R. Gomez-Salvador, Ιούλιος 2002.
  - 5 “The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison”, D. Russo, T. L. Hart and A. Schönenberger, Σεπτέμβριος 2002.
  - 6 “Banking integration in the euro area”, I. Cabral, F. Dierick and J. Vesala, Δεκέμβριος 2002.
  - 7 “Economic relations with regions neighbouring the euro area in the ‘Euro Time Zone’”, F. Mazzaferro, A. Mehl, M. Sturm, C. Thimann and A. Winkler, Δεκέμβριος 2002.
- 

### Σειρά μελετών

- 1 “A global hazard index for the world foreign exchange markets”, V. Brousseau and F. Scacciavillani, Μάιος 1999.
- 2 “What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank”, C. Monticelli and O. Tristani, Μάιος 1999.
- 3 “Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world”, C. Detken, Μάιος 1999.
- 4 “From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries”, I. Angeloni and L. Dedola, Μάιος 1999.
- 5 “Core inflation: A review of some conceptual issues”, M. Wynne, Μάιος 1999.
- 6 “The demand for M3 in the euro area”, G. Coenen and J.-L. Vega, Σεπτέμβριος 1999.
- 7 “A cross-country comparison of market structures in European banking”, O. De Bandt and E. P. Davis, Σεπτέμβριος 1999.
- 8 “Inflation zone targeting”, A. Orphanides and V. Wieland, Οκτώβριος 1999.
- 9 “Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models”, G. Coenen, Ιανουάριος 2000.
- 10 “On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention”, R. Fatum, Φεβρουάριος 2000.
- 11 “Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?”, J. M. Berk and P. van Bergeijk, Φεβρουάριος 2000.
- 12 “Indicator variables for optimal policy”, L. E. O. Svensson and M. Woodford, Φεβρουάριος 2000.
- 13 “Monetary policy with uncertain parameters”, U. Söderström, Φεβρουάριος 2000.
- 14 “Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty”, G. D. Rudebusch, Φεβρουάριος 2000.
- 15 “The quest for prosperity without inflation”, A. Orphanides, Μάρτιος 2000.
- 16 “Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model”, P. Hördahl, Μάρτιος 2000.
- 17 “Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment”, S. Fabiani and R. Mestre, Μάρτιος 2000.
- 18 “House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis”, M. Iacoviello, Απρίλιος 2000.

- 19 "The euro and international capital markets", C. Detken and P. Hartmann, Απρίλιος 2000.
- 20 "Convergence of fiscal policies in the euro area", O. De Bandt and F. P. Mongelli, Μάιος 2000.
- 21 "Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data", M. Ehrmann, Μάιος 2000.
- 22 "Regulating access to international large-value payment systems", C. Holthausen and T. Rønde, Ιούνιος 2000.
- 23 "Escaping Nash inflation", In-Koo Cho and T. J. Sargent, Ιούνιος 2000.
- 24 "What horizon for price stability", F. Smets, Ιούλιος 2000.
- 25 "Caution and conservatism in the making of monetary policy", P. Schellekens, Ιούλιος 2000.
- 26 "Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making", B. Winkler, Αύγουστος 2000.
- 27 "This is what the US leading indicators lead", M. Camacho and G. Perez-Quiros, Αύγουστος 2000.
- 28 "Learning, uncertainty and central bank activism in an economy with strategic interactions", M. Ellison and N. Valla, Αύγουστος 2000.
- 29 "The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case", S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto and P. Sestito, Σεπτέμβριος 2000.
- 30 "A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities", G. Coenen and V. Wieland, Σεπτέμβριος 2000.
- 31 "The disappearing tax base: Is foreign direct investment eroding corporate income taxes?", R. Gropp and K. Kostial, Σεπτέμβριος 2000.
- 32 "Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?", F. De Fiore, Σεπτέμβριος 2000.
- 33 "The information content of M3 for future inflation in the euro area", C. Trecroci and J. L. Vega, Οκτώβριος 2000.
- 34 "Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs", O. Castrén and T. Takalo, Οκτώβριος 2000.
- 35 "Systemic Risk: A Survey", O. De Bandt and P. Hartmann, Νοέμβριος 2000.
- 36 "Measuring core inflation in the euro area", C. Morana, Νοέμβριος 2000.
- 37 "Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe", P. Vermeulen, Νοέμβριος 2000.
- 38 "The optimal inflation tax when taxes are costly to collect", F. De Fiore, Νοέμβριος 2000.
- 39 "A money demand system for euro area M3", C. Brand and N. Cassola, Νοέμβριος 2000.
- 40 "Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy", B. Mojon, Νοέμβριος 2000.
- 41 "Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts", P. M. Geraats, Ιανουάριος 2001.
- 42 "An area-wide model (AWM) for the euro area", G. Fagan, J. Henry and R. Mestre, Ιανουάριος 2001.
- 43 "Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm", D. Rodriguez Palenzuela, Φεβρουάριος 2001.
- 44 "The supply and demand for Eurosystem deposits – The first 18 months", U. Bindseil and F. Seitz, Φεβρουάριος 2001.
- 45 "Testing the rank of the Hankel Matrix: A statistical approach", G. Camba-Méndez and G. Kapetanios, Μάρτιος 2001.

- 46 "A two-factor model of the German term structure of interest rates", N. Cassola and J. B. Luís, Μάρτιος 2001.
- 47 "Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?", R. Gropp and J. Vesala, Μάρτιος 2001.
- 48 "Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets", M. Fratzscher, Μάρτιος 2001.
- 49 "Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area", M. Casares, Μάρτιος 2001.
- 50 "Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the US", T. von Wachter, Μάρτιος 2001.
- 51 "The functional form of the demand for euro area M1", L. Stracca, Μάρτιος 2001.
- 52 "Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?", G. Peersman and F. Smets, Μάρτιος 2001.
- 53 "An evaluation of some measures of core inflation for the euro area", J.-L. Vega and M. A. Wynne, Απρίλιος 2001.
- 54 "Assessment criteria for output gap estimates", G. Camba-Méndez and D. Rodríguez Palenzuela, Απρίλιος 2001.
- 55 "Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area", A. Calza, G. Gartner and J. Sousa, Απρίλιος 2001.
- 56 "Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions", E. Faia, Απρίλιος 2001.
- 57 "Model-based indicators of labour market rigidity", S. Fabiani and D. Rodríguez Palenzuela, Απρίλιος 2001.
- 58 "Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities", G. Pérez-Quirós and A. Timmermann, Απρίλιος 2001.
- 59 "Uncertain potential output: implications for monetary policy", M. Ehrmann and F. Smets, Απρίλιος 2001.
- 60 "A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties", E. Angelini, J. Henry and R. Mestre, Απρίλιος 2001.
- 61 "Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area", E. Angelini, J. Henry and R. Mestre, Απρίλιος 2001.
- 62 "Spectral based methods to identify common trends and common cycles", G. C. Mendez and G. Karpetanios, Απρίλιος 2001.
- 63 "Does money lead inflation in the euro area?", S. Nicoletti Altimari, Μάιος 2001.
- 64 "Exchange rate volatility and euro area imports", R. Anderton and F. Skudelny, Μάιος 2001.
- 65 "A system approach for measuring the euro area NAIRU", S. Fabiani and R. Mestre, Μάιος 2001.
- 66 "Can short-term foreign exchange volatility be predicted, the Global Hazard Index?", V. Brousseau and F. Scacciavillani, Ιούνιος 2001.
- 67 "The daily market for funds in Europe: Has something changed with the EMU?", G. Pérez-Quirós and H. Rodríguez Mendizábal, Ιούνιος 2001.
- 68 "The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty", A. Levin, V. Wieland and J. C. Williams, Ιούλιος 2001.
- 69 "The ECB monetary policy strategy and the money market", V. Gaspar, G. Pérez-Quirós and J. Sicilia, Ιούλιος 2001.
- 70 "Central bank forecasts of liquidity factors: Quality, publication and the control of the overnight rate", U. Bindseil, Ιούλιος 2001.
- 71 "Asset market linkages in crisis periods", P. Hartmann, S. Straetmans and C. G. de Vries, Ιούλιος 2001.

- 72 “Bank concentration and retail interest rates”, S. Corvoisier and R. Gropp, Ιούλιος 2001.
- 73 “Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany”, M. Ehrmann and A. Worms, Ιούλιος 2001.
- 74 “Interbank market integration under asymmetric information”, X. Freixas and C. Holthausen, Αύγουστος 2001.
- 75 “Value at risk models in finance”, S. Manganelli and R. F. Engle, Αύγουστος 2001.
- 76 “Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness?”, R. Gropp and A. J. Richards, Αύγουστος 2001.
- 77 “Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach”, C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano and M. Tujula, Σεπτέμβριος 2001.
- 78 “Investment and monetary policy in the euro area”, B. Mojon, F. Smets and P. Vermeulen, Σεπτέμβριος 2001.
- 79 “Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisia monetary aggregate in the euro area”, L. Stracca, Οκτώβριος 2001.
- 80 “The microstructure of the euro money market”, P. Hartmann, M. Manna and A. Manzanares, Οκτώβριος 2001.
- 81 “What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?”, J. Morgan and A. Mourougane, Οκτώβριος 2001.
- 82 “Economic forecasting: some lessons from recent research”, D. Hendry and M. P. Clements, Οκτώβριος 2001.
- 83 “Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England’s fan charts”, K. F. Wallis, Νοέμβριος 2001.
- 84 “Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy”, G. Coenen, A. Levin and V. Wieland, Νοέμβριος 2001.
- 85 “Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach”, F. Maeso-Fernandez, C. Osbat and B. Schnatz, Νοέμβριος 2001.
- 86 “Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations”, M. Beeby, S. G. Hall and S. B. Henry, Νοέμβριος 2001.
- 87 “Credit rationing, output gap and business cycles”, F. Boissay, Νοέμβριος 2001.
- 88 “Why is it so difficult to beat the random walk for forecast of exchange rates?”, L. Kilian and M. P. Taylor, Νοέμβριος 2001.
- 89 “Monetary policy and fears of financial stability”, V. Brousseau and C. Detken, Νοέμβριος 2001.
- 90 “Public pensions and growth”, S. Lambrecht, P. Michel and J.-P. Vidal, Νοέμβριος 2001.
- 91 “The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis”, G. Peersman and F. Smets, Δεκέμβριος 2001.
- 92 “A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area”, B. Mojon and G. Peersman, Δεκέμβριος 2001.
- 93 “The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models”, P. McAdam and J. Morgan, Δεκέμβριος 2001.
- 94 “Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?”, P. van Els, A. Locarno, J. Morgan and J.-P. Villetelle, Δεκέμβριος 2001.
- 95 “Some stylised facts on the euro area business cycle”, A.-M. Agresti and B. Mojon, Δεκέμβριος 2001.
- 96 “The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany”, A. Worms, Δεκέμβριος 2001.
- 97 “Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990s”, S. Kaufmann, Δεκέμβριος 2001.

- 98 “The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets”, L. De Haan, Δεκέμβριος 2001.
- 99 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?”, I. Hernando and J. Martínez-Pagés, Δεκέμβριος 2001.
- 100 “Transmission of monetary policy stocks in Finland: evidence from bank level data on loans”, J. Topi and J. Vilmunen, Δεκέμβριος 2001.
- 101 “Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?”, C. Loupias, F. Savignac and P. Sevestre, Δεκέμβριος 2001.
- 102 “The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data”, L. Farinha and C. Robalo Marques, Δεκέμβριος 2001.
- 103 “Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy”, L. Gambacorta, Δεκέμβριος 2001.
- 104 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data”, S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou and G. T. Simigiannis, Δεκέμβριος 2001.
- 105 “Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area”, M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre and A. Worms, Δεκέμβριος 2001.
- 106 “Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation”, J.-B. Chatelain and A. Tiomo, Δεκέμβριος 2001.
- 107 “The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data”, P. Butzen, C. Fuss and P. Vermeulen, Δεκέμβριος 2001.
- 108 “Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro-econometric approach”, M. Valderrama, Δεκέμβριος 2001.
- 109 “Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending”, U. von Kalckreuth, Δεκέμβριος 2001.
- 110 “Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms”, E. Gaiotti and A. Generale, Δεκέμβριος 2001.
- 111 “Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data”, P. Lünemann and T. Mathä, Δεκέμβριος 2001.
- 112 “Firm investment and monetary transmission in the euro area”, J.-B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth and P. Vermeulen, Δεκέμβριος 2001.
- 113 “Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications”, C. Bean, J. Larsen and K. Nikolov, Ιανουάριος 2002.
- 114 “Monetary transmission in the euro area: where do we stand?”, I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon and D. Terlizzese, Ιανουάριος 2002.
- 115 “Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches”, A. Orphanides, Δεκέμβριος 2001.
- 116 “Rent indices for housing in west Germany 1985 to 1998”, J. Hoffmann and C. Kurz, Ιανουάριος 2002.
- 117 “Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing”, O. Bover and P. Velilla, Ιανουάριος 2002.
- 118 “Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-1998”, G. M. Tomat, Ιανουάριος 2002.
- 119 “Monetary policy and the stock market in the euro area”, N. Cassola and C. Morana, Ιανουάριος 2002.
- 120 “Learning stability in economics with heterogenous agents”, S. Honkapohja and K. Mitra, Ιανουάριος 2002.
- 121 “Natural rate doubts”, A. Beyer and R. E. A. Farmer, Φεβρουάριος 2002.
- 122 “New technologies and productivity growth in the euro area”, F. Vjsselaar and R. Albers, Φεβρουάριος 2002.
- 123 “Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions”, E. Tabakis and A. Vinci, Φεβρουάριος 2002.

- 124 “Monetary policy, expectations and commitment”, G. W. Evans and S. Honkapohja, Φεβρουάριος 2002.
- 125 “Duration, volume and volatility impact of trades”, S. Manganelli, Φεβρουάριος 2002.
- 126 “Optimal contracts in a dynamic costly state verification model”, C. Monnet and E. Quintin, Φεβρουάριος 2002.
- 127 “Performance of monetary policy with internal central bank forecasting”, S. Honkapohja and K. Mitra, Φεβρουάριος 2002.
- 128 “Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy”, F. Smets and R. Wouters, Μάρτιος 2002.
- 129 “Non-standard central bank loss functions, skewed risks, and certainty equivalence”, A. al-Nowaihi and L. Stracca, Μάρτιος 2002.
- 130 “Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations”, E. Diewert, Μάρτιος 2002.
- 131 “Measurement bias in the HICP: what do we know, and what do we need to know?”, M. A. Wynne and D. Rodríguez-Palenzuela, Μάρτιος 2002.
- 132 “Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a ‘new Keynesian’ perspective”, O. Arratibel, D. Rodríguez-Palenzuela and C. Thimman, Μάρτιος 2002.
- 133 “Can confidence indicators be useful to predict short term real GDP growth?”, A. Mourougane and M. Roma, Μάρτιος 2002.
- 134 “The cost of private transportation in the Netherlands, 1992-1999”, B. Bode and J. Van Dalen, Μάρτιος 2002.
- 135 “The optimal mix of taxes on money, consumption and income”, F. De Fiore and P. Teles, Απρίλιος 2002.
- 136 “Retail bank interest rate pass-through: new evidence in the euro area level”, G. de Bondt, Απρίλιος 2002.
- 137 “Equilibrium bidding in the Eurosystem’s open market operations”, U. Bindseil, Απρίλιος 2002.
- 138 “‘New’ views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?”, F. P. Mongelli, Απρίλιος 2002.
- 139 “On currency crises and contagion”, M. Fratzscher, Απρίλιος 2002.
- 140 “Price setting and the steady-state effects of inflation”, M. Casares, Μάιος 2002.
- 141 “Asset prices and fiscal balances”, F. Eschenbach and L. Schuknecht, Μάιος 2002.
- 142 “Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European Central Bank”, A. Cabrero, G. Gamba-Mendez, A. Hirsch and F. Nieto, Μάιος 2002.
- 143 “A non-parametric method for valuing new goods”, L. Blow and I. Crawford, Μάιος 2002.
- 144 “A failure in the measurement of inflation: results from a hedonic and matched experiment using scanner data”, M. Silver and S. Heravi, Μάιος 2002.
- 145 “Towards a new early warning system of financial crises”, M. Bussiere and M. Fratzscher, Μάιος 2002.
- 146 “Competition and stability – what’s special about banking?”, E. Carletti and P. Hartmann, Μάιος 2002.
- 147 “Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimizing monetary model”, M. Casares, Μάιος 2002.
- 148 “The functional form of yield curves”, V. Brousseau, Μάιος 2002.
- 149 “The Spanish block of the ESCB-multi-country model”, A. Willman and A. Estrada, Μάιος 2002.
- 150 “Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility”, R. Gropp, J. Vesala and G. Vulpes, Ιούνιος 2002.
- 151 “G-7 inflation forecasts”, F. Canova, Ιούνιος 2002.

- 152 "Short-term monitoring of fiscal policy discipline", G. Camba-Mendez and A. Lamo, Ιούνιος 2002.
- 153 "Euro area production function and potential output: a supply side system approach", A. Willman, Ιούνιος 2002.
- 154 "The euro bloc, the dollar bloc and the yen bloc: how much monetary policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world?", M. Fratzscher, Ιούνιος 2002.
- 155 "Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks", J. F. Jimeno and D. Rodriguez-Palenzuela, Ιούνιος 2002.
- 156 "Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic model", J. J. Perez and P. Hiebert, Ιούλιος 2002.
- 157 "Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations", Kjell G. Nyborg, U. Bindseil and I. A. Strebulaev, Ιούλιος 2002.
- 158 "Quantifying embodied technological change", P. Sakellaris and D. J. Wilson, Ιούλιος 2002.
- 159 "Optimal public money", C. Monnet, Ιούλιος 2002.
- 160 "Model uncertainty and the equilibrium value of the real effective euro exchange rate", C. Detken, A. Dieppe, J. Henry, C. Marin and F. Smets, Ιούλιος 2002.
- 161 "The optimal allocation of risks under prospect theory", L. Stracca, Ιούλιος 2002.
- 162 "Public debt asymmetries: the effect on taxes and spending in the European Union", S. Krogstrup, Αύγουστος 2002.
- 163 "The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area", M. Forsells and G. Kenny, Αύγουστος 2002.
- 164 "Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence", G. de Bondt, Αύγουστος 2002.
- 165 "The industry effects on monetary policy in the euro area", G. Peersman and F. Smets, Αύγουστος 2002.
- 166 "Monetary and fiscal policy interactions in a micro-founded model of a monetary union", R. M. W. J. Beetsma and H. Jensen, Αύγουστος 2002.
- 167 "Identifying the effects of monetary policy shocks on exchange rates using high frequency data", J. Faust, J. H. Rogers, E. Swanson and J. H. Wright, Αύγουστος 2002.
- 168 "Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries", R. Perotti, Αύγουστος 2002.
- 169 "Modeling model uncertainty", A. Onatski and N. Williams, Αύγουστος 2002.
- 170 "What measure of inflation should a central bank target?", G. Mankiw and R. Reis, Αύγουστος 2002.
- 171 "An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area", F. Smets and R. Wouters, Αύγουστος 2002.
- 172 "Constructing quality-adjusted price indices: a comparison of hedonic and discrete choice models", N. Jonker, Σεπτέμβριος 2002.
- 173 "Openness and equilibrium determinacy under interest rate rules", F. de Fiore and Z. Liu, Σεπτέμβριος 2002.
- 174 "International monetary policy coordination and financial market integration", A. Sutherland, Σεπτέμβριος 2002.
- 175 "Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union", S. Gilchrist, J. O. Hairault and H. Kempf, Σεπτέμβριος 2002.
- 176 "Macroeconomics of international price discrimination", G. Corsetti and L. Dedola, Σεπτέμβριος 2002.
- 177 "A theory of the currency denomination of international trade", P. Bacchetta and E. van Wincoop, Σεπτέμβριος 2002.
- 178 "Inflation persistence and optimal monetary policy in the euro area", P. Benigno and J. D. López-Salido, Σεπτέμβριος 2002.

- 179 "Optimal monetary policy with durable and non-durable goods", C. J. Erceg and A. T. Levin, Σεπτέμβριος 2002.
- 180 "Regional inflation in a currency union: fiscal policy vs. fundamentals", M. Duarte and A. L. Wolman, Σεπτέμβριος 2002.
- 181 "Inflation dynamics and international linkages: a model of the United States, the euro area and Japan", G. Coenen and V. Wieland, Σεπτέμβριος 2002.
- 182 "The information content of real-time output gap estimates, an application to the euro area", G. Rünstler, Σεπτέμβριος 2002.
- 183 "Monetary policy in a world with different financial systems", E. Faia, Οκτώβριος 2002.
- 184 "Efficient pricing of large value interbank payment systems", C. Holthausen and J.-C. Rochet, Οκτώβριος 2002.
- 185 "European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America", E. Dorrucchi, S. Firpo, M. Fratzscher and F. P. Mongelli, Οκτώβριος 2002.
- 186 "Using money market rates to assess the alternatives of fixed vs. variable rate tenders: the lesson from 1989-1998 data for Germany", M. Manna, Οκτώβριος 2002.
- 187 "A fiscal theory of sovereign risk", M. Uribe, Οκτώβριος 2002.
- 188 "Should central banks really be flexible?", H. P. Grüner, Οκτώβριος 2002.
- 189 "Debt reduction and automatic stabilisation", P. Hiebert, J. J. Pérez and M. Rostagno, Οκτώβριος 2002.
- 190 "Monetary policy and the zero bound to interest rates: a review", Y. Yates, Οκτώβριος 2002.
- 191 "The fiscal costs of financial instability revisited", L. Schuknecht and F. Eschenbach, Νοέμβριος 2002.
- 192 "Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?", G. Pérez-Quirós and J. Sicilia, Νοέμβριος 2002.
- 193 "Sustainability of public finances and automatic stabilisation under a rule of budgetary discipline", J. Marin, Νοέμβριος 2002.
- 194 "Sensitivity analysis of volatility: a new tool for risk management", S. Manganelli, V. Ceci and W. Vecchiato, Νοέμβριος 2002.
- 195 "In-sample or out-of-sample tests of predictability: which one should we use?", A. Inoue and L. Kilian, Νοέμβριος 2002.
- 196 "Bootstrapping autoregressions with conditional heteroskedasticity of unknown form", S. Gonçalves and L. Kilian, Νοέμβριος 2002.
- 197 "A model of the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation", C. Ewerhart, Νοέμβριος 2002.
- 198 "Extracting risk neutral probability densities by fitting implied volatility smiles: some methodological points and an application to the 3M Euribor futures option prices", A. B. Andersen and T. Wagener, Δεκέμβριος 2002.
- 199 "Time variation in the tail behaviour of bund futures returns", T. Werner and C. Upper, Δεκέμβριος 2002.
- 200 "Interdependence between the euro area and the US: what role for EMU?", M. Ehrmann and M. Fratzscher, Δεκέμβριος 2002.
- 201 "Euro area inflation persistence", N. Batini, Δεκέμβριος 2002.
- 202 "Aggregate loans to the euro area private sector", A. Calza, M. Manrique and J. Sousa, Ιανουάριος 2003.
- 203 "Myopic loss aversion, disappointment aversion, and the equity premium puzzle", D. Fielding and L. Stracca, Ιανουάριος 2003.
- 204 "Asymmetric dynamics in the correlations of global equity and bond returns", L. Cappiello, R. F. Engle and L. Stracca, Ιανουάριος 2003.
- 205 "Real exchange rate in an inter-temporal-in-country-model with incomplete markets", B. Mercereau, Ιανουάριος 2003.

- 206 “Empirical estimates of reaction functions for the euro area”, D. Gerdesmeier and B. Roffia, Ιανουάριος 2003.
- 207 “A comprehensive model on the euro overnight rate”, F. R. Würtz, Ιανουάριος 2003.
- 208 “Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data”, A. Ang and A. Maddaloni, Ιανουάριος 2003.
- 209 “A framework for collateral risk control determination”, D. Cossin, Z. Huang, D. Aunon-Nerin and F. González, Ιανουάριος 2003.
- 210 “Anticipated Ramsey reforms and the uniform taxation principle: the role of international financial markets”, S. Schmitt-Grohé and M. Uribe, Ιανουάριος 2003.
- 211 “Self-control and savings”, P. Michel and J. P. Vidal, Ιανουάριος 2003.
- 212 “Modelling the implied probability of stock market movements”, E. Glatzer and M. Scheiher, Ιανουάριος 2003.
- 213 “Aggregation and euro area Phillips curves”, S. Fabiani and J. Morgan, Φεβρουάριος 2003.
- 214 “On the selection of forecasting models”, A. Inoue and L. Kilian, Φεβρουάριος 2003.
- 215 “Budget institutions and fiscal performance in central and eastern European countries”, H. Gleich, Φεβρουάριος 2003.
- 216 “The admission of accession countries to an enlarged monetary union: a tentative assessment”, M. Ca’Zorzi and R. A. De Santis, Φεβρουάριος 2003.
- 217 “The role of product market regulations in the process of structural change”, J. Messina, Μάρτιος 2003.
- 218 “The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan”, G. Coenen and V. Wieland, Μάρτιος 2003.

---

### **Άλλες εκδόσεις**

- “The TARGET service level”, Ιούλιος 1998.
- “Report on electronic money”, Αύγουστος 1998.
- “Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations”, Σεπτέμβριος 1998.
- “Money and banking statistics compilation guide”, Σεπτέμβριος 1998.
- “The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures”, Σεπτέμβριος 1998.
- “Third progress report on the TARGET project”, Νοέμβριος 1998.
- “Correspondent central banking model (CCBM)”, Δεκέμβριος 1998.
- “Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures”, Ιανουάριος 1999.
- “Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term”, Φεβρουάριος 1999.
- “Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise”, Ιούλιος 1999.
- “The effects of technology on the EU banking systems”, Ιούλιος 1999.
- “Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union”, Αύγουστος 1999.
- “Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem’s view”, Σεπτέμβριος 1999.
- “Compendium: συλλογή νομικών κειμένων, Ιούνιος 1998 – Μάιος 1999”, Οκτώβριος 1999.
- “European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, Νοέμβριος 1999.
- “Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper”, Νοέμβριος 1999.
- “Money and Banking Statistics Sector Manual”, second edition, Νοέμβριος 1999.

“Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States”, Νοέμβριος 1999.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, Νοέμβριος 1999.

“Cross-border payments in TARGET: A users’ survey”, Νοέμβριος 1999.

“Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series”, Νοέμβριος 1999.

“Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics”, Δεκέμβριος 1999.

“Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures”, Φεβρουάριος 2000.

“Interlinking: Data dictionary”, Version 2.02, Μάρτιος 2000.

“Asset prices and banking stability”, Απρίλιος 2000.

“EU banks’ income structure”, Απρίλιος 2000.

“Στατιστικά στοιχεία που συλλέγει και επεξεργάζεται το ΕΣΚΤ”, Μάιος 2000.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, Ιούλιος 2000.

“Απαιτήσεις παροχής γενικών οικονομικών στατιστικών στοιχείων”, Αύγουστος 2000.

“Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area”, Αύγουστος 2000.

“Improving cross-border retail payment services”, Σεπτέμβριος 2000.

“Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves”, Οκτώβριος 2000.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, Νοέμβριος 2000.

“Information guide for credit institutions using TARGET”, Νοέμβριος 2000.

“Η ενιαία νομισματική πολιτική στο Τρίτο Στάδιο: Γενική τεκμηρίωση σχετικά με τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος”, Νοέμβριος 2000.

“EU banks’ margins and credit standards”, Δεκέμβριος 2000.

“Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications”, Δεκέμβριος 2000.

“Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank”, Ιανουάριος 2001.

“Cross-border use of collateral: A user’s survey”, Φεβρουάριος 2001.

“Price effects of regulatory reform in selected network industries”, Μάρτιος 2001.

“Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στην προληπτική εποπτεία”, Μάρτιος 2001.

“Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual”, Απρίλιος 2001.

“TARGET: Annual Report”, Μάιος 2001.

“A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises”, Ιούνιος 2001.

“Payment and securities settlement systems in the European Union”, Ιούνιος 2001.

“Why price stability?”, Ιούνιος 2001.

“The euro bond market”, Ιούλιος 2001.

“The euro money market”, Ιούλιος 2001.

“The euro equity markets”, Αύγουστος 2001.

“The monetary policy of the ECB”, Αύγουστος 2001.

“Monetary analysis: tools and applications”, Αύγουστος 2001.

“Review of the international role of the euro”, Σεπτέμβριος 2001.

“The Eurosystem’s policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing”, Σεπτέμβριος 2001.

“Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)”, Οκτώβριος 2001.

“TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001”, Νοέμβριος 2001.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, Νοέμβριος 2001.

“Fair value accounting in the banking sector”, Νοέμβριος 2001.  
 “Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro”, Νοέμβριος 2001.  
 “Accession countries: Balance of payments/international investment position statistical methods”, Φεβρουάριος 2002.  
 “List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, Φεβρουάριος 2002.  
 “Labour market mismatches in euro area countries”, Μάρτιος 2002.  
 “Compendium: Συλλογή νομικών κειμένων, Ιούνιος 1998-Δεκέμβριος 2001”, Μάρτιος 2002.  
 “Evaluation of the 2002 cash changeover”, Απρίλιος 2002.  
 “TARGET Annual Report 2001”, Απρίλιος 2002.  
 “Η ενιαία νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ. Γενική τεκμηρίωση για τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος”, Απρίλιος 2002.  
 “Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002”, Μάιος 2002.  
 “Developments in banks’ liquidity profile and management”, Μάιος 2002.  
 “Όροι αναφοράς του Ευρωσυστήματος για τη χρήση μηχανημάτων ανακύκλωσης μετρητών από πιστωτικά ιδρύματα και άλλα ιδρύματα της ζώνης του ευρώ που μετέχουν κατ’ επάγγελμα στη διαλογή και διάθεση τραπεζογραμματίων στο κοινό”, Μάιος 2002.  
 “Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries”, Ιούνιος 2002.  
 “TARGET minimum common performance features of RTGS systems within TARGET as at November 2001”, Ιούνιος 2002.  
 “TARGET Interlinking data dictionary as at November 2001”, Ιούνιος 2002.  
 “TARGET Interlinking specification as at November 2001”, Ιούνιος 2002.  
 “TARGET Interlinking user requirement as at November 2001”, Ιούνιος 2002.  
 “Task force on portfolio investment collection systems, Final Report”, Ιούνιος 2002.  
 “Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP”, Ιούλιος 2002.  
 “Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures”, Ιούλιος 2002.  
 “Financial sectors in EU accession countries”, Αύγουστος 2002.  
 “Payment and securities settlement systems in accession countries”, Αύγουστος 2002.  
 “TARGET Interlinking specification”, Νοέμβριος 2002.  
 “TARGET Interlinking data dictionary”, Νοέμβριος 2002.  
 “Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on the MFI balance sheet statistics”, Νοέμβριος 2002.  
 “Structural analysis of the EU banking sector”, Νοέμβριος 2002.  
 “European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, Νοέμβριος 2002.  
 “Review of the international role of the euro”, Δεκέμβριος 2002.  
 “Euro money market study 2001 (MOC)”, Δεκέμβριος 2002.  
 “EU banking sector stability”, Φεβρουάριος 2003.  
 “Review of the foreign exchange market structure”, Μάρτιος 2003.  
 “List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, Φεβρουάριος 2003.  
 “Structural factors in the EU housing markets”, Μάρτιος 2003.  
 “List of Monetary Financial Institutions in the accession countries”, Μάρτιος 2003.

### **Ενημερωτικά φυλλάδια**

- “TARGET: facts, figures, future”, Σεπτέμβριος 1999.
- “EPM: the ECB payment mechanism”, Αύγουστος 2000.
- “The euro: integrating financial services”, Αύγουστος 2000 (εξαντλήθηκε).
- “TARGET”, Αύγουστος 2000 (εξαντλήθηκε).
- “Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα”, Απρίλιος 2001.
- “Τραπεζογραμμάτια και κέρματα ευρώ”, Μάιος 2001.
- “TARGET – update 2001”, Ιούλιος 2001.
- “The euro and the integration of financial services”, Σεπτέμβριος 2001.
- “ΕΥΡΩ. Το ΔΙΚΟ ΜΑΣ νόμισμα”, Ιούνιος 2002.



## Παράρτημα

## Χρονολόγιο μέτρων νομισματικής πολιτικής<sup>1</sup>

### 3 Ιανουαρίου 2002

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 3,25%, 4,25% και 2,25% αντίστοιχα.

Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφασίζει να χορηγήσει ρευστότητα ύψους 20 δισεκ. ευρώ με κάθε πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης που θα διενεργηθεί το 2002. Για τον καθορισμό του ποσού αυτού λαμβάνονται υπόψη οι αναμενόμενες ανάγκες σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ κατά το 2002, καθώς και η επιθυμία του Ευρωσυστήματος να συνεχίσει να παρέχει τον κύριο όγκο της αναχρηματοδότησης του χρηματοπιστωτικού τομέα μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Το Διοικητικό Συμβούλιο δύναται να αναπροσαρμόσει το παραπάνω ποσό στη διάρκεια του έτους εάν σημειωθούν απροσδόκητες εξελίξεις στις ανάγκες ρευστότητας.

### 7 Φεβρουαρίου, 7 Μαρτίου, 4 Απριλίου, 2 Μαΐου, 6 Ιουνίου, 4 Ιουλίου 2002

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 3,25%, 4,25% και 2,25% αντίστοιχα.

### 10 Ιουλίου 2002

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να μειώσει από 20 δισεκ. ευρώ σε 15 δισεκ. ευρώ το ύψος της

ρευστότητας που θα χορηγηθεί με κάθε πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2002. Για τον καθορισμό του νέου αυτού ποσού λαμβάνονται υπόψη οι αναμενόμενες ανάγκες σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2002, καθώς και η επιθυμία του Ευρωσυστήματος να συνεχίσει να παρέχει τον κύριο όγκο της αναχρηματοδότησης του χρηματοπιστωτικού τομέα μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

### 1 Αυγούστου, 12 Σεπτεμβρίου, 10 Οκτωβρίου, 7 Νοεμβρίου 2002

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 3,25%, 4,25% και 2,25% αντίστοιχα.

### 5 Δεκεμβρίου 2002

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να μειώσει το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 0,50 της εκατοστιαίας μονάδας σε 2,75%, αρχής γενομένης από την πράξη με ημερομηνία διακανονισμού 11 Δεκεμβρίου 2002. Αποφασίζει επίσης να μειώσει τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 0,50 της εκατοστιαίας μονάδας, στο 3,75% και 1,75% αντίστοιχα, από 6 Δεκεμβρίου 2002.

<sup>1</sup> Το χρονολόγιο των μέτρων νομισματικής πολιτικής που έλαβε το Ευρωσύστημα από το 1999 μέχρι το 2001 βρίσκεται στις Ετήσιες Εκθέσεις της ΕΚΤ για το 1999 (σελ. 187-192), για το 2000 (σελ. 231-234) και για το 2001 (σελ. 261-263).

Επιπλέον, αποφασίζει ότι η τιμή αναφοράς για τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του νομισματικού μεγέθους M3 θα παραμείνει 4,5%.

### **9 Ιανουαρίου 2003**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 2,75%, 3,75% και 1,75% αντίστοιχα.

### **23 Ιανουαρίου 2003**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με σκοπό τη βελτίωση του λειτουργικού πλαισίου της νομισματικής πολιτικής αποφασίζει να εφαρμόσει τα εξής δύο μέτρα:

Πρώτον, αλλαγή της χρονικής οριοθέτησης της περιόδου τήρησης των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, ούτως ώστε η περίοδος αυτή να αρχίζει πάντοτε την ημέρα διακανονισμού της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) που πραγματοποιείται μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στην οποία έχει προγραμματιστεί η μηνιαία αξιολόγηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, κατά κανόνα, οι μεταβολές των επιτοκίων των πάγιων διευκολύνσεων θα τίθενται σε ισχύ από την έναρξη της νέας περιόδου τήρησης.

Δεύτερον, μείωση της διάρκειας των ΠΚΑ από δύο εβδομάδες σε μία.

Τα ανωτέρω μέτρα θα τεθούν σε ισχύ στη διάρκεια του πρώτου τριμήνου του 2004.

Σε συνέχεια του δελτίου τύπου της 10ης Ιουλίου 2002, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει επίσης να διατηρήσει στα 15 δισεκ. ευρώ το ύψος της ρευστότητας που θα χορηγηθεί με κάθε πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης που θα διενεργηθεί το 2003. Για τον καθορισμό αυτού του ποσού λαμβάνονται υπόψη οι αναμενόμενες ανάγκες σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ το 2003, καθώς και η επιθυμία του Ευρωσυστήματος να εξακολουθήσει να παρέχει τον κύριο όγκο ρευστότητας μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

### **6 Φεβρουαρίου 2003**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 2,75%, 3,75% και 1,75% αντίστοιχα.

### **6 Μαρτίου 2003**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να μειώσει το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας σε 2,50%, αρχής γενομένης από την πράξη με ημερομηνία διακανονισμού 12 Μαρτίου 2003. Αποφασίζει επίσης να μειώσει τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας, στο 3,50% και 1,50% αντίστοιχα, από 7 Μαρτίου 2003.

## Γλωσσάριο

**Αγορά μετοχών (equity market):** η αγορά μέσω της οποίας γίνεται έκδοση και αγοραπωλησία μετοχών, δηλ. απαιτήσεων επί μεριδίου κυριότητας μιας επιχείρησης. Σημαντική διαφορά μεταξύ των μετοχών και των χρεογράφων είναι ότι στην περίπτωση των μετοχών δεν υπάρχει υποχρέωση αποπληρωμής εκ μέρους του εκδότη.

**Αγορά ομολόγων (bond market):** η αγορά μέσω της οποίας γίνεται έκδοση και διαπραγμάτευση μακροπρόθεσμων **χρεογράφων**, δηλ. χρεογράφων με αρχική διάρκεια άνω του ενός έτους.

**Αγορά χρήματος ή χρηματαγορά (money market):** η αγορά μέσω της οποίας γίνεται άντληση, επένδυση και διαπραγμάτευση βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων και για το σκοπό αυτό χρησιμοποιούνται χρηματοδοτικά μέσα που γενικά έχουν αρχική διάρκεια έως ένα έτος.

**Αμοιβαίο κεφάλαιο της αγοράς χρήματος (money market fund):** επιχείρηση συλλογικών επενδύσεων η οποία επενδύει κυρίως σε τίτλους της **αγοράς χρήματος** ή/και σε άλλες μεταβιβάσιμες ενοχικές απαιτήσεις με εναπομένουσα διάρκεια έως και ένα έτος ή/και η οποία επιδιώκει ποσοστό απόδοσης επί των επενδύσεων της παραπλήσιο προς τα επιτόκια των τίτλων της αγοράς χρήματος.

**Αντιστρεπτέα πράξη (reverse transaction):** συναλλαγή μέσω της οποίας η κεντρική τράπεζα αγοράζει ή πωλεί περιουσιακά στοιχεία με **συμφωνία επαναγοράς** ή διενεργεί πιστοδοτικές πράξεις έναντι **ασφάλειας**.

**Αντισυμβαλλόμενος (counterparty):** ο άλλος συμβαλλόμενος σε μια χρηματοοικονομική συναλλαγή (π.χ. σε μια συναλλαγή με την κεντρική τράπεζα).

**Αποθεματικά ταμείων συντάξεων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (pension fund reserves of non-financial corporations):** προβλέψεις ή παρόμοια κεφάλαια που σχηματίζουν οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με σκοπό την καταβολή συντάξεων προς τους υπαλλήλους τους (πρόκειται για τα λεγόμενα “μη αυτόνομα ταμεία συντάξεων”).

**Αποτίμηση με την εύλογη αξία (fair value accounting – FVA):** αρχή αποτίμησης σύμφωνα με την οποία χρησιμοποιείται η τρέχουσα τιμή της αγοράς – εφόσον υπάρχει, διαφορετικά μια εκτίμηση αυτής – ως η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών, προκειμένου να καθοριστεί η αξία των χρηματοδοτικών μέσων που θα εμφανιστεί στον ισολογισμό.

**Ασφάλεια (ή μέσα εξασφαλιστικά των απαιτήσεων) (collateral):** περιουσιακά στοιχεία τα οποία δίδονται ως ενέχυρο προς εξασφάλιση της αποπληρωμής δανείων (π.χ. αυτών που χορηγούν οι κεντρικές τράπεζες προς τα **πιστωτικά ιδρύματα**), καθώς και περιουσιακά στοιχεία τα οποία πωλούνται (π.χ. από τα πιστωτικά ιδρύματα προς τις κεντρικές τράπεζες) στο πλαίσιο **συμφωνιών επαναγοράς**.

**Βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών ή βάση των αποθεματικών (reserve base):** το άθροισμα των στοιχείων του ισολογισμού (και συγκεκριμένα στοιχείων του παθητικού) με βάση το οποίο υπολογίζεται η **υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών** ενός **πιστωτικού ιδρύματος**.

**Βασικά επιτόκια της ΕΚΤ (key ECB interest rates):** τα επιτόκια της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)** τα οποία αντανakλούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και καθορίζονται από το **Διοικητικό Συμβούλιο**. Επί του παρόντος, τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ είναι το **ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης**, το επιτόκιο της **διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης** και το επιτόκιο της **διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων**.

**Γενική κυβέρνηση (general government):** όπως ορίζεται στο **Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών 1995 (ΕΣΛ 95)**, αποτελείται από την κεντρική κυβέρνηση, τις κυβερνήσεις ομόσπονδων κρατιδίων, την τοπική αυτοδιοίκηση και τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης.

**Γενικό Συμβούλιο (General Council):** ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους διοικητές των 15 εθνικών κεντρικών τραπεζών της ΕΕ.

**Διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος (excessive deficit procedure):** η διάταξη του Άρθρου 104 της **Συνθήκης**, όπως εξειδικεύεται στο Πρωτόκολλο αριθ. 20 για τη διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος, απαιτεί από τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης να τηρούν δημοσιονομική πειθαρχία, θέτει κριτήρια με βάση τα οποία μια δημοσιονομική θέση χαρακτηρίζεται ως υπερβολικό έλλειμμα και καθορίζει τις ενέργειες που πρέπει να γίνουν αφού διαπιστωθεί ότι δεν έχουν εκπληρωθεί οι όροι για το δημοσιονομικό έλλειμμα ή το δημόσιο χρέος. Η διάταξη αυτή συμπληρώνεται από τον Κανονισμό του **Συμβουλίου της ΕΕ** σχετικά με την επίσπευση και την αποσαφήνιση της εφαρμογής της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, ο οποίος είναι συστατικό στοιχείο του **Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης**.

**Διατραπεζικό σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων (interbank funds transfer system – IFTS):** σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων όπου οι περισσότεροι άμεσοι συμμετέχοντες (ή όλοι) είναι **πιστωτικά ιδρύματα**.

**Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) (International Accounting Standards – IAS):** οδηγίες που εκδίδονται από τον **Οργανισμό Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΙΑΤΒ)**. Είναι υποχρεωτικά διεθνή πρότυπα που αφορούν την παροχή διαφανών και συγκρίσιμων πληροφοριών μέσω των οικονομικών καταστάσεων. Τον Απρίλιο του 2001 ο ΙΑΤΒ ανακοίνωσε ότι τα λογιστικά του πρότυπα μετονομάζονται σε **Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRS)**.

**Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Reporting Standards – IFRS):** βλ. **Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ)**.

**Διεθνής επενδυτική θέση (international investment position/external assets or liability position – i.i.p.):** η αξία και η σύνθεση των υφιστάμενων χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων μιας οικονομίας έναντι των λοιπών χωρών του κόσμου. Επί του παρόντος, η διεθνής επενδυτική θέση της **ζώνης του ευρώ** καταρτίζεται σε καθαρή βάση, με συγκέντρωση των εθνικών στοιχείων.

**Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (deposit facility):** **πάγια διευκόλυνση** του **Ευρωσυστήματος**, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι **αντισυμβαλλόμενοι** για να πραγματοποιούν **καταθέσεις μίας ημέρας** σε μια εθνική κεντρική τράπεζα εκτοκίζόμενες με προκαθορισμένο επιτόκιο (βλ. **βασικά επιτόκια της ΕΚΤ**).

**Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (marginal lending facility):** πάγια διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να λαμβάνουν πιστώσεις διάρκειας μίας ημέρας με προκαθορισμένο επιτόκιο έναντι αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων (βλ. **βασικά επιτόκια της ΕΚΤ**).

**Δικαίωμα προαιρεσίας (option):** χρηματοδοτικό μέσο το οποίο παρέχει στον κάτοχο το δικαίωμα, όχι όμως και την υποχρέωση, να αγοράσει ή να πωλήσει ένα συγκεκριμένο υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο (π.χ. ομόλογο ή μετοχή) σε προκαθορισμένη τιμή (την τιμή συμφωνίας ή τιμή άσκησης) σε ορισμένη ημερομηνία ή εντός ορισμένης προθεσμίας (ημερομηνία άσκησης ή λήξεως). Το δικαίωμα προαιρεσίας αγοράς (call option) παρέχει στον κάτοχο το δικαίωμα να αγοράσει το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο στη συμφωνηθείσα τιμή άσκησης, ενώ το δικαίωμα προαιρεσίας πώλησεως (put option) παρέχει στον κάτοχο το δικαίωμα να το πωλήσει στη συμφωνηθείσα τιμή άσκησης.

**Διοικητικό Συμβούλιο (Governing Council):** το ανώτατο όργανο λήψεως αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Απαρτίζεται από όλα τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

**Δοκιμαστικός εκ των υστέρων έλεγχος (back testing):** η ανάλυση της υποθετικής απόδοσης που θα είχε μια επενδυτική στρατηγική αν ένας επενδυτής την είχε εφαρμόσει μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο στο παρελθόν.

**Δυνητική ζημία (Value at Risk – VaR):** δείκτης κινδύνου, ο οποίος εκφράζει τη μέγιστη ζημία που μπορεί να προκύψει από ένα χαρτοφυλάκιο σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα με ένα δεδομένο βαθμό πιθανότητας.

**ECU (Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα –European Currency Unit):** Το ECU ήταν δέση νομισμάτων, αποτελούμενη από το άθροισμα σταθερών ποσών των 12 από τα 15 νομίσματα των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η αξία του ECU υπολογιζόταν ως ο σταθμικός μέσος όρος της αξίας των νομισμάτων που το συνέθεταν. Το ECU αντικαταστάθηκε από το ευρώ με αναλογία 1:1 από 1ης Ιανουαρίου 1999.

**Εκθέσεις για την Τήρηση των Προτύπων και Κωδίκων (Reports on the Observance of Standards and Codes – ROSCs):** στις εκθέσεις αυτές, το ΔΝΤ και η Διεθνής Τράπεζα αξιολογούν κατά πόσον μια χώρα-μέλος τηρεί τα διεθνώς παραδεκτά πρότυπα και κώδικες στους εξής 12 τομείς: διάδοση πληροφοριών, διαφάνεια των δημόσιων οικονομικών, διαφάνεια της νομισματικής και χρηματοπιστωτικής πολιτικής, τραπεζική εποπτεία, τίτλοι, ασφάλειες, συστήματα πληρωμών, εταιρική διακυβέρνηση, λογιστική, λογιστικός έλεγχος, αφερεγγυότητα και δικαιώματα πιστωτών, και μέτρα κατά της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και κατά της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας. Οι εν λόγω εκθέσεις καταρτίζονται και δημοσιεύονται κατόπιν αιτήματος της ενδιαφερόμενης χώρας-μέλους του ΔΝΤ.

**Έκτακτη δημοπρασία (quick tender):** η διαδικασία δημοπρασίας την οποία χρησιμοποιεί το Ευρωσύστημα στις πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας. Οι έκτακτες δημοπρασίες εκτελούνται εντός μιας ώρας και σ' αυτές συμμετέχει μια επιλεγμένη ομάδα αντισυμβαλλομένων.

**Εκτελεστική Επιτροπή (Executive Board):** ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και άλλα τέσσερα μέλη τα οποία διορίζονται, κατόπιν κοινής συμφωνίας, από τους Αρχηγούς Κρατών ή Κυβερνήσεων των χωρών που έχουν υιοθετήσει το **ευρώ**.

**Ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς (minimum bid rate):** το κατώτατο όριο του επιτοκίου με το οποίο οι **αντισυμβαλλόμενοι** μπορούν να υποβάλουν προσφορές στις δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου για **πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης**. Ως **βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ**, έχει αντικαταστήσει το σταθερό επιτόκιο των δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου.

**Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP):** ο δείκτης τιμών τον οποίο χρησιμοποιεί το **Διοικητικό Συμβούλιο** προκειμένου να αξιολογήσει τη **σταθερότητα των τιμών**. Ο ΕνΔΤΚ αναπτύχθηκε από την **Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων) (Eurostat)** σε στενή συνεργασία με τις εθνικές στατιστικές υπηρεσίες, το **Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα (ΕΝΙ)** και αργότερα με την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** κατ' εφαρμογή των διατάξεων της **Συνθήκης** που προβλέπουν την κατάρτιση δείκτη τιμών σε συγκρίσιμη βάση, λαμβανομένων υπόψη των διαφορών των εθνικών ορισμών.

**Ενοποιημένη λογιστική κατάσταση των ΝΧΙ (consolidated MFI balance sheet):** προκύπτει από το συμψηφισμό των απαιτήσεων και υποχρεώσεων μεταξύ των ΝΧΙ (π.χ. δανείων και καταθέσεων μεταξύ των ΝΧΙ) στη συγκεντρωτική λογιστική κατάσταση των ΝΧΙ. Παρέχει στατιστικές πληροφορίες για τις απαιτήσεις και υποχρεώσεις του τομέα των ΝΧΙ έναντι κατοίκων της **ζώνης του ευρώ** που δεν ανήκουν στον τομέα αυτόν (δηλ. έναντι της **γενικής κυβέρνησης** και των λοιπών κατοίκων της ζώνης του ευρώ), καθώς και έναντι μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ. Η ενοποιημένη λογιστική κατάσταση είναι η κυριότερη πηγή στατιστικών στοιχείων για τον υπολογισμό των **νομισματικών μεγεθών** και αποτελεί τη βάση για την τακτική ανάλυση των παραγόντων μεταβολής του **M3**.

**EONIA (euro overnight index average):** δείκτης του σταθμικού επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας σε **ευρώ**. Υπολογίζεται ως σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων που εφαρμόζονται σε συναλλαγές δανεισμού σε ευρώ διάρκειας μίας ημέρας χωρίς παροχή ασφάλειας, όπως τα επιτόκια αυτά ανακοινώνονται από μια ομάδα τραπεζών.

**Επιτόκια των ΝΧΙ (MFI interest rates):** τα επιτόκια τα οποία εφαρμόζονται από **πιστωτικά ιδρύματα** που εδρεύουν στη **ζώνη του ευρώ** και από άλλα ιδρύματα σε καταθέσεις και δάνεια (σε **ευρώ**) **νοικοκυριών** και **μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων** των χωρών της ζώνης του ευρώ. Τα στατιστικά στοιχεία για τα επιτόκια των ΝΧΙ απαιτούνται βάσει του Κανονισμού ΕΚΤ/2001/18 της 20ής Δεκεμβρίου 2001. Τα μη εναρμονισμένα στατιστικά στοιχεία που παράγονται στο πλαίσιο μιας βραχυπρόθεσμης προσέγγισης με βάση τα ήδη υπάρχοντα εθνικά στατιστικά στοιχεία για τα επιτόκια λιανικής καλούνται **τραπεζικά επιτόκια λιανικής**.

**Επιτόκιο πράξεων ανταλλαγής επί του EONIA (EONIA swap rate):** πράξη ανταλλαγής επί του **EONIA** είναι συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων να ανταλλάξουν ένα σύνολο πληρωμών επί των οποίων εφαρμόζεται κυμαινόμενο επιτόκιο συνδεδεμένο προς το δείκτη EONIA και ένα σύνολο πληρωμών με ένα σταθερό επιτόκιο σε ένα

καθορισμένο χρονικό διάστημα. Το σταθερό αυτό επιτόκιο καλείται επιτόκιο πράξεων ανταλλαγής επί του ΕΟΝΙΑ και αντανακλά το αναμενόμενο μέσο επίπεδο του δείκτη ΕΟΝΙΑ κατά τη διάρκεια της πράξης ανταλλαγής. Οι πράξεις ανταλλαγής επί του δείκτη ΕΟΝΙΑ προσφέρονται με διάρκειες 1-3 εβδομάδων και 1-12 μηνών και η διαπραγματεύσή τους γίνεται εξωχρηματιστηριακά και διμερώς στην **αγορά χρήματος**.

**Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής (Economic Policy Committee – EPC):** συμβουλευτικό κοινοτικό όργανο, το οποίο συμβάλλει στην προετοιμασία του έργου του **Συμβουλίου της ΕΕ** όσον αφορά το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών των κρατών-μελών και της Κοινότητας και παρέχει συμβουλές στην **Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)** και το Συμβούλιο της ΕΕ. Προς τούτο συνεργάζεται στενά με την **Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή (EFC)** και ασχολείται ειδικότερα με διαρθρωτικές πολιτικές που αποσκοπούν στη βελτίωση του αναπτυξιακού δυναμικού και της απασχόλησης στην Κοινότητα. Η Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής, η οποία προβλέπεται στο Άρθρο 272 της **Συνθήκης**, συστάθηκε με Απόφαση του Συμβουλίου το 1974. Τα κράτη-μέλη, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** διορίζουν από τέσσερα το πολύ μέλη της Επιτροπής, που επιλέγονται μεταξύ ανώτερων στελεχών με άριστη γνώση των θεμάτων οικονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής.

**Επιτροπή στατιστικών για θέματα νομισματικά, χρηματοπιστωτικά και ισοζυγίου πληρωμών (Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics – CMFB):** όργανο που συντονίζει στατιστολόγους αφενός από τις εθνικές στατιστικές υπηρεσίες και τη **Eurostat** και αφετέρου από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες και την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**. Η CMFB δημιουργήθηκε με την Απόφαση του Συμβουλίου 91/115/ΕΟΚ (Επίσ. Εφημ. L 59, 6.3.1991, σελ 19), που τροποποιήθηκε με την Απόφαση του Συμβουλίου 96/174/ΕΚ (Επίσ. Εφημ. L 51, 1.3.1996, σελ. 48).

**Επιτροπολογία (comitology):** με τον όρο αυτό γενικώς νοούνται οι διαδικασίες που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ της **Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)** και των επιτροπών που την επικουρούν κατά την άσκηση των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων της για την εφαρμογή του κοινοτικού δικαίου τις οποίες της αναθέτει το **Συμβούλιο της ΕΕ**. Οι διάφοροι όροι που διέπουν τις διαδικασίες των επιτροπών καθορίζονται στην Απόφαση του Συμβουλίου της 28ης Ιουνίου 1999 για τον καθορισμό των όρων άσκησης των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Επιτροπή (1999/468/ΕΚ). Ο όρος επίσης σημαίνει, ειδικότερα, τις διαδικασίες για την υιοθέτηση νομοθεσίας β' επιπέδου βάσει του πλαισίου Lamfalussy, όπως προτάθηκε από την Επιτροπή Σοφών για τη Ρύθμιση των Ευρωπαϊκών Αγορών Κινητών Αξιών, σύμφωνα με την οποία τα μέτρα που προτείνει η Επιτροπή για την εφαρμογή της νομοθεσίας α' επιπέδου πρέπει να υποβάλλονται σε αρμόδια κανονιστική επιτροπή.

**EUREPO:** το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας (prime bank) είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε **ευρώ** σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας, έναντι **ασφάλειας** αποκλειστικώς και μόνο με τη μορφή κρατικών ομολόγων και έντοκων γραμματίων του Δημοσίου εκδοθέντων από χώρες της **ζώνης του ευρώ**. Το EUREPO υπολογίζεται με παρόμοια μεθοδολογία όπως το **EURIBOR**. Είναι αντιπροσωπευτικό των επιτοκίων που επικρατούν στις αγορές για πράξεις έναντι παροχής ασφάλειας (αγορές **συμφωνιών επαναγοράς**), αντίθετα με το EURIBOR που αντανακλά τις συνθήκες στην αγορά για πράξεις χωρίς παροχή ασφάλειας. Επίσης διαφέρει η σύνθεση της ομάδας των τραπεζών.

**EURIBOR (euro interbank offered rate):** το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας (prime bank) είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε **ευρώ** σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας. Το EURIBOR υπολογίζεται καθημερινά για τις διατραπεζικές καταθέσεις με διάρκεια 1-3 εβδομάδων και 1-12 μηνών, ως ο μέσος όρος των ημερήσιων επιτοκίων προσφοράς μιας αντιπροσωπευτικής ομάδας τραπεζών υψηλής φερεγγυότητας, στρογγυλοποιημένος στα τρία δεκαδικά ψηφία.

**Eurostat:** Η στατιστική υπηρεσία των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Η Eurostat είναι τμήμα της **Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)** και είναι υπεύθυνη για την παραγωγή των κοινοτικών στατιστικών στοιχείων.

**EURO STOXX:** Η εταιρία STOXX Limited δημοσιεύει τους δείκτες Dow Jones STOXX, οι οποίοι μετρούν την εξέλιξη των τιμών των μετοχών στο σύνολο της Ευρώπης. Ένας από αυτούς είναι και ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX. Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει τις τιμές μιας μεγάλης ποικιλίας μετοχών που προέρχονται από τις χώρες της **ζώνης του ευρώ**. Επιπλέον, για το δείκτη Dow Jones EURO STOXX υπάρχουν και τριών ειδών υποδείκτες (κατά τομέα της οικονομίας και της αγοράς, καθώς και κλαδικοί δείκτες της βιομηχανίας).

**Ευρώ (euro):** η ονομασία του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος η οποία υιοθετήθηκε από το **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο** στη σύνοδο της Μαδρίτης (15-16 Δεκεμβρίου 1995).

**Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων) (European Commission – Commission of the European Communities):** το θεσμικό όργανο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας που μεριμνά για την εφαρμογή των διατάξεων της **Συνθήκης**, λαμβάνει πρωτοβουλίες για την κοινοτική πολιτική, προτείνει κοινοτικά νομοθετικά μέτρα και έχει δικαιοδοσίες σε συγκεκριμένους τομείς. Στον τομέα της οικονομικής πολιτικής, η Επιτροπή εισηγείται τους γενικούς προσανατολισμούς της οικονομικής πολιτικής που ασκούν τα κράτη-μέλη της Κοινότητας και υποβάλλει εκθέσεις στο **Συμβούλιο της ΕΕ** σχετικά με τις οικονομικές εξελίξεις και την οικονομική πολιτική των κρατών-μελών. Παρακολουθεί τα δημόσια οικονομικά στο πλαίσιο της πολυμερούς εποπτείας και υποβάλλει εκθέσεις προς το Συμβούλιο. Αποτελείται από 20 μέλη, δηλ. δύο εκπροσώπους από τη Γερμανία, την Ισπανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο και έναν εκπρόσωπο από καθένα από τα λοιπά κράτη-μέλη.

**Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών της Αγοράς Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators – CESR):** δημιουργήθηκε τον Ιούνιο του 2001, σύμφωνα με πρόταση που είχε διατυπωθεί στην Έκθεση της Επιτροπής Σοφών για τη Ρύθμιση των Αγορών Κινητών Αξιών, και απαρτίζεται από εκπροσώπους των εθνικών αρχών που έχουν κανονιστικές αρμοδιότητες στον τομέα των αγορών κινητών αξιών. Ως όργανο γ' επιπέδου στο πλαίσιο της νέας ευρωπαϊκής κανονιστικής διαδικασίας, παρέχει συμβουλές στην **Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)** σχετικά με θέματα πολιτικής στον τομέα των κινητών αξιών και παίζει σημαντικό ρόλο στην ενσωμάτωση του κοινοτικού δικαίου στο εθνικό δίκαιο των κρατών-μελών.

**Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) (European Central Bank – ECB):** Η ΕΚΤ είναι το κέντρο του **Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)** και του **Ευρωσυστήματος** και διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το κοινοτικό δίκαιο. Εξασφαλίζει ότι τα καθήκοντα που ανατίθενται στο Ευρωσύστημα και στο ΕΣΚΤ εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των δραστηριοτήτων

των εθνικών κεντρικών τραπεζών, σύμφωνα με το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Η ΕΚΤ διοικείται από το **Διοικητικό Συμβούλιο** και την **Εκτελεστική Επιτροπή** και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το **Γενικό Συμβούλιο**.

**Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (European Parliament):** Αποτελείται από 626 αντιπροσώπους των πολιτών των κρατών-μελών. Είναι τμήμα της νομοθετικής λειτουργίας, οι δικαιοδοσίες του όμως διαφοροποιούνται ανάλογα με τις διαδικασίες με τις οποίες θεσπίζεται το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στο πλαίσιο της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ)**, το Κοινοβούλιο έχει κυρίως συμβουλευτικές αρμοδιότητες. Η **Συνθήκη** όμως θεσπίζει ορισμένες διαδικασίες για τη δημοκρατική λογοδοσία της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)** προς το Κοινοβούλιο (παρουσίαση της Ετήσιας Έκθεσης, γενική συζήτηση σχετικά με τη νομισματική πολιτική, ακροάσεις ενώπιον των αρμόδιων κοινοβουλευτικών επιτροπών).

**Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα (ENI) (European Monetary Institute – EMI):** Προσωρινό ίδρυμα που δημιουργήθηκε κατά την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ)** την 1η Ιανουαρίου 1994. Τα καθήκοντα του ENI ήταν κυρίως: α) να ενισχύει τη συνεργασία μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και το συντονισμό των νομισματικών πολιτικών και β) να αναλάβει τις αναγκαίες προετοιμασίες για την ίδρυση του **Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)**, για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και για τη δημιουργία ενιαίου νομίσματος στο Τρίτο Στάδιο. Το ENI τέθηκε υπό εκκαθάριση μετά την ίδρυση της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)** την 1η Ιουνίου 1998.

**Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (European Council):** Παρέχει στην Ευρωπαϊκή Ένωση την απαραίτητη ώθηση για την ανάπτυξη της και καθορίζει τις γενικές πολιτικές κατευθύνσεις της. Απαρτίζεται από τους Αρχηγούς Κρατών ή Κυβερνήσεων των κρατών-μελών και τον Πρόεδρο της **Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)** (βλ. και **Συμβούλιο της ΕΕ**).

**Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Πληρωμών (European Payments Council – EPC):** διοικητικό όργανο που αποτελείται από 52 ιδρύματα, συμπεριλαμβανομένων εμπορικών, συνεταιριστικών και αποταμιευτικών τραπεζών, με καθήκοντα να δημιουργήσει τον ενιαίο χώρο πληρωμών σε ευρώ και να εκπροσωπεί τον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο σε θέματα που αφορούν τα συστήματα πληρωμών. Η έναρξή της συνέλευσή του πραγματοποιήθηκε στις 17 Ιουνίου 2002.

**Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) (European System of Central Banks – ESCB):** Αποτελείται από την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) των 15 κρατών-μελών, δηλ. περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του **Ευρωσυστήματος**, και τις ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το **Διοικητικό Συμβούλιο** και την **Εκτελεστική Επιτροπή** της ΕΚΤ και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το **Γενικό Συμβούλιο**.

**Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών 1995 (ΕΣΛ 95) (European System of Accounts – ESA 95):** σύστημα ομοιόμορφων στατιστικών ορισμών και ταξινομήσεων με σκοπό την εναρμονισμένη ποσοτική περιγραφή των οικονομιών των κρατών-μελών. Το ΕΣΛ 95 είναι η κοινοτική παραλλαγή του διεθνούς Συστήματος Εθνικών Λογαριασμών του 1993 (SNA 93). Το ΕΣΛ 95 είναι η νεότερη έκδοση του ευρωπαϊκού συστήματος και άρχισε να εφαρμόζεται από το 1999 σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 2223/96 του Συμβουλίου.

**Ευρωσύστημα (Eurosystem):** αποτελείται από την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) των κρατών-μελών που υιοθέτησαν το **ευρώ** στο Τρίτο Στάδιο της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης** (βλ. και **ζώνη του ευρώ**). Προς το παρόν στο Ευρωσύστημα συμμετέχουν 12 ΕθνΚΤ. Το Ευρωσύστημα διοικείται από το **Διοικητικό Συμβούλιο** και την **Εκτελεστική Επιτροπή** της ΕΚΤ.

**Εφάπαξ απαλλαγή (lump-sum allowance):** σταθερό ποσό το οποίο ένα **πιστωτικό ίδρυμα** αφαιρεί κατά τον υπολογισμό της **υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών** του στο πλαίσιο του συστήματος ελάχιστων αποθεματικών του **Ευρωσυστήματος**.

**Ζώνη του ευρώ (euro area):** η περιοχή η οποία αποτελείται από τα κράτη-μέλη που έχουν υιοθετήσει το **ευρώ** ως το ενιαίο νόμισμα σύμφωνα με τη **Συνθήκη** και στην οποία ασκείται ενιαία νομισματική πολιτική με ευθύνη του **Διοικητικού Συμβουλίου** της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**. Επί του παρόντος η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει το Βέλγιο, τη Γερμανία, την Ελλάδα (η οποία εντάχθηκε την 1η Ιανουαρίου 2001), την Ισπανία, τη Γαλλία, την Ιρλανδία, την Ιταλία, το Λουξεμβούργο, την Ολλανδία, την Αυστρία, την Πορτογαλία και τη Φινλανδία.

**Ηλεκτρονικό χρήμα (electronic money – e-money):** χρηματική αξία η οποία αποθηκεύεται ηλεκτρονικά σε τεχνικό μέσο και μπορεί να χρησιμοποιηθεί ευρέως ως προπληρωμένος τίτλος στον κομιστή για τη διενέργεια πληρωμών προς άλλες επιχειρήσεις εκτός από το φορέα που την εκδίδει, χωρίς κατ' ανάγκη να παρεμβάλλονται τραπεζικοί λογαριασμοί στη συναλλαγή (βλ. και **προπληρωμένη κάρτα πολλαπλής χρήσεως**).

**Καθαρές απαιτήσεις του τομέα των NXI έναντι του εξωτερικού: (net external assets of the MFI sector):** απαιτήσεις μείον υποχρεώσεις των **νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (NXI)** της **ζώνης του ευρώ** έναντι του εξωτερικού. Οι απαιτήσεις των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού περιλαμβάνουν κυρίως χρυσό, τραπεζογραμμάτια χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τίτλους εκδοθέντες από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ και δάνεια προς μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ (συμπεριλαμβάνονται καταθέσεις σε τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ). Οι υποχρεώσεις του τομέα των NXI έναντι του εξωτερικού περιλαμβάνουν κυρίως καταθέσεις μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ και δάνεια από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ. Οι μεταβολές των καθαρών απαιτήσεων του τομέα των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού αντανακλούν κυρίως συναλλαγές των NXI της ζώνης του ευρώ με μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ, στις οποίες μεσολαβεί ο τομέας των NXI.

**Κανονιστική Επιτροπή Λογιστικών Θεμάτων (Accounting Regulatory Committee – ARC):** ιδρύθηκε με σκοπό να επικουρεί την **Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)** όσον αφορά την έγκριση των **Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ)** με βάση τα οποία θα καταρτίζονται, από το 2005, οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που είναι εισηγμένες σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

**Καταθέσεις μίας ημέρας (overnight deposits):** καταθέσεις που λήγουν την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Αυτή η κατηγορία χρηματοδοτικών μέσων περιλαμβάνει κυρίως όσες καταθέσεις όψεως είναι πλήρως μεταβιβάσιμες ευθύς ως ζητηθεί (μέσω επιταγής κ.λπ.) χωρίς σημαντική καθυστέρηση, περιορισμό ή ποινή. Περιλαμβάνει επίσης μη μεταβιβάσιμες καταθέσεις που είναι μετατρέψιμες ευθύς ως ζητηθεί ή έως το τέλος της επόμενης εργάσιμης ημέρας.

**Καταθέσεις συμφωνημένης διάρκειας (deposits with agreed maturity):** Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει κυρίως προθεσμιακές καταθέσεις με καθορισμένη διάρκεια οι οποίες, ανάλογα με την εθνική πρακτική, είτε δεν είναι μετατρέψιμες πριν από τη λήξη τους είτε μπορούν να μετατραπούν υπό τον όρο καταβολής ποινής. Επίσης περιλαμβάνει ορισμένα μη εμπορεύσιμα χρεόγραφα, όπως μη εμπορεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (ιδιωτών). Οι καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο ετών περιλαμβάνονται στο **M2** (άρα και στο **M3**), ενώ αυτές με συμφωνημένη διάρκεια άνω των δύο ετών περιλαμβάνονται στις (μη νομισματικές) **πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (NXI)** της ζώνης του ευρώ.

**Καταθέσεις υπό προειδοποίηση (deposits redeemable at notice):** καταθέσεις ταμειυτηρίου των οποίων επιτρέπεται η ανάληψη εφόσον ο καταθέτης ειδοποιήσει πριν από ένα καθορισμένο χρονικό διάστημα. Σε μερικές περιπτώσεις υπάρχει δυνατότητα ανάληψης ενός ορισμένου ποσού εντός μιας συγκεκριμένης προθεσμίας ή και νωρίτερα υπό τον όρο καταβολής ποινής. Οι καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών περιλαμβάνονται στο **M2** (άρα και στο **M3**), ενώ αυτές με μακρότερο χρόνο προειδοποίησης υπάγονται στις (μη νομισματικές) **πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (NXI)**.

**Κατανομή ανά περιουσιακό στοιχείο (asset allocation):** η διαδικασία της κατανομής επενδυτικών κεφαλαίων μεταξύ διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων για την επίτευξη στόχων όπως η βελτιστοποίηση της σχέσης κινδύνου/απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου.

**Κεντρική ισοτιμία έναντι του ευρώ (euro central rate):** η επίσημη συναλλαγματική ισοτιμία των νομισμάτων του **ΜΣΙ II** έναντι του **ευρώ**, γύρω από την οποία καθορίζονται τα περιθώρια διακύμανσης του ΜΣΙ II.

**Κεντρική κυβέρνηση (central government):** η κυβέρνηση όπως ορίζεται στο **Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών 1995 (ΕΣΛ 95)**, χωρίς όμως να περιλαμβάνονται οι κυβερνήσεις ομόσπονδων κρατιδίων και οι οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης (βλ. **γενική κυβέρνηση**). Πρόκειται για επιμέρους τομέα του ΕΣΛ 95 που περιλαμβάνει όλες τις κρατικές διοικητικές υπηρεσίες και τις άλλες κεντρικές αρχές των οποίων η αρμοδιότητα κατά κανόνα εκτείνεται σε ολόκληρη την οικονομική επικράτεια, εκτός από τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης.

**Κίνδυνος διακανονισμού (settlement risk):** γενικός όρος που χρησιμοποιείται για να υποδηλώσει τον κίνδυνο μήπως, σε ένα σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων ή τίτλων, δεν πραγματοποιηθεί ο διακανονισμός όπως αναμένεται. Μπορεί να περιλαμβάνει τόσο τον πιστωτικό κίνδυνο όσο και τον κίνδυνο ρευστότητας.

**Κοινοτικό κεκτημένο (acquis communautaire):** όρος που χρησιμοποιείται συνήθως για να εκφράσει το σύνολο του κοινοτικού δικαίου, συμπεριλαμβανομένων των συνθηκών, των κανονισμών και των οδηγιών της ΕΕ. Οι χώρες που εντάσσονται στην ΕΕ πρέπει να εφαρμόσουν το υπάρχον κοινοτικό κεκτημένο το αργότερο κατά την ημερομηνία της προσχώρησής τους.

**Λόγος ελλείμματος (deficit ratio):** το αντικείμενο ενός από τα δημοσιονομικά κριτήρια με βάση τα οποία διαπιστώνεται η ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος, όπως προβλέπει το

Άρθρο 104 (2) της **Συνθήκης**. Ορίζεται ως ο λόγος του προβλεπόμενου ή υφιστάμενου δημόσιου ελλείμματος προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τρέχουσες τιμές αγοράς. Το δημόσιο έλλειμμα ορίζεται στο Πρωτόκολλο αριθ. 20 (σχετικά με τη **διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος**) ως ο καθαρός δανεισμός της **γενικής κυβέρνησης**.

**Λόγος χρέους (debt ratio):** το αντικείμενο ενός από τα δημοσιονομικά κριτήρια με βάση τα οποία διαπιστώνεται η ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος, όπως προβλέπει το Άρθρο 104 (2) της **Συνθήκης**. Ορίζεται ως ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τρέχουσες τιμές αγοράς. Το δημόσιο χρέος ορίζεται στο Πρωτόκολλο αριθ. 20 (σχετικά με τη **διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος**) ως το συνολικό ακαθάριστο χρέος στην ονομαστική του αξία που εκκρεμεί στο τέλος του έτους, ενοποιημένο εντός και μεταξύ των τομέων της **γενικής κυβέρνησης**.

**Λοιποί πληρωτέοι λογαριασμοί (other accounts payable):** χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις που δημιουργούνται από χρηματοοικονομικές ή μη χρηματοοικονομικές συναλλαγές, όταν υπάρχει χρονική υστέρηση μεταξύ της συναλλαγής και της αντίστοιχης πληρωμής.

**M1, M2, M3:** βλ. **νομισματικά μεγέθη**.

**Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος (money market fund shares and units):** μερίδια που εκδίδονται από **αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος**.

**Μη καλυμμένο ομόλογο (uncovered bond):** ομόλογο που καλύπτεται μόνο από την καλή πίστη του εκδότη και όχι από **ασφάλεια**.

**Μηχάνημα ανακύκλωσης μετρητών (cash-recycling machine):** αυτόνομο μηχάνημα που το χειρίζονται οι ίδιοι οι συναλλασσόμενοι και το οποίο έχει τη δυνατότητα να δέχεται, να επεξεργάζεται και να διαθέτει τραπεζογραμμάτια, δηλ. επιτρέπει την ανάληψη χρημάτων, όπως οι απλές αυτόματες ταμειολογιστικές μηχανές (ATM), αλλά και την κατάθεση τραπεζογραμμάτων.

**Μηχανισμός Αναδιάρθρωσης Κρατικών Χρεών (Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM):** πρωτοβουλία του ΔΝΤ με σκοπό τη θέσπιση ενός νομικού πλαισίου για την αναδιάρθρωση του εξωτερικού χρέους των χωρών. Ο μηχανισμός αυτός θα διευκολύνει την σύναψη έγκαιρων και συνολικών συμφωνιών μεταξύ των οφειλετών και των πιστωτών σε περίπτωση πολύ υψηλού χρέους.

**Μηχανισμός διασύνδεσης (interlinking mechanism):** μία από τις συνιστώσες του συστήματος **TARGET**. Με τον όρο αυτόν νοούνται οι υποδομές και οι διαδικασίες που συνδέουν τα εγχώρια **ΣΔΣΧ** με σκοπό την επεξεργασία διασυνοριακών πληρωμών στο πλαίσιο του TARGET.

**ΜΣΙ II (μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών II) (ERM II – exchange rate mechanism II):** η συμφωνία συναλλαγματικών ισοτιμιών η οποία αποτελεί το πλαίσιο για τη συνεργασία στον τομέα της συναλλαγματικής πολιτικής μεταξύ των χωρών της **ζώνης του ευρώ** και των κρατών-μελών της ΕΕ που δεν εντάχθηκαν στη ζώνη του ευρώ από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE)**. Η συμμετοχή στον ΜΣΙ II είναι προαιρετική. Ωστόσο, τα κράτη-μέλη με παρέκκλιση αναμένεται να ενταχθούν στο μηχανισμό. Στον ΜΣΙ II συμμετέχει σήμερα η κορώνα Δανίας με ζώνη (περιθώρια) διακύμανσης  $\pm 2,25\%$  σε σχέση με την κεντρική της

ισοτιμία έναντι του **ευρώ**. Οι παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος και η χρηματοδότηση στα περιθώρια της κανονικής ή της στενότερης ζώνης διακύμανσης είναι κατ' αρχήν αυτόματες και απεριόριστες, ενώ προβλέπεται και η διευκόλυνση πολύ βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των μελών του ΜΣΙ II έχουν όμως τη δυνατότητα να αναστείλουν την αυτόματη παρέμβαση, εάν αυτή αντιβαίνει στον πρωταρχικό τους σκοπό, που είναι η διατήρηση της **σταθερότητας των τιμών**.

**Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (non-financial corporations):** ένας από τους θεσμικούς τομείς στο **Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών 1995 (ΕΣΛ 95)**. Ο τομέας αυτός αποτελείται από παραγωγικές μονάδες των οποίων οι διανεμητικές και χρηματοοικονομικές συναλλαγές διακρίνονται από τις αντίστοιχες συναλλαγές των ιδιοκτητών τους. Οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις περιλαμβάνουν όλες τις παραγωγικές μονάδες που αναγνωρίζονται ως αυτοτελή νομικά πρόσωπα και έχουν ως κύρια δραστηριότητα την παραγωγή εμπορεύσιμων αγαθών και μη χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

**Nikkei 225 (Nikkei 225 index):** δείκτης των 225 κορυφαίων, από την άποψη της πιστοληπτικής ικανότητας, ιαπωνικών εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο του Τόκιο. Είναι δείκτης σταθμισμένος ως προς τη χρηματιστηριακή αξία (δηλ. η τιμή κάθε μετοχής πολλαπλασιάζεται επί τον αριθμό των υφιστάμενων μετοχών), έτσι ώστε η στάθμιση κάθε μετοχής στο δείκτη είναι ανάλογη με τη χρηματιστηριακή της αξία.

**Νοικοκυριά (households):** ένας από τους θεσμικούς τομείς σύμφωνα με το **Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών 1995 (ΕΣΛ 95)**. Ο τομέας των νοικοκυριών καλύπτει άτομα ή ομάδες ατόμων ως καταναλωτές, ενδεχομένως όμως και ως επιχειρηματίες (π.χ. ατομικές επιχειρήσεις και προσωπικές εταιρίες). Τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά αποτελούν χωριστό θεσμικό τομέα σύμφωνα με το ΕΣΛ 95, μολονότι συχνά εμφανίζονται στα στατιστικά στοιχεία ως ενιαία ομάδα μαζί με τα νοικοκυριά.

**Νόμισμα σε κυκλοφορία (currency in circulation):** αποτελείται από τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα σε κυκλοφορία που χρησιμοποιούνται ευρέως για τη διενέργεια πληρωμών. Σε όλη τη διάρκεια του 2002 το νόμισμα σε κυκλοφορία περιλάμβανε τραπεζογραμμάτια τα οποία εκδίδονται από το **Ευρωσύστημα** και από άλλα **νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI)** (στην Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο), καθώς και κέρματα που εκδίδονται από **κεντρικές κυβερνήσεις** της **ζώνης του ευρώ** σε **ευρώ** και στα εθνικά νομίσματα που αντικαταστάθηκαν από το ευρώ, μολονότι από 1ης Μαρτίου 2002 νόμιμο χρήμα σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ είναι πλέον μόνο το ευρώ. Τα τραπεζογραμμάτια των εθνικών νομισμάτων που αντικαταστάθηκαν από το ευρώ έπαυσαν να περιλαμβάνονται στα τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία από 1ης Ιανουαρίου 2003, τόσο για τους σκοπούς της υποβολής χρηματοπιστωτικών στοιχείων στο πλαίσιο του **Ευρωσυστήματος** όσο και για στατιστικούς σκοπούς. Το ίδιο ισχύει και για τα κέρματα των εθνικών νομισμάτων που αντικαταστάθηκαν από το ευρώ. Το νόμισμα σε κυκλοφορία περιλαμβάνεται στο **M3** ως καθαρό μέγεθος, δηλ. αφορά μόνο τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα σε κυκλοφορία που διακρατούνται εκτός του τομέα των NXI (δηλ. έχει αφαιρεθεί το νόμισμα που διακρατείται από τα NXI ως "ταμείο"). Εξάλλου, το νόμισμα σε κυκλοφορία δεν περιλαμβάνει το απόθεμα που κατέχουν οι κεντρικές τράπεζες από τραπεζογραμμάτια εκδόσεως τους (εφόσον αυτά δεν έχουν τεθεί σε κυκλοφορία) ούτε τα αναμνηστικά νομίσματα (τα οποία δεν χρησιμοποιούνται ευρέως για τη διενέργεια πληρωμών).

**Νομισματικά μεγέθη (monetary aggregates):** το νόμισμα σε κυκλοφορία συν τα ανεξόφλητα υπόλοιπα ορισμένων στοιχείων του παθητικού των **νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (NXI)** και της **κεντρικής κυβέρνησης** που έχουν σχετικά υψηλό βαθμό ρευστότητας και διακρατούνται από κατοίκους της **ζώνης του ευρώ** εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα και εκτός του τομέα της κεντρικής κυβέρνησης. Το στενό νομισματικό μέγεθος **M1** ορίζεται ως το άθροισμα του **νομίσματος σε κυκλοφορία** και των **καταθέσεων μίας ημέρας**. Το “μεσαίο” νομισματικό μέγεθος **M2** αποτελείται από το M1, τις **καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια** έως δύο ετών και τις **καταθέσεις υπό προειδοποίηση** έως τριών μηνών. Το ευρύ νομισματικό μέγεθος **M3** περιλαμβάνει το M2 και επιπλέον: **συμφωνίες επαναγοράς, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος**, καθώς και τίτλους της **αγοράς χρήματος** και **χρεόγραφα** διάρκειας έως δύο ετών. Τον Οκτώβριο του 1998 το **Διοικητικό Συμβούλιο** ανακοίνωσε τιμή αναφοράς για την αύξηση του M3, την οποία έκτοτε επιβεβαιώνει (βλ. και **τιμή αναφοράς για τη νομισματική επέκταση**).

**Νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI) (monetary financial institutions – MFIs):** τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία αποτελούν τον τομέα που εκδίδει χρήμα στη **ζώνη του ευρώ**. Ο τομέας αυτός περιλαμβάνει το **Ευρωσύστημα**, τα **πιστωτικά ιδρύματα** (όπως ορίζονται στο κοινοτικό δίκαιο) και όλα τα λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ και που η δραστηριότητά τους συνίσταται στο να δέχονται καταθέσεις ή/και στενά υποκατάστατα καταθέσεων από άλλους φορείς πλην NXI και να χορηγούν πιστώσεις ή/και να επενδύουν σε τίτλους για δικό τους λογαριασμό (τουλάχιστον από οικονομικής απόψεως). Η τελευταία ομάδα (των ιδρυμάτων που επενδύουν σε τίτλους) αποτελείται κυρίως από **αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος**. Στο τέλος του 2002 υπήρχαν 8.545 NXI στη ζώνη του ευρώ (13 εθνικές κεντρικές τράπεζες, 6.907 πιστωτικά ιδρύματα, 1.620 αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος και 5 λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα).

**Νομισματικό εισόδημα (monetary income):** το εισόδημα που αποκομίζουν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες κατά την άσκηση των καθηκόντων τους στον τομέα της νομισματικής πολιτικής του **Ευρωσυστήματος** και το οποίο απορρέει από περιουσιακά στοιχεία που διαχωρίζονται σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές του **Διοικητικού Συμβουλίου** και τηρούνται έναντι τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία και υποχρεώσεων από καταθέσεις **πιστωτικών ιδρυμάτων**.

**Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή (Economic and Financial Committee – EFC):** συμβουλευτικό κοινοτικό όργανο που ιδρύθηκε κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE)**, όταν καταργήθηκε η Νομισματική Επιτροπή. Τα κράτη-μέλη, η **Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)** και η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** διορίζουν από δύο το πολύ μέλη της Επιτροπής. Το ένα από τα δύο μέλη που διορίζει κάθε κράτος-μέλος επιλέγεται μεταξύ ανώτερων στελεχών της δημόσιας διοίκησης και το άλλο μεταξύ ανώτερων στελεχών της εθνικής κεντρικής τράπεζας της οικείας χώρας. Το Άρθρο 114 (2) της **Συνθήκης** απαριθμεί τα καθήκοντα της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής, μεταξύ των οποίων είναι και η επισκόπηση της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κατάστασης των κρατών-μελών και της Κοινότητας.

**Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ONE) (Economic and Monetary Union – EMU):** Η **Συνθήκη** περιγράφει τη διαδικασία για τη δημιουργία της ONE στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) σε τρία στάδια. Το Πρώτο Στάδιο της ONE άρχισε τον Ιούλιο του 1990 και έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 1993. Χαρακτηρίστηκε κυρίως από την κατάργηση όλων των

εσωτερικών φραγμών στην ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων εντός της ΕΕ. Το Δεύτερο Στάδιο άρχισε την 1η Ιανουαρίου 1994. Προέβλεπε, μεταξύ άλλων, την ίδρυση του **Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος (ΕΝΙ)**, την απαγόρευση της χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα από τις κεντρικές τράπεζες, την απαγόρευση της προνομιακής πρόσβασης του δημόσιου τομέα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και την αποφυγή υπερβολικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Το Τρίτο Στάδιο άρχισε την 1η Ιανουαρίου 1999 με την εκχώρηση της αρμοδιότητας για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στην **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** και με την εισαγωγή του **ευρώ**. Με την εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2002 ολοκληρώθηκε η εγκαθίδρυση της ΟΝΕ.

**Ομάδα Ευρώ (Eurogroup):** άτυπο όργανο αποτελούμενο από τα μέλη του **Συμβουλίου ECOFIN** που εκπροσωπούν τις χώρες της **ζώνης του ευρώ**. Πραγματοποιεί τακτικές συναντήσεις (συνήθως πριν από κάθε σύνοδο του Συμβουλίου ECOFIN) για να εξετάσει θέματα που συνδέονται με τις κοινές αρμοδιότητες των χωρών της ζώνης του ευρώ για το ενιαίο νόμισμα. Στις εν λόγω συναντήσεις προσκαλείται και η **Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)**, κατά περίπτωση δε και η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**.

**ΟΝΕ:** βλ. **Οικονομική και Νομισματική Ένωση**.

**Οργανισμός Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Board – IASB):** ανεξάρτητος και ιδιωτικά χρηματοδοτούμενος φορέας καθορισμού προτύπων που εδρεύει στο Λονδίνο.

**Οριστική πράξη (outright transaction):** συναλλαγή μέσω της οποίας αγοράζονται ή πωλούνται περιουσιακά στοιχεία μέχρι τη λήξη τους (με άμεση ή προθεσμιακή παράδοση).

**ΟΣΕΚΑ (οργανισμός συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες) (UCITS):** επιχείρηση με αποκλειστικό αντικείμενο δραστηριότητας τις συλλογικές επενδύσεις σε κινητές αξίες κεφαλαίων που αντλούνται από το κοινό και τα μερίδια της οποίας, μετά από αίτηση των κομιστών, εξαγοράζονται ή εξοφλούνται με στοιχεία του ενεργητικού της επιχείρησης.

**Πάγια διευκόλυνση (standing facility):** διευκόλυνση που παρέχει η κεντρική τράπεζα στους **αντισυμβαλλομένους** και την οποία χρησιμοποιούν με δική τους πρωτοβουλία. Το **Ευρωσύστημα** προσφέρει δύο πάγιες διευκολύνσεις διάρκειας μίας ημέρας: τη **διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης** και τη **διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων**.

**Παρατηρητήριο Συστημάτων Ηλεκτρονικών Πληρωμών (Electronic Payment Systems Observatory – ePSO):** υποδομή ανοικτής ανταλλαγής πληροφοριών σχετικά με τις ηλεκτρονικές πληρωμές. Σκοπός του είναι να διευκολύνει την ανταλλαγή απόψεων μεταξύ των συμμετεχόντων στις αγορές και να χρησιμεύει ως πηγή πληροφοριών. Αρχικά το ePSO ήταν πρωτοβουλία της **Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)**, αλλά από τις αρχές του 2003 τη λειτουργία του ανέλαβε η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**. Ο δικτυακός τόπος του ePSO βρίσκεται στη διεύθυνση [www.e-pso.info](http://www.e-pso.info).

**Περιθώριο διαφορών αποτίμησης (variation margin/marking to market):** το **Ευρωσύστημα** απαιτεί να τηρείται πάντοτε ένα καθορισμένο περιθώριο αξίας στα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται ως **ασφάλεια** στις **αντιστρεπτέες πράξεις**

παροχής ρευστότητας. Αυτό συνεπάγεται ότι, εάν η αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων, όπως υπολογίζεται σε τακτά χρονικά διαστήματα, μειωθεί κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο, οι **αντισυμβαλλόμενοι** υποχρεούνται να προσφέρουν πρόσθετα περιουσιακά στοιχεία (ή μετρητά). Αντίστοιχα, εάν η αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων, μετά τη νέα αποτίμησή τους, υπερβαίνει το ποσό που οφείλει ο αντισυμβαλλόμενος πλέον το περιθώριο διαφορών αποτίμησης, η κεντρική τράπεζα δύναται να επιστρέψει τα πλεονάζοντα περιουσιακά στοιχεία (ή μετρητά) στον αντισυμβαλλόμενο.

**Περικοπή αποτίμησης (valuation haircut):** μέτρο ελέγχου κινδύνων το οποίο εφαρμόζεται στα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται ως **ασφάλεια** στις **αντιστρεπτές πράξεις**. Σύμφωνα με αυτό, η κεντρική τράπεζα υπολογίζει την αξία των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων με βάση την αντίστοιχη τρέχουσα τιμή της αγοράς, μείον ένα ορισμένο ποσοστό (περικοπή). Το **Ευρωσύστημα** εφαρμόζει περικοπές αποτίμησης που αντανakλούν τα χαρακτηριστικά των συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων, π.χ. την εναπομένουσα διάρκειά τους.

**Περίοδος τήρησης (maintenance period):** το χρονικό διάστημα κατά το οποίο υπολογίζεται η συμμόρφωση των **πιστωτικών ιδρυμάτων** με την **υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών**. Η περίοδος τήρησης για τα ελάχιστα αποθεματικά του **Ευρωσυστήματος** διαρκεί ένα μήνα, από τις 24 κάθε μηνός μέχρι και τις 23 του επομένου.

**Περιουσιακό στοιχείο δεύτερης βαθμίδας (tier two asset):** περιουσιακό στοιχείο, εμπορεύσιμο ή μη, που πληροί ειδικά κριτήρια καταλληλότητας τα οποία καθορίζονται από μία εθνική κεντρική τράπεζα και εγκρίνονται από την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**.

**Περιουσιακό στοιχείο πρώτης βαθμίδας (tier one asset):** εμπορεύσιμο περιουσιακό στοιχείο που πληροί ορισμένα κριτήρια καταλληλότητας, τα οποία είναι ομοιόμορφα για όλη τη **ζώνη του ευρώ** και καθορίζονται από την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**.

**Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις του τομέα των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ (longer-term financial liabilities of the euro area MFI sector):** μη νομισματικές υποχρεώσεις του τομέα των **νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (ΝΧΙ)** της **ζώνης του ευρώ**. Περιλαμβάνουν **καταθέσεις συμφωνημένης διάρκειας** άνω των δύο ετών, **καταθέσεις υπό προειδοποίηση** άνω των τριών μηνών, **χρεόγραφα** εκδοθέντα με αρχική διάρκεια άνω των δύο ετών, καθώς και κεφάλαια και αποθεματικά.

**Πιστώσεις προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ (credit to euro area residents):** μέγεθος που απεικονίζει, υπό ευρεία έννοια, τη χρηματοδότηση που παρέχει ο τομέας των **νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (ΝΧΙ)** προς τους κατοίκους της **ζώνης του ευρώ** εκτός των ΝΧΙ (σ' αυτούς περιλαμβάνονται η **γενική κυβέρνηση** και οι λοιποί κάτοικοι της ζώνης του ευρώ). Σύμφωνα με τον ορισμό, αποτελείται από δάνεια που χορηγούν τα ΝΧΙ και από τίτλους που κατέχουν τα ΝΧΙ. Οι τίτλοι περιλαμβάνουν μετοχές, λοιπές συμμετοχές και **χρεόγραφα** που έχουν εκδοθεί από κατοίκους της ζώνης του ευρώ εκτός του τομέα των ΝΧΙ.

**Πιστωτικό ίδρυμα (credit institution):** ίδρυμα που εμπίπτει στον ορισμό ο οποίος περιέχεται στο Άρθρο 1 (1) της Οδηγίας 2000/12/ΕΚ του **Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου**

και του Συμβουλίου της 20ής Μαρτίου 2000 σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως τροποποιήθηκε με την Οδηγία 2000/28/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 18ης Σεπτεμβρίου 2000. Σύμφωνα με τον ορισμό αυτό, πιστωτικό ίδρυμα είναι (i) επιχείρηση η δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στο να δέχεται καταθέσεις από το κοινό ή άλλα επιστρεπτέα κεφάλαια και να χορηγεί πιστώσεις για λογαριασμό της ή (ii) επιχείρηση ή άλλο νομικό πρόσωπο, εκτός αυτών που υπάγονται στο (i) ανωτέρω, που εκδίδει μέσα πληρωμής με τη μορφή **ηλεκτρονικού χρήματος**. Ως “ηλεκτρονικό χρήμα” νοείται χρηματική αξία, που αντιστοιχεί σε απαίτηση κατά του εκδότη και: (α) αποθηκεύεται σε ηλεκτρονικό μέσο, (β) εκδίδεται έναντι εισπράξεως κεφαλαίων τουλάχιστον ισόποσων με την εκδοθείσα χρηματική αξία και (γ) γίνεται δεκτή ως μέσο πληρωμής από άλλες επιχειρήσεις εκτός από τον φορέα που την εκδίδει.

**Πληρωμές μεγάλων ποσών (large-value payments):** πληρωμές, κυρίως μεταξύ τραπεζών ή μεταξύ συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι οποίες αφορούν κατά κανόνα μεγάλα ποσά και συνήθως απαιτούν επείγοντα και έγκαιρο διακανονισμό.

**Πράξη ανοικτής αγοράς (open market operation):** πράξη που διενεργείται με πρωτοβουλία της κεντρικής τράπεζας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και συνίσταται σε μία από τις εξής συναλλαγές: (α) οριστική αγορά ή πώληση περιουσιακών στοιχείων (με άμεση ή προθεσμιακή συναλλαγή), (β) αγορά ή πώληση περιουσιακών στοιχείων με **συμφωνία επαναγοράς**, (γ) παροχή ή λήψη δανείου έναντι ορισμένων περιουσιακών στοιχείων τα οποία προσφέρονται ως **ασφάλεια**, (δ) έκδοση πιστοποιητικών χρέους κεντρικής τράπεζας, (ε) αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας και (στ) **πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων** μεταξύ του εγχώριου νομίσματος και άλλου νομίσματος.

**Πράξη ανταλλαγής νομισμάτων (foreign exchange swap):** πράξη που περιλαμβάνει δύο ταυτόχρονες συναλλαγές, μία άμεση (spot) και μία προθεσμιακή (forward), όπου ανταλλάσσεται ένα νόμισμα με άλλο. Το **Ευρωσύστημα** δύναται να διενεργεί **πράξεις ανοικτής αγοράς** με τη μορφή ανταλλαγής νομισμάτων, μέσω των οποίων οι εθνικές κεντρικές τράπεζες (ή η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**) αγοράζουν ή πωλούν **ευρώ** με άμεση συναλλαγή έναντι ξένου νομίσματος και ταυτόχρονα τα επαναπωλούν ή τα επαναγοράζουν με προθεσμιακή συναλλαγή.

**Πράξη εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (fine-tuning operation):** **πράξη ανοικτής αγοράς** την οποία διενεργεί εκτάκτως το **Ευρωσύστημα**, με σκοπό κυρίως να αντιμετωπίσει αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά.

**Πράξη επαναγοράς (repurchase operation – repo):** **αντιστρεπτά πράξη** παροχής ρευστότητας με βάση **συμφωνία επαναγοράς**.

**Πράξη κύριας αναχρηματοδότησης (main refinancing operation):** τακτική **πράξη ανοικτής αγοράς** που διενεργείται από το **Ευρωσύστημα** με τη μορφή **αντιστρεπτάς πράξης**. Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διενεργούνται μέσω εβδομαδιαίων **τακτικών δημοπρασιών** και έχουν συνήθως διάρκεια δύο εβδομάδων.

**Πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (longer-term refinancing operation):** τακτική **πράξη ανοικτής αγοράς** που διενεργείται από το **Ευρωσύστημα** με τη μορφή **αντιστρεπτάς πράξης**. Οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διενεργούνται μέσω μηνιαίων **τακτικών δημοπρασιών** και έχουν διάρκεια τριών μηνών.

**Προβολές (projections):** τα αποτελέσματα αναλύσεων που διεξάγονται από το **Ευρωσύστημα** με σκοπό την πρόβλεψη των πιθανών μελλοντικών μακροοικονομικών εξελίξεων στη **ζώνη του ευρώ**. Οι προβολές της ζώνης του ευρώ προκύπτουν κατά τρόπο συνεπή προς τις προβολές των επιμέρους χωρών. Οι προβολές, οι οποίες δημοσιεύονται δύο φορές το χρόνο, αποτελούν μέρος του δεύτερου πυλώνα της **στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής** της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)** και είναι ένα από τα πολλά στοιχεία που λαμβάνει υπόψη του το **Διοικητικό Συμβούλιο** κατά την αξιολόγηση των κινδύνων για τη **σταθερότητα των τιμών**.

**Προγράμματα σταθερότητας (stability programmes):** μεσοπρόθεσμα κυβερνητικά προγράμματα και παραδοχές που καταθέτουν οι χώρες της **ζώνης του ευρώ** και τα οποία αφορούν την εξέλιξη βασικών οικονομικών μεταβλητών στην πορεία προς την επίτευξη του μεσοπρόθεσμου στόχου για δημοσιονομική κατάσταση σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική, όπως προβλέπεται στο **Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης**. Ιδιαίτερη έμφαση δίδεται στα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης καθώς και στα συναφή οικονομικά σενάρια. Τα προγράμματα σταθερότητας πρέπει να επικαιροποιούνται κάθε χρόνο και εξετάζονται από την **Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)** και την **Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή (ΕFC)**. Με βάση τις εκθέσεις που καταρτίζουν οι επιτροπές αυτές, το **Συμβούλιο ECOFIN** προβαίνει σε αξιολόγηση, δίδοντας ιδιαίτερη έμφαση στο κατά πόσον ο μεσοπρόθεσμος δημοσιονομικός στόχος που τίθεται στο πρόγραμμα είναι σύμφωνος με την επίτευξη δημοσιονομικής θέσης σχεδόν ισοσκελισμένης ή πλεονασματικής και παρέχει επαρκές περιθώριο ασφαλείας ώστε να αποφεύγεται η εμφάνιση υπερβολικού ελλείμματος. Οι χώρες που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ υποχρεούνται να υποβάλλουν ετήσια **προγράμματα σύγκλισης**, όπως προβλέπει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

**Προγράμματα σύγκλισης:** βλ. **προγράμματα σταθερότητας**.

**Προπληρωμένη κάρτα πολλαπλής χρήσεως (multi-purpose prepaid card):** κάρτα στην οποία έχει αποθηκευθεί χρηματική αξία και η οποία μπορεί να χρησιμοποιηθεί για πολλούς και διάφορους σκοπούς που συνδέονται με πληρωμές. Η χρήση της είναι δυνατή στο εσωτερικό ή στο εξωτερικό, ενδέχεται όμως μερικές φορές να περιορίζεται σε συγκεκριμένη περιοχή. Το περιεχόμενό της μπορεί να ανανεώνεται (επαναφορτίζεται). Σ' αυτή την περίπτωση ονομάζεται και "ηλεκτρονικό πορτοφόλι" (βλ. και **ηλεκτρονικό χρήμα**).

**Προσομοιώσεις καταστάσεων κρίσης (stress testing):** ανάλυση της υποθετικής απόδοσης την οποία θα είχε μια επενδυτική στρατηγική υπό ορισμένες παραδοχές για δυσμενείς μεταβολές των συναφών παραγόντων κινδύνου (π.χ. υψηλότερη μεταβλητότητα και συσχέτιση μεταξύ των επενδυτικών εργαλείων).

**Πρωτογενές αποτέλεσμα του προϋπολογισμού (primary balance):** καθαρός δανεισμός του Δημοσίου χωρίς τις δαπάνες για τόκους επί των ενοποιημένων υποχρεώσεων του Δημοσίου.

**ΣΔΣΧ (σύστημα διακανονισμού σε συνεχή χρόνο) (RTGS – real time gross settlement system):** σύστημα διακανονισμού το οποίο επεξεργάζεται και διακανονίζει εντολές πληρωμής μία προς μία (χωρίς συμψηφισμό) σε πραγματικό χρόνο (συνεχώς). Βλ. και **TARGET**.

**Σινικό τείχος (chinese wall):** σύνολο κανόνων και διαδικασιών που έχουν θεσπιστεί για να αποτρέπουν τη διαρροή εμπιστευτικών πληροφοριών, προερχόμενων π.χ. από τις υπηρεσιακές μονάδες που είναι αρμόδιες για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, προς τις υπηρεσιακές μονάδες που είναι αρμόδιες για τη διαχείριση χαρτοφυλακίων. Σκοπός του είναι να αποτρέπει την καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών ή περιπτώσεις που, είτε δικαιολογημένα είτε όχι, θα μπορούσαν να δημιουργήσουν υποψίες τέτοιας εκμετάλλευσης.

**Σταθερότητα των τιμών (price stability):** η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών είναι ο πρωταρχικός σκοπός της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**. Τον Οκτώβριο του 1998 το **Διοικητικό Συμβούλιο** δημοσίευσε ποσοτικό ορισμό της σταθερότητας των τιμών, προκειμένου να καθοδηγεί σαφώς τις προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών και να λογοδοτεί. Το Διοικητικό Συμβούλιο όρισε τη σταθερότητα των τιμών ως ετήσια αύξηση του **Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ)** για τη **ζώνη του ευρώ** με ρυθμό χαμηλότερο του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι η σταθερότητα των τιμών σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα. Ο ορισμός οριοθετεί προς τα άνω το μετρούμενο πληθωρισμό, ενώ ταυτόχρονα η λέξη “αύξηση” δίδει το μήνυμα ότι ο αποπληθωρισμός, δηλ. η παρατεταμένη πτώση του επιπέδου του ΕνΔΤΚ, δεν κρίνεται συνεπής με τη σταθερότητα των τιμών.

**Σταθμισμένες (ονομαστικές/πραγματικές) συναλλαγματικές ισοτιμίες (effective (nominal/real) exchange rates – EERs):** Οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποτελούν ένα γεωμετρικό σταθμικό μέσο όρο των διαφόρων διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποπληθωρισμένες με ένα σταθμικό μέσο όρο των τιμών ή του κόστους της ξένης χώρας σε σχέση με τις τιμές ή το κόστος στην εγχώρια αγορά. Για το λόγο αυτό, χρησιμεύουν για να μετρηθεί η ανταγωνιστικότητα μιας χώρας ως προς τις τιμές και το κόστος. Η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** υπολογίζει δείκτες ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του **ευρώ** έναντι μιας ευρείας και μιας στενής ομάδας εμπορικών εταίρων της **ζώνης του ευρώ**. Από τον Ιανουάριο του 2001, η στενή ομάδα εμπορικών εταίρων αποτελείται από 12 βιομηχανικές και πρόσφατα εκβιομηχανισμένες χώρες, ενώ η ευρεία ομάδα αποτελείται από 38 εμπορικούς εταίρους, στους οποίους περιλαμβάνονται και αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς και οικονομίες σε μετάβαση. Οι δείκτες της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ υπολογίζονται με βάση εναλλακτικούς δείκτες τιμών και κόστους.

**Standard & Poor's 500 (Standard & Poor's 500 index):** η Standard & Poor's δημοσιεύει διάφορους δείκτες, οι οποίοι μετρούν τις εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές συνολικά στις ΗΠΑ. Ένας από αυτούς είναι ο δείκτης Standard & Poor's 500, ο οποίος αποτελείται από 500 μετοχές επιλεγμένες με βάση το μερίδιο αγοράς, το βαθμό ρευστότητας και την εκπροσώπηση των επιμέρους κλάδων της οικονομίας. Είναι ένας δείκτης σταθμισμένος ως προς τη χρηματιστηριακή αξία (δηλ. η τιμή κάθε μετοχής πολλαπλασιάζεται επί τον αριθμό των υφιστάμενων μετοχών), έτσι ώστε η στάθμιση κάθε μετοχής στο δείκτη είναι ανάλογη της χρηματιστηριακής της αξίας.

**Στρατηγική νομισματικής πολιτικής (monetary policy strategy):** η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)** βασίζεται στον ποσοτικό ορισμό της **σταθερότητας των τιμών** και σε δύο αναλυτικά πλαίσια (“πυλώνες”) που συμβάλλουν στην αξιολόγηση των κινδύνων για τη μελλοντική

σταθερότητα των τιμών. Ο πρώτος πυλώνας αποδίδει πρωτεύοντα ρόλο στην ποσότητα χρήματος – οι νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις αναλύονται διεξοδικά όσον αφορά το πληροφοριακό τους περιεχόμενο. Περιλαμβάνει μια **τιμή αναφοράς για τη νομισματική επέκταση** και μια σειρά από οικονομετρικά υποδείγματα όπου οι νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις παίζουν ρόλο στη διαμόρφωση ή την πρόβλεψη της εξέλιξης των τιμών. Ο δεύτερος πυλώνας αποτελείται από την ανάλυση πολλών και ποικίλων οικονομικών και χρηματοπιστωτικών μεταβλητών. Περιλαμβάνει ποικίλα οικονομετρικά υποδείγματα όπου οι πιέσεις από την πλευρά του κόστους και η σχέση μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και εργασίας καθορίζουν την εξέλιξη των τιμών.

**Συμβούλιο ECOFIN (ECOFIN Council):** βλ. **Συμβούλιο της ΕΕ**.

**Συμβούλιο της ΕΕ (EU Council):** θεσμικό όργανο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Απαρτίζεται από εκπροσώπους των κυβερνήσεων των κρατών-μελών, συνήθως τους Υπουργούς που είναι αρμόδιοι για τα συζητούμενα θέματα (γι' αυτό συχνά αποκαλείται Συμβούλιο Υπουργών). Όταν συνέρχεται σε επίπεδο Υπουργών Οικονομικών και Οικονομίας, το Συμβούλιο της ΕΕ συχνά αποκαλείται **Συμβούλιο ECOFIN**. Επιπλέον, το Συμβούλιο της ΕΕ μπορεί να συνέρχεται σε επίπεδο Αρχηγών Κρατών ή Κυβερνήσεων (βλ. και **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο**).

**Συμβούλιο Υπουργών:** βλ. **Συμβούλιο της ΕΕ**.

**Συμφωνία επαναγοράς (repurchase agreement):** συμφωνία με την οποία πωλείται ένας τίτλος υπό τον όρο επαναγοράς του από τον πωλητή με συμφωνημένη τιμή σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία ή όταν ζητηθεί. Η συμφωνία αυτή είναι παρόμοια με το δανεισμό έναντι ενεχύρου, με τη διαφορά ότι ο πωλητής δεν παρακρατεί την κυριότητα των τίτλων. Οι συμφωνίες επαναγοράς περιλαμβάνονται στο **M3** όταν ο πωλητής είναι **νομισματικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα (NXI)** και ο **αντισυμβαλλόμενος** είναι κάτοικος της **ζώνης του ευρώ** εκτός του τομέα των NXI.

**Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Stability and Growth Pact):** Αποτελείται από δύο Κανονισμούς του **Συμβουλίου της ΕΕ**: (α) για την ενίσχυση της επίβλεψης των δημόσιων οικονομικών και την επίβλεψη και το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών και (β) για την επίσπευση και αποσαφήνιση της εφαρμογής της διαδικασίας του υπερβολικού ελλείμματος, καθώς και από το Ψήφισμα του **Ευρωπαϊκού Συμβουλίου** σχετικά με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης που υιοθετήθηκε στη Σύνοδο Κορυφής του Άμστερνταμ στις 17 Ιουνίου 1997. Σκοπός του είναι η διαφύλαξη της σταθερότητας των δημόσιων οικονομικών κατά το Τρίτο Στάδιο της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE)**, προκειμένου να ενισχυθούν οι συνθήκες για **σταθερότητα των τιμών** και για υψηλούς ρυθμούς διατηρήσιμης ανάπτυξης που θα συντελεί στη δημιουργία θέσεων εργασίας. Ειδικότερα, η επίτευξη σχεδόν ισοσκελισμένης ή πλεονασματικής δημοσιονομικής κατάστασης απαιτείται ως μεσοπρόθεσμος στόχος, ώστε τα κράτη-μέλη να είναι σε θέση να αντιμετωπίζουν τις συνήθεις κυκλικές διακυμάνσεις, ενώ παράλληλα θα διατηρούν το δημόσιο έλλειμμα σε επίπεδο χαμηλότερο από την τιμή αναφοράς (3% του ΑΕΠ). Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης προβλέπει ότι οι χώρες που συμμετέχουν στην ONE ανακοινώνουν **προγράμματα σταθερότητας**, ενώ οι μη συμμετέχουσες χώρες εξακολουθούν να υποβάλλουν **προγράμματα σύγκλισης**.

**Συναλλαγματικά διαθέσιμα του Ευρωσυστήματος (Eurosystem's international reserves):** αποτελούνται από τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)** και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα που τηρούν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) των χωρών της **ζώνης του ευρώ**. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα πρέπει (α) να τελούν υπό τον ουσιαστικό έλεγχο της οικείας νομισματικής αρχής, είτε της ΕΚΤ είτε της ΕθνΚΤ μιας χώρας της ζώνης της ευρώ, και (β) να περιλαμβάνουν απαιτήσεις με υψηλή ρευστότητα, εμπορεύσιμες και με υψηλή φερεγγυότητα εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα (δηλ. όχι σε **ευρώ**) έναντι μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ, καθώς και χρυσό, ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα και αποθεματικές θέσεις των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

**Σύνδεση μεταξύ των συστημάτων διακανονισμού τίτλων (link between securities settlement systems):** διαδικασίες και συμφωνίες μεταξύ **συστημάτων διακανονισμού τίτλων (ΣΔΤ)** για τη διασυνοριακή μεταφορά τίτλων μέσω λογιστικών εγγραφών. Ως εναλλακτική λύση αντί του **ΣΑΚΤ** το Ευρωσύστημα χρησιμοποιεί αποδεκτές συνδέσεις για τη διασυνοριακή χρήση **ασφαλειών**.

**Συνθήκη (Treaty):** Με τον όρο αυτό νοείται η Συνθήκη ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Η Συνθήκη υπογράφηκε στη Ρώμη στις 25 Μαρτίου 1957 και τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 1958. Ίδρυσε την Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) και συχνά καλείται “Συνθήκη της Ρώμης”. Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση (η οποία συχνά καλείται “Συνθήκη του Μάαστριχτ”) υπογράφηκε στις 7 Φεβρουαρίου 1992 και τέθηκε σε ισχύ την 1η Νοεμβρίου 1993. Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση τροποποίησε τη Συνθήκη ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και ίδρυσε την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η “Συνθήκη του Άμστερνταμ”, η οποία υπογράφηκε στο Άμστερνταμ στις 2 Οκτωβρίου 1997 και τέθηκε σε εφαρμογή την 1η Μαΐου 1999, και πιο πρόσφατα η Συνθήκη της Νίκαιας, η οποία υπογράφηκε στις 26 Φεβρουαρίου 2001 και τέθηκε σε ισχύ την 1η Φεβρουαρίου 2003, τροποποίησαν τόσο τη Συνθήκη ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας όσο και τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση.

**Συντελεστής ελάχιστων αποθεματικών (reserve ratio):** συντελεστής τον οποίο καθορίζει η κεντρική τράπεζα για κάθε κατηγορία των στοιχείων του ισολογισμού που περιλαμβάνονται στη **βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών**. Οι συντελεστές αυτοί χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της **υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών**.

**Σύστημα ανταποκριτών κεντρικών τραπεζών (ΣΑΚΤ) (correspondent central banking model – CCBM):** μηχανισμός που καθιερώθηκε από το **Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)** ώστε να επιτρέπει στους **αντισυμβαλλομένους** να λαμβάνουν πίστωση από την κεντρική τράπεζα της χώρας όπου εδρεύουν χρησιμοποιώντας **ασφάλειες** τηρούμενες σε άλλη χώρα. Στο πλαίσιο του ΣΑΚΤ, κάθε εθνική κεντρική τράπεζα (ΕθνΚΤ) ενεργεί ως θεματοφύλακας για λογαριασμό των άλλων ΕθνΚΤ όσον αφορά τους τίτλους που τηρούνται στο **σύστημα διακανονισμού τίτλων (ΣΔΤ)** της χώρας της.

**Σύστημα διακανονισμού τίτλων (ΣΔΤ) (securities settlement system – SSS):** σύστημα που επιτρέπει την κατοχή και μεταβίβαση τίτλων ή άλλων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, είτε χωρίς πληρωμή είτε έναντι πληρωμής (βλ. **ταυτόχρονη παράδοση και πληρωμή**).

**Σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων (funds transfer system – FTS):** επίσημη συμφωνία, που βασίζεται σε ιδιωτική σύμβαση ή νόμο, με μεγάλο αριθμό μελών, κοινούς κανόνες και τυποποιημένες ρυθμίσεις, για τη διαβίβαση και το διακανονισμό χρηματικών υποχρεώσεων που ανακύπτουν μεταξύ των μελών.

**Σύστημα συμψηφισμού (net settlement system – NSS): σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων,** του οποίου οι εργασίες διακανονισμού ολοκληρώνονται σε διμερή ή πολυμερή καθαρή βάση.

**Τακτική δημοπρασία (standard tender):** διαδικασία δημοπρασίας την οποία χρησιμοποιεί το **Ευρωσύστημα** στις τακτικές **πράξεις ανοικτής αγοράς** που διενεργεί. Οι τακτικές δημοπρασίες διεξάγονται μέσα σε 24 ώρες. Δικαίωμα υποβολής προσφορών στις τακτικές δημοπρασίες έχουν όλοι οι **αντισυμβαλλόμενοι** που πληρούν τα γενικά κριτήρια καταλληλότητας.

**TARGET (Διευρωπαϊκό Αυτόματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο) (TARGET – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system):** το **ΣΔΣΧ** για το **ευρώ**. Είναι ένα αποκεντρωμένο σύστημα αποτελούμενο από τα 15 εθνικά ΣΔΣΧ και το μηχανισμό πληρωμών της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**, που συνδέονται μεταξύ τους μέσω κοινών διαδικασιών (του **μηχανισμού διασύνδεσης**), έτσι ώστε οι διασυννοριακές εντολές πληρωμής να μεταφέρονται από το ένα σύστημα στο άλλο σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση.

**TARGET2:** δεύτερη γενεά του συστήματος **TARGET** που θα αναπτυχθεί με σκοπό να αυξήσει τη χρηματοπιστωτική ενοποίηση εντός της **ζώνης του ευρώ**. Οι κυριότεροι στόχοι του TARGET2 θα είναι: (α) να καλύπτει καλύτερα τις ανάγκες των πελατών παρέχοντας εναρμονισμένο επίπεδο υπηρεσιών, (β) να εγγυάται σωστή σχέση κόστους-ωφέλειας και (γ) να μπορεί να προσαρμόζεται γρήγορα στις μελλοντικές εξελίξεις, όπως η διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του **Ευρωσυστήματος**. Στο πλαίσιο του TARGET2, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες θα παραμείνουν υπεύθυνες για την τήρηση λογαριασμών των **πιστωτικών ιδρυμάτων** και για τις συναλλαγές με αυτά.

**Ταυτόχρονη παράδοση και πληρωμή (DVP – delivery versus payment):** μηχανισμός στο πλαίσιο **συστήματος διακανονισμού τίτλων (ΣΔΤ)** ο οποίος εξασφαλίζει ότι η παράδοση των περιουσιακών στοιχείων (τίτλων ή άλλων χρηματοδοτικών μέσων) επέρχεται εάν, και μόνον εάν, πραγματοποιηθεί η πληρωμή.

**Τεκμαρτή μεταβλητότητα της αγοράς ομολόγων (implied bond market volatility):** δείκτης της αναμενόμενης μεταβλητότητας των τιμών των ομολόγων (ή των συμβολαίων μελλοντικής παράδοσης επί ομολόγων), που μπορεί να υπολογιστεί με βάση τις τιμές των **δικαιωμάτων προαιρέσεως**. Με δεδομένη την παρατηρηθείσα τιμή της αγοράς ενός δικαιώματος προαιρέσεως επί ομολόγων, μπορεί να υπολογιστεί η τεκμαρτή μεταβλητότητα σύμφωνα με ένα σταθερό τύπο υπολογισμού των τιμών των δικαιωμάτων προαιρέσεως, ο οποίος ρητώς εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από την αναμενόμενη μεταβλητότητα της τιμής του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου κατά το διάστημα μέχρι τη λήξη του δικαιώματος προαιρέσεως. Τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να είναι ομόλογα, λ.χ. τα δεκαετή ομόλογα του Γερμανικού Δημοσίου (Bund) ή συμβόλαια μελλοντικής παράδοσης επί ομολόγων. Εφόσον έχουν ληφθεί υπόψη οι κατάλληλες παραδοχές, η τεκμαρτή μεταβλητότητα μπορεί να ερμηνευθεί ως η μεταβλητότητα την οποία αναμένει η αγορά κατά την εναπομένουσα διάρκεια του δικαιώματος προαιρέσεως.

**Τεκμαρτή μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς (implied stock market volatility):** δείκτης της αναμενόμενης μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών, που μπορεί να υπολογιστεί με βάση τις τιμές των **δικαιωμάτων προαιρέσεως**. Με δεδομένη την παρατηρηθείσα αγοραία τιμή ενός δικαιώματος προαιρέσεως επί μετοχών, η τεκμαρτή μεταβλητότητα μπορεί να υπολογιστεί με ένα σταθερό τύπο υπολογισμού της τιμής των δικαιωμάτων προαιρέσεως, ο οποίος εξαρτάται ρητώς, μεταξύ άλλων, από την αναμενόμενη μεταβλητότητα της τιμής του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου κατά το διάστημα μέχρι τη λήξη του δικαιώματος προαιρέσεως. Τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να είναι χρηματιστηριακοί δείκτες όπως ο Dow Jones **EURO STOXX 50**. Εφόσον έχουν ληφθεί υπόψη οι κατάλληλες παραδοχές, η τεκμαρτή μεταβλητότητα μπορεί να ερμηνευθεί ως η μεταβλητότητα την οποία αναμένει η αγορά κατά την εναπομένουσα διάρκεια του δικαιώματος προαιρέσεως.

**Τεκμαρτή μεταβλητότητα των επιτοκίων (implied interest rate volatility):** δείκτης της αναμενόμενης μεταβλητότητας των μελλοντικών βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, που μπορεί να υπολογιστεί με βάση τις τιμές των **δικαιωμάτων προαιρέσεως**. Με δεδομένη την παρατηρηθείσα αγοραία τιμή ενός δικαιώματος προαιρέσεως επί επιτοκίων, η τεκμαρτή μεταβλητότητα μπορεί να υπολογιστεί με ένα σταθερό τύπο υπολογισμού της τιμής των δικαιωμάτων προαιρέσεως, ο οποίος εξαρτάται ρητώς, μεταξύ άλλων, από την αναμενόμενη μεταβλητότητα της τιμής του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου κατά το διάστημα μέχρι τη λήξη του δικαιώματος προαιρέσεως. Τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να είναι συμβόλαια μελλοντικής παράδοσης επί βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, όπως το **EURIBOR** τριών μηνών, ή επί μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων, λ.χ. των δεκαετών ομολόγων του Γερμανικού Δημοσίου (Bund). Εφόσον έχουν ληφθεί υπόψη οι κατάλληλες παραδοχές, η τεκμαρτή μεταβλητότητα μπορεί να ερμηνευθεί ως η μεταβλητότητα την οποία αναμένει η αγορά κατά την εναπομένουσα διάρκεια του δικαιώματος προαιρέσεως.

**Τιμή αναφοράς για τη δημοσιονομική θέση (reference value for the fiscal position):** Το Πρωτόκολλο αριθ. 20 της **Συνθήκης** σχετικά με τη **διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος** καθορίζει ρητές τιμές αναφοράς για το **λόγο του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης** (3% του ΑΕΠ) και το **λόγο του χρέους** (60% του ΑΕΠ) (βλ. και **Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης**).

**Τιμή αναφοράς για τη νομισματική επέκταση (reference value for monetary growth):** Το **Διοικητικό Συμβούλιο** κατά την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής αποδίδει πρωτεύοντα ρόλο στην ποσότητα χρήματος, ο οποίος συνεπάγεται ότι τα **νομισματικά μεγέθη** και οι παράγοντες μεταβολής τους αναλύονται διεξοδικά όσον αφορά το πληροφοριακό τους περιεχόμενο για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών. Αυτό σηματοδοτείται με την ανακοίνωση τιμής αναφοράς για το ρυθμό αύξησης του νομισματικού μεγέθους **M3**. Η τιμή αναφοράς προκύπτει με τρόπο που είναι συνεπής με τη **σταθερότητα των τιμών**, όπως την ορίζει το Διοικητικό Συμβούλιο, και εξυπηρετεί την επίτευξή της, βασίζεται δε σε μεσοπρόθεσμες παραδοχές για την αύξηση, βάσει της τάσης, του πραγματικού ΑΕΠ και την τάση της ταχύτητας κυκλοφορίας του M3. Σημαντικές ή παρατεταμένες αποκλίσεις της αύξησης του M3 από την τιμή αναφοράς σημαίνουν, υπό κανονικές συνθήκες, κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Ωστόσο, η τιμή αναφοράς δεν συνεπάγεται δέσμευση του Διοικητικού Συμβουλίου να διορθώνει μηχανιστικά τις αποκλίσεις της αύξησης του M3 από την τιμή αναφοράς.

**Τοποθέτηση αναφοράς (benchmark):** Σε σχέση με επενδύσεις, τοποθέτηση αναφοράς είναι ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς ή ένας δείκτης που κατασκευάζεται με βάση τα

επιδιωκόμενα επίπεδα ρευστότητας, κινδύνου και απόδοσης των επενδύσεων. Χρησιμεύει ως συγκριτικό στοιχείο με το οποίο αξιολογείται η απόδοση ενός συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου. Στο πλαίσιο της διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**, η στρατηγική τοποθέτηση αναφοράς είναι ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς που αντανάκλα τις προτιμήσεις της ΕΚΤ ως προς τη σχέση κινδύνου-απόδοσης σε ένα μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Τα χαρακτηριστικά της στρατηγικής τοποθέτησης αναφοράς τροποποιούνται μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις. Η τακτική τοποθέτηση αναφοράς αντανάκλα τις προτιμήσεις της ΕΚΤ ως προς τη σχέση κινδύνου-απόδοσης σε χρονικό ορίζοντα μερικών μηνών, με βάση τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς. Η τακτική τοποθέτηση αναφοράς επανεξετάζεται κάθε μήνα.

**Τραπεζικά επιτόκια λιανικής (retail bank interest rates):** βλ. **επιτόκια των NXI**.

**Τραπεζικές εργασίες μέσω ανταποκριτών (correspondent banking):** συμφωνία βάσει της οποίας ένα **πιστωτικό ίδρυμα** παρέχει σε ένα άλλο πιστωτικό ίδρυμα υπηρεσίες πληρωμών και άλλες υπηρεσίες. Οι πληρωμές μέσω ανταποκριτών συχνά διενεργούνται μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών (λογαριασμών “nostro” και “loro”), οι οποίοι μπορούν να υπαχθούν σε πάγια πιστωτικά όρια. Οι τραπεζικές εργασίες μέσω ανταποκριτών παρέχονται κυρίως σε διασυννοριακό επίπεδο, μπορούν όμως να παρέχονται και σε εθνικό επίπεδο, οπότε είναι γνωστές και ως σχέσεις πρακτόρευσης. “Λογαριασμός loro” είναι ο όρος που χρησιμοποιεί ο ανταποκριτής για να χαρακτηρίσει το λογαριασμό που τηρεί επ’ ονόματι ενός ξένου πιστωτικού ιδρύματος. Το ξένο πιστωτικό ίδρυμα αντίστοιχα θεωρεί αυτό το λογαριασμό ως δικό του “λογαριασμό nostro”.

**Τραπεζική Ένωση για το ευρώ (Euro Banking Association – EBA):** οργανισμός, στο πλαίσιο του οποίου διερευνώνται και συζητούνται όλα τα τραπεζικά θέματα που ενδιαφέρουν τα μέλη του και ιδίως θέματα σχετικά με τη χρήση του **ευρώ** και το διακανονισμό συναλλαγών σε ευρώ. Η Τραπεζική Ένωση για το Ευρώ ίδρυσε εταιρία εκκαθάρισης (ABE Clearing, Société par Actions Simplifiée à capital variable) με σκοπό τη διαχείριση του Συστήματος Εκκαθάρισης Συναλλαγών σε Ευρώ (Euro Clearing System) από 1ης Ιανουαρίου 1999. Το Σύστημα Εκκαθάρισης Συναλλαγών σε Ευρώ (Euro Clearing System – Euro 1) είναι διάδοχος του Συστήματος Εκκαθάρισης και Διακανονισμού σε ECU.

**Υπό ένταξη χώρες (accession countries):** Προς το παρόν υπάρχουν 13 χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης και της Μεσογείου που αναγνωρίζονται από το **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο** ως υποψήφιας για προσχώρηση στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Δέκα από αυτές (Τσεχία, Εσθονία, Κύπρος, Λετονία, Λιθουανία, Ουγγαρία, Μάλτα, Πολωνία, Σλοβενία και Σλοβακία) έχουν κληθεί να ενταχθούν στην ΕΕ την 1η Μαΐου 2004, αφού πρώτα υπογράψουν και εν συνεχεία κυρώσουν τη Συνθήκη Προσχώρησης. Άλλες δύο χώρες, η Βουλγαρία και η Ρουμανία, έχουν ήδη αρχίσει διαπραγματεύσεις για την προσχώρησή τους και έχει οριστεί πιθανή χρονολογία ένταξής τους στην ΕΕ το 2007. Επίσημη υποψήφια για προσχώρηση είναι και η Τουρκία και συμμετέχει στον Οικονομικό Διάλογο με την ΕΕ, αλλά δεν έχει αρχίσει ακόμη σχετικές διαπραγματεύσεις. Όπου στην παρούσα Ετήσια Έκθεση γίνεται λόγος για “υπό ένταξη χώρες”, νοούνται οι παραπάνω 12 χώρες με τις οποίες έχουν ολοκληρωθεί ή συνεχίζονται διαπραγματεύσεις για τη συμμετοχή τους στην ΕΕ.

**Υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών (reserve requirement):** η υποχρέωση των **πιστωτικών ιδρυμάτων** να τηρούν υποχρεωτικές καταθέσεις (ελάχιστα

αποθεματικά) στην κεντρική τράπεζα. Στο πλαίσιο του συστήματος ελάχιστων αποθεματικών του **Ευρωσυστήματος**, προκειμένου να υπολογιστούν τα ελάχιστα αποθεματικά ενός πιστωτικού ιδρύματος, πολλαπλασιάζεται ο **συντελεστής ελάχιστων αποθεματικών** για κάθε κατηγορία υποχρεώσεων που περιλαμβάνεται στη **βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών** επί τα ποσά των αντίστοιχων στοιχείων του ισολογισμού του ιδρύματος. Επιπλέον, τα ιδρύματα επιτρέπεται να εφαρμόσουν μια **εφάπαξ απαλλαγή**, η οποία εκπίπτει από τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά τους.

**Υψηλού Επιπέδου Ομάδα Ειδικών για το Εταιρικό Δίκαιο (High Level Group of Company Law Experts):** ιδρύθηκε από την **Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων)** το Σεπτέμβριο του 2001 με σκοπό την υποβολή συστάσεων για τη θέσπιση σύγχρονου κανονιστικού πλαισίου σχετικά με το δίκαιο των εταιριών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Τον Ιανουάριο του 2002 η Ομάδα παρουσίασε έκθεση επί ζητημάτων σχετικών με την Οδηγία για τις Προσφορές Εξαγοράς. Τον Απρίλιο του 2002 τα καθήκοντα της Ομάδας διευρύνθηκαν, προκειμένου να ασχοληθεί ειδικώς με μια σειρά ζητημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

**Φορέας διακανονισμού (settlement agent):** ίδρυμα που διευθύνει τη διαδικασία διακανονισμού (π.χ. καθορίζει τις θέσεις διακανονισμού, παρακολουθεί την ανταλλαγή των πληρωμών κ.λπ.) σε συστήματα μεταφοράς κεφαλαίων ή σε άλλα συστήματα που απαιτούν διακανονισμό.

**UMTS (Universal Mobile Telecommunications System):** σύστημα κινητής τηλεφωνίας “τρίτης γενεάς”. Άδειες χρήσεως φάσματος ραδιοσυχνοτήτων για κινητή τηλεφωνία πωλούνται ή παραχωρούνται από κυβερνήσεις των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε εταιρίες τηλεπικοινωνιών.

**Χρεόγραφα (debt securities):** τίτλοι που αντιπροσωπεύουν υπόσχεση του εκδότη (οφειλέτη) να πραγματοποιήσει μία ή περισσότερες πληρωμές προς τον κομιστή (δανειστή) σε μία ή περισσότερες συγκεκριμένες μελλοντικές ημερομηνίες. Συνήθως έχουν καθορισμένο επιτόκιο (τοκομερίδιο) ή πωλούνται υπό το άρτιο της ονομαστικής τους αξίας, η οποία καταβάλλεται κατά τη λήξη του χρεογράφου. Το εισόδημα του κομιστή από το χρεόγραφο συνεπώς αποτελείται από τα τοκομερίδια που τυχόν εισπράττει συν τη διαφορά μεταξύ της τιμής στη οποία αγοράζει το ομόλογο και της αγοραίας αξίας του κατά την πώληση ή λήξη αυτού. Είναι διαπραγματεύσιμα και μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο συναλλαγών στις δευτερογενείς αγορές, αλλά δεν παρέχουν στον κομιστή κανένα δικαίωμα κυριότητας επί του εκδίδοντος φορέως. Οι τίτλοι της αγοράς χρήματος και, κατ’ αρχήν, οι ιδιωτικές τοποθετήσεις περιλαμβάνονται στα στατιστικά στοιχεία για τις εκδόσεις χρεογράφων τα οποία καταρτίζει η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**.

**Χρηματαγορά:** βλ. αγορά χρήματος.

**Χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών τομέων της ζώνης του ευρώ μέσω χρέους (debt financing of the euro area non-financial sectors):** περιλαμβάνει τη χρηματοδότηση των **νοικοκυριών**, των **μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων** και της **γενικής κυβέρνησης** μέσω χρέους. Μπορεί να λάβει τις εξής μορφές: δάνεια που χορηγούνται από **νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NFI)** και άλλες χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της **ζώνης του ευρώ**, **χρεόγραφα** που εκδίδονται από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και από τη γενική κυβέρνηση, **αποθεματικά**

**ταμείων συντάξεων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων** και υποχρεώσεις της **κεντρικής κυβέρνησης** από καταθέσεις. Δεν περιλαμβάνονται δάνεια από τη γενική κυβέρνηση, από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ή από τράπεζες που εδρεύουν εκτός της ζώνης του ευρώ, τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, οι μετοχές, οι λοιπές συμμετοχές, και οι **λοιποί πληρωτέοι λογαριασμοί**. Σε ετήσια βάση, μπορεί να υπολογιστεί ένας ευρύτερος δείκτης της χρηματοδότησης μέσω χρέους που να περιλαμβάνει και τα δάνεια από μη χρηματοπιστωτικούς τομείς και από τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ.



